

公司研究/深度研究

2020年03月08日

交运设备/汽车零部件 II

投资评级: 买入 (调高评级)

当前价格(元): 15.26
合理价格区间(元): 20.01~21.34

林志轩 执业证书编号: S0570519060005
研究员 021-28972090
zhixuan.lin@htsc.com

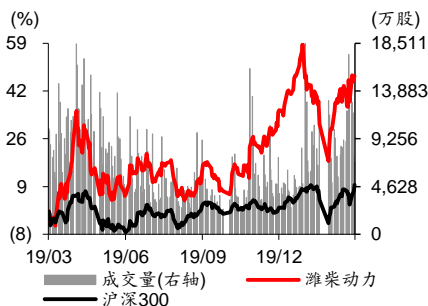
刘千琳 执业证书编号: S0570518060004
研究员 021-28972076
liuqianlin@htsc.com

邢重阳 021-38476205
联系人 xingchongyang@htsc.com

相关研究

- 1《潍柴动力(000338 SZ,增持): Q3 业绩略超预期, 盈利能力持续提升》2019.10
- 2《潍柴动力(000338 SZ,增持): 多元业务逆势增长, 中报业绩超预期》2019.08
- 3《潍柴动力(000338,增持): 年报业绩超预期, 多元业务稳健成长》2019.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

对标美国重卡企业,创造稳定股东回报 潍柴动力(000338)

盈利及现金流稳健增长,有望为股东创造长期稳定的回报

中国重卡行业正在发生几个方面的积极变化,包括周期波动幅度下降,产品和技术升级,行业资产负债表和现金流改善等。我们认为,以上变化趋势将导致行业龙头公司潍柴动力未来的利润水平更加稳定,利润率有望继续提升,同时维持强劲的现金流和较高的 ROE。本文还研究了美国重卡行业龙头公司帕卡和康明斯过去 20 年给股东带来了十倍以上的投资回报的主要原因。我们认为,潍柴动力未来将凭借逐步增长的利润和强劲的现金流,创造稳定向上的股东回报。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.25/1.33/1.39 元,上调目标价至 20.01-21.34 元,提升评级至“买入”。

中国市场重卡需求周期波动幅度收窄

2008-2015 年,国内的重卡需求经历了一轮非常显著的周期波动,年销量从 2008 年的 54 万辆,增长到 2010 年的 101 万辆,2015 年下降到 55 万辆。我们认为,未来三年中国重卡需求的底部有望保持在 100 万辆以上。虽然年销量可能继续上下波动,但波动幅度下降,稳定性增强。背后的主要原因包括:1) 非周期性的物流行业需求占比提升;2) 重卡总保有量上升带来的更新需求占比增加;3) 一系列行业法规的实施促进了更新需求,包括治超和淘汰高污染重卡等;4) 机构用户占比提升,购车决策更加理性,降低了短期的波动。

产品与技术升级推动产品售价与利润率提升

由于持续的产品品质和技术升级,中国的重卡平均售价 2008-2019 年平均每年增长 2%,龙头企业的产品售价平均每年提升 3%。产品和技术升级以及排放标准升级促进了重卡产品售价的提升和利润率的改善。同时,重卡品质、技术与售价的提升,也抬高了行业的进入门槛,促进了行业集中度的提升,有利于龙头企业提升市场占有率。

潍柴动力估值中枢有望向国际水平靠拢

美国主要的重卡与发动机企业(帕卡和康明斯)的收入、利润与股价上涨的主要原因包括:1) 专注于产品与技术的改善;2) 提升盈利能力;3) 重视自由现金流以及分红。我们认为,中国重卡行业竞争格局趋于稳定,龙头公司收入与利润稳定性增强,未来能够维持较高的现金流和 ROE 水平,过去大幅周期波动带来的估值折价有望逐渐消失,估值中枢有望逐步提升。

调整盈利预测,提升评级至“买入”

我们重新分析了重卡市场需求和公司的盈利预测。我们预计 2020-2022 年中国市场重卡销量 112/110/110 万辆,预计公司 2019-2021 年利润 99/106/110 亿元(分别下调 3/5/7%)。参考可比公司 2020 年平均 PE 估值约 14.9x,考虑到公司现金流强劲和约 50%的分红比例,给予公司 2020 年 15-16xPE 估值,目标价区间 20.01-21.34 元(前值 14.00-15.40 元),上调评级至“买入”。

风险提示:宏观经济大幅放缓;重卡销量不及预期;公司利润率不及预期。

公司基本资料

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本(百万股) | 7,934 |
| 流通 A 股(百万股) | 4,245 |
| 52 周内股价区间(元) | 10.18-16.42 |
| 总市值(百万元) | 121,071 |
| 总资产(百万元) | 223,727 |
| 每股净资产(元) | 5.40 |

