

重卡核心地位不变，外延整合提供内生动力

投资要点

- **事件：**公司2018年上半年实现营业收入822.6亿元，比17年同期增长13.8%；实现归母净利润43.9亿元，同比增长65.8%。
- **传统主业跟随重卡行情维持正增长，核心零部件受益情况有所分化。**公司整车及关键零部件实现收入400.6亿元，受益18h1重卡景气周期延续，占收入比重提升5.3个百分点至48.7%，其中潍柴动力旗下陕汽实现重卡销量8.4万台，增长14.4%，略低于行业15.1%的整体增速，五大重卡主机厂竞争格局保持相对稳定。核心零部件方面，各主机厂自配发动机趋势明确，公司重卡用发动机销售19.4万台，同比增长8.9%，市场份额有所下滑，不过通过报表推测2018年h1重卡发动机均价大约在107200元/台，17年h1在102800元/台，大排量产品结构占比有所提升；变速箱未形成自配趋势，销售52.3万台，同比增长22.4%，市占率75.2%牢固霸占龙头地位。
- **外延整合效果持续提升，公司内生增长动力足。**18年3月29日公司根据财政部规定变更了相应会计政策，18h1资产减值损失和信用减值损失合计约2.8亿，相比17年同期9.5亿的减值损失大幅降低。剔除该项目影响，公司归母净利润仍然保持在40%以上的增长水平。公司利润受毛利率波动敏感性强，毛利率每变动0.5个百分点，公司归母净利润影响在接近10%左右，公司各业务板块保持竞争优势，2018h1主营业务综合毛利率提升近0.6个百分点至22%。海外主要资产凯傲集团实现收入298.6亿，净利润率3%，同比提高了0.7个百分点。贡献归母净利润3.9亿元，同比增长39%。预计伴随未来公司全球布局的协同效应的持续释放，毛利率与净利润还将保持增长。
- **内外兼修，看好未来物流一体化产业布局。**公司未来长期整合方向是依托物流车、叉车、新能源动力系统的硬件支持，通过Dematic的软件应用切入智能仓储物流领域。目前在欧美市场凯傲和Dematic已经形成了互补，未来更应期待公司居临下，在国内广阔的仓储物流产业链上攻城拔寨。
- **盈利预测与评级。**预计2018-2020年EPS分别为0.91元、0.98元、1.12元，对应动态PE分别为9倍、8倍、7倍，未来三年归母净利润复合增速有望保持在8%以上的水平。考虑到目前公司估值优势明显，去周期化布局的完成和重卡销量未来三年有望继续保持高位的格局，给予公司2018年11倍估值，对应目标价10.01元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**商誉减值风险；2018年下半年物流车销售严重低迷。

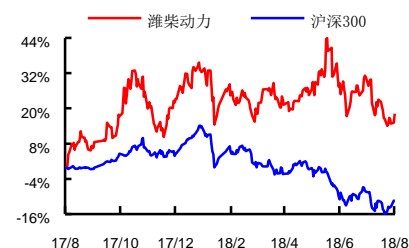
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	151569.39	168443.48	175013.13	190705.50
增长率	62.66%	11.13%	3.90%	8.97%
归属母公司净利润（百万元）	6808.34	7315.45	7861.24	8948.24
增长率	178.89%	7.45%	7.46%	13.83%
每股收益EPS（元）	0.85	0.91	0.98	1.12
净资产收益率ROE	16.29%	14.88%	14.06%	14.04%
PE	9	9	8	7
PB	1.78	1.47	1.28	1.11

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：石川
 执业证号：S1250518070001
 电话：023-67898871
 邮箱：sc@swsc.com.cn
 联系人：刘洋
 电话：021-58351909
 邮箱：liuyqc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	79.97
流通A股(亿股)	43.10
52周内股价区间(元)	6.9-9.75
总市值(亿元)	627.78
总资产(亿元)	1,962.35
每股净资产(元)	4.65

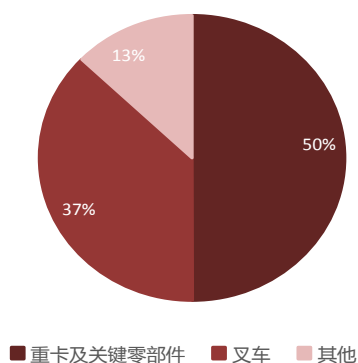
相关研究

1 重卡动力龙头经营稳健，稳步推进产业链整合

潍柴动力为国内最大的大功率高速柴油发动机制造商，2007 年通过收购湘火炬登陆 A 股，并完成从动力总成、核心零部件至重卡整车的全产业链整合。此后十余年年公司以重卡产业链为基础，历经 2008 年-2012 年，收购博杜安、林德液压，完成液压系统产业链布局；2013 年-2016 年，重组凯傲，收购 Dematic，完成智能物流产业链布局；2017 年之后，战略入主美国 PSI，布局可替代燃料动力的新能源业务，实现海外当地制造，由国内重卡动力龙头向全球有竞争力的装备制造产业集团扎实迈进。

