



## 重卡动力总成黄金产业链优势突出，综合实力领先

2019.11.27

刘伟浩(分析师)

电话: 020-88832824

邮箱: liuweihao@gzghs.com.cn

执业编号: A1310517040001

- **受益于新排放标准带来的技术门槛及持续的更新需求，潍柴将进一步巩固重卡发动机市场的地位。**潍柴是行业内最早完成全系列国六发动机开发、认证，并推出多款符合国六排放标准的发动机。随着重型汽车的国六标准于 2020 年 7 月起逐步实施，其大幅提高技术要求，行业门槛将进一步提高，公司将受益于提早布局及行业集中度提高。同时，今年基础设施投资及房地产开发投资增速已较 18 年有所回暖，19 年 1-10 月分别同比增 3.3% 和 10.3%，加上国六施前预计明年中旬将迎来新的需求释放，行业景气度将持续并带动重卡发动机销量提升，我们预计重卡销量 19-21 年为 116/124/131 万辆，叠加未来进入配套重汽带来的增量，预计公司现时 33.2% 市占率预计将进一步提高，至 22 年或将达到 36%，进一步稳固其行业地位。
- **发动机：市占率持续提升，产品多样性+技术领先将逐步优化产品结构及降低受重卡周期波动的影响。**随着柴油机行业集中度进一步提升，潍柴的柴油机市占率近年也持续上升，从 16 年的 10.95% 到 19 年 1H 的 19.6%，几年间提升了 8.7 个点且提升幅度大幅领先同行。除了持续重视及投入研发，公司坚持全产品及全系列布局，近年大力发展非道路用发动机，并受益于行业的工程用及农用发动机销量持续增长。随着公司重卡销量占比下降至 55%，非道路发动机销量在 19 年 1H 已占约 30%，工程用和农用发动机销量同比分别增 7.5% 和 23.8% 至 7.4 和 2.6 万台。公司也大力发展装载机和天然气发动机，销量增速明显，随着公司逐渐全方位及多元化将优化产品结构，将有助降低受对重卡销量及周期波动的影响，提高抗风险能力，增加带动营收增长的来源。
- **动力总成提早布局，拥有重卡黄金产业链将逐渐发挥协同效应。**潍柴的黄金产业链主要体现为：母公司的发动机尤其是重卡发动机已成为行业龙头；陕重汽的重卡跻身于第一梯队；法士特的重卡变速箱也稳居龙头地位；掌控林德液压领先的液压技术。陕重汽近年持续布局细分市场，产品研发优势使得单价持续上升，19 年 1H 同比增 6.1% 至 35.1 万元，加上费用控制效率提高，近年净利率逐步上升，未来有望达到 3-4%。法士特销量持续每年增长，19 年 1H 同比增 11.3% 至 58.2 万台，龙头地位进一步巩固，市占率从 18 年底增加 4.8 个点至 19 年 1H 的 80.5%，净利率逐步提升至近期的 10% 水平。林德液压收入增速保持高速增长，受益于下游工程机械应用增长，加上逐步实现‘德国技术+中国生产’，新工厂年底建好后将带动国内收入进一步提升。
- **凯傲业绩稳定，叉车业务具增长潜力，与德马泰克共同协作布局智能物流领域。**凯傲为欧洲最大，全球第二的工业叉车制造商，订单额近年持续增长，19 年 Q1-3 同比增 2% 至 45.8 亿欧元，而逐步加大投入中国和亚洲市场及电动叉车趋势增长迅速为公司未来增长点。此外，2016 年凯傲收购德马泰克，双方客户主要分布在多个不同行业，二者的主要客户群体地区分布也差异明显，能够丰富公司下游需求领域和地区拓展，同时亦能增强业务抗经济周期风险的能力。凯傲近年营收持续每年增长，对潍柴贡献最大，而近年毛利率保持在 25% 以上及净利率在 5% 以上，整体有助降低潍柴业绩波动性。

强烈推荐 (维持)

现价: 13.38

目标价: 16.3

股价空间: 21.8%

汽车行业

### 行业指数走势



### 股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
潍柴动力	11.22	21.11	15.02
汽车零部件	1.37	1.28	-1.18
沪深 300	-0.13	2.34	6.88

### 基本资料

总市值 (亿元)	1061.55
总股本 (亿股)	79.34
流通股比例	54%
资产负债率	70%
大股东	香港中央结算 (代理人)有限公司
大股东持股比例	24.4%

### 相关报告

广证恒生汽车行业-点评报告-潍柴动力(000338)-Q3 业绩平稳，行业景气持续带动重卡需求-20191031

数据支持: 朱俊谦

- **盈利预测和估值:** 基于公司发动机产品持续多样性扩展及形成技术优势, 预计公司将维持销量增长, 长远预计市占率将进一步提升, 加上旗下公司凯傲的贡献逐步提高, 我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.35、1.48、1.63 元, 对应 P/E 分别为 8.58、7.8、7.08 倍。按照我们对 20 年预测, 维持给予公司 11 倍 P/E 估值, 对应目标价为 16.3 元, 维持给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示:** 重卡行业不及预期; 产品销售不及预期; 海外业务扩展不及预期; 宏观经济增长低于预期; 行业竞争加剧等。

主要财务指标 (亿元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1592.6	1756.5	1945.1	2129.4
同比(%)	5.07%	10.30%	10.73%	9.48%
归母净利润	86.58	106.84	117.52	129.59
同比(%)	27.16%	23.40%	10.00%	10.26%
毛利率 (%)	22.33%	23.28%	23.51%	23.69%
每股收益(元)	1.09	1.35	1.48	1.63
P/E	10.59	8.58	7.80	7.08

## 目 录

1 潍柴产业布局逐渐完善，综合实力为行业引领.....	7
1.1 潍柴发展至今逐步向外扩展，形成产业布局网.....	7
1.2 逐渐形成国际化的产业链，开拓创新性产品及加快新能源产品布局.....	9
1.3 产品结构不断优化，各板块业务均衡发展增强抗风险能力.....	12
2 发动机龙头优势持续领先，产品多样性+技术领先稳固行业地位.....	14
2.1 行业销售有所回暖，19年重卡销量保持高景气度.....	14
2.2 新排放标准等将加速行业整合，带来的更新需求将推动重卡销量提升.....	19
2.3 龙头地位持续提高，自主研发能力不断提升.....	21
2.4 坚持全系列全产品布局，产品结构逐步优化，非道路产品驱动增长.....	24
3 布局重卡黄金产业链，发挥企业协同效应及产品多元化.....	27
3.1 陕重汽享受行业集中度提高带来的营收及业绩增长，占母公司利润比重不断提高.....	28
3.1.1 产品创新及海外拓展促使营收稳步上升，净利率预计将进一步提高.....	28
3.1.2 市占率近年保持平稳，单价上升及利润贡献明显.....	29
3.2 法士特变速器为行业龙头，仍持续产品更新及提高市占率.....	33
3.2.1 产品积极更新换代，销量及营收稳步提高.....	33
3.2.2 法士特变速器市占率龙头优势突出，业绩贡献逐步提升.....	35
3.3 林德液压紧追市场发展趋势，下游产业带动企业稳定发展.....	37
3.3.1 林德液压产品应用范围广，持续拓展中国业务.....	37
3.3.2 下游应用产品市场发展及需求稳定增长，收入保持高速发展.....	39
4 凯傲集团业务多方面发展，打造为集整车、物料解决方案、物料搬运等业务于一体的综合性企业.....	40
4.1 旗下品牌具备实力，持续全球化发展，向“2027”战略方向前进.....	40
4.2 凯傲携手德马泰克，优势互补下协同效应未来可期.....	43
4.3 公司为全球叉车龙头之一，电动叉车及国内叉车市场为未来增长点.....	46
4.4 凯傲集团叉车及相关服务收入贡献明显，EBIT 率和净利率保持稳定.....	49
5 潍柴业绩稳步增长，多重发展带动盈利水平提高.....	52
5.1 净利率进一步上升，三费率逐步下降，研发投入持续.....	52
5.2 分部多重发展，业绩贡献逐渐均衡降低波动性，盈利能力持续提升.....	53
5.3 ROE 和 ROE 逐步提升，存货管理能力进一步提高.....	55
6 估值及财务预测.....	56
6.1 维持给予公司 11 倍 P/E 估值，对应目标价为 16.3 元.....	56
7 风险提示.....	59

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	7
图表 2: 公司主要股东股权 (%) - 19 年三季报.....	8
图表 3: 2018 年公司主要高管持股数 (万股).....	8
图表 4: 公司占主要控股或参股公司股比 (%).....	9
图表 5: 潍柴动力十年战略框架.....	10
图表 6: 潍柴动力全球布局规划.....	10
图表 7: 2019H1 国内外营收占比 (%).....	11
图表 8: 近年海内外营收收入 (百万元).....	11
图表 9: 潍柴动力新能源发展进程.....	12
图表 10: 2019H1 各业务收入占比 (%).....	12
图表 11: 2019H1 各业务毛利占比情况(%).....	12
图表 12: 公司营业业务结构情况 (百万元).....	13
图表 13: 公司各业务毛利率变化 (%).....	13
图表 14: 柴油发动机结构原理图.....	14
图表 15: 中国内燃机销量 (万台) 及增速 (%).....	15
图表 16: 中国柴油发动机销量 (万台) 及增速 (%).....	15
图表 17: 中国柴油机与汽油机占发动机销量比 (%).....	15
图表 18: 中国内燃机按用途分类销量比 (%).....	16
图表 19: 中国内燃机按用途分类销量 (万台).....	16
图表 20: 中国重卡销量 (万辆) 及增速 (%).....	17
图表 21: 固定资产投资完成额 (亿元) 及增速 (%).....	17
图表 22: 基础设施投资 (亿元) 及增速 (%).....	17
图表 23: 房地产开发投资额 (亿元) 及增速 (%).....	17
图表 24: 行业重卡月度销量 (万台).....	18
图表 25: 柴油发动机月度销量 (万台).....	18
图表 26: 国五 (柴油) 与国六排放标准限值对比.....	19
图表 27: 国六标准增加车企费用.....	19
图表 28: 中国重卡保有量 (万台) 及增速 (%).....	20
图表 29: 2019 上半年车用柴油机市场份额占比情况 (%).....	21
图表 30: 主要企业的车用柴油机销量 (万台).....	21
图表 31: 主要柴油机品牌商市占率情况 (%).....	21
图表 32: 潍柴重卡发动机销量 (万台)、增速及市占率 (%).....	22
图表 33: 潍柴柴油发动机销量 (万台) 及增速 (%).....	22
图表 34: 潍柴动力研发投入 (百万元)、费率及增速 (%).....	23
图表 35: 潍柴动力研发技术人员数量及占比 (%).....	23
图表 36: 潍柴大排量发动机销量 (万台) 及增速 (%).....	24
图表 37: 潍柴大排量发动机销量占比 (%).....	24
图表 38: 主要非道路用内燃机销售情况(万台).....	24
图表 39: 主要非道路用内燃机销售增速 (%).....	25
图表 40: 主要非道路用内燃机销售情况(万台).....	25
图表 41: 潍柴动力主要非道路发动机销量 (万台) 及占比 (%).....	26



图表 42: 潍柴动力重卡发动机销量占比逐步下降(%)	26
图表 43: 中国装载机销量(万台)及增速(%)	26
图表 44: 潍柴动力天然气发动机销量(万台)	27
图表 45: 我国天然气年市场平均价(元/吨)	27
图表 46: 卡车动力总成图	28
图表 47: 陕重汽股权结构图	29
图表 48: 陕重汽营收(百万元)及增速(%)	29
图表 49: 陕重汽净利润(百万元)及净利率(%)	29
图表 50: 各重卡品牌市占率及对比(%)	30
图表 51: 重卡企业销售市占率(%)	30
图表 52: 重卡行业销量(万辆)及增速(%)	31
图表 53: 销量前五企业销量(万台)	31
图表 54: 陕重汽重卡销量(万辆)及增速(%)	31
图表 55: 陕重汽重卡市占率(%)	31
图表 56: 陕重汽卡车产品	32
图表 57: 陕重汽重卡销售单价(万元)及增速(%)	32
图表 58: 陕重汽业绩统计表	33
图表 59: 陕西法士特股权结构图	34
图表 60: 法士特营业收入(百万元)及增速(%)	34
图表 61: 法士特变速箱净利(百万元)及净利率(%)	34
图表 62: 法士特变速箱销量(万台)及增速(%)	35
图表 63: 法士特变速箱单价(万元)及增速(%)	35
图表 64: 法士特重卡销量(万台)及增速(%)	35
图表 65: 法士特重卡变速箱市占率(%)	35
图表 66: 法士特主要产品	36
图表 67: 法士特重卡变速器	36
图表 68: 法士特业绩统计表	37
图表 69: 林德液压主要产品	37
图表 70: 林德液压(中国)股权结构	38
图表 71: 林德液压引入中国到进程	38
图表 72: 我国液压产值(亿元)及增速(%)	39
图表 73: 林德液压(中国)收入(亿元)及增速(%)	39
图表 74: 中国液压配套产品销量(台)	39
图表 75: 凯傲集团的发展历程	40
图表 76: 潍柴动力增持凯傲集团股份	41
图表 77: 凯傲集团截至 2019 年 6 月的股东结构	41
图表 78: 凯傲集团业务分类	42
图表 79: 凯傲集团 2019Q1-3 分业务营收占比	42
图表 80: 凯傲集团全球制造网络布局	43
图表 81: “凯傲 2027” 战略	43
图表 82: 德马泰克的供应链自动化解决方案	44
图表 83: 德马泰克服务覆盖区域	44
图表 84: 凯傲 2019Q1-3 分地区销售额占比	44



图表 85: 2018 年凯傲供应链解决方案销售额按地区分布情况.....	45
图表 86: 2018 凯傲供应链解决方案销售额按行业分布情况.....	45
图表 87: 中国仓储业固定资产投资额和增长率.....	45
图表 88: 中国规模以上快递业务收入和全年快递业务平均单价趋势对比.....	45
图表 89: 中美物流总费用占 GDP 比重对比.....	46
图表 90: 全球叉车品牌排名.....	46
图表 91: 2018 年凯傲叉车销售额分地区分布情况.....	47
图表 92: 2018 年凯傲叉车订单量按行业分布情况.....	47
图表 93: 凯傲各地区叉车销量 (千台) .....	47
图表 94: 凯傲各地区叉车销量增速 (%) .....	47
图表 95: 2018 年世界主要国家叉车渗透量 (辆, 按每百万居民) .....	48
图表 96: 叉车销量 (万台) 及占比 (%) .....	48
图表 97: 我国叉车市场销量结构变化 (%) .....	48
图表 98: 凯傲叉车销量 (千台) 及增速 (%) .....	49
图表 99: 凯傲叉车及服务订单额及增速 (%) .....	49
图表 100: 2018 年凯傲叉车及其服务销售额按设备类型分布情况.....	49
图表 101: 2018 年凯傲叉车订单量占比 (%) .....	49
图表 102: 凯傲集团营收 (百万欧) 及增速.....	50
图表 103: 凯傲各业务销售额 (百万欧) .....	50
图表 104: 凯傲集团分地区销售额占比变化情况.....	50
图表 105: 凯傲各业务 EBIT (百万欧) .....	51
图表 106: 凯傲集团分业务 EBIT 占比变化.....	51
图表 107: 凯傲集团 EBIT、净利润及增速 (百万欧) .....	51
图表 108: 凯傲集团毛利率、EBIT 率及净利润率.....	52
图表 109: 潍柴动力收入 (百万元) 及增速 (%) .....	52
图表 110: 潍柴动力净利 (百万元) 及增速 (%) .....	52
图表 111: 潍柴动力销售毛利率及净利率 (%) .....	53
图表 112: 潍柴动力三费费率 (%) .....	53
图表 113: 潍柴动力研发费用情况.....	53
图表 114: 潍柴动力各分部收入 (百万元) 及增速 (%) .....	54
图表 115: 潍柴动力各分部净利 (百万元) 及增速 (%) .....	54
图表 116: 潍柴动力各分部收入占比 (%) .....	55
图表 117: 潍柴动力各分部净利润占比 (%) .....	55
图表 118: 潍柴动力现金流 (百万)、(%) .....	55
图表 119: 潍柴动力存货周转天数.....	55
图表 120: 潍柴动力盈利指标 (ROE、ROA) .....	56
图表 121: 潍柴动力股息率 (近 12 个月) 情况 (%) .....	56
图表 122: 潍柴动力 A 股过往 PE 走势.....	56
图表 123: 潍柴动力 A 股 PE-BAND.....	57
图表 124: 潍柴动力 A 股对比同行估值.....	57
图表 125: 潍柴动力财务预测 (百万元) .....	57

# 1 潍柴产业布局逐渐完善，综合实力为行业引领

## 1.1 潍柴发展至今逐步向外扩展，形成产业布局网

潍柴动力通过海外收购并购，逐步形成系统的产业格局。潍柴动力是一家国际化的汽车零部件及整车整机销售企业，其实际控制人潍柴控股集团有限公司创于1946年，在全球范围内拥有员工8万多人，位列中国500强前100位。公司拥有成熟的动力生产技术，形成了较为系统的产品格局，包括动力板块：柴油发动机、变速箱、车桥；整车整机；汽车零部件；液压器等。潍柴的经营理念是以整车整机为龙头，以动力系统为核心，成为全球领先、拥有核心技术、可持续发展的国际化工业装备企业集团。

回看公司发展历史，公司于2002年创立，03年在欧洲建立起研发中心。2004年，潍柴动力在香港联交所上市，步入资本市场。06年，潍柴收购湘火炬，次年，在深交所上市。2009年潍柴动力海外并购法国博杜安公司，开始迈出国际并购步伐。12年收购德国凯傲和林德液压，次年，凯傲成功在德国法兰克福交易所挂牌。2016年收购德马泰克全部股份，国际化进程得到进一步的发展。

图表 1: 公司发展历程

年份	事件
2002	12月，潍柴动力股份有限公司注册成立
2003	8月，在欧洲建立研发中心
2004	3月，在香港联交所成功上市
2006	9月，战略吸收合并湘火炬
2007	4月，在深圳证券交易所上市
2009	1月，海外并购法国博杜安公司
	12月，潍柴动力扬州柴油机有限责任公司成立
2010	3月，潍柴-博杜安（新加坡）分公司正式成立
2012	3月，中国首款缸内直喷天然气发动机在潍柴问世
	9月，与德国凯傲签署战略合作协议
2013	6月，凯傲集团成功在德国法兰克福交易所挂牌交易
2014	11月，潍柴自主电控系统成功配套燃气发动机
2015	5月，林德液压-中国潍坊工厂顺利投产
2016	6月，收购德马泰克
2017	3月，战略投资美国PSI公司
	11月，与FEV签署合作协议
2018	6月，潍柴（东京）科技创新中心成立

数据来源：招股说明书，公司网站，广证恒生

**股东结构相对稳定，控制人为山东国资委。**潍柴动力股份有限公司的主要三大股东为香港中央结算代理人有限公司、潍柴控股集团有限公司以及香港中央结算有限公司，持股比例分别为24.43%、17.72%以及4.56%。潍柴控股集团有限公司的主要控股股东为山东省人民政府国有资产监督管理委员会，其间接拥有潍柴动力12.4%股份；另外，股东之一的潍坊市投资集团有限公司持有3.74%股权，其实际控制人为潍坊市人民政府国有资产监督管理委员会。奥地利IVM技术咨询维也纳有限公司以及山东省企业托管经营股份有限公司的持股比均有变化，分别减少0.08%和0.03%。

**图表 2：公司主要股东股权（%）- 19 年三季报**

主要股东	持股比%
香港中央结算代理人有限公司	24.43
潍柴控股集团有限公司	17.72
香港中央结算有限公司（陆股通）	5.13
潍坊市投资集团有限公司	3.74
中国证券金融股份有限公司	2.06
奥地利 IVM 技术咨询维也纳有限公司	1.58
中央汇金资产管理有限责任公司	1.37
山东省企业托管经营股份有限公司	0.83

数据来源：公司年报，Wind，广证恒生

**股权激励提高高管积极性。**管理层方面，公司法人、董事长兼 CEO 谭旭光先生持有 5884.26 万股，其中，副总裁兼董事会秘书于 2018 年 10 月辞职，独立董事卢毅于 18 年 6 月任期满离任。股权激励方面，其他主要管理层徐新玉、孙少君、张泉等在公司任职至今十多年，并均持有一定的持股数，确保管理层自身利益与公司利益一致。另外，重要子公司凯傲（KION）实行的经理股权激励计划和执行委员会股权激励计划，2015 年子公司陕重汽和法士特也开始实现相关股权激励计划，调动管理层的积极性。

**员工激励机制逐步完善。**2018 年潍柴动力的平均员工薪酬同比增 4.3% 至 55.39 万元，随着公司人均创收近年逐步上升，人均薪酬也跟随着增加。同时，公司实施了项目创新激励、专利激励、管理创新激励、员工住房激励等措施，并制定完善的薪酬标准评价体系。

**图表 3：2018 年公司主要高管持股数（万股）**

主要高管	职位	持股数（万股）
谭旭光	董事长、CEO	5884.26
徐新玉	董事，执行总裁	1368.4
孙少君	董事，执行总裁	1368.4
张泉	董事，执行总裁	1368.4
佟德辉	副总裁	821.1
丁迎东	副总裁	479
冯刚	副总裁	479
刘元强	副总裁	479
戴立新	原副总裁，原董事会秘书	479
吴洪伟	监事	479
张纪元	副总裁	116
严鉴铂	董事，执行总裁	105.2
袁宏明	董事，执行总裁	100
任冰冰	副总裁	6
李绍华	副总裁	6
鲁文武	监事会主席，监事	6
曹志月	副总裁	6
闻道才	独立董事	2.2

数据来源：公司年报，Wind，广证恒生

逐渐形成完整的产业布局网。2007 年潍柴动力收购湘火炬，控股陕西重汽和陕西法士特公司。潍柴动力目前主要的控股或参股公司，包括有陕西重型汽车有限公司、KION GROUP AG、陕西法士特齿轮有限责任公司、湘火炬、法国博杜安等，涉及到发动机、整车、供应链解决方案等业务，逐步形成完整的产业布局网。

图表 4：公司占主要控股或参股公司股比（%）

主要控股或参股公司	持股比%	时间	主要领域
陕西重型汽车有限公司	51	2007 年	生产汽车(小轿车除外),汽车零部件及发动机的销售,出口业务
陕西法士特齿轮有限责任公司	51	2007 年	汽车变速器,齿轮,锻件等汽车零部件的设计,开发,制造,销售服务(汽车的整车生产及改装除外)等
株洲湘火炬火花塞有限责任公司	100	2007 年	火花塞,汽车电器及其他汽汽车,摩托车零部件,特种陶瓷制品,耐火材料制品的生产,环境保护产品的生产,销售等
法国博杜安动力国际有限责任公司	100	2009 年	各类内燃发动机的生产,销售和研发,各类通用机械加工等
凯傲 (KION)	45	2012 年	叉车
潍柴动力铸锻有限公司	100	2006 年	灰铁,球铁铸件制造,销售;铸件,冲压件制造,销售及热处理,清理
西安双特智能传动有限公司	51	2011 年	自动变速器装置和其他智能传动装置的生产 and 销售
山重融资租赁有限公司	39.13	2010 年	融资租赁业务
潍柴 (重庆) 汽车有限公司	100	2005 年	生产,销售:汽车,汽车零部件,摩托车零部件
山东重工集团财务有限公司	37.5	2012 年	经营中国银行业监督管理委员会批准的业务

数据来源：公司年报，Wind，广证恒生

## 1.2 逐渐形成国际化的产业链，开拓创新性产品及加快新能源产品布局

十年战略作为引导，加强产品创新，打造领先全球的品牌。潍柴动力致力打造具备三大核心竞争力的产品，从品质、技术和成本上着力，以创新引领发展，加快构建动力系统、智能物流、整车整机等的商业体系。公司将以“2020-2030 战略”为指引，加快“双百万”发动机目标落地和科技发展的步伐，提高产品质量和企业综合竞争优势。“2020-2030 战略”包括“一个目标，两个阶段”。其中，“一个目标”是指 2025 年收入达到一千亿美元及 2030 年收入达到一万亿人民币；“两个阶段”是指争取到 2020 年潍柴传统业务超越世界一流水平，到 2030 年潍柴新能源业务要引领全球行业发展；各主业核心业务进入全球前三，稳居世界 500 强前 100 位，打造工业装备跨国集团。其中，具体措施分为 9 个要点：（1）打造智能物流解决方案的全球引领者；（2）整合“林德液压和柴油发动机”，打造液动力总成系统；（3）整合全球资源，加快突破各类电池核心技术；（4）到 2020 年实现柴油机热效率提高，达零排放标准，掌握一万千瓦海上动力核心技术；（5）实现重型汽车智能驾驶技术的全球引领；（6）AMT 变速箱、AT 变速箱电驱动桥成为行业主导配套产品；（7）产品向高端消费转型升级；（8）在本地率先建设数字化工厂，打造智能制造走在行业前列；（9）营造创新生态，聚集培养尖端人才。

图表 5：潍柴动力十年战略框架



数据来源：公司网站，广证恒生

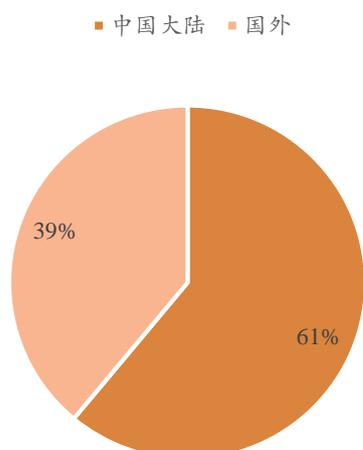
有规划地进行海外并购投资，逐渐完善全球产业链的发展。公司自 09 年并购法国博杜安公司开始迈入海外并购进程，进一步拓展全系列发动机的业务布局，2012 年收购德国凯傲以及林德液压，打入海外叉车市场，掌握先进的液压控制系统技术。2016 年收购德马泰克，17 年收购 PSI 公司，进一步深化了国际品牌建设。2018 年潍柴动力投资设立潍柴巴拉德氢能科技有限公司，加快实现新能源产品布局。潍柴动力目前在德、意、法美建立了全球运营中心，在印度、缅甸、埃塞俄比亚、白俄罗斯等国家设立发动机生产基地，并在多国设立贸易公司，产品销往全球 110 多个国家和地区，逐步打造成为完善的研发、制造、市场体系。

图表 6：潍柴动力全球布局规划

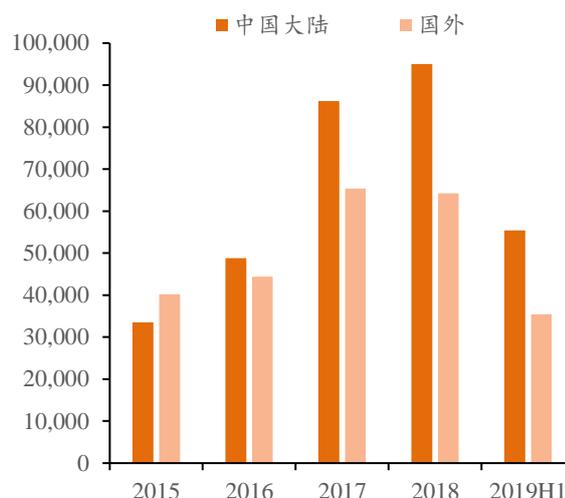
国家或地区	项目
白俄罗斯	2017 年与马兹集团成立合资公司
美国	2017 年借助 PSI 品牌、渠道、资源等优势步入北美市场
德国	2012 年凭借 KION、林德液压开拓欧洲市场
法国	2009 年并购法国博杜安公司
亚洲	对埃塞、缅甸等地区进行技术输出；在印度、泰国等地设立装备制造厂，实施本土化生产。
欧洲	2003 年在欧洲建立研发中心，提升技术水平和促进地区合作发展

数据来源：公司年报，公司网站，广证恒生

海外收入约 40%，公司将持续拓展不同市场和产品，预计海外贡献未来会进一步提升。公司海外及国内收入在 19 年 H1 分别同比增 11.3% 至 354.2 亿元和同比增 9.1% 至 554.5 亿元。从收入看，国内收入占比约 61%，而海外收入约 39%，占比在近 3 年保持较为稳定的水平。毛利率方面，近年国外的毛利率平均较国内高约 3 个点，19 年 H1 国外和国内的毛利率分别是 23.8% 和 20.4%。公司持续推进国际化战略，坚持出口贸易引领、国际并购提速、当地制造落地三大方向，拓展国际市场和产品。按照公司开拓海外市场规划，公司传统业务会专注一带一路的的沿线市场，包括中北亚、东南亚、中东北非、南亚等，复制埃塞俄比亚、缅甸等轻资产技术输出模式，打造印度、白俄罗斯等发动机当地制造基地。

**图表 7: 2019H1 国内外营收占比 (%)**


数据来源: 公司年报, Wind, 广证恒生

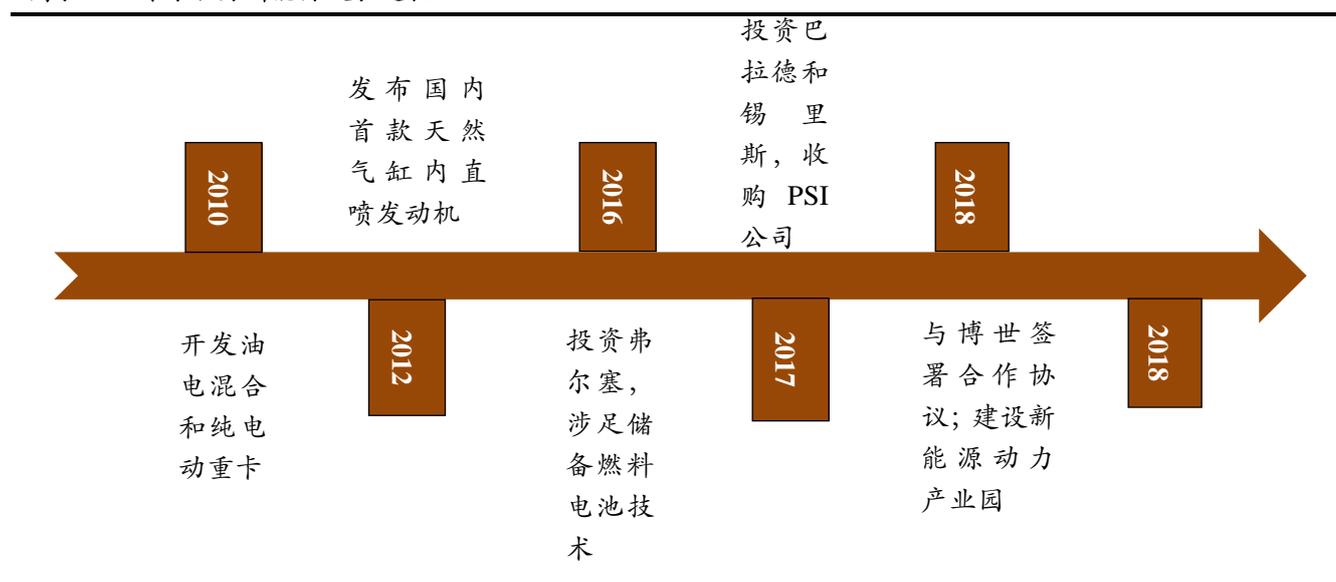
**图表 8: 近年海内外营收收入 (百万元)**


数据来源: 公司年报, Wind, 广证恒生

**提前布局新能源产业, 掌控氢燃料电池和固态氧化物燃料电池等新能源业务优质资源。**潍柴动力十年战略的第二阶段为到 2030 年实现新能源业务领先全球, 主要发展方向包括氢燃料电池和固态氧化物燃料电池等。公司在近年通过自主研发、投资合作等方式加速布局相关核心技术及业务, 未来将加强关键核心技术研发。公司计划持续推动新能源产业化落地, 成立新科技研究院、智能科技公司, 整合新能源、电控、智能驾驶等资源, 搭建新业务全新平台和生态。同时, 公司承担国家新能源汽车重点专项—燃料电池发动机及商用车产业化技术与应用项目, 引领国内燃料电池行业发展。国家政策也提出《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》, 要系统地推进燃料电池汽车的研发与产业化。潍柴 2010 年开始涉足新能源领域, 开发出柴油和燃气混合动力重卡及纯电动重卡, 在行业中成为新能源布局领先者。之后陕西重汽 CNG、LNG 重卡拥有多项专利技术, 填补了天然气重卡的空白。公司也积极推广新能源动力总成及新能源整车, 研发动力产品配套整车, 并建设新能源动力总成制造测试基地。

