

## 业绩低于预期，传统与新业务稳步发展 ——潍柴动力（000338）年报点评

### 事件：

近期公司发布 2019 年年度报告，报告期内公司实现营业总收入 1,743.6 亿元，同比增长 9.48%，归属于上市公司股东的净利润 91.0 亿元，同比增长 5.17%

### 投资要点：

- 四季度业绩低于预期：**2019 年业绩低于市场预期，主要由于四季度业绩增速不及预期所致，2019Q4 实现营业总收入 476.5 亿元，同比增长 16.02%，归属于上市公司股东的净利润 20.5 亿元，同比下降 22.95%，主要原因是，一方面 2019Q4 由于部分贵金属原材料价格的上涨导致母公司发动机业务毛利率下降，母公司毛利率 21.8%，相比去年同期下降 6.2pct；另一方面，国五切换国六过程中，公司加大促销力度及研发支出导致期间费用率有所上升，期间费用率 14.8%，比去年同期上升 0.2pct。
- 疫情造成短期冲击，基建拉动及国三淘汰促进重卡景气度回升：**短期由于新冠疫情的影响，国内重卡销量一季度预期下滑，另外公司 40%业务收入来自海外，子公司凯傲预计会因欧美疫情的扩散而受到牵连，因此总体上预计上半年疫情对公司业绩造成一定的短期冲击，为应对疫情产生的不确定性，公司也将分红率由去年的 42.3% 降低至 24.9%。长期来看，由于各地紧密出台大规模的基建投资计划，在国内基建逆周期调控下有望拉动工程重卡需求的恢复，且作为蓝天保卫战三年行动计划的收尾年，重点区域国三燃油车淘汰率有望进一步提升，因此预计今年重卡销量整体依然并不悲观，疫情消退后公司业绩有望回升。
- 国六标准执行，重卡产业链市占率有望进一步提升：**公司在重卡产业链中优势明显，其中动力总成长期保持市场领先地位，子公司陕汽重汽也处于国内重卡第一阵营，随着国六标准的推进，一方面得益于公司领先的技术优势，能够引导国六高端重卡的主流配置，另一方面源自中国重汽等重卡头部企业产品配套份额的增加，公司重卡产业链产品市占率有望进一步提升。

	2018 年	2019 年	2020E	2021E
营业收入(亿元)	1,592.56	1,743.61	1,885.47	2,075.63
增长比率(%)	5.07	9.48	8.14	10.09
净利润(亿元)	86.58	91.05	92.23	110.82
增长比率(%)	27.16	5.17	1.29	20.16
每股收益(元)	1.08	1.15	1.16	1.40
市盈率(倍)	7.15	13.81	10.37	8.63

数据来源：WIND，万联证券研究所

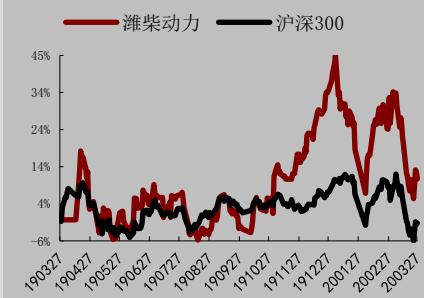
增持（维持）

日期：2020 年 03 月 30 日

### 基础数据

行业	汽车
公司网址	
大股东/持股	香港中央结算代理人有限公司 / 24.43%
实际控制人/持股	山东国资委
总股本(百万股)	7,933.87
流通 A 股(百万股)	4,245.00
收盘价(元)	12.62
总市值(亿元)	1,001.25
流通 A 股市值(亿元)	535.72

### 个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2020 年 03 月 27 日

### 相关研究

- 万联证券研究所 20180329\_公司点评报告  
\_AAA\_潍柴动力（000338）点评报告  
万联证券研究所 20200226\_公司跟踪报告  
\_AAA\_银轮股份（002126）业绩快报跟踪点评  
万联证券研究所 20190731\_公司半年报点评  
\_AAA\_银轮股份（002126）点评报告

