

中信证券研究部



**陈俊斌**  
 首席制造产业分析师  
 S1010512070001



**尹欣驰**  
 汽车分析师  
 S1010519040002

### 核心观点

**公司上半年多元业务齐开花，增长质量高；长期看，非道路发动机+林德液压有望成为未来持续增长的新引擎；短期看，近期逆周期调节背景下，重卡销量有望超预期；维持公司“买入”评级，继续重点推荐。**

**重卡：周期性减弱，大马力是趋势，陕重汽利润率仍有提升空间。**重卡是典型的周期性行业，其中物流车（运输需求）的周期性较弱，工程车（基建和地产需求）周期性较强。当前工程车在重卡销量中的占比逐渐从 2005-2010 年的 50% 左右降至 2019 年的 30%，行业周期性减弱。2018 年我国 12-13L 发动机占比为 11% 左右，远低于美国的 67%（12L 以上），大排量发动机仍具有较高的成长空间。当前潍柴动力和中国重汽 Man 系列是行业大马力发动机的绝对领先者，合计市场份额占比接近 60%，预计将继续保持超越市场的增长。此外，潍柴的整车子公司陕重汽上半年实现净利润 8.26 亿元，同比增长 27%，作为行业中大排量物流车的佼佼者未来望继续提高市场份额，同时经营利润率仍有提升空间。

**多元业务齐开花：非道路发动机+林德液压+氢燃料。**公司上半年非道路发动机出货量为 11.6 万台，同比+11.9%，7 月非道路发动机出货量已占到公司整体中重型发动机出货量的 37%（上半年为 29%），预计非道路业务将有效对冲重卡业务的周期性。上半年潍柴在工程机械、农业机械、工业发电机组领域的装机量分别为 7.4 万台、2.6 万台和 1.4 万台，市场份额分别为 17%、1.5% 和 2.4%，未来仍具有较高的成长空间。此外，预计随着林德液压 10 万套产能达产，以及供应链的本土化，盈利贡献增量值得期待。

**短期催化因素：《查验新规》加速更新需求释放，逆周期调节有利于重卡销售。**在逆周期调节背景下，地方政府专项债作为积极财政的重要工具，将继续发挥其托底基建投资和保障重点项目资金的作用。若专项债提前落地，将推高基建开工，重卡销量有望超预期。9 月 1 日公安部发布的《查验新规》将会对 4 米 2 蓝牌轻卡、平板半挂自卸和套牌大板车进行严格限制，将有可能直接加速重卡的更新需求释放。

**风险因素：**基建投资不达预期；排放标准升级不达预期；重卡销量出现大幅下滑；中美贸易摩擦加剧。

**投资建议：维持公司“买入”评级，核心看点在于竞争格局优化+业务结构优化。**重卡行业销量周期性正在渐弱，大马力占比提升是行业的长期趋势。我们认为，当期潍柴的投资逻辑主要在于：（1）潍柴动力和中国重汽的合作加深将进一步推动行业格局优化；（2）非道路发动机、智能物流、液压、氢燃料电池等领域，已经逐渐成为公司新的增长极，业绩波动性有望明显下降。调整公司 2019/2021 年 EPS 预测至 1.19/1.26/1.32 元（前值为 1.15/1.28/1.38 元），对应 2019/2021 年 10.3/9.5/9.8 倍 PE。公司是具有全球竞争力的中国先进制造企业，多元化业务齐开花有助于降低公司业绩波动性，提升估值中枢。我们认为公司合理估值为 2019 年 15 倍 PE，目标价 17.8 元，维持“买入”评级。

<b>潍柴动力</b>	<b>000338</b>
<b>评级</b>	<b>买入（维持）</b>
当前价	12.27 元
目标价	17.8 元
总股本	7,934 百万股
流通股本	4,245 百万股
52 周最高/最低价	14.51/7.41 元
近 1 月绝对涨幅	10.51%
近 6 月绝对涨幅	18.37%
近 12 月绝对涨幅	65.24%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	151,569	159,256	174,385	181,361	185,895
营业收入增长率 YoY	62.7%	5.1%	9.5%	4.0%	2.5%
净利润(百万元)	6,808	8,658	9,540	10,111	10,527
净利润增长率 YoY	178.9%	27.2%	10.2%	6.0%	4.1%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.85	1.08	1.19	1.26	1.32
毛利率	22%	22%	22%	22%	22%
净资产收益率 ROE	19.32%	22.02%	20.69%	19.47%	18.18%
每股净资产(元)	4.44	4.96	5.81	6.55	7.30
PE(A)	14.4	11.4	10.3	9.7	9.3
PB(A)	2.8	2.5	2.1	1.9	1.7
PE(H)	13.6	10.7	9.7	9.1	8.8
PB(H)	2.6	2.3	2.0	1.8	1.6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 9 月 6 日收盘价

## 目录

<b>行业：周期性减弱，大马力占比提升</b> .....	<b>3</b>
销量结构改善，行业周期减弱.....	3
大马力化是行业趋势，潍柴、重汽是大排量发动机引领者.....	4
陕重汽：经营改善，利润率仍有提升空间.....	6
<b>多元业务齐开花</b> .....	<b>7</b>
非道路发动机：持续高增长，结构多元化减弱周期性.....	7
林德液压：进入良性循环，长期空间可期.....	9
国内最强的燃料电池全产业链企业.....	10
<b>短期催化：受益于逆周期调节，年审新规望激发需求</b> .....	<b>11</b>
<b>风险因素</b> .....	<b>12</b>
<b>投资建议</b> .....	<b>12</b>

## 插图目录

图 1：2016 年 1 月-2019 年 5 月分车型重卡偏离度（%） .....	3
图 2：2016 年 1 月-2019 年 5 月分用途重卡偏离度（%） .....	3
图 3：2019 年 1-7 月中国重卡整车企业的销量构成占比 .....	3
图 4：2005-2019 年中国重卡行业分车型销量占比（单位：%） .....	4
图 5：2002-2018 年重卡销量与保有量比值 .....	4
图 6：2004-2018H1 中国柴油机平均功率（kw/台） .....	5
图 7：美国重卡市场发动机按排量占比（%） .....	5
图 8：2015-2018H1 中国市场发动机按排量占比（%） .....	5
图 9：2018H1 潍柴动力发动机按排量占比（%） .....	6
图 10：2018H1 中国重汽发动机按排量占比（%） .....	6
图 11：五大重卡企业最新财年单车平均收入（万元） .....	6
图 12：五大重卡企业最新财年单车平均净利（万元） .....	6
图 13：五大重卡企业最新财年单车平均经营利润（万元） .....	7
图 14：2012-2019 年陕重汽单车收入及利润（万元） .....	7
图 15：2018 年 11 月-2019 年 7 月潍柴动力发动机出货量明细（单位：万台） .....	8
图 16：2017Q1-2019Q2 潍柴母公司归母净利润（单位：万元） .....	8
图 17：2017-2019 年中国工程机械领域多缸柴油机出货量（单位：万台） .....	8
图 18：2017-2019 年中国农用机械领域多缸柴油机出货量（单位：万台） .....	9
图 19：2017-2019 年中国工业发电机组领域多缸柴油机出货量（单位：万台） .....	9
图 20：2016-2018 年林德液压（全球）销量及其同比增速 .....	9
图 21：2016-2019H1 林德液压（中国）收入及其同比增速 .....	9
图 22：2017 年林德液压（中国）财务分析 .....	10
图 23：2012-2018 年潍柴动力每股股息 .....	12
图 24：2007-2018 年潍柴动力现金分红总额及股息支付率 .....	13