**公司新能源持续进行布局 and 规划:**

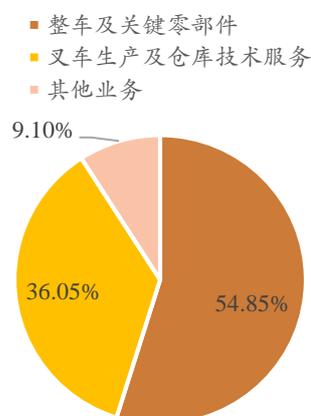
- 1) 2016 年潍柴动力投资弗尔塞, 透过与弗尔赛在氢燃料电池客车、重卡等产品开发方面合作, 掌握储备燃料电池技术。
- 2) 17 年公司与博世签署战略合作框架协议, 共同合作开发生产氢燃料电池及相关部件, 公司将建立国际燃料电池汽车技术创新链和产业链。在同年, 公司也收购美国 PSI 公司, 借助其平台开拓天然气发电市场。
- 3) 2018 年公司与全球氢燃料电池头部企业加拿大巴拉德动力 (Ballard Power Systems) 签署战略合作协议, 并于 11 月认购巴拉德 19.9% 股份 (投资 1.64 亿美元), 正式成为巴拉德第一大股东。双方已共同出资 11 亿元人民币在潍坊成立合资公司 (潍柴占 51%), 合资公司拥有巴拉德下一代质子交换膜燃料电池电堆及模组技术产品在中国客车、商用卡车和叉车市场的独家权利。
- 4) 18 年 12 月, 公司持有英国锡里斯动力控股有限公司 (Ceres Power) 比例增加至 20%, 成为锡里斯重要的战略股东。双方就联合开发、合资及技术转让等开展实质性业务合作, 推动固态氧化物燃料电池技术 (SOFC) 在中国市场的商业化。

**图表 9：潍柴动力新能源发展进程**


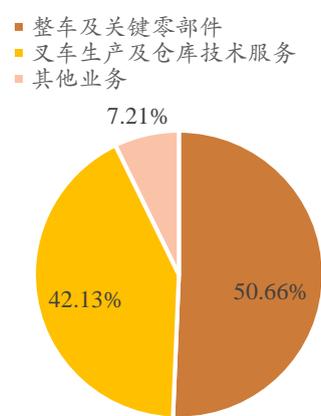
数据来源：公司公告，广证恒生

### 1.3 产品结构不断优化，各板块业务均衡发展增强抗风险能力

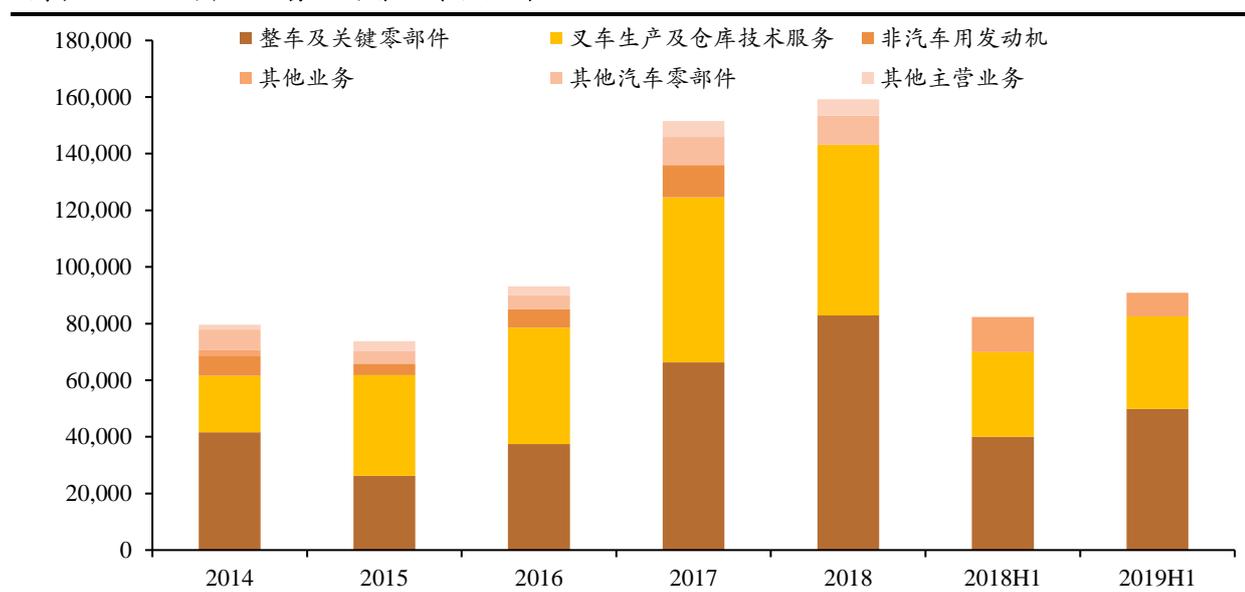
营业收入逐步上升，整车及管件零部件板块的收入贡献在 50% 以上。公司近年营收稳步上升，随着自身产品不断优化，2019 年上半年营收 908.62 亿元，同比增加 10.45%。其中，因国家基建投资、排放标准升级、国内运输业呈稳定发展等因素影响，重卡市场保持高景气发展，整车及关键零部件的 19 年 1H 收入同比增 24.4% 至 498.4 亿元，为各业务营业收入增速最高，该板块也一直是公司实现营收的重要部分，19 年 1H 收入占比为 54.85%，为近五年最高水平。另外，潍柴动力的叉车生产、仓库技术及供应链解决方案业务主要来自凯傲，也是公司销售收入的重要支柱，2019H1 该部分占总收入的 36%，营收同比增加了 9.8% 至 327.1 亿元。公司已逐步实现业务、产品及区域结构更加多元化及均衡发展，有助进一步提高整体抗风险能力。

**图表 10：2019H1 各业务收入占比 (%)**


数据来源：公司年报，Wind，广证恒生

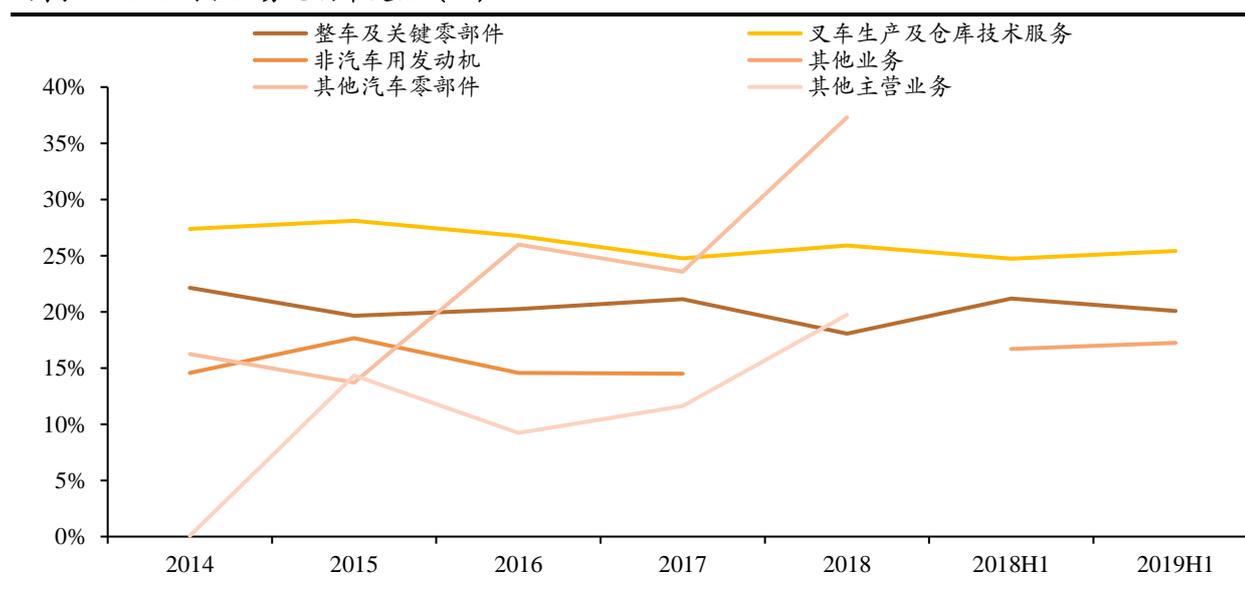
**图表 11：2019H1 各业务毛利占比情况 (%)**


数据来源：公司年报，Wind，广证恒生

**图表 12：公司营业业务结构情况（百万元）**


数据来源：公司年报，Wind，广证恒生

**叉车生产及仓库技术服务板块毛利率最高，近年毛利贡献 40% 以上。**毛利方面，19 年上半年整车及关键零部件的毛利为 100.1 亿元，同比增 18%，占公司整体毛利比例最大，为 50.66%。整车及关键零部件 19 年 1H 毛利率为 20.09%，同比降 1.09 个点，近年整体毛利率区间为 18%-21%。第二大板块叉车生产、仓库技术及供应链解决方案业务的毛利占比为 42.13%，高于营收的占比，主要是毛利率相对较高，19 年 1H 同比增 0.69 个点至 25.42%。叉车生产及仓库技术服务板块的毛利率近年较稳定，近年维持在 25% 水平或以上，对毛利贡献维持在 40% 以上水平。

**图表 13：公司各业务毛利率变化（%）**


数据来源：公司年报，Wind，广证恒生

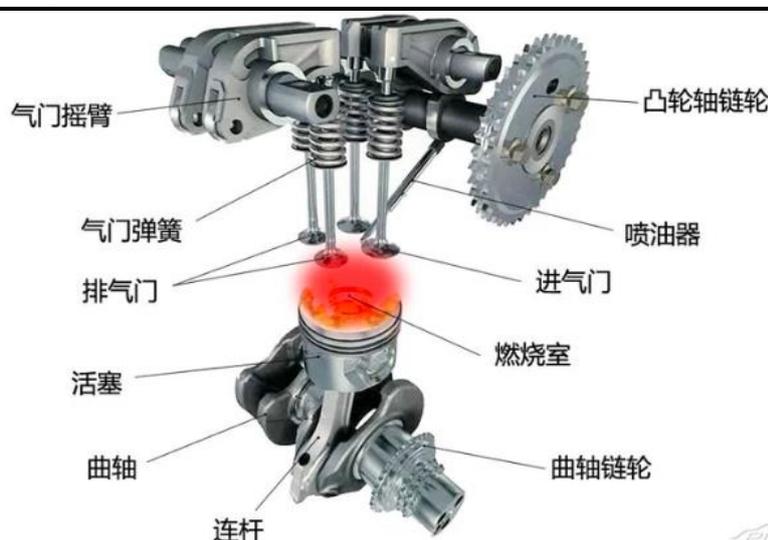
## 2 发动机龙头优势持续领先，产品多样性+技术领先

### 稳固行业地位

#### 2.1 行业销售有所回暖，19 年重卡销量保持高景气度

发动机主要分为汽油机和柴油机。发动机多为内燃机，按使用燃料分类可分为汽油机、柴油机及其他燃料发动机，由于燃料的不同，柴油机和汽油机的工作方式也有所区别：1) 喷射方式 - 汽油机（直喷发动机除外）将汽油与燃料混合后进入气缸，而柴油机是直接将柴油喷入已充满压缩空气的气缸；2) 点火方式 - 汽油机需要火花塞将混合气点燃，而柴油机是压缩自燃点火；3) 压缩比 - 柴油机的压缩比一般都比汽油机的要大，所以它的膨胀比和热效率较高，油耗比汽油机要低。发动机如按下游配套设备不同又可分为汽车发动机、工程机械发动机、船舶发动机、发电机组用发动机等；按缸数也可分为单缸和多缸等等。

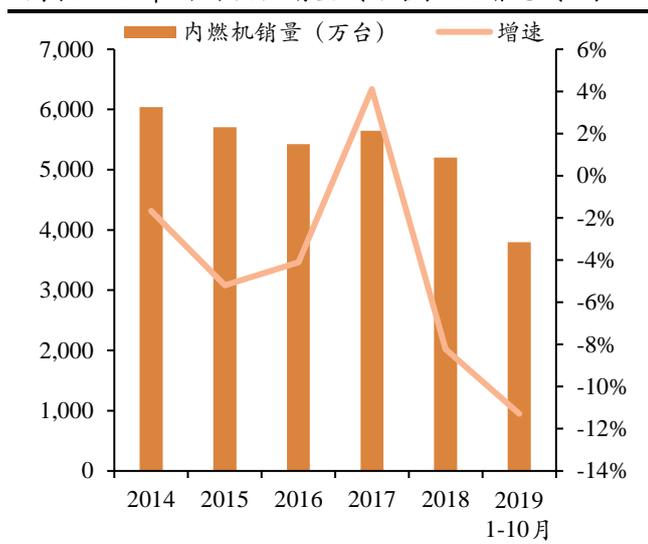
图表 14：柴油发动机结构原理图



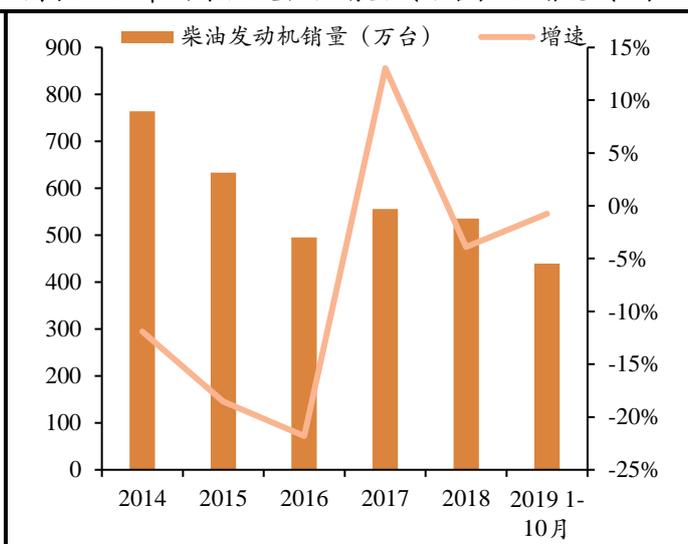
数据来源：太平洋汽车网，广证恒生

内燃机整体销量增速进一步下滑，但柴油机销量增速有所回暖。纵观发动机行业，受我国宏观经济下行、乘用车市场销量持续下行、用户购买力下降等影响，2018 年我国内燃机共销售 5202.03 万台，同比下降 8.22%；19 年 1-10 月继续维持下跌趋势，销量为 3400.25 万台，同比降 11.29%。然而，柴油发动机在 19 年 1-10 月的销量下降幅度有所收窄，从 18 年的 -3.91% 回升至 19 年的 1-10 月的 -0.74%。柴油机主要品牌企业中出现销量正增长，加之柴油机应用范围广阔，相较于汽油机受到整体内燃机行业的影响力度较小。

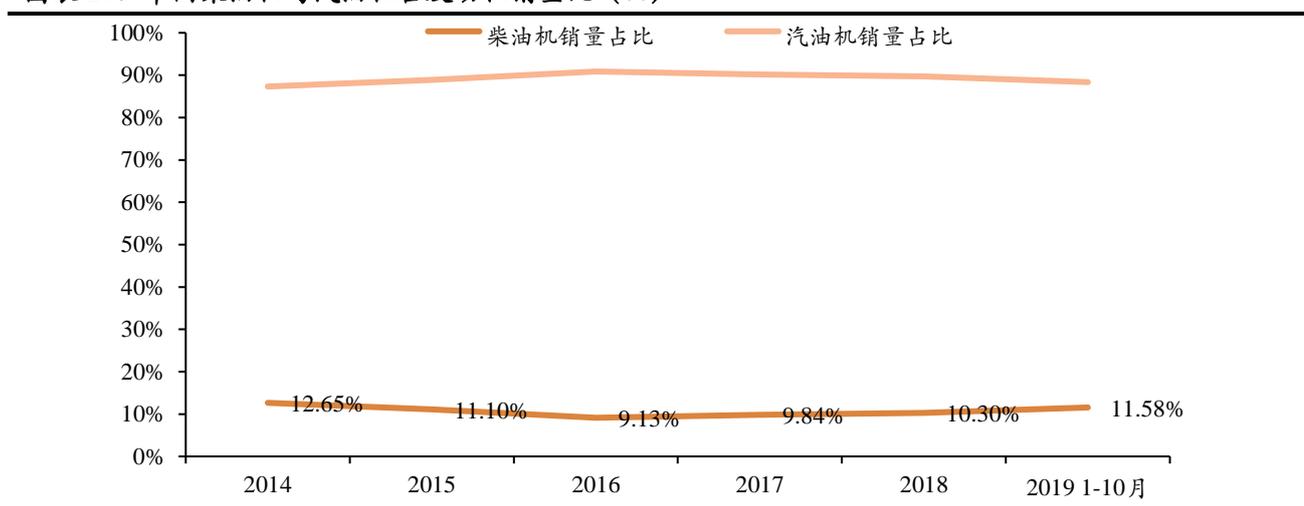
柴油发动机销量占比逐步提升显示市场需求持续。从占比上看，柴油发动机具备一定的市场潜力，占内燃机销量比从 2016 年的 9.1% 上升到 2019 年 1 到 10 月的 11.6%，增加了 2.65 个点，汽油机虽然一直占据发动机销量的主要部分，但从 90.9% 下跌到 88.4%，下跌了 2.5 个点。2018 年下半年，中央开始提出要发力大基建，加大基础设施等领域补短板力度，而加大市政基础设施投资，预计会进一步推动重卡市场的发展，柴油发动机占比预计也会进一步提高。

**图表 15: 中国内燃机销量 (万台) 及增速 (%)**


数据来源: Wind, 广证恒生

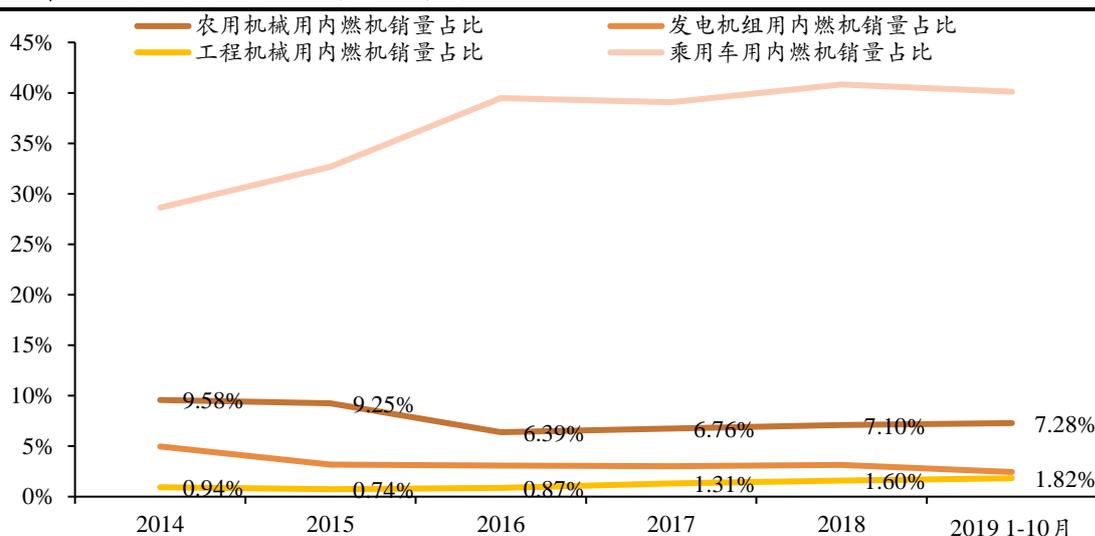
**图表 16: 中国柴油发动机销量 (万台) 及增速 (%)**


数据来源: Wind, 广证恒生

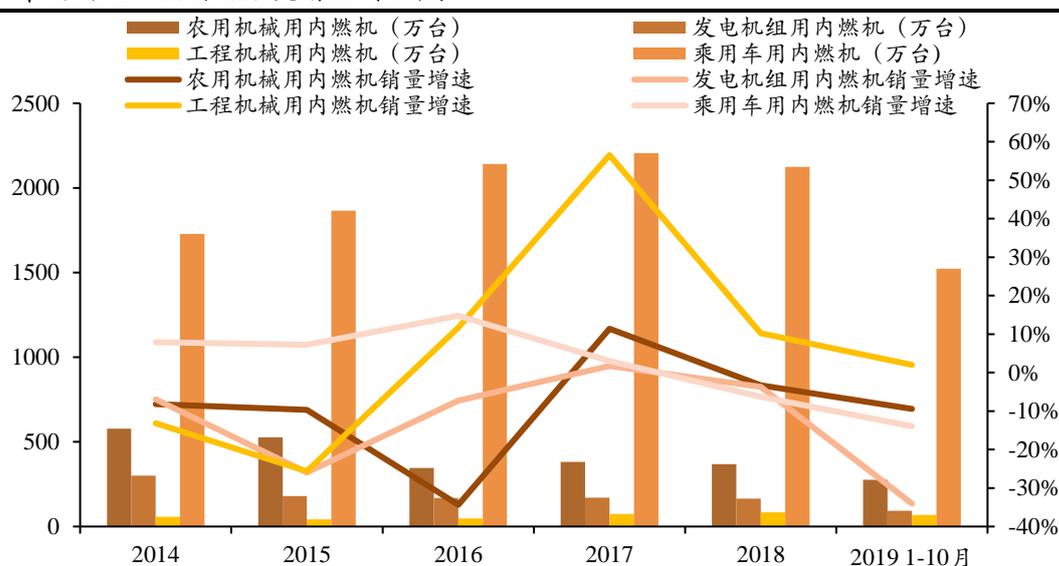
**图表 17: 中国柴油机与汽油机占发动机销量比 (%)**


数据来源: Wind, 广证恒生

乘用车内燃机销量始终占据整个内燃机销量的主要部分,工程和农用发动机占比近年提升明显。从内燃机用途分类来看,近几年乘用车销量占比情况可分为两个阶段:一是2014年到2016年:快速发展阶段,占比从28.63%上升到39.48%,两年内提升了10个点;二是2016年到2019年1到10月:平稳发展阶段,占比波动性较少,维持在39%-40%的区间内。工程以及农用发动机销量占比逐年上升,2019年1-10月占比分别为1.82%和7.28%,分别较18年增加0.22个点和0.18个点。2019年1到10月的销量中,乘用车用、发电机组用、工程机械用以及农用机械用内燃机分别销售了1523.37万、92.8万、69.25万以及276.24万台,增速分别为-13.95%、-34.03%、1.99%和-9.4%,只有工程内燃机仍保持销量增速,整个发动机行业市场的发展有所降温。

**图表 18: 中国内燃机按用途分类销量比 (%)**


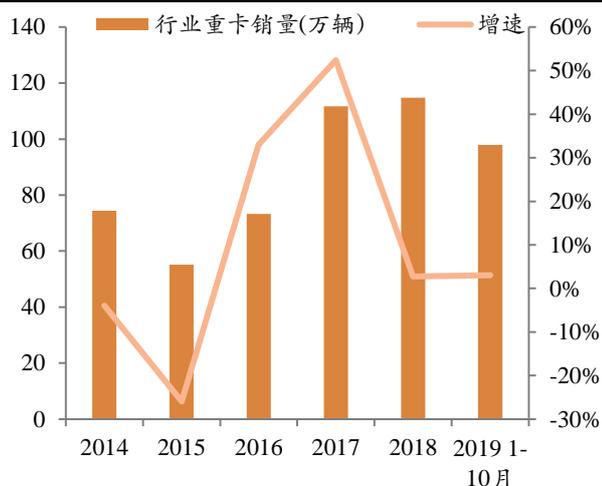
数据来源: Wind, 广证恒生

**图表 19: 中国内燃机按用途分类销量 (万台)**


数据来源: Wind, 广证恒生

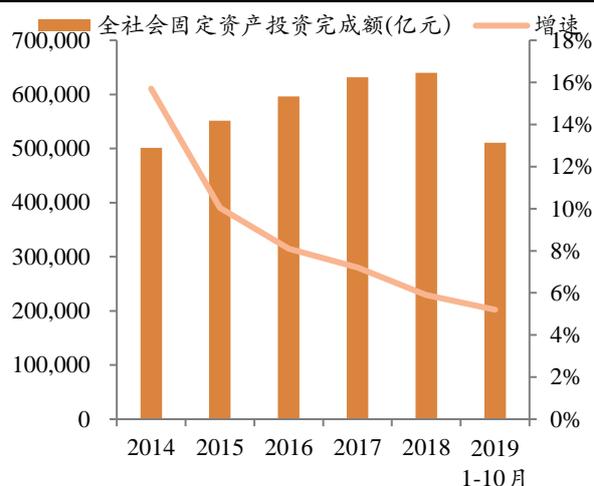
受基础建设及房地产开发投资于19年回暖,预计将推动重卡行业销量保持增长并带动发动机需求。从2018年我国的宏观经济环境看,当年全社会固定资产投资完成额增速持续下降,从2014年的15%放缓到2018年的1.32%。因为固定资产投资额会影响第二产业的发展,进而一定程度上会推动发动机需求量,在这种大环境影响下全国发动机产量增速近几年也呈下降趋势,18年开始产量速度开始放缓。同时,下游的重卡需求也会影响发动机的销量,18年重卡销量同比增速下降至2.78%至114.8万台。另外,我国基础设施投资额2019年1-10月为148074亿元,增速从2013年开始逐步回落,但到2019年1-10月有所回升,增速升至3.26%。同时,基础设施投资额增速也从18年底的1.79%回升至19年1-10月的3.26%;房地产开发投资额增速也处于近年较高水平,19年1-10月累计109603,同比10.3%,配合18年年底政府提出加大城际交通、物流及市政等基础设施建设力度,预计有助带动重卡的需求,并进一步带动柴油发动机或工程机械用发动机的销量。

图表 20: 中国重卡销量 (万辆) 及增速 (%)



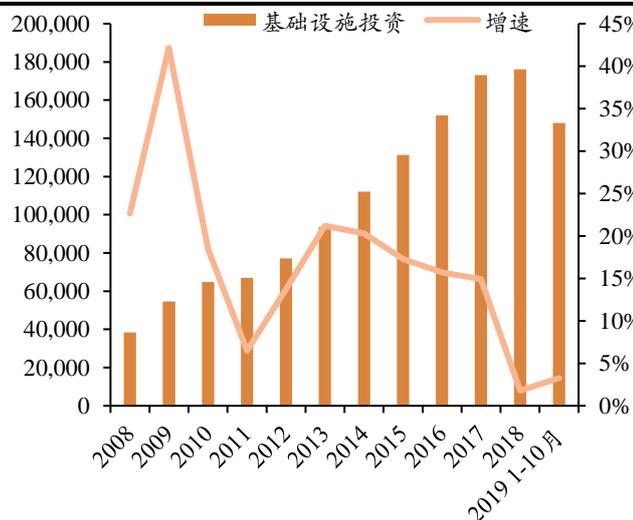
数据来源: Wind, 广证恒生

图表 21: 固定资产投资完成额 (亿元) 及增速 (%)



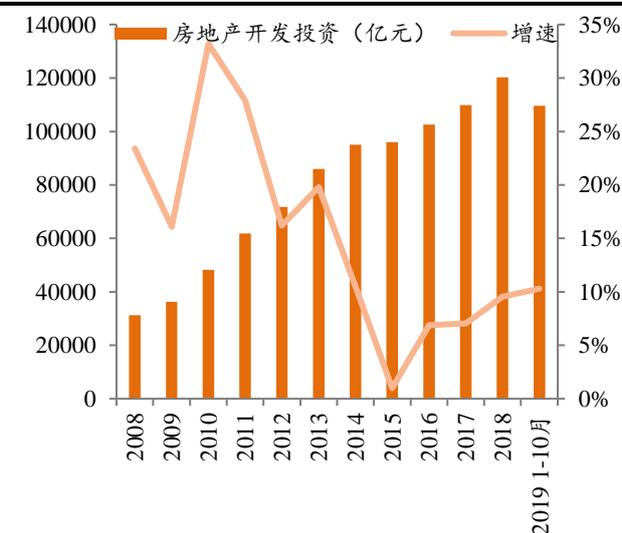
数据来源: Wind, 广证恒生

图表 22: 基础设施投资 (亿元) 及增速 (%)



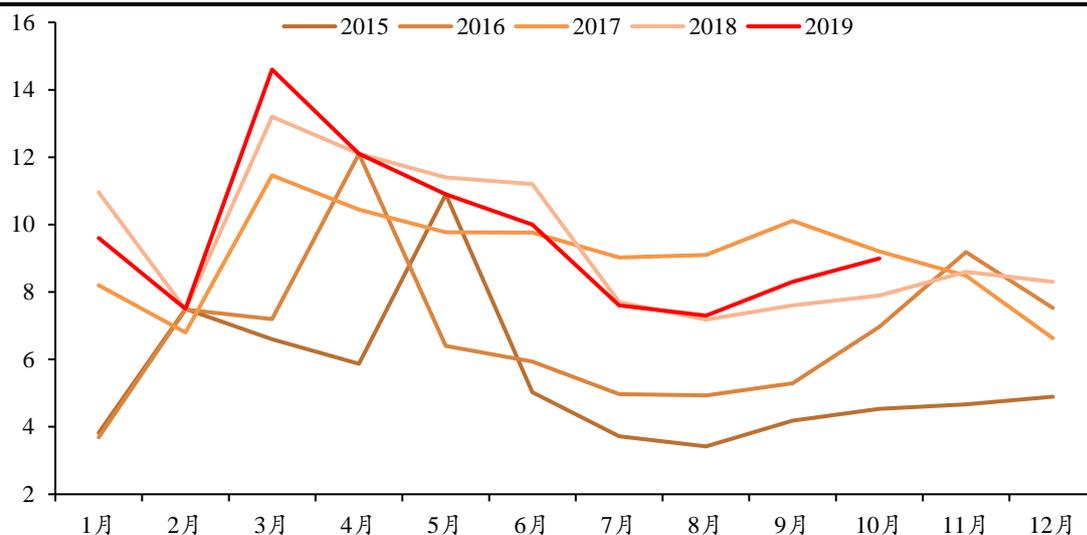
数据来源: Wind, 广证恒生

图表 23: 房地产开发投资额 (亿元) 及增速 (%)



