

000338.SZ

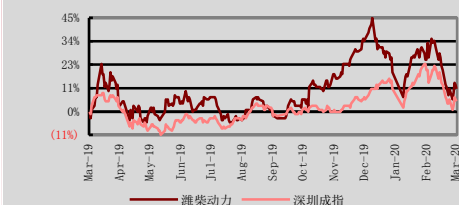
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 12.62

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(21.9)	(16.5)	(17.8)	11.1
相对深证成指	(16.9)	(4.2)	(16.6)	5.9

发行股数 (百万)	7,934
流通股 (%)	54
总市值 (人民币 百万)	100,125
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	1,169
净负债比率 (%) (2020E)	净现金
主要股东 (%)	
香港中央结算代理人有限公司	24

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2020 年 3 月 27 日收市价为标准

相关研究报告

《潍柴动力——业绩稳健增长，治超有望提升重卡销量中枢》 20191101

《潍柴动力——业绩符合预期，多领域布局效果渐显》 20190830

《潍柴动力——业绩略超预期，持续受益重卡行业高景气》 20190429

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车零部件

魏敏

(8621)20328306

min.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517080007

朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517060001

潍柴动力

Q4 业绩略低于预期，多因素推动重卡行业维持高景气

公司发布 2019 年报，实现营业总收入 1,743.6 亿元，同比增长 9.5%；归母净利润 91.0 亿元，同比增长 5.2%，每股收益 1.15 元，拟每 10 股派 1.36 元（含税），业绩略低于预期。公司是重卡发动机龙头企业，基建有望发力、国三车更新与治理超载，重卡市场 2020 年仍将维持较高景气度，公司显著受益，公司国六产品准备充分与开始配套重汽将助力市占率提升。公司积极开拓大缸径发动机市场，并控股凯傲在叉车、智能物流等多领域布局，林德液压中国潍坊工厂正式投产，有望逐渐成为新增长点。预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 1.22 元、1.32 元和 1.43 元，维持买入评级。

支撑评级的要点

■ **龙头地位稳固，2019 年主要产品均实现较快增长。**据中汽协数据，2019 年重卡市场再创历史新高，销售 117.4 万辆，同比+2.3%，公司作为重卡发动机龙头显著受益。2019 年公司销售发动机 74.2 万台，同比+10.1%；陕重汽销重卡 16.1 万辆，同比+5.2%，市占率 13.7%；法士特变速器 100.2 万台，同比+10.2%；叉车销售 21.5 万辆，同比+5.4%，主要产品均实现较快增长。受益重卡市场高景气和凯傲快速增长，公司 2019 年营收+9.5%；毛利率 21.8%，同比-0.5pct；销售费用同比+6.0%，管理费用同比+10.2%；在国六产品、新能源、液压力总成等多方面投入，研发费用同比+21.0%；汇兑损失和新租赁准则下租赁负债的利息费用增加，财务费用同比+192.4%；四项费用率 13.5%，同比+0.2pct；计提资产与信用减值准备 7.4 亿元（同比-1.0 亿）；归母净利润 91.0 亿元，同比+5.2%。

■ **Q4 业绩略低预期，发动机毛利率有所降低。**据中汽协数据，2019Q4 重卡行业销售 28.5 万辆，同比+13.1%；母公司（主要是发动机业务）营收同比+20.7%，但毛利率 21.8%，同比-6.2pct，环比-2.8pct，主要是 Q4 高速增长的天燃气发动机材料中贵金属涨价较快与 Q4 大功率牵引车在高速公路上运输和盈利能力大幅下降导致毛利率较高的排量发动机销售占比降低；陕汽集团销重卡 4.5 万辆，同比+10.2%，陕重汽预计销量与收入都有较快增长；公司营收同比+16.0%；毛利率 21.1%，同比-3.2pct，环比-1.8 pct，预计主要受发动机毛利率降低影响；销售、管理、研发、财务费用分别同比+20.8%、+21.6%、+0.4%、+426.8%，四项费用率合计 14.8%，同比+0.2pct；公允价值变动同比净损失 2.1 亿；资产与信用减值损失同比-2.4 亿；收入增长，但毛利率降低，费用率提升，公司归母净利润同比-22.9%。

■ **基建、国三车更新、治超等多因素推动重卡维持高景气，公司持续受益。**受新冠肺炎疫情影响，稳增长压力较大，财政部表示将加大宏观政策逆周期调节力度，多省市密集出台规模庞大的投资计划，基建投资仍是重要部分，预计后续基建增速有望回升拉动工程重卡需求。2020 年是打赢蓝天保卫战的收官之年，7 月 1 日起城市车辆开始实施国六，预计国三及以下中重卡淘汰力度将加大。公司全系列国六发动机完成升级开发，技术与进度行业领先凸显竞争优势。“5.21”与无锡事件后严查超载超限、按轴收费等因素将促进重卡销量中枢提升。公司开始配套中国重汽，市占率有望进一步提升。公司积极开拓工业动力等大缸径发动机市场，与林德液压合力打造液压力系统，林德液压中国潍坊工厂正式投产，并收购威迪思 51% 股权填补 CVT 技术短板，有望成公司中长期增长点。

估值

■ 受疫情影响，略微下调预测，预计 2020-2022 年每股收益分别为 1.22 元、1.32 元和 1.43 元，考虑到重卡市场有望维持较高景气，维持买入评级。

评级面临的主要风险

■ 1) 重卡行业销量不及预期；2) 海外业务整合不及预期。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入 (人民币 百万)	159,256	174,361	188,484	197,908	205,825
变动 (%)	5	9	8	5	4
净利润 (人民币 百万)	13,188	9,105	9,708	10,482	11,363
全面摊薄每股收益 (人民币)	1.091	1.148	1.224	1.321	1.432
变动 (%)	27.2	5.2	6.6	8.0	8.4
先前预测摊薄每股收益 (人民币)			1.302	1.406	n.a.
调整幅度 (%)			(6.0)	(6.0)	n.a.
全面摊薄市盈率 (倍)	11.6	11.0	10.3	9.6	8.8
价格/每股现金流量 (倍)	4.5	4.2	7.5	7.3	3.9
每股现金流量 (人民币)	2.81	3.00	1.69	1.73	3.22
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	3.2	4.3	3.1	2.3	1.1
每股股息 (人民币)	0.461	0.286	0.367	0.396	0.430
股息率 (%)	3.7	2.3	2.9	3.1	3.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 潍柴动力 2019 年业绩摘要

(人民币, 亿)	2018	2019	同比变动(%)
营业总收入	1,592.6	1,743.6	9.5
营业利润	136.0	141.6	4.1
净利润	116.3	119.1	2.4
归属于上市公司股东的净利润	86.6	91.0	5.2
扣非后净利润	80.1	83.2	3.9
销售成本	1,236.9	1,363.5	10.2
毛利润	355.7	380.1	6.9
销售费用	106.2	112.5	6.0
管理费用	62.6	69.0	10.2
研发费用	43.2	52.3	21.0
财务费用	0.8	2.2	192.4
资产减值损失	8.4	7.4	(12.8)
销售费用率(%)	6.7	6.5	
管理费用率(%)	3.9	4.0	
研发费用率(%)	2.7	3.0	
财务费用率(%)	0.0	0.1	
毛利率(%)	22.3	21.8	
净利率(%)	5.4	5.2	

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 2. 潍柴动力 2019 四季度业绩摘要

(人民币, 亿)	2018Q4	2019Q4	同比变动(%)
营业总收入	410.7	476.5	16.0
营业利润	37.6	29.7	(20.9)
净利润	35.8	25.8	(28.0)
归属于上市公司股东的净利润	26.6	20.5	(22.9)
扣非后净利润	23.2	18.8	(19.2)
销售成本	310.8	376.0	21.0
毛利润	99.9	100.5	0.6
销售费用	27.4	33.1	20.8
管理费用	16.5	20.1	21.6
研发费用	16.4	16.4	0.4
财务费用	(0.2)	0.8	426.8
资产减值损失	5.8	3.5	(40.0)
销售费用率(%)	6.7	6.9	
管理费用率(%)	4.0	4.2	
研发费用率(%)	4.0	3.4	
财务费用率(%)	(0.1)	0.2	
毛利率(%)	24.3	21.1	
净利率(%)	6.5	4.3	

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 3. 主要子公司 2019 年业绩摘要

序号	公司名称	主要业务	营业收入 (亿元)	同比 (%)	净利润 (亿元)	同比 (%)
1	陕西重型汽车有限公司	重卡	544.0	6.4	12.6	6.2
2	KION GROUP AG	叉车生产、仓库技术及供应链解决方案服务	671.8	11.0	26.5	3.3
3	陕西法士特齿轮有限责任公司	汽车变速器, 齿轮	151.1	8.5	13.3	1.3

资料来源: 公司公告, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	159,256	174,361	188,484	197,908	205,825
销售成本	(124,410)	(137,017)	(148,054)	(155,358)	(161,367)
经营费用	(10,175)	(22,298)	(22,450)	(23,310)	(23,893)
息税折旧前利润	24,671	15,045	17,980	19,240	20,566
折旧及摊销	(7,337)	(1,820)	(3,796)	(3,812)	(3,829)
经营利润(息税前利润)	17,334	13,225	14,184	15,428	16,736
净利息收入/(费用)	(75)	(220)	(188)	(198)	(206)
其他收益/(损失)	1,130	1,347	1,356	1,345	1,438
税前利润	18,389	14,352	15,352	16,575	17,968
所得税	(2,233)	(2,445)	(2,303)	(2,486)	(2,695)
少数股东权益	(2,968)	(2,802)	(3,341)	(3,607)	(3,910)
净利润	13,188	9,105	9,708	10,482	11,363
核心净利润	13,219	9,138	9,740	10,513	11,398
每股收益(人民币)	1.091	1.148	1.224	1.321	1.432
核心每股收益(人民币)	1.666	1.152	1.228	1.325	1.437
每股股息(人民币)	0.461	0.286	0.367	0.396	0.430
收入增长(%)	5	9	8	5	4
息税前利润增长(%)	65	(24)	7	9	8
息税折旧前利润增长(%)	39	(39)	20	7	7
每股收益增长(%)	27	5	7	8	8
核心每股收益增长(%)	101	(31)	7	8	8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	18,389	14,352	15,352	16,575	17,968
折旧与摊销	7,337	1,820	3,796	3,812	3,829
净利息费用	75	220	188	198	206
运营资本变动	4,420	7,549	(12,864)	6,198	(1,101)
税金	(3,795)	357	(2,303)	(2,486)	(2,695)
其他经营现金流	(4,165)	(464)	9,256	(10,608)	7,337
经营活动产生的现金流	22,262	23,835	13,425	13,688	25,543
购买固定资产净值	(616)	(165)	310	250	270
投资减少/增加	(1,814)	(338)	700	750	790
其他投资现金流	(4,751)	(7,888)	(48)	(836)	(706)
投资活动产生的现金流	(7,181)	(8,391)	962	164	354
净增权益	(3,659)	(2,269)	(2,913)	(3,145)	(3,409)
净增债务	(1,170)	3,107	411	1,867	1,255
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(2,152)	(8,432)	1,519	(98)	(787)
融资活动产生的现金流	(6,980)	(7,567)	(930)	(1,272)	(2,720)
现金变动	8,100	7,877	13,457	12,579	23,178
期初现金	34,222	38,210	48,818	62,275	74,854
公司自由现金流	15,081	15,444	14,387	13,852	25,898
权益自由现金流	13,986	18,771	14,986	15,917	27,359

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	38,210	48,818	62,275	74,854	98,032
应收帐款	39,210	30,844	39,314	49,745	34,231
库存	20,674	24,718	20,291	31,231	20,773
其他流动资产	10,011	21,806	14,219	15,773	17,325
流动资产总计	108,105	126,185	136,098	171,603	170,362
固定资产	32,302	31,727	29,972	28,157	26,360
无形资产	23,740	23,575	21,845	20,098	18,336
其他长期资产	17,863	31,267	21,519	23,613	25,466
长期资产总计	73,905	86,570	73,336	71,869	70,162
总资产	205,276	236,832	233,444	267,415	264,401
应付帐款	46,794	59,195	45,158	68,802	50,163
短期债务	5,473	2,015	4,300	4,200	4,100
其他流动负债	36,350	44,667	44,847	41,659	44,246
流动负债总计	88,617	105,877	94,305	114,661	98,509
长期借款	23,174	21,669	25,007	26,189	26,330
其他长期负债	31,227	39,511	33,136	34,625	35,757
股本	7,997	7,934	7,934	7,934	7,934
储备	33,232	38,375	45,171	52,508	60,463
股东权益	41,229	46,309	53,105	60,442	68,396
少数股东权益	22,946	24,551	27,891	31,498	35,408
总负债及权益	205,276	236,832	233,444	267,415	264,401
每股帐面价值(人民币)	5.20	5.84	6.69	7.62	8.62
每股有形资产(人民币)	2.19	2.87	3.94	5.09	6.31
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.73)	(4.47)	(5.54)	(7.01)	(9.89)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	15.5	8.6	9.5	9.7	10.0
息税前利润率(%)	10.9	7.6	7.5	7.8	8.1
税前利润率(%)	11.5	8.2	8.1	8.4	8.7
净利率(%)	8.3	5.2	5.2	5.3	5.5
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.4	1.5	1.7
利息覆盖率(倍)	230.1	60.0	75.3	78.0	81.3
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.0	1.2	1.2	1.5
估值					
市盈率(倍)	11.6	11.0	10.3	9.6	8.8
核心业务市盈率(倍)	7.6	11.0	10.3	9.5	8.8
市净率(倍)	2.4	2.2	1.9	1.7	1.5
价格/现金流(倍)	4.5	4.2	7.5	7.3	3.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.2	4.3	3.1	2.3	1.1
周转率					
存货周转天数	59.4	60.5	55.5	60.5	58.8
应收帐款周转天数	90.5	73.3	67.9	82.1	74.5
应付帐款周转天数	102.9	110.9	101.0	105.1	105.5
回报率					
股息支付率(%)	27.7	24.9	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	33.9	20.8	19.5	18.5	17.6
资产收益率(%)	7.7	5.0	5.1	5.2	5.3
已运用资本收益率(%)	2.4	2.4	2.4	2.3	2.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371