## 表格目录

表 1：2017-2019 年潍柴动力发动机出货量明细（单位：万台） .....	7
表 2：机动车查验新规部分要点及对重卡的影响 .....	12
表 3：潍柴动力盈利预测表 .....	13

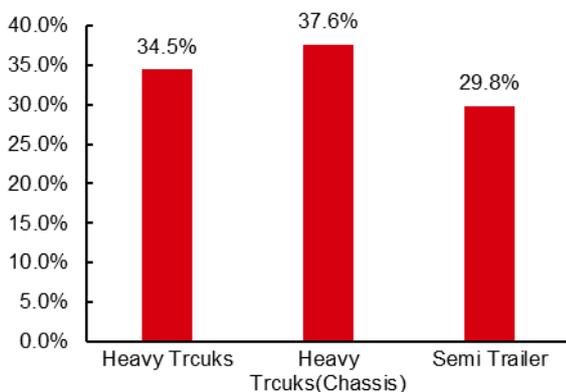
## 行业：周期性减弱，大马力占比提升

### 销量结构改善，行业周期减弱

**重卡需求主要来自物流和基建，物流周期性弱于基建。**重卡的需求主要由物流运输、基建房地产开工拉动，其中基建房地产开工的周期性较强，受基建投资影响较大，而物流运输的周期性较弱，物流运输量受经济周期的影响相对较小。分车型来看，重卡主要由“重卡整车”、“重卡底盘”和“半挂牵引车”构成，其中重卡整车下属包括：普通货车、全挂牵引车、越野车、专用车、自卸车。从需求来看，重卡主要由“工程车”、“物流车”和“专用车”三部分组成：其中重卡底盘基本对应工程车，物流车主要由部分重卡整车（全挂牵引车和普通货车）和全部的半挂牵引车构成，专用车在整体重卡市场的占比较低。

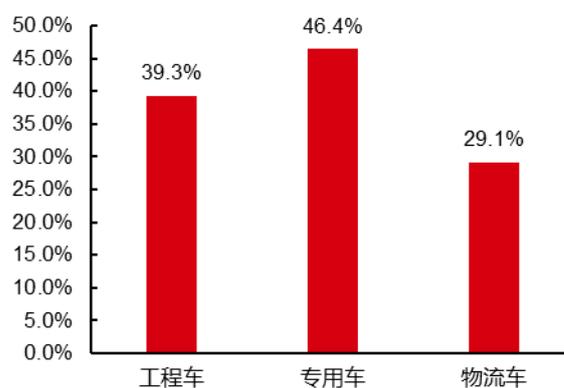
**物流车波动性显著低于工程车。**根据 2016 年 1 月至 2019 年 7 月的月度重卡销量数据测算，各类车型的月度销量偏离度（偏离度 = 标准差/平均数）具有显著差异：重卡底盘最高，达到了 37.6%，重卡整车稍低，为 34.5%，而半挂牵引车最低为 29.8%。按分用途销量测算也可以得到类似的结论：工程车偏离度为 39.3%，专用车 46.4%，物流车 29.1%。

图 1：2016 年 1 月-2019 年 5 月分车型重卡偏离度 (%)



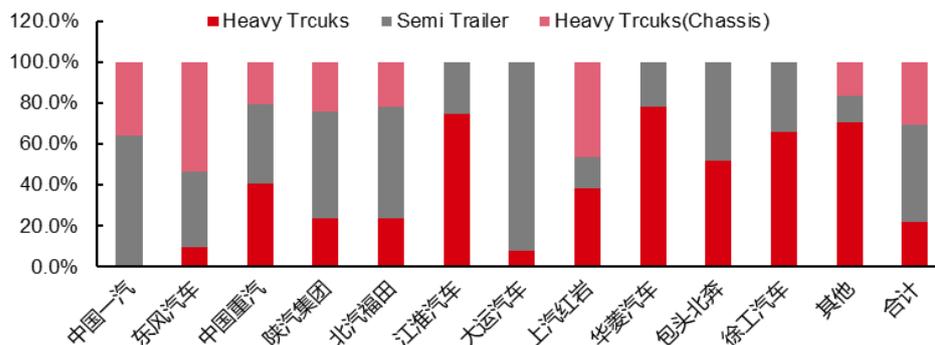
资料来源：中国汽车工业协会，中信证券研究部测算

图 2：2016 年 1 月-2019 年 5 月分用途重卡偏离度 (%)



资料来源：中国汽车工业协会，中信证券研究部测算

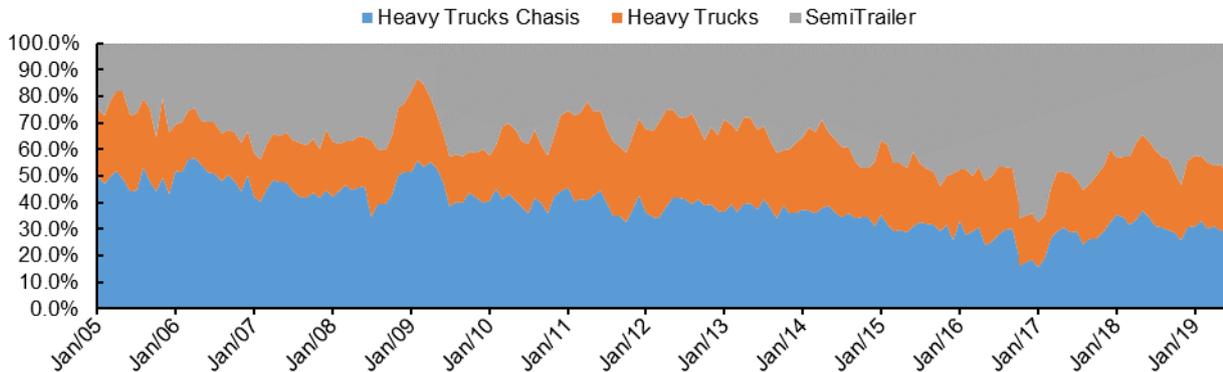
图 3：2019 年 1-7 月中国重卡整车企业的销量构成占比



资料来源：中汽协，中信证券研究部

重卡销量结构的改善是未来重卡行业周期性减弱的主要原因。可以从历史数据看出，随着物流车的销量不断提升，工程车在重卡销量中的占比逐渐从 2005-2010 年的 50% 左右降至 2019H1 的 30% 左右，行业的周期性较 10 年前大幅减弱。

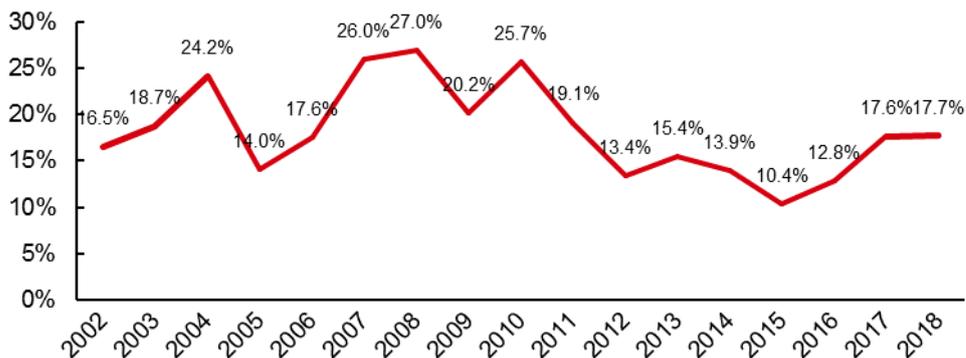
图 4：2005-2019 年中国重卡行业分车型销量占比（单位：%）



资料来源：中汽协，中信证券研究部

**更新需求增加，行业周期波动性减小。**重卡销量主要包括新增需求和更新需求，更新需求较新增需求更为稳定，受周期影响更小。由于重卡报废周期一般为 8 年，在剔除新增需求的情况下，重卡销量/保有量比值应该为 12.5%。因此，重卡销量/保有量比值越低，说明更新需求占比越高，行业波动性越小。根据我们测算，2015-2018 年重卡销量/保有量的比值区间为 10.4%~17.7%，远远低于 2008-2010 年 25% 左右的周期高点。说明这一轮周期包含较多更新需求，行业周期波动性在减小。此外，考虑到 2018-2020 年国三强制报废带来每年约 40 万辆更新需求，未来两年重卡销量维持 90-100 万辆高位的可能性较大。

图 5：2002-2018 年重卡销量与保有量比值

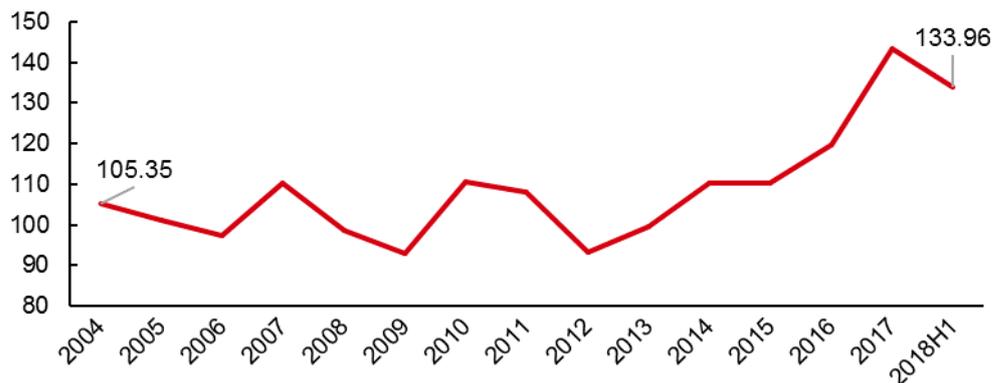


资料来源：国家统计局，中汽协，中信证券研究部测算 注：2018 年保有量系测算值，即 2018 年保有量 = 2017 年保有量 + 2018 年销量 - 2010 年销量，其中，假设重卡平均报废周期为 8 年。

### 大马力化是行业趋势，潍柴、重汽是大排量发动机引领者

**柴油机功率上升趋势明显，中国对比美国仍存在一定差距。**据中汽协统计数据，2004 年我国柴油发动机平均功率为 105.35 千瓦/台，2017 年柴油发动机平均功率为 143.42 千瓦/台，年复合增长率为 2.4%。

图 6: 2004-2018H1 中国柴油机平均功率 (kw/台)

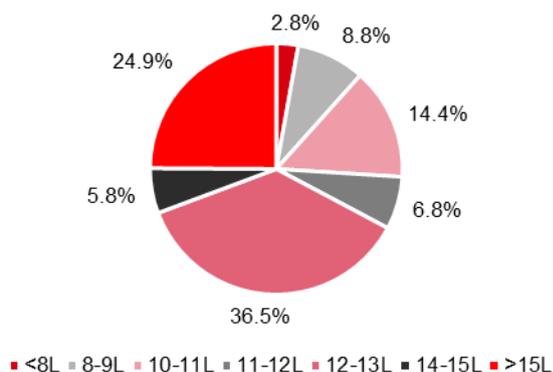


资料来源: 中汽协, 中信证券研究部

**12L 以上大排量发动机市场有望继续扩大市场份额。**美国重卡市场 12-13L 发动机占比为 37%，14-15L 占比为 5.8%，15L 以上占比为 25%，12L 以上发动机累计占比 67%。根据重卡交强险数据统计，2018 年我国 12-13L 发动机占比为 10.4%，较 2015 年的 1.1% 大幅提升，但仍远低于美国。此外，2018H1，我国重卡市场中，11-12L 发动机占比为 30.9%，较 2015 年的 26.5% 小幅提升。长期来看，我国重卡大排量化趋势仍在继续，大排量发动机对标美国仍有较高的成长空间。

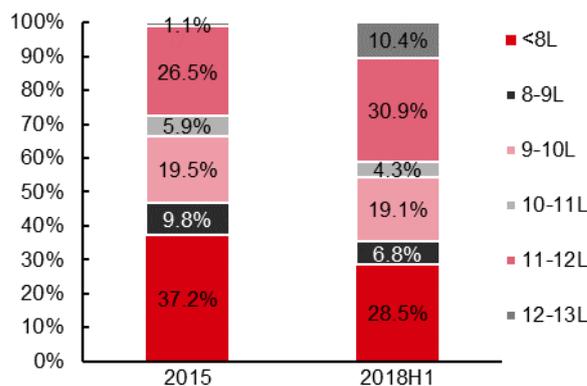
在大马力发动机市场中，潍柴动力 (WP10.5\WP12\WP13) 和中国重汽 (MC11\MC13) 是行业的绝对领先者。两家企业的主力出货发动机均以大排量发动机为主，预计当前的合计市场份额占比接近 60%。

图 7: 美国重卡市场发动机按排量占比 (%)



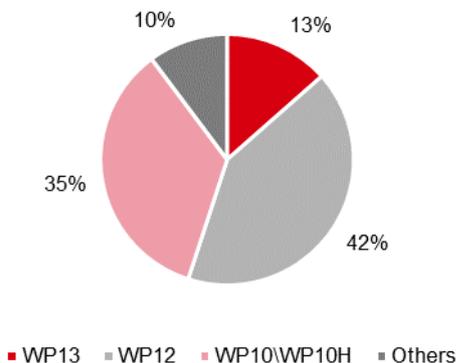
资料来源: NADA, 中信证券研究部

图 8: 2015-2018H1 中国市场发动机按排量占比 (%)



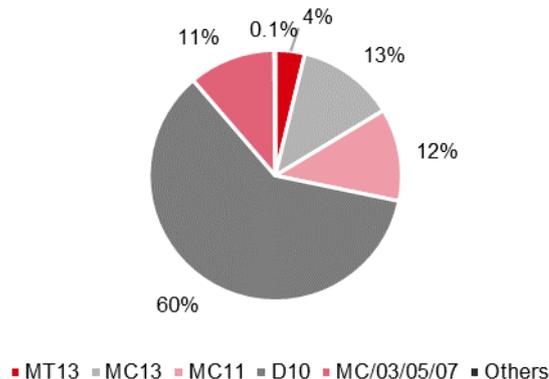
资料来源: Daas-Auto, 中信证券研究部

图 9: 2018H1 潍柴动力发动机按排量占比 (%)



资料来源: Daas-Auto, 中信证券研究部

图 10: 2018H1 中国重汽发动机按排量占比 (%)



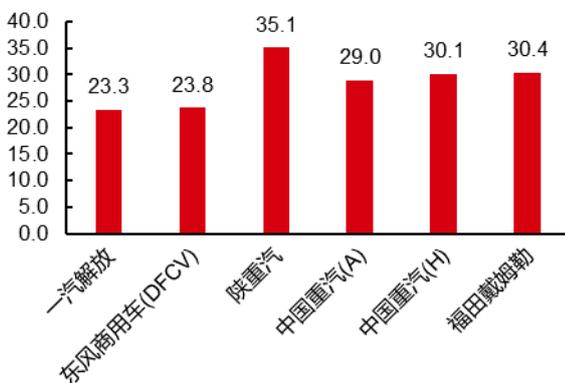
资料来源: Daas-Auto, 中信证券研究部

### 陕重汽: 经营改善, 利润率仍有提升空间

陕重汽 2019 上半年实现营业收入 305.75 亿元, 同比增长 9.4%, 实现净利润 8.26 亿元, 同比增长 27%, 其中净利润率较去年同期提升 0.37%, 进步显著。公司 2018 年实现 15.3 万辆销量 (占陕汽集团重卡板块销量的 89%), 其中物流车 8.3 万辆 (占比 54%), 工程车 5.3 万辆, 专用车 1.7 万辆, 较高的物流车占比在行业中保持领先。

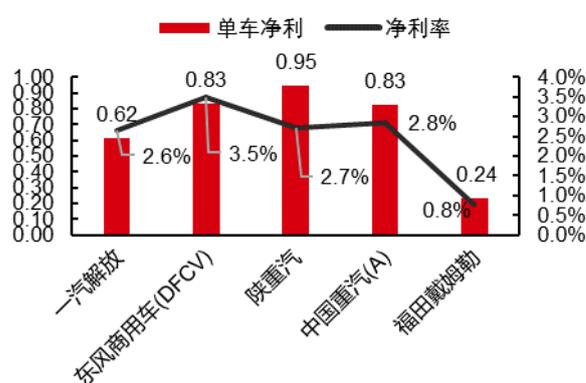
对比国内其他几家主流重卡企业的经营利润率, 可以发现: 陕重汽 (3.1%) 仅比福田戴姆勒 (0.6%), 低于一汽解放 (3.3%)、东风商用车 (4.4%, 注: DFCV, 东风持股 55%、沃尔沃持股 45%)、中国重汽济南卡车 (000951.SZ, 4.9%)、中国重汽 (H) 重卡板块 (03808.HK, 6.8%)。我们认为, 陕重汽在更换了新任领导班子后经营效率有进一步提升空间, 当前公司新产品在大马力重卡市场具有较强竞争力, 未来有望继续扩大市场份额, 提升利润贡献。

图 11: 五大重卡企业最新财年单车平均收入 (万元)



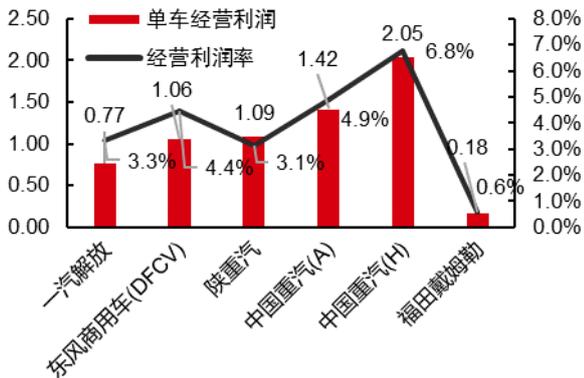
资料来源: 相关公司年报, 中信证券研究部

图 12: 五大重卡企业最新财年单车平均净利 (万元)



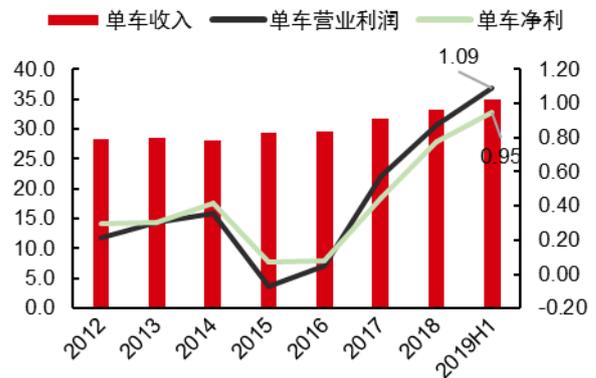
资料来源: 相关公司年报, 中信证券研究部

图 13: 五大重卡企业最新财年单车平均经营利润 (万元)



资料来源: 相关公司年报, 中信证券研究部

图 14: 2012-2019 年陕重汽单车收入及利润 (万元)



资料来源: 相关公司年报, 中信证券研究部

## 多元业务齐开花

### 非道路发动机：持续高增长，结构多元化减弱周期性

公司 2019 年上半年发动机总出货量为 39.4 万台，同比 10.7%。其中，非道路发动机出货量为 11.6 万台，同比+11.9%；道路发动机出货量为 27.8 万台，同比+10.2%。在非道路发动机板块中，工程机械出货量为 7.4 万台，同比+7.5%；农业机械出货量为 2.6 万台，同比+21.4%；工业动力 1.4 万台，同比 19.6%。按排量来看，公司 12、13L 发动机合计出货量为 13.8 万辆，占比公司总出货量的 35%，同比增长 21.6%，高于其他排量发动机的+5.6%。公司新 H 平台（WP9H\WP10H\10.5H）发动机出货量达到 4.1 万台，同比+35.8%。

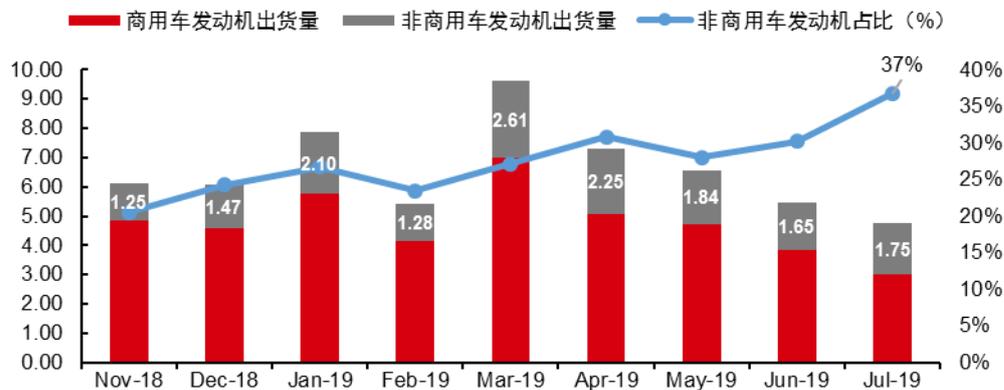
表 1: 2017-2019 年潍柴动力发动机出货量明细 (单位: 万台)

	2019H1	2019H1 YoY %	2018	2018 YoY %	2018H1	2018H2	2017
发动机总量	39.4	10.7%	66.9	8.5%	35.6	31.3	61.7
道路发动机	27.8	10.2%	47.5	1.6%	25.2	22.3	46.7
-重卡发动机	21.8	10.5%	36.3	-1.9%	19.7	16.6	37.0
-客车&轻卡	6.0	9.0%	11.2	15.1%	5.5	5.7	9.7
非道路发动机	11.6	11.9%	19.4	30.0%	10.4	9.0	14.9
按用途							
-工程机械	7.4	7.5%	12.5	29.3%	6.9	5.6	9.7
-农业机械	2.6	21.4%	4.2	49.1%	2.1	2.1	2.8
-工业动力	1.4	19.6%	2.2	13.0%	1.2	1.0	1.9
-叉车、船舶及其他	0.2	17.4%	0.5	1.9%	0.2	0.3	0.5
按公司							
潍柴本部	32.4	9.5%	55.1	7.0%	29.6	25.5	51.5
扬柴	7.0	17.7%	11.8	16.1%	5.9	5.9	10.2
按排量							
-12、13L 发动机	13.8	21.6%	22.0	1.6%	11.3	10.7	21.7
-其他排量发动机	25.6	5.6%	44.9	12.2%	24.3	20.6	40.0
其中: H 平台产品	4.1	35.8%	5.8	100.1%	3.0	2.8	2.9

资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

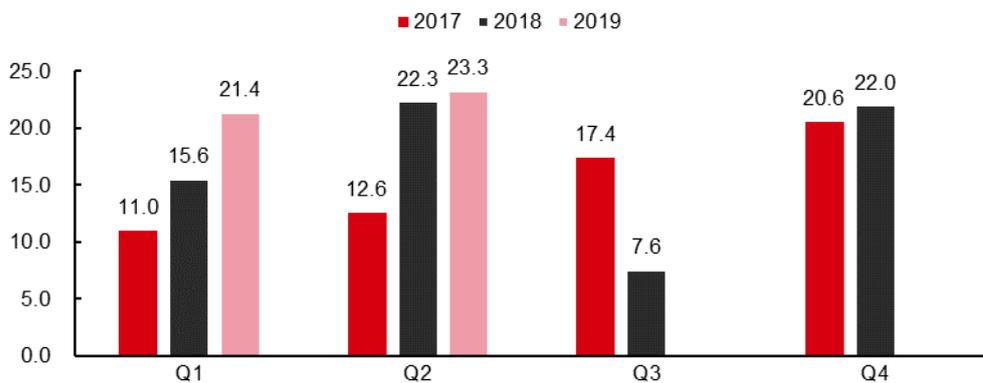
从内燃机协会的月度数据来看，公司非商用车发动机出货量和占比自去年年底以来不断提升，6月、7月的单月占比分别达到了30%和37%，对重卡发动机的波动性起到了一定的对冲作用。从市场份额的角度来看，当前潍柴动力在工程机械、农业机械、工业发电机组领域的装机量分别为7.4万台、2.6万台和1.4万台，市场份额（按内燃机协会装机量口径）分别为17%、1.5%和2.4%，未来仍具有较高的成长空间。

图 15：2018 年 11 月-2019 年 7 月潍柴动力发动机出货量明细（单位：万台）



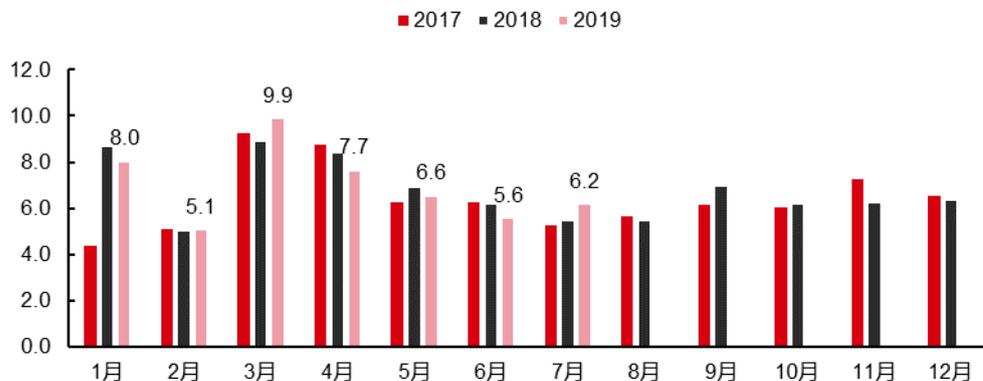
资料来源：中国内燃机协会，中信证券研究部

图 16：2017Q1-2019Q2 潍柴母公司归母净利润（单位：万元）



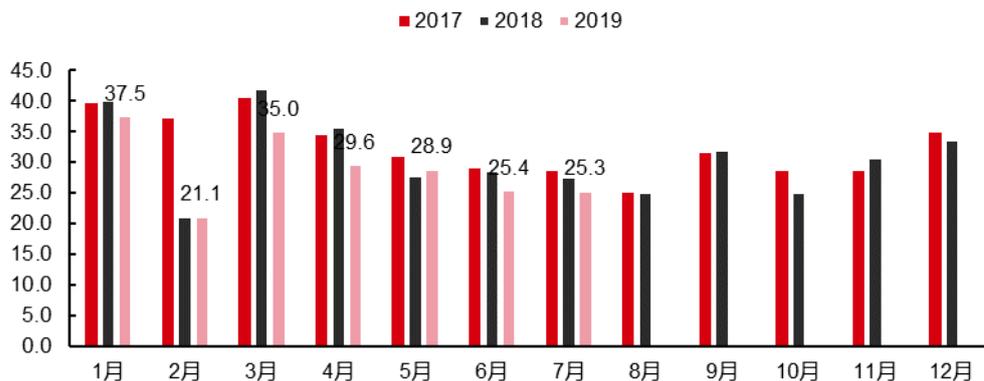
资料来源：公司报表，中信证券研究部

图 17：2017-2019 年中国工程机械领域多缸柴油机出货量（单位：万台）



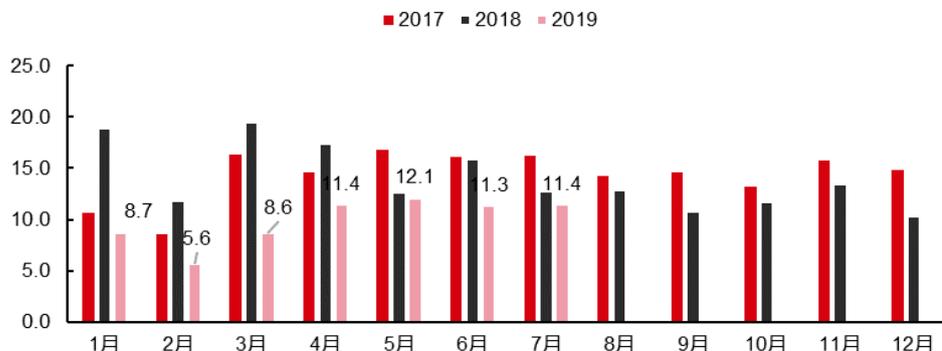
资料来源：中国内燃机协会，中信证券研究部

图 18: 2017-2019 年中国农用机械领域多缸柴油机出货量 (单位: 万台)



资料来源: 中国内燃机协会, 中信证券研究部

图 19: 2017-2019 年中国工业发电机组领域多缸柴油机出货量 (单位: 万台)



资料来源: 中国内燃机协会, 中信证券研究部

### 林德液压: 进入良性循环, 长期空间可期

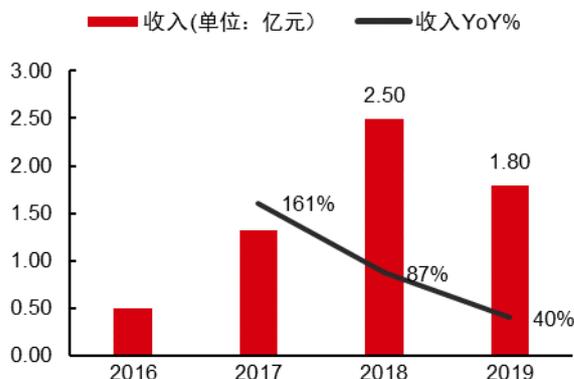
潍柴动力全资子公司林德液压 (中国) 2019 年上半年实现营业 1.8 亿元, 同比增长 40%。2018 年, 林德全球共销售 18.7 万件, 其中中国地区收入占比为 10.7%, 未来有较大提升空间。

图 20: 2016-2018 年林德液压 (全球) 销量及其同比增速



资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

图 21: 2016-2019H1 林德液压 (中国) 收入及其同比增速

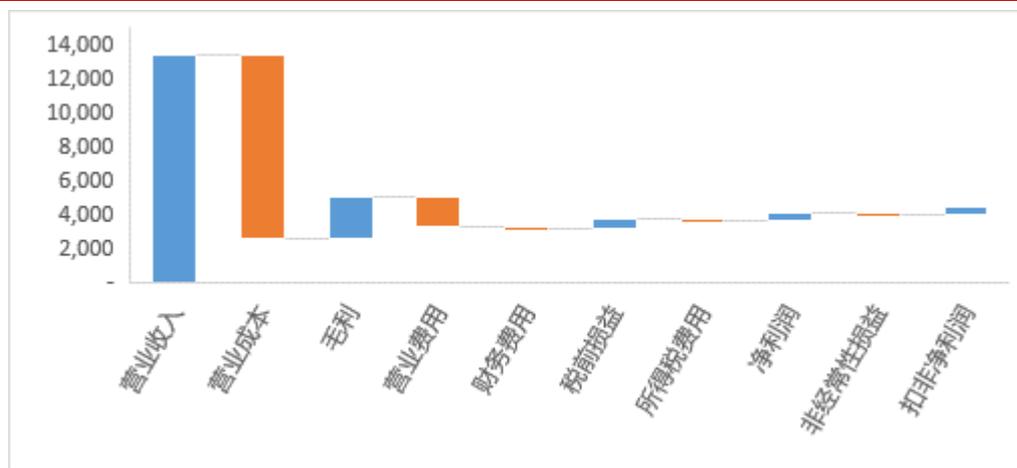


资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

**2019 年将是林德液压中国地区业务腾飞的元年。**林德液压作为欧洲高端液压制造商的代表，此前其在中国市场的优缺点非常明显：产品定位高端，性能较佳，但由于成本较高的原因在中国市场曲高和寡。随着林德液压供应链本土化（成立济南工厂），未来有望通过中国的生产成本优势，将林德液压的市场定位从高端产品变成中端产品。当前，公司正在建设的济南工厂的产能将 2 万件（只能生产泵+阀）增加到 10 万套，提供“油缸+泵+阀+马达”等全套产品。

从财务的角度来看，2017 年林德液压（中国）的毛利率为 18.9%，但由于收入规模较小，营业费用等占比较高，导致林德液压（中国）的扣非后归母净利率仅为 2.9%。预计收入体量增加后，公司的净利润增速有望大幅超过收入增速。我们预计，今年林德液压（中国）的收入规模有望达到 4 亿元左右，长期来看的收入规模在满产后可达到 30-50 亿元，净利率有望达到 10%以上，未来有望对潍柴动力贡献可观的盈利增量。

图 22：2017 年林德液压（中国）财务分析



资料来源：Orbis，中信证券研究部

## 国内最强的燃料电池全产业链企业

**收购巴拉德，掌握氢燃料电池核心技术。**2018 年 8 月 29 日，公司在“济南新旧动能转换先行区重点项目开工仪式”上宣布：公司将以 1.63 亿美元收购巴拉德动力系统 19.9% 的股权，共同研发氢燃料电池。巴拉德动力系统（Ballard Power Systems, NASDAQ: BLDP）是一家总部位于加拿大的燃料电池生产商，拥有质子交换膜燃料电池材料、膜电极、电堆、模组及系统的核心技术。巴拉德成立于 1979 年，并于 1995 年在纳斯达克上市。根据巴拉德年报，2017 年巴拉德实现 1.21 亿美元收入，调整后 EBITDA 达 330 万美元，2018 年的在手订单 2.21 亿美元。公司此次与巴拉德展开战略合作的内容主要包括：（1）潍柴将以约 1.63 亿美元收购巴拉德 19.9% 的股份（溢价 15%）；（2）以 51%（潍柴动力）：49%（巴拉德）的出资比例成立合资公司，合资公司将向巴拉德支付 9000 万美元技术转让费，拥有生产巴拉德新一代 LCS 燃料电池堆及 LCS 相关模组的专有权，应用于中国商用车市场；（3）潍柴和巴拉德承诺在中国制造和供应至少 2000 辆商用车燃料电池模组。

**燃料电池全产业链布局，燃料电池商用车联盟呼之欲出。**2018 年 5 月份，潍柴动力还与英国锡里斯动力控股有限公司（CERES POWER）签署战略合作协议，将在固态氧

化物燃料电池领域展开全面合作，并将在未来建立合资公司。我们认为，锡里斯和巴拉德分别是氢燃料电池和固态氧化物燃料电池行业的领军企业，此次潍柴与锡里斯、巴拉德强强联手是中国燃料电池市场和国际一流技术的互补。此后，潍柴动力有望依托燃料电池和整车行业的布局，联手陕重汽、中通客车、亚星客车、中国重汽等联手打造中国第一的燃料电池商用车联盟。

## ■ 短期催化：受益于逆周期调节，年审新规望激发需求

**逆周期调节背景下，有利于重卡销量。**9月6日，中国人民银行决定全面下调金融机构存款准备金率0.5%。此次全面降准预计共释放约9000亿流动性，其力度大体与今年1月的全面降准相当。此外，地方政府专项债作为积极财政的重要工具，也将继续发挥其托底基建投资和保障重点项目资金的作用。如若专项债提前落地，预计将推高基建开工，重卡销量存在超预期可能。

**淡季销量符合预期，9月销量可能小幅下滑。**根据国家统计局数据，8月PMI为49.5%，连续四个月处于荣枯线以下；1-7月全国固定资产投资额、房地产投资额同比增速分别为5.7%/10.6%，较1-6月累计增速分别回落0.1/0.3个百分点。8月底，公路物流运价指数环比下跌0.1%，上游制造业及运价承压影响重卡行业需求。但由于国三车型淘汰带来更新需求以及“大吨小标”治理影响消退对行业销量有一定支撑作用，叠加去年同比低基数等因素支撑，7月、8月销量仍实现同比增长1.6%，基本符合预计市场预期。展望9月，“十一”大庆或影响部分区域开工，预计华北部分区域生产情况或不及预期，终端购车需求可能受到一定抑制，预计9月销量为7万辆（去年同期7.8万辆，预测同比下滑10%）。

9月1日起，公安部发布的新版《机动车查验工作规程》（GA801-2019）正式实施（简称“查验新规”）。其中对重卡行业影响较大的条款包括：

1. 对总质量大于等于4500kg的所有货车，进行整备质量查验，整车质量不合格的货车不能办理过户手续，也不能通过年检；
2. 货车和专项作业车除原有的总质量（或最大允许牵引质量）、栏板高度、罐体容积等外部标识外，新增了允许装运货物的种类或名称；
3. 查验车辆识别代号时，应实车查看车辆识别代号的字母和数字，核对是否与机动车整车出厂合格证明等凭证或者机动车登记信息一致，不一致的将被整改或报废；
4. 仓栅式货车/挂车的顶部应安装有与侧面栅栏固定的、不能拆卸和调整的顶棚杆，车辆运输挂车的后部不应设置有可能用于载运车辆的可伸缩的结构。

**预计《查验新规》将会对4米2蓝牌轻卡、平板半挂自卸和套牌大板车进行严格限制，直接促进重卡的更新需求。**我们认为，新规将导致部分4米2蓝牌轻卡和部分重卡车型年审无法通过，导致部分重卡司机提前更换符合《检查新规》的车型。此外，平板自卸半挂车在新规实施后有可能加速淘汰：该类车型是一种介于低平板半挂车和自卸式半挂车的一种车型，由于需在平板自卸半挂车上加装上装箱体或罐体才具有运载功能，而行驶证上表

面的依然是“平板自卸半挂车”，因此当前此类车型或基本都涉嫌“非法改装”。

表 2：机动车查验新规部分要点及对重卡的影响

序号	新规	主要影响车型
1	严查大吨小标，空车超载不过户、不过审	4 米 2 的蓝牌轻卡和部分 6x4 工程车
2	车身需标明“允许装运货物的种类”	--
3	对比车辆识别号、车架号，严抓套牌车	套牌大板车
4	平板自卸半挂车不能通过年检	平板半挂自卸车

资料来源：公安部，中信证券研究部

综上，四季度重卡销量主要将受到以上两大政策因素影响：（1）逆周期调节背景下，重卡销量存在超预期可能；（2）《查验新规》的执行范围和力度：有望加快推进无法通过年检的重卡车型提前更新。短期看，我们仍维持全年重卡销量 107 万辆的预测；中长期看，受国 III 车加速淘汰和 2021 年 7 月执行国 VI 标准的影响，重卡未来两年大概率仍将维持 90 - 100 万辆的高位。

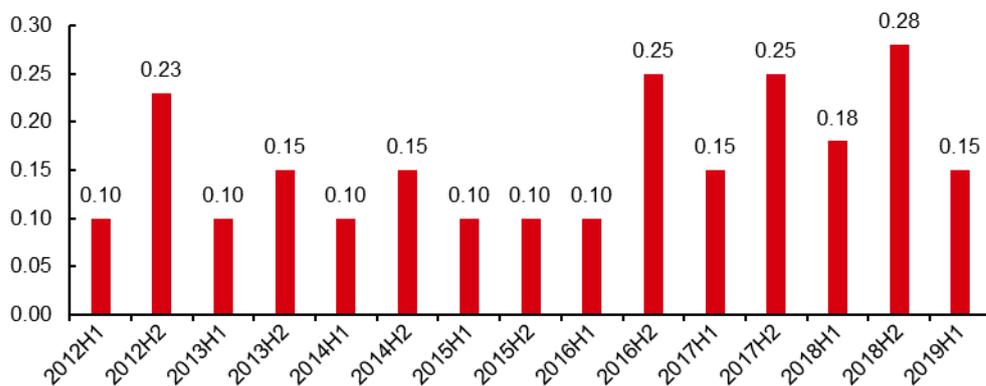
## ■ 风险因素

基建投资不达预期；排放标准升级不达预期；重卡销量出现大幅下滑；中美贸易摩擦加剧。

## ■ 投资建议

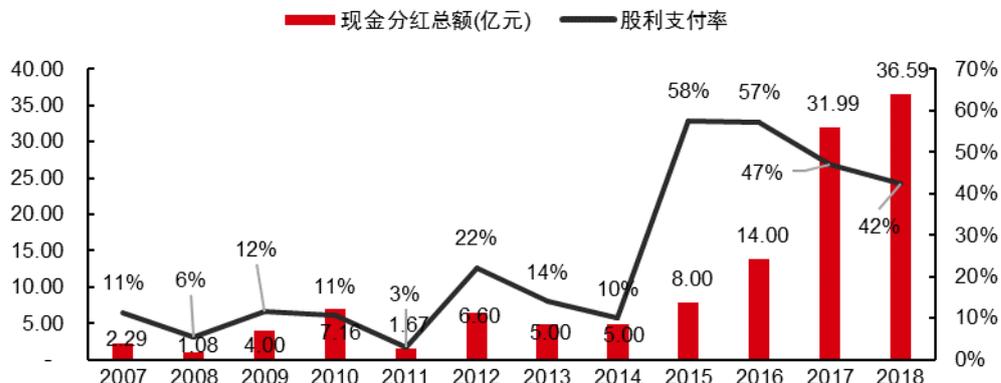
公司现金流情况优秀，持续分红回报股东。2019 年上半年，公司经营活动净现金流入为 54.3 亿元，并且有 405 亿元货币资金，是未来分红比例的有力保证。从股息率的角度来看，潍柴动力是汽车行业大市值（市值超 50 亿）股票中少有的每年两次分红的企业（另外两家为广汽集团和福耀玻璃），近三次分红 DPS 分别为 0.18/0.28/0.15 元，当期 A 股股价为 12.2 元，对应 2018 年分红股息率达 3.7%，具有较高安全边际。

图 23：2012-2018 年潍柴动力每股股息



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 24：2007-2018 年潍柴动力现金分红总额及股息支付率



资料来源：Wind，中信证券研究部

**公司的核心投资逻辑：竞争格局优化+业务结构优化。**重卡行业销量周期性正在渐弱，大马力占比提升是行业的长期趋势。我们认为，当期行业的配置逻辑主要在于：（1）谭旭光领导的潍柴动力和中国重汽二者的合作加深将推动行业格局优化，未来潍柴动力重卡发动机和中国重汽的整车市场份额将双双提升，行业销量中枢上行和经营效率的提升将提高整个板块的盈利能力；（2）以潍柴动力为代表的重卡企业积极拓展非道路发动机、智能物流、液压、氢燃料电池等领域，已经打造出企业新的增长极，公司业绩有望大幅减少重卡行业的波动性，实现穿越周期的成长。

调整公司 2019/20/21 年 EPS 预测至 1.19/1.26/1.32 元（前值为 1.15/1.28/1.38 元），最新股价对应 2019/20/21 年 10.3/9.7/9.3 倍 PE。公司是具有全球竞争力的中国先进制造企业，多元化业务齐开花有助于降低公司业绩波动性，提升估值中枢。我们认为公司合理估值为 2019 年 15 倍 PE，目标价 17.8 元，维持“买入”评级。

表 3：潍柴动力盈利预测表

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	151,569	159,256	174,385	181,361	185,895
营业收入增长率 YoY	62.7%	5.1%	9.5%	4.0%	2.5%
净利润(百万元)	6,808	8,658	9,540	10,111	10,527
净利润增长率 YoY	178.9%	27.2%	10.2%	6.0%	4.1%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.85	1.08	1.19	1.26	1.32
毛利率	22%	22%	22%	22%	22%
净资产收益率 ROE	19.32%	22.02%	20.69%	19.47%	18.18%
每股净资产(元)	4.44	4.96	5.81	6.55	7.30
PE(A)	14.4	11.4	10.3	9.7	9.3
PB(A)	2.8	2.5	2.1	1.9	1.7
PE(H)	13.6	10.7	9.7	9.1	8.8
PB(H)	2.6	2.3	2.0	1.8	1.6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

## ■ 相关研究

- 潍柴动力（000338, 02338.HK）2019 年中报点评—份额持续提升，龙头地位稳固  
(2019-08-30)
- 潍柴动力（000338）2019 年一季报点评—一季度业绩超预期，市占率稳健提升  
(2019-04-29)
- 潍柴动力（000338）2018 年年报点评—经营现金流质量高，多元业务齐开花  
(2019-03-27)
- 潍柴动力（000338）2018 年业绩预告点评—业绩好于预期，估值修复可待 (2019-01-31)
- 潍柴动力（000338.SZ/02338.HK）2018 年三季报点评—行业景气下行拖累业绩  
(2018-11-02)

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E	指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	151,569	159,256	174,385	181,361	185,895	货币资金	34,222	38,210	41,840	43,513	48,268
营业成本	118,468	123,686	136,718	142,187	145,741	存货	19,851	20,674	22,853	23,767	24,361
毛利率	21.84%	22.33%	21.60%	21.60%	21.60%	应收票据及应收账款	38,864	38,148	46,103	45,849	46,890
营业税金及附加	738	723	828	856	868	其他流动资产	7,404	11,073	11,224	11,726	11,647
销售费用	10,338	10,619	10,637	10,882	11,154	流动资产	100,340	108,105	122,020	124,855	131,166
营业费用率	6.82%	6.67%	6.10%	6.00%	6.00%	固定资产	27,068	29,454	31,000	31,728	31,676
管理费用	9,602	6,260	6,801	7,254	7,436	长期股权投资	2,639	4,464	5,469	6,777	8,156
管理费用率	6.33%	3.93%	3.90%	4.00%	4.00%	无形资产	23,840	23,299	26,779	27,251	28,388
财务费用	591	75	138	(25)	(222)	其他长期资产	35,751	39,954	42,476	45,483	48,918
财务费用率	0.39%	0.05%	0.08%	-0.01%	-0.12%	非流动资产	89,298	97,171	105,724	111,239	117,138
投资收益	154	465	246	288	333	资产总计	189,638	205,276	227,743	236,095	248,305
营业利润	10,385	13,604	14,834	15,874	16,505	短期借款	3,175	5,473	6,855	1,866	0
营业利润率	6.85%	8.54%	8.51%	8.75%	8.88%	应付票据及应付账款	43,016	46,794	53,167	53,572	55,575
营业外收入	299	307	426	344	359	其他流动负债	32,282	36,350	40,363	44,581	47,396
营业外支出	161	52	122	112	95	流动负债	78,474	88,617	100,385	100,018	102,971
利润总额	10,522	13,858	15,138	16,106	16,768	长期借款	15,679	10,909	10,909	10,909	10,909
所得税	1,344	2,233	2,634	2,802	2,918	其他长期负债	39,131	43,492	44,426	44,133	44,090
所得税率	12.77%	16.11%	17.40%	17.40%	17.40%	非流动性负债	54,810	54,400	55,334	55,042	54,998
少数股东损益	2,370	2,968	2,963	3,193	3,324	负债合计	133,283	143,017	155,719	155,060	157,969
归属于母公司股东的净利润	6,808	8,658	9,540	10,111	10,527	股本	7,997	7,997	7,934	7,934	7,934
净利率	4.49%	5.44%	5.47%	5.57%	5.66%	资本公积	136	114	-323	-323	-323
						归属于母公司所有者权益合计	35,240	39,314	46,115	51,933	57,909
						少数股东权益	21,115	22,946	25,909	29,102	32,426
						股东权益合计	56,355	62,259	72,024	81,035	90,335
						负债股东权益总计	189,638	205,276	227,743	236,095	248,305

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	10,522	13,858	15,138	16,106	16,768
所得税支出	-1,344	-2,233	-2,634	-2,802	-2,918
折旧和摊销	7,365	7,404	3,254	3,672	4,052
营运资金的变化	-1,059	3,073	-40	3,444	3,249
其他经营现金流	774	159	232	-1,233	-1,058
经营现金流合计	16,258	22,262	15,950	19,186	20,094
资本支出	-2,542	-3,684	-8,337	-5,258	-5,810
投资收益	154	465	246	288	333
其他投资现金流	-2,649	-3,962	-2,994	-3,532	-3,816
投资现金流合计	-5,037	-7,181	-11,085	-8,502	-9,292
权益变化	7,658	253	-500	0	0
负债变化	55,925	37,261	1,641	-4,742	-1,719
股利支出	-1,999	-2,239	-2,239	-4,293	-4,550
其他融资现金流	-68,181	-42,254	-138	25	222
融资现金流合计	-6,598	-6,980	-1,235	-9,011	-6,047
现金及现金等价物净增加额	4,623	8,100	3,630	1,674	4,755

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

主要财务指标					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	62.7%	5.1%	9.5%	4.0%	2.5%
营业利润增长率	152.2%	31.0%	9.0%	7.0%	4.0%
净利润增长率	178.9%	27.2%	10.2%	6.0%	4.1%
毛利率	21.8%	22.3%	21.6%	21.6%	21.6%
EBITDA Margin	12.1%	13.4%	8.9%	9.1%	9.3%
净利率	4.5%	5.4%	5.5%	5.6%	5.7%
净资产收益率	19.3%	22.0%	20.7%	19.5%	18.2%
总资产收益率	3.6%	4.2%	4.2%	4.3%	4.2%
资产负债率	70.3%	69.7%	68.4%	65.7%	63.6%
所得税率	12.8%	16.1%	17.4%	17.4%	17.4%
股利支付率	29.4%	25.9%	45.0%	45.0%	45.0%

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 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。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。