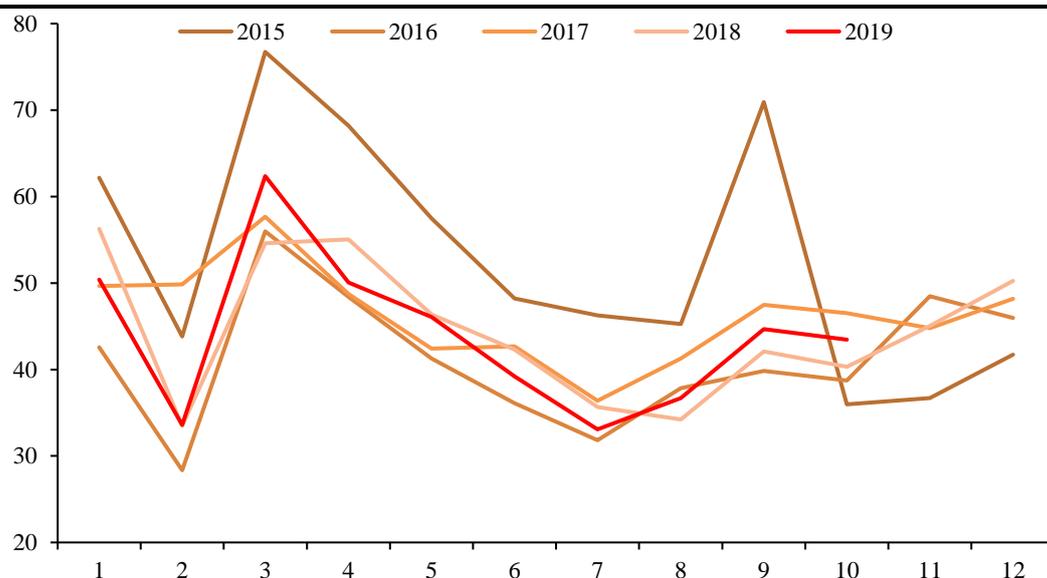
数据来源: Wind, 广证恒生

19年重卡销量保持高景气, 19年1-10月累计增速3.1%, 全年销量有望突破18年的114万辆。通从历年的重卡销量情况来看, 月度销量波动性较大。2019年3月份重卡突破历史同期新高, 达到了14.6万台, 整体19年4-8月的销量与18年相约, 而8月后销量提升明显且高于18年同期销量。19年10月, 重卡销量为9万辆, 环比增长7.7%, 同比增长12.4%; 1-10月重卡市场累计销量97.9万辆, 同比增3.1%, 随着各地近期纷纷加大对国三车限行、禁行的力度, 对重卡换购的需求有所增加, 加上无锡高架侧翻事故使进一步推动国家全面治超的力度, 并限制了单车的运输量, 预计将提高了对运输车辆的更新需求。

**图表 24: 行业重卡月度销量 (万台)**


数据来源: 中商情报网, 广证恒生

柴油机每年下半年处于销量上升阶段, 19年8-10月销量回暖有助带动下半年继续向上。通过对比近几年的柴油发动机销量月度数据发现, 柴油发动机每年的销量走势大致相同。例如在2-3月以及8-12月, 都在一个销量上升的阶段, 而在1-2月份, 3-8月份, 则普遍呈现出下降趋势。另外, 17、18、19年的销量线位于15年及16年之间, 显示16年市场环境下行, 部分原因是2016年国家发布了关于非道路机械全面升级国三标准要求的规定, 导致当年非道路机械用发动机销量降幅达44.3%, 拖累整个柴油发动机行业。19年以来, 柴油发动机销量主要与18年接近但主要低于18年的月度水平, 但随着重卡销量从8月开始有所回暖, 柴油机8月销量也同比增7.3%至36.7万台、9月同比增6.1%至44.7万台、及10月同比增7.8%至43.47万台。

**图表 25: 柴油发动机月度销量 (万台)**


数据来源: Wind, 广证恒生

## 2.2 新排放标准等将加速行业整合，带来的更新需求将推动重卡销量提升

新国六标准实施即将到来，龙头企业技术竞争优势将会越发明显。2016年6月和2018年6月国家分别发布《轻型车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》、《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》，后者提出了重型车限制标准实施的两阶段：国六a—燃气车、城市车和所有重型柴油车分别于2019年7月1日、2020年7月1日以及2021年7月1日开始实施；国六b—燃气车及所有车辆于2021年1月1日和2023年7月1日实施。但有多个省份已经开始提前实施国六排放标准。

图表 26：国五（柴油）与国六排放标准限值对比

标准	CO(g/km)	THC(g/km)	NMHC(g/km)	NO <sub>x</sub> (g/km)	N <sub>2</sub> O(g/km)	PM(mg/km)	PN(#/km)
国五	500	—	—	180	—	4.5	6*10 <sup>11</sup>
国六 (a)	700	100	68	60	20	4.5	6*10 <sup>11</sup>
国六 (b)	500	50	35	35	20	3	6*10 <sup>11</sup>

数据来源：汽车之家，广证恒生

国六标准的新要求给车企造成一定的研发难度，行业门槛进一步提高预计将加快市场集中度。要满足国家发布的第六阶段排放法则，主要要处理的排放物是氮氧化物和微粒。在前期研发中，需要投入一定的费用以及较长的时间去进行标定，给企业带来更多的研发成本和技术要求。另外，在机外净化方面，简单的高压共轨的机内净化已经无法满足排放的要求，制造商需要安装微粒捕集器；对于氮氧化物的处理，需要厂家进行对氮氧化物生产的抑制，通常使用的技术为EGR（废气再循环）。此外，还有一系列的后处理装置费用、质保费用等，给企业带来一定的技术难度。通过对比国五和国六排放标准的区别，国六标准对发动机的要求更加严格，给车企造成一定的难度，技术门槛更高，开发和认证会需要更多时间，预计将造成行业龙头利用其资金和技术优势进一步提升产品，淘汰落后企业从而吸纳市场份额，使得行业集中度提高。

图表 27：国六标准增加车企费用

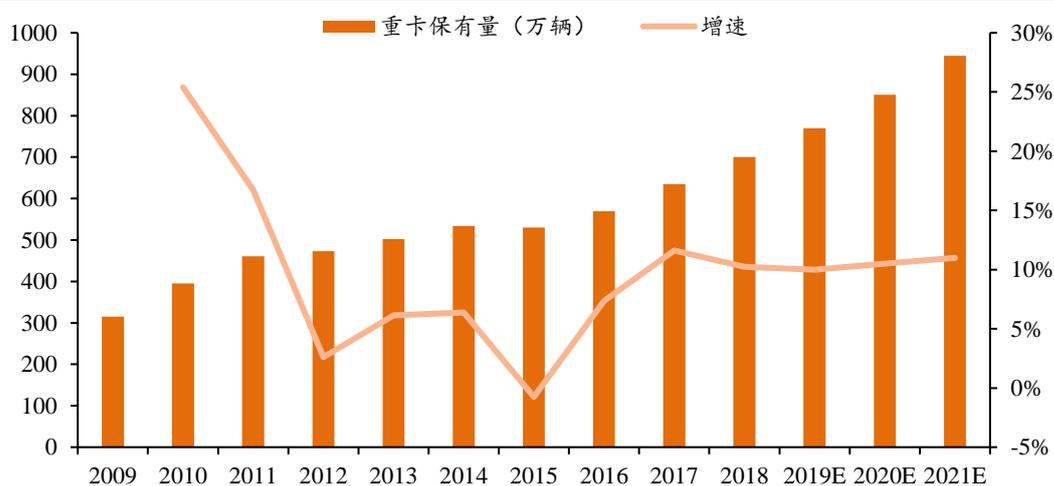
1.增加前期研发测试费用	<ul style="list-style-type: none"> <li>•多款车型需全新开发以满足要求</li> <li>•需一段时间标定</li> </ul>
2.增加优化费用	<ul style="list-style-type: none"> <li>•提升燃油喷射压力</li> <li>•调整喷油规律、优化进排气及燃烧设计等</li> </ul>
3.增加机外净化费用	<ul style="list-style-type: none"> <li>•选择性催化还原系统</li> <li>•柴油氧化催化器</li> </ul>
4.增加排放质保费用	<ul style="list-style-type: none"> <li>•部分排放质保需由厂家负责</li> <li>•排放系统更换费用较高</li> </ul>

数据来源：威尔森监测，广证恒生

国六实施前预计明年中下旬将迎来新的需求释放，行业景气度将持续并带动重卡发动机销量提升。随着新的排放标准实施，重卡需要升级及加装零部件，售价也会有所上升，同时厂家也会促销旧排放标准的车型。从消费者角度看，需要考虑买减价促销的国五车型，还是直接提早买国六车型，但从行业整体看，随着越来越接近正式实施国六，将会有较大的更新需求。从过往每次实施新排放标准对销量的影响看，重卡销量大致在正式实施前半年会提升，预示着 20 年中下旬或会出现重卡销量提升的情况，更新需求或提前释放，从而带动发动机销量提升。

**预计行业需求持续，更新需求、国三淘汰、国六实施及全面治超等将推动重卡销量增加。**重卡保有量在近 3 年持续上升，18 年同比增 10.2% 至 700 万辆。当年的保有量主要是按照上一年的保有量，加上当年的销量，减去报废或被淘汰的量，而按照重卡 7-8 年的更换周期，我们预计 19-21 年的年度更新需求将达到 75-80 万辆，预计 19-21 年的保有量会随着重卡销量上升及报废量下降而维持 10% 或以上增长。从需求端看，根据 2018 年 7 月国务院发布的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，2020 年底前京津冀等地区淘汰国三以下中、重型柴油货车 100 万辆以上。而无锡超载事件将推动国家全面治超的力度，并限制了单车的运输量，预计将带动重卡需求进一步提升，我们预计 19/20/21 年全年的重卡销量分别为 116/124/131 万辆，对应增速分别是 1%/7.1%/5.7%。

**图表 28：中国重卡保有量（万台）及增速（%）**



数据来源：国家统计局，广证恒生

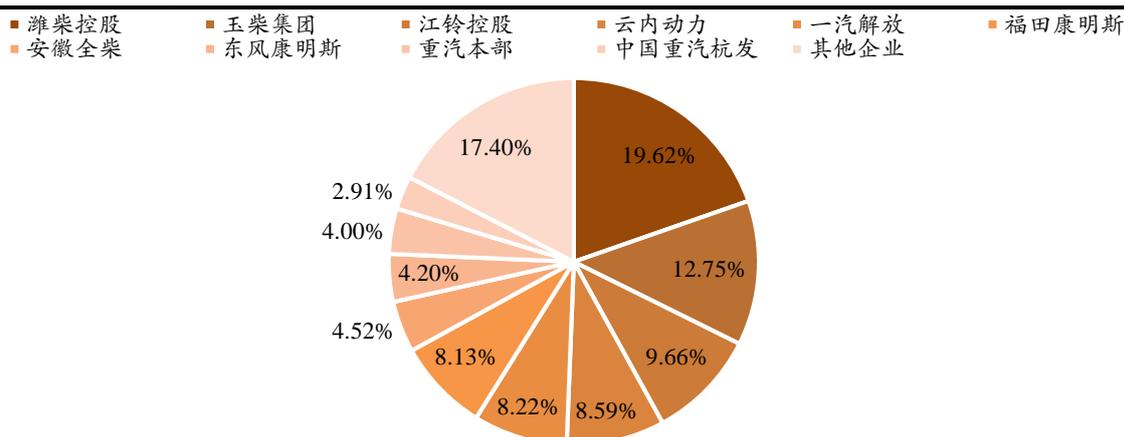
**潍柴动力已及早布局并研发出多款符合国六排放标准的发动机，预计将有助市占率进一步提升。**公司为行业内最早完成全系列国六发动机开发、认证，并已满足小批量投放条件，且多款发动机获得欧盟欧 VI d 认证。N 平台是新一代的高端产品，排量 2L-7L 不等，配置产品范围广，基本适合所有车型，其中包括有 WP2.3N、WP3N 以及 WP4.1N 系列产品，具备多项先进技术。另外，还发布了 WP7NG 直列六缸气体机，排量 7.47L，最大转速和扭矩分别为 1150N.m 和 1100-1500r/min，并满足国六排放标准，适用于 10-11 米公路客车、11-12 米公交客车。此外，也有 RA428 直列四缸柴油发动机，匹配欧系轻客、考斯特、宽体大海狮和 SUV 等产品；以及 WP9H/WP10H/WP15H 的 H 平台产品，同样符合国六标准。潍柴动力道路用发动机产品均已满足国六排放标准。

**在国六标准升级的大环境下，潍柴积极推动天然气发动机产品。**同行车企为了应对政策也发布了国六发动机，例如锡柴的 6DM3 国六发动机，玉柴的 YCK15N 国六天然气发动机，中国重汽的 MT13 国六发动机等等。而在 2019 年的车企年会上，不少整车企业都展现了搭配潍柴天然发动机的车型，主要是 WP13NG460E60 和 WP10HNG380E60 这两款国六天然气发动机，所搭配的车型也是同行中最多的。

## 2.3 龙头地位持续提高，自主研发能力不断提升

柴油机行业集中度高，前四企业市占率达到~51%。从2019上半年车用柴油机行业的市场份额来看，前四大柴油机销售企业为潍柴控股、玉柴集团、江铃控股以及云内动力，市占率分别为19.62%、12.75%、9.66%以及8.59%，共占据50.6%的市场份额，行业头部集中度较高。从位列前四企业之后的企业份额情况来看，一汽解放、福田康明斯、安徽全柴、东风康明斯等企业都拥有4%以上的市占率，前十市占率占82.6%，行业具有一定的竞争性格局。

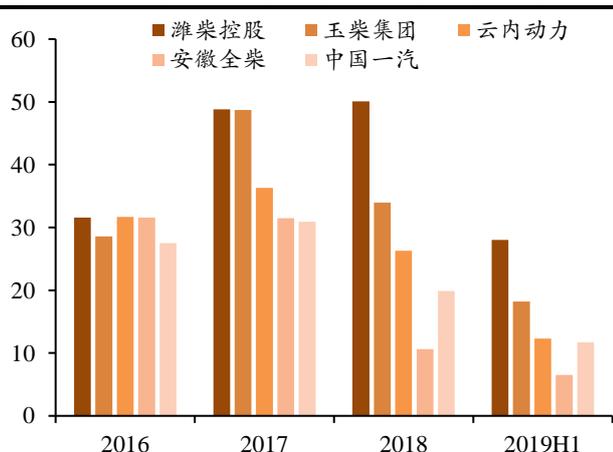
图表 29：2019 上半年车用柴油机市场份额占比情况 (%)



数据来源：搜狐汽车，广证恒生

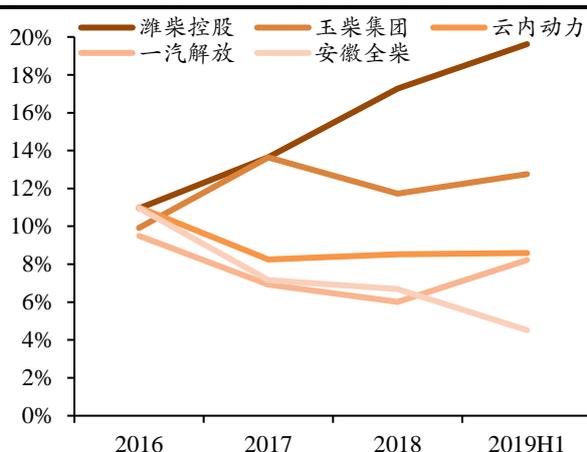
潍柴市场市占率逐年提升且龙头地位不断巩固，行业集中度持续提高。从2016年的主要企业销量情况看，各自的销量比较平均，几家主要企业市场占有率相差不大，大概处于10-11%水平，直到近两年，竞争格局有所转变，企业市占率逐步出现分化。排名较前的三大企业——潍柴、玉柴和云内动力的市占率从18年到19年1H都有所提升，市占率从37.5%上升至41%，行业集中度进一步提高。受益于公司丰富的产品线以及自身发展战略符合市场发展趋势，潍柴的市占率持续一直上升，从2016年的10.95%到2019年上半年的19.62%，短短几年时间增加了8.7个点且提升幅度大幅领先同行。截至到19年上半年，玉柴集团市占率达到12.75%，云内动力占9%，一汽解放占8.22%，安徽全柴则下跌到4.52%。

图表 30：主要企业的车用柴油机销量 (万台)



数据来源：搜狐汽车，广证恒生

图表 31：主要柴油机品牌商市占率情况 (%)



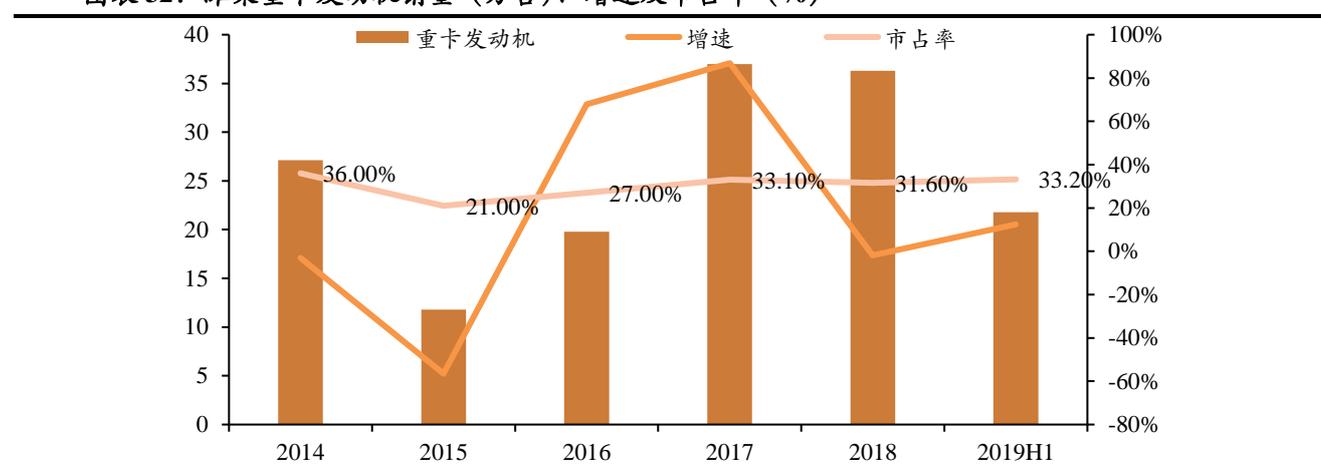
数据来源：搜狐汽车，广证恒生

持续重视及投入研发，19年1H重卡发动机同比增12.3%，市占率稳定，预计未来随着更新需求及未来进入配套重汽带来的增量将带动市占率提升。2018年潍柴动力柴油机销量同比增7.9%至66.9万台，而19

年1H为39.4万台，同比增10.7%。其中，18年重卡发动机销量36.3万台，市占率为31.6%，而19年上半年同比增12.3%至21.8万台，市占率为33.2%。增速高于行业的原因主要是配套的重型卡车市场发展稳定，另一方面是潍柴动力坚持市场导向，积极推进产品创新，重视产品的研发，不断进行产品结构调整。潍柴动力一直坚持产品自主研发，潍柴动力的研发投入、研发费用和研发人员每年增加，其中2019年Q1-3研发费用达到了35.9亿元，同比提高了33.6%。潍柴作为行业龙头可以利用规模效应降低成本，进一步提高研发、生产力度，打造具品质、技术和成本三大核心竞争力的产品。

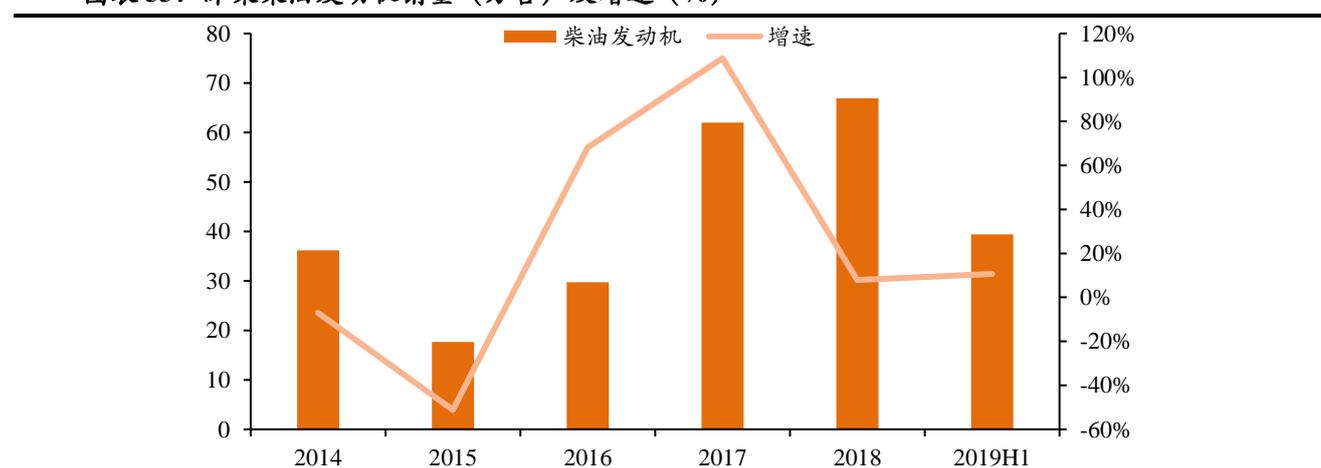
**技术创新凸显产品优势。**潍柴新研发的WP15H发动机，排量达到15L，最大扭矩为3200N.m，最大扭矩转速900-1400rpm，在2019年的陕重汽商务年会上，搭配在新一代的德龙X6000牵引车上，刷新了国产重卡的最大马力。另外，潍柴的WP13发动机，采用高效的HiSCR和EGR技术实现国六排放，并在轻量化上进行了改进。其中2019年初上市的WP13G580发动机，保养里程在同行可比产品当中最长，可达12万公里，以及其在可靠性、油耗、噪音等指标方面上也处于行业领先地位。

**图表 32: 潍柴重卡发动机销量 (万台)、增速及市占率 (%)**

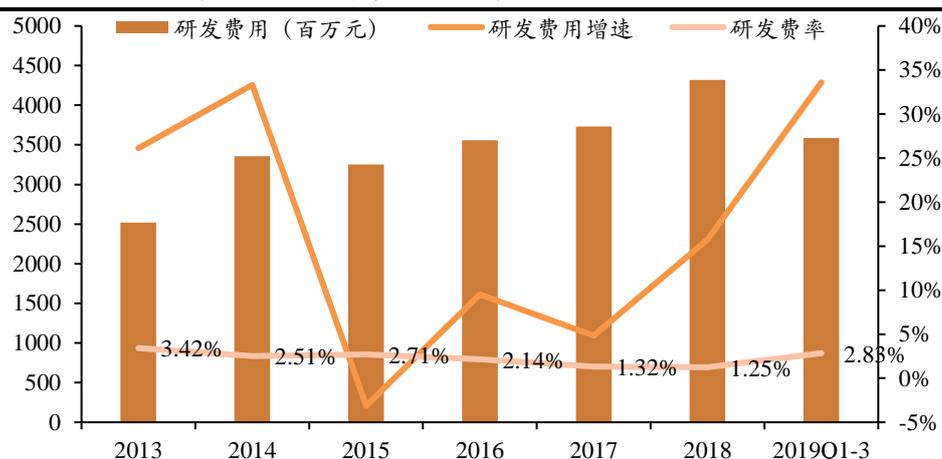


数据来源: Wind, 公司年报, 广证恒生

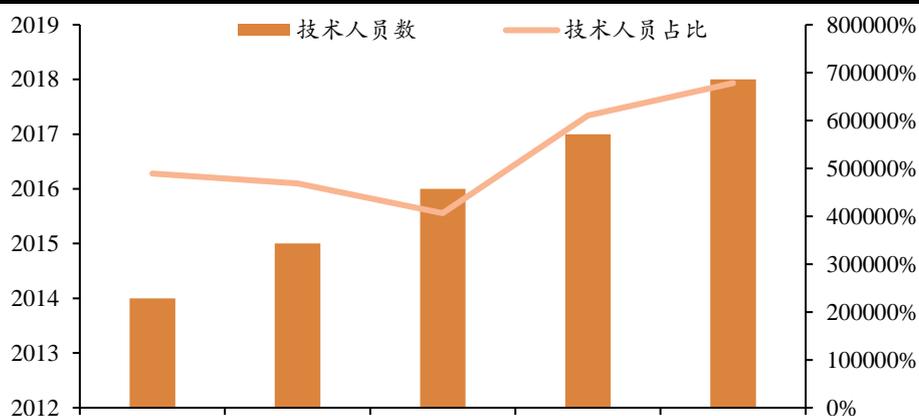
**图表 33: 潍柴柴油发动机销量 (万台) 及增速 (%)**



数据来源: Wind, 公司年报, 广证恒生

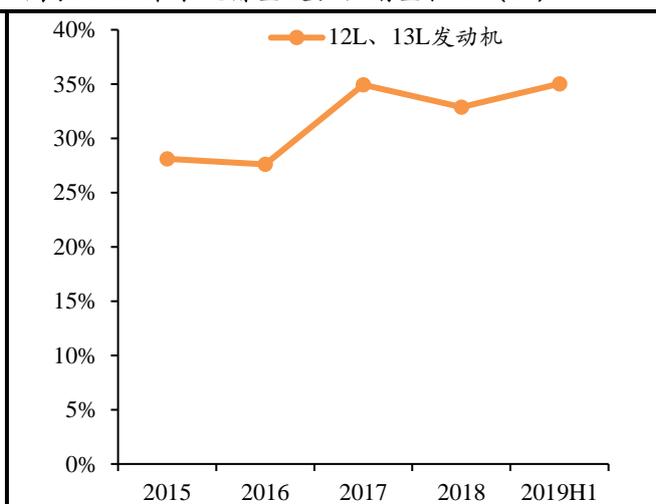
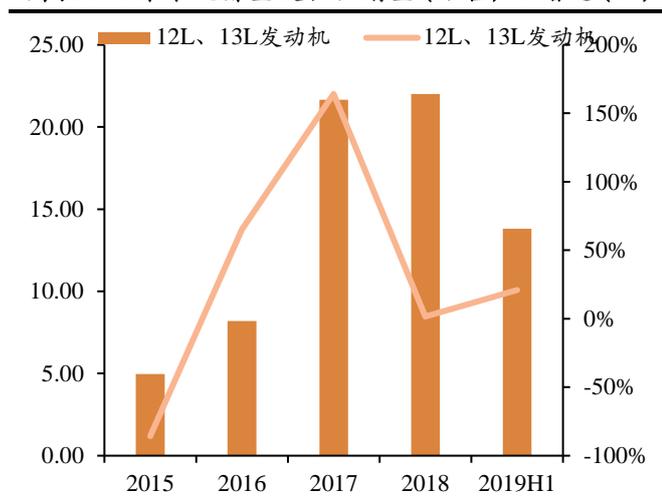
**图表 34: 潍柴动力研发投入 (百万元)、费率及增速 (%)**


数据来源: Wind, 公司年报, 广证恒生

**图表 35: 潍柴动力研发技术人员数量及占比 (%)**


数据来源: 公司年报, 广证恒生

随着基建、运输物流等领域的发展,大排量发动机的市场需求有所提高,公司销量持续提升。大排量的发动机功率更大、扭矩更大,现今企业追求效率和利益,普遍都倾向大排量的重卡。潍柴动力的 12L、13L 发动机从 2015 年到 2018 年共实现增长率 343.3%,2019 年上半年共销售了 13.8 万台,同比增长 21.05%。从潍柴的大排量发动机销量占比来看,12L、13L 发动机占比呈上升趋势,从 16 年 27.6% 上升至 19 年 1H 的 35%,在整个发动机产品当中占据较重要的部分。参考海外发展市场,重卡排量增大是主要发展趋势,而大排量发动机单价和毛利率更高,随着销量占比提升将有助提升发动机业务盈利水平。

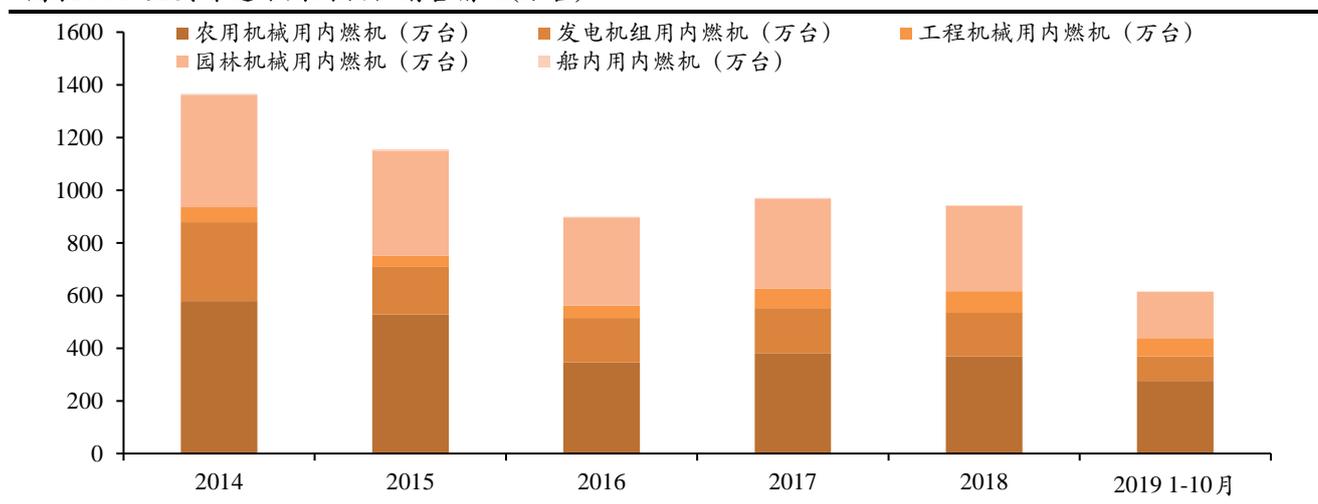
**图表 36: 潍柴大排量发动机销量(万台)及增速(%)**
**图表 37: 潍柴大排量发动机销量占比(%)**


数据来源: 公司年报, 广证恒生

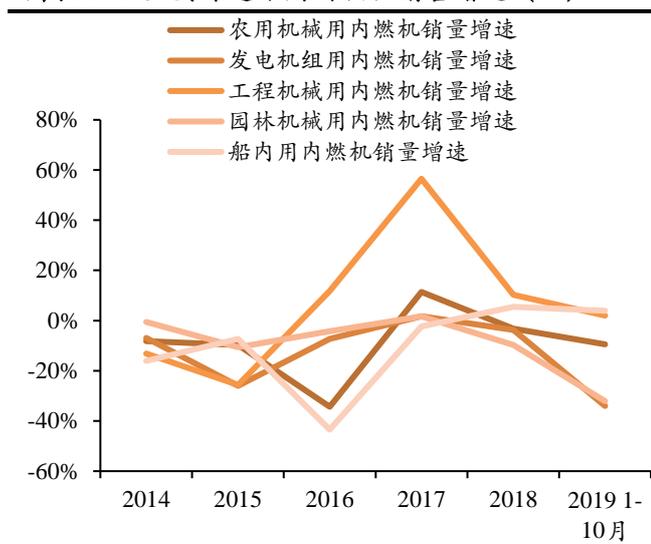
数据来源: 公司年报, 广证恒生

## 2.4 坚持全系列全产品布局, 产品结构逐步优化, 非道路产品驱动增长

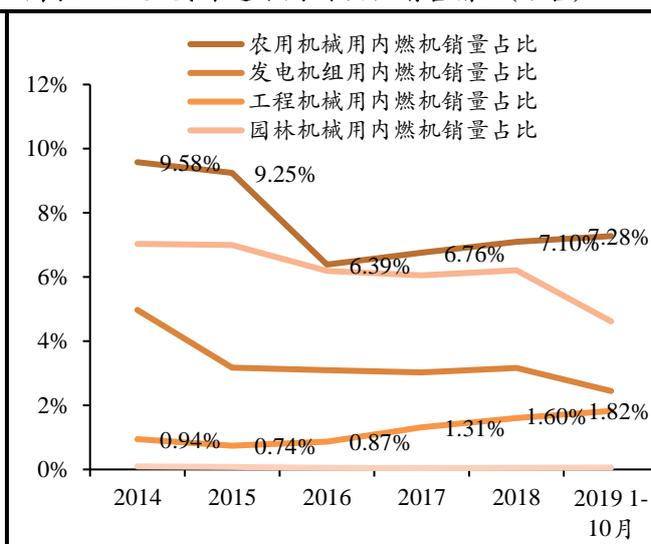
非道路中工程及农业用内燃机销量增速领先, 销量占比在近年逐步提升。农用机械用和园林机械用的内燃机一直占据非道路内燃机的主要部分。从 2019 年 1-10 月的非道路内燃机销量来看, 农用的售出 276.24 万台, 园林的售出 175.19 万台, 发电机组用的售出 92.8 万台, 工程的售出 69.25 万台, 而船用内燃机售出 2.18 万台。增速方面, 工程、船以及农业用内燃机 2019 年 1-10 月的增速领先于其他分类, 分别为 1.99%, 3.86% 以及 -9.4%, 而发电机组和园林用内燃机增速降幅较大, 分别为 -34.03% 和 -32.1%。从销量占比上看, 农用机械用及工程机械用内燃机占比近年来呈不断攀升的趋势, 从 16 年 6.39% 和 0.87% 分别上升至 19 年 1-10 月的 7.28% 和 1.82%。

