

潍柴动力（000338）：国六升级渐近，龙头优势放大

——商用车龙头系列深度报告之（一）

报告摘要：

潍柴动力是国内重卡柴油机龙头，2018年市占率32%。从2020年起陆续实施的柴油机国六排放标准难度史无前例，柴油机门槛将大幅提升。作为业内首屈一指的企业，潍柴将明显受益于门槛提升带来的市场集中度提升。

潍柴动力在产业链中议价能力较高，国六阶段优势将更为明显。公司几乎配套了国内所有主要的重卡厂商，不对任何一个客户构成重大依赖。同时，公司关键零部件的供应格局较为分散。重型柴油机部分关键零部件由外资跨国巨头把持，而潍柴对单一供应商依赖较小。较强的议价能力使得公司的现金流较为充裕，净营业周期不仅远远优于一般的汽车零部件供应商，还优于多数整车厂。充裕的现金流确保了公司投资、融资活动的顺利进行。

中国重汽的重卡柴油机需求将显著加厚潍柴的营收，海外需求向好。公司在重汽的配套量不断加大，有望在除13L以外的其他领域占据多数份额。重汽和陕重汽是近年海外营收增长最为迅速的中国重卡企业，在“一带一路”沿线国家对二手跨国品牌重卡的替代成果明显。2018年两家的海外KD工厂都实现了本地化生产和销售。协同客户海外发展，潍柴将长期保持相当程度的成长性，国内重卡需求波动带来的周期性将部分得到平抑。

对标全球柴油机龙头康明斯，潍柴发动机业务（母公司）的盈利能力按EBITDA%口径已经占优。本世纪以来公司的柴油机业务体量逐渐向康明斯趋近。潍柴与康明斯的发动机产品结构相近，看好潍柴市占率持续提升。

参考跨国巨头估值，给予潍柴发动机业务2019年7.15x EV/EBITDA，对应789亿元市值。预计整个上市公司2019/2020/2021年营收为1,622/1,638/1,731亿元，EPS为1.19/1.21/1.28元，对应PE为9.9/9.8/9.3x。给予2019年12x PE，升目标价至14.5元。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：全球化趋势发生根本逆转；原材料价格大幅上涨。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	151,569	159,256	162,162	163,770	173,073
增长率（%）	62.7%	5.1%	1.8%	1.0%	5.7%
净利润（百万元）	9,178	11,626	12,715	12,872	13,594
增长率（%）	155.2%	26.7%	9.4%	1.2%	5.6%
净资产收益率（%）	19.3%	22.0%	21.1%	19.7%	19.3%
每股收益（元）	0.85	1.08	1.19	1.21	1.28
PE	13.91	10.94	9.9	9.8	9.3
PB	2.68	2.40	2.09	1.93	1.78

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

2019年07月09日

强烈推荐/维持

潍柴动力

公司报告

公司简介：

潍柴动力是国内重型柴油机龙头。同时，旗下法士特变速箱是重卡变速箱龙头，陕重汽为重要的重卡厂商，凯傲与德马泰克是世界知名的叉车和物流系统生产厂商。公司还与巴拉德合作氢燃料电池业务。

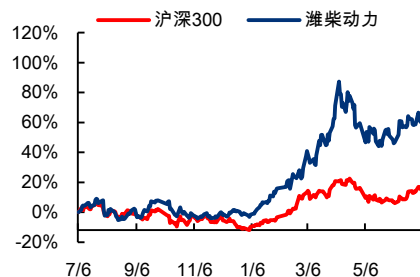
未来3-6个月重大事项提示：

2019-8-30 发布2019年中报

交易数据

52周股价区间（元）	12.48-7.94
总市值（亿元）	990.15
流通市值（亿元）	529.63
总股本/流通A股（万股）	793387/424384
流通B股/H股（万股）	/194304
52周日均换手率	1.4

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517080001

研究助理

刘一鸣

021-25102862

liu_ym@dxzq.net.cn

目 录

1. 重型柴油机独占鳌头	4
1.1 重卡柴油机龙头，2019Q1 市占率 34%	4
1.2 国六柴油机严阵以待，龙头地位将更加稳固	6
1.3 柴油机业务是上市公司的坚实基础	8
2. 潍柴在产业中的竞争优势	10
2.1 重型柴油机全方位配套各大重卡厂商	10
2.1.1 不对任何一家客户形成严重依赖	10
2.1.2 陕重汽、重汽的柴油机需求确保基本盘	11
2.1.3 协同下游，共谱海外业务强音	14
2.2 体量大导致供应商相对分散	14
2.3 面对寡头垄断市场：积极拓宽产品线，加速海外经营	15
2.3.1 重卡柴油机市场——寡头垄断市场	15
2.3.2 谱系宽广，微-轻-中-重型商用车全方位覆盖	16
2.3.3 协同兄弟企业出海	16
2.4 国六进一步提升柴油机市场门槛	17
2.5 强势地位造就优秀营业周期	18
3. 对标分析——母公司盈利能力强于全球龙头康明斯	19
3.1 潍柴发动机业务体量逐渐成长为全球重要一极	19
3.2 潍柴发动机盈利能力全球领先	20
4. 业务、盈利预测及投资建议	22
5. 风险提示	23
相关报告汇总	25

插图目录

图 1：2018 年多缸柴油机市场格局	4
图 2：多缸柴油机主要用途	4
图 3：潍柴重卡发动机年销量及同比增速	4
图 4：潍柴重卡发动机历年市场份额	4
图 5：潍柴重卡发动机为陕重汽及其他客户配套的比例	5
图 6：潍柴装载机发动机年销量及同比增速	5
图 7：潍柴装载机发动机历年市场份额	5
图 8：柴油车国五、国六 a 和国六 b 各种污染物的排放标准限制	6
图 9：重型柴油机典型的国六后处理系统	6
图 10：国六重型柴油机 DPF 催化剂市场格局	7
图 11：国六重型柴油机 DPF 蜂窝陶瓷市场格局	7
图 12：重型柴油机尾气后处理装置产业链	7
图 13：潍柴动力上市公司主要业务	8

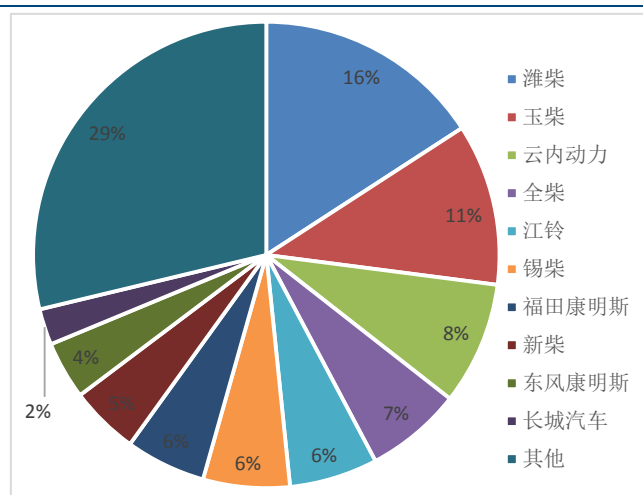
图 14: 潍柴动力营收及同比增速（合并报表）	9
图 15: 潍柴动力归母净利润及同比增速（合并报表）	9
图 16: 潍柴动力营收及同比增速（母公司）	9
图 17: 潍柴动力归母净利润及同比增速（母公司）	9
图 18: 潍柴母公司营收与净利润占上市公司比例	9
图 19: 潍柴国六柴油机的客户分布	10
图 20: 匹配潍柴 WP10 发动机的重汽斯太尔车型	12
图 21: 匹配潍柴 WP12 发动机的重汽汕德卡车型	12
图 22: 全国重卡按月销量	12
图 23: 2015-2019 年牵引车月度销量	13
图 24: 2007 年以来牵引车占重卡销量比重	13
图 25: 中国重卡行业海外业务格局	14
图 26: 中国重汽与陕重汽重卡海外业务预测	14
图 27: 国六后处理催化器供应格局	15
图 28: 国六后处理催化载体/DPF 供应格局	15
图 29: 国六柴油车增压器供应格局	15
图 30: 国内主要柴油机厂商的配套能力	16
图 31: 高压共轨系统	17
图 32: 后处理催化载体/DPF	17
图 33: 卡车产业链净营业周期对比	18
图 34: 卡车产业链存货周转周期对比	18
图 35: 康明斯（CMI.N）营收及同比增速	19
图 36: 康明斯发动机业务直接营收及同比增速	19
图 37: 国内外柴油机公司 EBITDA%对比	20
图 38: 潍柴与康明斯重型机占比对比	20
图 39: 潍柴重卡发动机在主要客户的份额及预测	22
图 40: 潍柴重型柴油机销售拆分	22

1. 重型柴油机独占鳌头

1.1 重卡柴油机龙头, 2019Q1 市占率 34%

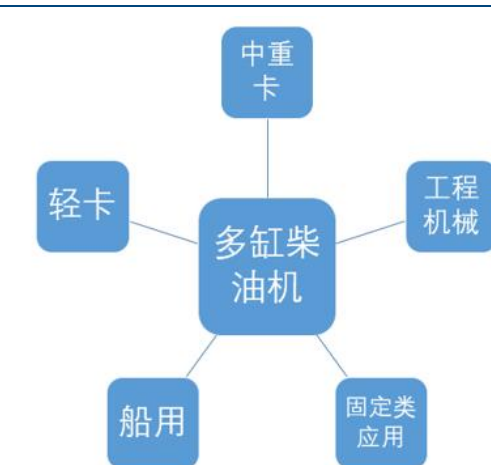
潍柴是中国多缸柴油机（主要为车用柴油发动机）行业的领军企业，2018 年全年共销售 43.9 万台，市场占有率为 16%，位居全国首位，领先第二名玉柴近 5%。

图 1：2018 年多缸柴油机市场格局



资料来源：中国内燃机工业协会；东兴证券研究所

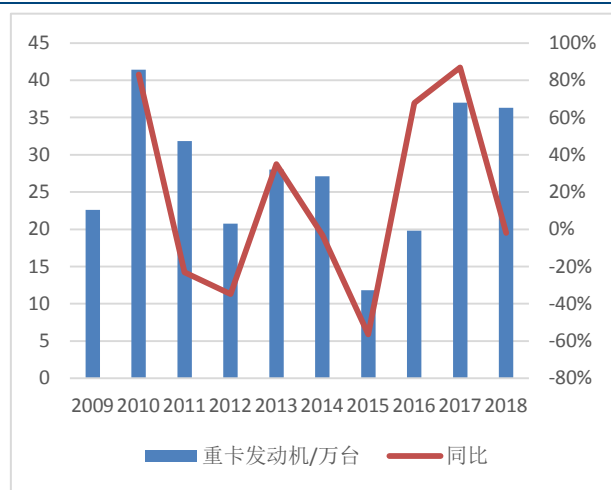
图 2：多缸柴油机主要用途



资料来源：东兴证券研究所

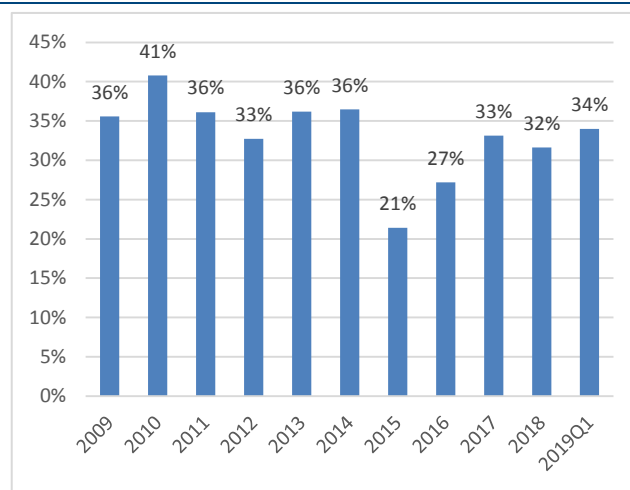
在重卡使用的重型柴油机领域，潍柴的领先地位更加显著，多年占据国内市场首位。2018 年潍柴销售重卡发动机 36 万台，市场份额为 31.6%，2019Q1 进一步提升到 34%。潍柴重卡发动机市场份额在经历了 2015 年福田切换柴油机厂商导致的滑坡后，近年已经逐渐恢复，同时在福田的份额也逐渐恢复。

