

潍柴动力 (000338)

年报深度拆解系列四： 多业务板块共振向上，天然气发动机拉动业绩增长

投资要点：

我们认为公司 2023 年亮眼业绩的主因是天然气重卡旺销拉动的发动机业务快速增长，新业务放量以及各板块子公司的盈利恢复。通过历史业绩比较，我们发现各业务板块子公司的盈利能力较历史水平仍有较大提升空间，看好 2024 年天然气重卡持续旺销下，公司整体盈利能力继续提高。

► 公司发动机业务复苏，多板块业务共振向上

分业务板块来看，发动机、Kion、法士特、陕重汽盈利能力同比回升，分别贡献归母净利润 65.8/9.7/4.1/1.7 亿元，同比增长 140.5%/336.9%/210.4%/1764.7%。其中，发动机业务受天然气和大缸径发动机带动，盈利修复；Kion 叉车部门盈利能力改善，分别实现净利润和净利润率 3.1 亿欧元和 2.7%，同比+197.2%/+1.8pct；行业销量复苏，带动陕重汽、法士特单车盈利均修复至 2905/957 元，同比+1186%/+118.5%。

► 公司天然气发动机市占率仍有提升空间，大缸径业务有望贡献新增量
展望未来，重卡行业销量当前处于底部向上阶段，叠加国四及以下重卡加速淘汰，行业销量仍有较大提升空间。天然气价格走低，油气价差优于 2023 年同期水平，为天然气重卡渗透率增长提供基础，公司市占率有望进一步提升。新业务领域，大缸径产品储备齐全，技术实力和响应速度相较外资有竞争力，有望持续替代，为公司贡献新增量。

► 自由现金流创新高，分红比例有望持续提升

2023 年公司自由现金流 (FCFF) 231.3 亿元，相较 2022 年增长 308.2 亿元，创近年来新高。资本开支温和上涨，2023 年为 72.0 亿元，同比+8.5pct，与固定资产、在建工程增速匹配。2023 年计划分红总金额为 45.3 亿元，股利支付率为 50.2%，同比+104.2%/+5.0pct，良好现金流状况下后续分红比例有望稳步提升。公司股权激励有望拉动销售利润率提升，带动 ROE 增长至 15%以上，公司 PB 估值上修至突破 2.5 倍。

► 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 2165.1/2427.6/2585.0 亿元，同比增速分别为 1.2%/12.1%/6.5%，归母净利润分别为 115.4/139.2/156.2 亿元，同比增速分别为 28.0%/20.6%/12.3%，EPS 分别为 1.32/1.59/1.79 元/股，3 年 CAGR 为 20.1%。鉴于公司行业龙头地位，产品竞争力强，参照可比公司估值，我们给予公司 2024 年 16 倍 PE，目标价 21.16 元，维持“买入”评级。

风险提示：天然气价格上涨；重卡行业复苏不及预期；出口节奏放缓。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	175158	213958	216506	242760	258500
增长率 (%)	-13.95%	22.15%	1.19%	12.13%	6.48%
EBITDA (百万元)	16325	25701	38668	42983	46621
归母净利润 (百万元)	4905	9014	11539	13916	15620
增长率 (%)	-47.00%	83.77%	28.01%	20.60%	12.25%
EPS (元/股)	0.56	1.03	1.32	1.59	1.79
市盈率 (P/E)	31.7	17.2	13.5	11.2	9.9
市净率 (P/B)	2.1	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	5.4	3.8	3.2	2.3	1.6

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 05 月 10 日收盘价

行业：	汽车/汽车零部件
投资评级：	买入 (维持)
当前价格：	17.79 元
目标价格：	21.16 元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	8,726.56/6,914.67
流通 A 股市值 (百万元)	88,445.34
每股净资产 (元)	9.49
资产负债率 (%)	65.55
一年内最高/最低 (元)	19.02/11.32

股价相对走势



作者

分析师：高登
执业证书编号：S0590523110004
邮箱：gaodeng@glsc.com.cn
分析师：陈斯竹
执业证书编号：S0590523100009
邮箱：chenszh@glsc.com.cn

相关报告

- 《潍柴动力 (000338)：天然气贡献盈利增长，各项业务持续恢复》2024.05.11
- 《潍柴动力 (000338)：天然气大马力大幅提升盈利，业绩超预期》2024.03.28

核心逻辑

2023 年重卡行业销量底部回升，虽然整体销量约为 2020 年高峰期的 56%左右，但公司业绩已恢复至接近历史最好水平。我们认为公司 2023 年亮眼业绩的主因是天然气重卡旺销拉动的发动机业务快速增长，新业务放量以及各板块子公司的盈利恢复。通过历史业绩比较，我们发现 Kion、陕重汽、法士特等子公司的盈利能力较历史水平仍有较大提升空间，因此我们看好 2024 年天然气重卡持续旺销下，公司整体盈利能力继续提高。

核心假设

- 天然气价格维持低位，柴油-天然气价差保持现有水平或继续扩大。
- 公司针对股权激励目标，盈利能力持续提高。
- 海外市场持续开拓。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 2165.1/2427.6/2585.0 亿元，同比增速分别为 1.2%/12.1%/6.5%，归母净利润分别为 115.4/139.2/156.2 亿元，同比增速分别为 28.0%/20.6%/12.3%，EPS 分别为 1.32/1.59/1.79 元/股，3 年 CAGR 为 20.1%。鉴于公司行业龙头地位，产品竞争力强，参照可比公司估值，我们给予公司 2024 年 16 倍 PE，目标价 21.16 元，维持“买入”评级。

正文目录

1. 2023 年回顾：发动机板块量价齐升，其他业务板块共振向上.....	4
2. 展望后续：市占率+盈利能力再提升，大缸径业务有望贡献新增量.....	9
3. 现金流长期优于净利润，分红率有望持续提升.....	12
4. 盈利预测、估值与投资建议.....	13
5. 风险提示.....	16