**图表 38: 主要非道路用内燃机销售情况(万台)**


数据来源: Wind, 广证恒生

**图表 39: 主要非道路用内燃机销售增速 (%)**


数据来源: 公司年报, 广证恒生

**图表 40: 主要非道路用内燃机销售情况(万台)**


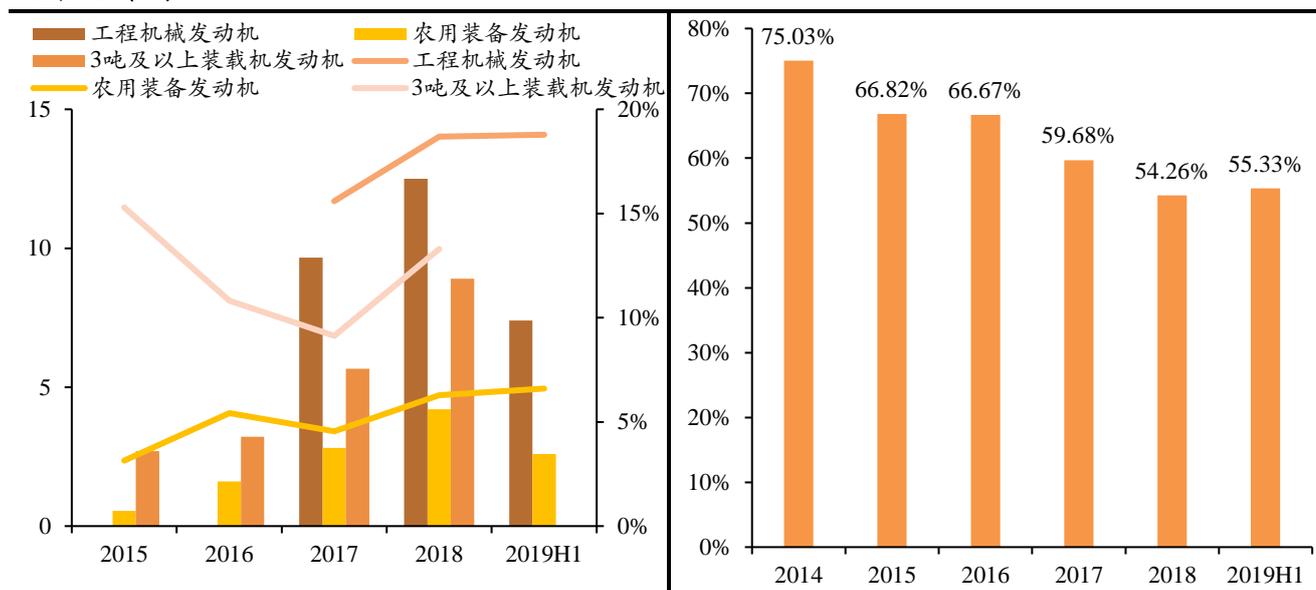
数据来源: 公司年报, 广证恒生

**农用和工程用发动机销量受政府政策推动, 带动应用及更新需求增加。**从整个行业来看非道路发动机, 2019 年总销量出现下滑迹象, 工程机械发动机以及农用装备发动机受益于政府推动市政基础设施建设以及农业发展等条件, 占比不断上升。2019 年我国又出台多项农业政策, 重视农业农村经济发展和“三农”领域的基础设施建设, 重视对农村公路的发展、查治, 推动了农业工业化, 加上今年房地产投资及基础设施投资增速持续, 以及“一带一路”形成的出口需求等, 在一定程度上带动了下游农用以及工程用发动机市场的需求回暖。另外, 2018 年 7 月国务院印发的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》提出: 加强非道路移动机械污染防治, 开展非道路移动机械摸底调查, 划定非道路移动机械低排放控制区, 严格管控高排放非道路移动机械, 重点区域 2019 年底前完成, 目前主要省市均加强了对高排放非道路车辆的作业限制, 带动了行业的替换需求。而根据《非道路移动机械及其装用的柴油机污染物排放控制技术要求(征求意见稿)》, 自 2020 年 1 月 1 日起, 凡不满足本标准要求非道路移动机械及其装用的柴油机不得生产、进口、销售和投入使用, 非道路移动机械排放国四标准预计 2020 年下半年到 2021 年上半年实施, 预计非道路发动机将受益于本轮的置换周期, 带动的更新需求将使得销量进一步上升, 而公司表示在非道路四阶段排放标准的相关技术路线和产品已充分准备。

**潍柴主要非道路发动机产品销量占比呈上升趋势, 有助降低受周期性波动的影响。**从潍柴动力的非道路发动机销量在 18 年和 19 年 H1 分别达到 29.3% 和 11.9% 增速, 占比达到约 29.4%。其中, 工程机械发动机的销量始终占据非道路发动机的主要部分, 2019 年上半年其销售量同比增 7.5% 至 7.4 万台, 占公司柴油机的 18.78%。农用发动机销量增速也较快, 19 年 1H 同比增 23.8% 至 2.6 万台, 占比为 6.6%。

图表 41: 潍柴动力主要非道路发动机销量 (万台) 及占比 (%)

图表 42: 潍柴动力重卡发动机销量占比逐步下降(%)



数据来源: 公司年报, 广证恒生

数据来源: 公司年报, 广证恒生

另外, 近几年整个装载机行业增长较快, 2019 年 1-10 月增速为 17.7% 至 8.79 万台, 18 年也同比增 20.7% 至 10.8 万台, 除了国内需求持续外海外出口量也持续增加, 潍柴动力的 3 吨及以上装载机发动机近年销量也同步增长, 18 年销量同比增 57.24% 至 8.9 万台。2019 年 9 月中共中央国务院印发《交通强国建设纲要》, 我国实现交通强国的发展目标为: 到 2020 年, 完成决胜全面建成小康社会交通建设任务和“十三五”现代综合交通运输体系发展规划各项任务, 为交通强国建设奠定坚实基础; 到 2035 年, 现代化综合交通体系基本形成, 支撑国家现代化建设能力显著增强; 拥有发达的快速网、完善的干线网、广泛的基础网, 城乡区域交通协调发展达到新高度; 基本形成“全国 123 出行交通圈”(都市区 1 小时通勤、城市群 2 小时通达、全国主要城市 3 小时覆盖) 等。我们预计未来基建市场的需求将持续, 挖掘机和装载机等的销量仍会保持上升。潍柴动力的非道路发动机迎合了市场的发展趋势, 且公司战略中计划大力发展工业动力、工程机械、农业机械等非道路用发动机, 预计未来销量结构将进一步完善, 非道路的销量贡献将进一步提高。

图表 43: 中国装载机销量 (万台) 及增速 (%)

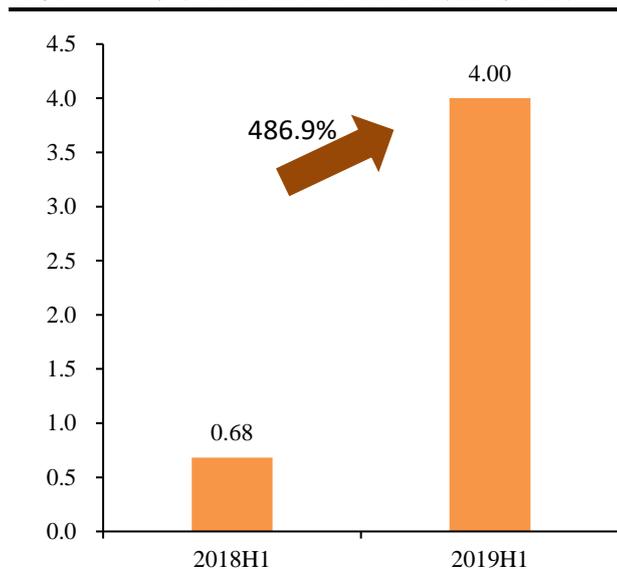


数据来源: Wind, 广证恒生

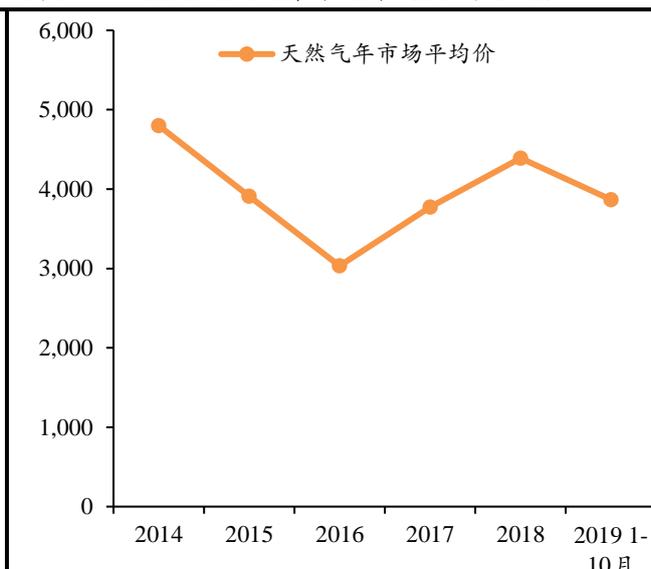
受益于环保法规愈加严格以及天然气价格影响, 天然气发动机市场销量需求持续。19 年 7 月 1 日起, 燃气重卡在全国范围内实施国六排放, 新上市的燃气重卡从 7 月 1 日起就必须满足国六排放标准, 受此影响, 国六政策的实施刺激了天然气重卡购车的需求, 出现部分提前透支购买力的情况, 二季度出现大量提

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

前购买国五排放的天然气重卡。此外，天然气价格是影响天然气重卡市场的重要因素，进而影响配套的天然气发动机销量，19 年以来油价走高，天然气价虽降幅不大，但也拉开了与油价之间的距离，天然气重卡的成本优势较为凸显。从天然气价格走势看到近几年价格呈波动式发展，其中 2014 年到 2016 年为降价阶段，从 4799.11 元/吨下降到 3032.66 元/吨，适逢天然气汽车开始引入市场。2016 年到 18 年为回升阶段，受到天然气供给紧张影响，平均市场价从 3032.66 元/吨提升到了 4390.35 元/吨。从 2019 年 1-10 月的情况来看，供给紧张的情况稍有缓解，平均市场价出现下降，为 3867.59 元/吨，有助进一步推动天然气发动机的需求。潍柴动力 2018 年上半年天然气发动机实现销售 0.68 万台，而 19 年 1H 销量进一步提高，销量大幅同比增 486.9% 至 4 万台。

**图表 44: 潍柴动力天然气发动机销量 (万台)**


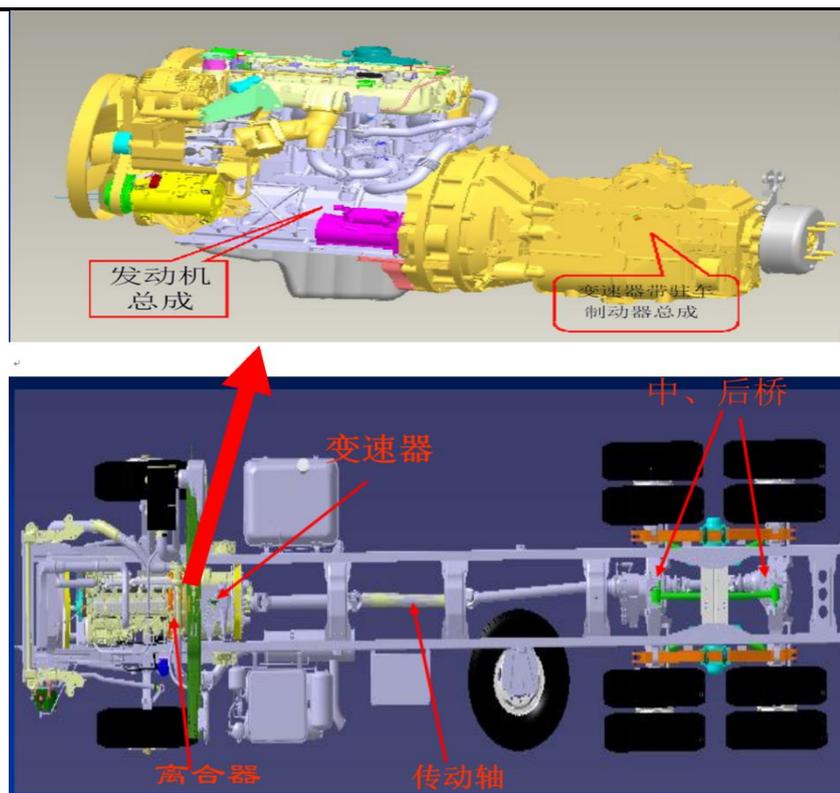
数据来源：公司年报，广证恒生

**图表 45: 我国天然气年市场平均价 (元/吨)**


数据来源：Wind，广证恒生

## 3 布局重卡黄金产业链，发挥企业协同效应及产品多元化

**动力总成结构体现了潍柴的黄金产业链布局。**潍柴动力是领先发动机制造商，并致力于打造具品质、技术和成本三大核心竞争力的产品，旗下子公司法士特拥有先进的变速箱技术，林德液压拥有成熟的传动、液压装置，汉德车桥，以及匹配陕重汽的卡车，整体形成了一套完整的动力总成（发动机、变速箱、车桥、液压）、整车整机产业链布局，发挥协同效应。

**图表 46:卡车动力总成图**


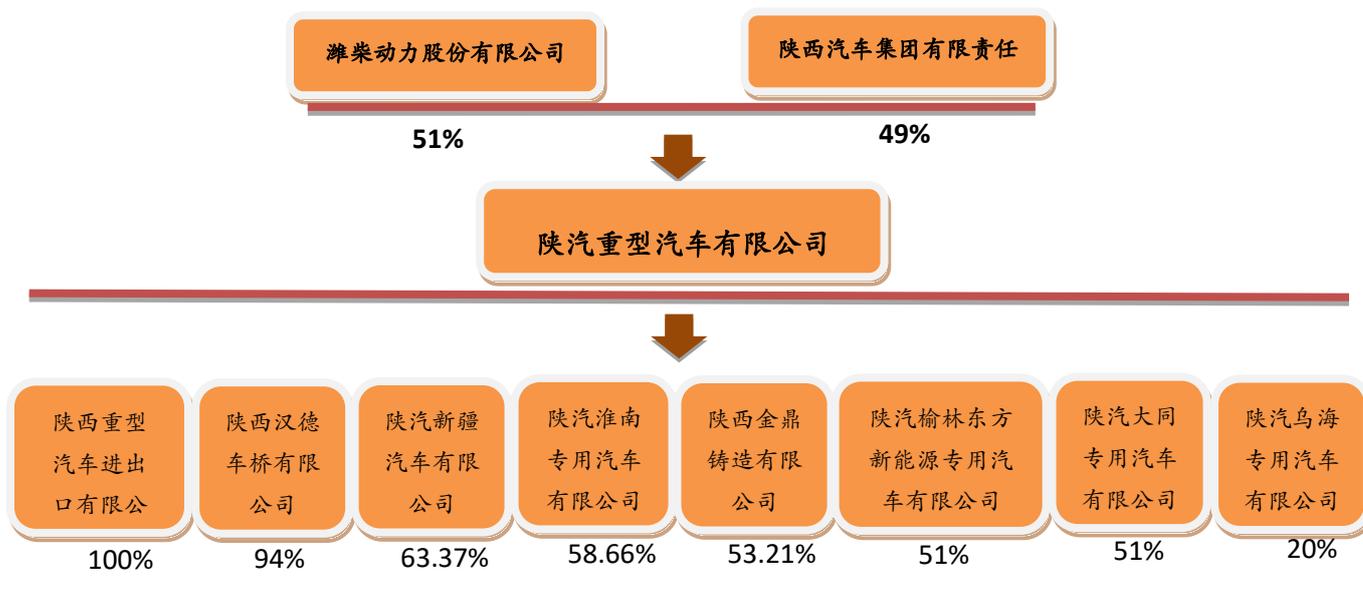
数据来源：公开资料，广证恒生

### 3.1 陕重汽享受行业集中度提高带来的营收及业绩增长，占母公司利润比重不断提高

#### 3.1.1 产品创新及海外拓展促使营收稳步上升，净利率预计将进一步提高

提早布局新能源和智能网联领域，不断创新，开创天然气卡车商业化时代。陕重汽成立于2002年，是中国西北地区最大的重卡制造商，产品覆盖重型军用越野车、重型卡车、重型车桥及汽车后市场等领域。多年来，陕重汽研发了CNG、LNG、纯电动、混合动力、氢燃料电池等节能与新能源汽车产品和智能驾驶重卡，积极投入国家高科技项目，整合国际优质资源。陕重汽先后承担了3个国家863高科技计划项目、2个国家科技支撑项目，拥有150余项替代能源及新能源汽车专利技术，并主持编写了2个国家天然气汽车标准。同时，也与海外多个国家和地区进行合作生产，不断推动产能合作及布局全球化。陕重汽现时在肯尼亚、尼日利亚、哈萨克斯坦、马来西亚等国家实施了本地化生产，产品销往世界100多个国家和地区，公司计划加速拓展海外市场，进一步增加大海外市场贡献。陕西重型汽车有限公司（陕重汽）董事长兼法人为谭旭光先生，控股股东为潍柴动力股份有限公司。控股公司方面，陕重汽控股多家汽车以及零部件企业，加上其控股股东潍柴动力的产品布局，陕重汽的重卡市场具备一定的竞争力，逐步发挥其产业优势。

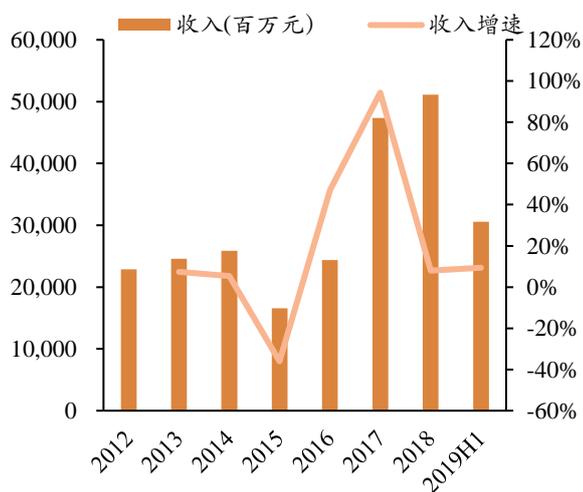
图表 47: 陕重汽股权结构图



数据来源: Wind, 广证恒生

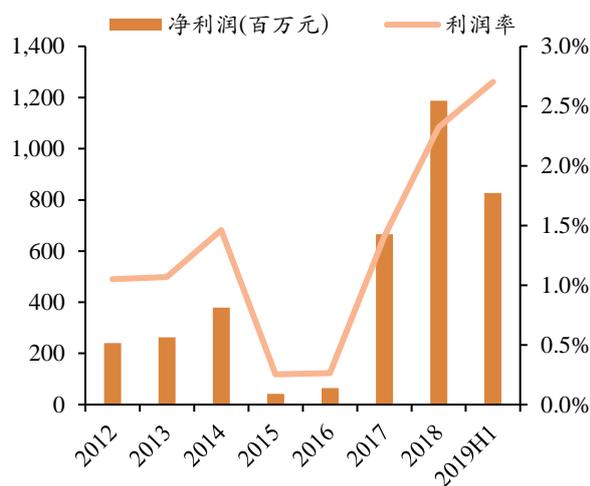
陕重汽近年营收和净利润稳定增长, 净利率也逐步上升, 未来有望达到 3%-4%。2019 上半年公司营收同比增 9.39% 至 305.74 亿元, 而从 2015 年到 2018 年, 陕重汽的营收正快速提升, 从 165.6 亿元上升至 511.2 亿元。2017 年重卡市场迅速发展, 营收增速为近几年最高, 达到了 94.38%。营收主要受行业及公司本身销量影响, 而随着产品结构不断优化、单价提升及市占率增加也有助带动公司收入增长。而净利润方面, 19 年 H1 同比增 27.1% 至 8.26 亿元, 18 年增速也较快, 同比增 78% 至 11.9 亿元。公司净利率呈稳定增长趋势, 从 16 年的 0.26% 上升至 18 年 2.32%, 19 年 1H 更达到 2.7%, 主要是公司今年积极控费所致, 预料未来有望提升至 3%-4% 水平。

图表 48: 陕重汽营收 (百万元) 及增速 (%)



数据来源: 公司年报、广证恒生

图表 49: 陕重汽净利润 (百万元) 及净利率 (%)



数据来源: 公司年报、广证恒生

### 3.1.2 市占率近年保持平稳, 单价上升及利润贡献明显

重卡行业集中度高 (CR4 为 76%), 陕汽市占率逐步上升且提升幅度领先, 跻身行业第一梯队。现今重卡行业大致分为三梯队, 解放、东风、重汽以及陕汽为第一梯队, 福田和红岩为第二梯队, 而其他为第三梯

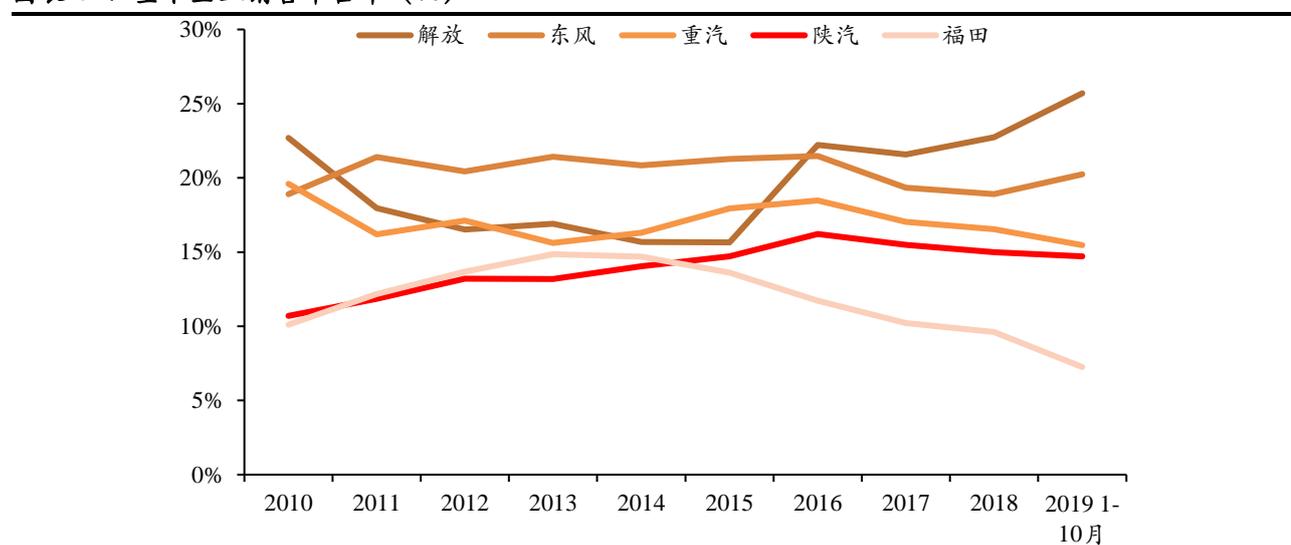
队。2019年1-10月第一梯队总共占了超过一半的市场份额，达到76.13%，行业集中度较高，也较10年提升4.2个点。陕汽每年的市占率呈上升趋势，从2010年到2019年市占率增加了4个点，上升幅度为众多车厂中最大。这得益于陕重汽先进的重卡技术，持续发布承载先进智能驾驶技术的车型，以及在油耗方面改进，使得陕重汽重卡在行业上能抢占一定的份额。排名第三的重汽市占率下降到15.46%，按发展趋势来看，陕汽离重汽的差距逐渐减少，其市占率在未来有望接近或超越重汽。另外，位于第二名的东风在保持了数年的头号位置后从16年开始出现明显下降趋势，而排名第一的解放从16年起市占率开始领先后便逐步上升至19年1-10月的25.7%。第五的福田在2013年开始逐年下降，到2019年10月份为止其市占率为7.25%。

**图表 50：各重卡品牌市占率及对比 (%)**

厂家	2010年	2019年1-10月	变动
解放	22.70%	25.70%	3.00%
东风	18.90%	20.25%	1.35%
重汽	19.60%	15.46%	-4.14%
<b>陕汽</b>	<b>10.70%</b>	<b>14.72%</b>	<b>4.02%</b>
福田	10.10%	7.25%	-2.85%
红岩	3.30%	4.82%	1.52%
江淮	2.50%	3.19%	0.69%
大运	0.50%	2.65%	2.15%
徐工	0.20%	1.77%	1.57%
华菱	3%	1.66%	-1.34%

数据来源：卡车网、广证恒生

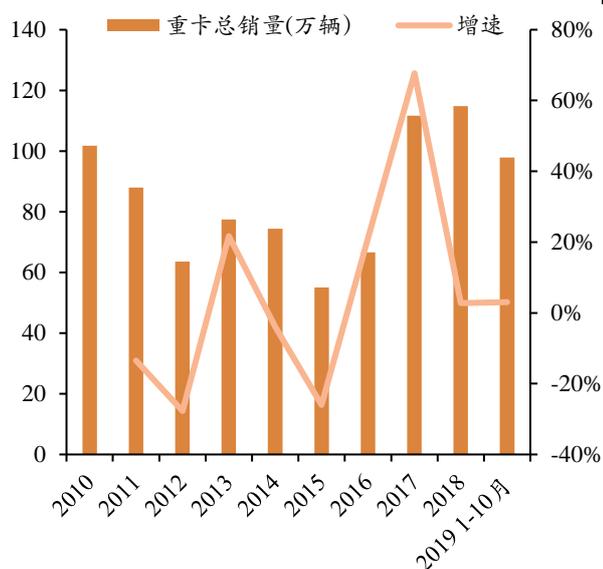
**图表 51：重卡企业销售市占率 (%)**



数据来源：中商情报网，广证恒生

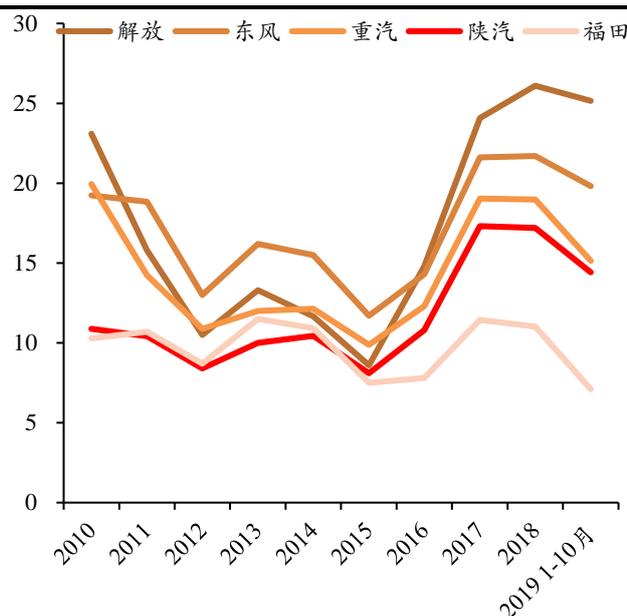
**陕重汽重卡市占率近年维持较稳定水平，竞争加大同时仍能保持销量稳定。**2018年重卡行业全年总销量为114万台，增速2.8%，而2019年1-10月销售同比增3%至97.9万辆。而陕重汽2018年与17年的销量几乎保持同一水平，公司在近年的销量增速主要与行业增速相约或好于行业水平。2017年陕重汽销量为14.9万台，增速达到了81.7%，为近几年最高，2019年1-10月销售14.41万辆，同比增加0.7%。从销量前五的品牌销量来看2018年销量也基本与17年持平，增速均有所下降。在此情况下，陕重汽的市占率能够保持稳定，约13%左右水平，显示行业竞争加大的同时也可以维持良好的发展状态。

图表 52: 重卡行业销量 (万辆) 及增速 (%)



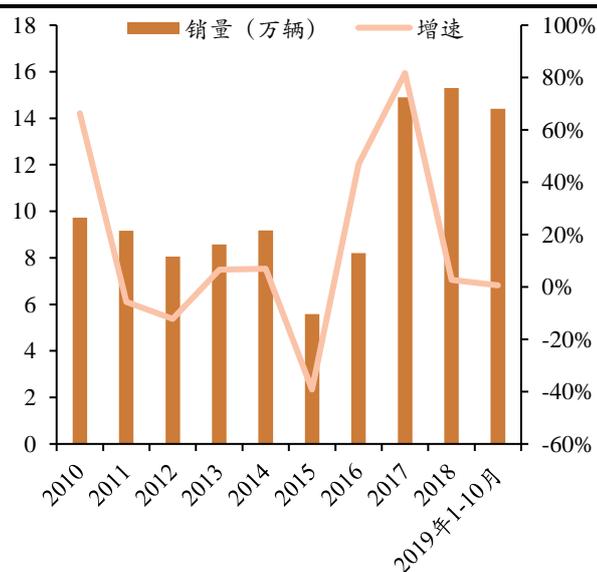
数据来源: 盖世汽车、广证恒生

图表 53: 销量前五企业销量 (万台)



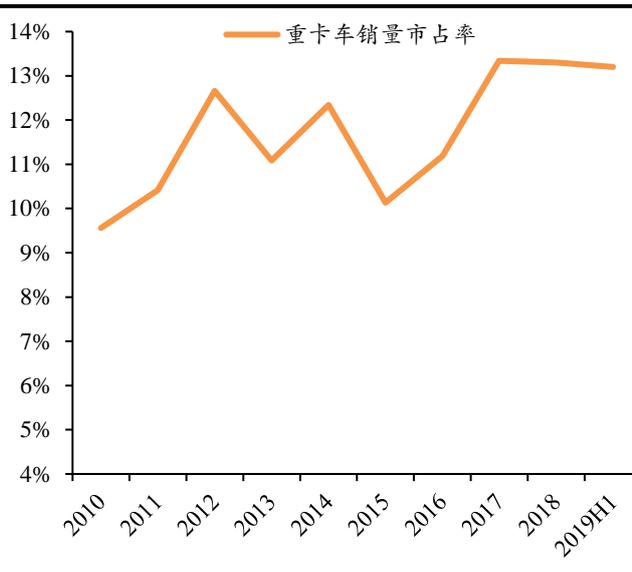
数据来源: 中商情报局、广证恒生

图表 54: 陕重汽重卡销量 (万辆) 及增速 (%)



数据来源: 公司年报、广证恒生

图表 55: 陕重汽重卡市占率 (%)



