

# 潍柴动力 (000338)

证券研究报告

2020年04月30日

## 一季报略好于预期，凯傲业绩下滑幅度有限

### 事件：

公司发布20年一季报，实现营收390亿元，同比-14%，归母净利润20.6亿元，同比-20%。

### 点评：

**20Q1 季度业绩略好于市场预期，母公司毛利率明显恢复。**以发动机为主要业务的母公司报表实现营业收入132亿元，在疫情影响下依然逆势同比增长3%，公司一季度发动机业务营收增速大幅跑赢重卡行业。此前19Q4母公司毛利率受贵金属原材料涨价等因素，下滑至21.8%，我们此前认为这只是阶段性的降低。公司Q1的母公司毛利率环比明显回升至25.1%，盈利能力环比也有所提升。目前贵金属原材料价格尽管环比有所下滑，但依然还在相对高位，我们认为随着未来贵金属价格的进一步回归正常，母公司毛利率将继续回升。

**1 季度重卡行业受疫情影响较大，但3、4月已经明显边际改善。**今年一季度重卡累计销量为27.4万辆，同比-16%。分月度来看，1-3月同比增速分别为+18%，-52%，-19%。2月受疫情影响最大，但3月同比降幅已经明显收窄。根据我们的草根调研，目前终端的销售边际改善明显，2、3月被压制的需求一部分都会在4月份之后回补，4月销量大概率同比转正，重卡行业需求大概率逐步恢复正常。

**凯傲 Q1 业绩下滑幅度有限，目前复工率高。**根据凯傲发布的一季报（凯傲口径），20Q1凯傲实现营收20.3亿欧元，同比下滑3%，下滑幅度好于市场预期；息税前净利润1.2亿欧元，同比-24%；净利润0.7亿欧元，同比-27%。工业叉车业务：全球整体营收14.4亿欧元，同比下滑4%；供应链业务逆势继续增长，Q1实现营收5.8亿欧元，同比增长2%。目前所有欧洲工厂基本全部复产，中国工厂也已全部复产，截止4月28日全球只有3个工厂处于关闭状态，其余20个工厂都处于开工状态。

**疫情影响有限，2020年重卡行业销量难以出现断崖式下跌。**我们认为新冠疫情对重卡有负面影响，但影响程度有限。全年来看，伴随（1）国三重卡淘汰加速；（2）基建逆周期调节加码，我们沿用保有量销量测算模型预测20年和21年的销量均将超过100万辆，行业销量难以出现市场担心的断崖式下跌。

**投资建议：**我们预计公司20-22年的归母净利润分别为92.9亿元、105.4亿元和121.0亿元，给予20年13倍目标PE，对应目标价为15.20元，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济不及预期，国三淘汰力度不及预期，欧美疫情对凯傲的影响超预期

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	159,255.83	174,360.89	163,441.44	177,715.42	197,827.92
增长率(%)	5.07	9.48	(6.26)	8.73	11.32
EBITDA(百万元)	25,312.63	28,432.10	17,739.62	19,504.41	21,907.13
净利润(百万元)	8,657.53	9,104.96	9,294.84	10,541.02	12,100.25
增长率(%)	27.16	5.17	2.09	13.41	14.79
EPS(元/股)	1.09	1.15	1.17	1.33	1.53
市盈率(P/E)	11.92	11.34	11.11	9.79	8.53
市净率(P/B)	2.63	2.28	1.96	1.76	1.58
市销率(P/S)	0.65	0.59	0.63	0.58	0.52
EV/EBITDA	2.45	3.67	5.64	2.67	3.81

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	13.01元
目标价格	15.20元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	5,990.83
流通A股股本(百万股)	4,245.00
A股总市值(百万元)	77,940.75
流通A股市值(百万元)	55,227.47
每股净资产(元)	5.70
资产负债率(%)	70.54
一年内最高/最低(元)	16.69/10.65