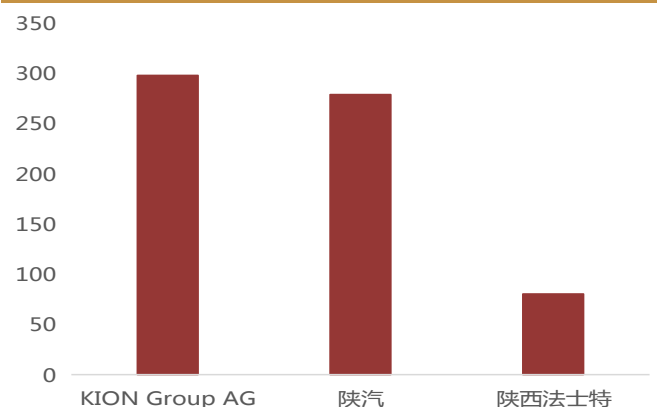
公司主营业务结构：伴随公司全球布局和业务外延的不断壮大，公司主营业务结构由传统的重卡整车、发动机、变速箱等产品导向，朝重卡整车及零部件、叉车生产仓库技术及供应链解决方案服务、非汽车用发动机及零部件的立体业务条线转向。2017 年公司分业务收入中，43.7%来自整车及关键零部件；38.5%来自叉车仓库及供应链解决方案服务；7.5%来自非汽车用发动机；6.5%来自其他非主要汽车零部件；3.7%来自其他业务。受益国内重卡市场景气度提高，国内收入占比持续小幅提升，从 2015 年 45.5%占比提升至 2017 年 56.9%。毛利率方面，公司整体制造业务保持在 22.2%的水平，各业务条线毛利率水平波动不大。

图 1：公司 2018h1 主营业务收入结构情况



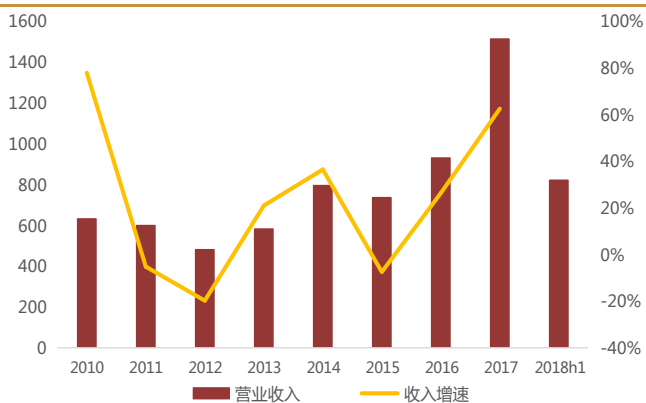
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司 2018h1 三大主要业务子公司收入情况（亿元）

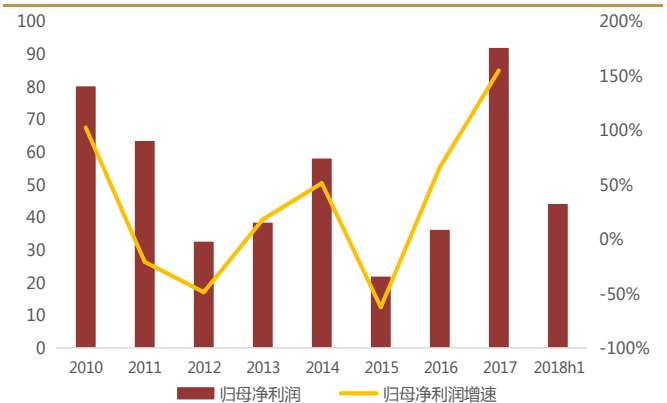


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩状况：2014 年凯傲并表之前，公司收入增速深度绑定重卡板块。2011 年-2012 年重卡市场受“4 万亿”投资后周期高保有量高基数影响，同比增速出现较大下滑，潍柴动力收入与归母净利润随之出现明显下探。随着公司去周期化布局的不断推进，非重卡板块业务贡献利润逐渐提高，叠加自 2016 年开启的重卡新一轮向上拐点行情，16 年、17 年归母净利润分别实现 75.5%，178.9%的大幅增长。2018 年重卡增长逻辑延续，物流一体化产业布局提供未来增长空间。