数据来源: 公司年报、广证恒生

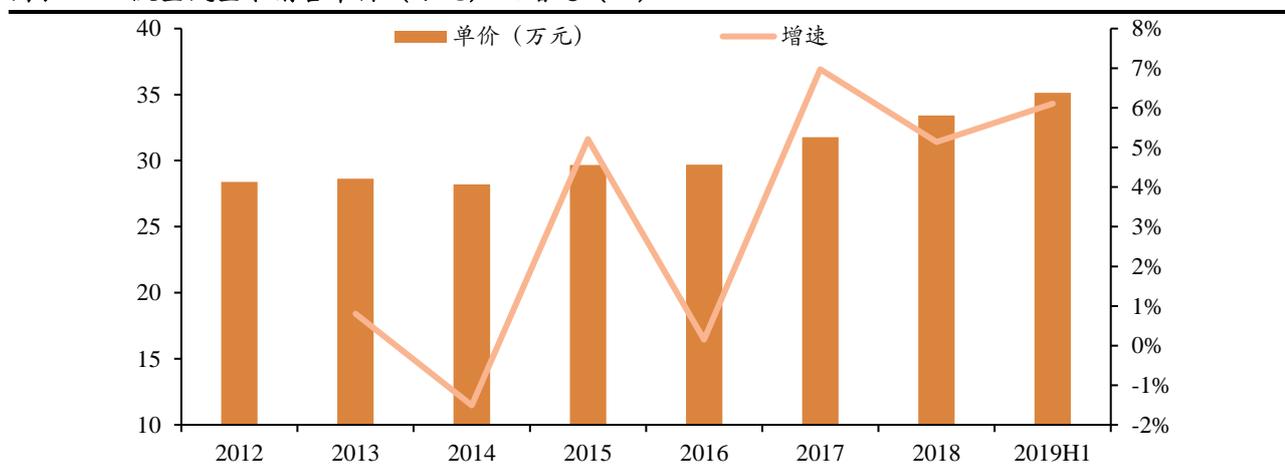
**拥有先进的重卡技术, 搭配产业链部件, 布局细分市场。**陕重汽重卡产品主要有 3000 系列和 6000 系列, 主要搭配潍柴发动机以及法士特变速箱, 如德龙 x6000, 匹配潍柴 WP13 的 550 大马力发动机, 并搭载了法士特 SF16JZ260AMT, 充分体现了潍柴动力与子公司之间的协同效应。另外, 近几年陕重汽还推出了 LNG 车型, 如德龙 X3000 和德龙新 M3000 6x4 大马力 LNG 牵引车使用领先节能科技, 还有改进的 CNG 混合动力车型, 如德龙 X3000 6x4 大马力 CNG 牵引, 改善混合器, 燃烧更充分。陕重汽目前正全面布局及推进节能技术、替代燃料技术、新能源技术、智能网联技术等新技术, 已推出新 M3000 6X4 纯电动牵引车、L3000 混合环卫车、新 M3000 8x4 纯电动自卸车等。

**图表 56: 陕重汽卡车产品**

系列	型号	主要应用领域	配备发动机
3000	L3000	混合动力环卫车、平板载货车、厢式载货车、冷藏载货车等	WP6.220E50
	X3000	牵引车、自卸车物料运输车、渣土车等	WP10.350E53 WP10.336E53 WP10.5H430E50 WP12.375E50 WP13.500E501
	F3000	自卸车	WP10.350E53 WP12.375E50
	M3000	纯电动自卸车、物料运输车、牵引车、搅拌车渣土车等	WP7.300E51 WP10.350E53 WP10.5H430E50 WP10H400E50 WP12.430E50
	LNG	危化品运输车、牵引车	WP12NG380E51 WP12NG400E50 WP13NG430E52
6000	X6000	牵引车	WP13.500E501
	H6000	自卸车、牵引车	WP10H.350E5
	M6000	自卸车、载货车	WP9H.340E5
	L6000	增程式纯电动载货车	

数据来源：公司官网、广证恒生

陕重汽单价在近年有所上升，业绩也逐步提高，为母公司业绩贡献的占比明显增加。陕重汽重卡的销售单价呈逐年增长趋势，2019年上半年为35.14万元，同比增速达到6.1%，近年平均增速为4.6%。重卡单价的提高，侧面说明重卡的技术含量越来越高、功能有所提升，以及产品结构进一步优化，有助推动营收持续增加。在18年和19年1H，由于陕重汽净利率继续提升，以及净利润增速明显，对母公司净利润的贡献率分别为10.21%和12%，影响愈加重要，更有利于进一步为潍柴动力的黄金产业链进行布局，随着公司重卡销量稳定上升及市占率持续向上，可继续带动上游产业的发展，推动产业结构的优化。

**图表 57: 陕重汽重卡销售单价 (万元) 及增速 (%)**


数据来源：公司年报，广证恒生

**图表 58：陕重汽业绩统计表**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
陕重汽重卡销量（万台）	9.18	5.58	8.20	14.90	15.30	8.70
陕重汽车重卡市占率	12.34%	10.13%	11.19%	13.34%	13.30%	13.20%
单价（万元）	28.2	29.66	29.71	31.78	33.41	35.14
营业总收入(百万元)	25,883.2	16,558.3	24,360.4	47,351.5	51,120	30,574.8
净利率	1.46%	0.25%	0.26%	1.41%	2.32%	2.70%
净利润(百万元)	378.41	41.93	64.44	666.37	1,187.06	826.29
对母公司净利润贡献（百万元）	192.99	21.38	32.86	339.85	605.40	421.41
对母公司净利润贡献比例（%）	6.54%	1.94%	1.79%	7.26%	10.21%	11.99%

数据来源：公司年报，广证恒生

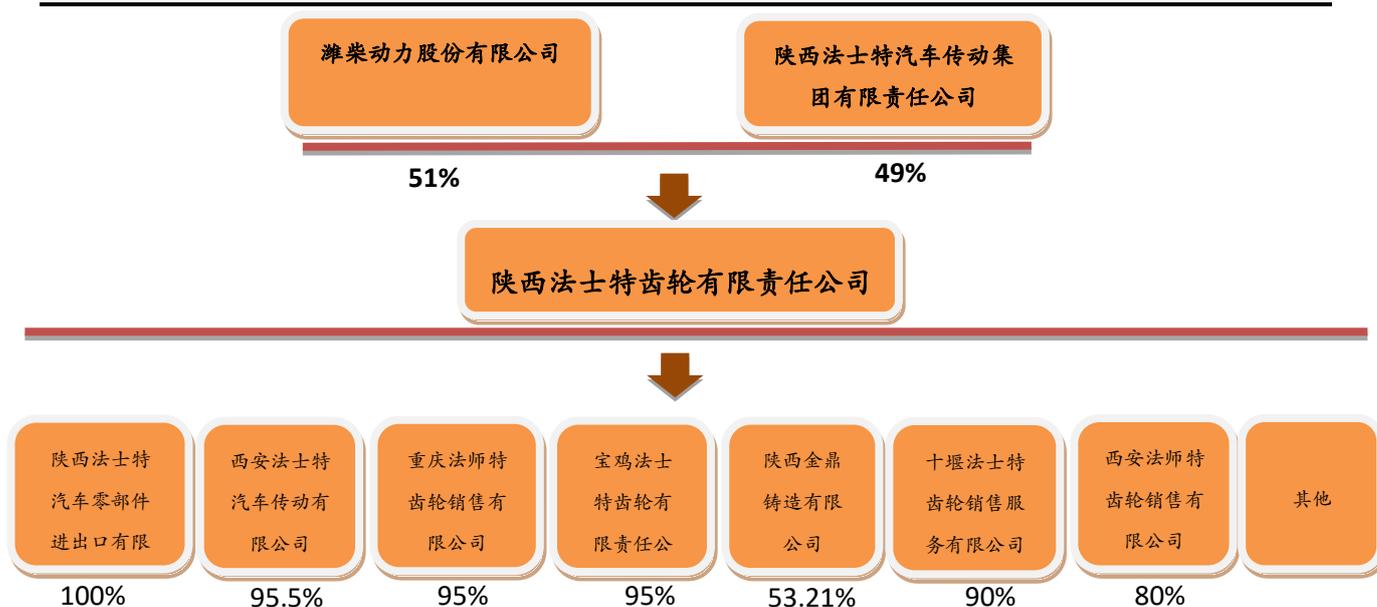
## 3.2 法士特变速器为行业龙头，仍持续产品更新及提高市占率

### 3.2.1 产品积极更新换代，销量及营收稳步提高

法士特推动全系列产品发展，战略性布局新能源系列产品。法士特是一家以经营以重卡变速器、汽车齿轮及其锻、铸件以及汽车离合器、液力缓冲器为主的企业，产品出口多个海外市场。法士特启动新能源 4E50 项目，将新能源概念覆盖轻卡、中卡、重卡等一系列产品，并制定了“5221”发展战略（在传统市场销售收入占比 50%、智能化与新能源产品市场销售收入占比 20%、国际市场销售收入占比 20%、资本市场和新业态收入占比 10%）迎合国家环保新要求，2020 年，法士特将实现产销收入 200 亿元以上。2001 年，陕齿总厂与湘火炬联合成立法士特公司，之后潍柴动力通过收购湘火炬并进一步控股法士特齿轮有限责任公司，法士特法人兼董事长为谭旭光先生，其第二大股东为陕西法士特汽车传动集团有限责任公司。

法士特全球化的布局使其迈向国际。2014 年，第一台在泰国装配下线的 12 档变速器试车成功，标志着法士特首家海外工厂正式投产。2019 年 7 月，法士特马兹公司在白俄罗斯巨石工业园奠基，标志着全球化进程又进了一步。法士特的产品除了占据国内市场，同样也出口海外，包括美国、澳大利亚、东欧、南美、东南亚等地方，战略发展国际市场。公司先后跟伊顿、卡特彼勒、戴姆勒、威伯科、沃尔沃等企业建立战略合作关系，开创高端化发展格局。

图表 59: 陕西法士特股权结构图



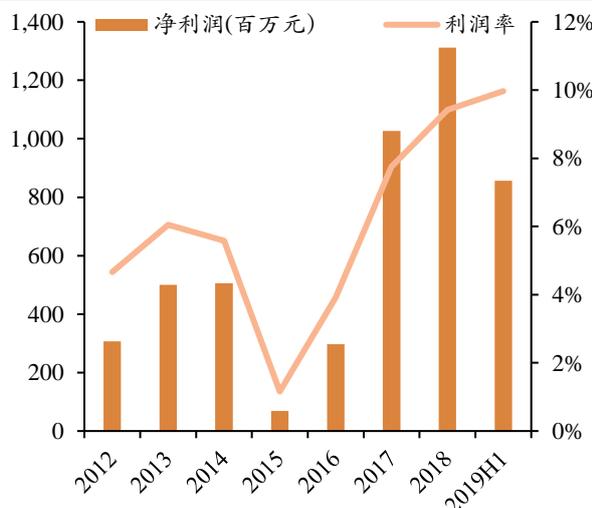
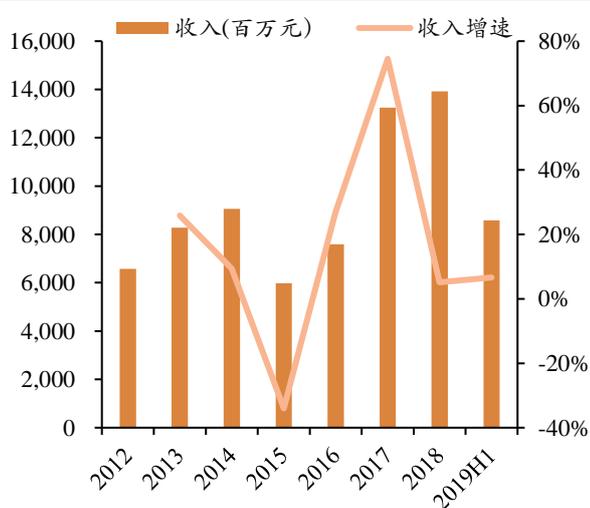
数据来源: Wind, 广证恒生

产品更新符合市场需求, 法士特近年营收及利润保持增长, 净利率明显上升。法士特 2019 年上半年实现营收 85.9 亿元, 同比增长了 6.66%, 而 18 年营收同比增 5.1% 至 139.2 亿元, 近年营收保持稳定增长。净利润方面, 19 年 1H 同比增 2.2% 至 8.6 亿元, 而 18 年同比增 27.7% 至 13.1 亿元。同时, 公司费用管控能力逐步提升, 近年净利率稳步上升, 从 16 年的 3.92% 上升至 18 年的 9.42%, 19 年 1H 更达到 9.97%, 盈利能力进一步提升, 预计未来仍有提升空间。

变速箱销量与营收增速基本一致, 近年持续保持增长。变速箱是法士特的主要产品, 过往销量增速走势基本与营收增速一致, 销量从 15 年至今持续稳定上升, 18 年销量同比增 8.9% 至 90.9 万台, 19 年 1H 销售了 58.2 万台, 增速为 11.28%。销售单价方面, 从 14 年的 1.46 万元逐步上升至 17 年的 1.59 万元高位, 而 18 年以及 19 年上半年有所下滑, 主要是产品结构的影响所致。目前公司市场保有量已超过 800 万台, 而生产能力也处于充足水平, 包括年产销汽车变速器 100 万台、齿轮 5000 万只和汽车铸锻件 20 万吨的综合生产能力, 满足应付市场的需求变化。

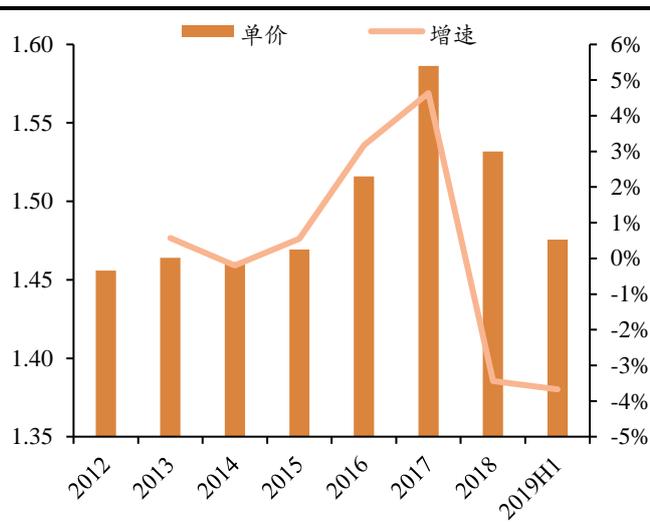
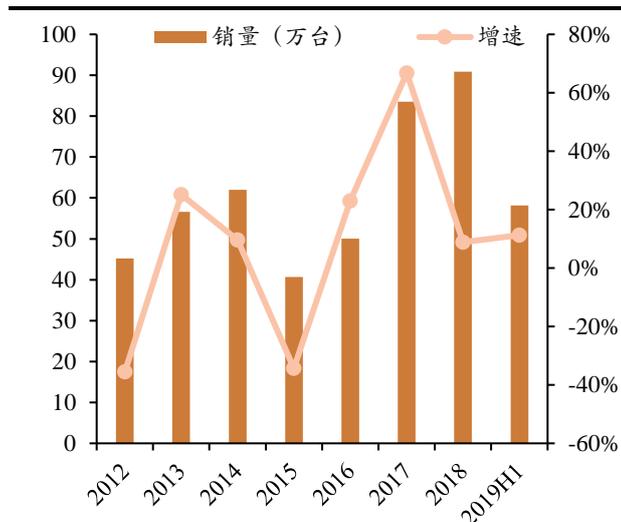
图表 60: 法士特营业收入 (百万元) 及增速 (%)

图表 61: 法士特变速箱净利 (百万元) 及净利率 (%)



数据来源：公司年报，广证恒生

数据来源：公司年报，广证恒生

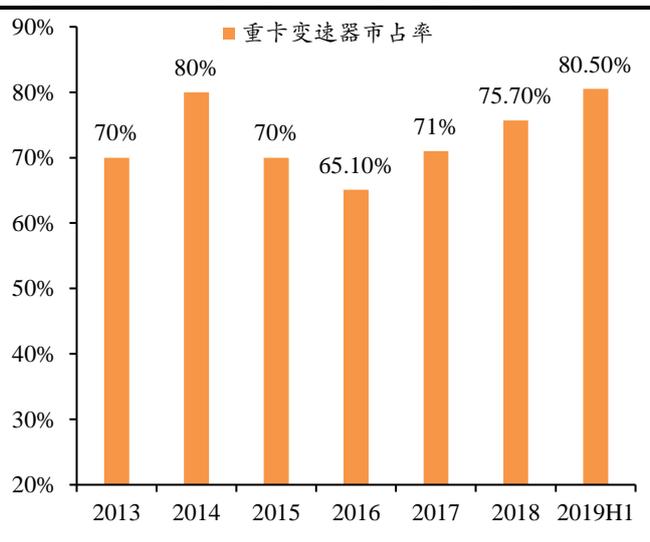
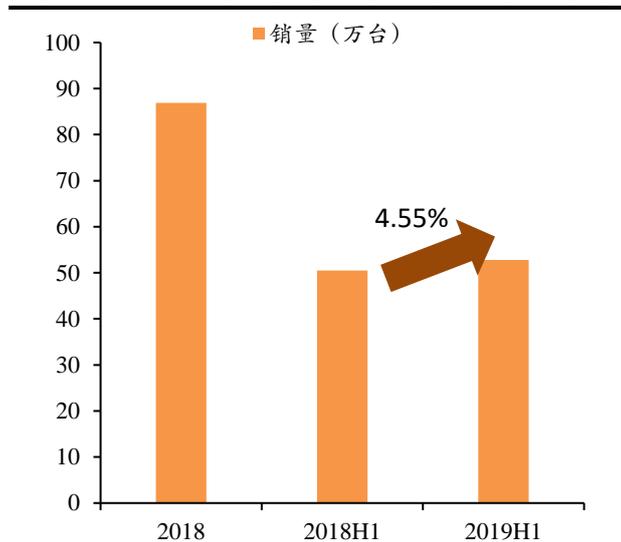
**图表 62：法士特变速箱销量（万台）及增速（%）**
**图表 63：法士特变速箱单价（万元）及增速（%）**


数据来源：公司年报，广证恒生

数据来源：公司年报，广证恒生

### 3.2.2 法士特变速器市占率龙头优势突出，业绩贡献逐步提升

法士特重卡变速器龙头地位明显，市占率仍在上升，19年1H达到80.5%。公司变速器主要是重卡变速器，法士特的重卡变速器虽然已持续占据市场超过一半的份额，但是近年仍有逐年提高的趋势，2019年上半年为80.5%，较18年提升4.8个百分点，凸显出公司行业的绝对龙头地位，行业地位也进一步稳固。法士特重卡变速器产销量在全球已连续十二年排名世界第一，而重卡变速器2018年共销售了86.9万台，而19年上半年销量同比增4.55%至52.8万台，19年全年有望达到90-100万台销量。

**图表 64：法士特重卡销量（万台）及增速（%）**
**图表 65：法士特重卡变速器市占率（%）**


数据来源：公司年报，广证恒生

数据来源：公司年报，广证恒生

法士特构建全系列产品，技术优势明显，S型号已是国六车型的标配。法士特持续研发新的产品，现在主要研发生产AT、AMT、S变速器、客车变速器、轻卡变速器和液力缓速器、离合器、减速机八大系列新产品，以及轮边减速机、纯电动汽车传动系统等新能源产品。在重卡方面，目前，法士特的S型号变速器

是国六阶段主流车型的标配，是对标欧美、面向国际研发的系列全新高端产品，对比同行优势明显。在性能上，采用了双中间轴结构，全斜齿、全磨齿、细高齿及鼓形齿设计。另外，采用了轴向力平衡设计改善了轴承工况，提高了轴承的可靠性和寿命，目前，东风天龙、一汽解放、陕汽德龙、柳汽乘龙等主流国六车型已配装法士特S变速器。法士特变速箱匹配陕重汽的重卡，并与潍柴发动机形成黄金产业链，协同打造高端重卡，如陕重汽2019年新推出的车型X5000，配备潍柴13G发动机，以及匹配了法士特高端的S系列。

**图表 66：法士特主要产品**


数据来源：公司官网，广证恒生

**图表 67：法士特重卡变速器**

型号	功率(Kw)	扭矩(Nm)
C16JSDQXL220T	380	2200
C12JSDQXL220T	380	2200
C9JSQXL110T	210	1100
C6DSXL80T	147	800
16JSD180T/200T/240T	331	1800
12JSDX160T/180T/200T	285	1600
10JSD160T/180T	285	1600
10JSD120T/140T	220	1200
9JS180T/200T/240T	331	1800
8JS105T/125T/160T	209	1050

数据来源：公司官网、广证恒生

法士特业绩表现稳定，营收及净利率呈稳步上升，对潍柴动力的业绩贡献也逐步提高。公司近年重卡变速器市占率稳定在70%以上，收入维持每年增长，且净利润也有所上升，对潍柴动力的业绩贡献明显增加，从16年的8.3%上升至18年的11.3%，19年1H占比为12.4%。法士特的销量也受益于潍柴动力进一步推动产业链布局，带动上下游产品，促进整个产业链条同步发展。

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

**图表 68：法士特业绩统计表**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
法士特变速器销量 (万台)	62	40.7	50.06	83.5	90.9	58.2
法士特重卡变速器市占率	80%	70%	65.10%	71%	75.70%	80.50%
单价 (万元)	1.46	1.47	1.52	1.59	1.53	1.48
营业总收入(百万元)	9,059.42	5,979.94	7,588.9	13,245.2	13,923.7	8,587.5
净利率	5.58%	1.16%	3.92%	7.75%	9.42%	9.97%
净利润(百万元)	505.53	69.21	297.55	1,026.81	1,311.48	856.08
对母公司净利润贡献(百万元)	257.82	35.30	151.75	523.67	668.85	436.60
对母公司净利润贡献比例 (%)	8.74%	3.20%	8.27%	11.19%	11.28%	12.42%

数据来源：公司年报，广证恒生

### 3.3 林德液压紧追市场发展趋势，下游产业带动企业稳定发展

#### 3.3.1 林德液压产品应用范围广，持续拓展中国业务

业务范围及产品应用宽广，实现国际产业合作。林德液压作为全球化的模块液压系统供应商，公司主要的产品有液压泵和马达、液压阀、阀、电子控外围设备、旋转式驱动器和电动马达等。林德液压还与全球 OME 厂家进行合作，覆盖的产品包括工程机械、采矿业、农业、林业、市政公用设备等，广泛应用于移动作业。

**表 69：林德液压主要产品**

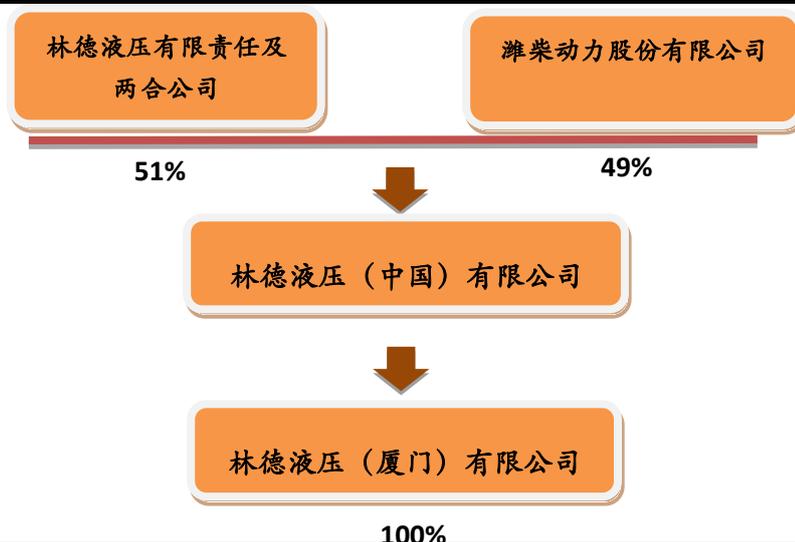
 <p><b>泵</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>闭式高压                     <ul style="list-style-type: none"> <li>HPV-02</li> </ul> </li> <li>开式高压                     <ul style="list-style-type: none"> <li>HPR-02</li> </ul> </li> <li>串联泵                     <ul style="list-style-type: none"> <li>多单元</li> </ul> </li> <li>集成泵/马达驱动单元                     <ul style="list-style-type: none"> <li>K-02动力单元</li> </ul> </li> </ul>	 <p><b>马达</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>高压变量                     <ul style="list-style-type: none"> <li>HMV-02</li> </ul> </li> <li>CMV</li> <li>高压自反馈                     <ul style="list-style-type: none"> <li>HMR-02</li> </ul> </li> <li>高压定量                     <ul style="list-style-type: none"> <li>HMF-02</li> <li>CMF</li> </ul> </li> <li>PTO 连轴驱动马达                     <ul style="list-style-type: none"> <li>HMV-02 PTO</li> </ul> </li> </ul>	 <p><b>无级变速箱</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>经典调节器                     <ul style="list-style-type: none"> <li>HPV-02 + HMF/V-02</li> </ul> </li> <li>内部安装的静液压变速箱                     <ul style="list-style-type: none"> <li>K-02</li> </ul> </li> <li>外部安装的静液压变速箱                     <ul style="list-style-type: none"> <li>K-02</li> </ul> </li> </ul>	 <p><b>阀</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>林德同步控制技术                     <ul style="list-style-type: none"> <li>林德同步控制</li> </ul> </li> <li>方向控制阀                     <ul style="list-style-type: none"> <li>整体式多通阀</li> <li>VT 模块阀组</li> </ul> </li> </ul>	 <p><b>电控</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>电子控制单元                     <ul style="list-style-type: none"> <li>LINC</li> </ul> </li> <li>人机界面                     <ul style="list-style-type: none"> <li>人机交互</li> </ul> </li> <li>传感器与执行器                     <ul style="list-style-type: none"> <li>传感器与执行器</li> </ul> </li> <li>软件                     <ul style="list-style-type: none"> <li>软件</li> </ul> </li> </ul>	<p>Systems and functions</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>自适应电流控制阀 (LSC+)</li> <li>自适应电流控制阀 (LSC+)</li> <li>发动机转速控制</li> <li>发动机转速控制</li> <li>液压启停系统</li> <li>液压启停系统</li> <li>LinDrive®</li> <li>LinDrive®</li> <li>负载敏感控制技术 (LSC)</li> <li>负载敏感控制技术 (LSC)</li> <li>低速马达</li> <li>低速马达</li> <li>PTO 连轴驱动马达</li> <li>PTO 连轴驱动马达</li> <li>动力换挡</li> <li>动力换挡</li> <li>SPU 降噪单元</li> <li>SPU 降噪单元</li> </ul>
--	--	--	--	--	---

数据来源：公司官网，广证恒生

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

**14 年进入并持续扩大国内市场。**林德液压成立于 1904 年，总部设在阿沙芬堡，有约 1400 名员工，在德国四个生产基地，并在欧洲，美国和中国的分公司工作，销售和服务合作伙伴网络分布在五十多个国家。林德液压（中国）成立于 2014 年 12 月，其中控股股东为德国林德液压有限公司，持股 51%，潍柴动力持股 49%（2012 年潍柴入股凯傲集团并入林德液压）。从 2015 年林德液压潍坊工厂正式投产到 2018 年全新液压工厂（潍坊）开工建设，不断开拓市场，逐渐成为潍柴动力新的利润增长点。

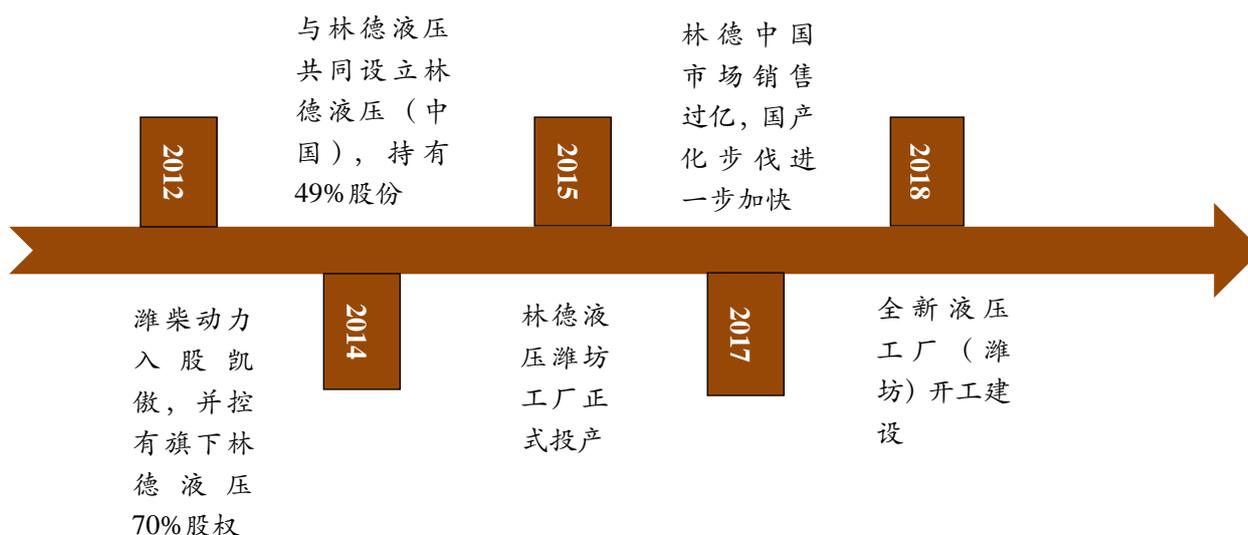
**表 70：林德液压（中国）股权结构**



数据来源：Wind，广证恒生

**林德液压逐渐打开国内市场，逐步实现全系列产品。**潍柴动力成功控股林德液压以及凯傲集团后，计划进一步将林德液压技术引入中国市场，并建设本土的生产基地，14 年林德液压（中国）成立后成为林德液压在中国乃至东南亚以及南亚的研发、生产、制造及销售基地。林德液压中国计划用‘德国品质+中国制造’的业务模式，而新工厂正在建设，新工厂将于今年年底投入使用，全系列国产化产品正在研发，售后服务网络逐步完善，将为林德液压中国加速拓展提供支撑。

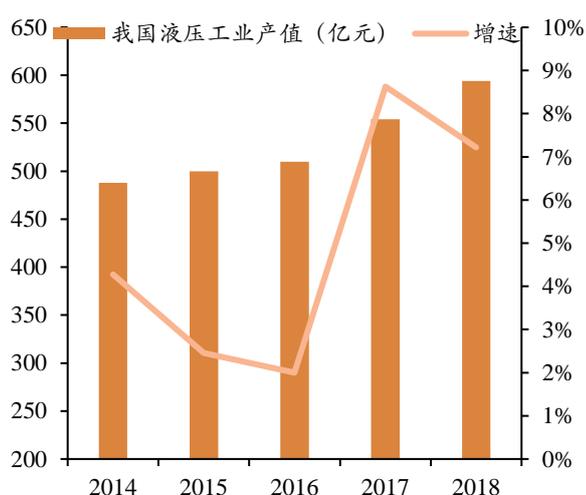
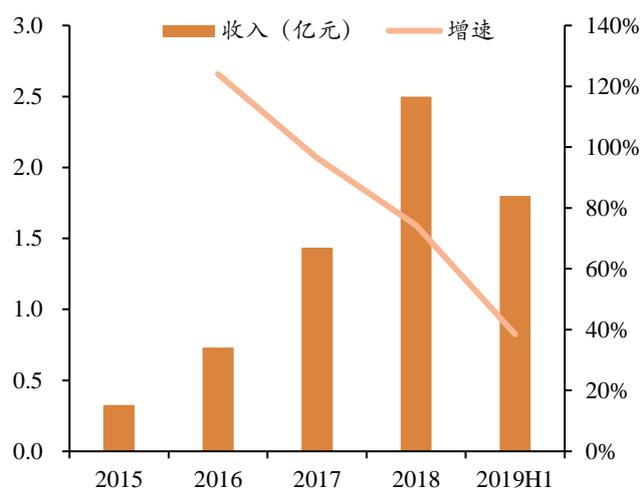
**图表 71：林德液压引入中国到进程**