### 作者

**邓学** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110518010001  
dengxue@tfzq.com

**文康** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110519040002  
wenkang@tfzq.com

### 股价走势

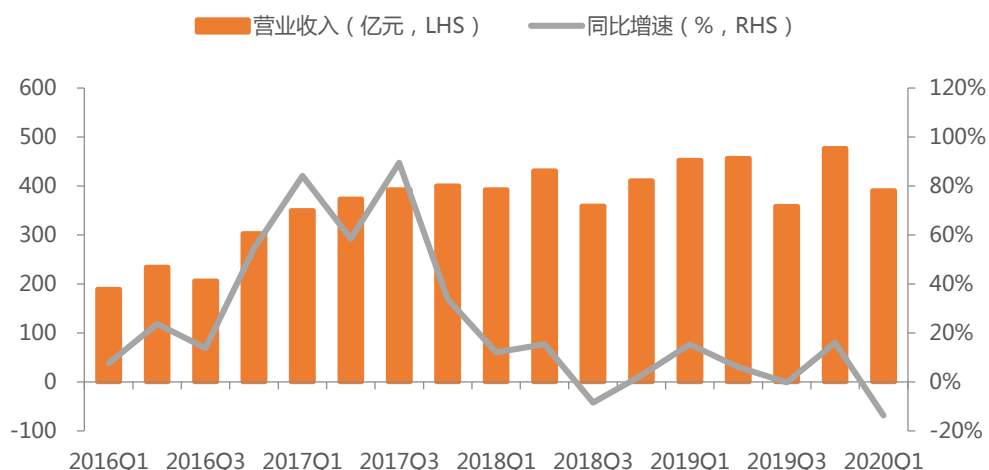


资料来源：贝格数据

### 相关报告

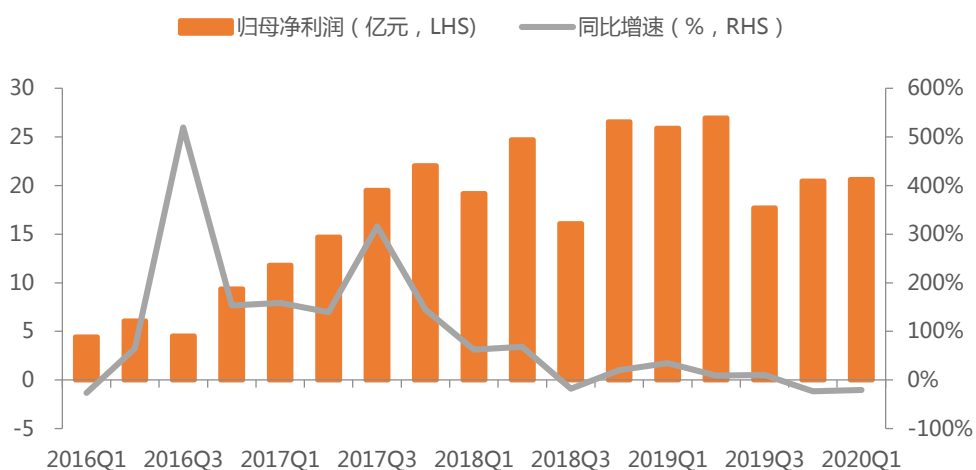
- 《潍柴动力-年报点评报告:年报业绩低于预期,20年轻装上阵》2020-03-27
- 《潍柴动力-公司点评:4季度重卡行业超预期,上调年报预期》2020-01-16
- 《潍柴动力-季报点评:三季报略好于预期,行业景气将持续》2019-10-31

图 1: 潍柴动力 16 年至今单季度营业收入及同比 (亿元, %)



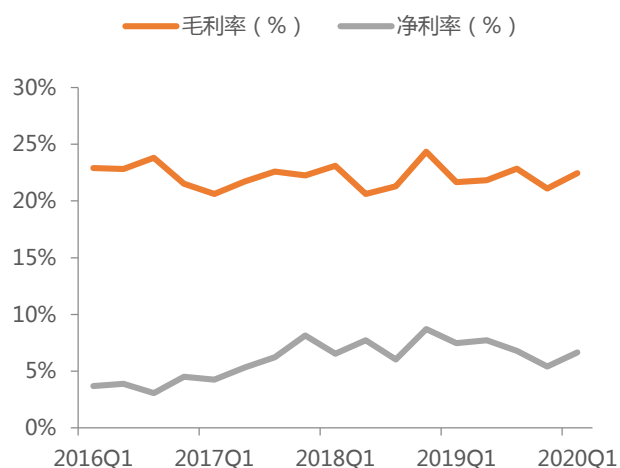
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 2: 潍柴动力 16 年至今单季度归母净利润及同比 (亿元, %)



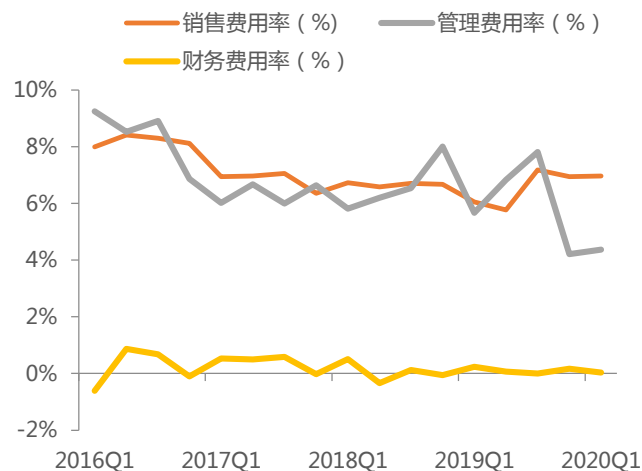
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 3: 潍柴动力 16 年至今单季度毛利率及净利率 (%)