资料来源:公司公告

经营预测指标与估值

| 会计年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 151,569 | 159,256 | 177,973 | 187,716 | 197,409 |
| +/-% | 62.66 | 5.07 | 11.75 | 5.47 | 5.16 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 6,808 | 8,658 | 9,924 | 10,583 | 10,988 |
| +/-% | 179.78 | 27.16 | 14.63 | 6.64 | 3.83 |
| EPS(元,最新摊薄) | 0.85 | 1.08 | 1.25 | 1.33 | 1.39 |
| PE(倍) | 17.88 | 14.04 | 12.17 | 11.41 | 10.99 |

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

正文目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 核心观点：重卡市场周期波动，但龙头企业未来回报可期 | 5 |
| 中国重卡行业：五大长期趋势有利于行业发展 | 6 |
| 中国重卡市场：需求韧性增强，未来三年周期波动幅度下降 | 6 |
| 趋势一：物流运输相关的重卡需求占比提升 | 6 |
| 趋势二：保有量提升导致替换需求占比提升 | 7 |
| 趋势三：产品与技术升级，提升行业门槛，推动产品售价和利润率提升 | 8 |
| 趋势四：机构用户比例提高，初始购置成本敏感度下降 | 10 |
| 趋势五：龙头企业资本开支占比下降，现金流改善 | 10 |
| 美国中重卡市场：年销量见顶，但行业巨头持续成长 | 12 |
| 行业具备周期性，总需求 2006 年见顶 | 12 |
| 市场高度集中，竞争格局基本稳定 | 13 |
| 行业销量无增长，但龙头企业销量利润持续提升 | 14 |
| 帕卡：业绩驱动股价 2000 年至今增长 14 倍 | 15 |
| 帕卡：北美第一大的重卡制造商 | 15 |
| 经历两次盈利波动，盈利能力不断改善 | 18 |
| 现金流和分红稳健增长 | 18 |
| 帕卡历史估值较为稳定 | 20 |
| 康明斯：业绩驱动股价 2000 年至今增长 19 倍 | 21 |
| 盈利能力处于历史较好水平 | 21 |
| 发动机业务进入成熟期，收入周期波动但总体向上 | 23 |
| 售后零部件销售收入增长较快 | 23 |
| 发电系统业务维持较快增长 | 24 |
| 收入、利润与现金流实现强劲增长 | 24 |
| 康明斯估值较为稳定 | 27 |
| 潍柴动力：中国市场领先企业，长期回报可期 | 28 |
| 公司简介 | 28 |
| 产品与品牌：潍柴专注于重卡产业链 | 28 |
| 核心产品份额稳健提升 | 30 |
| 凯傲：收入与利润稳健增长 | 32 |
| 持续的研发投入确保技术领先 | 33 |
| 盈利预测与估值 | 35 |
| 重卡行业需求预测：需求小幅波动，总量维持在高位 | 35 |
| 关键假设 | 35 |
| 期间费用率：假设研发费用比例小幅提升 | 38 |
| 现金流及自由现金流持续改善 | 38 |
| 盈利预测与可比公司估值 | 39 |
| 风险提示 | 40 |
| PE/PB - Bands | 40 |

图表目录

| | |
|---|---|
| 图表 1：重卡行业销量及预测（2008-2022E） | 6 |
| 图表 2：牵引车销量近年来显著提升（2008-2019 年） | 7 |
| 图表 3：公路货运量整体维持增长（2008-2019 年） | 7 |
| 图表 4：重卡保有量整体维持增长（2008-2018 年） | 8 |
| 图表 5：重卡更新需求整体维持增长（2008-2018 年） | 8 |
| 图表 6：重卡更新需求占比明显提升（2008 vs 2018 年） | 8 |

| | |
|--|----|
| 图表 7: 汽车尾气排放标准实施时间表 | 8 |
| 图表 8: 重卡行业平均售价不断提升 (2008-2019 年) | 9 |
| 图表 9: 重卡整车业务利润率近年来显著改善 | 9 |
| 图表 10: 重卡整车销售单价不断提升 | 9 |
| 图表 11: 私人重卡保有量占比不断下降 (2008-2018 年) | 10 |
| 图表 12: 潍柴: 自由现金流近两年显著增长 | 11 |
| 图表 13: 潍柴: 资本开支占收入比波动向下 | 11 |
| 图表 14: 中国重汽: 自由现金流 2016 年以来显著改善 | 11 |
| 图表 15: 中国重汽: 资本开支占收入比明显下降 | 11 |
| 图表 16: 中国重卡市场: 前四大重卡制造商合计市场份额在 2016-2019 年提升明显 | 11 |
| 图表 17: 美国卡车分级标准 | 12 |
| 图表 18: 美国中重卡年销量周期波动, 2006 年见顶 (2000-2019 年) | 12 |
| 图表 19: 美国主要的中重卡企业销量 (2019 年) | 13 |
| 图表 20: 美国中重卡竞争格局 (2019 年) | 13 |
| 图表 21: 美国市场前 5 大重卡制造商市场份额维持在较高水平 (2004-2019 年) | 13 |
| 图表 22: 帕卡: 股价表现 (2000 年 1 月-2020 年 2 月) | 15 |
| 图表 23: 帕卡: 重卡销量总体波动向上 (2000-2019 年) | 16 |
| 图表 24: 帕卡: 主要品牌 (2019 年) | 16 |
| 图表 25: 帕卡: 主要产品 (2019 年) | 16 |
| 图表 26: 帕卡: 2019 年重卡产量全球排名第八 | 17 |
| 图表 27: 帕卡: 销量分布主要集中在北美和欧洲地区 (2019 年) | 17 |
| 图表 28: 帕卡: 卡车业务占收入构成的主要部分 (2019 年) | 17 |
| 图表 29: 帕卡: 平均售价总体向上 (2008-2019 年) | 17 |
| 图表 30: 帕卡: 净利润波动向上 (2000-2019 年) | 18 |
| 图表 31: 帕卡: 收入整体维持增长 (2000-2019 年) | 18 |
| 图表 32: 帕卡: 卡车业务毛利率近年来维持平稳 (2000-2019 年) | 18 |
| 图表 33: 帕卡: 净利率目前处在历史较高水平 (2000-2019 年) | 18 |
| 图表 34: 帕卡: 经营净现金流维持增长 (2000-2019 年) | 19 |
| 图表 35: 帕卡: 自由现金流维持增长 (2000-2019 年) | 19 |
| 图表 36: 帕卡: ROE 近两年改善明显 (2005-2019 年) | 19 |
| 图表 37: 帕卡: ROIC 近两年改善明显 (2006-2019 年) | 19 |
| 图表 38: 帕卡: 分红创历史新高 (2000-2019 年) | 19 |
| 图表 39: 帕卡: 分红比例整体维持在较高水平 (2000-2019 年) | 19 |
| 图表 40: 帕卡: 动态 PE | 20 |
| 图表 41: 帕卡: 动态 PB | 20 |
| 图表 42: 帕卡: 动态 EV/EBITDA | 20 |
| 图表 43: 康明斯: 股价表现 (2000 年 1 月-2020 年 2 月) | 21 |
| 图表 44: 康明斯: 卡车发动机销量稳中有升 (2000-2019 年) | 22 |
| 图表 45: 康明斯: 主要品牌 (2019 年) | 22 |
| 图表 46: 康明斯: 收入按地区分布以美国、中国和印度为主 (2019 年) | 22 |
| 图表 47: 康明斯: 发动机和零部件是收入主要构成部分 (2019 年) | 22 |
| 图表 48: 康明斯: 重卡发动机平均售价稳中有增 (2000-2019 年) | 23 |
| 图表 49: 康明斯: 发动机收入稳中有增 (2000-2019 年) | 23 |
| 图表 50: 康明斯: 中重卡发动机占比较高 (2019 年) | 23 |
| 图表 51: 康明斯: 零部件收入维持快速增长 (2000-2019 年) | 24 |
| 图表 52: 康明斯: 排放相关零部件占收入主要比重 (2019 年) | 24 |
| 图表 53: 康明斯: 发电系统业务整体维持增长 (2000-2019 年) | 24 |
| 图表 54: 康明斯: 收入主要来自发电机和工业动力业务 (2019 年) | 24 |
| 图表 55: 康明斯: 收入整体维持增长 (2000-2019 年) | 25 |
| 图表 56: 康明斯: 利润再创新高 (2005-2019 年) | 25 |
| 图表 57: 康明斯: 毛利率稳中有升 (2000-2019 年) | 25 |
| 图表 58: 康明斯: 净利率波动向上 (2000-2019 年) | 25 |
| 图表 59: 康明斯: 经营净现金流不断增长 (2000-2019 年) | 25 |