数据来源：公司官网，广证恒生

### 3.3.2 下游应用产品市场发展及需求稳定增长，收入保持高速发展

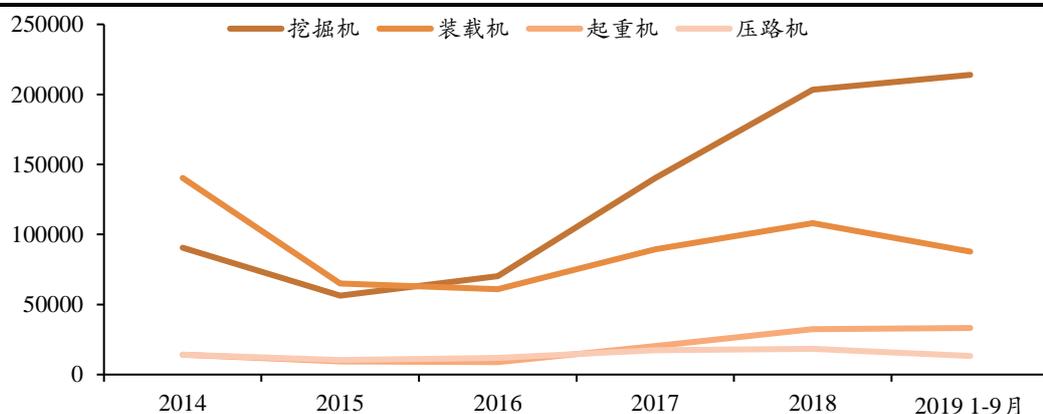
行业的技术水平提高及国家大力支持基建等政策的影响，我国液压行业近年保持平稳增长。我国液压行业已经开始逐步进入相对稳定的发展阶段，而且行业增速较为稳定，中国液压行业产值从14年起持续每年上升，14-18年的CAGR为5%，2018年同比增7.2%至594亿元。中国液压市场其是技术含量高和附加值高的高压液压市场发展潜力巨大，目前主要被国外企业垄断，林德中国通过与徐工、三一、山推等战略客户深度合作，未来将受益于市场复苏和份额提升。18年我国液压行业市场规模占全球约28%，仅略低于美国的34%，高于日本（6.00%）和德国（5.58%）等发达国家。

**图表 72：我国液压产值（亿元）及增速（%）**

**图表 73：林德液压（中国）收入（亿元）及增速（%）**


数据来源：华经情报网，广证恒生

数据来源：公司年报，广证恒生

**林德液压（中国）收入增速保持高速增长，受益于下游工程机械应用增长带动。**林德液压中国在2018年实现收入2.5亿元，同比增74.3%，18年销售2万余件，同比增长超过60%；而2019年1H收入同比增38%至1.8亿元，整体呈现高速发展态势。对比林德液压全球销量，18年为18.7万件，同比增长15.7%，营收同比增15.7%。从配套产品看，工程机械是我国液压市场的最大下游市场，是主要需求增长的驱动力。随着国家对制造业以及基建工程的支持态度，无论是挖掘机、装载机和起重机，液压配套产品销量在17和18年的销量都呈现明显增长。18年液压配套挖掘机、装载机和起重机分别同比增45%、21%、和58%至20.3、10.8和3.2万台，挖掘机逐渐成为配套的重要产品，19年1-9月已累计销售21.4万台，超越18年全年销量，起重机的配套产品也增长明显，19年1-9月累计销售3.32万台也超越18年全年的销量。

**图表 74：中国液压配套产品销量（台）**


数据来源：Wind，广证恒生

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

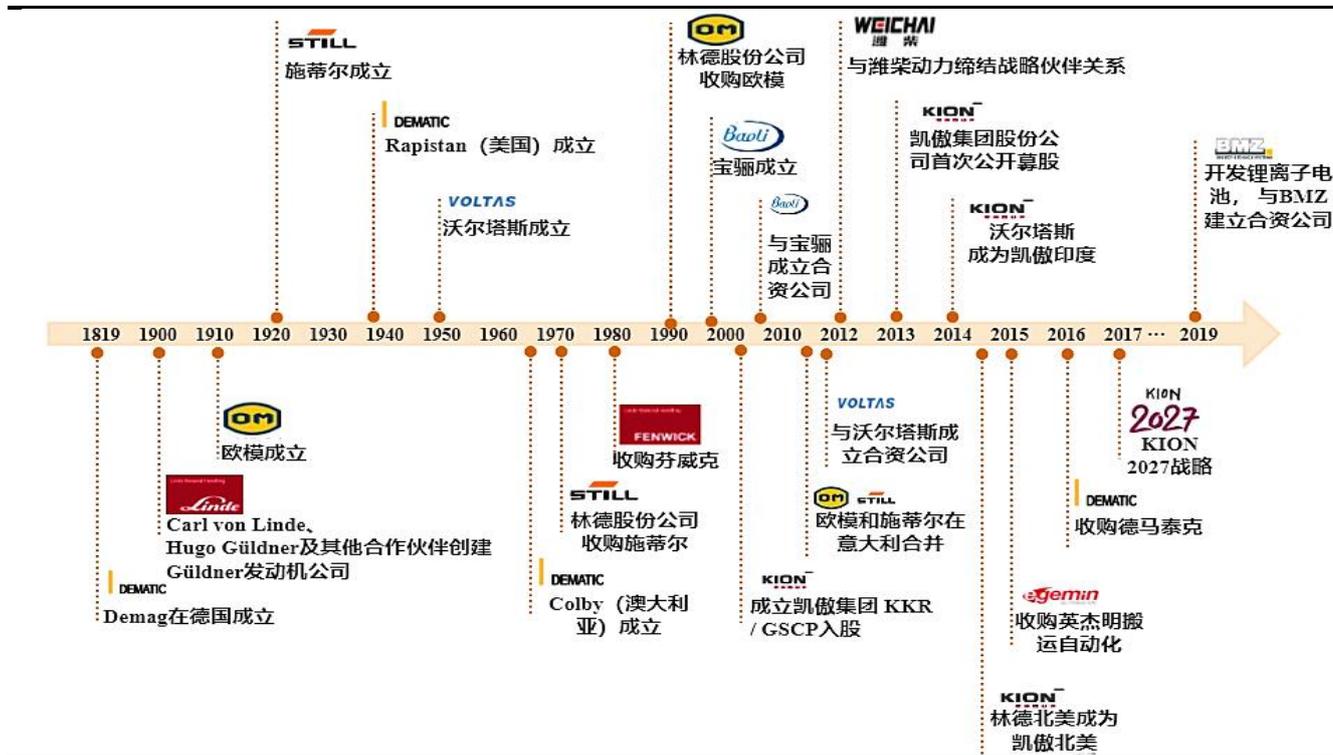
与潍柴动力搭配形成黄金组合，合作互补形成整套的液压动力总成系统解决方案。林德液压与潍柴动力自 2012 年开展战略合作，双方在产品和技术上有较广泛的互补性，潍柴动力的发动机和林德液压的液压件通过优化匹配，可为工程机械、农机等移动机械提供成套的液压动力总成系统解决方案，形成协同效应。作为整机动力传动系统的重要组成部分，发动机和液压系统之间的匹配是影响整机工作效率的关键。目前潍柴建有一个世界水准的液压动力总成实验台架，能优化匹配发动机的可靠性和林德液压的灵活性，展现了“动力+液压”的集成优势。林德液压拥有全球顶级的叉车技术，并在多个领域也得到很好的应用。在农业上，利用推出的“智驱动”技术，搭配潍柴发动机+林德液压+电控系统；在工程机械的应用上，与国内优秀厂商联合创新，研发新型全静压装载机、全静压叉装车。另外，还有林业、海工、物料搬运、矿业、市政机械等领域上的应用。

## 4 凯傲集团业务多方面发展，打造为集整车、物料解决方案、物料搬运等业务于一体的综合性企业

### 4.1 旗下品牌具备实力，持续全球化发展，向“2027”战略方向前进

凯傲集团的历史—近两个世纪的市场领导者的地位。凯傲集团 (KION Group AG) 是欧洲最大，全球第二的工业叉车制造商，同时也是中国最大的外资品牌供应商。集团产品的国际市场占有率名列前茅，同时，集团也是全球先进的物流供应链解决方案供应商，提供全面的智能供应链和自动化解决方案，在全球一百多个国家和地区通过对物流解决方案的设计、建设和完善，帮助工厂、仓库和配送中心不断优化其物资流和信息流。

图表 75: 凯傲集团的发展历程



数据来源：公司官网，广证恒生

**潍柴动力不断增持对凯傲的股权。**2012年潍柴动力以7.38亿欧元战略投资德国凯傲集团，持股25%，期间潍柴动力为了增强自身的核心竞争力和国际化水平，强化集团海外优质资源配置，持续进行增资，2014年6月成为凯傲最大股东，具有超过60%的表决权，凯傲并入公司报表。到2019年上半年，累计持有凯傲45%的股权。

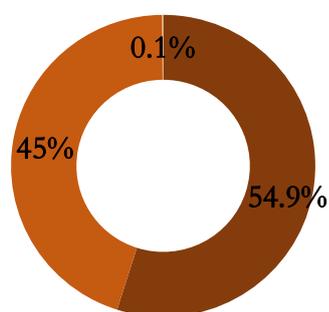
**图表 76：潍柴动力增持凯傲集团股份**

时间	事件	持股比例
2012年9月	与凯傲达成战略联盟，认购其股份	25%
2013年3月	行使认购期权，增持凯傲股份	30%
2013年5月	与 Superlift 签订协议，在股东大会的行动保持一致	30%
2013年12月	购买 Superlift 持有的凯傲股份	33.30%
2014年6月	成为凯傲最大股东，具有超60%的表决权，凯傲并入公司报表	33.30%
2015年3月	购买 Superlift 持有的凯傲股份	38.25%
2016年6月	认购凯傲发行的新股	40.23%
2016年12月	在二级市场购买凯傲的股权	43.26%
2018年7月	在二级市场购买凯傲的股权	45%

数据来源：公司官网，广证恒生

**图表 77：凯傲集团截至2019年6月的股东结构**

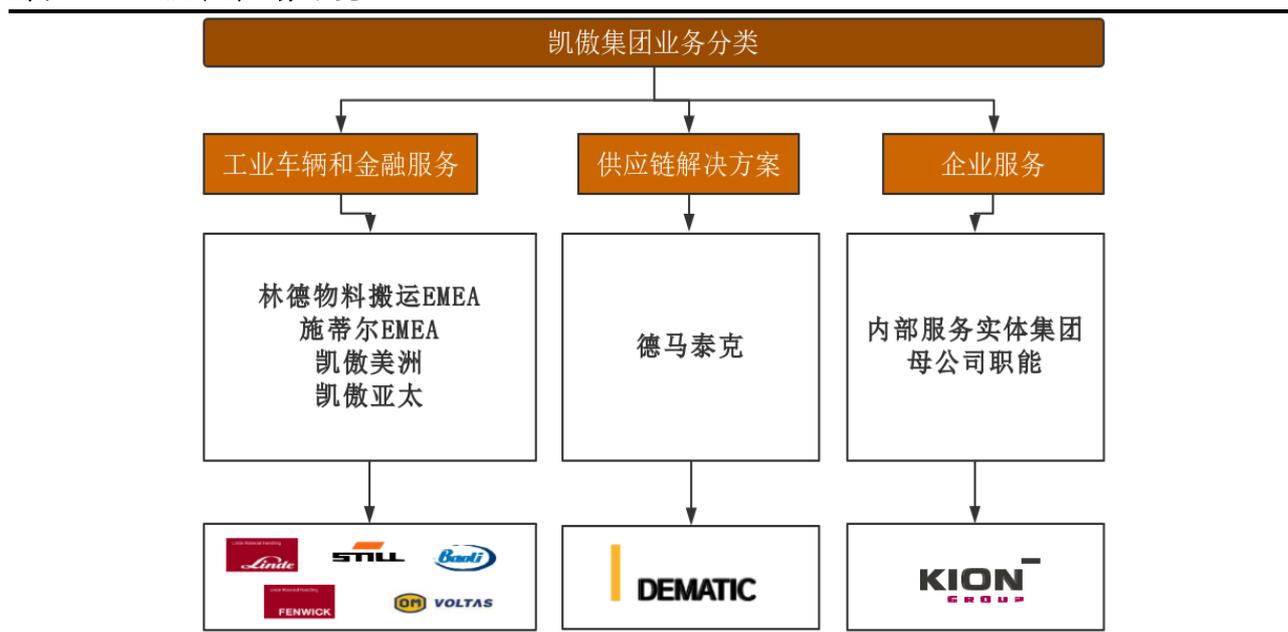
■ 自由流通 ■ 潍柴动力 ■ 凯傲集团股份公司



数据来源：公司官网，广证恒生

凯傲集团旗下拥有 Linde、STILL、Baoli、Fenwick、OM STILL 以及 Voltas 六个极具实力的品牌，2016年又收购了国际领先的供应链自动化优化专家 Dematic。其中 Linde 和 STILL 服务于高端市场，是工业叉车及服务的国际化品牌；Baoli 是一家国际性的经济实用型物料搬运设备制造商；Fenwick 是法国最大的物料搬运产品供应商，OM STILL 是意大利市场的主要工业用卡车供应商，Voltas 是印度领先的工业用卡车市场领导品牌之一，Dematic 是国际物流自动化系统供应商。凯傲集团在全球范围内布局制造商，从工业车辆到供应链解决方案，提高生产力，为全球客户提供高效服务。

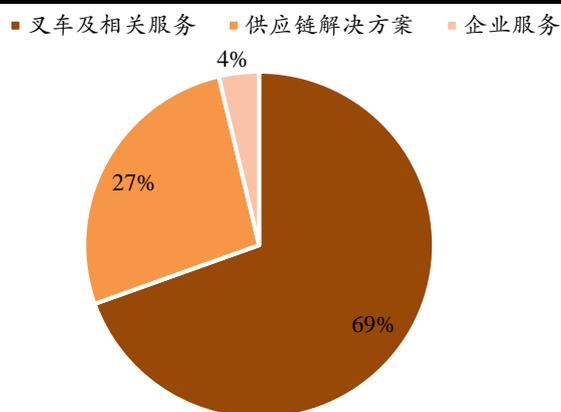
图表 78: 凯傲集团业务分类



数据来源：公司官网，广证恒生

凯傲集团的叉车及相关服务是公司最主要的业务，营收占比达~70%。凯傲集团采用综合车辆和服务的商业模式，约 48% 的新叉车销售都伴随着融资合同，大部分融资合同也包含服务合同，包括售后服务及服务解决方案，融资结束后，叉车可用于租赁车队或作为二手叉车出售，租赁关系可以维护持续的客户关系，带来新叉车的销售。

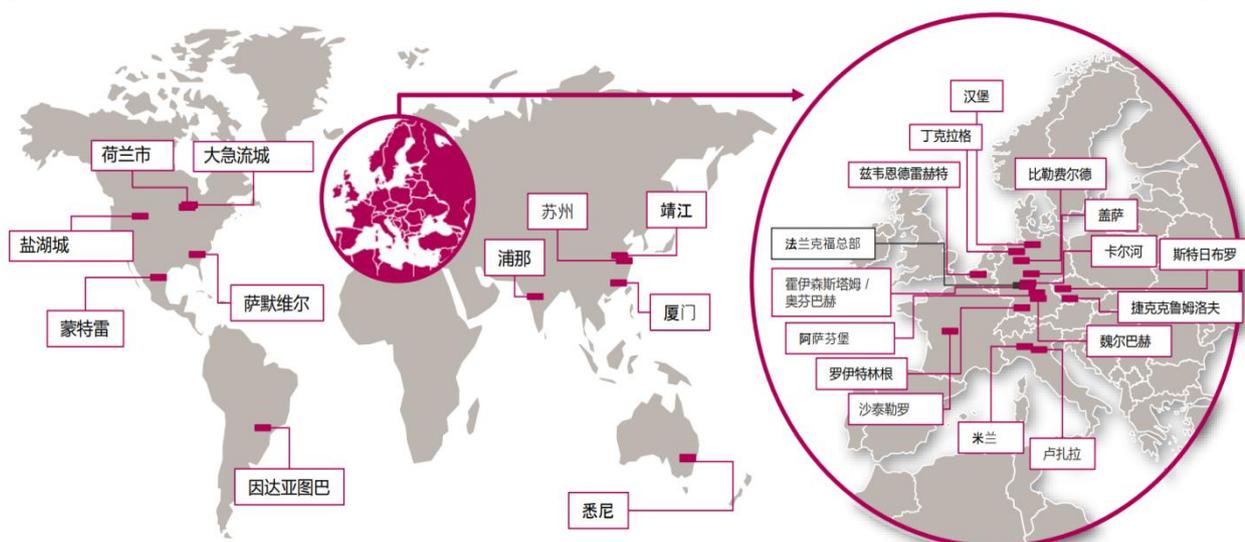
图表 79: 凯傲集团 2019Q1-3 分业务营收占比



数据来源：公司官网，广证恒生

凯傲强大的全球销售及服务网络为全球客户提供高效服务。凯傲集团在 100 多个国家拥有近 1,700 多个销售点和（或）服务点，拥有约 18,000 名多技能工业车辆服务工程师（包括直属销售人员和额外的外部工程师）以及 3,000 多名系统工程师。其中，美洲约 360 个销售点和（或）服务点，欧洲、中东和非洲约 830 个，亚洲及太平洋地区约 520 个。

图表 80: 凯傲集团全球制造网络布局



数据来源: 公司官网, 广证恒生

## 4.2 凯傲携手德马泰克, 优势互补下协同效应未来可期

凯傲集团为了自身发展提供方向, 制定了“凯傲 2027”战略, 重点在能源、数字化、自动化、创新以及绩效五个方面行动, 目标是全方位地为客户提供解决方案。(1) 在能源利用效率方面: 凯傲集团在材料处理领域处于领先地位, 而凯傲的卡车、仓储卡车和自动化解决方案都提供高水平的能源利用效率。未来几年, 凯傲将通过开发新的工业卡车驱动技术和提供相关服务来扩大其在这一方面的全球领导地位。(2) 在数字化网络开发方面: 凯傲通过独立软件到完全自动化的仓库以提高客户的内部效率, 也同时在集团内部的系统进行流程数字化。(3) 在自动化解决方案方面: 凯傲为客户量身定制从自动卡车到全自动高隔间存储设施的任何自动化解决方案, 并且这些方案是可扩展到更多模块的。(4) 在创新方面: 凯傲与研究机构、大学、其他公司和客户的合作关系可以确保了他们的创新始终紧密地面向市场和最新的技术发展。(5) 在提高绩效方面: 作为战略管理控股公司, 凯傲充分利用多品牌集团内部产生的协同效应来实现这一目标, 并不断改进内部流程为客户提高产品的性能。

图表 81: “凯傲 2027”战略

Energy	Innovation	Digital	Performance	Automation
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 能源、新能源的高效利用</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 创新生态系统和灵活的开发流程</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 优化数字解决方案和流程</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 生产高性能的产品, 设计高效的流程</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 为客户提供自动化解决方案</li> </ul>

数据来源: 公司官网, 广证恒生

凯傲集团 2016 年收购德马泰克完成产业链, 打造一站式供应链解决方案。2016 年通过凯傲子公司并购 DH 控股, 进而控股其附属公司——德马泰克。德马泰克 (Dematic) 是一家集成自动化技术、软件与服务, 致力于优化供应链的领先集成商, 包括设计、构建, 到实施自动化系统解决方案, 支持物流解决方案去优化工厂、仓库或配送中心的运输流程。德马泰克的产品主要有 AVG 系统、输送系统、挂装系统、码垛和卸垛、语音和灯光、机器人系统、分拣系统、存储系统、环形分拣系统及工作站系统等, 所有产品均能根据低中高

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

速应用场景进行配置，并且能够适用于不同的领域及企业。德马泰克拥有超过 7,000 名专业的物流员工为其全球客户提供服务，为世界各地不同市场领域的大中小型公司客户群提供了超过 6,000 套集成系统。另外，德马泰克的现代化仓库系统及软件解决方案和凯傲的叉车以及仓储技术供应相结合，产生协同效应，成为了提供物流搬运先进解决方案的全球领导者。

图表 82：德马泰克的供应链自动化解决方案

**供应链解决方案**  
全面集成的高端仓库自动化解决方案

**KION GROUP**

---

现代化仓库控制和管理软件及资源管理系统 **DEMATIQ SPROCKET**

输送系统



- 所有类型的组装、制造和配送输送机类型

分拣系统



- 专注于高速可靠的分拣系统
- 全面的分拣技术

存储系统



- 全面的仓储系统，包括AS/RS<sup>1</sup>、穿梭车和货架

拣选系统



- 语音引导拣选
- 拣选和分拣系统
- 机器人拣选

码垛系统



- 杂货混合箱码垛解决方案

---

客户服务、升级和翻新

<sup>1</sup>AS/RS = 自动存储和检索系统

数据来源：公司官网，广证恒生

凯傲收购德马泰克带来跨区域的协同发展，二者的主要客户群体地区分布差异明显，重叠度低。凯傲在全球叉车市场的份额占比超过 15%，凯傲旗下的六个品牌分别专注于法国、意大利和印度等市场的差异化需求。作为欧洲市场份额第一的叉车生产商，凯傲的区域优势明显，劣势同样也较为显著，在北美市场基本无市场份额。因此凯傲通过收购德马泰克带动了凯傲在北美市场的销售。此外，德马泰克也可以借助凯傲在欧洲、中国、巴西等地区已经建立起来的销售服务网络和品牌优势进一步开发市场。

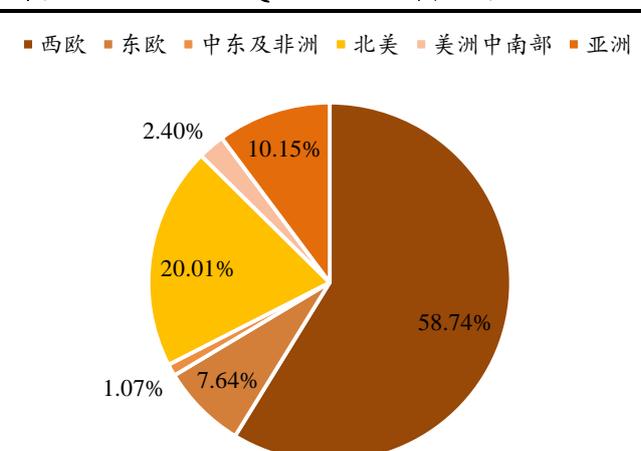
凯傲的供应链解决方案业务收入主要来自德马泰克。2018 年凯傲的供应链解决方案销售额主要来自美洲地区，占比达 66%，其次是欧洲、中东和非洲地区，占比达 25%（这两大地区是德马泰克的主要服务区域）。另外该业务的收入主要来自电子商务和一般商品行业，分别占 47%和 15%，二者在 2018 年凯傲供应链解决方案销售额按行业分布情况中占比高达 62%。

图表 83：德马泰克服务覆盖区域

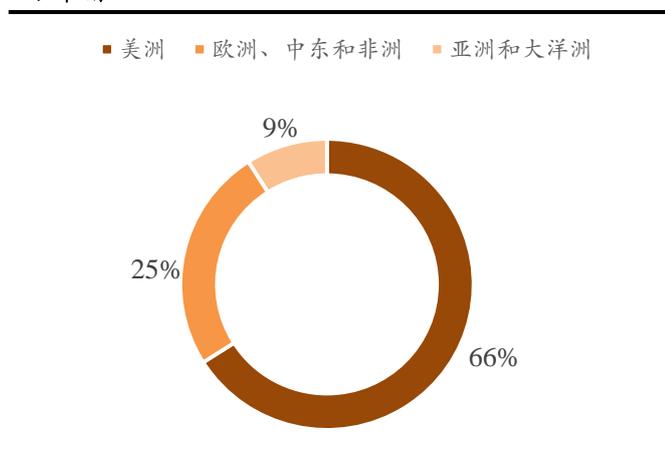
地区	国家
北美	美国、加拿大、墨西哥
拉丁美洲	巴西、智利
EMEA 地区	欧洲、中东地区、非洲、俄罗斯
亚太地区	澳大利亚、新西兰、东南亚国家联盟（马来西亚、印度尼西亚、泰国、菲律宾等）、韩国
中国	中国

数据来源：公司官网，广证恒生

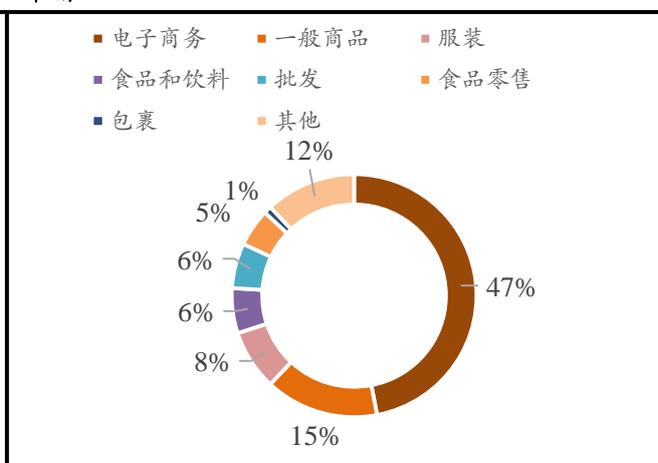
图表 84：凯傲 2019Q1-3 分地区销售额占比



数据来源：公司官网，广证恒生

**图表 85: 2018 年凯傲供应链解决方案销售额按地区分布情况**


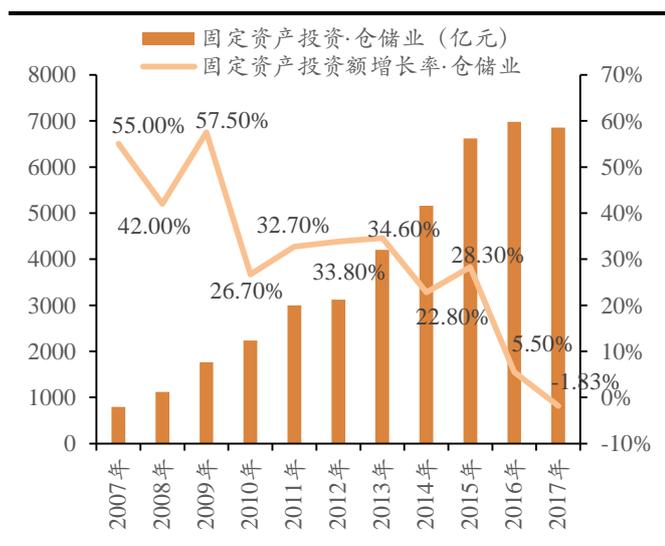
数据来源: 公司官网, 广证恒生

**图表 86: 2018 凯傲供应链解决方案销售额按行业分布情况**


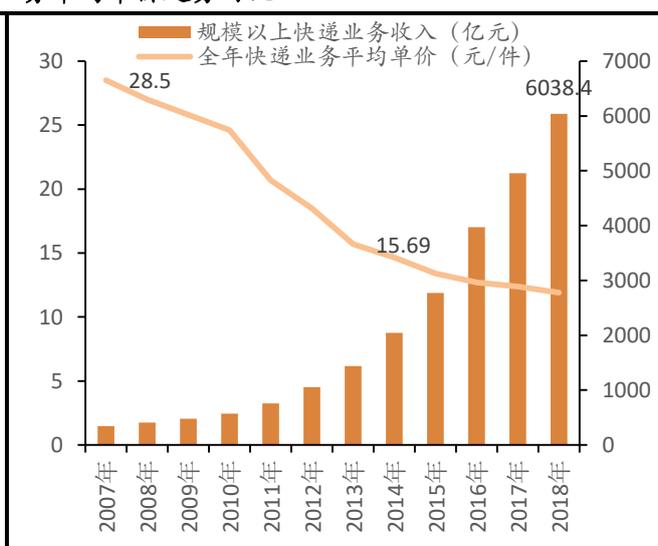
数据来源: 公司官网, 广证恒生

中国等新兴区域的智能仓储物流业务增长可期, 德马泰克的供应链自动化业务扩展国内市场。随着电商行业的崛起, 我国仓储与物流业务进入高速发展阶段, 仓储业固定资产投资从 2007 年 790.1 亿到 2017 年 6855.8 亿, 年复合增速约 30%。但 2017 年仓储业固定资产投资额 10 年来首次出现下滑, 仓储业固定资产投资增长率也逐步放缓, 这主要是由于我国电商经济的发展已逐渐趋近饱和。

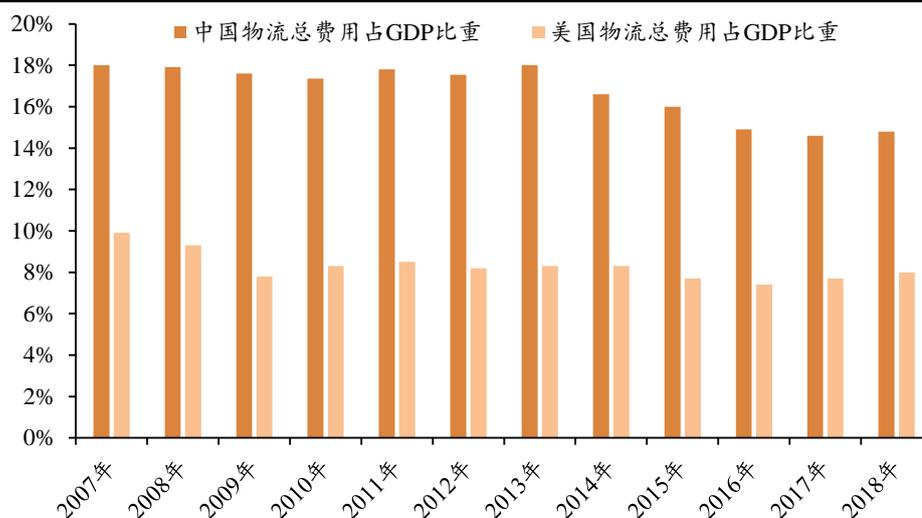
中国物流成本占 GDP 比例对比美国仍有较大下降空间。中国规模以上快递业务收入 10 年以来持续增长, 2018 年同比增 21.8% 至 6038.4 亿元, 尽管快递业务量巨大, 但快递单价逐步下移, 从 07 年的 28.5 元/件下降至 18 年的 11.9 元/件, 对仓储与物流的成本控制提出了更高的要求, 我国物流成本占 GDP 的比重约为美国的两倍, 但已从 13 年的 18% 下降至 18 年的 14.8%, 但对比美国平均的 8%, 我国在物流成本占比仍有下降的空间, 对应物流仓储系统自动化方面还有较大的发展空间。物流的高速发展有利于提高德马泰克的产品需求, 进一步带动物流自动化, 仓库分拣系统、存储系统等产品的发展。

**图表 87: 中国仓储业固定资产投资额和增长率**


数据来源: wind, 广证恒生

**图表 88: 中国规模以上快递业务收入和全年快递业务平均单价趋势对比**


数据来源: wind, 广证恒生

**图表 89：中美物流总费用占 GDP 比重对比**


数据来源：wind，广证恒生

### 4.3 公司为全球叉车龙头之一，电动叉车及国内叉车市场为未来增长点

从全球十大卡车品牌商来看，凯傲集团位于第二，仅次于排名第一的丰田自动织机株式会社，凯傲集团在全球范围内拥有超过 140 万台现役叉车及已装机系统 6000 余套。而总部位于我国的企业有排名第七和八位的安徽叉车集团以及浙江杭叉集团股份有限公司。丰田自动织机株式会社 2018 年全球销售收入达到 132.92 亿美元，是凯傲集团的一倍之多，丰田 2018 年的营收同比增速达到 16.7%，为行业最高。

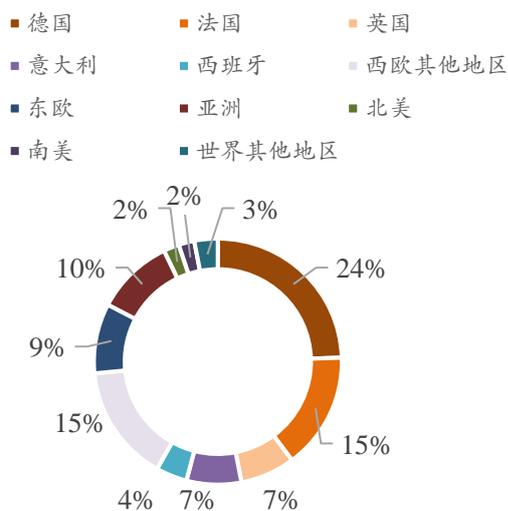
**图表 90：全球叉车品牌排名**

2018 排名	公司	2017 排名	2018 全球销售收入 (亿美元)	增速
1	丰田自动织机株式会社	1	132.92	16.7%
2	凯傲集团	2	66.33	5.2%
3	永恒力集团	3	43.63	5.9%
4	三菱	4	42.7	11.4%
5	科朗设备公司	5	34.8	13%
6	海斯特-耶鲁物料搬运公司	6	31.74	10%
7	安徽叉车集团	7	14.14	5%
8	浙江杭叉集团股份有限公司	8	12.27	13.9%
9	克拉克物料搬运公司	10	7.9	1.2%
10	斗山工业车辆公司	9	7.4	10.4%