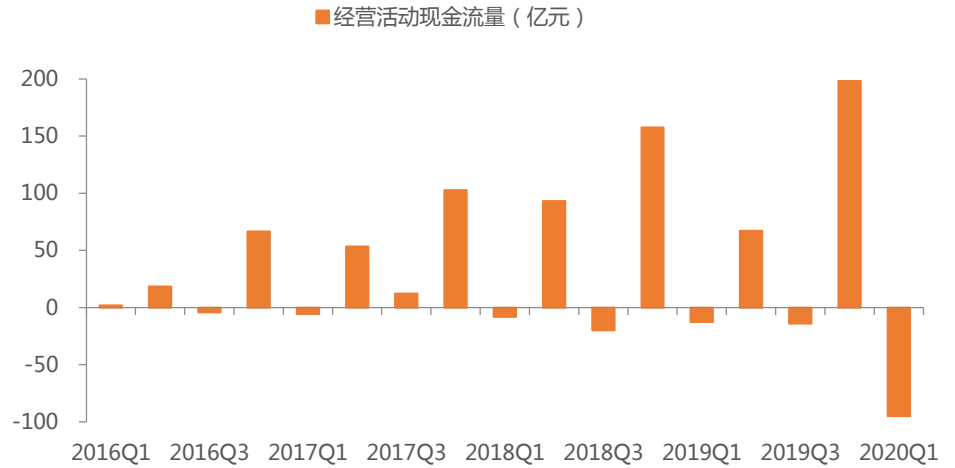
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 4: 潍柴动力 16 年至今单季度三费率 (%)



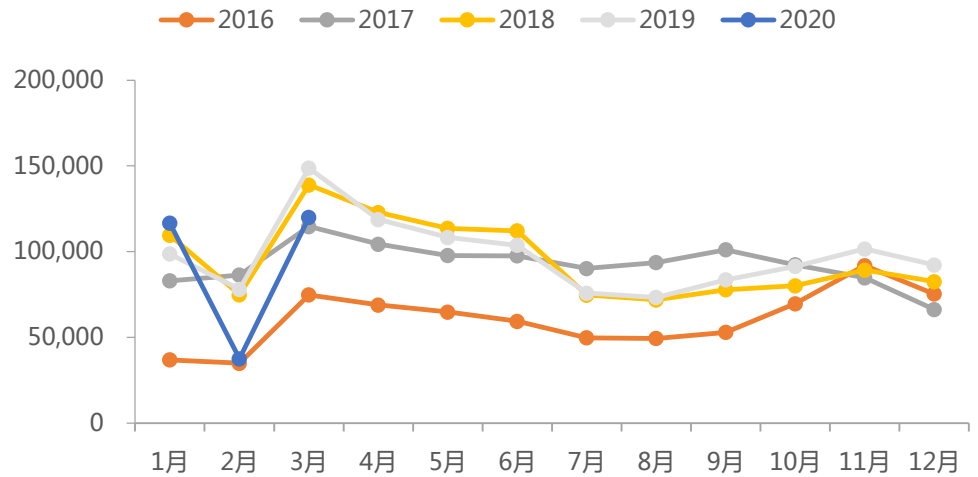
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 5：潍柴动力 16 年至今单季度经营活动现金流（亿元）



