

经营业绩全面向好，商用动力龙头厚积薄发

投资要点

- **事件:** 公司公布 2018 年年报，合计实现营业收入 1592.6 亿元，yoy+5.1%；实现归母净利润 86.6 亿元，yoy+27.2%。
- **“重卡+工程机械”高景气度下，公司核心动力供应龙头地位稳固。** 2018 年重卡行业整体实现销量 114.8 万台，同比增长 2.8%。公司重卡发动机实现销售 36.3 万台，同比 2017 年持平，市占率 31.6%，远高于同类企业。而公司旗下控股的重卡、变速箱、叉车等板块，分别实现销售 15.3 万台、90.9 万台、20.4 万台，同比分别增长 2.7%、8.9%、6.1%。2019 年 1-2 月固定投资增速持续回升，工程机械销量同比增速持续超预期，潍柴动力在非道路发动机方面，将作为核心配套供应商继续受益；在道路发动机方面，随着在重汽配套份额的提升，将进一步提高市占率。
- **公司财务指标全面向好，经营格局持续改善。** 2018Q4 公司毛利率 24.3%，环比较 2018Q3 提高约 3 个百分点，环比较 2017Q4 提高约 2 个百分点。同时受益 2018 年资产和信用减值 8.4 亿元，较 2017 年 19.5 亿元大幅度减少的影响，公司净利润率提升 1.2 个百分点至 7.3%，其中除凯傲略有下降以外，陕重汽、法士特齿轮、潍柴本部净利润水平均有上升。费用率方面同比略降 0.2 个百分点至 13.4%，而研发费用达到 65 亿元超过 2017 年水平，占营收比例提高 0.35 个百分点至 4.08%。资产负债率降低至 69.7%，销售回款占营业收入比提升至 90.4%，同比分别有 0.6 个百分点和 9.2 个百分点的改善。
- **中国版“康明斯”雏形渐显，“国六”加速巩固公司护城河优势。** 公司在柴油发动机为核心的基础上，历经近 10 年的布局，稳步推进并完成了对博杜安、林德液压、凯傲、Dematic 的收购，战略入主美国 PSI。完成了液压系统、智能仓储物流等板块的布局，并积极进军燃料电池板块。公司在完整的商用车动力黄金产业链上，通过不断整合产业外延，通过收购和引进巩固技术壁垒，通过国产替代打造成本优势，最终有望打造成为国内独占的商用动力供应龙头。
- **盈利预测与评级:** 基于排放和监管政策趋严对公司道路非道路产品市占率提升的全面促进，我们上调盈利预测，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.33 元、1.58 元、1.76 元，对应动态 PE 分别为 8 倍、7 倍、6 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 固定投资增速回升或不及预期，宏观经济或持续低迷。

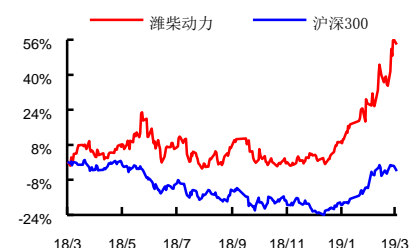
西南证券研究发展中心

分析师: 刘洋
 执业证号: S1250518090002
 电话: 021-58351909
 邮箱: liuyqc@swsc.com.cn

联系人: 宋伟健
 电话: 021-58351812
 邮箱: swj@swsc.com.cn

联系人: 冯未然
 邮箱: fwr@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)	79.34
流通 A 股(亿股)	42.44
52 周内股价区间(元)	7.41-11.76
总市值(亿元)	888.59
总资产(亿元)	2,052.76
每股净资产(元)	4.92

相关研究

1. 潍柴动力 (000338): 短期增速放缓，打造商用车龙头目标明确 (2018-10-31)
2. 潍柴动力 (000338): 重卡核心地位不变，外延整合提供内生动力 (2018-08-29)