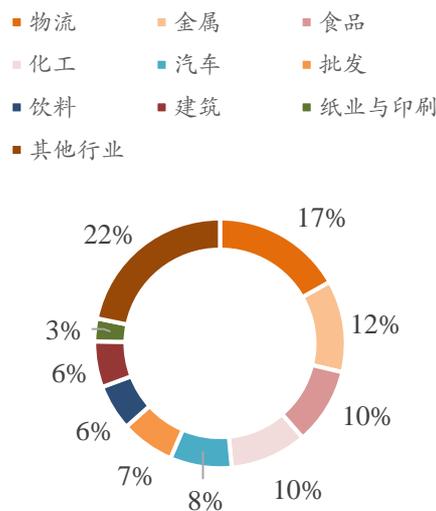
数据来源：美国 MMH，广证恒生

凯傲叉车的主要市场在\*\*西欧\*\*，包括德国 (24%)、法国 (15%)、英国等国家在内，销售额占 72%。第二大市场在\*\*亚洲\*\*，占 10%，这主要是中国叉车市场的推动。从行业分布看，凯傲叉车订单量主要来自物流 (17%) 和其它行业 (22%)，而金属、食品、化工和汽车分别占 12%、10%、10% 和 8%。

图表 91: 2018 年凯傲叉车销售额分地区分布情况



图表 92: 2018 年凯傲叉车订单量按行业分布情况

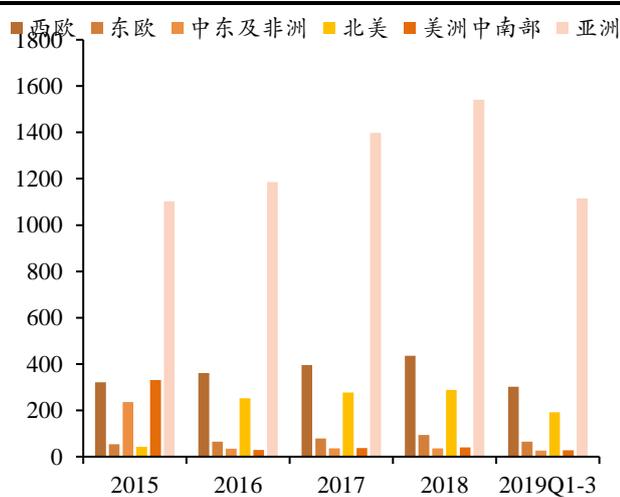


数据来源: 公司年报, 广证恒生

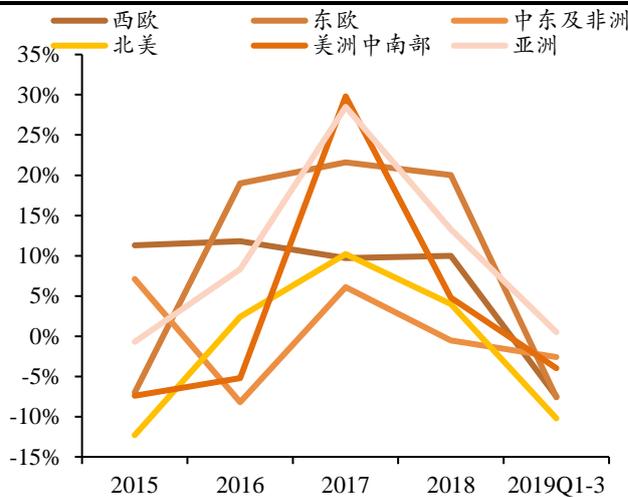
数据来源: 公司年报, 广证恒生

亚洲地区从 2016 年开始成为凯傲叉车销量最大的地区, 主要是由于中国市场的推动。2017 年叉车销量增速为近几年最高, 受益于新车业务的推动, 电动叉车和仓储技术是促进销售额提高的主要动力。尽管 2019 年全球叉车市场下行, 亚洲地区的销量增速只有 0.8%, 但亚洲和东欧仍然是增速最高的地区, 显示亚洲市场是凯傲叉车的主要支柱。潍柴动力控股凯傲集团, 不断进行产品整合和产业链布局, 未来持续支持凯傲叉车扩展国内市场, 预计仍有一定的发展潜力。

图表 93: 凯傲各地区叉车销量 (千台)



图表 94: 凯傲各地区叉车销量增速 (%)

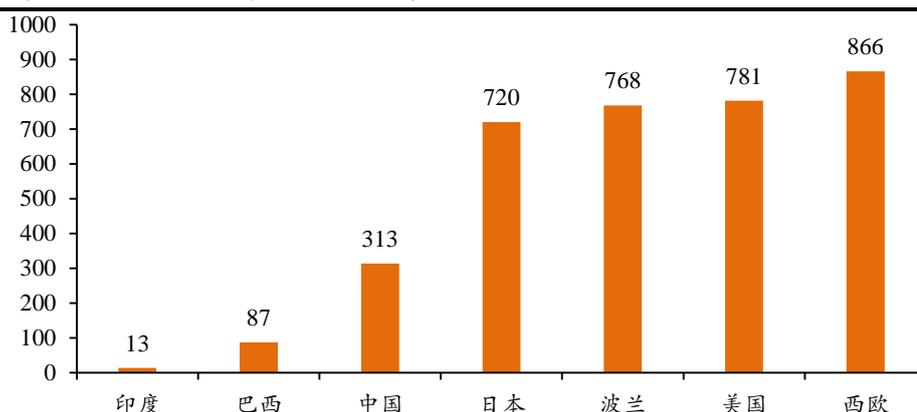


数据来源: 公司年报, 广证恒生

数据来源: 公司年报, 广证恒生

中国及其他新兴市场的叉车渗透率对比成熟国家仍有较大提升空间。20 参考 2018 年数据, 世界成熟国家及地区每百万居民购买叉车量在 700 辆以上, 其中西欧、美国和波兰分别是 866、781 和 768 辆。中国方面, 2018 年每百万居民购买叉车量在 313 辆, 对比成熟市场仍有一倍提升空间, 由于国内人工成本的增加和电商快运的高速发展, 未来电动步行式仓储叉车的需求仍将持续, 预计未来将逐步替代当前手动托盘搬运车在国内物流仓储业的地位, 整体叉车渗透率仍会提高。

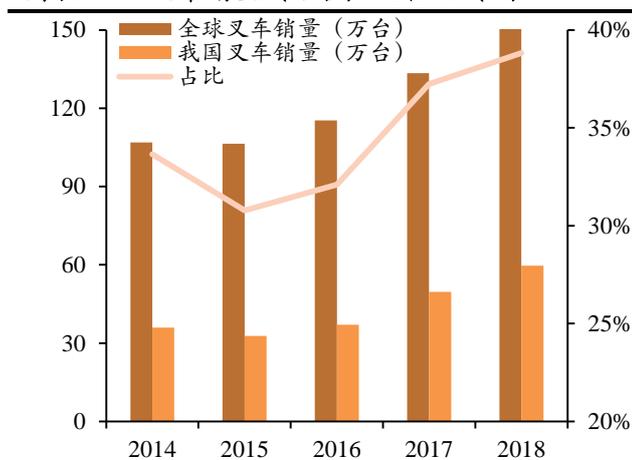
图表 95: 2018 年世界主要国家叉车渗透量 (辆, 按每百万居民)



数据来源: WTS, IMF, 广证恒生

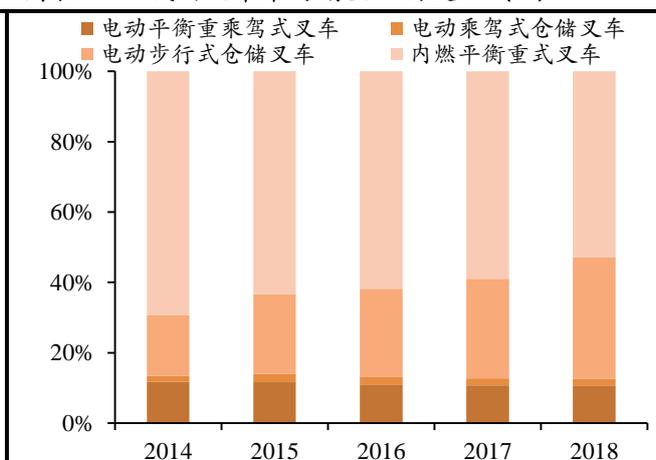
我国叉车销量占据全球市场大部分, 凯傲在中国的叉车仍有较大发展空间, 而环保型电动叉车渗透率逐渐提高。近几年我国占全球叉车销量比重逐步上升, 从 15 年的 30.8% 增加 18 年的 38.8%, 显示受我国的电商行业发展所带动的物流、工厂订单的发展、国家政策推动等因素影响, 我国的叉车需求不断提高, 国内市场发展较快, 2018 年国内叉车销量同比增 20.1% 至 59.7 万台, 全球销量同比增 15.3% 至 153.8 万台。另一方面, 从国内叉车的销量结构来看, 虽然内燃平衡重式叉车仍占据主体, 但从近几年电动步行式仓储叉车的比重一直上升, 电动型叉车占比从 14 年的 11% 上升至 18 年的 28%, 预计电动型叉车将是未来的主要发展趋向。

图表 96: 叉车销量 (万台) 及占比 (%)



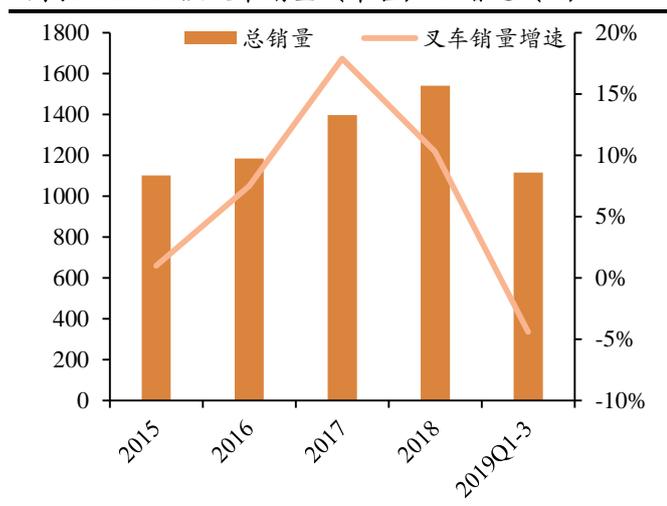
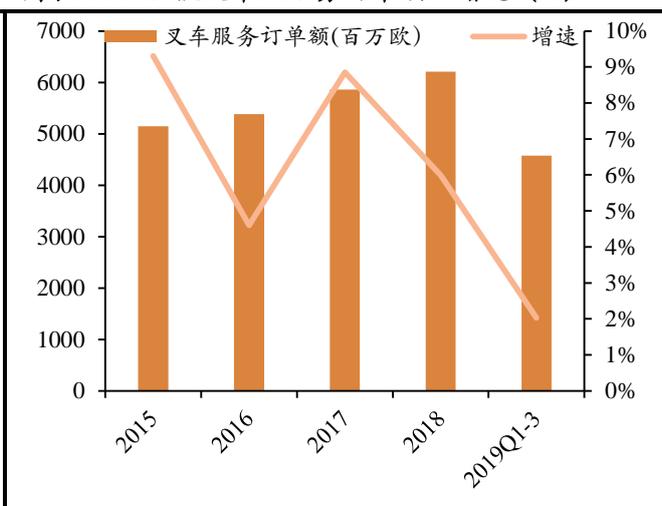
数据来源: Wind, 世界工业统计车辆协会, 广证恒生

图表 97: 我国叉车市场销量结构变化 (%)



数据来源: Wind, 广证恒生

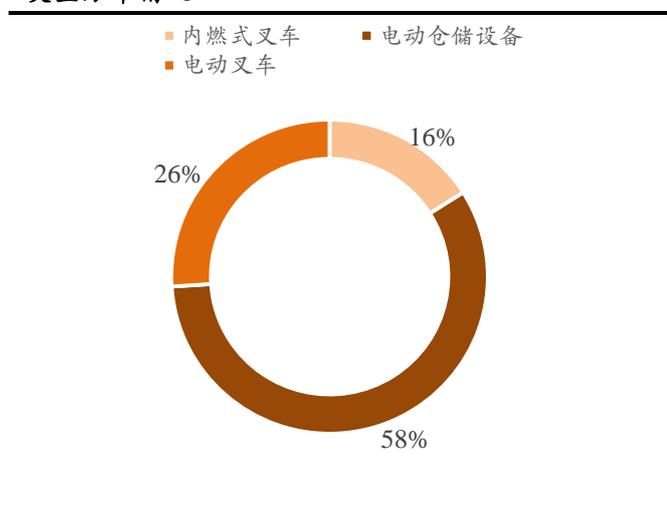
凯傲集团叉车受全球市场影响增速下行, 未来将专注于中国及亚洲市场, 叉车近年订单持续增长。2018 年凯傲集团叉车总销量达到了 154 万台, 同比增速 10%, 受到近期全球工业叉车需求下降的影响, 2019Q1-3 销售增速下降 4% 至 111.5 万台。2018 年凯傲叉车及相关服务的订单额为 6210.6 百万欧元, 同比增 6%, 而至 2019 年 Q1-3 月增速为 2%, 订单金额为 4577 百万欧元。其中, 产品中看, 18 年凯傲只有 26% 为内燃式叉车, 其余占比都是电动的, 共 74%, 包括 58% 为电动仓库设备和电动叉车分别占 58% 和 16%。从 18 年叉车订单量 154.1 万台看, 西欧占比最高, 达到 35%, 而排行第二是中国, 占比达到 28%, 第三是北美, 占比为 19%。

**图表 98: 凯傲叉车销量 (千台) 及增速 (%)**

**图表 99: 凯傲叉车及服务订单额及增速 (%)**


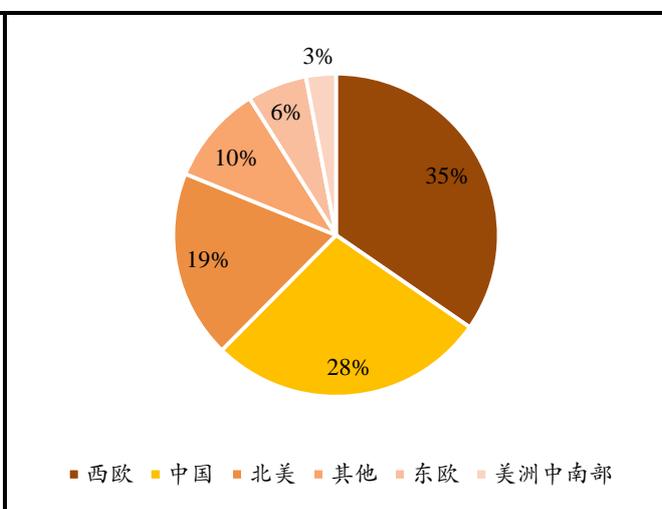
数据来源: 公司年报, 广证恒生

数据来源: 公司年报, 广证恒生

**依托潍柴进入新兴市场+智能电动叉车运用及后市场为未来发展潜力。**未来, 全球化、工业化和供应链的碎片化以及对内部物流产品、解决方案和服务的需求增长, 在有限的仓库空间和不断增大的消费这需求的作用下, 将推动电动叉车的运用和仓库技术的需求增长, 这有利于凯傲集团的发展, 结合凯傲提出的发展战略以及母公司潍柴集团的行业优势和产业链布局, 凯傲集团的行业领先地位加上持续拓展进入新市场, 未来增长潜力较广。

**图表 100: 2018 年凯傲叉车及其服务销售额按设备类型分布情况**


数据来源: 公司年报, 广证恒生

**图表 101: 2018 年凯傲叉车订单量占比 (%)**


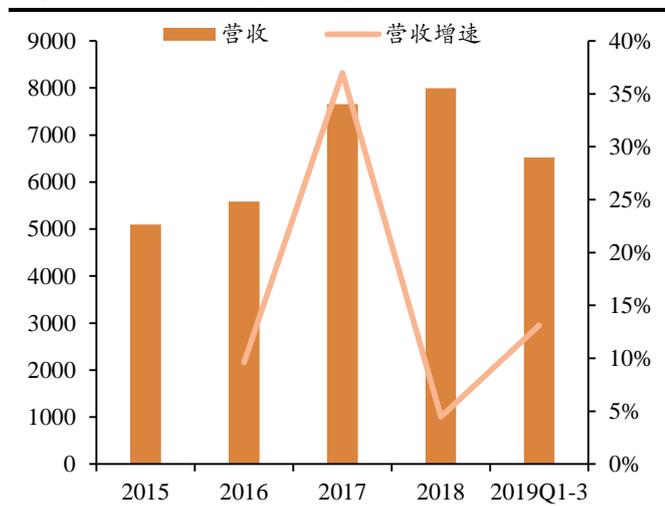
数据来源: 公司年报, 广证恒生

## 4.4 凯傲集团叉车及相关服务收入贡献明显, EBIT 率和净利率保持稳定

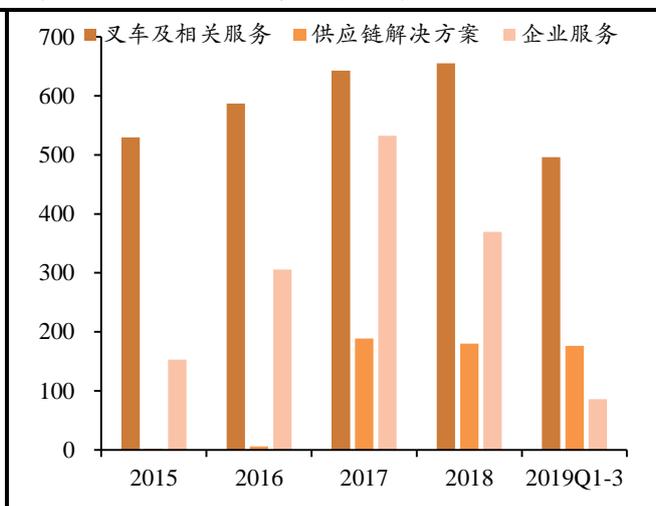
近年订单量持续增加带动营收上升, 公司预计 19 年全年营收 81.5-86.5 亿欧 (1.9%-8.2%增速), 目标 2022 年收入达到 100 亿欧元。2018 年, 凯傲集团的总订单额增长了 8.5%, 达到 86.567 亿欧元, 合并收入增长 5.2%

至 79.957 亿欧元；19 年 Q1-3 订单同比增 2.6% 至 65.34 亿欧元，而营收同比增 13.1% 至 65.24 亿元。18 年供应链解决方案部门增长较明显，该部门的订单量增长 15.5% 至 24.25 亿欧元；19 年 Q1-3 订单同比增 4.2% 至 19.5 亿欧元，营收同比增 19% 至 18.1 亿欧元。18 年叉车及服务部门的订单额同比增 6% 至 62.11 亿欧元；19 年 Q1-3 订单同比增 2% 至 45.77 亿欧元，而营收同比增 10.9% 至 47 亿欧元。

图表 102: 凯傲集团营收 (百万欧) 及增速



图表 103: 凯傲各业务销售额 (百万欧)

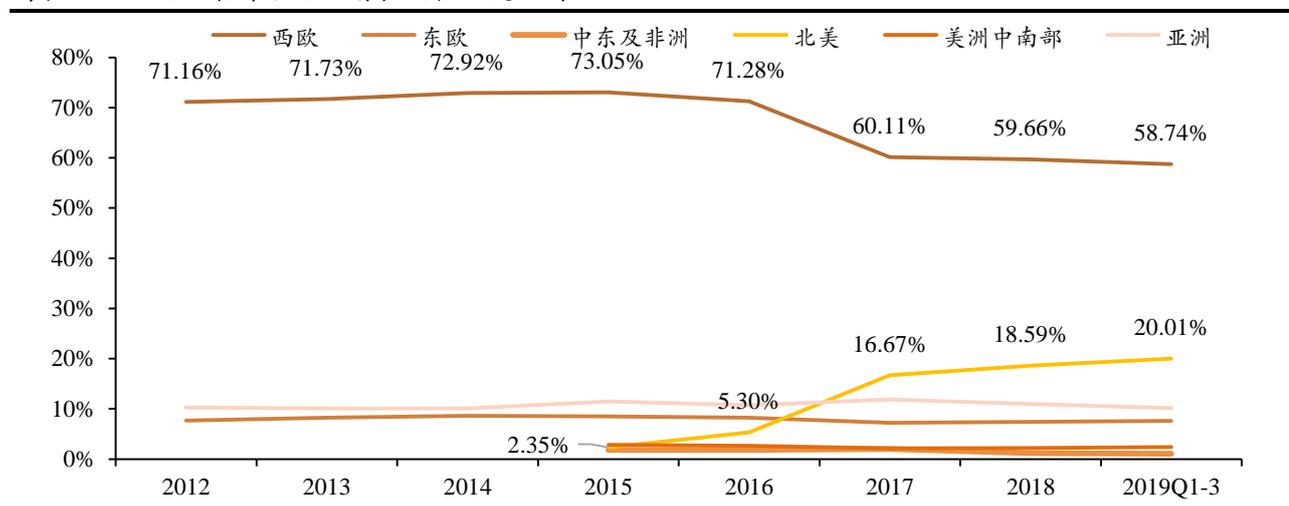


数据来源: 公司年报, 广证恒生

数据来源: 公司年报, 广证恒生

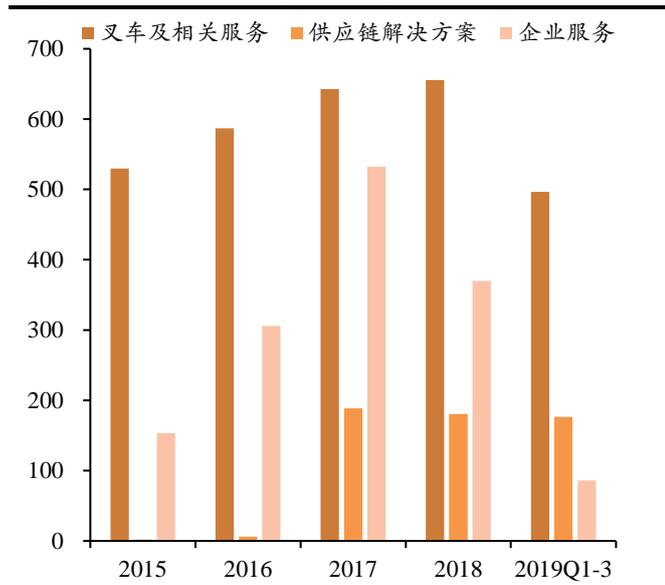
收入逐渐多元化, 收购德马泰克后北美地区占比逐步上升。凯傲集团的销售额主要来自西欧地区, 在收购德马泰克前占比超过 70%, 2016 年收购德马泰克后, 西欧的占比逐步下降至 19 年 Q1-3 的 58.7%, 而排名第二的北美地区的销售额从 16 年的 5.3% 上升至 18 年的 18.6%, 2019 年 Q1-3 再上升至 20%。亚洲维持在 10-11% 左右的水平, 占比排名第三。

图表 104: 凯傲集团分地区销售额占比变化情况

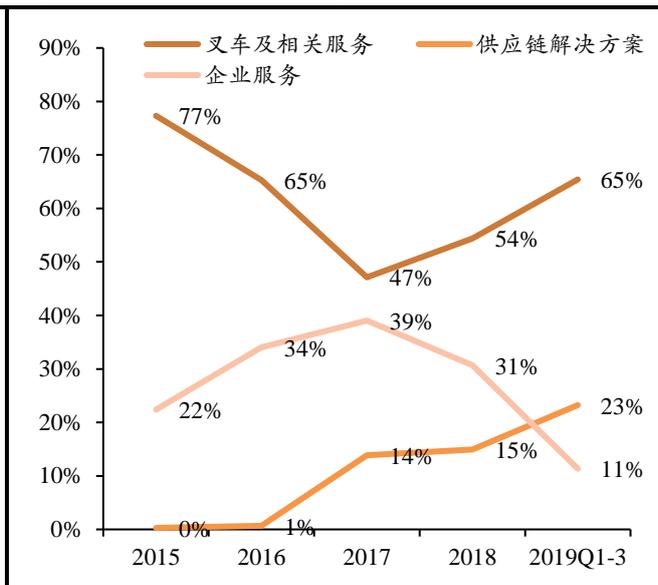


数据来源: 公司年报, 广证恒生

凯傲集团销售额和 EBIT 逐年提高, 其中, 叉车及相关服务业务占比重绝大部分。2018 年叉车及相关服务实现销售额 5922 百万欧元, EBIT 655.4 百万欧元, 增速分别为 6.3% 和 2%; 2019 年 Q1-3 销售额为 4699.6 百万欧, EBIT 为 496.3 百万欧元, 增速分别为 11% 和 12.39%。另外, 供应链解决方案自 2016 年收购德马泰克后, 从 366 百万欧提升到了 2018 年的 2055.2 百万欧, EBIT 也从最初的贡献率仅 0.9%, 上升到了 26.3%。企业服务的销售额一直处在 250 百万欧元左右的较低水平, 2018 年销售额为 299.2 百万欧元, 但 EBIT 从 2017 年的 532.4 百万欧元下降至 2018 年的 326.5 百万欧元, 主要是 2018 年开局不佳, 产生了较大的营业外支出。

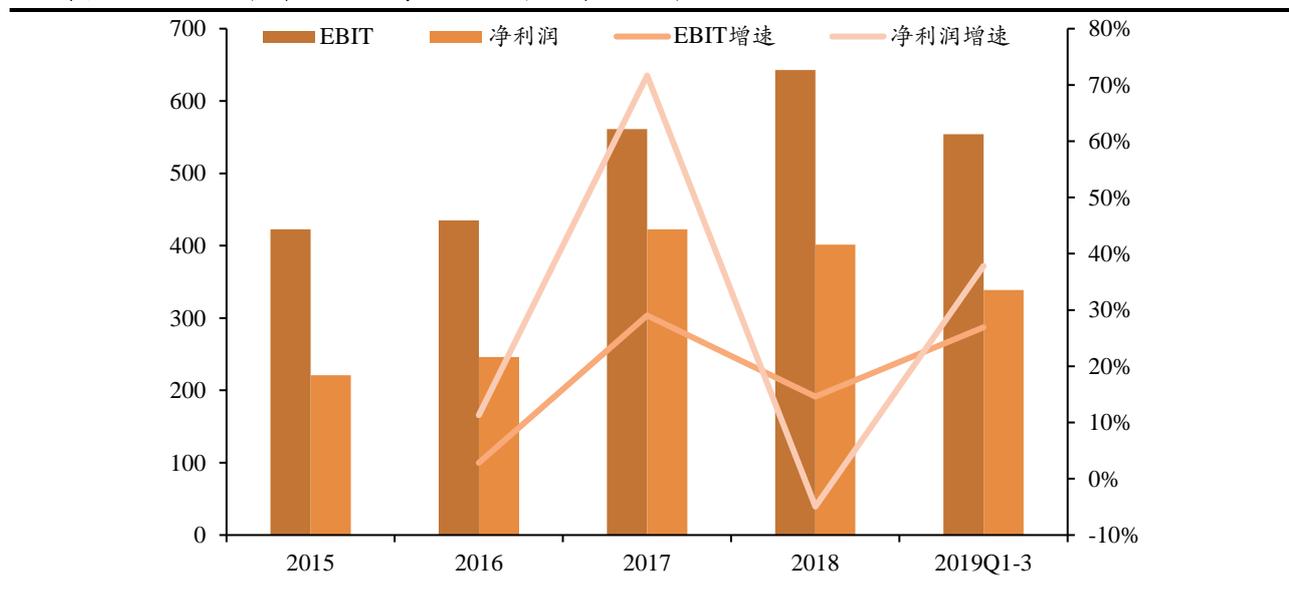
**图表 105: 凯傲各业务 EBIT (百万欧)**


数据来源: 公司年报, 广证恒生

**图表 106: 凯傲集团分业务 EBIT 占比变化**


数据来源: 公司年报, 广证恒生

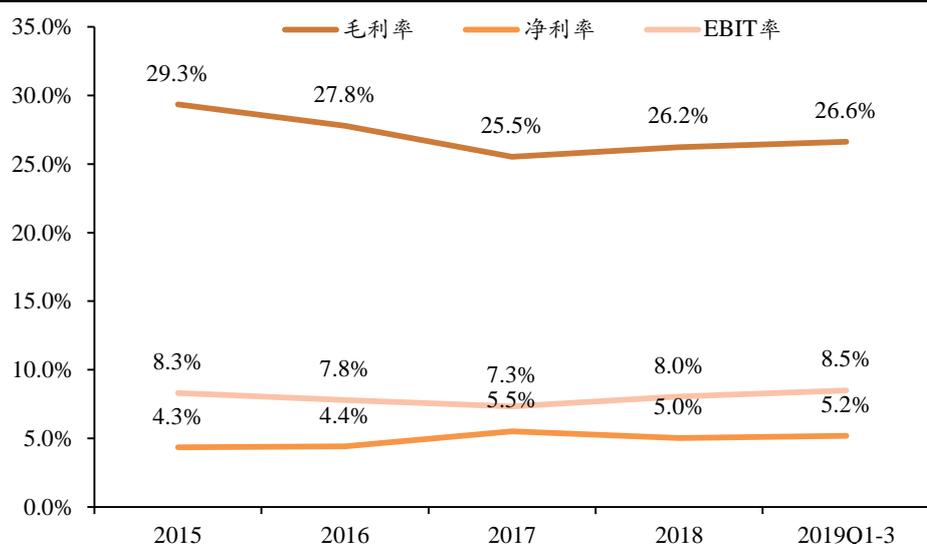
凯傲集团 EBIT 逐年增长, 2018 年和 2019 年 Q1-3 分别实现 EBIT 642.8 和 554.1 百万欧元, 增速分别为 14.6% 和 26.91%, 增速自 2016 年收购德马泰克后保持在 10% 以上。净利润方面, 近年增速波动较大, 2018 年同比增速下降 4.9% 至 4 亿欧元, 主要是产生了较高的税收费用。

**图表 107: 凯傲集团 EBIT、净利润及增速 (百万欧)**


数据来源: 公司官网, 广证恒生

凯傲集团整体毛利率、EBIT 率和净利率近年较稳定, 主要保持在区间范围内。凯傲在 2016 年收购德马泰克前的毛利率较高, 达到 29.3%, 随后从 2017 年至 2019 年 Q1-3 公司的毛利率维持在区间范围内, 近年维持在 25-27%。EBIT 率在近年有所上升, 从 2017 年的 7.3% 上升至 19 年 Q1-3 的 8.5%。净利率较为稳定, 近年平均为 5% 左右。