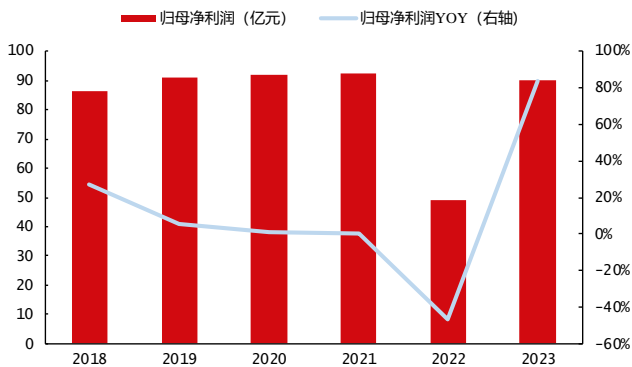
图表目录

图表 1：2023 年公司利润接近历史最高业绩.....	4
图表 2：2023 年重卡行业销量快速回升.....	4
图表 3：潍柴动力业务结构（单位：亿元）.....	4
图表 4：2018-2023 年潍柴动力发动机销量增速与重卡行业销量增速同步.....	5
图表 5：潍柴重卡发动机市占率提升.....	6
图表 6：重汽配套比例明显提升.....	6
图表 7：一汽配套比例在 2023 年稳中有升.....	6
图表 8：发动机单台盈利创历史新高.....	7
图表 9：潍柴动力天然气发动机销量占比（内销）.....	7
图表 10：潍柴大缸径发动机销量快速增长.....	7
图表 11：陕重汽单台盈利回升.....	8
图表 12：陕重汽出口情况.....	8
图表 13：法士特单台盈利重回 1000 元附近.....	8
图表 14：2013-2023 凯傲收入及盈利情况.....	9
图表 15：凯傲叉车和智能物流部门利润率情况.....	9
图表 16：行业销量底部向上.....	10
图表 17：出口平稳增长.....	10
图表 18：2022 年重卡保有量测算（按排放标准）.....	10
图表 19：天然气价走低，油气价差持续扩大.....	11
图表 20：WH28 大缸径发动机产品.....	11
图表 21：2024-2026 股权激励业绩考核目标.....	12
图表 22：经营性现金流净额持续优于归母净利润.....	12
图表 23：经营性应付项目的增加情况.....	12
图表 24：2018-2023 潍柴自由现金流情况（单位：亿元）.....	13
图表 25：固定资产及在建工程情况（单位：亿元）.....	13
图表 26：潍柴动力分红情况.....	13
图表 27：公司财务数据和估值（百万元）.....	14
图表 28：公司营收测算汇总（亿元）.....	14
图表 29：可比公司估值表.....	15
图表 30：潍柴动力 PB-Band (MRQ) 和 ROE 水平.....	15
图表 31：2018-2023 年潍柴动力归母净利润/利润总额.....	16
图表 32：2018-2023 年潍柴动力利润总额/营业总收入.....	16
图表 33：2018-2023 年潍柴动力资产周转率.....	16
图表 34：2018-2023 年潍柴动力权益乘数.....	16

1. 2023 年回顾：发动机板块量价齐升，其他业务板块共振向上

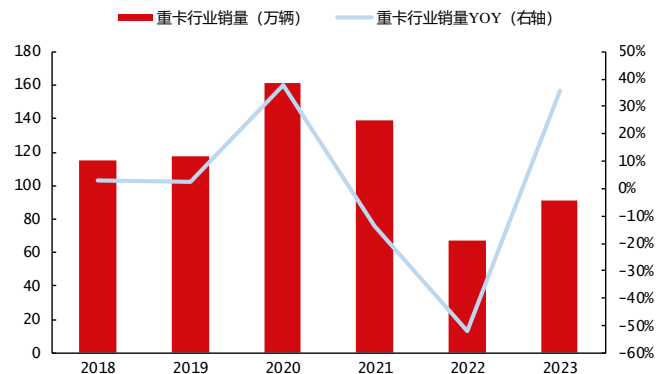
2023 年公司业绩快速触底回升，接近历史最高水平。2023 年公司实现归母净利润 90.1 亿，同比增长 83.8%。2023 年重卡行业销量 91.1 万辆左右，仅为 2020 年 161.7 万辆的 56.3%，但利润水平已经接近历史前高（2021 年公司实现归母净利润 92.5 亿元）。

图表1：2023 年公司利润接近历史最高业绩



资料来源：ifind，公司年报，国联证券研究所

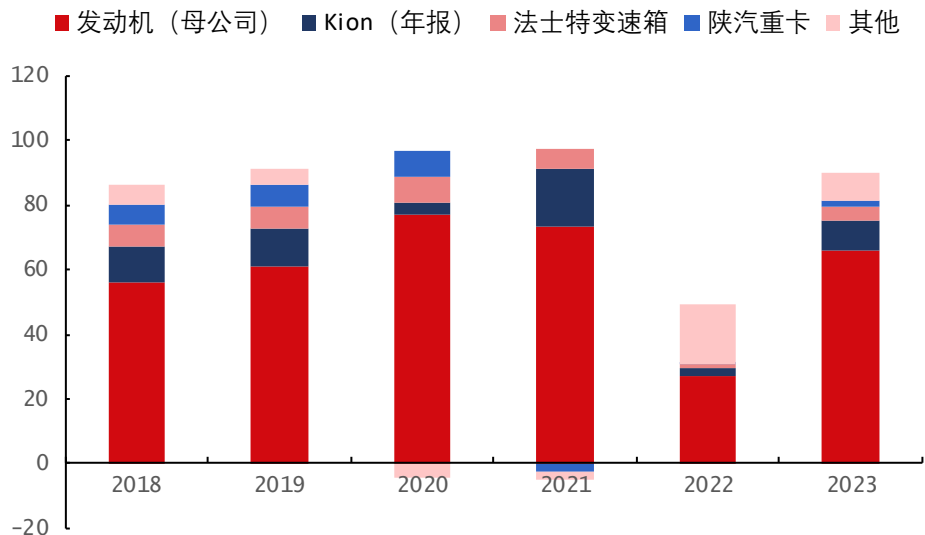
图表2：2023 年重卡行业销量快速回升



资料来源：ifind，国家统计局，中国汽车工业协会，国联证券研究所

分业务结构来看，发动机、Kion、法士特相较于 2022 年均有明显提升，多业务板块共振向上。发动机（母公司归母净利润-投资收益）、Kion、法士特变速箱、陕汽重卡均受益于行业周期向上，盈利能力相较 2022 年有所恢复，分别贡献归母净利润 65.8/9.7/4.1/1.72 亿元，同比增长 140.5%/336.9%/210.4%/1764.7%。

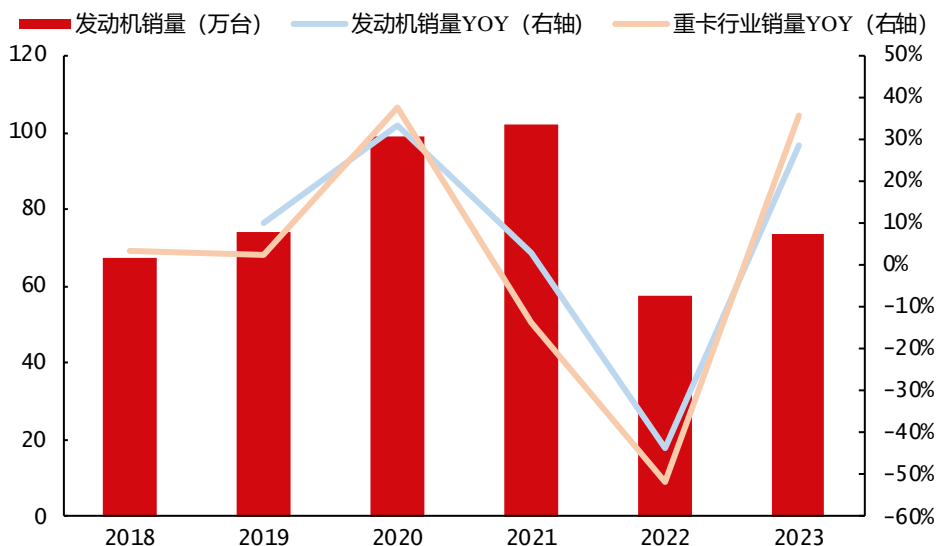
图表3：潍柴动力业务结构（单位：亿元）



资料来源：ifind，公司年报，国联证券研究所
注：发动机业务利润=母公司净利润-母公司投资收益

发动机板块：销量恢复性增长，利润率创历史新高。2023年潍柴动力共销售发动机73.6万台，同比增长28.4%，其中包含道路用和非道路发动机，其中道路用发动机包括轻、中、重卡发动机，因此总量增速上略低于重卡行业销量的增速35.6%。

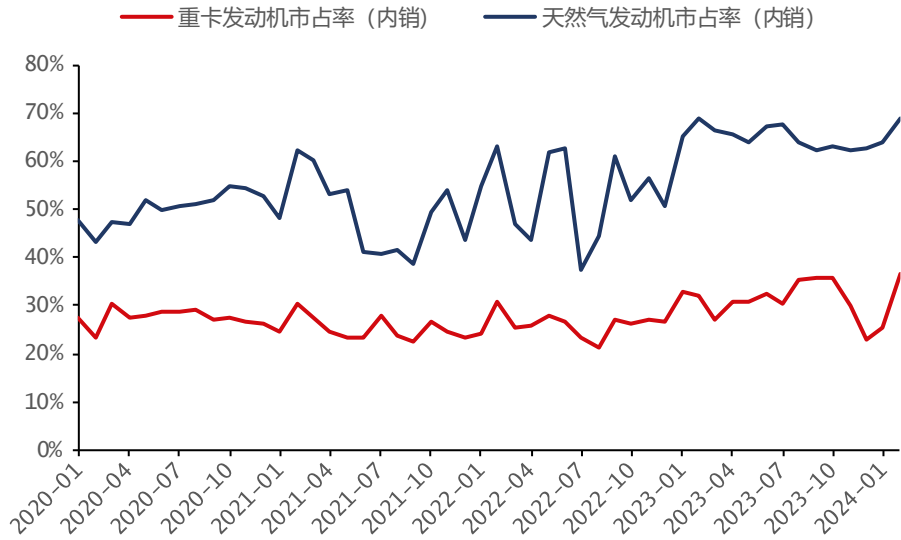
图表4：2018-2023年潍柴动力发动机销量增速与重卡行业销量增速同步



资料来源：ifind，公司年报，中汽协，国联证券研究所

国内市占率方面，得益于天然气重卡销量的快速增长，潍柴重卡发动机市占率快速提升。2023年潍柴重卡发动机、天然气重卡发动机内销数量分别为19.3万台和8.9万台，同比增长54.6%和541.2%，天然气发动机占46.0%；从绝对值来看，分别较2022年多销售6.8/7.5万辆，天然气发动机为发动机销量增长的主要驱动因素。市占率方面，潍柴的重卡发动机和天然气发动机市占率分别为31.4%和64.3%，同比分别提升5.4pct和11.1pct。

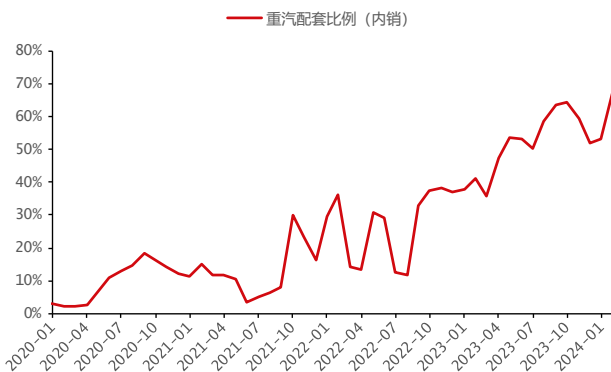
图表5：潍柴重卡发动机市占率提升



资料来源：ifind，国联证券研究所

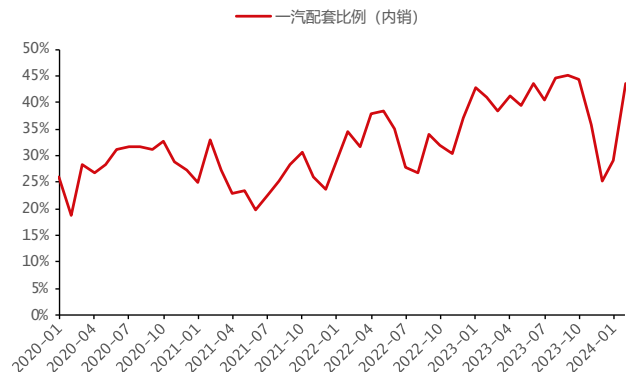
下游客户方面，潍柴在一汽解放、中国重汽配套份额均有不同幅度提升。2023 年一汽解放、中国重汽在国内重卡市场的占有率分别为 23.1%和 17.0%，天然气重卡市占率分别为 34.5%和 17.7%，均位列市场前三。其中，一汽解放的配套份额稳中有升，2023 年配套比例为 40.9%，同比提升 8.1pct；中国重汽配套比例提升幅度较大，2023 年配套比例为 51.9%，同比提升 25.5pct。

图表6：重汽配套比例明显提升



资料来源：ifind，国联证券研究所

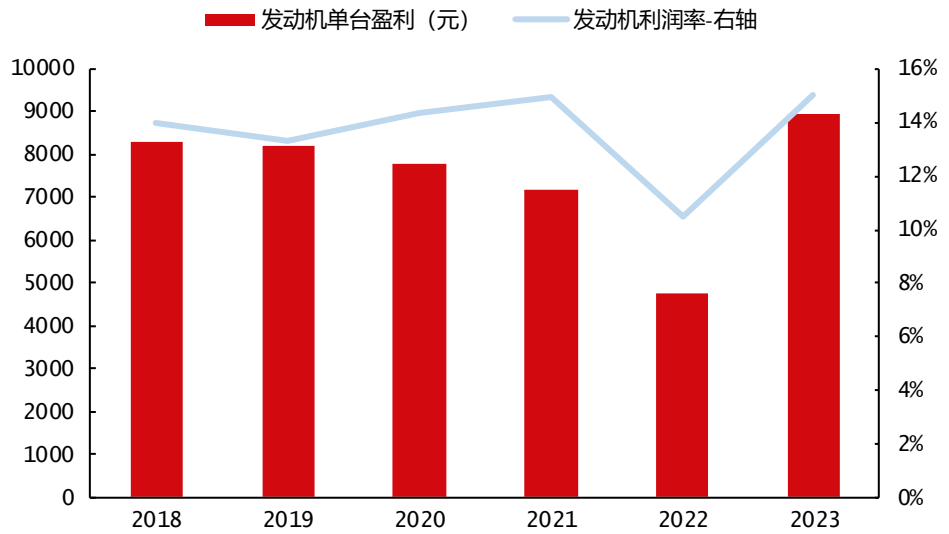
图表7：一汽配套比例在 2023 年稳中有升



资料来源：ifind，国联证券研究所

利润率方面，潍柴动力发动机业务单台盈利绝对值和利润率均创历史新高。2023 年潍柴动力发动机业务单台盈利和利润率分别为 8940 元和 15.0%，同比增长 87.3% 和提升 4.5pct。

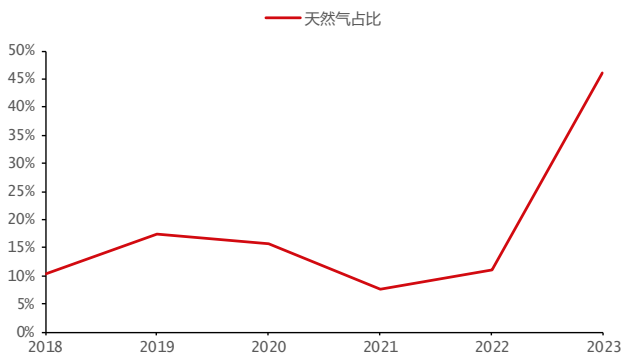
图表8：发动机单台盈利创历史新高



资料来源：ifind，国联证券研究所

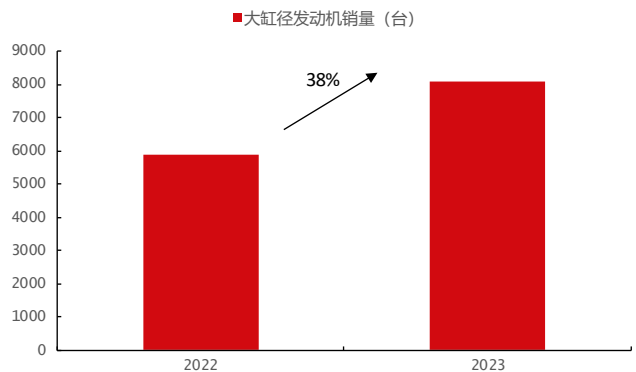
天然气发动机占比提升，大缸径发动机开始放量，带动发动机盈利能力提升。2023年潍柴动力重卡发动机中，天然气发动机的占比为46.0%，同比提升34.9pct。公司M系列大缸径高功率密度发动机约销售8100台，同比增长38%，突破全球大数据工程中心、矿卡等高端市场。天然气发动机和大缸径发动机较原有发动机业务的盈利能力有所增强，因此这两者销售份额的增长有效带动了公司发动机业务整体的盈利能力提升。

图表9：潍柴动力天然气发动机销量占比（内销）



资料来源：ifind，国联证券研究所

图表10：潍柴大缸径发动机销量快速增长

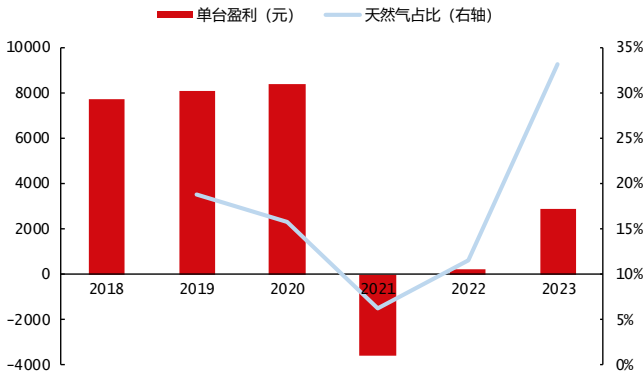


资料来源：ifind，国联证券研究所

陕重汽、法士特单车盈利经历亏损后有所恢复，相较2020年巅峰时期仍有一半空间。2023年天然气重卡旺销，带动陕重汽天然气销售占比从2022年的仅为11.6%提升至2023年的33.3%，同比提升21.7pct。陕重汽重卡出口增速略高于行业，出

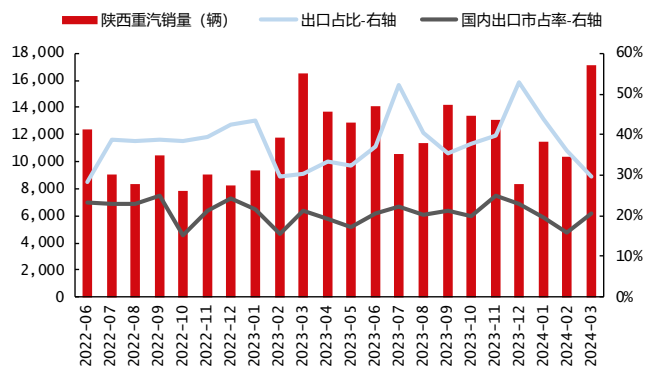
口市占率市场第二。2023 年国内重卡出口 27.6 万辆，同比增长 58.1%；陕重汽增速略高于行业，全年出口 5.6 万辆，同比增长 64.8%，占国内出口总量的 20.5%，同比增长 0.8pct，天然+出口车型有效带动公司单车盈利修复。2023 年陕重汽单车盈利为 2903.8 元，同比提升 1186.0%。2023 年变速箱共销售 83.8 万台，同比增长 42.0%，法士特单台盈利回到 957.1 元，同比增长 118.5%。

图表11：陕重汽单台盈利回升



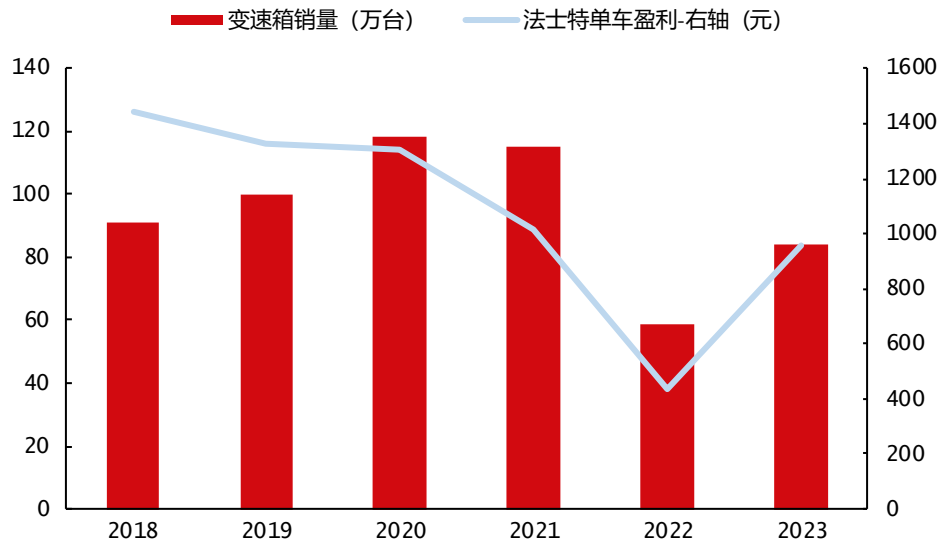
资料来源：ifind，公司年报，国联证券研究所

图表12：陕重汽出口情况



资料来源：ifind，中汽协，国联证券研究所

图表13：法士特单台盈利重回 1000 元附近

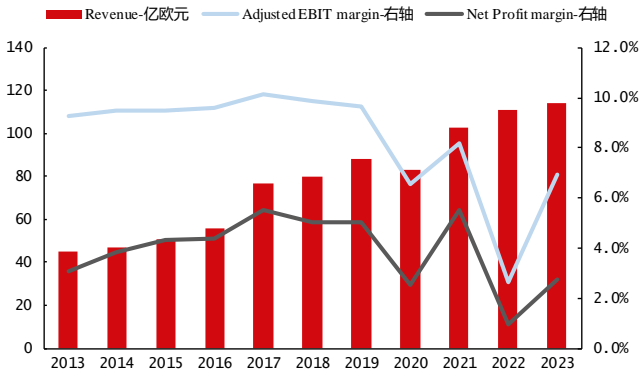


资料来源：ifind，公司年报，国联证券研究所

凯傲整体收入增长较为平稳，盈利能力持续修复，叉车业务持续向上。2023 年凯傲实现收入 114.3 亿欧元，同比+2.7%，净利润 3.1 亿欧元，同比+197.2%，净利率为 2.7%，同比提升 1.8pct。其中叉车部门的收入和利润贡献较多，2023 年叉车业务收入 84.8 亿欧元，同比增长 15.3%，Adj. EBIT Margin 为 10.0%，同比提升 4.3pct，

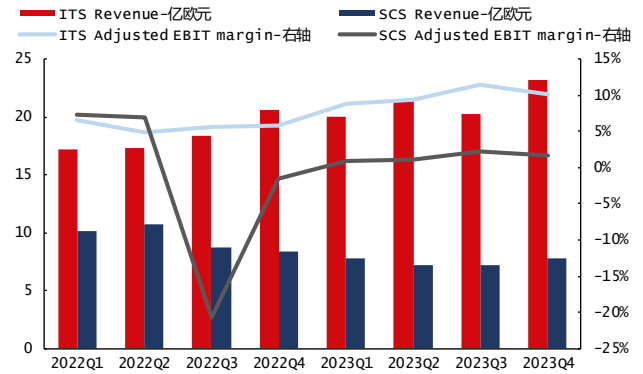
且有持续向上的趋势。智能物流部门盈利能力持续修复中，2023 年实现收入 30.0 亿欧元，同比下滑 21.3%，Adj. EBIT Margin 为 1.5%，相较 2022 年实现扭亏为盈。

图表14：2013-2023 凯傲收入及盈利情况



资料来源：ifind，公司年报，国联证券研究所

图表15：凯傲叉车和智能物流部门利润率情况



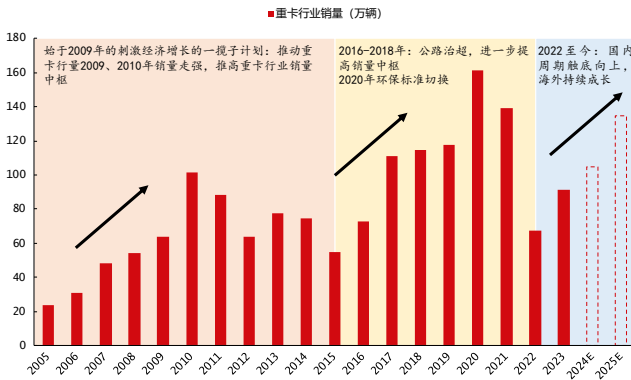
资料来源：ifind，公司年报，国联证券研究所

2. 展望后续：市占率+盈利能力再提升，大缸径业务有望贡献新增量

重卡行业周期底部向上，销量中枢不断抬高。2009 年，受国家投资计划推动，工程需求高涨。终端用户对未来固定资产投资、房屋新开工面积等增长预期过热，重卡行业销量中枢抬升，2009-2014 年平均年销量可达 78 万辆。2016-2018 年超限超载治理，单车运力下降导致运力供给不足，刺激物流车需求上升。叠加 2020 年，环保政策更换：国六标准升级、蓝天保卫战、国三强制淘汰等，提前兑现部分换车需求，销量中枢抬升至 130 万辆左右的水平，导致 2021-2022 年连续两年行业销量都出现不同程度下滑。

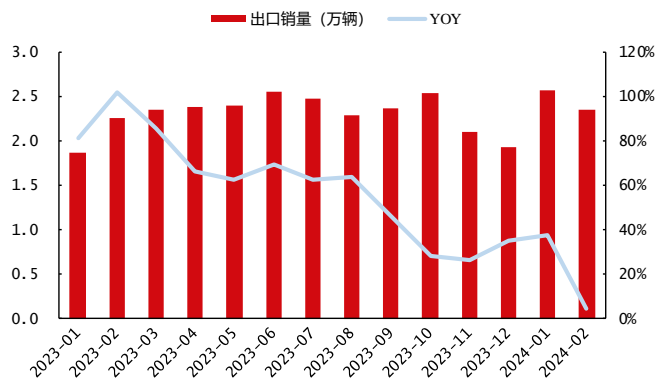
重卡出口需求持续强劲，中国企业海外竞争力提升，2024 年有望保持平稳增长。众多海外国家在疫情后出台经济刺激政策，重卡需求增加，2021 年起重卡出口进入高速增长阶段，2023 年全年重卡出口 31.2 万辆，同比增长 67.5%，相较 2022 年同比增速提高 16.6pct，8 年 CAGR 达 18.4%。2024 年以来，1、2 月受春节影响，在去年高基数同比增长依然为正，为全年出口实现平稳增长奠定了良好的基础。

图表16: 行业销量底部向上



资料来源: ifind, 中汽协, 国联证券研究所

图表17: 出口平稳增长



资料来源: ifind, 中汽协, 国联证券研究所

国四及以下重卡加速淘汰, 有望为行业贡献新增量。2022年11月, 生态环境部等15部门联合印发《深入打好重污染天气消除、臭氧污染防治和柴油货车污染治理攻坚战行动方案》, 提出到2025年新能源和国六排放标准货车保有量占比力争超过40%。2023年开始, 部分地区如北京、浙江、山东、河南等地开启加快推进国IV车辆淘汰, 给予淘汰补贴。截至2022年年底, 全国重卡保有量为894万辆, 扣除2017年以来国五、国六和新能源销量, 则剩余国四及以下待淘汰车辆222.4万辆。

图表18: 2022年重卡保有量测算 (按排放标准)

单位: 辆	总销量	国IV及以下销量	国V销量	国VI销量	电车销量
2016	666,575	513,484	152,903	5	183
2017	1,028,510	130,485	897,329	7	689
2018	1,044,248	2,075	1,041,515		658
2019	1,163,074	442	1,122,898	34,700	5,034
2020	1,572,823	548	1,333,596	236,069	2,610
2021	1,412,650	1,857	1,081,561	318,802	10,430
2022	478,945	554	7,599	445,760	25,032
合计	7,366,825	649,445	5,637,401	1,035,343	44,636
电车保有量	44,636				
国V保有量	5,637,401				
国VI保有量	1,035,343				
总体保有量	8,941,500				
国IV及以下保有量	2,224,120				

资料来源: ifind, 中汽协, 国联证券研究所

天然气价格走低, 柴油天然气价差扩大, 天然气重卡经济性持续凸显。截止至2024年4月10日, 天然气价格为3935.0元/吨, 同比去年同期下降11.0%; 柴油-天然气价差为3983.8元/吨, 同比去年同期扩大14.9%, 气油比为49.7%。天然气价格具有显著的季节性波动特点, 2024年同期天然气价格、柴油-天然气价差均优于2023年, 因此我们认为2024年天然气卡车的畅销有望持续, 天然气卡车渗透率超过

2023 年的水平。

图表19：天然气价走低，油气价差持续扩大



资料来源：ifind，国家统计局，国联证券研究所

新业务方面，大缸径产品储备齐全，技术实力和响应速度相较于外资有竞争力，有望持续替代。大缸径产品的主要应用场景为发电机组和远洋货轮，目前已开拓至数据中心和矿卡等应用场景。以 WH28 产品为例，缸径 280mm，能持续提供 4000 马力，驱动 16000 吨的货轮以 12 节的航速稳定前进。大缸径技术壁垒高，盈利能力强，有望为公司业绩贡献新增量。

图表20：WH28 大缸径发动机产品



资料来源：ifind，潍柴动力官网，国联证券研究所

从 2024-2026 年的股权激励的目标来看，公司未来有望持续提高销售利润率。2024-2026 股权激励的收入目标分别为 2102/2312/2589 亿元，相较 2023 年分别-1.8%/+8.1%/+21.0%；销售利润率目标分别为 8%/9%/9%，相较 2023 年分别

+1.9/+2.9/+2.9pct；换算成利润总额分别较 2023 年增长 27.9%/58.2%/77.2%。

图表21：2024-2026 股权激励业绩考核目标

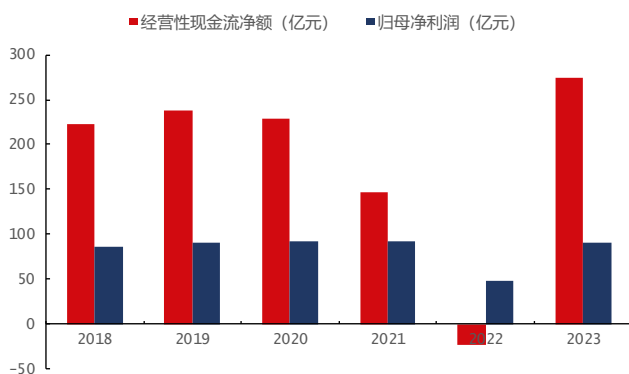
解除限售期	业绩考核条件
第一个解除限售期	2024 年营业收入不低于 2,102 亿元，2024 年销售利润率不低于 8%，且上述指标都不低于当年同行业平均业绩水平，并不低于授予时所处的行业水平。
第二个解除限售期	2025 年营业收入不低于 2,312 亿元，2025 年销售利润率不低于 9%，且上述指标都不低于当年同行业平均业绩水平，并不低于授予时所处的行业水平。
第三个解除限售期	2026 年营业收入不低于 2,589 亿元，2026 年销售利润率不低于 9%，且上述指标都不低于当年同行业平均业绩水平，并不低于授予时所处的行业水平。

资料来源：ifind，公司公告，国联证券研究所
注：销售利润率=利润总额/营业收入

3. 现金流长期优于净利润，分红率有望持续提升

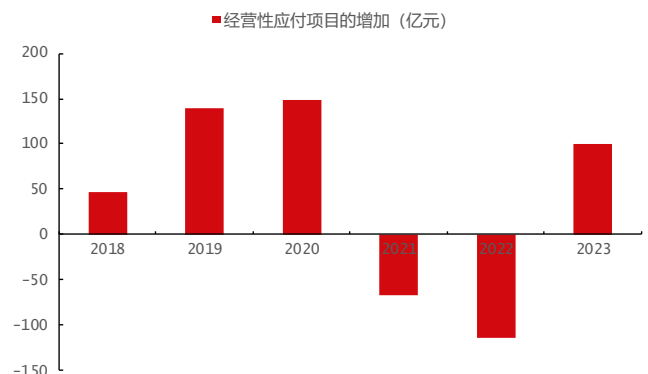
公司经营性现金流净额经历了 2022 年的低谷之后，2023 年大幅提升。主要体现在经营性现金流大幅提升，2023 年经营性现金流净额为 274.7 亿元，同比增长 298.2 亿元。经营性现金流净额相较归母净利润多 184.6 亿元，主要为经营性应付增加额和固定资产折旧及摊销。其中 2023 年经营性应付增加额为 100.3 亿元，同比增长 214.0 亿元，固定资产折旧 96.1 亿元，同比增长 7.31%。

图表22：经营性现金流净额持续优于归母净利润



资料来源：ifind，国联证券研究所

图表23：经营性应付项目的增加情况

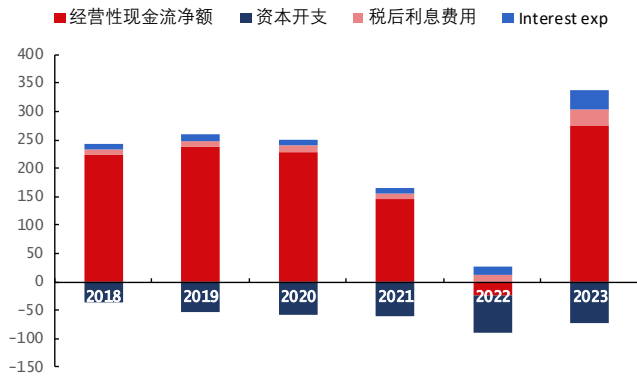


资料来源：ifind，国联证券研究所

企业自由现金流充裕，增幅大于资本开支。公司为发动机行业龙头，且竞争格局较好，依然没有停止对新业务的探索。2018-2023 年间，资本开支温和上涨，扩张速度较为合理。2023 年公司资本开支为 72.0 亿元，同比+8.5%，与固定资产、在建工

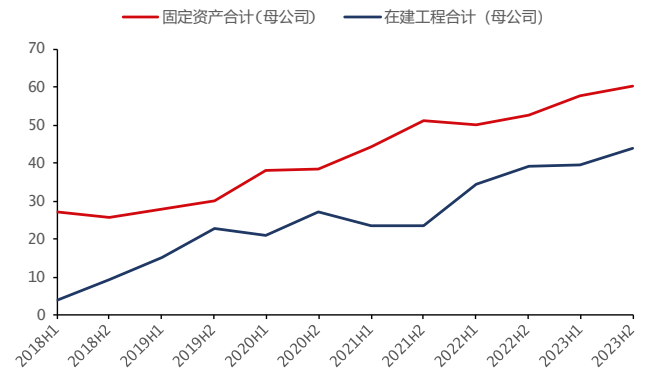
程增速较为匹配。在扣除资本开支之后，公司自由现金流仍创历史新高，为分红率提升打下坚实的基础。

图表24：2018-2023 潍柴自由现金流情况(单位:亿元)



资料来源: ifind, 国联证券研究所

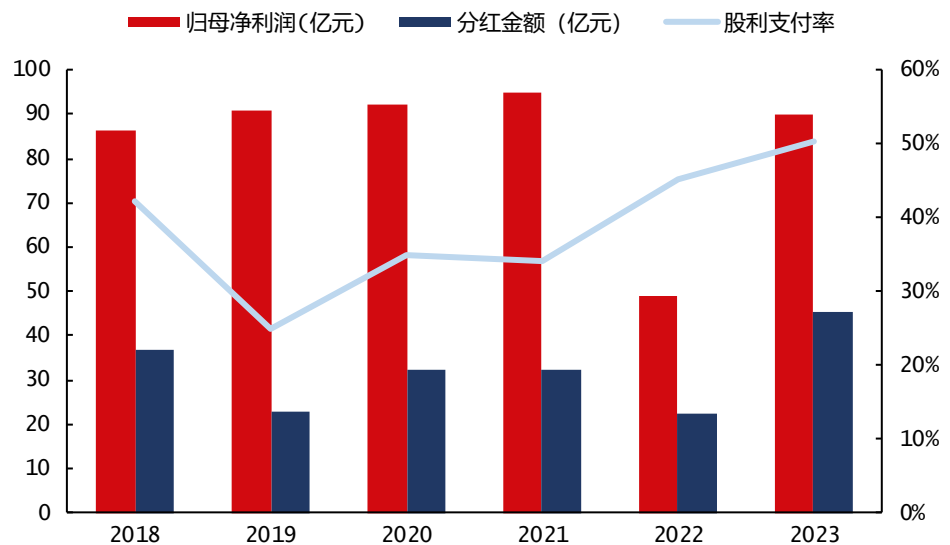
图表25：固定资产及在建工程情况(单位:亿元)



资料来源: ifind, 国联证券研究所

分红率方面，公司股利支付率自 2019 年以来呈上升趋势。根据 2023 年年报披露，2023 年计划分红总金额为 45.3 亿元，同比增长 104.2%，股利支付率为 50.2%，同比提高 5.0pct。

图表26：潍柴动力分红情况



资料来源: ifind, 国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 2165.1/2427.6/2585.0 亿元，同比

增速分别为 1.2%/12.1%/6.5%，归母净利润分别为 115.4/139.2/156.2 亿元，同比增速分别为 28.0%/20.6%/12.3%，EPS 分别为 1.32/1.59/1.79 元/股，3 年 CAGR 为 20.1%。鉴于公司行业龙头地位，产品竞争力强，参照可比公司估值，我们给予公司 2024 年 16 倍 PE，目标价 21.16 元，维持“买入”评级。

图表27：公司财务数据和估值（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	175158	213958	216506	242760	258500
增长率	-13.95%	22.15%	1.19%	12.13%	6.48%
EBITDA (百万元)	16325	25701	38668	42983	46621
归母净利润 (百万元)	4905	9014	11539	13916	15620
增长率 (%)	-47.00%	83.77%	28.01%	20.60%	12.25%
EPS (元/股)	0.56	1.03	1.32	1.59	1.79
市盈率 (P/E)	31.7	17.2	13.5	11.2	9.9
市净率 (P/B)	2.1	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	5.4	3.8	3.2	2.3	1.6

资料来源：ifind，国联证券研究所预测，股价为 2024 年 5 月 10 日收盘价

图表28：公司营收测算汇总（亿元）

单位：亿元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,139.6	2,165.1	2,427.6	2,585.0
yoy	22.2%	1.2%	12.1%	6.5%
陕汽重卡	449.7	472.2	495.8	520.6
yoy	40.5%	5.0%	5.0%	5.0%
法士特变速箱	143.9	158.2	174.1	191.5
yoy	40.2%	10.0%	10.0%	10.0%
发动机（母公司）	438.3	482.1	530.3	583.4
yoy	68.1%	10.0%	10.0%	10.0%
Kion	875.2	1,006.5	1,157.5	1,331.1
yoy	10.8%	15.0%	15.0%	15.0%
雷沃	146.9	161.6	177.8	195.6
yoy	-14.4%	10.0%	10.0%	10.0%
其他（含分部间抵消）	85.58	-115.62	-107.86	-237.09

资料来源：ifind，国联证券研究所预测

图表29：可比公司估值表

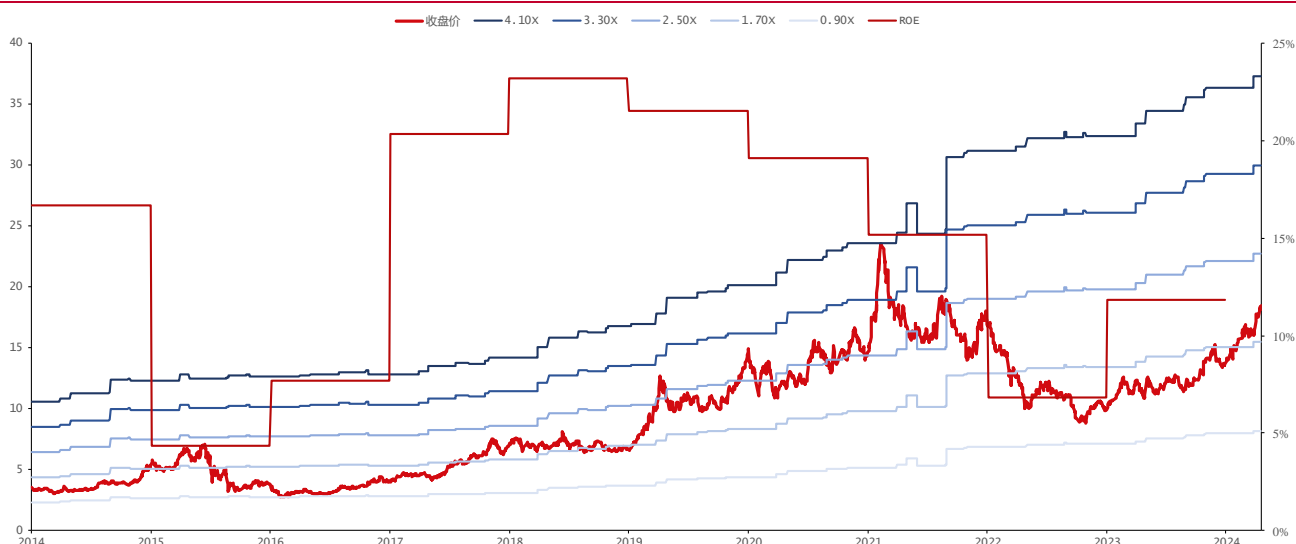
股票代码	证券简称	市值(亿元)	EPS (元/股)			PE (X)			CAGR-3 (%)	PEG
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		
000951.SZ	中国重汽	192.80	1.22	1.54	1.91	13.43	10.64	8.60	27.51%	0.49
600066.SH	宇通客车	611.93	1.19	1.47	1.82	23.30	18.85	15.19	30.42%	0.77
000800.SZ	一汽解放	417.75	0.23	0.37	0.47	39.74	24.57	19.09	41.93%	0.95
平均						25.49	18.02	14.30		
000338.SZ	潍柴动力	1,604.81	1.32	1.59	1.79	13.45	11.16	9.94	20.1%	0.67

资料来源：ifind 一致预期，国联证券研究所预测，股价为 2024 年 5 月 10 日收盘价

我们认为，好的估值体系能够帮助投资者做出正确判断，其具备以下两个特征：
1) 估值区间稳定；2) 估值变动方向稳定、可跟踪，如与净利润（ROE）变动方向完全一致或相反。基于以上标准，我们认为 PB-ROE 是比 PE TTM 更好的估值体系。

2013-2023 年，潍柴动力 ROE 最低到 4.3%，最高到 23.2%，大部分时间在 10%-15%；PB 下限为 0.90 倍，上限为 4.10 倍，中枢区间在 1-3.5 倍。因此我们认为当前潍柴动力正处在 ROE 提升，PB 由下限区间向上突破中枢的过程中，后续仍有较大提升空间。

图表30：潍柴动力 PB-Band (MRQ) 和 ROE 水平



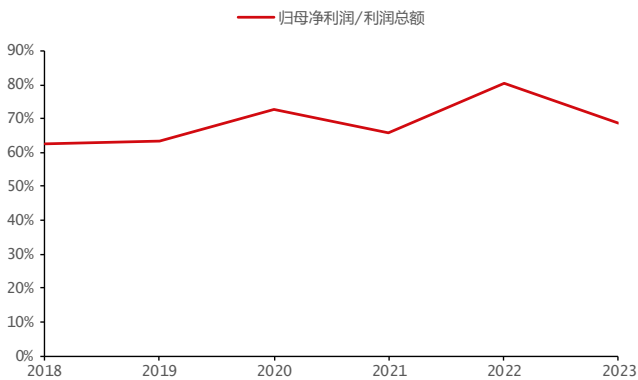
资料来源：ifind，国联证券研究所

从 ROE 角度来看，可以分解为归母净利润/利润总额、利润总额/营业总收入、资产周转率和权益乘数四个部分。其中归母净利润/利润总额较为稳定，在 60%-80%

之间波动。利润总额/营业总收入主要反映公司当期的盈利能力，随公司业绩波动较大，2023年该比率为6.1%，同比+2.7pct，相较2018年的高峰水平仍有较大提升空间。资产周转率主要受当期收入影响，2023年略有提升。权益乘数方面持续降低，公司财务结构趋于稳健，不依赖于债务融资。

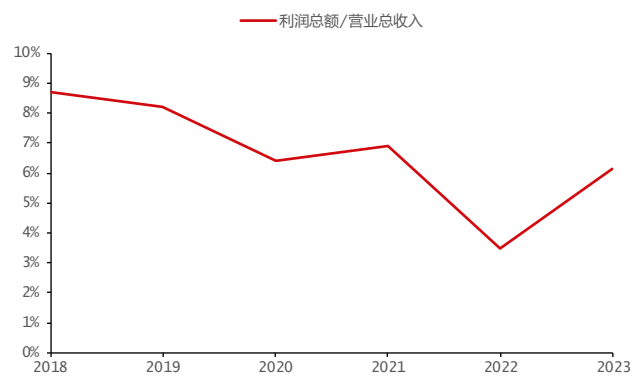
根据股权激励计划显示，未来公司将着眼于营业收入和销售利润率的提升（销售利润率=利润总额/营业总收入），有望带动ROE上修。假设2024年销售利润率达成股权激励目标提升至8%，归母净利润/利润总额、资产周转率、权益乘数均不变的情况下，ROE有望提升至15%以上，将带动公司估值上行突破2.5倍PB。

图表31：2018-2023年潍柴动力归母净利润/利润总额



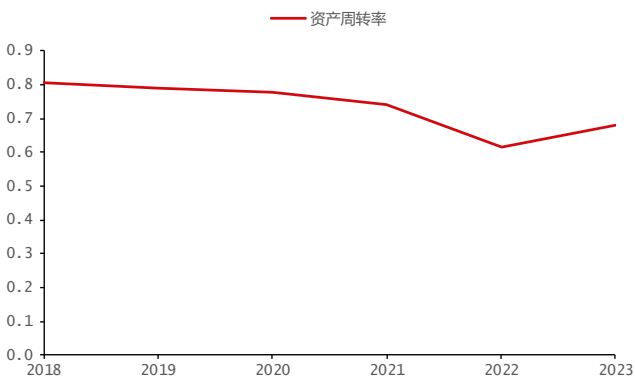
资料来源：ifind，国联证券研究所

图表32：2018-2023年潍柴动力利润总额/营业总收入



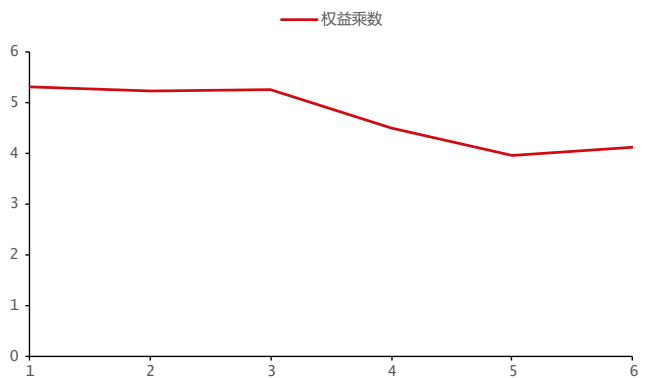
资料来源：ifind，国联证券研究所

图表33：2018-2023年潍柴动力资产周转率



资料来源：ifind，国联证券研究所

图表34：2018-2023年潍柴动力权益乘数



资料来源：ifind，国联证券研究所

5. 风险提示

天然气价格上涨。天然气价格上涨，导致柴油-天然气价差缩小，天然气卡车经

济性削弱，渗透率放缓，公司天然气发动机销量受影响。

重卡行业复苏不及预期。物流行业持续低迷，物流车销量不及预期。

出口节奏放缓。受地缘政治影响，海外需求转弱，海运效率下降，导致重卡行业出口不及预期。

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