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	159255.83	172353.27	197715.76	203831.23
增长率	5.07%	8.22%	14.72%	3.09%
归属母公司净利润 (百万元)	8657.53	10574.67	12560.37	13961.05
增长率	27.16%	22.14%	18.78%	11.15%
每股收益 EPS (元)	1.09	1.33	1.58	1.76
净资产收益率 ROE	18.67%	18.65%	18.56%	17.50%
PE	10	8	7	6
PB	2.26	1.79	1.48	1.24

数据来源: Wind, 西南证券

盈利预测与估值

关键假设：

1) 假设 2019-2021 年，受益于国六抢装和存量车置换，19、20 年重型柴油车市场需求维持在 100-120 万台的高位，2021 年或出现 5-10% 的回落。

2) 假设 2019-2021 年，19、20 年非道路动力板块方面，工程机械高景气度下市场需求维持 50% 以上的较高增速，2021 年相较峰值或出现 20% 回落。

3) 假设 2019-2021 年，叉车板块及其他业务随国内固定资产投资增速波动影响较小，市场需求维持小幅稳定增长。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率（百万元）

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
重卡及核心零部件	收入	66,267.63	70,840.1	72,186.1	68,793.3
	增速	76.8%	6.9%	1.9%	-4.7%
	毛利率	21.1%	22.5%	22.5%	24.5%
非汽车用发动机	收入	11,371.82	17,057.7	28,998.1	24,648.4
	增速	71.5%	50.0%	70.0%	-15.0%
	毛利率	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%
叉车	收入	58,376.32	67,132.8	77,202.7	88,783.1
	增速	42.2%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%
其他汽车零部件	收入	9,913.70	11,400.8	13,110.9	15,077.5
	增速	107.5%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	23.6%	23.6%	23.6%	23.6%
其他业务	收入	5,639.92	5,921.9	6,218.0	6,528.9
	增速	74.8%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%
合计	收入	159,255.8	172,353.3	197,715.8	203,831.2
	增速	5.1%	8.2%	14.7%	3.1%
	毛利率	22.3%	21.9%	21.6%	22.6%