### 分析师：周春林

执业证书编号：S0270518070001

电话：021-60883486

邮箱：zhoucl@wlzq.com.cn

请阅读正文后的免责声明

- **新兴领域积极布局，综合竞争优势明显：**除重卡产业链外，公司积极布局新兴领域，一方面，以海外控股子公司凯傲集团为中心，推进智能物流仓储国内落地，深度整合集团自动化及数字化业务，打造成为全球领先的内部物流站整体解决方案提供商，2019年凯傲集团实现营收671.8亿元，同比增长11.0%，净利润26.5亿元，同比增长3.3%，盈利能力保持稳健；另一方面，积极布局新能源业务，深入围绕纯电动及氢燃料电池汽车动力总成的技术研发，初步形成了覆盖面较为广泛的燃料电池发动机产品系列，同时加快推进纯电动系统产品、燃料电池客车及加氢站的多领域推广应用，随着新兴领域的良好拓展，公司有望进一步扩大业务规模，综合提升公司整体竞争优势。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计公司2020-2022年营业总收入分别为1,885.5亿元、2,075.6亿元和2,286.3亿元，归母净利润分别为92.2亿元、110.8亿元和135.4亿元，EPS分别为1.16元、1.40元和1.71元，结合2020年3月30日收盘价对应的PE分别为10.4、8.6和7.1倍，考虑到公司重卡产业链的龙头地位稳固及领先的综合优势，维持“增持”评级。
- **风险提示：**重卡销量不及预期、海外业绩大幅下滑

## 目录

1、四季度业绩低于预期 .....	4
2、疫情造成短期冲击，基建拉动及国三淘汰促进重卡景气度回升 .....	4
3、国六标准执行，重卡产业链市占率有望进一步提升 .....	5
4、新兴领域积极布局，综合竞争优势明显 .....	6
5、盈利预测及投资建议 .....	6
6、风险提示 .....	6
图表 1：2017–2019 年季度营业收入（万元） .....	4
图表 2：2017–2019 年季度归母净利润（万元） .....	4
图表 3：2017–2019 年季度毛利率 .....	4
图表 4：2017–2019 年季度期间费用率 .....	4
图表 5：2016–2020 年重卡月销量 .....	5
图表 6：2015–2019 年海内外收入情况（万元） .....	5
图表 7：重型柴油车国六标准执行时间表 .....	5

## 1、四季度业绩低于预期

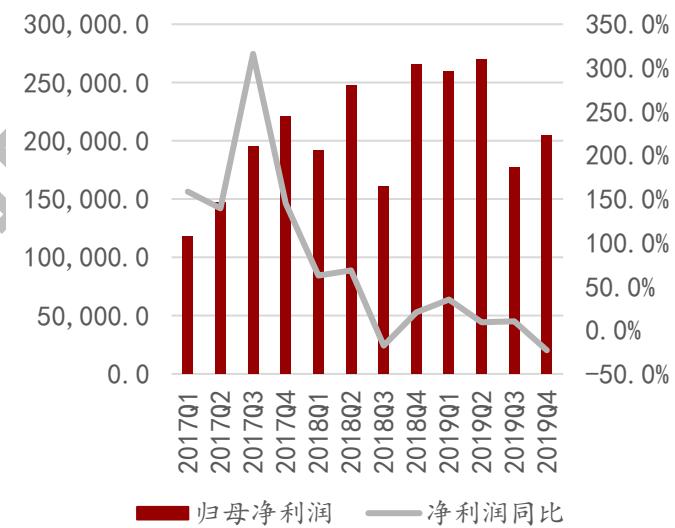
近期，公司发布2019年年度报告，报告期内公司实现营业总收入1,743.6亿元，同比增长9.48%，归属于上市公司股东的净利润91.0亿元，同比增长5.17%，业绩低于市场预期，主要由于四季度业绩增速不及预期所致，2019Q4实现营业总收入476.5亿元，同比增长16.02%，归属于上市公司股东的净利润20.5亿元，同比下降22.95%，主要原因是，一方面，2019Q4由于部分贵金属原材料价格的上涨导致母公司发动机业务毛利率下降，母公司毛利率21.8%，相比去年同期下降6.2pct；另一方面，国五切换国六过程中，公司加大促销力度及研发支出导致期间费用率有所上升，期间费用率14.8%，比去年同期上升0.2pct。

图表1：2017-2019年季度营业收入（万元）



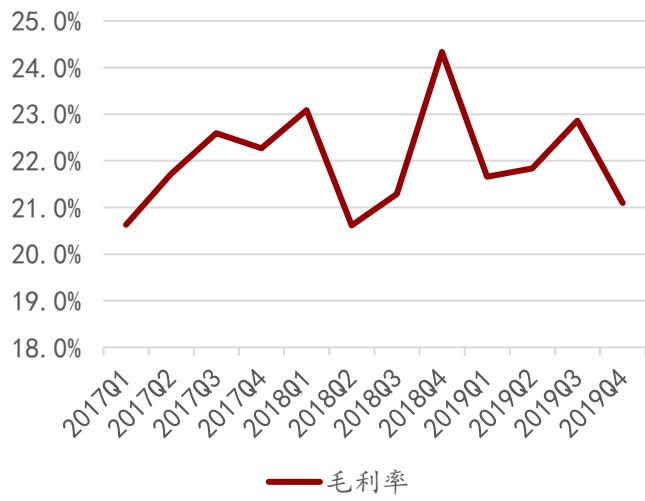
资料来源：WIND, 万联证券

图表2：2017-2019年季度归母净利润（万元）



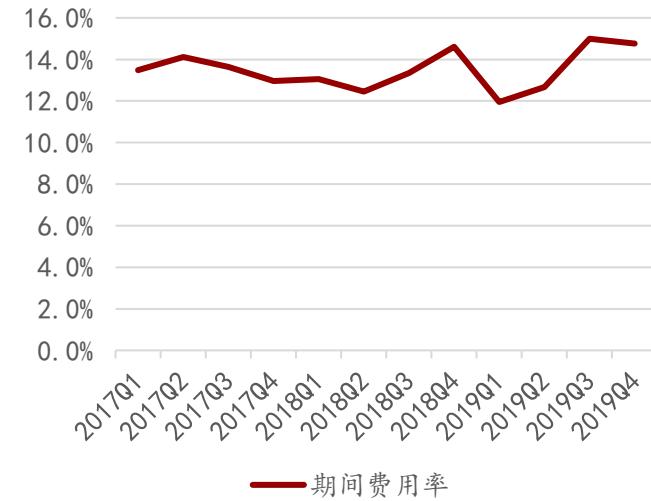
资料来源：WIND, 万联证券

图表3：2017-2019年季度毛利率



资料来源：WIND, 万联证券

图表4：2017-2019年季度期间费用率



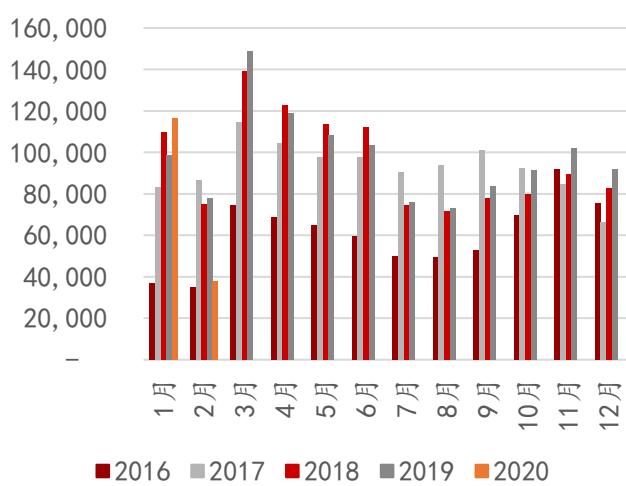
资料来源：WIND, 万联证券

## 2、疫情造成短期冲击，基建拉动及国三淘汰促进重卡景气回升

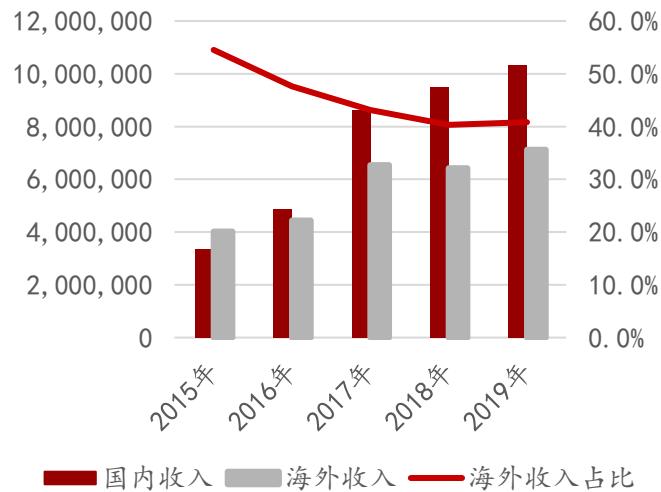
## 升

短期来看，由于新冠疫情的影响，国内重卡销量自2020年2月开始终结自去年7月以来的“七连涨”趋势，2月重卡销量3.8万辆，同比下降51.9%，而从3月中下旬开始国内重卡企业复工复产状况才有所好转，另外，公司40%业务收入来自海外，子公司凯傲预计也会因为欧美疫情的扩散而受到牵连，因此总体上预计上半年疫情对公司业绩造成一定的短期冲击，为应对疫情产生的不确定性，公司也将分红率由去年的42.3%降低至24.9%。长期来看，由于各地紧密出台大规模的基建投资计划，在国内基建逆周期调控下有望拉动工程重卡需求的恢复，且作为蓝天保卫战三年行动计划的收尾年，重点区域国三燃油车淘汰率有望进一步提升，因此预计今年重卡销量依然并不悲观，疫情消退后公司业绩有望回升。

图表5：2016-2020年重卡月销量



图表6：2015-2019年海内外收入情况（万元）



资料来源：中汽协，万联证券

资料来源：公司公告，万联证券

### 3、国六标准执行，重卡产业链市占率有望进一步提升

2020年7月1日，重型柴油车城市车辆开始执行国六a标准，公司在重卡产业链中优势明显，其中动力总成（发动机、变速箱、车桥）长期保持市场领先地位，子公司陕西重汽也处于国内重卡第一阵营，随着国六标准的推进，一方面得益于公司领先的技术优势，能够引导国六高端重卡的主流配置，另一方面源自中国重汽等重卡头部企业产品配套份额的增加，公司重卡产业链产品市占率有望。

图表7：重型柴油车国六标准执行时间表

实施时间	标准阶段	车辆类型	适用标准
2019年7月1日	6a 阶段	燃气车辆	《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》
2020年7月1日		城市车辆	
2021年7月1日		所有车辆	
2021年1月1日		燃气车辆	
2023年7月1日		所有车辆	

资料来源：环保部，万联证券

## 4、新兴领域积极布局，综合竞争优势明显

除重卡产业链外，公司积极布局新兴领域，一方面，以海外控股子公司凯傲集团为中心，推进物流仓储国内落地，深度整合集团自动化及数字化业务，打造成为全球领先的内部物流站整体解决方案提供商，2019年凯傲集团实现营收671.8亿元，同比增长11.0%，净利润26.5亿元，同比增长3.3%，盈利能力保持稳健；另一方面，积极布局新能源业务，深入围绕纯电动及氢燃料电池汽车动力总成的技术研发，初步形成了覆盖较为广泛的燃料电池发动机产品系列，同时加快推进纯电动系统产品、燃料电池客车及加氢站等多领域推广应用，随着新兴领域的良好拓展，公司有望进一步扩大业务规模，综合提升公司整体竞争优势。

## 5、盈利预测及投资建议

我们预计公司2020-2022年营业总收入分别为1,885.5亿元、2,075.6亿元和2,286.3亿元，归母净利润分别为92.2亿元、110.8亿元和135.4亿元，EPS分别为1.16元、1.40元和1.71元，结合2020年3月30日收盘价对应的PE分别为10.4、8.6和7.1倍，考虑到公司重卡产业链的龙头地位稳固及领先的综合优势，维持“增持”评级。。

## 6、风险提示

重卡销量不及预期、海外业绩大幅下滑

**资产负债表**

	单位: 百万元			
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>				
货币资金	126,185	135,612	150,172	168,463
应收及预付	48,818	52,839	60,679	71,603
存货	30,205	32,663	35,957	39,607
其他流动资产	24,718	26,830	29,351	32,131
<b>非流动资产</b>				
长期股权投资	20,766	21,462	22,190	22,931
固定资产	110,647	119,501	129,218	139,396
在建工程	5,409	7,969	10,530	13,090
无形资产	26,319	29,913	34,518	39,637
其他长期资产	23,436	23,436	23,436	23,436
<b>资产总计</b>	50,773	53,223	55,523	57,773
<b>流动负债</b>	236,832	255,113	279,390	307,859
短期借款	105,877	111,034	119,617	129,084
应付及预收	2,015	0	0	0
其他流动负债	59,195	64,254	70,291	76,950
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0
长期借款	61,180	61,680	62,180	62,680
应付债券	11,374	11,874	12,374	12,874
其他非流动负债	10,295	10,295	10,295	10,295
<b>负债合计</b>	39,511	39,511	39,511	39,511
<b>负债和股东权益</b>	167,057	172,714	181,797	191,764
<b>股本</b>	236,832	255,113	279,390	307,859
资本公积	7,934	7,934	7,934	7,934
留存收益	119	119	119	119
归属母公司股东权益	38,256	47,882	59,570	73,730
少数股东权益	45,224	54,850	66,538	80,697
<b>负债和股东权益</b>	24,551	27,549	31,055	35,397

**现金流量表**

	单位: 百万元			
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	23,568	15,763	17,992	21,458
净利润	11,907	12,220	14,588	17,884
折旧摊销	8,071	850	900	950
营运资金变动	3,314	2,266	2,364	2,601
其它	276	427	141	23
<b>投资活动现金流</b>	-8,391	-7,906	-8,030	-7,888
资本支出	-5,351	-4,604	-5,000	-4,955
投资变动	-3,473	-3,650	-3,550	-3,550
其他	433	348	520	617
<b>筹资活动现金流</b>	-7,567	-3,836	-2,121	-2,646
银行借款	33,535	-1,515	500	500
债券融资	0	0	0	0
股权融资	194	0	0	0
其他	-41,296	-2,321	-2,621	-3,146
<b>现金净增加额</b>	7,906	4,021	7,841	10,924
<b>期初现金余额</b>	34,380	48,818	52,839	60,679
<b>期末现金余额</b>	42,286	52,839	60,679	71,603

资料来源：万联证券

**利润表**

	单位: 百万元			
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	174,361	188,547	207,563	228,631
营业成本	136,353	148,007	161,913	177,250
营业税金及附加	664	718	790	871
销售费用	11,254	12,256	13,492	14,632
管理费用	6,900	7,542	8,303	8,459
研发费用	5,228	5,845	6,434	7,088
财务费用	220	369	270	154
资产减值损失	-469	0	0	0
公允价值变动收益	71	50	60	70
投资净收益	695	498	660	747
<b>营业利润</b>	14,156	14,693	17,482	21,427
营业外收入	290	200	300	400
营业外支出	94	80	100	150
<b>利润总额</b>	14,352	14,813	17,682	21,677
所得税	2,445	2,592	3,094	3,794
<b>净利润</b>	11,907	12,220	14,588	17,884
少数股东损益	2,802	2,998	3,506	4,343
<b>归属母公司净利润</b>	9,105	9,223	11,082	13,541
EBITDA	22,032	15,030	17,531	21,281
EPS (元)	1.15	1.16	1.40	1.71
<b>主要财务比率</b>				
	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	9.5%	8.1%	10.1%	10.2%
营业利润	4.1%	3.8%	19.0%	22.6%
归属于母公司净利润	5.2%	1.3%	20.2%	22.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	21.8%	21.5%	22.0%	22.5%
净利率	6.8%	6.5%	7.0%	7.8%
ROE	20.1%	16.8%	16.7%	16.8%
ROIC	10.0%	9.2%	9.6%	10.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	70.5%	67.7%	65.1%	62.3%
净负债比率	239.4%	209.6%	186.3%	165.2%
流动比率	1.19	1.22	1.26	1.31
速动比率	0.94	0.96	0.99	1.03
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.74	0.74	0.74	0.74
应收账款周转率	12.21	12.21	12.21	12.21
存货周转率	7.05	7.03	7.07	7.12
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.15	1.16	1.40	1.71
每股经营现金流	2.97	1.99	2.27	2.70
每股净资产	5.70	6.91	8.39	10.17
<b>估值比率</b>				
P/E	10.50	10.37	8.63	7.06
P/B	2.11	1.74	1.44	1.18
EV/EBITDA	5.57	5.78	4.54	3.25

**行业投资评级**

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

**公司投资评级**

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。  
基准指数：沪深300指数

**风险提示**

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**证券分析师承诺**

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。

**免责条款**

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

**万联证券股份有限公司 研究所**

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦  
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心  
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心  
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场