| | |
|--|----|
| 图表 60: 康明斯: 自由现金流不断增长 (2000-2019 年) | 25 |
| 图表 61: 康明斯: ROE 近两年改善明显 (2005-2019 年) | 26 |
| 图表 62: 康明斯: ROIC 近两年改善明显 (2005-2019 年) | 26 |
| 图表 63: 康明斯: 分红不断增长 (2000-2019 年) | 26 |
| 图表 64: 康明斯: 分红比例维持在较高水平 (2000-2019 年) | 26 |
| 图表 65: 康明斯: 动态 PE | 27 |
| 图表 66: 康明斯: 动态 PB | 27 |
| 图表 67: 康明斯: 动态 EV/EBITDA | 27 |
| 图表 68: 潍柴: 股权结构图 (截至 2019 年 6 月 30 日) | 28 |
| 图表 69: 潍柴: 主要品牌 (2019) | 29 |
| 图表 70: 潍柴: 主要子公司及其产品 | 29 |
| 图表 71: 潍柴: 重卡整车产品谱系 | 29 |
| 图表 72: 潍柴: 实现全领域动力总成配套 | 29 |
| 图表 73: 潍柴: 完成全系列产品布局 | 29 |
| 图表 74: 潍柴: 海外业务收入贡献显著提升 (2007-2018 年) | 30 |
| 图表 75: 潍柴: 子公司陕重汽是中国第四大重卡企业, 2019 年市场份额 15.0% | 30 |
| 图表 76: 潍柴: 在重卡发动机市场份额有望继续提升 | 31 |
| 图表 77: 潍柴: 在重卡市场份额有望继续提升 | 31 |
| 图表 78: 潍柴: 收入拆分, 整车及零部件占比最高 (2018 年) | 31 |
| 图表 79: 潍柴: 利润拆分, 柴油发动机占比最高 (2018 年) | 31 |
| 图表 80: 凯傲: 叉车与服务业务是收入的主要来源 (2019 年) | 32 |
| 图表 81: 凯傲: 欧洲和北美是凯傲主要收入来源地 (2019 年) | 32 |
| 图表 82: 凯傲: 收入稳健增长 (2014-2019 年) | 32 |
| 图表 83: 凯傲: 利润整体提升明显 (2014-2019 年) | 32 |
| 图表 84: 叉车业务: 新车销售仅占收入一半 (2019 年) | 33 |
| 图表 85: 凯傲: 亚洲是叉车业务新获订单量的主要来源 (2019 年) | 33 |
| 图表 86: 潍柴: 研发投入 2013-2018 年间保持了较高的增长 | 34 |
| 图表 87: 潍柴: 重卡平均售价不断提升 (2010-2018 年) | 34 |
| 图表 88: 潍柴: 发动机平均售价不断提升 (2010-2018 年) | 34 |
| 图表 89: 中国重卡市场需求有望保持在较高位置 | 35 |
| 图表 90: 潍柴: 2019-2021 年公司业务拆分及毛利率预测 | 36 |
| 图表 91: 潍柴: 重卡整车销量及预测 (2007-2022E) | 36 |
| 图表 92: 潍柴: 重卡发动机销量及预测 (2007-2022E) | 37 |
| 图表 93: 潍柴: 重卡发动机和重卡整车毛利率 2019-2022 年维持在较高位置 | 37 |
| 图表 94: 潍柴: 收入预测 (2008-2022E) | 37 |
| 图表 95: 潍柴: 归母净利润预测 (2008-2022E) | 37 |
| 图表 96: 潍柴: 2019-2021 年公司期间费用率预测 | 38 |
| 图表 97: 潍柴: 经营现金流稳步增长, 资本开支小幅提升 | 38 |
| 图表 98: 潍柴: 自由现金流与净利润比例 2019-2022 有望保持在 170% 左右 | 38 |
| 图表 99: 潍柴: 自由现金流强劲, 未来有能力保持 50% 的分红派息比例 | 39 |
| 图表 100: 可比公司估值情况 (数据日期: 2020/03/06) | 39 |
| 图表 101: 潍柴动力历史 PE-Bands | 40 |
| 图表 102: 潍柴动力历史 PB-Bands | 40 |

核心观点：重卡市场周期波动，但龙头企业未来回报可期

本文分析了中美两国重卡市场销量的变化，两个市场主要企业的产品、业务以及财务表现，以及美国市场主要企业帕卡、康明斯 2000-2019 年股价涨幅巨大的驱动因素。主要观点和结论如下：

- 1) **重卡市场是一个周期性行业：**重卡作为耐用资本品，其需求和销量随经济周期变化而波动，有一定的周期性。
- 2) **中国重卡市场未来三年周期波动幅度收窄：**受 2009 年经济刺激政策的影响，中国重卡销量在 2009-2015 年之间出现了较大的波动幅度。但目前行业的一些积极变化趋势将使得未来几年重卡销量波动幅度收窄，包括物流需求占比提升、替换需求提升、治理超载等法规的严格执行等。总体而言，中国重卡市场需求在 2020-2022 年可能从 2019 年的历史高位有所回落，但总销量有望保持在 110 万量左右的较高位置。
- 3) **企业可以通过产品升级和售价提升驱动收入和利润增长：**尽管 2000-2019 年美国重卡市场周期波动，销量增长有限，但通过产品与技术升级实现产品均价的提升，龙头企业（帕卡、康明等）销售收入和利润长远来看都取得较高的增长。
- 4) **基业长青的要素之一是专注于核心产品与技术，谨慎扩张：**帕卡和康明斯都是各自细分市场的领先企业，一直以来专注于其核心的产品领域，通过持续研发与改进而不断提高竞争壁垒，同时拓展与专业相关的市场与产品品类来实现收入和利润的增长。
- 5) **现金流和分红为股东带来较高的现金回报：**美国龙头企业股价从 2000-2019 年涨幅巨大，除了收入和利润增长之外，努力提升自由现金流，提供较高的现金分红积极回馈股东，是股价长牛和估值水平较高的原因之一。
- 6) **中国重卡市场竞争格局趋于稳定：**目前中国重卡市场集中度较高，前五大企业市场份额超过 80%，竞争格局较为稳定，技术壁垒的提高一定程度上阻挡了新进入者。主要企业可以专注于通过产品、技术、质量和客户服务的改善，逐步提升售价和利润率，而非通过价格战的方式恶性竞争。
- 7) **中国重卡市场龙头企业收入和利润增长可期：**中国重卡市场未来几年将延续产品升级的趋势，售价提升驱动企业收入增长和利润率改善，可以部分弥补和熨平重卡市场需求和销量波动带来的利润波动。
- 8) **较高的分红派息比例有利于估值提升：**由于产品售价以及利润率的改善，国内主要重卡企业资产负债表更加强健，叠加每年强劲的自由现金流，使得企业有能力保持较高的分红派息比例，给股东提供较高的现金回报，有利于股价的稳定和估值的提升。
- 9) **潍柴动力有望为股东创造中长期稳定回报。**潍柴是中国重卡市场领先企业之一，在整车、发动机、核心零配件等领域客户基础广泛，综合竞争力强。公司多年来专注于主业，努力提升产品与技术的同时，在重卡及物流服务行业谨慎扩张，同时维持了较好的现金流。随着现金的增加和资本开支的下降，公司 2014 年以来提高分红派息比例直接回馈股东。尽管重卡市场可能周期波动，我们认为潍柴有望为股东创造中长期的稳定回报。

中国重卡行业：五大长期趋势有利于行业发展

中国重卡市场：需求韧性增强，未来三年周期波动幅度下降

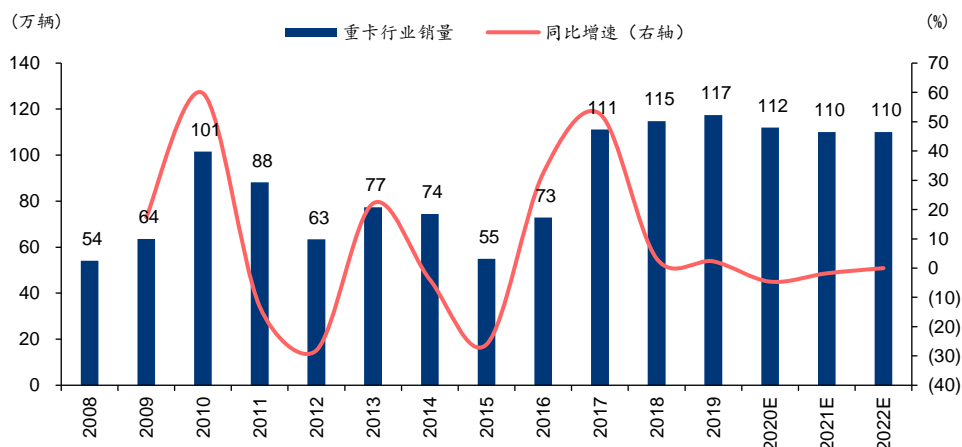
我们认为，中国重卡市场依然具有一定的周期性，但未来周期波动幅度会比上一轮周期显著下降。自 2010 年销量首次突破 100 万辆之后，中国重卡需求进入了下行周期，直到 2015 年行业销量见底。2015 年销量约 55 万辆，相较 2010 年的峰值水平，销量下滑 46%。2016 年，重卡行业迎来恢复性增长。自 2016 年至 2019 年，受宏观经济改善，治理超载等法规的严格执行，重卡行业持续增长，2019 年销量创历史新高，达到 117 万辆。

2008 年全球经济危机爆发后，中国政府在 2009 年采取了刺激经济的政策，基建投资大幅增加，拉动了重卡需求的快速增长，同时也透支了一部分未来的需求，是造成刺激政策退出之后 2011-2015 年重卡销量下降的主要原因。

我们认为，2015 年以来重卡市场发生了一些积极的变化，新的行业趋势推动了需求的复苏，让重卡的需求韧性更强，市场需求的底部比 2015 年之前明显提升，降低了行业的周期波动幅度。我们总结了五大行业趋势，包括：1) 物流运输相关的重卡需求占比提升；2) 行业保有量增加，自然更新需求上升；3) 产品与技术升级，提升行业门槛，推动产品售价和利润率提升；4) 机构用户比例提高，初始购置成本敏感度下降；5) 龙头企业资本开支占比下降，现金流改善。

考虑到以上积极的发展趋势，以及基建投资保持了较为稳健的状态，我们预计重卡需求未来的波动幅度比 2008-2015 年的波动幅度下降。展望 2020-2022 年，我们预计重卡行业的销量将从 117 万辆的高水平有所回落，但下滑幅度有限，重卡行业销量整体将维持在较高水平。我们预计 2020-2022 年重卡行业年均销量将维持在 110 万辆左右。

图表1：重卡行业销量及预测（2008-2022E）



资料来源：中国汽车工业协会，华泰证券研究所

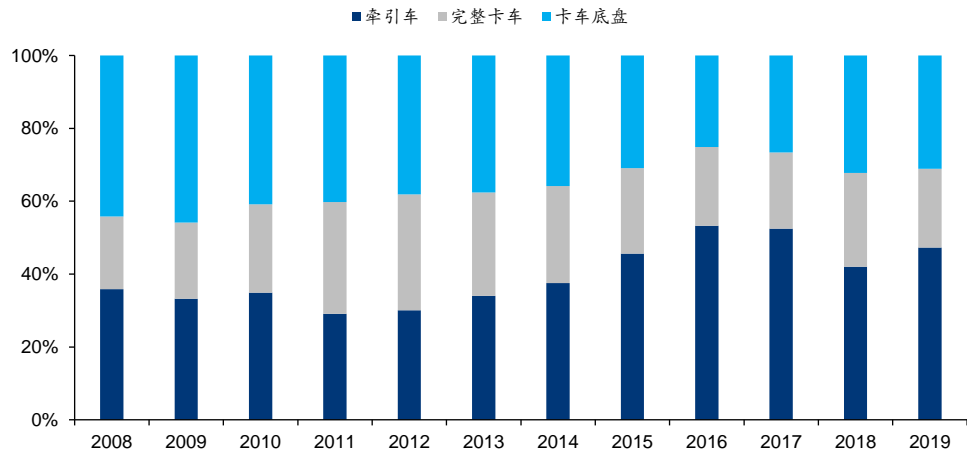
趋势一：物流运输相关的重卡需求占比提升

中国的重卡需求主要有两个领域：物流运输和工程建设。2009-2010 年重卡销量增长较快，主要由工程建设驱动，受政府固定资产和基建项目投资影响较大。基建投资减速之后的 2011 年开始，重卡需求下滑比较明显。

随着宏观经济的不断发展，物流运输行业逐步成为重卡的主要市场。中国的物流行业主要受个人可支配收入增长和消费的驱动，相对稳健，波动性比政府主导的基建投资小。2012 年开始，来自于物流运输行业的重卡需求总体呈上升趋势。在重卡的几个细分产品品类中，用于高速公路货物运输的牵引车销量占比在 2016-2017 年超过了 50%，2018-2019 年稍有波动，但也是在 40-50% 的区间。

卡车底盘主要用于工程建设领域,2009 年受四万亿基建投资的拉动,其需求占比达到 46% 的高位,随后逐步下降。2017-2018 受棚改政策以及置换需求的推动,销量占比有所提升,但总体来说在 2015 年前的平均水平以下。