图表 108: 凯傲集团毛利率、EBIT 率及净利润率



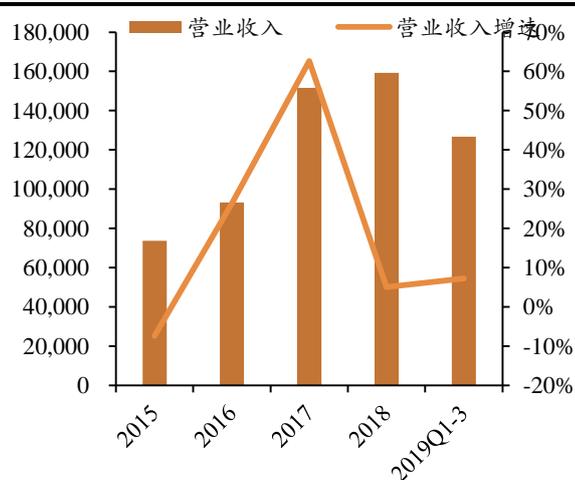
数据来源: 公司年报, 广证恒生

## 5 潍柴业绩稳步增长, 多重发展带动盈利水平提高

### 5.1 净利润率进一步上升, 三费率逐步下降, 研发投入持续

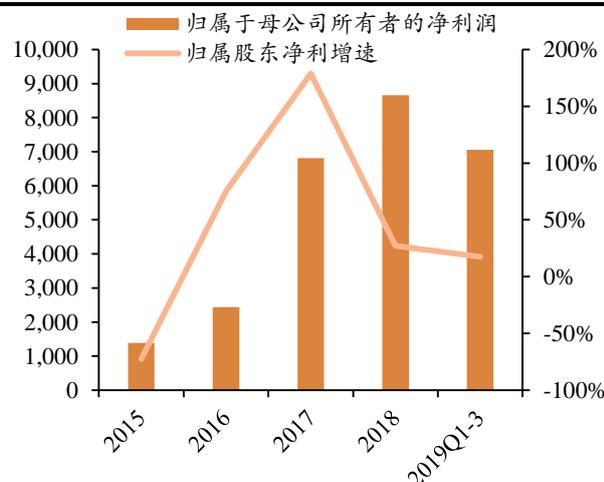
潍柴动力营收及净利近年持续每年上升, 盈利能力提升, 净利润率近年持续往上。潍柴动力 2018 年营业收入同比增 5.07% 至 1592 亿元, 净利润同比增 27.16% 至 86 亿元。2019Q1-3 营收同比增 7.21% 至 1267 亿元, 净利润同比升 17.6% 至 70.6 亿元, 整体营收和净利润在近年保持每年增长态势。从毛利率看, 2015 到 2019Q1-3, 毛利率从 22.63% 下降到 22.06%, 但变化幅度不大, 主要在 21-23% 区间范围内, 显示公司具有一定毛利率控制能力, 并持续对成本进行管理。从净利润率看, 15 年后便持续上升, 从 2.93% 上升到 19 年 Q1-3 的 7.36%, 显示公司盈利能力持续提升, 对费用管理成效显著, 费用结构持续优化。

图表 109: 潍柴动力收入 (百万元) 及增速 (%)

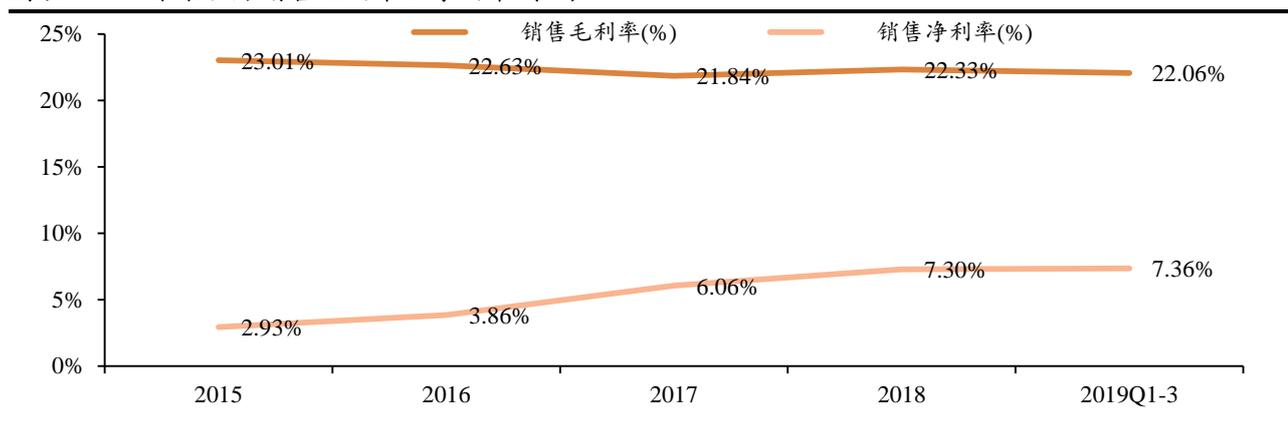


数据来源: 公司年报, Wind, 广证恒生

图表 110: 潍柴动力净利 (百万元) 及增速 (%)



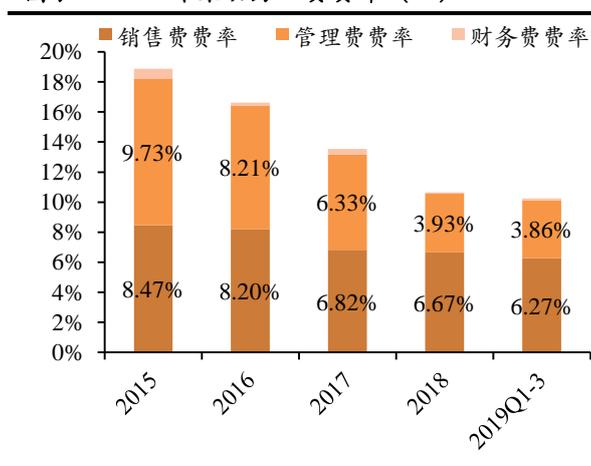
数据来源: 公司年报, Wind, 广证恒生

**图表 111: 潍柴动力销售毛利率及净利率 (%)**


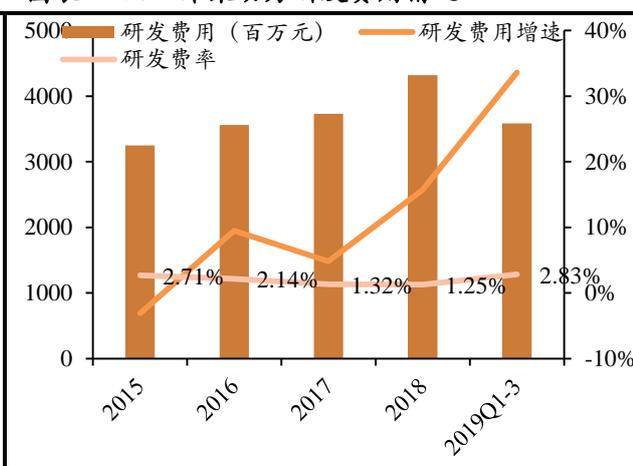
数据来源: 公司年报, Wind, 广证恒生

**费用结构的不断优化, 三费率逐年下降。**销售、管理和财务费的三费率历年递减, 其中, 管理费费率下降幅度最大, 2019 年 Q1-3, 管理费费率为 3.86%, 销售费费率为 6.27%, 财务费费率为 0.11%, 而 18 年分别为 6.67%、3.93% 和 0.05%。三费率从 15 年的 18.9% 下降至 18 年的 10.65%, 19 年 1-3 更达到 10.24%。潍柴费用的管理水平也进一步提升带动盈利能力提高。

**近年更注重研发的投入。**从研发费用看, 2018 年投入了 43 亿元, 同比增加 15.75%, 2019 年 Q1-3 共投入了 35.86 亿元, 同比增速高达 33.59%, 过往研发费用持续每年上升, 平均费率约 2%。显示公司研发力度加大, 注重提升产品技术及创新。

**图表 112: 潍柴动力三费率 (%)**


数据来源: Wind, 广证恒生

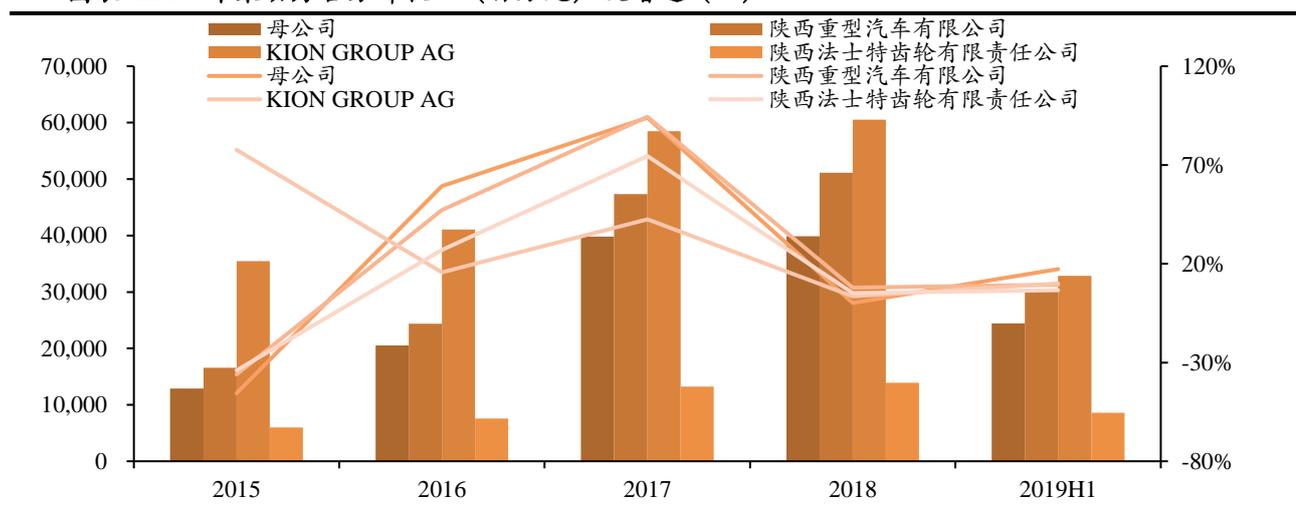
**图表 113: 潍柴动力研发费用情况**


数据来源: Wind, 广证恒生

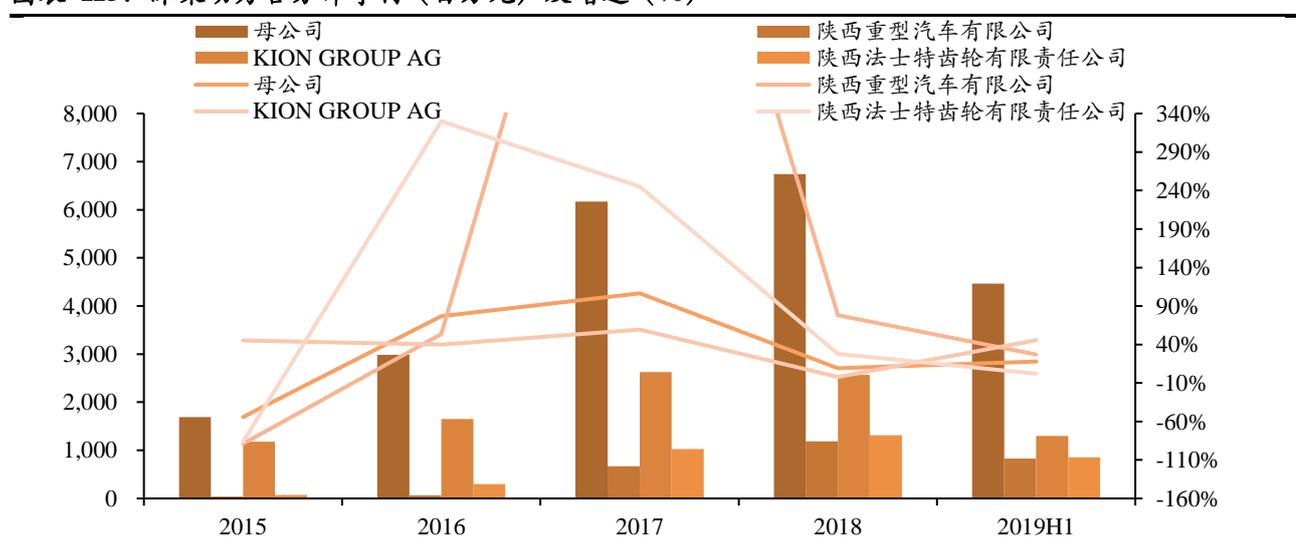
## 5.2 分部多重发展, 业绩贡献逐渐均衡降低波动性, 盈利能力持续提升

**子公司业绩贡献逐步均衡, 业务盈利能力持续提升。**潍柴动力旗下最主要的三家子公司是陕西重汽、KION 以及法士特。从近年增速看, 几家主要子公司以及母公司在协同效应下, 发展较为同步, 母公司增速波动相对较大。2019 年上半年, KION 集团营收同比增速达到 10.06%, 陕重汽增速 9.39%, 法士特增速 6.66%, 母公司增速最高, 达到 17.32%; 而收入占比分别是 36.2%、33.7%、9.5% 和 26.9%。净利润方面, 陕重汽和法士特的前期增速波动较大, 2017 年重卡市场火热导致陕重汽净利增速飙升, 同比增加了 934.09%。2019 年上半年, KION 净利增速也达到了 45%, 为子公司中最高, 而母公司、陕重汽和法士特增速分别为 18%、27.1% 和 2.2%。从 19 年 1H 的净利润贡献看, KION 排名第二, 占比为 18.8%, 母公司、陕重汽和法士特分别占 64.8%、12% 和 12.4%, 主要是母公司净利率相对较高, 近年保持在 15%-18% 区间。

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

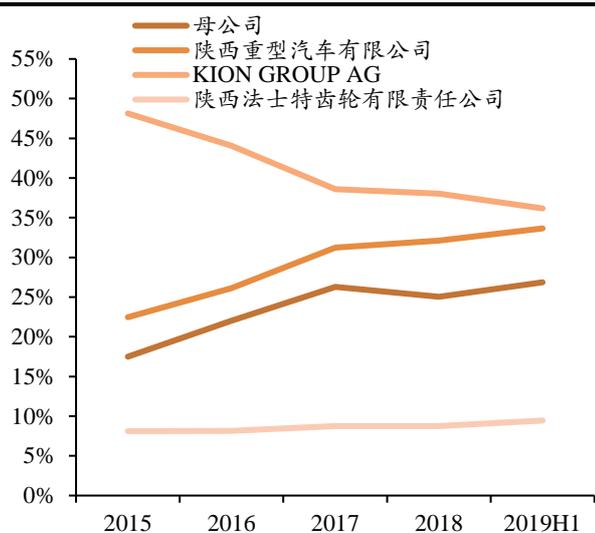
**图表 114: 潍柴动力各分部收入 (百万元) 及增速 (%)**


数据来源: 公司年报, Wind, 广证恒生

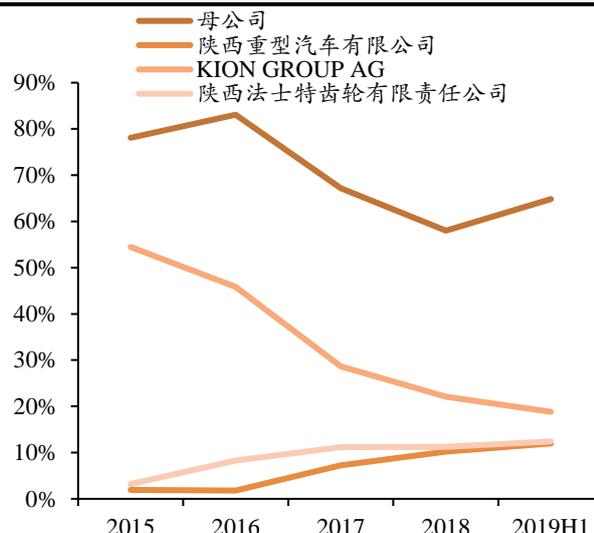
**图表 115: 潍柴动力各分部净利 (百万元) 及增速 (%)**


数据来源: 公司年报, Wind, 广证恒生

**KION 营收占比最大, 而母公司净利占比最高。**收入占比最大的是 KION, 2019 上半年为 36.17%, 而母公司的利润占比达到 64.8%。从收入以及利润占比的变化来看, 子公司的贡献正在发生改变, 从 2015 年到 19 年 1H, KION 的占比虽然一直最大, 但也呈现出逐年下降的态势, 而陕重汽和法士特以及母公司的占比呈上升趋势, 净利占比也是类似情况, 显示公司各分部的贡献逐渐平衡, 有助降低公司单一板块受周期波动的影响, 预计将降低利润的波动性。

**图表 116: 潍柴动力各分部收入占比 (%)**


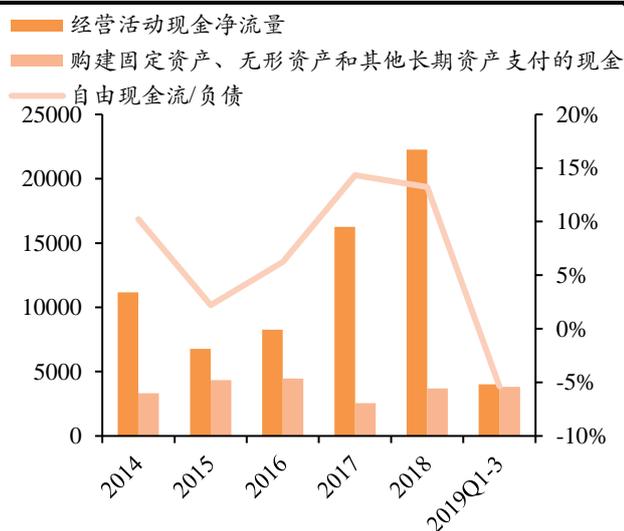
数据来源: 公司年报, Wind, 广证恒生

**图表 117: 潍柴动力各分部净利润占比 (%)**


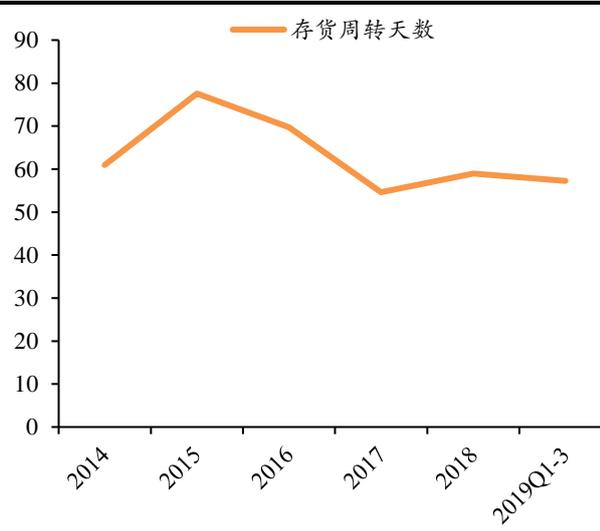
数据来源: 公司年报, Wind, 广证恒生

### 5.3 ROE 和 ROA 逐步提升, 存货管理能力进一步提高

潍柴动力现金流情况良好, 库存周转天数逐步下降。2018 年经营活动现金净流量大幅上升, 达到了 222.6 亿元, 同比增加了 60 亿且逐年增多, 体现了潍柴动力的现金流状况良好。从自由现金流与负债比率来看, 总体在近年逐步上升, 从 2015 年的 2.21% 提高到 2018 年的 13.24%, 现金流较为强劲。另外, 潍柴动力的存货周转天数从 2015 年高位的 77.56 逐步下降至 2019Q1-3 的 57.2, 17 年后保持在低于 60 天以内, 存货周转天数的减少, 显示存货变现速度加快, 存货管理效率有所提高。

**图表 118: 潍柴动力现金流 (百万)、(%)**


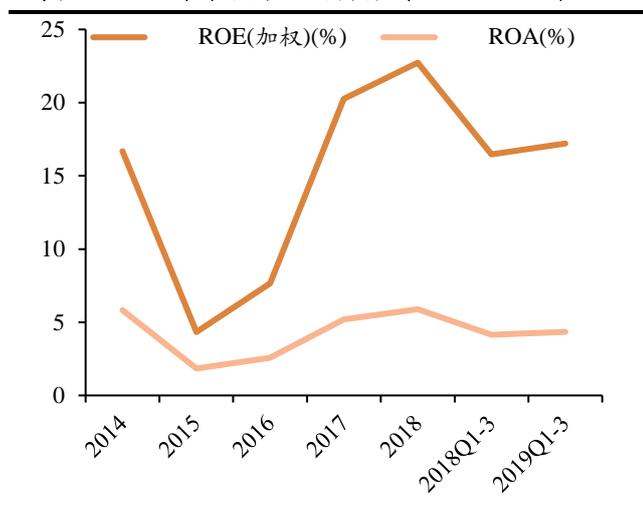
数据来源: Wind, 广证恒生

**图表 119: 潍柴动力存货周转天数**


数据来源: Wind, 广证恒生

**ROE 和 ROA 逐步提升, 今年以来平均股息率~4%。**从潍柴动力的 ROE、ROA 指标也可以看到潍柴的经营状况向好, 相比于 2015 年, 两指标也处于逐年提高的趋势, 得益于潍柴产品及服务的销售收入推动, 以及净利率近年逐步提升, 18 年和 19 年 Q1-3 的 ROE 及 ROA 分别是 20.4% 和 5.9%, 以及 17.2% 和 4.35%。

股息率方面，公司近 12 个月股息率逐步提升，19 年以来平均为 4%，近期处于 3.3% 水平，相对 17 年及以前都是处于 3% 以下水平，现时股息率回报回报较为客观。

**图表 120: 潍柴动力盈利指标 (ROE、ROA)**


数据来源: Wind, 广证恒生

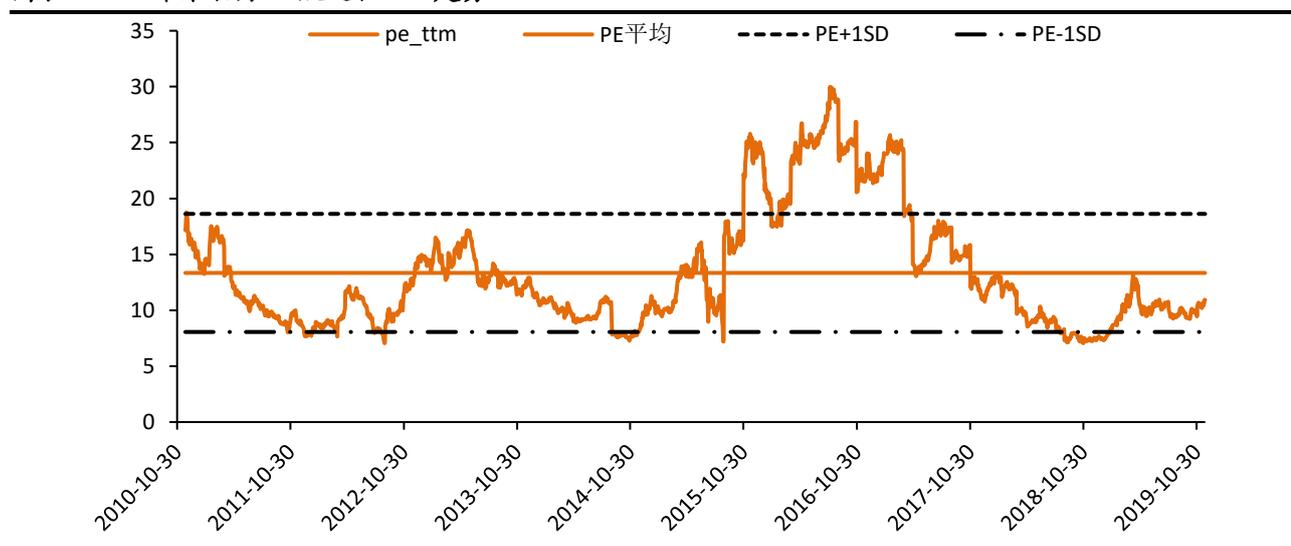
**图表 121: 潍柴动力股息率 (近 12 个月) 情况 (%)**


数据来源: Wind, 广证恒生

## 6 估值及财务预测

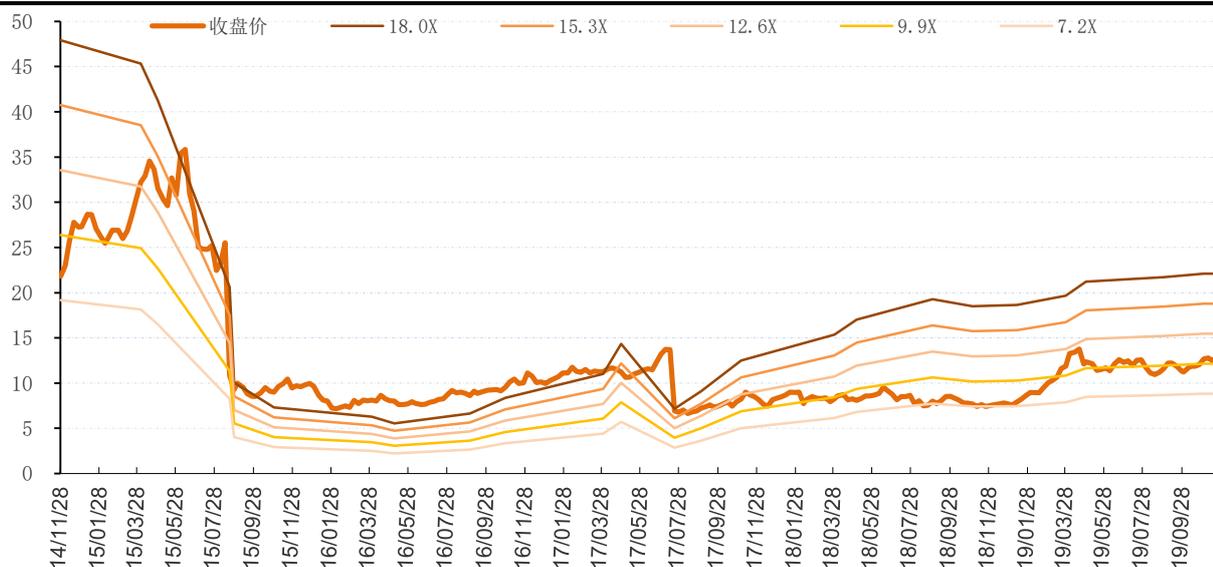
### 6.1 维持给予公司 11 倍 P/E 估值，对应目标价为 16.3 元

基于公司发动机产品持续多样性扩展及形成技术优势，预计公司将维持销量增长，长远预计市占率将进一步提升，加上旗下公司凯傲的贡献逐步提高，我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.35、1.48、1.63 元，对应 P/E 分别为 8.58、7.8、7.08 倍。按照我们对 20 年预测，维持给予公司 11 倍 P/E 估值，对应目标价为 16.3 元，维持给予“强烈推荐”评级。

**图表 122: 潍柴动力 A 股过往 PE 走势**


数据来源: Wind, 广证恒生

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

**图表 123: 潍柴动力 A 股 PE-BAND**


数据来源: Wind, 广证恒生

**图表 124: 潍柴动力 A 股对比同行估值**

	股价	市值	EPS	PE 16	PE 17	PE 18	PE 最新	PB	PB 16	PB 17	PB 18	PB 最新
<b>000338.SZ</b>	潍柴动力	13.38	104.36	1.03	21.50	12.04	7.50	10.93	1.28	1.75	1.71	2.48
<b>000951.SZ</b>	中国重汽	20.00	13.42	1.37	29.58	12.94	8.15	13.51	1.92	2.15	1.27	2.04
<b>000581.SZ</b>	威孚高科	18.40	17.38	2.75	14.79	10.93	6.42	8.98	1.81	1.71	1.14	1.13
<b>600006.SH</b>	东风汽车	4.36	8.72	0.25	57.42	109.34	14.42	18.47	2.11	1.79	1.02	1.19
<b>600031.SH</b>	三一重工	14.94	125.88	0.66	169.01	37.97	12.57	12.10	1.99	2.78	2.15	2.97
<b>000425.SZ</b>	徐工机械	4.53	35.49	0.22	116.33	39.52	14.45	9.97	1.16	1.36	1.01	1.27
<b>600066.SH</b>	宇通客车	15.00	33.21	1.10	10.99	14.52	10.82	13.67	3.67	4.01	1.80	2.09
	行业平均	12.94	48.35	1.05	59.94	33.89	10.62	12.52	1.99	2.22	1.44	1.88

数据来源: Wind, 广证恒生

**图表 125: 潍柴动力财务预测 (百万元)**

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

资产负债表	2018	2019E	2020E	2021E	利润表	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	38210	52698	66526	89464	营业收入	159255.83	175659.18	194511.98	212943.9
应收票据及账款	39084	47027	49895	54631	营业成本	123686.41	134769.24	148772.68	162497.5
预付账款	1109	998	1060	1285	营业税金及附加	723.22	809.30	890.58	964.69
其他应收款	1087	1281	1295	1475	销售费用	10619.17	11075.31	12075.30	13219.56
存货	20674	25907	28599	31238	管理费用	10579.71	11075.31	13018.69	14872.00
其他流动资产	7941	9454	9407	10248	财务费用	75.34	742.21	410.81	-69.18
流动资产总计	108105	137366	156783	188340	其他经营损益	-843.82	-800.00	-1000.00	-1200.00
长期股权投资	4464	4464	4464	4464	投资收益	464.81	0.00	0.00	0.00
固定资产	29454	26484	24051	21156	公允价值变动损益	177.06	120.00	110.00	100.00
在建工程	2848	2911	1962	1013	营业利润	13370.03	16507.81	18453.92	20359.35
无形资产	23299	19475	15513	11381	其他非经营损益	488.25	452.05	422.27	458.46
长期待摊费用	228	141	72	10	利润总额	13858.28	16959.86	18876.19	20817.81
其他非流动资产	36877	36525	36346	36384	所得税	2232.55	2613.55	3094.54	3416.37
非流动资产合计	97171	89999	82407	74407	净利润	11625.73	14346.31	15781.65	17401.44
资产总计	205276	227365	239190	262747	少数股东损益	2968.21	3662.81	4029.27	4442.82
短期借款	5473	9391	0	0	归属母公司股东净利润	8657.53	10683.50	11752.38	12958.62
应付票据及账款	46794	50987	56285	61478	EBITDA	21337.54	26644.48	28673.98	30543.49
其他流动负债	36350	39845	43854	49078	NOPLAT	11130.81	14490.07	15680.21	16877.30
流动负债合计	88617	100223	100139	110556	EPS(元)	1.09	1.35	1.48	1.63
长期借款	23174	23174	23174	23174					
其他非流动负债	31227	31313	31533	31753	主要财务比率				
非流动负债合计	54400	54486	54706	54926	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	143017	154709	154845	165482	成长能力				
股本	7997	7997	7997	7997	营收增长率	0.05	0.10	0.11	0.09
资本公积	-386	-386	-386	-386	EBIT 增长率	0.25	0.27	0.09	0.08
留存收益	31703	38437	46096	54574	EBITDA 增长率	0.15	0.25	0.08	0.07
归属母公司权益	39314	46048	53707	62185	净利润增长率	0.27	0.23	0.10	0.10
少数股东权益	22946	26608	30638	35080	盈利能力				
股东权益合计	62259	72656	84345	97266	毛利率	0.22	0.23	0.24	0.24
负债和股东权益合计	205276	227365	239190	262747	净利率	0.07	0.08	0.08	0.08
现金流量表					ROE	0.22	0.23	0.22	0.21
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	ROIC	0.13	0.17	0.16	0.18
税后经营利润	10986	13844	15319	16919	估值倍数				
折旧与摊销	7404	8942	9387	9795	P/E	10.59	8.58	7.80	7.08
财务费用	75	742	411	-69	P/S	0.58	0.52	0.47	0.43
其他经营资金	3796	-7065	3738	1817	P/B	2.33	1.99	1.71	1.47
经营性现金净流量	22262	16464	28855	28461	股息率	0.03	0.04	0.04	0.05
投资性现金净流量	-7181	-1235	-1232	-1212	EV/EBIT	9.95	8.26	6.88	5.77
筹资性现金净流量	-6980	-741	-13794	-4312	EV/EBITDA	6.50	5.49	4.63	3.92
现金流量净额	8100	14488	13829	22938	EV/NOPLAT	12.45	10.09	8.46	7.09

数据来源：同花顺 iFinD，广证恒生

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

## 7 风险提示

- 重卡行业不及预期；
- 产品销售不及预期；
- 海外业务扩展不及预期；
- 宏观经济增长低于预期；
- 行业竞争加剧等风险



### 广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

### 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。市场有风险，投资需谨慎。