图 3：潍柴重卡发动机年销量及同比增速



资料来源：公司年报；东兴证券研究所

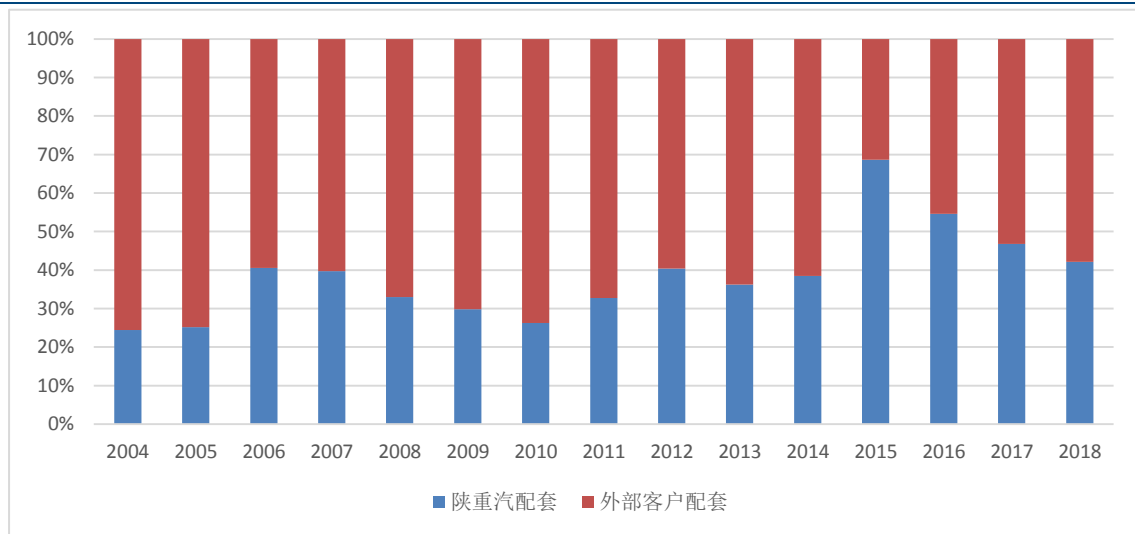
图 4：潍柴重卡发动机历年市场份额



资料来源：公司年报；东兴证券研究所

旗下陕重汽重卡业务近年成长明显, 潍柴重卡发动机业务基本盘愈发稳固。陕重汽重卡的发动机基本由潍柴来配套。本世纪初由于陕重汽的体量较小, 潍柴发动机销售给外部客户的占比层高达 70% 以上。自 2007 年被收购以来, 陕重汽快速发展, 2005-2018 重卡销量 CAGR 远超市场 (19% vs 13%)。陕重汽的快速发展给了潍柴非常坚实的舞台。近年潍柴给陕重汽的配套维持在潍柴重卡发动机总销量的 40%~50%。

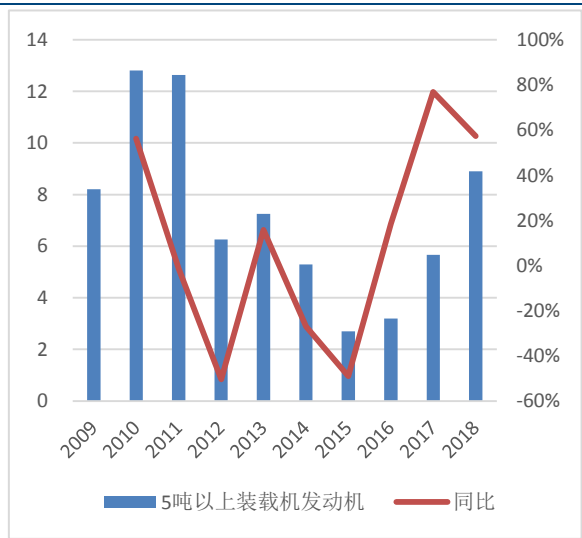
图 5: 潍柴重卡发动机为陕重汽及其他客户配套的比例



资料来源: 公司年报; 东兴证券研究所

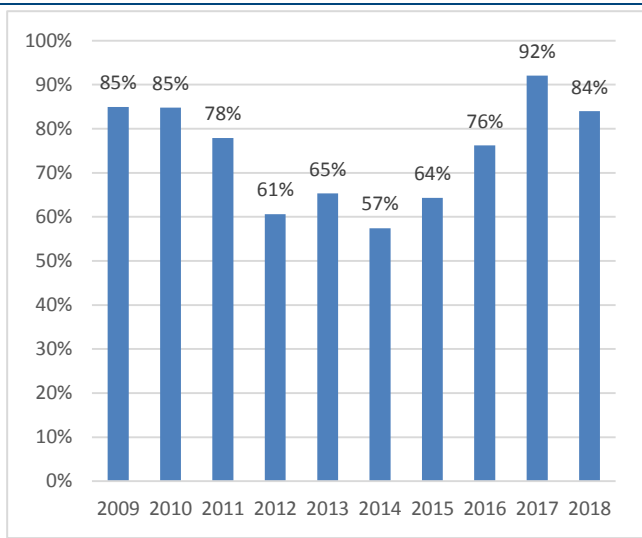
潍柴在多缸柴油机的另一细分领域——装载机用柴油机市场地位稳固。公司 2018 年在 3 吨以上装载机领域销售柴油机 8.9 万台, 市场占有率高达 84%。

图 6: 潍柴装载机发动机年销量及同比增速



资料来源: 公司年报; 东兴证券研究所

图 7: 潍柴装载机发动机历年市场份额



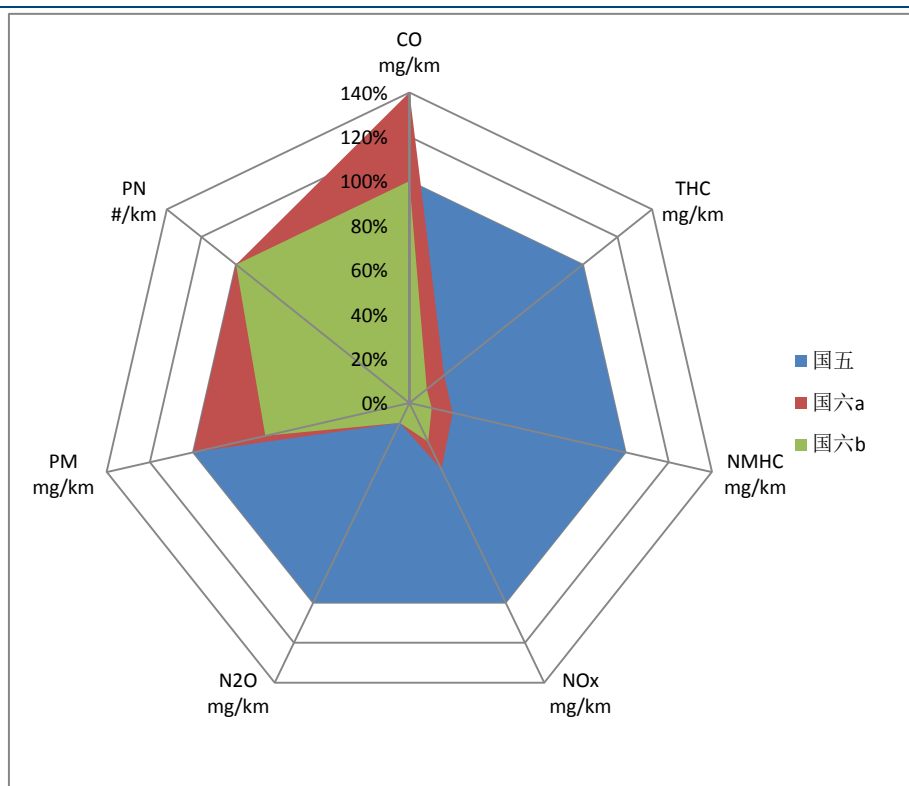
资料来源: 公司年报; 东兴证券研究所

1.2 国六柴油机严阵以待, 龙头地位将更加稳固

重型柴油车满足国六阶段排放标准 (以下简称“国六”) 的难度很大, 相当于给重型柴油机市场增加了一道较高的门槛。作为业内龙头, 潍柴有望受益于 2021 年柴油车国六全面实施后的市场集中度提升。

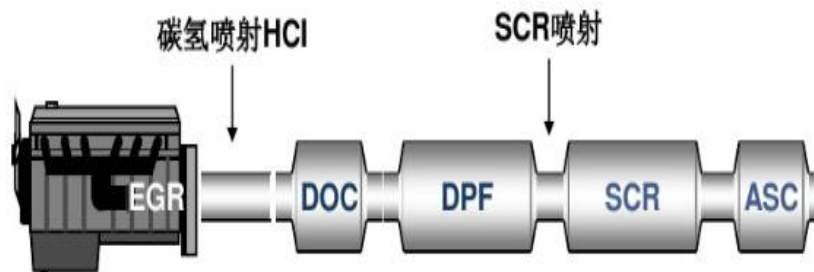
国六重型柴油机需要在国五柴油机基础上加装、升级一系列机内净化、后处理装置才能满足国六的苛刻要求。国六采取燃料中性的原则, 对汽油和柴油发动机排放污染物的评价一视同仁。结合中国的油品现状, 需要采取 DOC+DPF+SCR+ASC 的复杂尾气后系统才能完全满足国六要求, 而其中最为复杂的 DPF 系统国五重卡上通常都没有装备。

