

潍柴动力 (000338)

证券研究报告

2021年03月31日

长期逻辑更加明晰，21Q1 预告超预期

事件:

公司发布 2020 年报，全年营业总收入 1975 亿元，同比增长 13%，实现归母净利润 92.1 亿元，同比增长 1%。同时公司还发布了一季报业绩预告，21Q1 预计实现归母净利润 28.9-33.0 亿元，同比增长 40-60%。

点评:

20 年业绩受凯傲拖累，净利润微增 1%。20 年国内重卡行业销量创历史新高，达 162 万辆，同比增长 38%，潍柴明显受益。但潍柴的控股公司凯傲受疫情影响，20 年净利润 9.1 亿元，同比下滑 66%，一定程度拖累了公司的业绩，但同时也可以注意到，20H2 凯傲盈利能力明显恢复，20H1 和 20H2 凯傲净利润分别为 0.6 亿元和 8.5 亿元。往后看，我们认为凯傲盈利能力有望持续恢复并再创新高。

20Q4 归母净利润同比增长 3%，资产减值损失计提较多。20Q4 公司实现归母净利润 21.0 亿元，同比+3%，20Q4 母公司毛利率为 23.9%，环比降低 1 个百分点，但同比明显回升 2.1 个百分点。20Q4 资产减值损失计提较多，计提了 4.3 亿的资产减值损失，若剔除资产减值损失的影响，则 20Q4 的净利润是有明显增长的。

21Q1 业绩预告略超市场预期，净利润同比增长 40-60%。21 年重卡行业前两月保持高景气度，潍柴明显受益。同时还受益于海外业务的恢复，21Q1 预计实现归母净利润 28.9-33.0 亿元，同比增长 40-60%，略超市场预期。

公司 20 年 12 月发布了定增预案，聚焦长远发展。拟非公开发行股票数量不超过非公开发行前公司总股本的 10%，募集资金总额不超过 130 亿元，用于燃料电池项目、H 平台高端发动机项目、大缸径发动机项目、液压动力总成、大型 CVT 总成项目和补充流动资金。大缸径发动机 20 年已经实现收入 9.5 亿元，同比增长 22%，其中海外收入占比 55%，高端液压实现国内收入 5.0 亿元，同比增长 54%。新业态有望提供长期业绩增长点。

投资建议:

公司经营情况超预期，我们上调公司 21-22 年的归母净利润预期至 112 亿和 131 亿(此前预期为 107 亿和 122 亿)，同时引入 23 年的预期 150 亿元，对应 PE 分别为 14 倍、12 倍和 10 倍。给予 21 年 17 倍目标 PE，对应目标价上调至 23.97 元(前目标价为 16.94 元)，维持“买入”评级。

风险提示:重卡行业销量不及预期，新投资增加折旧摊销风险，欧美疫情对凯傲的影响超预期

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	174,360.89	197,491.09	215,699.81	234,227.85	243,573.96
增长率(%)	9.48	13.27	9.22	8.59	3.99
EBITDA(百万元)	28,432.10	22,371.38	20,464.83	22,699.55	25,243.06
净利润(百万元)	9,104.96	9,207.13	11,168.24	13,061.10	15,040.34
增长率(%)	5.17	1.12	21.30	16.95	15.15
EPS(元/股)	1.15	1.16	1.41	1.65	1.90
市盈率(P/E)	17.20	17.01	14.02	11.99	10.41
市净率(P/B)	3.46	3.06	2.59	2.29	2.04
市销率(P/S)	0.90	0.79	0.73	0.67	0.64
EV/EBITDA	3.67	4.17	6.37	4.06	4.44

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	19.74 元
目标价格	23.97 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	5,990.83
流通 A 股股本(百万股)	4,244.32
A 股总市值(百万元)	118,259.06
流通 A 股市值(百万元)	83,782.79
每股净资产(元)	6.45
资产负债率(%)	70.29
一年内最高/最低(元)	26.26/11.93

作者

文康	分析师
SAC 执业证书编号: S1110519040002	
wenkang@tfzq.com	
陆嘉敏	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520080001	
lujiamin@tfzq.com	

股价走势

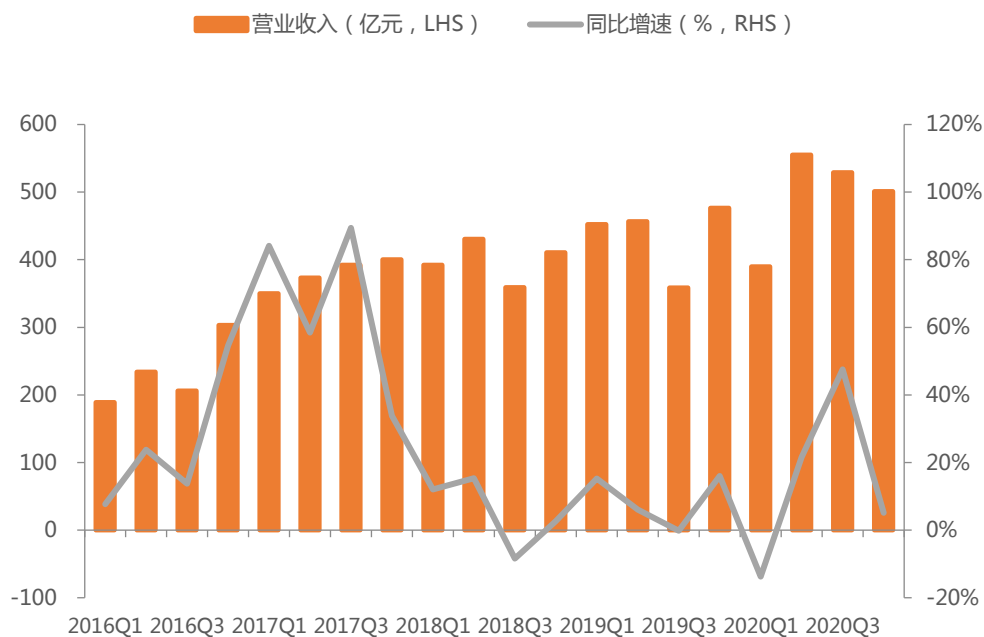


资料来源: 贝格数据

相关报告

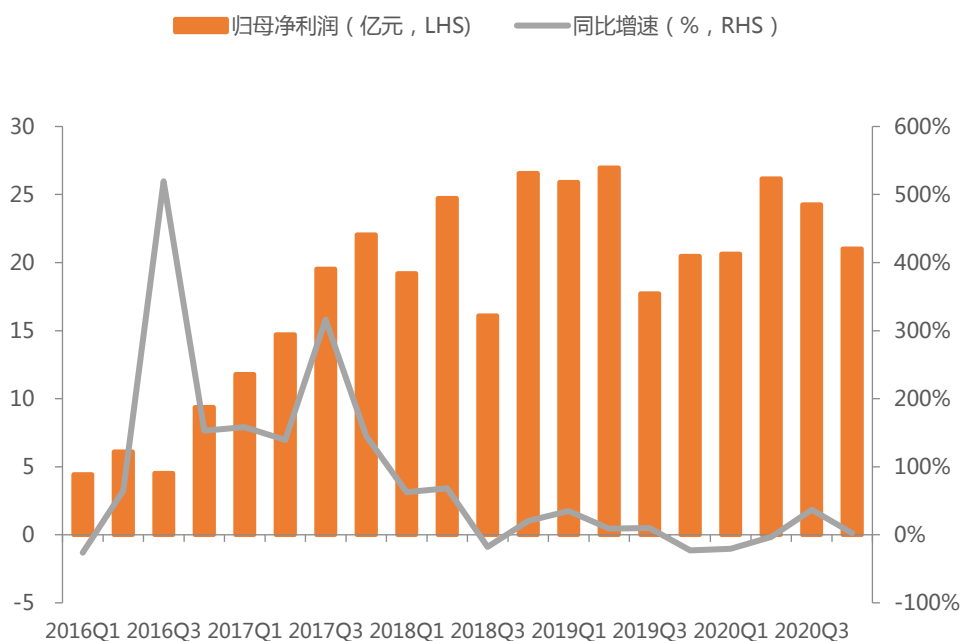
- 1 《潍柴动力-公司点评:发布定增预案, 聚焦长远发展》 2020-12-25
- 2 《潍柴动力-季报点评:Q3 扣非同比大增 70%, 母公司毛利率明显恢复》 2020-11-01
- 3 《潍柴动力-公司点评:柴油机里程碑式新产品发布, 竞争优势再上台阶》 2020-09-16

图 1：潍柴动力 16 年至今单季度营业收入及同比（亿元，%）



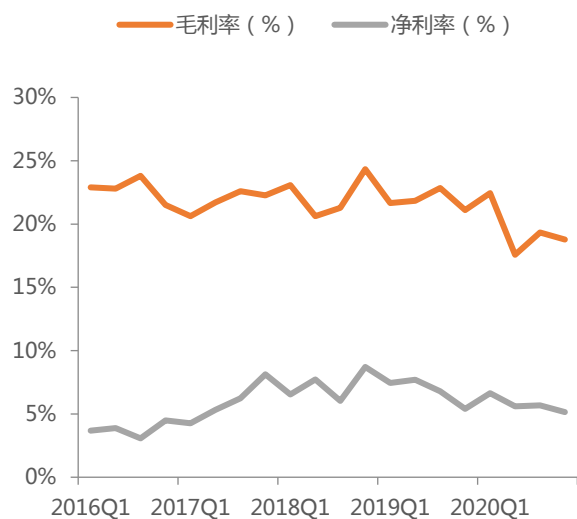
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：潍柴动力 16 年至今单季度归母净利润及同比（亿元，%）



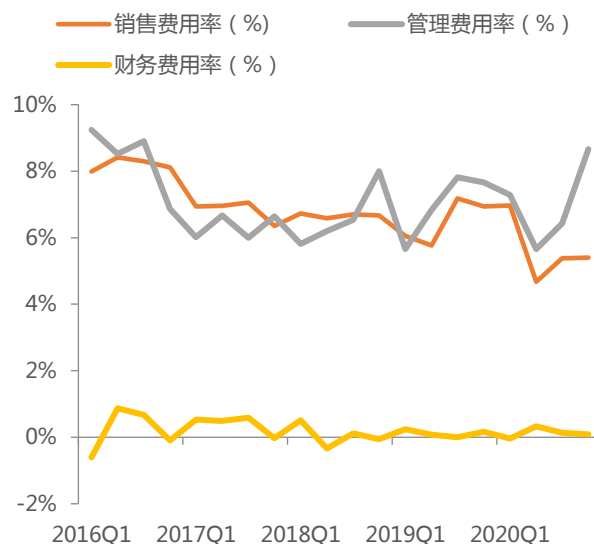
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：潍柴动力 16 年至今单季度毛利率及净利率（%）



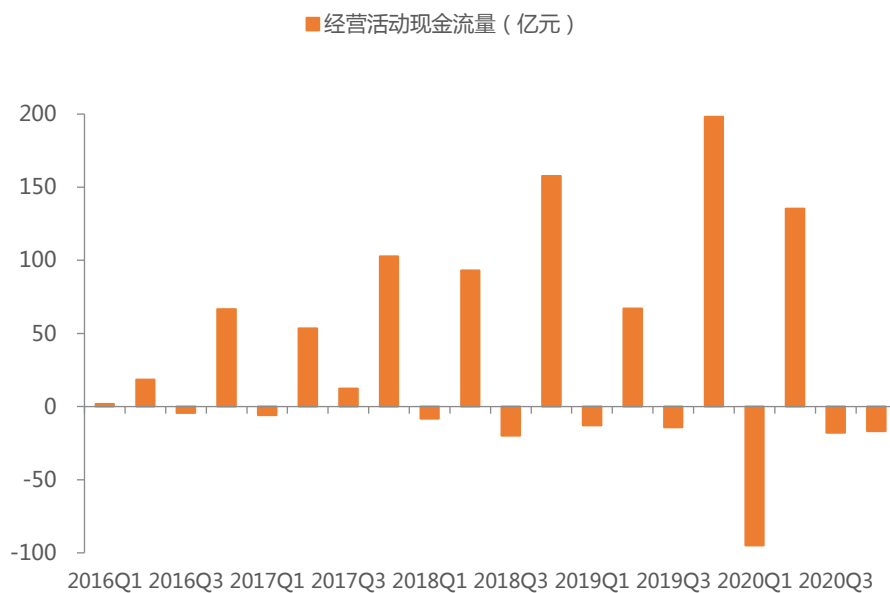
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：潍柴动力 16 年至今单季度三费率（%）



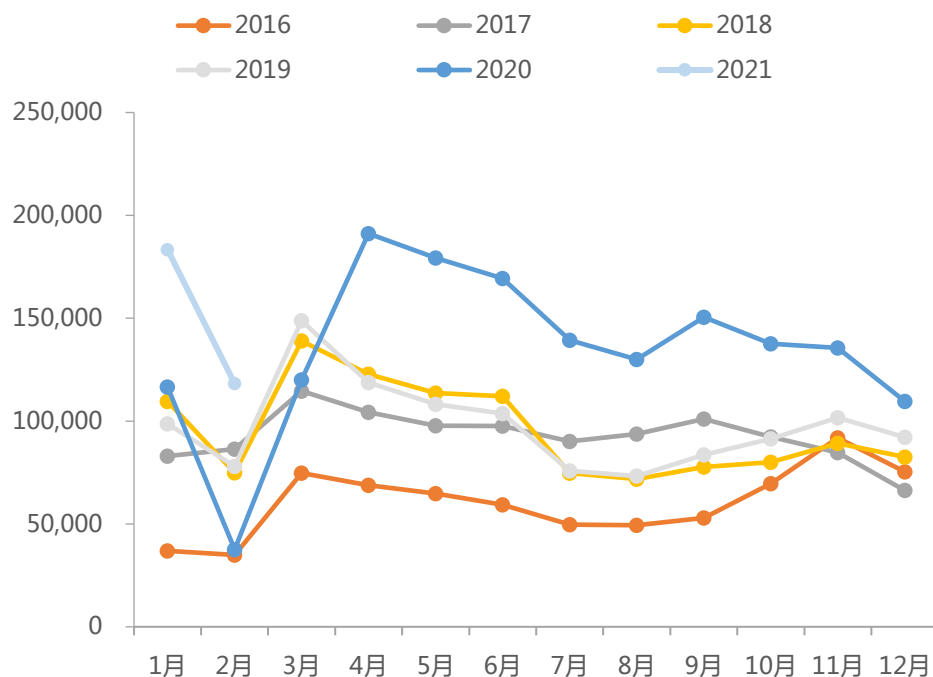
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：潍柴动力 16 年至今单季度经营活动现金流（亿元）



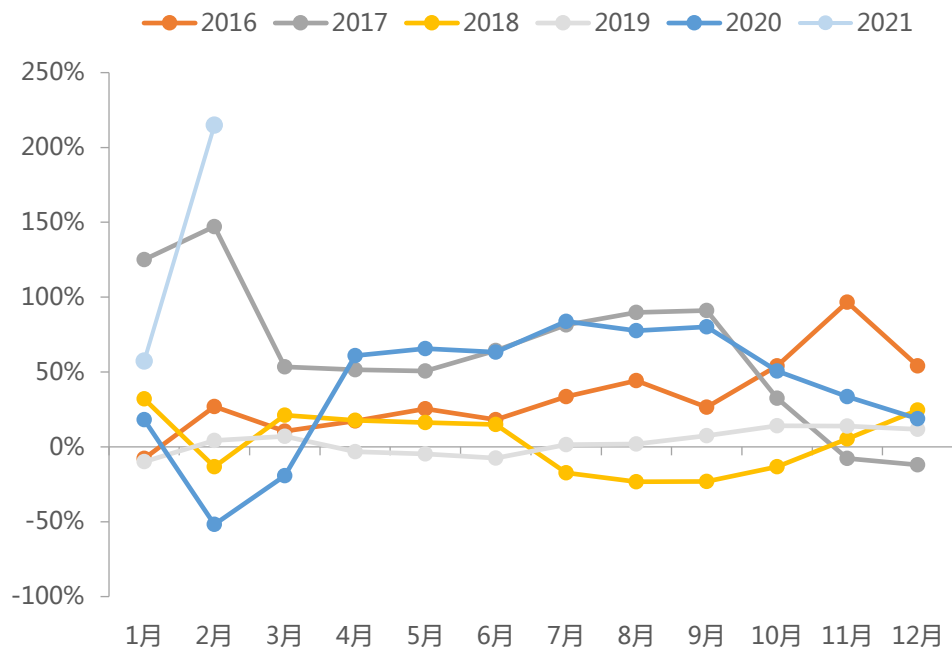
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：重卡行业 16 年至今月度销量（辆）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

图 7：重卡行业 16 年至今月度销量同比（%）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	48,817.62	62,216.11	62,323.85	101,248.82	84,667.06
应收票据及应收账款	30,205.40	34,718.37	51,873.48	22,731.60	54,850.36
预付账款	996.71	1,095.02	1,336.06	1,332.47	1,354.74
存货	24,717.70	31,226.16	21,558.27	36,186.03	24,908.00
其他	18,789.60	20,079.43	16,527.75	19,419.86	18,486.84
流动资产合计	123,527.04	149,335.09	153,619.41	180,918.78	184,267.00
长期股权投资	4,711.14	4,944.36	5,044.36	5,144.36	5,244.36
固定资产	26,318.67	31,722.83	34,520.38	36,944.72	40,103.06
在建工程	5,408.67	5,046.19	4,167.72	3,520.63	3,012.38
无形资产	23,575.08	24,112.83	22,001.84	19,890.86	17,779.87
其他	50,633.03	52,409.15	47,407.24	50,360.22	49,916.98
非流动资产合计	110,646.59	118,235.36	113,141.53	115,860.79	116,056.65
资产总计	236,831.67	270,750.17	269,416.15	299,610.56	303,212.29
短期借款	2,014.69	5,731.09	8,700.00	8,500.00	8,300.00
应付票据及应付账款	59,194.91	68,420.42	64,750.38	82,246.26	70,554.06
其他	44,667.17	49,561.08	48,317.40	47,979.89	50,890.40
流动负债合计	105,876.77	123,712.58	121,767.78	138,726.15	129,744.46
长期借款	11,373.66	12,026.64	5,400.00	5,300.00	5,200.00
应付债券	10,295.28	8,702.77	10,421.02	9,806.36	9,643.38
其他	39,511.24	45,874.85	38,870.88	41,418.99	42,054.91
非流动负债合计	61,180.18	66,604.26	54,691.90	56,525.35	56,898.29
负债合计	167,056.95	190,316.84	176,459.68	195,251.50	186,642.75
少数股东权益	24,550.78	29,231.01	32,467.41	36,033.34	39,971.62
股本	7,933.87	7,933.87	7,933.87	7,933.87	7,933.87
资本公积	118.90	180.55	180.55	180.55	180.55
留存收益	38,375.00	45,295.84	52,555.20	60,391.86	68,664.04
其他	(1,203.83)	(2,207.95)	(180.55)	(180.55)	(180.55)
股东权益合计	69,774.73	80,433.33	92,956.48	104,359.07	116,569.54
负债和股东权益总计	236,831.67	270,750.17	269,416.15	299,610.56	303,212.29

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	11,907.01	11,274.84	11,168.24	13,061.10	15,040.34
折旧摊销	8,070.96	2,158.70	3,643.42	3,851.67	4,109.51
财务费用	1,299.87	1,301.51	149.08	(338.04)	(556.44)
投资损失	(694.69)	(1,294.91)	(818.14)	(935.91)	(1,016.32)
营运资金变动	(10,396.89)	13,713.51	(10,285.07)	27,241.54	(27,143.22)
其它	13,648.43	(4,225.50)	3,313.18	3,539.55	3,930.28
经营活动现金流	23,834.69	22,928.16	7,170.71	46,419.90	(5,635.85)
资本支出	16.17	2,379.80	10,555.48	1,069.83	4,112.69
长期投资	247.55	233.21	100.00	100.00	100.00
其他	(8,654.58)	(12,029.89)	(12,864.34)	(4,027.64)	(8,002.63)
投资活动现金流	(8,390.85)	(9,416.87)	(2,208.86)	(2,857.81)	(3,789.94)
债权融资	36,681.99	37,735.14	34,911.59	35,160.88	34,216.63
股权融资	759.48	(952.36)	2,085.78	545.50	763.90
其他	(45,008.70)	(39,768.64)	(41,851.48)	(40,343.49)	(42,136.49)
筹资活动现金流	(7,567.23)	(2,985.86)	(4,854.12)	(4,637.11)	(7,155.97)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	7,876.61	10,525.42	107.74	38,924.98	(16,581.76)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	174,360.89	197,491.09	215,699.81	234,227.85	243,573.96
营业成本	136,353.24	159,352.65	173,379.50	187,956.14	194,980.95
营业税金及附加	663.96	830.67	884.37	945.82	1,002.24
营业费用	11,254.07	10,862.46	11,647.79	12,765.42	12,994.67
管理费用	6,900.20	7,709.93	7,765.19	8,197.97	8,037.94
研发费用	5,227.97	6,013.08	5,996.45	6,324.15	6,332.92
财务费用	220.33	279.02	149.08	(338.04)	(556.44)
资产减值损失	(469.19)	(663.24)	100.00	100.00	100.00
公允价值变动收益	71.26	(409.60)	76.78	(26.38)	(8.01)
投资净收益	694.69	1,294.91	818.14	935.91	1,016.32
其他	(711.53)	(239.52)	(1,789.84)	(1,819.06)	(2,016.63)
营业利润	14,155.89	12,460.73	16,672.33	19,185.92	21,689.99
营业外收入	289.77	362.88	319.90	324.18	335.66
营业外支出	94.01	141.93	96.15	110.70	116.26
利润总额	14,351.65	12,681.68	16,896.09	19,399.41	21,909.38
所得税	2,444.64	1,406.84	2,491.45	2,772.38	2,930.76
净利润	11,907.01	11,274.84	14,404.64	16,627.03	18,978.62
少数股东损益	2,802.05	2,067.71	3,236.40	3,565.93	3,938.29
归属于母公司净利润	9,104.96	9,207.13	11,168.24	13,061.10	15,040.34
每股收益(元)	1.15	1.16	1.41	1.65	1.90

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	9.48%	13.27%	9.22%	8.59%	3.99%
营业利润	4.06%	-11.97%	33.80%	15.08%	13.05%
归属于母公司净利润	5.17%	1.12%	21.30%	16.95%	15.15%
获利能力					
毛利率	21.80%	19.31%	19.62%	19.76%	19.95%
净利率	5.22%	4.66%	5.18%	5.58%	6.17%
ROE	20.13%	17.98%	18.46%	19.12%	19.64%
ROIC	30.03%	47.75%	74.78%	47.10%	47.02%
偿债能力					
资产负债率	70.54%	70.29%	65.50%	65.17%	61.56%
净负债率	-17.39%	-30.44%	-29.49%	-63.33%	-43.28%
流动比率	1.19	1.23	1.28	1.32	1.44
速动比率	0.96	0.98	1.11	1.06	1.25
营运能力					
应收账款周转率	5.10	6.08	4.98	6.28	6.28
存货周转率	7.68	7.06	8.17	8.11	7.97
总资产周转率	0.79	0.78	0.80	0.82	0.81
每股指标(元)					
每股收益	1.15	1.16	1.41	1.65	1.90
每股经营现金流	3.00	2.89	0.90	5.85	-0.71
每股净资产	5.70	6.45	7.62	8.61	9.65
估值比率					
市盈率	17.20	17.01	14.02	11.99	10.41
市净率	3.46	3.06	2.59	2.29	2.04
EV/EBITDA	3.67	4.17	6.37	4.06	4.44
EV/EBIT	5.12	4.60	7.75	4.89	5.31

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com