图 3：公司 2010 年以来营业收入及增速（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2010 年以来归母净利润及增速（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：2018 年 1-7 月份重卡受益工程车板块景气度延续，行业销量实现约 8.8% 的同比增长。3 季度伴随工程车需求向下拐点出现，叠加物流车市场整体平稳，全年预计重卡销量维持在去年 110 万台的水平，2019 年有望在国三退出的影响下继续延续景气度，至 2020 年高保有量或导致行业逐步小幅回落；

假设 2：叉车仓储产业链伴随公司国际市场布局的完善，品牌竞争力提升，毛利率逐步提升；

假设 3：公司非汽车用核心零部件产线升级改造，产能效率提升，原 3-4 个工人/加工工位减少至 1 个工人/加工工位。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：潍柴动力各类产品收入分业务预测表（百万元）

	2017A	2018E	2019E	2020E
合计				
营业收入	151569.4	168443.5	175013.1	190705.5
yoy	62.7%	11.1%	3.9%	9.0%
营业成本	118467.6	129152.2	133941.1	146130.5
毛利率	21.8%	23.3%	23.5%	23.4%
重卡及核心零部件				
营业收入	66,267.63	66930.3	67599.6	64219.6
yoy	76.8%	1.0%	1.0%	-5.0%
营业成本	52,262.14	51201.7	51713.7	49128.0
毛利率	21.1%	23.5%	23.5%	23.5%
非汽车用发动机				

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	11,371.82	17057.7	23880.8	31045.1
yoy	71.5%	50.0%	40.0%	30.0%
营业成本	9,722.96	14584.4	20418.2	26543.7
毛利率	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%
叉车				
营业收入	58,376.32	67132.8	77202.7	88783.1
yoy	42.2%	15.0%	15.0%	15.0%
营业成本	43,919.88	49006.9	55508.3	63834.5
毛利率	24.8%	27.0%	28.1%	28.1%
其他汽车零部件				
营业收入	9,913.70	11400.8	112.0	128.8
yoy	107.5%	15.0%	15.0%	15.0%
营业成本	7,576.95	8437.2	82.9	95.3
毛利率	23.6%	26.0%	26.0%	26.0%
其他业务				
收入	5,639.92	5921.9	6218.0	6528.9
yoy	74.8%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	4,985.70	5921.9	6218.0	6528.9
毛利率	11.6%	14.3%	14.3%	14.3%

数据来源：公司公告，西南证券

预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.91 元、0.98 元、1.12 元，对应动态 PE 分别为 9 倍、8 倍、7 倍，未来三年归母净利润复合增速有望保持在 8%以上的水平。考虑到目前公司估值优势明显，去周期化布局的完成和重卡销量未来三年有望继续保持高位的格局，给予公司 2018 年 11 倍估值，对应目标价 10.01 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值情况

	EPS			PE		
	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
中国重汽	1.34	1.41	1.50	13	8.5	8
威孚高科	2.55	2.67	2.86	9.4	7.2	6.7
东风汽车	0.1	0.25	0.31	58.3	15.4	12.3
天润曲轴	0.3	0.34	0.39	19.2	11.3	9.8
隆鑫通用	0.46	0.5	0.57	15.4	10.1	8.8
平均数	—			23	10.5	9.1