图 8: 柴油车国五、国六 a 和国六 b 各种污染物的排放标准限制



资料来源: 国家生态环境部和国家市场监督管理总局, 东兴证券研究所

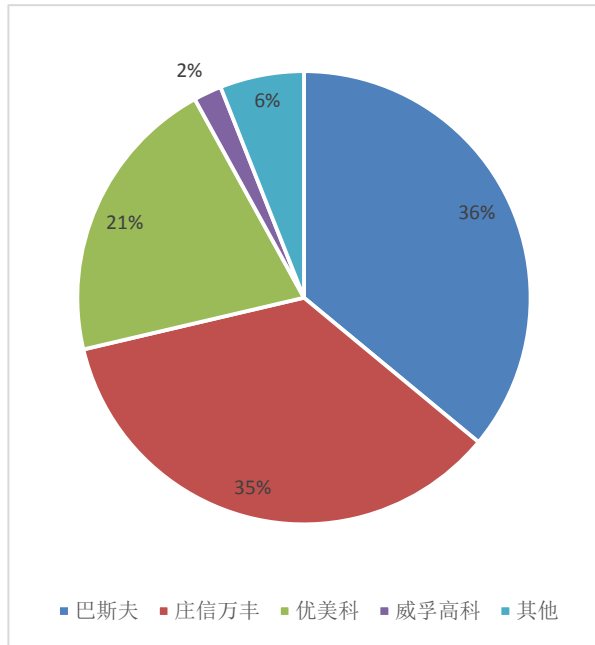
图 9: 重型柴油机典型的国六后处理系统



资料来源：安徽艾可兰公司官网；东兴证券研究所

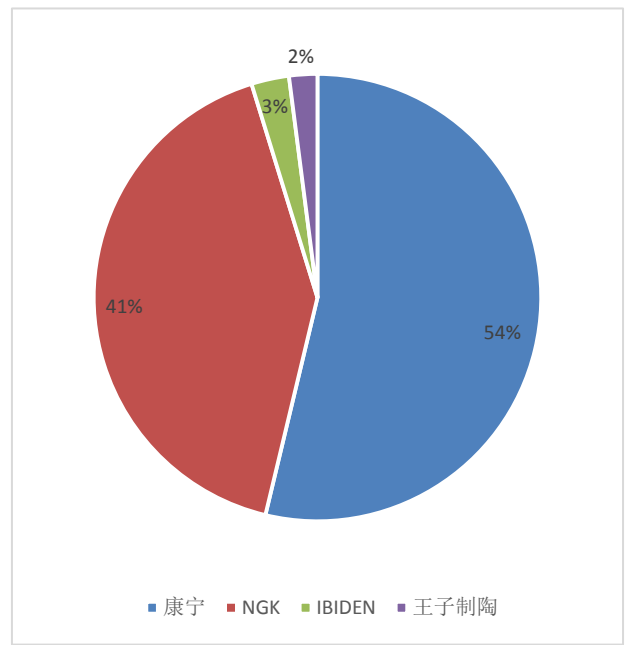
重型柴油机国六阶段后处理系统中的多个上游关键零部件均为外资龙头所把控，自主企业份额很少，给发动机企业的议价能力带来较大挑战。以催化剂涂覆的环节为例：根据机动车环保网截至 2019 年 6 月 21 日的的数据，目前三大国际化工巨头——巴斯夫、优美科和庄信万丰占据了国内已公示国六重型柴油机市场按发动机型号中合计 92% 的份额，包含威孚高科在内的自主企业份额微小。上游的蜂窝陶瓷载体以及 DPF 领域的竞争格局也类似。

图 10：国六重型柴油机 DPF 催化剂市场格局



资料来源：机动车环保网；东兴证券研究所

图 11：国六重型柴油机 DPF 蜂窝陶瓷市场格局



资料来源：机动车环保网；东兴证券研究所

较为强大的技术门槛给了上游外资厂商较为强势的地位，致使包括发动机制造在内的下游企业议价能力下降。而国六超高的技术难度和较大的成本上升（预计单车成增加 1-2 万元）将加剧这一趋势，不排除有部分小发动机厂商退出市场。因此给了包括潍柴在内的头部企业扩大市场份额的机会。

图 12：重型柴油机尾气后处理装置产业链

催化载体（康宁/NGK/Ibiden/国瓷材料（王子制陶））

催化剂涂覆（巴斯夫/优美科/庄信万丰/威孚高科）

排气管封装（佛吉亚/天纳克/银轮等）

发动机装配（潍柴/玉柴/锡柴等）

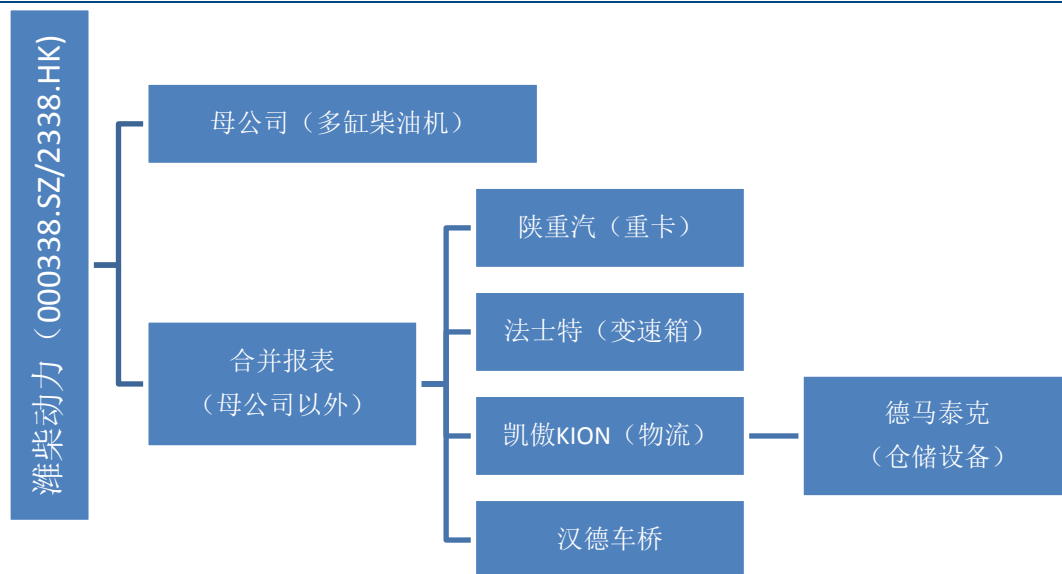
整车装配

资料来源：东兴证券研究所

1.3 柴油机业务是上市公司的坚实基础

潍柴动力上市公司的业务范围较广。母公司主要是多缸（车用）柴油机制造和销售业务，而前后数次并购得来的陕重汽、法士特变速箱、凯傲和德马泰克仓储设备等业务主要是在合并报表中体现。

图 13：潍柴动力上市公司主要业务

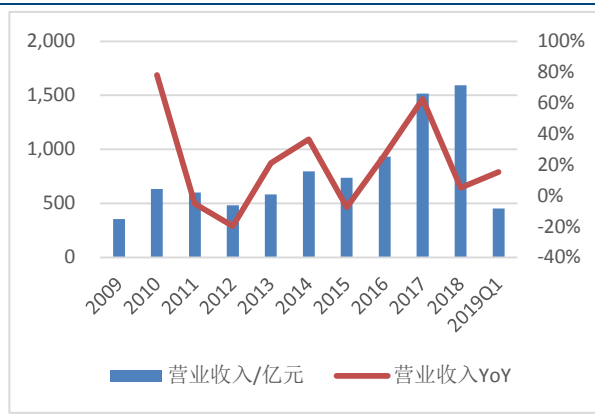


资料来源：公司年报；东兴证券研究所

潍柴动力上市公司 2018 年营收 1,593 亿元，同比增长 5.1%，归母净利润 86.6 亿元，同比增长 27.2%。营收和利润增速都跑赢汽车市场和商用车板块。潍柴无论是体量还是业务的广度都在中国汽车零部件企业中明显领先，在产业链中的议价能力较高，体现在现金流上更像是整车厂而不是零部件厂商。

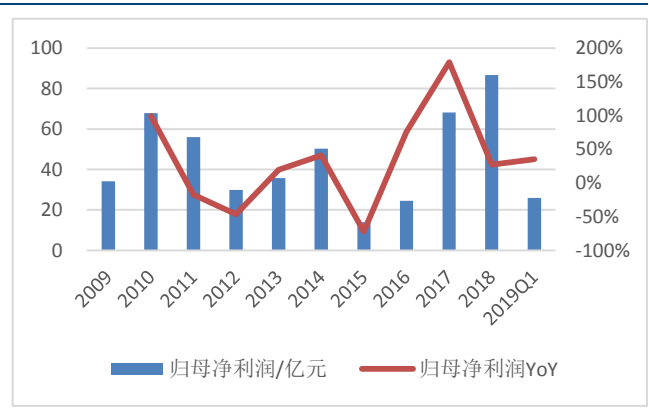
母公司业务方面，潍柴 2018 年营收为 399 亿元，同比微增 0.2%，归母净利润 674 亿元，同比增长 9.3%，增速明显快于汽车市场和商用车板块。

图 14: 潍柴动力营收及同比增速 (合并报表)



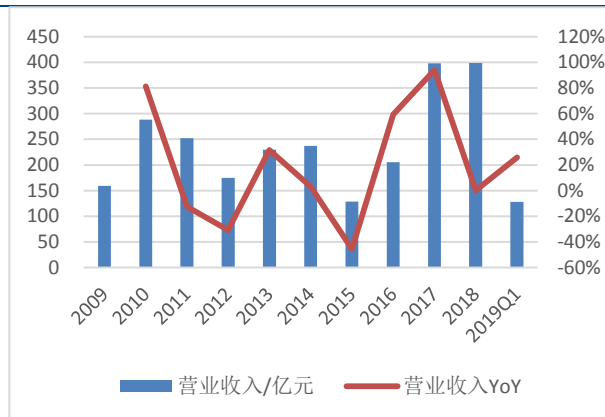
资料来源: WIND; 东兴证券研究所

图 15: 潍柴动力归母净利润及同比增速 (合并报表)



资料来源: WIND; 东兴证券研究所

图 16: 潍柴动力营收及同比增速 (母公司)



资料来源: WIND; 东兴证券研究所

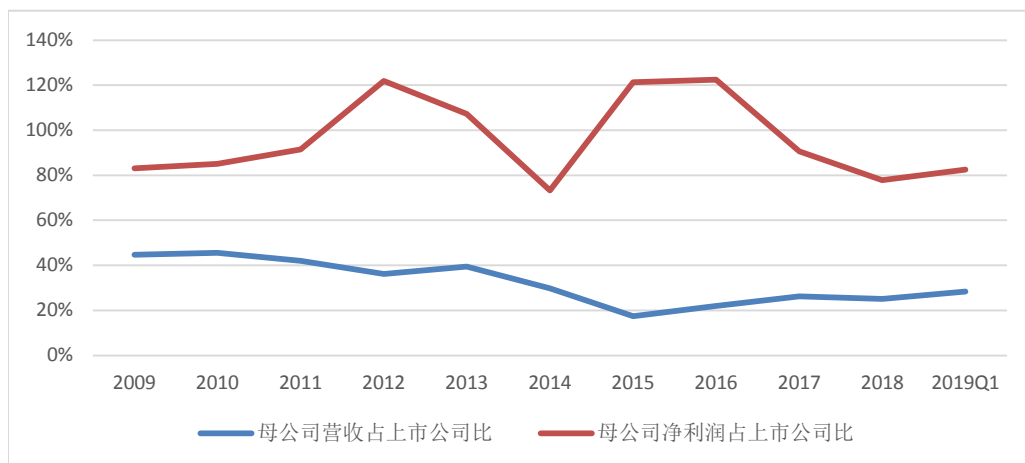
图 17: 潍柴动力归母净利润及同比增速 (母公司)



资料来源: WIND; 东兴证券研究所

潍柴母公司仍然是整个上市公司乃至控股股东的利润奶牛。近年随着收购的不断进行, 潍柴母公司占上市公司营收的比例不断走低, 2018 年不到 30%。然而由于母公司运营着在产业链中品类最全, 议价能力较高的重卡柴油机业务, 盈利能力高于多数并表业务。近年母公司的净利润占上市公司比例几乎一直维持在 80% 以上。来自母公司的利润确保了收购的各类业务能够持续运转、扩张。

图 18: 潍柴母公司营收与净利润占上市公司比例



资料来源：WIND；东兴证券研究所

2. 潍柴在产业中的竞争优势

2.1 重型柴油机全方位配套各大重卡厂商

2.1.1 不对任何一家客户形成严重依赖

潍柴作为重卡市场上最大的柴油发动机供应商，其客户结构较为分散，并不依赖任何一家重卡厂商。而基于其数十年以来良好的口碑和较大的体量，潍柴在其主要客户处的地位均举足轻重，议价能力较高。除了配套旗下的陕重汽之外，潍柴也是一汽解放、福田、江淮汽车、大运汽车、三一和徐工重卡等公司的重卡主力柴油发动机供应商。中国重卡市场上销量前十的厂商中，除了东风、上汽红岩由自身的合资公司来配套发动机之外，几乎全部以潍柴作为主要的发动机厂商。

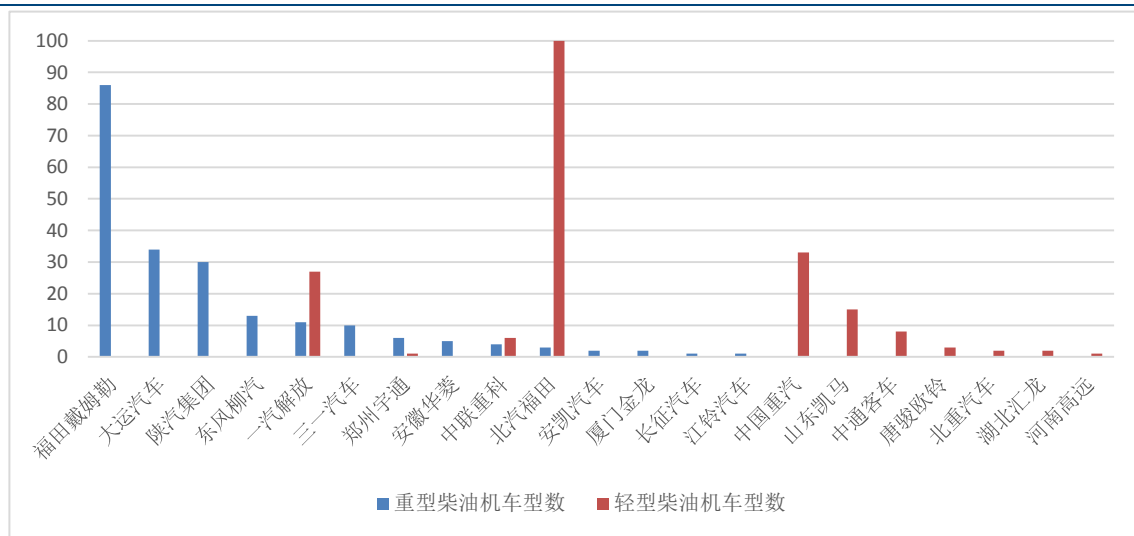
表格 1：国内主要重卡厂商的柴油机来源

	2018 年销量	市场份额	主要发动机厂商	次要发动机厂商
一汽集团	261,300	23%	一汽锡柴	潍柴
东风汽车	217,400	19%	东风康明斯	
中国重汽	189,100	17%	中国重汽	潍柴
陕汽集团	171,500	15%	潍柴	
北汽福田	110,100	10%	潍柴	福田康明斯
上汽依维柯红岩	58,000	5%	上柴	
江淮汽车	40,600	4%	潍柴	
大运汽车	32,281	3%	潍柴	

资料来源：中国内燃机工业协会；东兴证券研究所

国六阶段潍柴发动机的配套范围持续拓宽。根据机动车环保网的信息，截至 2019 年 6 月 21 日，潍柴已公示的国六柴油机已经配套了 21 家商用车厂商，其中重卡、大客厂商 11 家。

图 19：潍柴国六柴油机的客户分布



资料来源: 机动车环保网; 东兴证券研究所

潍柴也在协同客户进入重载轻卡快车道。潍柴的轻型柴油机客户主要为北汽福田、中国重汽和一汽解放, 均为近年增速最快的轻卡厂商。其中北汽福田为轻卡市场的绝对龙头, 市占率高达 30%。北汽福田在拥有福田康明斯合资企业的情况下, 仍然选择了潍柴作为轻卡的主要柴油发动机供应商。

潍柴所生产的轻型柴油机主要用于重载轻卡, 由于治超的原因, 是轻卡中近年增速最快的细分领域。其中, 潍柴提供给一汽、福田和中国重汽等主力客户的主要为 190~220 马力段的重载型轻卡, 较好地切中市场需求。

表格 2: 潍柴已发布的轻卡用国六柴油机型

发动机型号/车型数	北汽福田	山东凯马	唐骏欧铃	一汽集团	中国重汽	中联重科	中通客车	其他	总计
WP2.3NQ130E61	18	6	3	3	4		4		38
WP3NQ140E61				3			1		4
WP3NQ160E61	14	5		3	1		3		26
WP4.1NQ170E61	6								6
WP4.1NQ190E61	3	4		3	27				37
WP4.6NQ220E61	58			15	1	5		6	85

资料来源: 机动车环保网; 东兴证券研究所

2.1.2 陕重汽、重汽的柴油机需求确保基本盘

潍柴与陕重汽之间的配套关系非常紧密, 与同是山东重工旗下的中国重汽的联动也越来越紧密。2018 年管理层调整之后, 潍柴在中国重汽重卡产品中的份额将进一步提升, 甚至有望占据除高端曼技术之外的主要部分。

陕重汽的自卸车、牵引车优势继续维持, 专用车快速增长。陕汽重卡 2018 年国内民品销售突破 13.7 万辆, 国内市场持续保持行业前三。其中:

- ◆ 牵引车销售 7.3 万辆, 持续保持行业第二位;
- ◆ 自卸车销售 4.7 万辆, 销量行业第一, 同比增长 39.5%, 持续保持行业第一;

- ◆ 专用车销售 1.2 万辆, 同比增长 97%;
- ◆ 载货车销售 5000 辆, 市场影响力大幅提升。

中国重汽的发动机需求将是潍柴业务的重要增量。潍柴与中国重汽的合力将进一步显现, 之前非市场因素造成的在中国重汽份额极低将逐渐得到纠正, 营收将显著增厚。自 2018 年重汽管理层调整以来, 潍柴先后实现了在中国重汽旗下的轻卡、天然气重卡方面的配套。今年以来甚至在豪翰牵引车和汕德卡高端重卡等重汽的拳头产品上都有配套。

图 20: 匹配潍柴 WP10 发动机的重汽斯太尔车型



资料来源: 物流商用车网; 东兴证券研究所

图 21: 匹配潍柴 WP12 发动机的重汽汕德卡车型



资料来源: 提加商用车网; 东兴证券研究所

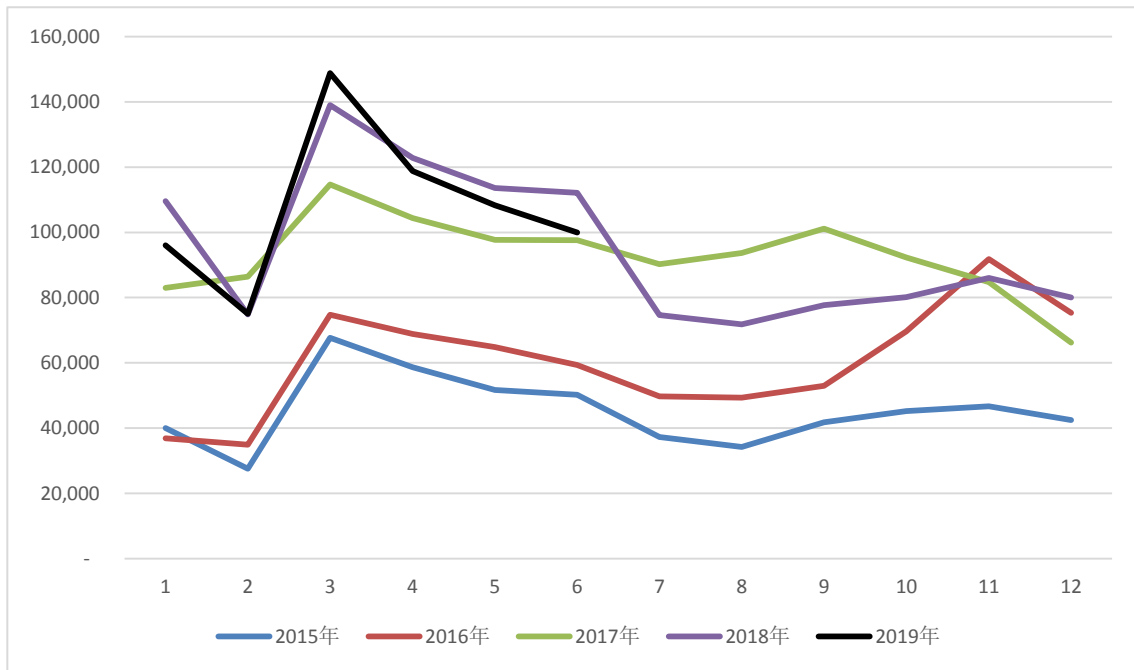
潍柴在汕德卡的配套将进一步拉升品牌档次。汕德卡定位是高端快递快运、干线物流、冷链和危化品运输等。在 40 万以上的高端牵引车领域, 汕德卡有 60% 左右的份额。

根据公司领导 2019 年公布的战略, 陕重汽和中国重汽未来 10L 及以下重卡将共享潍柴的发动机, 中国重汽 12L 及以上重卡将维持使用曼技术发动机不变。

同时, 陕重汽和重汽的同步配套, 将进一步减少潍柴的边际成本, 提升规模效应。

我们认为未来中国重卡市场将维持平稳。在牵引车需求、海外需求和国三更换需求的助力下, 大幅下跌的可能性较低。2019 年上半年全国重卡累计销售 65.26 万辆, 同比下滑 3.7%。其中 6 月全国销量重卡 10 万辆, 同比下滑 11%。在 3 月份创造史上最好的单月销量之后, 二季度重卡销售较弱, 已经连续 3 个月销量同比下滑。尽管如此, 重卡仍然是汽车板块中表现最好的细分市场之一。

图 22: 全国重卡按月销量



资料来源: 第一商用车网; 东兴证券研究所

牵引车将成为重卡市场增长主力。2019 年 1-5 月份牵引车销量同比增长 13%, 并已经连续 3 个月创出史上最佳单月销量。近年牵引车销量占重卡总销量比例持续上行。参考发达国家重卡消费比例, 我们认为牵引车的占比将继续提升。牵引车主要应用于干线物流, 周期性低于工程车。未来牵引车对重卡市场的拉动将越发明显。

图 23: 2015-2019 年牵引车月度销量

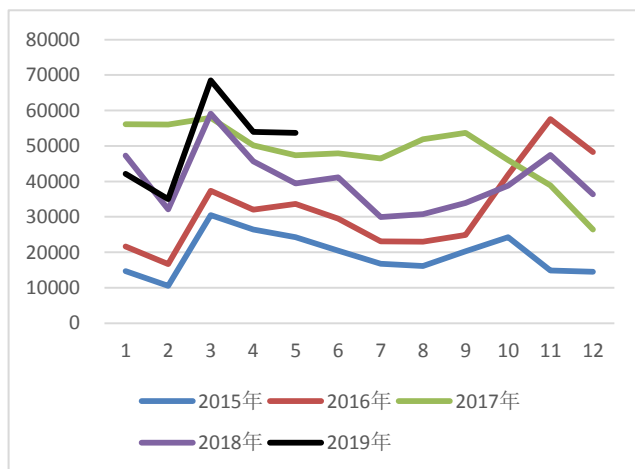
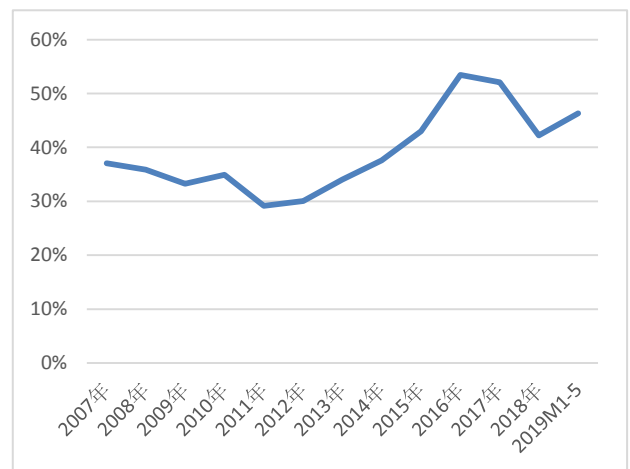


图 24: 2007 年以来牵引车占重卡销量比重



资料来源: 第一商用车网; 东兴证券研究所

资料来源: 第一商用车网; 东兴证券研究所

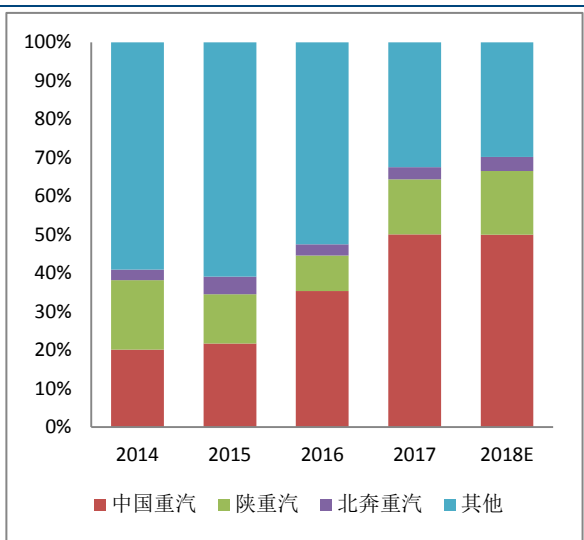
2.1.3 协同下游，共谱海外业务强音

潍柴发动机已经大量配套的陕重汽和将要重点发展的下游——中国重汽是中国重卡行业海外业务占比最高的两家厂商。海外尤其是一带一路沿线的重卡业务成长性非常可观，相比其他主要下游为国内商用车的柴油机厂，潍柴发动机的周期性较弱，业绩确定性更高。

当前中国重卡出海受一带一路沿线基建与物流发展、海外发达国家再基建以及中国重卡厂商海外布局需求等多重推动，将成为中国汽车海外业务中增速最大的板块。2018 年中国重卡海外业务 7.2 万辆，年内本地化生产取得突破，中国重汽与陕重汽各实现海外生产（主要在非洲）3,000 余辆。年内我们发布了题为《汽车行业中企出海系列深度报告之（一）：重剑无锋，重卡无疆》的行业深度报告，对中国重卡海外业务的前景做了深入解读。我们预计中企 2018-2028 年重卡海外业务的 CAGR 为 26.7%，期间将对应超过 69 万辆和 2,173 亿元的市场容量增长。

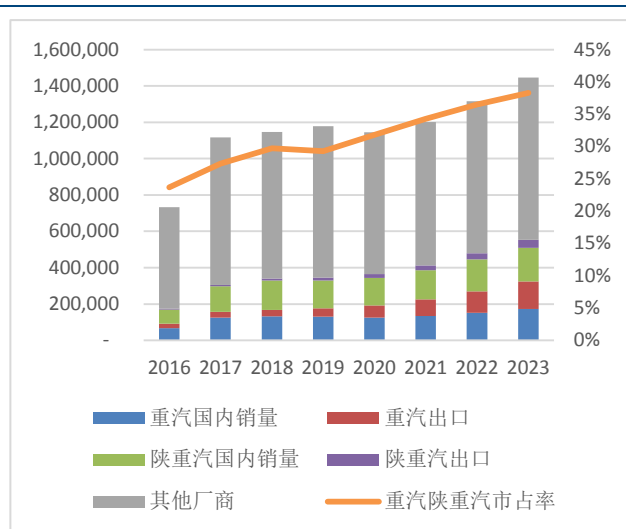
2018 年陕重汽与中国重汽合计市场份额（按国内产量计算）29.7%。在海外业务推动下，预计到 2023 年两者合计市场份额 38%。届时两家海外业务将合计接近 20 万辆。

图 25：中国重卡行业海外业务格局



资料来源：各公司年报；东兴证券研究所

图 26：中国重汽与陕重汽重卡海外业务预测



资料来源：各公司年报；东兴证券研究所

2.2 体量大导致供应商相对分散

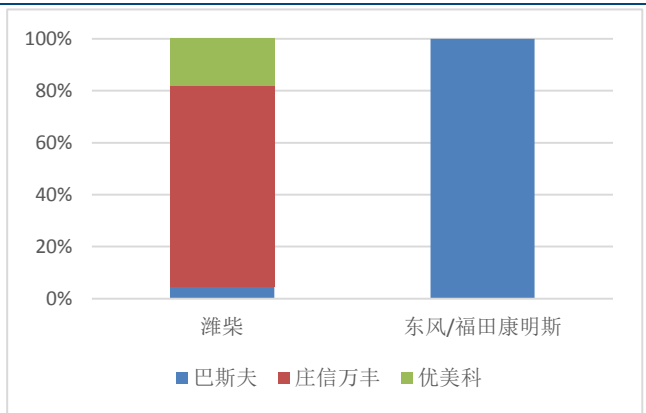
作为重型柴油机龙头的同时，潍柴保持了一个相对分散的供应商格局，有效维持了对上游的议价能力。在国六阶段，部分核心二级零部件（如 DPF）单车配套价值显著上升，同时相关供应商多为外资巨头。我们推测潍柴相比其竞争对手，在上下游博弈有更大概率避免被上游零部件供应商占据主动。

与其主要竞争对手，如东风康明斯、福田康明斯和玉柴相比，潍柴极少在一个零部件领域维持对单一供应商的依赖。相反，潍柴在绝大多数零部件领域都引入了竞争。

以重型柴油机后处理系统中的 DOC（柴油机氧化转换器）为例。该领域供应商基本为全球巨头，议价能力较高。潍柴的 DOC 催化剂供应商有庄信万丰、优美科和巴斯夫，DOC 催化载体供应商有康宁和 NGK。而东风康明斯和福田康明斯的所有柴油机型，DOC 催化剂供应商全部为巴斯夫，DOC 催化载体

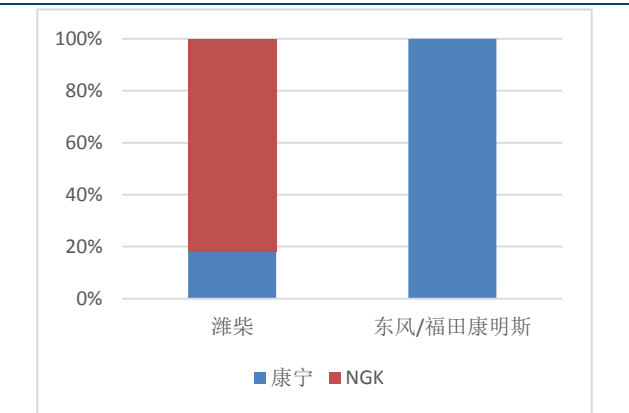
供应商全部为康宁。其他 SCR、DPF 领域的供应商格局也类似。东风/福田康明斯与上游的巴斯夫、康宁深度绑定，而潍柴则维持了较大的灵活性。

图 27：国六后处理催化剂供应格局



资料来源：机动车环保网；东兴证券研究所

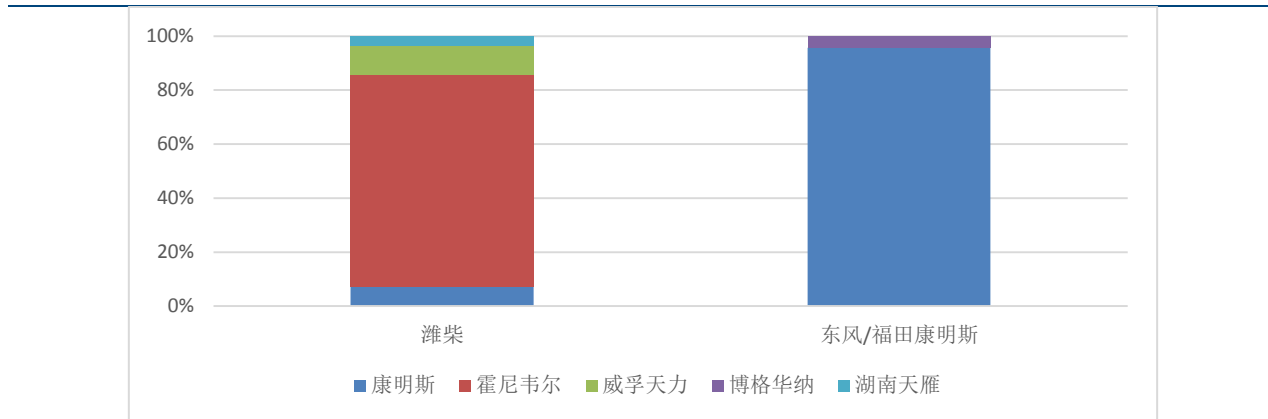
图 28：国六后处理催化载体/DPF 供应格局



资料来源：机动车环保网；东兴证券研究所

潍柴在增压器领域的布局也类似，供应商集中度较低。康明斯、霍尼韦尔、威孚天力、博格华纳和湖南天雁均为潍柴的主要增压器供应商。而东风/福田康明斯的全部增压器几乎全部由 HOLSET（康明斯在无锡成立的合资公司）提供。

图 29：国六柴油车增压器供应格局



资料来源：机动车环保网；东兴证券研究所

从结果上看，由于其较大的体量，潍柴引入的这种竞争在保持供应商以低价供货的同时，并未伤害供应商的合作积极性。大量上游企业如银轮股份、奥福环保等均在山东区域加大布局，以期增加与潍柴的合作。

2.3 面对寡头垄断市场：积极拓宽产品线，加速海外经营

2.3.1 重卡柴油机市场——寡头垄断市场

重卡市场是典型的寡头垄断市场，市场参与者较少，进入门槛很高。CR5 连续多年保持在 80%以上。潍柴作为长期市场份额领先者，竞争优势明显。

2018年，搭载潍柴发动机的重卡销量合计达到36万台，潍柴市占率达到31.6%，遥遥领先其它发动机厂家。紧随其后的为一汽锡柴、康明斯、中国重汽和玉柴，份额均在10%以上。

市场集中度维持高位的可能性很大。当前重卡柴油机市场格局形成的原因，除了政策影响之外，主要是较高的资金需求、运营杠杆和不断提升的技术（动力、环保）门槛致使小厂商不断退出。结合当前市场参与者的实际情况，短期内很难有搅局者出现。

重卡柴油机市场的价格水平将长期维持稳定。由于当前几乎所有重卡柴油机厂商都与上下游有相当多的股权关系，某一市场参与者贸然发动价格战的概率较低。在国六对机内净化和后处理都有较多的升级要求的背景下，考虑到重卡柴油机厂商在产业链中较强的议价能力，我们认为多数厂商该部分成本转移给下游的概率较大。

2.3.2 谱系宽广，微-轻-中-重型商用车全方位覆盖

与竞争对手相比，潍柴动力的发动机所覆盖的扭矩/功率范围要广许多。潍柴发动机覆盖了从2升62马力到13升580马力的几乎所有商用车需要的空间。燃料方面潍柴也覆盖了柴油机和天然气发动机。而竞争对手中能跟潍柴在广度上较量的仅有一汽锡柴（实际上，锡柴也开始从潍柴大量采购轻型和10L重型柴油机）。

康明斯在中国有多家合资企业，但技术布局分散，各家的合力较少。东风康明斯覆盖了9L及以下和13L发动机，福田康明斯覆盖了11L、12L发动机，西安康明斯主要为11L发动机。这些合资企业之间相互供货较少，其中方股东之间的配套关系也基本没有建立。

图 30：国内主要柴油机厂商的配套能力

	轻型	7L	9L	10L	11L	12L	13L
潍柴动力	■	■	■	■	■	■	■
一汽锡柴	■	■	■	■	■	■	■
东风康明斯	■	■	■	■	■	■	■
福田康明斯	■	■	■	■	■	■	■
西安康明斯	■	■	■	■	■	■	■

资料来源：各公司官网；东兴证券研究所

在这样的竞争格局下，潍柴作为市场上几乎唯一的全谱系、成熟发动机生产商，已经在其主要客户处建立了稳定的配套关系，竞争对手的进入成本较高。轻型和重型发动机在研发、二级零部件供应商选择上的差异较大，产品开发的固定成本较高。而同时开发大量不同功率、排量的发动机，所带来的固定成本负担，对于中小型竞争对手或潜在新进入者来说很难承受。

2.3.3 协同兄弟企业出海

在潍柴集团以及中国重卡势力全球布局的背景之下，母公司的发动机制造业务也在海外取得了良好进展，在业内领先地位明显。

潍柴母公司业务在印度、白俄罗斯拥有生产基地。2014年，潍柴在印度浦那实现建厂。2018年，潍柴马兹投产。该项目位于白俄罗斯的中白“巨石”工业园内，引进了自动化、智能化的制造设备和信息化系统，主要生产配套卡车、客车、工程机械和农用装备的欧五、欧六发动机。此外，公司与俄罗斯卡玛斯集团签署战略合作框架协议，未来将逐步实现潍柴发动机本地化制造与销售。

潍柴海外服务布局较广, 协同重卡厂商与海外巨头错位竞争。目前传统海外的重卡及发动机龙头仅布局在发达国家, 在发展中国家几乎没有布局。广大发展中国家基本没有形成自己的重卡民族品牌, 重卡消费往往依赖全球品牌的二手车。中国重卡企业以中字头建设项目带车出国为突破口, 经过出口、设立经销店和设立 KD 工厂的几个阶段, 目前已经在许多一带一路沿线国家取得了超过 50% 的市场份额。潍柴作为最重要的动力总成厂商, 目前在海外有维修网点 243 个, 主要位于东欧、非洲、东南亚、中东和南美洲等地。布局范围与中国重卡海外业务的龙头——中国重汽接近, 未来有望分享中国重卡走向世界的红利。此外, 海外除印度外基本没有较大的单一市场, 份额一旦建立后, 对于其他后进入厂商来说, 替代的单位成本较高。

2.4 国六进一步提升柴油机市场门槛

潍柴的重卡柴油机业务技术门槛很高。作为重卡乃至全部车辆中最为重要、单车配套价值也最大的零部件, 重卡柴油机厂商在提供车辆所需的功率、扭矩的同时, 还要理顺内部的供油系统、压燃系统以及后处理系统之间的复杂关系, 以满足动力、安全和环保的需要。重卡柴油机厂商并不涉及需要上游零部件的底层开发, 但是在与上下游对接中的大量测试与迭代对公司全面的技术有很高的要求。

高压共轨的系统匹配是重卡柴油机的难点之一。高压共轨电喷技术是指在高压油泵、压力传感器和电子控制单元组成的闭环系统中, 将喷射压力的产生和喷射过程彼此完全分开的一种供油方式。该系统由高压油泵将高压燃油输送到公共供油管, 通过公共供油管内的油压实现精确控制, 使高压油管压力大小与发动机的转速无关, 可以大幅度减小柴油机供油压力随发动机转速变化的程度。高压共轨的主要门槛为系统设计、匹配验证以及二级零部件的精密加工, 目前博世与威孚高科合资的博世汽柴公司占据了国内市场约 75% 的份额。

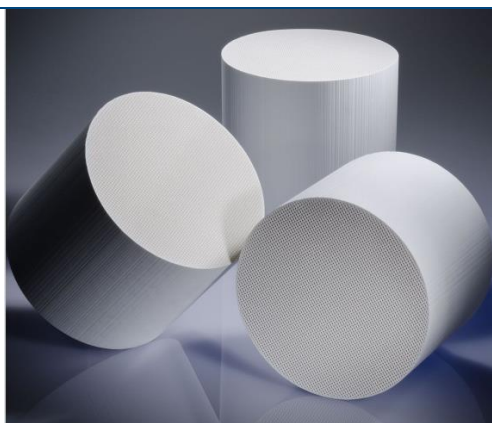
DPF 是国六新增的重卡柴油机又一难点。DPF 降低排气颗粒物 DPF 是 Diesel Particulate Filter 的简称, 中文意思叫柴油颗粒过滤器 DPF 装置安装在柴油车排气系统中, 它的作用是通过表面跟内部混合的过滤装置捕捉颗粒, 例如扩散沉淀、惯性沉淀或者线性拦截, 能够有效地净化排气中 70%~90% 的颗粒, 是净化柴油机颗粒物最有效、最直接的方法之一。DPF 是国六重卡必须配套的零部件, 主要技术门槛包括蜂窝陶瓷配方, 成型工艺以及催化剂配套。

图 31: 高压共轨系统



资料来源: 博世汽柴公司官网; 东兴证券研究所

图 32: 后处理催化载体/DPF



资料来源: 康宁公司官网; 东兴证券研究所

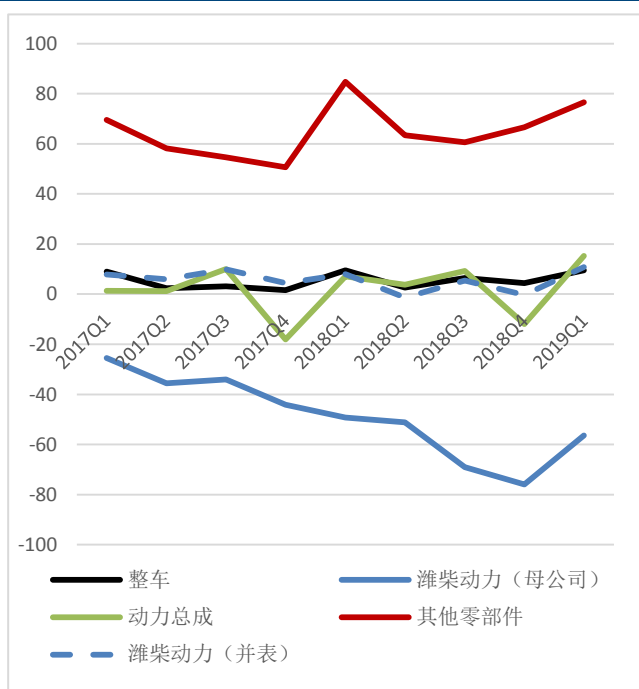
重卡柴油机技术综合涉及到电控、精密加工、催化剂与特种陶瓷材料等, 没有大量的产业资源, 很难将这些技术资源进行很好的整合。因此重卡柴油机领域出现新的强有力的竞争者的可能性很小。

2.5 强势地位造就优秀营业周期

潍柴在商用车产业链中的议价能力较高，较高的议价能力通过账期体现在净营业周期上。

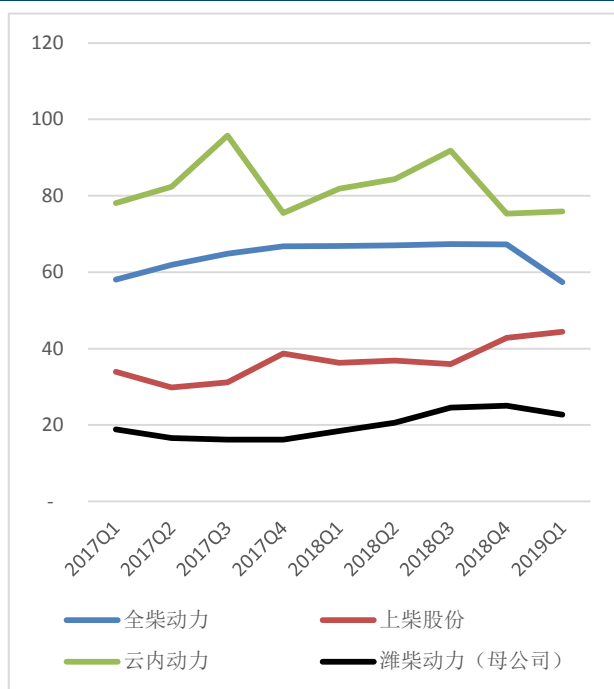
潍柴母公司 2017 年以来的平均净营业周期（应收账款周转周期+库存周转周期-应付账款周转周期）为 -49 天，不仅远远低于其他商用车零部件、动力总成厂商，还低于通常在现金流上非常强势的整车企业。在汽车产业链中，议价能力较高的企业通常能够一方面要求供应商同意较长的付款周期，另一方面让客户以接近现金的方式来支付货款。通常整车企业和门槛较高的零部件企业的净营业周期较短，而一般零部件企业的净营业周期较长。潍柴母公司极短的净营业周期，确保了其有充足的现金流应对市场波动以及投资、融资等需求。

图 33：卡车产业链净营业周期对比



资料来源：WIND；东兴证券研究所

图 34：卡车产业链存货周转周期对比



资料来源：WIND；东兴证券研究所

表格 3：卡车产业链典型上市公司

卡车整车	动力总成	其他零部件
中国重汽	云内动力	康跃科技
江淮汽车	全柴动力	万安科技
	上柴股份	威孚高科
		富奥股份

资料来源：WIND；东兴证券研究所

潍柴较宽的柴油机产品线对净营业周期中的存货周转周期贡献较大。潍柴产品全面覆盖 2-13L 各类大中小型柴油机，同时并不依赖于单一客户。这样的供应链格局一方面便于增大零部件的通用性，增大对上游供应波动的耐受；另一方面，能确保其生产的平滑性，避免了单一客户要货突然减少而造成的产量、

库存大幅度波动。2017 年以来潍柴母公司的存货周转周期仅为 20 天, 远低于主要竞争对手平均的 61 天。

3. 对标分析——母公司盈利能力强于全球龙头康明斯

3.1 潍柴发动机业务体量逐渐成长为全球重要一极

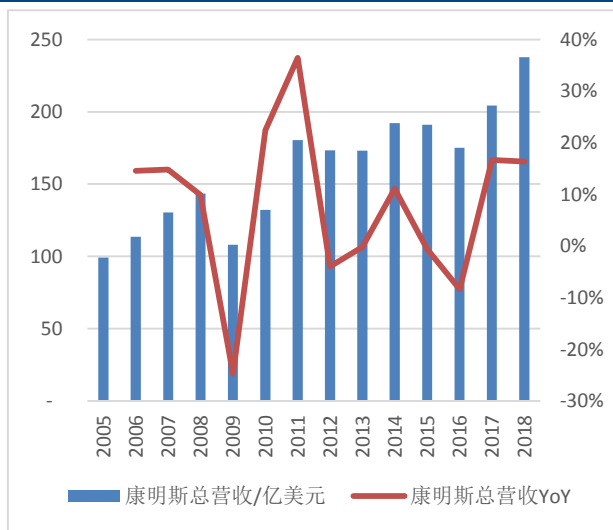
潍柴的发动机业务营收与全球龙头康明斯(CMI.N)的发动机业务营收之比从 2007 年的 21% 增长到 2018 年的 55%, 潍柴发动机已经成为全球范围内的重要一极。

康明斯是世界上最大的柴油发动机企业之一, 也是全球领先的动力设备制造商, 致力于设计、制造和分销包括燃油系统、控制系统、进气处理、滤清系统、尾气处理系统和电力系统在内的发动机及其相关技术, 并提供相应的售后服务。公司通过其遍布全球 160 多个国家和地区的 550 家分销机构和 5,000 多个经销商网点向客户提供服务。康明斯创立于 1919 年, 早在 1975 年就进入中国市场。

康明斯 2018 年营收为 238 亿美元, 净利润 21.4 亿美元, 净利润率 9.2%, ROE 较高达到 29.3%。公司 2018 年在全球销售柴油发动机 150 万台, 在中国销售 50 万台, 由与东风、福田和陕汽等 6 家中国公司的合资公司合计贡献。康明斯在中国重卡柴油机市场的占有率约为 18%。

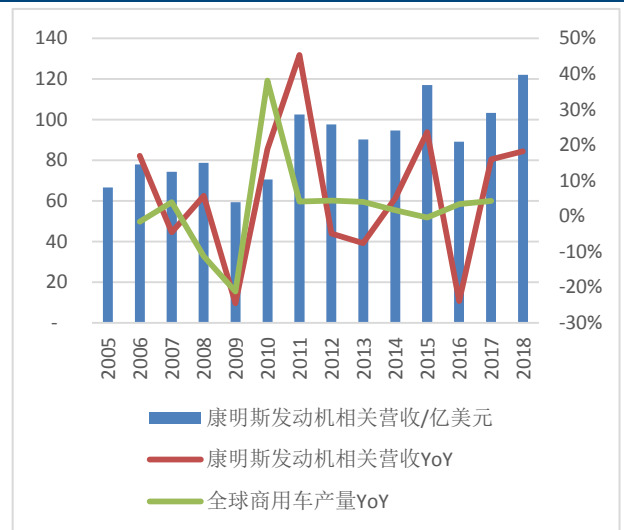
2018 年康明斯发动机类营收(发动机直接销售+分销)为 122 亿美元。2005 年以来, 康明斯发动机业务的营收的增长基本与全球商用车产量同步。

图 35: 康明斯 (CMI.N) 营收及同比增速



资料来源: WIND; 东兴证券研究所

图 36: 康明斯发动机业务直接营收及同比增速



资料来源: WIND; 东兴证券研究所

未来随着中国商用车市场的继续发展, 潍柴有望成为全球柴油发动机市场上最重要的一极。潍柴与康明斯公司的体量已经相当接近。仅看发动机业务, 潍柴目前的营收规模约为康明斯全球发动机业务的一半。潍柴在国内柴油机尤其是重卡柴油机的份额已经超过康明斯。但是由于潍柴目前出口产品较少, 放到全球对比, 无论是柴油机整体还是重卡柴油机, 均与康明斯有一定的差距。

表格 4：潍柴与康明斯主要指标对照

2018 年指标	潍柴动力 (母公司)	康明斯发动机 (直接销售)	康明斯发动机中国
营收/人民币亿元	399	824	
毛利率	27.40%	12.06%	
柴油发动机销量/万台	44	150	50
重卡发动机销量/万台	36	44	25
中国柴油机市占率市占率	15.8%		18.0%
中国重卡市占率	31.6%		21.9%
全球柴油机市占率市占率	4.3%	14.7%	
全球重卡市占率	8.5%	10.4%	

资料来源：WIND；康明斯官网；潍柴动力年报；东兴证券研究所

我们认为康明斯能够成为全球柴油机巨头，并为业务筑起较高壁垒的原因主要有：

技术横向积极扩展，纵向充分吸收：康明斯是世界上唯一能够研发生产设计、制造燃油系统、控制系统、进气处理、滤清系统、尾气处理系统和电力系统的企业。中国有几十家柴油机企业，其中还不乏收入利润都堪称巨无霸的动力巨擘；也有在在创新方面获奖无数的明星企业。不过，中国的柴油机企业，没有一家能够制造燃油系统，也没有一家能够生产后处理系统。实际上，不止中国的柴油机企业，全球其他生产柴油机的企业，包括柴油机技术非常领先的奔驰、沃尔沃、斯堪尼亚等，这些生产世界先进柴油发动机的企业，或者不生产燃油系统，或者和康明斯等企业合资合作生产燃油系统，后处理系统也不能独立生产（有的是和后处理生产商合作生产）。全球能够生产柴油机燃油控制系统的一共只有四家企业：康明斯、博世、电装和德尔福。其中，只有康明斯同时还生产柴油发动机整机。

产业链股权运作：康明斯在中国仅发动机就有 6 个合资工厂，卡车行业前 7 家企业中有 4 家都和康明斯建有合资发动机公司：东风、陕汽、福田和江淮。中国之外，纳威司达、伊顿等行业巨头和康明斯都是深度合作甚至合资。日本的柴油机技术领头羊——五十铃公司近期也和康明斯展开了战略合作。

3.2 潍柴发动机盈利能力全球领先

潍柴与康明斯有诸多共性：

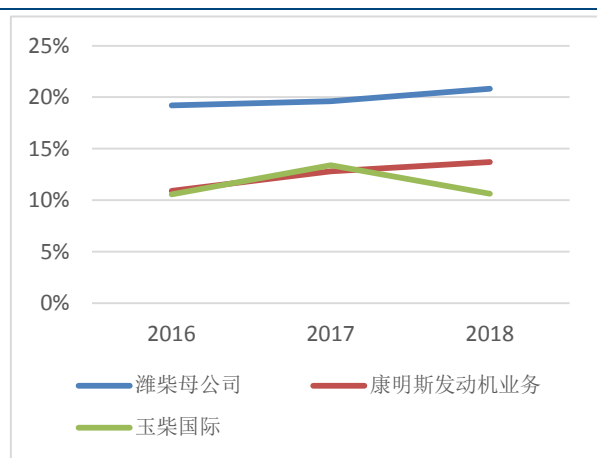
- ◆ 均为柴油机龙头
- ◆ 均不在母公司生产重卡整车
- ◆ 均实现了多元化经营，母公司发动机业务营收不到上市公司一半

事实上，潍柴母公司发动机业务按 EBITDA%口径的盈利能力已经超过包括康明斯在内的多数发动机厂商。2018 年潍柴母公司 EBITDA%为 20.8%，康明斯发动机部门为 13.7%，玉柴国际仅为 10.6%。

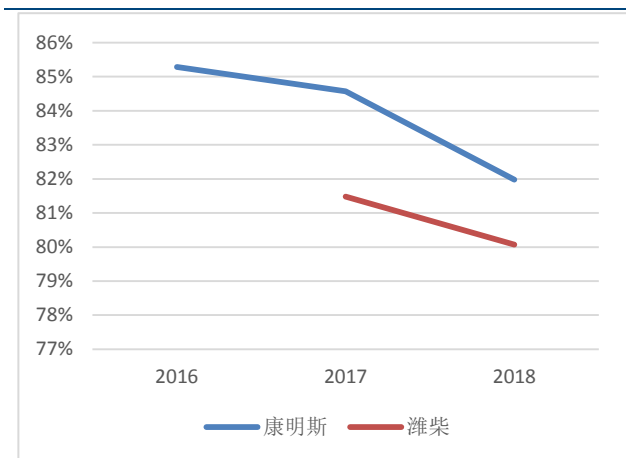
同时，潍柴的高利润率是在同康明斯相比较低的重型柴油机比例下获得的。重型柴油机由于门槛较高，利润率通常高于轻型产品。潍柴 2018 年柴油机产品中，重型机的占比约为 80%，略低于康明斯的 82%。

图 37：国内外柴油机公司 EBITDA%对比

图 38：潍柴与康明斯重型机占比对比



资料来源: 各公司年报; 东兴证券研究所



资料来源: 各公司年报; 东兴证券研究所

潍柴受贸易战影响低于康明斯。康明斯在其 2018 年年报中指出, 受到贸易战引发的关税上升, 公司的零部件采购成本有所提高。而潍柴发动机无论是前装还是售后保养, 需要的进口零部件都极少, 利润受到关税扰动的概率较小。同时潍柴发动机的出口目的地主要为一带一路沿线国家, 出口美国占比很低; 而康明斯的产品及其产业链在美中之间有大量的贸易。

潍柴上市公司近年的 ROE 已经向康明斯趋近, 然而近年较高 ROE 是在较高的权益乘数下取得。在资产周转率和息税前利润率方面, 潍柴和康明斯比还有较大差距。

表格 5: 潍柴动力与康明斯的杜邦分析

		2016	2017	2018
ROE	潍柴动力	7.7%	20.3%	23.2%
	康明斯	19.5%	14.1%	29.3%
销售净利率	潍柴动力	3.9%	6.1%	7.3%
	康明斯	8.3%	4.9%	9.2%
净利润/利润总额	潍柴动力	77.5%	87.2%	83.9%
	康明斯	75.4%	42.0%	79.4%
利润总额/息税前利润	潍柴动力	90.4%	96.0%	99.4%
	康明斯	96.6%	96.7%	96.0%
息税前利润/营业总收入	潍柴动力	5.5%	7.2%	8.8%
	康明斯	11.4%	12.0%	12.1%
归属母公司股东的净利润/净利润(%)	潍柴动力	67.9%	74.2%	74.5%
	康明斯	95.7%	100.5%	97.9%
权益乘数	潍柴动力	4.4	5.3	5.3
	康明斯	2.1	2.3	2.5
资产周转率	潍柴动力	0.7	0.9	0.8
	康明斯	1.2	1.2	1.3

资料来源: WIND; 东兴证券研究所

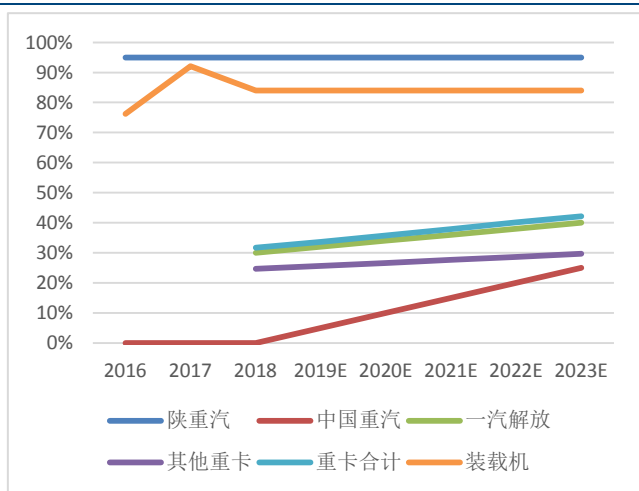
4. 业务、盈利预测及投资建议

基于对潍柴动力母公司发动机业务的推演, 我们认为该部分业务的合理市值应在 789 亿元左右。

预计公司 2023 年销售重卡柴油机 50 万辆, 市场份额 42%, 5 年 CAGR 6.2%。公司与各大重卡龙头的合作都将维持高位或继续加深: 公司在陕重汽占据了绝大多数份额, 未来将持续; 在中国重汽的份额将随着近期发布的豪翰、汕德卡等车型逐渐上升, 并充分享受到重汽海外业务 (主要为中低端重卡) 强劲的红利, 抵消部分行业的周期性; 公司与一汽解放的合作逐渐加深, 继续受益于解放超强的牵引车制造销售能力以及日渐重要的重载轻卡业务; 其他客户方面, 由于国六将迫使部分中小发动机业务退出, 我们推测公司的市场份额将逐渐提升。

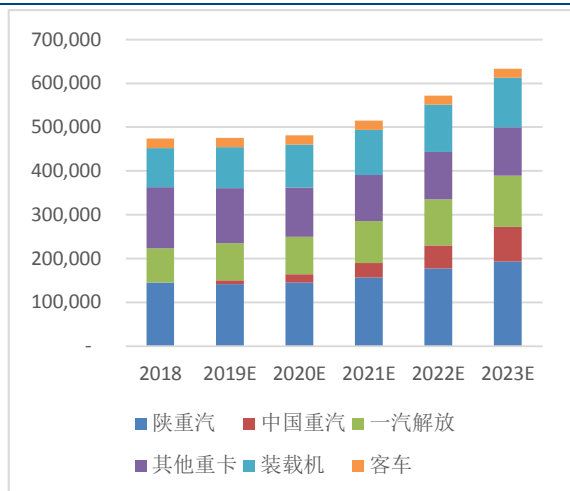
预计到 2023 年, 公司重型柴油机 (包括重卡发动机、大客以及装载机发动机) 销量将达到 63.3 万辆, 5 年 CAGR 为 6%。重型柴油机将贡献母公司绝大多数利润。

图 39: 潍柴重卡发动机在主要客户的份额及预测



资料来源: 各公司公告; 东兴证券研究所

图 40: 潍柴重型柴油机销售拆分



资料来源: 各公司公告; 东兴证券研究所

预计潍柴动力母公司 2019/20/21 年净利润为 67.7/68.5/73.2 亿元。考虑到国六推广后, 上游附加值上升, 公司的净利润率将有所降低。然而公司在产业链中议价能力较高, 有能力将国六带来的额外成本转移给下游承担。因此, 母公司的利润规模不会受到国六的影响, 并将随着公司市场份额的提升而继续扩大。

表格 6: 潍柴动力母公司财务预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
母公司营收/百万元	20,539	39,829	39,893	40,037	42,935	48,458	53,853	59,608
母公司净利润/百万元	2988	6168	6743	6,767	6,850	7,321	8,136	9,005
单台净利润/万元	1.19	1.40	1.42	1.42	1.42	1.42	1.42	1.42
母公司净利率	14.5%	15.5%	16.9%	16.9%	16.0%	15.1%	15.1%	15.1%

资料来源: WIND; 公司公告; 东兴证券研究所

与公司母公司业务可比的康明斯/卡特彼勒/五十铃的 EBITDA 分别为 9.33/8.08/4.05x。潍柴母公司业务净利率海外巨头相仿，给予母公司 2019 年 7.15x EV/EBITDA，对应 2019 年底 789 亿元市值。

对于整个上市公司，预计 2019/20/21 年营收为 1,622/1,638/1,731 亿元，归母净利润为 94.7/95.9/101.2 亿元，对应 PE 为 9.9/9.8/9.3x。给予 2019 年 12x PE，目标价 14.5 元。维持“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

全球化趋势发生根本逆转；

原材料价格大幅上涨。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	100340	108105	110107	116666	125340	营业收入	151569	159256	162162	163770	173073
货币资金	34222	38210	40515	47260	51201	营业成本	118468	123686	126139	127787	134963
应收账款	13573	13155	15550	14616	16021	营业税金及附加	738	723	1022	1032	1090
其他应收款	858	1062	1081	1092	1154	营业费用	10338	10619	10865	10973	11596
预付款项	560	1109	1370	1786	2146	管理费用	9602	6260	9243	9335	9865
存货	19851	20674	20735	21183	22279	财务费用	591	75	0	-210	-263
其他流动资产	3793	1692	1692	1692	1692	资产减值损失	1950.14	633.52	633.52	639.80	676.14
非流动资产合计	89298	97171	94451	92662	93446	公允价值变动收益	100.77	177.06	177.06	151.63	168.59
长期股权投资	2639	4464	4545	4590	4851	投资净收益	153.92	464.81	464.81	520.19	546.86
固定资产	27067	29453	30883	29871	29486	营业利润	10385	13604	14902	14886	15861
无形资产	23840	23299	20996	20018	20180	营业外收入	298.58	307.05	307.05	310.10	327.71
其他非流动资产	254	356	362	366	387	营业外支出	161.22	52.50	52.50	53.02	56.03
资产总计	189638	205276	204558	209328	218786	利润总额	10522	13858	15157	15143	16133
流动负债合计	78474	88617	80007	77467	77855	所得税	1344	2233	2442	2271	2539
短期借款	3175	5473	0	0	0	净利润	9178	11626	12715	12872	13594
应付账款	30655	30869	31103	31482	33264	少数股东损益	2370	2968	3246	3286	3471
预收款项	5815	0	-2325	-6489	-9930	归属母公司净利润	6808	8658	9469	9586	10123
一年内到期的非流	5596	6899	7025	7094	7497	EBITDA	39904	42300	22621	22666	23822
非流动负债合计	54810	54400	54916	55202	56855	EPS (元)	0.85	1.08	1.19	1.21	1.28
长期借款	15679	10909	10909	10909	10909	主要财务比率					
应付债券	10460	12265	12489	12613	13329		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	133283	143017	134923	132670	134710	成长能力					
少数股东权益	21115	22946	26192	29478	32949	营业收入增长	62.66%	5.07%	1.82%	0.99%	5.68%
实收资本 (或股本)	7997	7997	7934	7934	7934	营业利润增长	152.16%	31.00%	9.55%	-0.11%	6.55%
资本公积	136	114	114	114	114	归属于母公司净利润	9.37%	1.23%	9.37%	1.23%	5.61%
未分配利润	27899	32444	35558	38711	42041	获利能力					
归属母公司股东权	35240	39314	44858	48596	52543	毛利率 (%)	21.84%	22.33%	22.21%	21.97%	22.02%
负债和所有者权益	189638	205276	204558	209328	218786	净利率 (%)	6.06%	7.30%	7.84%	7.86%	7.85%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润 (%)	3.59%	4.22%	4.63%	4.58%	4.63%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE (%)	19.32%	22.02%	21.11%	19.73%	19.27%
经营活动现金流	16258	22262	13563	18298	17033	偿债能力					
净利润	9178	11626	12715	12872	13594	资产负债率 (%)	70%	70%	66%	63%	62%
折旧摊销	28928	28621	0	5012	5385	流动比率	1.28	1.22	1.38	1.51	1.61
财务费用	591	75	0	-210	-263	速动比率	1.03	0.99	1.12	1.23	1.32
应付帐款的变化	0	0	-2394	934	-1405	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	-2325	-4164	-3441	总资产周转率	0.86	0.81	0.79	0.79	0.81
投资活动现金流	-5037	-7181	-668	-6213	-8898	应收账款周转率	12	12	11	11	11
公允价值变动收益	101	177	177	152	169	应付账款周转率	5.77	5.18	5.23	5.23	5.35
长期股权投资减少	0	0	-1154	-141	-816	每股指标 (元)					
投资收益	154	465	465	520	547	每股收益	0.85	1.08	1.19	1.21	1.28
筹资活动现金流	-6598	-6980	-10590	-5341	-4194	每股净现金流	0.58	1.01	0.29	0.85	0.50
应付债券增加	0	0	224	124	716	每股净资产	4.41	4.92	5.65	6.13	6.62
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	3999	0	-63	0	0	P/E	13.91	10.94	9.90	9.78	9.26
资本公积增加	106	-22	0	0	0	P/B	2.68	2.40	2.09	1.93	1.78
现金净增加额	4623	8100	2305	6745	3942	EV/EBITDA	2.39	2.17	2.68	3.40	3.12

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	重卡强者恒强，新能源崭露头角——2019 年上半年重卡销量点评	2019-7-5
行业	汽车行业央企出海系列深度报告之（一）：重剑无锋，重卡无疆	2019-2-19
公司	潍柴动力（000338.SZ）2018 年业绩预告点评：柴油机领军地位稳固， 陕重汽出海大步向前	2019-2-12
公司	中国重汽（3808.HK）2018 年年报点评：海外与轻卡业务降低周期性	2019-3-28

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017 年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，7 年国内外汽车零部件行业项目管理及技术开发经验。2018 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。