



000338.SZ

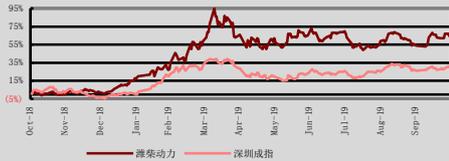
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 11.56

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	58.4	4.4	(5.3)	58.6
相对深证成指	23.6	2.4	(7.9)	28.0

发行股数(百万)	7,934
流通股(%)	54
总市值(人民币 百万)	91,716
3个月日均交易额(人民币 百万)	484
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
香港中央结算代理人有限公司	24

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年10月31日收市价为标准

相关研究报告

《潍柴动力——业绩符合预期, 多领域布局效果渐显》 20190830

《潍柴动力——业绩略超预期, 持续受益重卡行业高景气》 20190429

《潍柴动力——业绩符合预期, 多领域布局力保稳健增长》 20190131

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车零部件

魏敏

(8621)20328306

min.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517080007

朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517060001

潍柴动力

业绩稳健增长, 治超有望提升重卡销量中枢

公司发布2019年三季报, 实现营业总收入1,267.1亿元, 同比增长7.2%; 归母净利润70.6亿元, 同比增长17.6%, 扣非后归母净利润64.5亿元, 同比增长13.4%, 每股收益0.89元, 业绩符合预期。公司是重卡发动机龙头企业, 显著受益重卡市场高景气度, 排放升级与未来配套重汽将助力市占率提升。公司布局工程机械等非重卡用发动机, 并控股凯傲, 在叉车、智能物流等多领域布局, 凯傲收入与利润实现快速增长, 业务多元化弱化业绩波动。预计公司2019-2021年每股收益分别为1.22元、1.30元和1.41元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

■ 前三季度收入快速增长, 毛利率小幅提升。2019前三季度重卡行业销售88.9万辆, 在较高基数下同比微降0.8%。根据中汽协数据, 2019前三季度陕汽集团销重卡13.2万辆, 同比基本持平, 预计陕重汽销量也基本保持稳定; 凯傲前三季度营收65.2亿欧元, 同比+13.1%。受益重卡市场高景气度和凯傲快速增长, 公司前三季度营收+7.2%; 毛利率22.1%, 同比+0.5pct; 销售费用与管理费用小幅增长, 销售费用率同比-0.4pct, 管理费用率持平; 公司持续在国六产品、氢燃料电池等领域投入研发, 研发费用同比+33.6%; 结构性存款增加, 利息收入计入投资收益, 财务费用同比+41.7%; 四项费用率13.1%, 同比+0.2pct。收入与毛利率提升较快, 费用率微增, 带动归母净利润快速增长17.6%, 净利润率达5.6%, 同比提升0.5个百分点。

■ Q3业绩稳健, 凯傲快速增长。2019Q3重卡行业销售23.3万辆(同比+4.0%), 母公司(主要是发动机业务)营收同比微降0.7%; 陕汽集团销重卡3.2万辆, 同比-2.3%, 7月1日起天然气重卡实施国六, Q3天然气重卡销量降幅较大, 预计陕重汽销量与收入有所下滑; 凯傲营收21.6亿欧元, 同比+13.9%; 公司总体营收同比微降0.2%; 毛利率22.9%, 同比+1.6pct, 预计主要受产品结构变动影响; 销售、管理、研发、财务费用分别同比+7.0%、+14.1%、+27.3%、-100.6%, 四项费用率合计15.0%, 同比+1.6pct; 受交叉货币互换工具收益增加影响, 公允价值变动损益同比+1.0亿; 资产与信用减值损失同比+0.6亿; 收入微降、毛利率与费用率均有所提升, 公司归母净利润+10.1%, 扣非后归母净利润微降0.9%; 凯傲净利润1.2亿欧元, 同比+25.5%, 为公司业绩稳定做出了突出的贡献。

■ 有望持续受益重卡行业高景气, 多元化布局稳增长。重卡市场7-9月实现连续正增长, 随着秋冬季到来, 运煤车销量预计后续环比也将有所提升, 多地限制国三柴油车进城或鼓励淘汰更新国三柴油车, 提前实施国六排放标准, 稳增长压力加大后续基建将加码, 重卡仍有较大需求基础, 无锡事件后各地查超力度将加强, 单车运力下降, 预计重卡需求中枢或将上移, 公司有望持续受益。未来将配套中国重汽, 公司市占率也有望进一步提升。公司工业动力用发动机、农业装备用发动机、叉车用发动机等非重卡用发动机销量快速增长; 随着非道路国四标准升级以及电动叉车需求提升, 定位中高端的凯傲将受益, 凯傲逐渐成为一大业绩支柱, 将弱化业绩波动性。

估值

■ 考虑到重卡市场有望维持较高景气, 公司开始配套进入中国重汽, 且多领域布局前景广阔, 预计公司2019-2021年每股收益分别为1.22元、1.30元和1.41元, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

■ 1)重卡行业销量不及预期; 2)海外业务整合不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	151,569	159,256	170,404	178,924	189,659
变动(%)	63	5	7	5	6
净利润(人民币 百万)	6,808	8,658	9,686	10,329	11,158
全面摊薄每股收益(人民币)	0.858	1.091	1.221	1.302	1.406
变动(%)	178.9	27.2	11.9	6.6	8.0
全面摊薄市盈率(倍)	13.5	10.6	9.5	8.9	8.2
价格/每股现金流量(倍)	5.6	4.1	6.6	3.4	7.3
每股现金流量(人民币)	2.05	2.81	1.74	3.39	1.58
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.3	3.5	2.8	1.6	1.2
每股股息(人民币)	0.403	0.461	0.525	0.560	0.605
股息率(%)	3.5	4.0	4.5	4.8	5.2

资料来源: 公司公告, 中银国际证券



图表 1. 潍柴动力 2019 年前三季度业绩摘要

(人民币, 亿元)	2018 前三季度	2019 前三季度	同比变动(%)
营业总收入	1,181.8	1,267.1	7.2
营业利润	98.5	111.8	13.6
净利润	80.5	93.3	15.9
归属于上市公司股东的净利润	60.0	70.6	17.6
扣非后归属于上市公司股东的净利润	56.9	64.5	13.4
营业成本	926.1	987.5	6.6
毛利润	255.7	279.5	9.3
销售费用	78.8	79.4	0.8
管理费用	46.1	48.9	6.2
研发费用	26.8	35.9	33.6
财务费用	1.0	1.4	41.7
资产+信用减值损失	(4.3)	(5.3)	(23.3)
销售费用率(%)	6.7	6.3	
管理费用率(%)	3.9	3.9	
研发费用率(%)	2.3	2.8	
财务费用率(%)	0.1	0.1	
毛利率(%)	21.6	22.1	
净利率(%)	5.1	5.6	

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 2. 潍柴动力 2019 年三季度业绩摘要

(人民币, 亿元)	2018Q3	2019Q3	同比变动(%)
营业总收入	359.2	358.5	(0.2)
营业利润	27.7	29.1	4.9
净利润	21.7	24.4	12.5
归属于上市公司股东的净利润	16.1	17.7	10.1
扣非后归属于上市公司股东的净利润	15.1	14.9	(0.9)
营业成本	282.7	276.5	(2.2)
毛利润	76.5	81.9	7.1
销售费用	24.1	25.8	7.0
管理费用	14.1	16.1	14.1
研发费用	9.3	11.9	27.3
财务费用	0.4	(0.0)	(100.6)
资产+信用减值损失	(1.4)	(0.8)	46.3
销售费用率(%)	6.7	7.2	
管理费用率(%)	3.9	4.5	
研发费用率(%)	2.6	3.3	
财务费用率(%)	0.1	(0.0)	
毛利率(%)	21.3	22.9	
净利率(%)	4.5	4.9	

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	151,569	159,256	170,404	178,924	189,659
销售成本	(119,206)	(124,410)	(132,65)	(139,22)	(147,47)
经营费用	(14,617)	(14,706)	(16,188)	(17,117)	(18,278)
息税折旧前利润	17,747	20,140	21,556	22,586	23,903
折旧及摊销	(7,273)	(7,337)	(7,105)	(7,122)	(7,140)
经营利润(息税前利润)	10,474	12,804	14,451	15,464	16,762
净利息收入/(费用)	(591)	(75)	(170)	(179)	(190)
其他收益/(损失)	639	1,130	1,036	1,048	1,072
税前利润	10,522	13,858	15,316	16,333	17,645
所得税	(1,344)	(2,233)	(2,297)	(2,450)	(2,647)
少数股东权益	(2,370)	(2,968)	(3,333)	(3,554)	(3,839)
净利润	6,808	8,658	9,686	10,329	11,158
核心净利润	6,826	8,699	9,724	10,368	11,196
每股收益(人民币)	0.858	1.091	1.221	1.302	1.406
核心每股收益(人民币)	0.860	1.096	1.226	1.307	1.411
每股股息(人民币)	0.403	0.461	0.525	0.560	0.605
收入增长(%)	63	5	7	5	6
息税前利润增长(%)	141	22	13	7	8
息税折旧前利润增长(%)	72	13	7	5	6
每股收益增长(%)	179	27	12	7	8
核心每股收益增长(%)	167	27	12	7	8

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	34,222	38,210	49,394	74,478	82,080
应收帐款	39,721	39,210	43,583	41,957	50,317
库存	19,851	20,674	24,130	20,677	27,771
其他流动资产	6,546	10,011	6,717	8,150	8,098
流动资产总计	100,340	108,105	123,823	145,262	168,266
固定资产	28,287	32,302	27,414	22,466	17,536
无形资产	24,356	23,740	21,832	19,908	17,968
其他长期资产	13,194	17,863	15,424	16,110	16,466
长期资产总计	65,837	73,905	64,670	58,484	51,970
总资产	189,638	205,276	212,064	227,212	243,550
应付帐款	43,016	46,794	43,141	50,555	51,369
短期债务	3,175	5,473	4,300	4,200	4,100
其他流动负债	32,282	36,350	39,675	34,650	39,350
流动负债总计	78,474	88,617	87,116	89,405	94,819
长期借款	26,138	23,174	22,494	25,406	25,888
其他长期负债	28,671	31,227	29,125	29,674	30,008
股本	7,997	7,997	7,934	7,934	7,934
储备	28,651	33,232	39,117	44,960	51,229
股东权益	36,649	41,229	47,051	52,894	59,163
少数股东权益	21,115	22,946	26,278	29,833	33,672
总负债及权益	189,638	205,276	212,064	227,212	243,550
每股帐面价值(人民币)	4.62	5.20	5.93	6.67	7.46
每股有形资产(人民币)	1.54	2.19	3.18	4.16	5.19
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.92)	(2.73)	(3.92)	(6.97)	(7.88)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	10,522	13,858	15,316	16,333	17,645
折旧与摊销	7,273	7,337	7,105	7,122	7,140
净利息费用	591	75	170	179	190
运营资本变动	3,242	4,420	5,159	1,067	(3,972)
税金	1,026	736	(2,297)	(2,450)	(2,647)
其他经营现金流	(6,395)	(4,165)	(11,659)	4,624	(5,783)
经营活动产生的现金流	16,258	22,262	13,794	26,875	12,572
购买固定资产净值	(1,453)	(616)	310	250	270
投资减少/增加	(486)	(1,814)	470	470	470
其他投资现金流	(3,099)	(4,751)	1,900	(1,074)	(1,175)
投资活动产生的现金流	(5,037)	(7,181)	2,680	(354)	(435)
净增权益	(3,199)	(3,659)	(4,165)	(4,442)	(4,798)
净增债务	(15,163)	(1,170)	727	1,261	557
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	11,764	(2,179)	(1,904)	1,641	(515)
融资活动产生的现金流	(6,598)	(6,980)	(5,290)	(1,437)	(4,535)
现金变动	4,623	8,100	11,184	25,084	7,602
期初现金	27,123	34,222	38,210	49,394	74,478
公司自由现金流	11,221	15,081	16,474	26,521	12,137
权益自由现金流	(3,351)	13,986	17,371	27,961	12,884

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.7	12.6	12.7	12.6	12.6
息税前利润率(%)	6.9	8.0	8.5	8.6	8.8
税前利润率(%)	6.9	8.7	9.0	9.1	9.3
净利率(%)	4.5	5.4	5.7	5.8	5.9
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.2	1.4	1.6	1.8
利息覆盖率(倍)	17.7	169.9	84.8	86.4	88.4
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.0	1.1	1.4	1.5
估值					
市盈率(倍)	13.5	10.6	9.5	8.9	8.2
核心业务市盈率(倍)	13.4	10.5	9.4	8.8	8.2
市净率(倍)	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5
价格/现金流(倍)	5.6	4.1	6.6	3.4	7.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.3	3.5	2.8	1.6	1.2
周转率					
存货周转天数	55.0	59.4	61.6	58.7	60.0
应收帐款周转天数	82.6	90.5	88.7	87.2	88.8
应付帐款周转天数	88.7	102.9	96.3	95.6	98.1
回报率					
股息支付率(%)	47.0	42.3	43.0	43.0	43.0
净资产收益率(%)	19.9	22.2	21.9	20.7	19.9
资产收益率(%)	5.2	5.4	5.9	6.0	6.1
已运用资本收益率(%)	2.0	2.4	2.5	2.4	2.4

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371