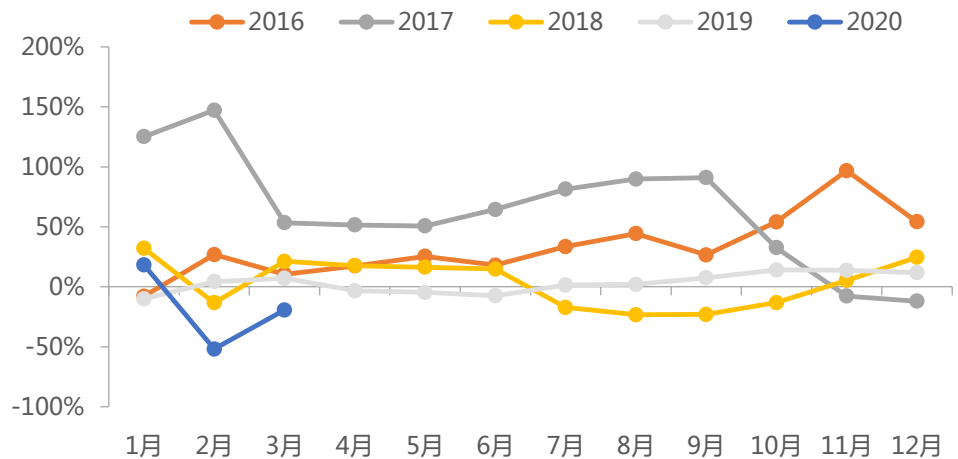
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：重卡 16 年至今月度销量（辆）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：重卡 16 年至今月度销量同比（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	38,209.95	48,817.62	35,957.12	92,358.31	63,771.47
应收票据及应收账款	38,148.03	30,205.40	41,559.57	26,447.13	49,256.06
预付账款	1,109.23	996.71	641.66	1,285.24	883.30
存货	20,674.29	24,717.70	13,954.87	28,495.17	19,708.30
其他	7,836.11	18,789.60	11,429.40	11,344.60	12,945.28
<b>流动资产合计</b>	<b>105,977.60</b>	<b>123,527.04</b>	<b>103,542.62</b>	<b>159,930.45</b>	<b>146,564.41</b>
长期股权投资	4,463.59	4,711.14	4,811.14	4,911.14	5,011.14
固定资产	29,454.07	26,318.67	27,786.69	28,826.51	29,311.68
在建工程	2,848.10	5,408.67	4,385.20	3,651.12	3,090.67
无形资产	23,739.60	23,575.08	21,761.43	19,947.79	18,134.14
其他	36,665.53	50,633.03	41,015.84	42,911.73	44,719.90
<b>非流动资产合计</b>	<b>97,170.90</b>	<b>110,646.59</b>	<b>99,760.31</b>	<b>100,248.29</b>	<b>100,267.54</b>
<b>资产总计</b>	<b>205,276.37</b>	<b>236,831.67</b>	<b>205,491.22</b>	<b>262,503.48</b>	<b>249,222.30</b>
短期借款	5,472.77	2,014.69	3,206.63	8,500.00	8,300.00
应付票据及应付账款	46,794.37	59,194.91	30,795.52	71,078.44	42,919.71
其他	36,349.83	44,667.17	41,754.43	41,974.22	45,797.29
<b>流动负债合计</b>	<b>88,616.96</b>	<b>105,876.77</b>	<b>75,756.58</b>	<b>121,552.66</b>	<b>97,017.00</b>
长期借款	10,908.51	11,373.66	5,400.00	5,300.00	5,200.00
应付债券	12,265.02	10,295.28	11,006.69	11,189.00	10,830.32
其他	31,226.54	39,511.24	33,136.35	34,624.71	35,757.43
<b>非流动负债合计</b>	<b>54,400.07</b>	<b>61,180.18</b>	<b>49,543.04</b>	<b>51,113.71</b>	<b>51,787.76</b>
<b>负债合计</b>	<b>143,017.04</b>	<b>167,056.95</b>	<b>125,299.63</b>	<b>172,666.37</b>	<b>148,804.75</b>
少数股东权益	22,945.59	24,550.78	27,642.79	31,095.89	34,999.16
股本	7,997.24	7,933.87	7,933.87	7,933.87	7,933.87
资本公积	113.70	118.90	317.18	184.99	207.02
留存收益	33,231.95	38,375.00	44,614.93	50,807.35	57,484.52
其他	(2,029.15)	(1,203.83)	(317.18)	(184.99)	(207.02)
<b>股东权益合计</b>	<b>62,259.33</b>	<b>69,774.73</b>	<b>80,191.59</b>	<b>89,837.11</b>	<b>100,417.55</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>205,276.37</b>	<b>236,831.67</b>	<b>205,491.22</b>	<b>262,503.48</b>	<b>249,222.30</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	11,625.73	11,907.01	9,294.84	10,541.02	12,100.25
折旧摊销	7,403.92	8,070.96	3,441.13	3,581.51	3,700.09
财务费用	665.17	1,299.87	(130.88)	(551.09)	(679.44)
投资损失	(464.81)	(694.69)	(437.81)	(532.44)	(554.98)
营运资金变动	14,339.51	(10,396.89)	(17,281.41)	38,365.94	(41,632.93)
其它	(11,307.89)	13,648.43	2,345.95	2,672.00	3,331.44
<b>经营活动现金流</b>	<b>22,261.63</b>	<b>23,834.69</b>	<b>(2,768.19)</b>	<b>54,076.94</b>	<b>(23,735.56)</b>
资本支出	10,459.24	16.17	8,546.92	685.25	778.45
长期投资	1,824.66	247.55	100.00	100.00	100.00
其他	(19,464.86)	(8,654.58)	(8,329.25)	(1,006.33)	(1,182.83)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(7,180.96)</b>	<b>(8,390.85)</b>	<b>317.67</b>	<b>(221.08)</b>	<b>(304.38)</b>
债权融资	35,545.00	36,681.99	28,111.10	34,453.94	34,650.68
股权融资	(599.96)	555.84	1,417.92	422.73	705.29
其他	(41,925.33)	(44,805.06)	(39,939.01)	(32,331.33)	(39,902.88)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(6,980.30)</b>	<b>(7,567.23)</b>	<b>(10,409.99)</b>	<b>2,545.34</b>	<b>(4,546.90)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>8,100.37</b>	<b>7,876.61</b>	<b>(12,860.50)</b>	<b>56,401.19</b>	<b>(28,586.85)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>159,255.83</b>	<b>174,360.89</b>	<b>163,441.44</b>	<b>177,715.42</b>	<b>197,827.92</b>
营业成本	123,686.41	136,353.24	127,026.69	138,173.74	153,840.88
营业税金及附加	723.22	663.96	720.16	755.61	822.04
营业费用	10,619.17	11,254.07	10,865.02	11,711.52	13,017.08
管理费用	6,259.51	6,900.20	5,279.16	5,704.66	6,330.49
研发费用	4,320.20	5,227.97	4,543.67	4,798.32	5,143.53
财务费用	75.34	220.33	(130.88)	(551.09)	(679.44)
资产减值损失	633.52	(469.19)	400.00	400.00	450.00
公允价值变动收益	177.06	71.26	(746.05)	(781.10)	(571.83)
投资净收益	464.81	694.69	437.81	532.44	554.98
其他	(1,307.14)	(711.53)	616.49	497.34	33.71
<b>营业利润</b>	<b>13,603.73</b>	<b>14,155.89</b>	<b>14,429.38</b>	<b>16,474.00</b>	<b>18,886.48</b>
营业外收入	307.05	289.77	298.47	298.43	295.56
营业外支出	52.50	94.01	102.58	83.03	93.20
<b>利润总额</b>	<b>13,858.28</b>	<b>14,351.65</b>	<b>14,625.28</b>	<b>16,689.40</b>	<b>19,088.84</b>
所得税	2,232.55	2,444.64	2,238.43	2,695.28	3,085.31
<b>净利润</b>	<b>11,625.73</b>	<b>11,907.01</b>	<b>12,386.84</b>	<b>13,994.12</b>	<b>16,003.52</b>
少数股东损益	2,968.21	2,802.05	3,092.00	3,453.10	3,903.27
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>8,657.53</b>	<b>9,104.96</b>	<b>9,294.84</b>	<b>10,541.02</b>	<b>12,100.25</b>
每股收益(元)	1.09	1.15	1.17	1.33	1.53

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	5.07%	9.48%	-6.26%	8.73%	11.32%
营业利润	31.00%	4.06%	1.93%	14.17%	14.64%
归属于母公司净利润	27.16%	5.17%	2.09%	13.41%	14.79%
<b>获利能力</b>					
毛利率	22.33%	21.80%	22.28%	22.25%	22.24%
净利率	5.44%	5.22%	5.69%	5.93%	6.12%
ROE	22.02%	20.13%	17.69%	17.94%	18.50%
ROIC	26.41%	30.03%	51.06%	27.03%	199.01%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	69.67%	70.54%	60.98%	65.78%	59.71%
净负债率	-4.28%	-17.39%	-9.78%	-64.45%	-29.00%
流动比率	1.22	1.19	1.40	1.33	1.54
速动比率	0.99	0.96	1.21	1.10	1.33
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.14	5.10	4.55	5.23	5.23
存货周转率	7.86	7.68	8.45	8.37	8.21
总资产周转率	0.81	0.79	0.74	0.76	0.77
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.09	1.15	1.17	1.33	1.53
每股经营现金流	2.81	3.00	-0.35	6.82	-2.99
每股净资产	4.96	5.70	6.62	7.40	8.25
<b>估值比率</b>					
市盈率	11.92	11.34	11.11	9.79	8.53
市净率	2.63	2.28	1.96	1.76	1.58
EV/EBITDA	2.45	3.67	5.64	2.67	3.81
EV/EBIT	3.45	5.12	7.00	3.28	4.59

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com