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	151569.39	168443.48	175013.13	190705.50	净利润	9178.37	9862.00	10597.78	12063.18
营业成本	118467.63	129152.16	133941.11	146130.47	折旧与摊销	7364.75	4874.86	4874.86	4874.86
营业税金及附加	738.07	685.27	803.67	860.07	财务费用	590.75	2125.84	2112.61	2038.90
销售费用	10337.77	12729.27	12984.75	14046.22	资产减值损失	1950.14	161.35	703.53	392.16
管理费用	9601.59	12677.71	12676.82	13704.62	经营营运资本变动	3675.22	112.84	733.69	135.75
财务费用	590.75	2125.84	2112.61	2038.90	其他	-6500.90	-532.70	-1644.06	-210.00
资产减值损失	1950.14	161.35	703.53	392.16	经营活动现金流净额	16258.33	16604.19	17378.42	19294.84
投资收益	153.92	130.00	130.00	130.00	资本支出	-14440.39	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	100.77	80.00	80.00	80.00	其他	9403.15	-1466.93	1988.97	210.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-5037.23	-1466.93	1988.97	210.00
营业利润	10384.90	11121.87	12000.63	13743.07	短期借款	-1596.76	-3174.89	0.00	0.00
其他非经营损益	137.36	480.48	467.35	448.91	长期借款	-14537.52	0.00	0.00	0.00
利润总额	10522.27	11602.35	12467.97	14191.97	股权融资	4104.38	0.00	0.00	0.00
所得税	1343.90	1740.35	1870.20	2128.80	支付股利	-2199.24	-1361.67	-1463.09	-1572.25
净利润	9178.37	9862.00	10597.78	12063.18	其他	7631.41	-183.64	-7708.86	-2038.90
少数股东损益	2370.02	2546.55	2736.54	3114.94	筹资活动现金流净额	-6597.74	-4720.20	-9171.95	-3611.14
归属母公司股东净利润	6808.34	7315.45	7861.24	8948.24	现金流量净额	4655.76	10417.06	10195.44	15893.70
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	34221.84	44638.90	54834.34	70728.03	成长能力				
应收和预付款项	40281.21	47877.56	49175.62	53325.03	销售收入增长率	62.66%	11.13%	3.90%	8.97%
存货	19850.82	21883.12	23452.24	25194.54	营业利润增长率	152.16%	7.10%	7.90%	14.52%
其他流动资产	5986.31	6411.95	4798.69	5194.53	净利润增长率	155.22%	7.45%	7.46%	13.83%
长期股权投资	2638.94	2638.94	2638.94	2638.94	EBITDA 增长率	77.31%	-1.19%	4.78%	8.79%
投资性房地产	569.21	569.21	569.21	569.21	获利能力				
固定资产和在建工程	28285.56	26191.65	24097.73	22003.81	毛利率	21.84%	23.33%	23.47%	23.37%
无形资产和开发支出	46939.00	44186.40	41433.79	38681.19	三费率	13.55%	16.35%	15.87%	15.62%
其他非流动资产	10865.28	12513.87	12485.53	12457.18	净利率	6.06%	5.85%	6.06%	6.33%
资产总计	189638.17	206911.59	213486.08	230792.46	ROE	16.29%	14.88%	14.06%	14.04%
短期借款	3174.89	0.00	0.00	0.00	ROA	4.84%	4.77%	4.96%	5.23%
应付和预收款项	56341.71	65142.51	67638.47	73079.21	ROIC	16.97%	20.69%	23.75%	28.84%
长期借款	15678.59	15678.59	15678.59	15678.59	EBITDA/销售收入	12.10%	10.76%	10.85%	10.83%
其他负债	58087.98	59825.96	54769.80	56144.51	营运能力				
负债合计	133283.18	140647.06	138086.86	144902.31	总资产周转率	0.86	0.85	0.83	0.86
股本	7997.24	7997.24	7997.24	7997.24	固定资产周转率	5.73	6.47	7.31	8.73
资本公积	135.90	135.90	135.90	135.90	应收账款周转率	12.17	10.74	9.78	10.20
留存收益	28515.60	34469.38	40867.52	48243.52	存货周转率	6.32	5.96	5.81	5.96
归属母公司股东权益	35239.52	42602.51	49000.66	56376.66	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	81.13%	—	—	—
少数股东权益	21115.47	23662.02	26398.56	29513.50	资本结构				
股东权益合计	56354.99	66264.53	75399.22	85890.15	资产负债率	70.28%	67.97%	64.68%	62.78%
负债和股东权益合计	189638.17	206911.59	213486.08	230792.46	带息债务/总负债	21.99%	18.58%	18.93%	18.04%
					流动比率	1.28	1.42	1.60	1.72
					速动比率	1.03	1.16	1.31	1.44
					股利支付率	32.30%	18.61%	18.61%	17.57%
					每股指标				
					每股收益	0.85	0.91	0.98	1.12
					每股净资产	4.41	5.33	6.13	7.05
					每股经营现金	2.03	2.08	2.17	2.41
					每股股利	0.28	0.17	0.18	0.20
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	18340.41	18122.57	18988.10	20656.83					
PE	9.22	8.58	7.99	7.02					
PB	1.78	1.47	1.28	1.11					
PS	0.41	0.37	0.36	0.33					
EV/EBITDA	2.77	1.96	1.04	0.19					
股息率	3.50%	2.17%	2.33%	2.50%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn