

信义山证 汇通天下

证券研究报告

汽车

潍柴动力 (000338.SZ)

维持评级

报告原因：半年报点评

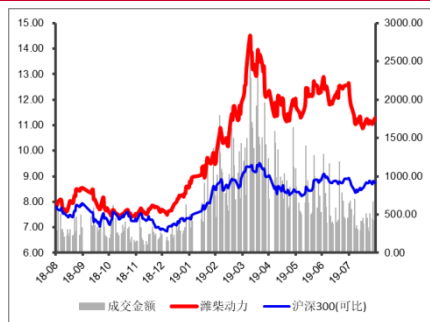
技术引领公司成长，业绩持续高增长

买入

2019 年 8 月 30 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2019 年 8 月 29 日

| | |
|----------------|-------------|
| 收盘价(元): | 11.28 |
| 年内最高/最低(元): | 14.27/7.41 |
| 流通 A 股/总股本(亿): | 42.44/79.34 |
| 流通 A 股市值(亿): | 478.71 |
| 总市值(亿): | 675.77 |

基础数据：2019 年 6 月 30 日

| | |
|-----------|--------|
| 基本每股收益 | 0.67 |
| 每股净资产(元): | 5.35 |
| 净资产收益率: | 12.94% |

分析师：平海庆

执业证书编号：S0760511010003

电话：010-83496341

邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

研究助理：

张 湃：0351-8686797

李召麒：010-83496307

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

➢ 公司发布 2019 年半年报，公司实现营业收入约 908.62 亿元，同比增长 10.5%，归母净利润约 52.87 亿元，同比增长 20.4%，基本每股收益 0.67 元，同比增长 21.3%。

事件点评

➢ 业绩持续增长，盈利能力进一步改善。2019 上半年，受益于重卡行业持续高景气度运行和公司动力总成持续发挥综合优势，公司业绩持续增长，期间公司实现营业收入同比增长 10.45%，归母净利润同比增长 20.37%。此外，2019 上半年，公司毛利率 21.75%，较 2018 年同期微降 0.04pct，净利率 7.59%，较 2018 年同期提升 0.44pct，销售费用率 5.91%，较上年同期下降 0.74pct，净利率持续提升，盈利能力进一步改善。2019Q2 公司毛利率和净利率分别为 21.84%、7.71%，分别较 2019Q1 提升 0.18pct、0.25pct，盈利能力同样有所改善。

➢ 多个细分行业维持龙头地位，业绩稳定性强。1) 公司重卡发动机销售量高速增长，市占率在行业内维持领先地位，且进一步提升，2019 上半年销售重卡发动机 21.8 万台，同比+10.85%，市占率达 33.3%（2018 年为 31.6%）。2) 公司依托于控股子公司在重型汽车和重卡用变速器市场维持业内领先地位，一是陕重汽上半年销售重卡 8.7 万辆，同比+3.1%，市占率 13.2%（2018 年为 13.3%），二是陕西法士特齿轮有限公司上半年其中，重卡用变速器市场占有率达 80.5%左右（2018 年约 75.7%）。根据上半年重卡行业整体运行状况，2019 年重卡行业大概率维持高位运行，公司作为多个细分行业龙头，整体业绩稳定性较强。

➢ 技术实力持续提升，引领公司竞争优势持续扩大。一方面，公司本身具有较高的技术实力。一是公司依托于公司主业发动机，打造全系列、全领域高端产品竞争力，在国六排放标准逐步落地的大环境下，行业迎来技术升级，而公司凭借自身的国六发动机配套能力进一步提升竞争实力；二是公司紧跟汽车行业发展方向，立足山东省新旧动能转换重大战略布局，推进大缸径高速高端发动机、燃料电池发动机、林德液压等项目建设，在大数据、智能驾驶、车联网、氢燃料电池等方面均有所布局；三是公司控股子公司陕西法士特齿轮有限责任公司机械变速器高端平台化开发实现突破性提升，AT、AMT 智能化传动产品初步形成了自主核心能力。另一方面，公司持续研发高投入，2019 上半年公司研发投入 36.04 亿元，较 2018 年同期增长 25.85%，占营业收入比重为 3.97%，较 2018 年同期提升 0.49%，随着研发成果逐步转换，公司有望进一步提升技术优势，进而优化产品结构，提升产品的平均价值量，巩固自身龙头地位。



投资建议

- 重卡行业维持高景气度，公司作为重卡发动机和重卡用变速器龙头有望受益，叠加公司技术优势领先，龙头地位稳固，研发持续高投入，有望进一步优化产品结构，提升产品均价，提升盈利能力。因此，预计公司 2019、2020 年 EPS 分别为 1.18、1.29，对应公司 8 月 29 日收盘价 11.28 元，2019 年、2020 年 PE 分别为 9.60、8.74，维持“买入”评级。

存在风险

- 重卡销量不及预期；海外业务推进不及预期；宏观经济持续下行。

| 利润表 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 财务指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------|--------|--------|--------|---------|-------|
| 营业收入 | 151,569.4 | 159,255.8 | 170,961.1 | 184,450.0 | 195,885.9 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 118,467.6 | 123,686.4 | 132,819.7 | 143,090.5 | 152,190.4 | 营业收入增长率 | 62.7% | 5.1% | 7.3% | 7.9% | |
| 营业税费 | 738.1 | 723.2 | 776.4 | 837.6 | 889.6 | 营业利润增长率 | 152.2% | 31.0% | 10.8% | 8.5% | |
| 销售费用 | 10,337.8 | 10,619.2 | 10,291.9 | 11,103.9 | 11,792.3 | 净利润增长率 | 75.5% | 40.6% | -10.4% | 6.1% | |
| 管理费用 | 9,601.6 | 6,259.5 | 10,873.1 | 11,731.0 | 12,458.3 | EBITDA增长率 | 148.5% | 67.5% | -13.3% | 8.8% | |
| 财务费用 | 590.8 | 75.3 | 512.0 | 612.0 | 832.0 | EBIT增长率 | 186.0% | 19.9% | 12.6% | 8.8% | |
| 资产减值损失 | 1,950.1 | 633.5 | 987.9 | 987.9 | 987.9 | NOPLAT增长率 | 178.9% | 27.2% | 7.7% | 9.8% | |
| 加:公允价值变动收益 | 100.8 | 177.1 | 166.5 | 148.1 | 163.9 | 投资资本增长率 | -10.4% | -8.6% | -91.2% | -260.8% | |
| 投资和汇兑收益 | 153.9 | 464.8 | 213.0 | 123.0 | 621.7 | 净资产增长率 | 26.5% | 10.5% | 18.2% | 11.9% | |
| 营业利润 | 10,384.9 | 13,603.7 | 15,079.7 | 16,358.2 | 17,521.0 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 137.4 | 254.6 | 271.1 | 337.5 | 351.8 | 毛利率 | 21.8% | 22.3% | 22.3% | 22.4% | |
| 利润总额 | 10,522.3 | 13,858.3 | 15,350.8 | 16,695.7 | 17,872.8 | 营业利润率 | 6.9% | 8.5% | 8.8% | 8.9% | |
| 减:所得税 | 1,343.9 | 2,232.6 | 2,626.9 | 2,857.0 | 2,819.7 | 净利润率 | 4.5% | 5.4% | 5.5% | 5.6% | |
| 净利润 | 6,808.3 | 8,657.5 | 9,324.0 | 10,238.7 | 11,253.1 | EBITDA/营业收入 | 11.9% | 15.9% | 13.3% | 13.0% | |
| 资产负债表 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | EBIT/营业收入 | 7.1% | 11.3% | 9.1% | 9.2% | |
| 货币资金 | 34,221.8 | 38,210.0 | 64,515.4 | 79,914.6 | 100,813.1 | 投资回报率 | | | | | |
| 交易性金融资产 | 384.1 | 4,115.2 | 4,115.2 | 4,115.2 | 4,115.2 | ROE | 19.3% | 22.0% | 19.7% | 19.5% | |
| 应收帐款 | 14,430.2 | 14,217.2 | 15,769.2 | 17,013.4 | 18,068.3 | ROA | 4.8% | 5.7% | 6.3% | 6.6% | |
| 应收票据 | 25,291.2 | 24,992.7 | - | - | - | ROIC | 19.8% | 26.4% | 32.5% | 400.8% | |
| 预付帐款 | 559.8 | 1,109.2 | 964.1 | 1,038.6 | 1,104.7 | 费用率 | | | | | |
| 存货 | 19,850.8 | 20,674.3 | 22,228.3 | 19,601.7 | 20,848.3 | 销售费用率 | 6.8% | 6.7% | 6.0% | 6.0% | |
| 其他流动资产 | 3,823.3 | 2,659.1 | 2,738.9 | 2,821.1 | 2,905.7 | 管理费用率 | 6.3% | 3.9% | 6.4% | 6.4% | |
| 可供出售金融资产 | 594.8 | - | - | - | - | 财务费用率 | 0.4% | 0.0% | 0.3% | 0.3% | |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | 三费/营业收入 | 13.5% | 10.6% | 12.7% | 12.7% | |
| 长期股权投资 | 2,638.9 | 4,463.6 | 4,463.6 | 4,463.6 | 4,463.6 | 运营效率 | | | | | |
| 投资性房地产 | 569.2 | 593.5 | 593.5 | 593.5 | 593.5 | 固定资产周转天数 | 63 | 64 | 58 | 45 | |
| 固定资产 | 27,068.3 | 29,454.1 | 25,249.8 | 21,229.9 | 16,754.6 | 流动资产周转天数 | 210 | 236 | 232 | 233 | |
| 在建工程 | 1,218.2 | 2,845.1 | 2,503.4 | 2,027.5 | 1,306.5 | 应收帐款周转天数 | 32 | 32 | 35 | 35 | |
| 无形资产 | 24,355.8 | 23,739.6 | 21,749.8 | 19,760.1 | 17,770.3 | 存货周转天数 | 55 | 59 | 61 | 61 | |
| 其他非流动资产 | 9,985.5 | 12,806.2 | 13,190.4 | 13,586.1 | 13,993.7 | 总资产周转天数 | 420 | 446 | 430 | 404 | |
| 资产总额 | 189,638.2 | 205,276.4 | 203,080.5 | 211,212.8 | 227,763.8 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期借款 | 3,174.9 | 5,472.8 | 4,473.1 | 4,473.1 | 4,398.5 | 资产负债率 | 70.3% | 69.7% | 63.8% | 61.0% | |
| 应付票据 | 12,361.4 | 15,925.0 | 17,095.5 | 18,444.3 | 19,587.9 | 负债权益比 | 236.5% | 229.7% | 175.9% | 156.4% | |
| 应付账款 | 30,654.8 | 30,869.4 | 35,309.1 | 38,039.5 | 40,458.6 | 流动比率 | 1.28 | 1.22 | 1.18 | 1.36 | |
| 其他流动负债 | 28,671.3 | 31,226.5 | 32,787.9 | 34,427.3 | 36,148.6 | 速动比率 | 1.03 | 0.99 | 0.94 | 1.15 | |
| 长期借款 | 15,678.6 | 10,908.5 | - | - | - | 现金流量利息保障倍数 | 44.64 | 234.21 | | | |
| 其他非流动负债 | 28,671.3 | 31,226.5 | 32,787.9 | 34,427.3 | 36,148.6 | 业绩和估值指标 | | | | | |
| 负债总额 | 133,283.2 | 143,017.0 | 129,472.2 | 128,823.7 | 135,669.1 | EPS(元) | 0.85 | 1.08 | 1.18 | 1.29 | |
| 股本 | 7,997.2 | 7,997.2 | 7,933.9 | 7,933.9 | 7,933.9 | BVPS(元) | 4.41 | 4.92 | 5.96 | 6.61 | |
| 资本公积与留存收益 | 28,515.6 | 33,118.2 | 37,685.0 | 42,865.8 | 48,783.0 | PE(X) | 13.2 | 10.4 | 9.6 | 8.7 | |
| 少数股东权益 | 21,115.5 | 22,945.6 | 26,345.6 | 29,945.6 | 33,745.6 | PB(X) | 2.6 | 2.3 | 1.9 | 1.7 | |
| 股东权益 | 56,355.0 | 62,259.3 | 73,608.3 | 82,389.1 | 92,094.7 | P/FCF | 20.6 | 6.9 | 3.7 | 5.2 | |
| 现金流量表 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | P/S | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | |
| 净利润 | 9,178.4 | 11,625.7 | 9,324.0 | 10,238.7 | 11,253.1 | EV/EBITDA | 4.2 | 2.4 | 2.0 | 1.3 | |
| 加:折旧和摊销 | 1,950.1 | 633.5 | - | - | - | CAGR(%) | 14.7% | 9.0% | 52.4% | 14.7% | |
| 资产减值准备 | 7,364.8 | 7,403.9 | 7,086.3 | 7,086.3 | 7,687.1 | PEG | 90.3% | 115.9% | 18.3% | 59.6% | |
| 公允价值变动损失 | -100.8 | -177.1 | 166.5 | 148.1 | 163.9 | | | | | | |
| 财务费用 | 963.6 | 665.2 | 512.0 | 612.0 | 832.0 | | | | | | |
| 投资收益 | -153.9 | -464.8 | -213.0 | -123.0 | -621.7 | | | | | | |
| 少数股东损益 | 2,370.0 | 2,968.2 | 3,400.0 | 3,600.0 | 3,800.0 | | | | | | |
| 营运资金的变动 | 69.2 | 14,350.5 | 29,489.0 | 2,196.8 | 3,743.2 | | | | | | |
| 经营活动产生现金流量 | 16,258.3 | 22,261.6 | 49,764.8 | 23,759.0 | 26,857.6 | | | | | | |
| 投资活动产生现金流量 | -5,037.2 | -7,181.0 | -234.9 | -598.9 | -149.7 | | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | -6,597.7 | -6,980.3 | -22,224.8 | -7,760.9 | -5,734.8 | | | | | | |

分析师承诺：

本人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，本人承诺，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本人的研究观点。本人不曾因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

邮编：030002

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

邮编：100032

电话：010-83496336