数据来源：公司公告，西南证券

预计 2019-2021 年归母净利润 105.7 亿元、125.6 亿元、139.6 亿元，对应 EPS 分别为 1.33 元、1.58 元、1.76 元，对应估值 8 倍、7 倍、6 倍，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	159255.83	172353.27	197715.76	203831.23	净利润	11625.73	14200.17	16866.65	18747.55
营业成本	123686.41	134628.79	155060.31	157862.62	折旧与摊销	7403.92	3561.68	3561.68	3561.68
营业税金及附加	723.22	801.55	912.30	942.99	财务费用	75.34	428.35	44.66	536.44
销售费用	10619.17	11580.12	13250.68	13672.04	资产减值损失	633.52	633.52	703.53	392.16
管理费用	6259.51	8155.60	8827.54	9282.09	经营营运资本变动	7794.80	-7479.74	661.85	-266.85
财务费用	75.34	428.35	44.66	536.44	其他	-5271.69	-419.27	-1681.58	-829.68
资产减值损失	633.52	633.52	703.53	392.16	经营活动现金流净额	22261.63	10924.71	20156.79	22141.30
投资收益	464.81	153.92	464.81	464.81	资本支出	-5120.10	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	177.06	40.84	106.22	108.04	其他	-2060.87	-1119.89	2698.89	572.85
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-7180.96	-1119.89	2698.89	572.85
营业利润	13603.73	16320.10	19487.78	21715.74	短期借款	2297.88	-5472.77	0.00	0.00
其他非经营损益	254.56	385.98	355.33	340.20	长期借款	-4770.08	0.00	0.00	0.00
利润总额	13858.28	16706.08	19843.12	22055.94	股权融资	-22.20	0.00	0.00	0.00
所得税	2232.55	2505.91	2976.47	3308.39	支付股利	0.00	-1731.51	-2114.93	-2512.07
净利润	11625.73	14200.17	16866.65	18747.55	其他	-4485.89	3199.17	-6943.36	-536.44
少数股东损益	2968.21	3625.49	4306.28	4786.50	筹资活动现金流净额	-6980.30	-4005.10	-9058.29	-3048.51
归属母公司股东净利润	8657.53	10574.67	12560.37	13961.05	现金流量净额	8125.35	5799.72	13797.39	19665.64
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	38209.95	44009.68	57807.07	77472.72	成长能力				
应收和预付款项	40319.05	44975.57	50992.99	52578.86	销售收入增长率	5.07%	8.22%	14.72%	3.09%
存货	20674.29	22094.30	25916.46	26249.53	营业利润增长率	31.00%	19.97%	19.41%	11.43%
其他流动资产	8902.18	8102.02	6247.72	6313.68	净利润增长率	26.66%	22.14%	18.78%	11.15%
长期股权投资	4463.59	4463.59	4463.59	4463.59	EBITDA 增长率	14.95%	-3.67%	13.71%	11.78%
投资性房地产	593.46	593.46	593.46	593.46	获利能力				
固定资产和在建工程	32298.17	30972.78	29647.39	28322.01	毛利率	22.33%	21.89%	21.57%	22.55%
无形资产和开发支出	46776.99	44563.54	42350.09	40136.65	三费率	10.65%	11.70%	11.19%	11.52%
其他非流动资产	13038.69	14330.49	14307.65	14284.80	净利率	7.30%	8.24%	8.53%	9.20%
资产总计	205276.37	214105.44	232326.43	250415.30	ROE	18.67%	18.65%	18.56%	17.50%
短期借款	5472.77	0.00	0.00	0.00	ROA	5.66%	6.63%	7.26%	7.49%
应付和预收款项	54485.83	60260.55	68474.93	70032.94	ROIC	21.32%	27.00%	31.08%	36.81%
长期借款	10908.51	10908.51	10908.51	10908.51	EBITDA/销售收入	13.24%	11.78%	11.68%	12.66%
其他负债	72149.93	66792.85	62047.75	62343.13	营运能力				
负债合计	143017.04	137961.91	141431.19	143284.58	总资产周转率	0.81	0.82	0.89	0.84
股本	7997.24	7997.24	7997.24	7997.24	固定资产周转率	5.64	5.99	7.20	7.80
资本公积	113.70	113.70	113.70	113.70	应收账款周转率	11.92	11.92	11.91	11.50
留存收益	33118.25	41961.41	52406.85	63855.82	存货周转率	5.97	6.24	6.40	6.04
归属母公司股东权益	39313.73	49572.44	60017.87	71466.85	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.35%	—	—	—
少数股东权益	22945.59	26571.09	30877.37	35663.87	资本结构				
股东权益合计	62259.33	76143.53	90895.24	107130.72	资产负债率	69.67%	64.44%	60.88%	57.22%
负债和股东权益合计	205276.37	214105.44	232326.43	250415.30	带息债务/总负债	20.03%	16.80%	16.39%	16.17%
					流动比率	1.22	1.47	1.66	1.88
					速动比率	0.99	1.19	1.36	1.57
					股利支付率	0.00%	16.37%	16.84%	17.99%
					每股指标				
					每股收益	1.09	1.33	1.58	1.76
					每股净资产	4.96	6.25	7.56	9.01
					每股经营现金	2.81	1.38	2.54	2.79
					每股股利	0.00	0.22	0.27	0.32
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	21082.99	20310.13	23094.12	25813.86					
PE	10.26	8.40	7.07	6.36					
PB	2.26	1.79	1.48	1.24					
PS	0.56	0.52	0.45	0.44					
EV/EBITDA	3.23	2.74	1.51	0.59					
股息率	0.00%	1.95%	2.38%	2.83%					

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn