



000338.SZ

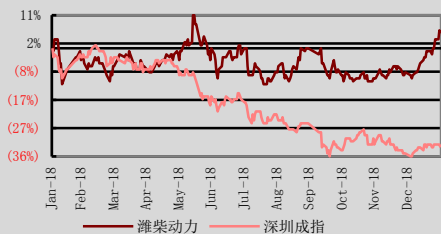
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 8.72

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	15.3	13.2	15.5	3.0
相对深证成指	10.9	10.1	14.2	36.8

发行股数(百万)	7,934
流通股(%)	53
流通股市值(人民币 百万)	37,006
3个月日均交易额(人民币 百万)	272
净负债比率(%) (2019E)	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: 公司数据, 聚源及中银国际证券  
以2019年1月30日收市价为标准

相关研究报告

《中银国际汽车行业2019年年度策略: 春华秋实, 静待转机》20190102

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

## 业绩符合预期, 多领域布局力保稳健增长

公司发布业绩预告, 2018年共实现归属于上市公司股东的净利润为74.9-88.5亿元, 同比增长10%-30%, 符合我们预期。公司是重卡发动机龙头企业, 多地提前执行国六、加速淘汰更新国三柴油车、基建加码等多重因素支撑重卡市场, 预计2019年重卡销量有望达90-100万辆, 维持较高景气度, 公司将显著受益, 排放升级将助力市占率提升。公司战略布局工程机械、农业机械等非重卡用发动机, 并先后收购凯傲、林德液压部分股权, 凯傲全资收购德马泰克, 在液压、叉车、智能物流等多领域布局, 进展顺利, 逐渐成为公司新的增长点, 弱化重卡周期性, 力保业绩稳步增长。我们预计公司2018-2020年每股收益分别为0.98、1.06元和1.19元, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- **受益重卡市场高景气度, 业绩稳步增长。**2018年重卡销售114.8万辆, 同比增长2.8%, 其中四季度销售25.2万辆, 同比增长4.0%。公司是重卡发动机龙头企业, 市占率约占30%, 并在重卡整车、发动机、变速器等领域皆有布局, 公司2018年归母净利润同比增长10%-30%, 重卡市场对业绩拉动明显。国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》, 工信部出台针对淘汰老旧车辆的政策方针, 重点省市陆续提前实行国六排放标准, 将加速国三车的淘汰更新, 基建加码等众多利好因素将支撑重卡市场维持较高的销量水平, 预计2019年重卡销量有望达90-100万辆, 公司将持续受益。
- **排放升级助力市占率提升, 发动机多元化探索新成长空间。**重型车国六标准将于2019年7月1日起分步实施, 公司率先完成所有国六b准备, 技术水平国内领先, 未来随着排放标准升级, 公司市占率有望持续提升。客车、工业动力、工程机械、农业机械等发动机也成为公司的重要战略之一, 非重卡用发动机近年来销量持续高速增长, 将优化公司产品结构, 降低重卡周期性。随着非道路国四标准到来, 低端发动机将逐渐退出市场, 公司将迎来发展契机, 非道路领域有望成为重要增长点。
- **多领域布局进展顺利, 助力公司稳健增长。**2012年开始公司先后收购凯傲和林德液压部分股权, 凯傲收购德马泰克, 整合效应正在逐渐显现。公司收购林德液压掌握核心液压技术, 全系列国产化产品正在研发, 国内新工厂10万台产能正在建设, 预计2019年投产, 公司客户资源丰富, 将与林德液压合力开拓市场, 未来工程机械配套将助力其快速发展。2018年上半年凯傲对公司的归母净利润贡献约为3.9亿元, 同比增长39.3%, 未来将成为公司业绩增长一大支柱, 弱化公司业绩波动性。凯傲叉车定位于中高端市场, 随着非道路国四标准升级以及电动叉车需求提升, 凯傲将率先受益。凯傲和德马泰克有望优势互补, 庞大的客户群和数据库将助力公司成为智能物流整体解决方案的全球领导者。

### 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。

### 估值

- 我们预计公司2018-2020年每股收益分别为0.98元、1.06元和1.19元, 考虑到重卡行业有望维持较高景气, 公司多领域布局前景广阔, 维持买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	93,184	151,569	161,876	169,970	181,018
变动(%)	26	63	7	5	6
净利润(人民币 百万)	2,441	6,808	7,749	8,410	9,403
全面摊薄每股收益(人民币)	0.308	0.858	0.977	1.060	1.185
变动(%)	75.6	178.9	13.8	8.5	11.8
全面摊薄市盈率(倍)	28.3	10.2	8.9	8.2	7.4
价格/每股现金流量(倍)	8.4	4.3	5.6	3.8	3.3
每股现金流量(人民币)	1.04	2.05	1.56	2.30	2.68
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.5	3.0	2.5	1.7	0.8
每股股息(人民币)	0.176	0.403	0.459	0.498	0.557
股息率(%)	2.0	4.6	5.3	5.7	6.4

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

## 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	93,184	151,569	161,876	169,970	181,018
销售成本	(72,551)	(119,206)	(127,704)	(134,259)	(142,443)
经营费用	(10,341)	(14,617)	(14,995)	(15,917)	(17,223)
息税折旧前利润	10,292	17,747	19,177	19,794	21,352
折旧及摊销	(5,940)	(7,273)	(7,107)	(7,124)	(7,142)
经营利润(息税前利润)	4,352	10,474	12,070	12,670	14,210
净利息收入/(费用)	(199)	(591)	(324)	(510)	(543)
其他收益/(损失)	485	639	275	886	918
税前利润	4,638	10,522	12,021	13,045	14,585
所得税	(1,041)	(1,344)	(1,563)	(1,696)	(1,896)
少数股东权益	(1,155)	(2,370)	(2,709)	(2,940)	(3,286)
净利润	2,441	6,808	7,749	8,410	9,403
核心净利润	2,558	6,826	7,765	8,429	9,422
每股收益(人民币)	0.308	0.858	0.977	1.060	1.185
核心每股收益(人民币)	0.322	0.860	0.979	1.062	1.188
每股股息(人民币)	0.176	0.403	0.459	0.498	0.557
收入增长(%)	26	63	7	5	6
息税前利润增长(%)	46	141	15	5	12
息税折旧前利润增长(%)	25	72	8	3	8
每股收益增长(%)	76	179	14	9	12
核心每股收益增长(%)	66	167	14	9	12

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

## 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	27,123	34,222	39,584	54,349	72,586
应收帐款	28,900	39,721	35,507	45,121	41,016
库存	16,091	19,851	27,600	19,753	28,951
其他流动资产	4,292	6,546	5,115	5,096	5,980
流动资产总计	76,406	100,340	107,806	124,317	148,532
固定资产	27,445	28,287	23,529	18,712	13,912
无形资产	25,809	24,356	22,316	20,260	18,188
其他长期资产	10,462	13,194	11,556	12,089	12,280
长期资产总计	63,716	65,837	57,402	51,061	44,380
总资产	163,991	189,638	188,571	198,634	216,102
应付帐款	30,657	43,016	47,285	42,989	51,854
短期债务	4,772	3,175	4,300	4,200	4,100
其他流动负债	23,552	32,282	26,634	30,852	29,604
流动负债总计	58,980	78,474	78,219	78,041	85,558
长期借款	32,972	26,138	20,401	21,539	23,300
其他长期负债	27,476	28,671	25,385	27,178	27,078
股本	3,999	7,997	7,997	7,934	7,934
储备	27,936	28,651	32,745	37,179	42,182
股东权益	31,935	36,649	40,742	45,113	50,116
少数股东权益	12,823	21,115	23,824	26,764	30,050
总负债及权益	163,991	189,638	188,571	198,634	216,102
每股帐面价值(人民币)	4.03	4.62	5.14	5.69	6.32
每股有形资产(人民币)	1.53	1.54	2.30	3.13	4.02
每股净负债/(现金)(人民币)	1.97	(1.92)	(2.66)	(4.43)	(6.68)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

## 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	4,638	10,522	12,021	13,045	14,585
折旧与摊销	5,940	7,273	7,107	7,124	7,142
净利息费用	199	591	324	510	543
运营资本变动	665	3,242	6,169	(10,098)	10,488
税金	114	1,026	(1,563)	(1,696)	(1,896)
其他经营现金流	(3,304)	(6,395)	(11,709)	9,376	(9,591)
经营活动产生的现金流	8,250	16,258	12,348	18,261	21,270
购买固定资产净值	12,482	(1,453)	310	250	270
投资减少/增加	(15,229)	(486)	400	420	450
其他投资现金流	(16,884)	(3,099)	63	(648)	(669)
投资活动产生的现金流	(19,630)	(5,037)	773	22	51
净增权益	(1,400)	(3,199)	(3,642)	(3,953)	(4,419)
净增债务	24,121	(15,163)	(994)	870	567
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(10,980)	11,737	(3,176)	(539)	547
融资活动产生的现金流	11,742	(6,598)	(7,759)	(3,519)	(3,084)
现金变动	362	4,623	5,362	14,765	18,237
期初现金	24,601	27,123	34,222	39,584	54,349
公司自由现金流	(11,380)	11,221	13,121	18,283	21,321
权益自由现金流	12,940	(3,351)	12,451	19,663	22,431

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

## 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	11.0	11.7	11.8	11.6	11.8
息税前利润率(%)	4.7	6.9	7.5	7.5	7.9
税前利润率(%)	5.0	6.9	7.4	7.7	8.1
净利率(%)	2.6	4.5	4.8	4.9	5.2
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.3	1.3	1.4	1.6	1.7
利息覆盖率(倍)	21.9	17.7	37.3	24.8	26.2
净权益负债率(%)	23.7	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.0	1.0	1.3	1.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	28.3	10.2	8.9	8.2	7.4
核心业务市盈率(倍)	27.0	10.1	8.9	8.2	7.3
市净率(倍)	2.2	1.9	1.7	1.5	1.4
价格/现金流(倍)	8.4	4.3	5.6	3.8	3.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.5	3.0	2.5	1.7	0.8
<b>周转率</b>					
存货周转天数	70.3	55.0	67.8	64.4	62.4
应收帐款周转天数	92.9	82.6	84.8	86.6	86.8
应付帐款周转天数	98.3	88.7	101.8	96.9	95.6
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	57.3	47.0	47.0	47.0	47.0
净资产收益率(%)	7.6	19.9	20.0	19.6	19.7
资产收益率(%)	2.4	5.2	5.6	5.7	6.0
已运用资本收益率(%)	0.9	2.0	2.2	2.3	2.3

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

## 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：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来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。

本报告期内含保密信息，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