图表2：牵引车销量近年来显著提升（2008-2019 年）



资料来源：中国汽车工业协会，华泰证券研究所

图表3：公路货运量整体维持增长（2008-2019 年）



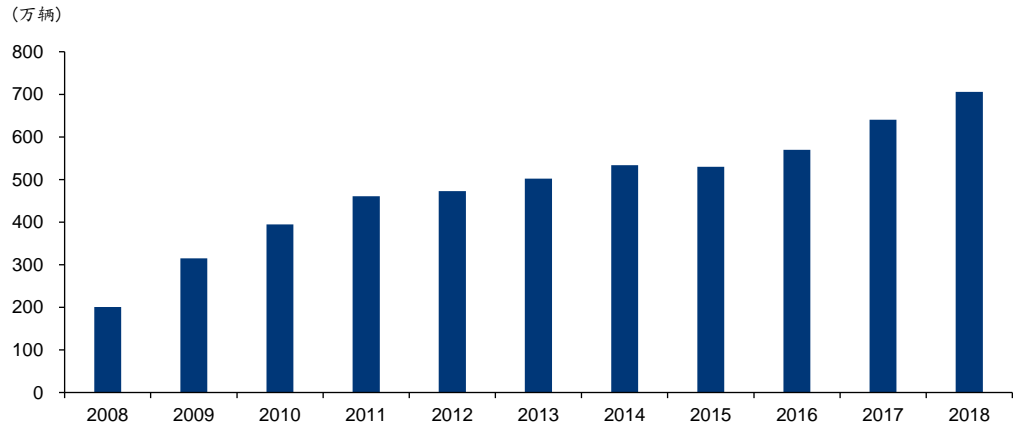
资料来源：交通运输部，华泰证券研究所

趋势二：保有量提升导致替换需求占比提升

重卡总保有量的上升带来的置换需求的增加也是重卡新车销售波动下降的原因之一。随着经济体量的不断增加和每年累计的新增销量,重卡保有量呈稳定增长的趋势。截止到 2018 年底,我国重卡保有量约 700 万辆,比 2010 年底的保有量增加了 80%。保有量的增长意味着自然更替的更新需求也随之增加。重卡是耐用资本品,其平均使用寿命在 6-10 年。基建相关的工程车,由于使用环境恶劣,寿命较短,一般在 4-8 年左右。而用于高速公路货物运输的物流车,总体使用寿命较长,在 6-10 年左右。

我们按照平均使用寿命 8 年来测算,2010 年的重卡新车销量中,约 48% 的销量为置换需求,52% 为新增需求。到了 2018 年,置换需求销量为 88 万辆,占市场总销量的 77%。考虑到 2018 年以后重卡保有量继续上升,置换需求有望保持在 88 万辆以上。因此,我们认为中国重卡年需求量的底部有望保持在 88 万辆以上,高于 2015 年底部的 55 万辆,使得新重卡年销量波动幅度下降。

图表4：重卡保有量整体维持增长（2008-2018 年）



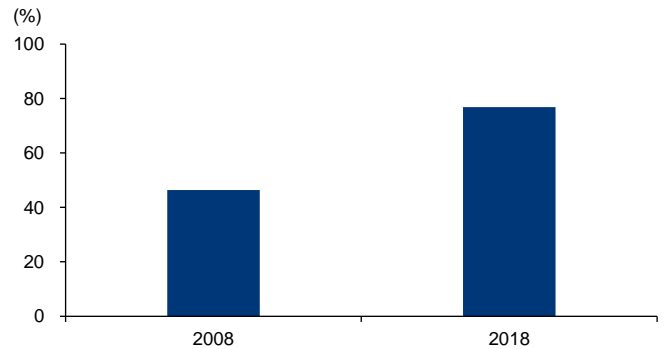
资料来源：公安部，华泰证券研究所

图表5：重卡更新需求整体维持增长（2008-2018 年）



资料来源：中国汽车工业协会，华泰证券研究所

图表6：重卡更新需求占比明显提升（2008 vs 2018 年）



资料来源：中国汽车工业协会，华泰证券研究所

趋势三：产品与技术升级，提升行业门槛，推动产品售价和利润率提升

为了降低发动机排放，减少污染，2008 年以来我国逐步提升了汽车和重卡的排放标准。重卡的排放标准 2008 年升级为国三，2013 年升级为国四，2017 年升级为国五，2019 年全国范围内逐步升级为国六。2018 年 6 月 28 日生态环境部发布《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》（GB17691-2018），规定重型车国六标准分 6a 和 6b 两个阶段实施。与国五阶段相比，国六阶段排放标准的主要变化有：1）加严了污染物排放限值，增加了粒子数量排放限值，变更了污染物排放测试循环；2）增加了非标准循环排放测试要求和限值（WNTC）；和 3）增加了整车实际道路排放要求和限值（PEMS）。例如，国六标准相比国五标准，NOx 降低 78%以上，颗粒物降低 50%，同时增加了颗粒物数量（PN）的测量和限值要求。

图表7：汽车尾气排放标准实施时间表

| | | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|------|-------|----------|----------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 轻型汽车 | 柴油车 | 国 I-国 II | | | | | | | | 国 III | | | | 国 IV | | | | 国 V | | 国 VI | |
| | 汽油车 | 国 I-国 II | | | | | | | | 国 III | | 国 IV | | | | 国 V | | | 国 VI | | |
| | 气体燃料车 | 国 I-国 II | | | | | | | | 国 III | | | 国 IV | | | 国 V | | | 国 VI | | |
| 重型汽车 | 柴油车 | 国 I-国 II | | | | | | | | 国 III | | | | 国 IV | | | 国 V | | 国 VI | | |
| | 汽油车 | 无控制要求 | 国 I-国 II | | | | | | | | 国 III | | | 国 IV | | | | | | | |
| | 气体燃料车 | 国 I-国 II | | | | | | | | 国 III | | 国 IV | | 国 V | | | | | 国 VI | | |

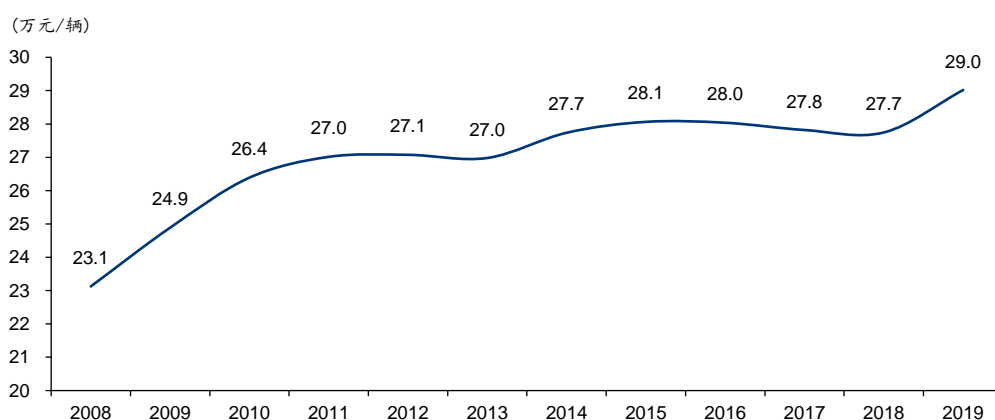
资料来源：中国机动车环境管理年报，华泰证券研究所

为了满足不断严格的排放标准，需要升级发动机的设计与结构，采用更加先进的燃油喷射技术以及尾气处理技术，造成了产品成本的上升和售价的提升。随着更加严格的国六排放标准的实施，对重卡企业的研发能力提出了更高的要求，使得行业进入壁垒进一步提高。同时，重卡发动机的售价也相应增加，同排量的发动机，国六标准产品相比国五标准产品 ASP 提升约 1-2 万元，占重卡售价的 5-10% 左右。

重卡技术含量以及排放标准的提升，是 2008 年至今重卡销售均价稳步上升的主要原因。根据国家发改委的统计，中国重卡销售均价从 2008 年的 23.1 万元，逐步上升至 2019 年的 29.0 万元，平均每年增长 2%。

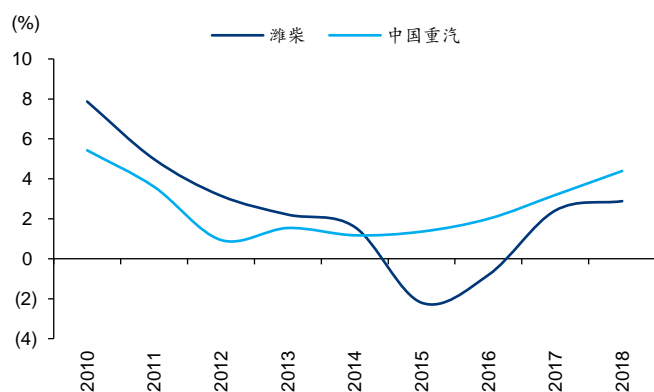
总体而言，随着产品售价的提升，重卡产品的利润率改善，因为重卡企业可以将成本的增加转化为产品售价的提升而转嫁给下游消费者，单价提升带来的收入增长形成规模效应，从而降低单车的平均成本。

图表8：重卡行业平均售价不断提升（2008-2019 年）



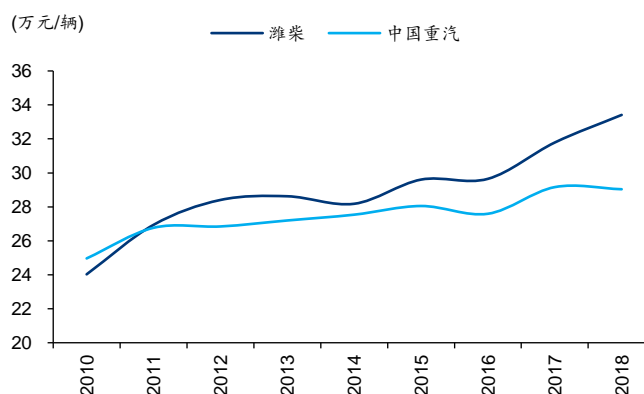
资料来源：国家发改委，华泰证券研究所

图表9：重卡整车业务利润率近年来显著改善



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：重卡整车销售单价不断提升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

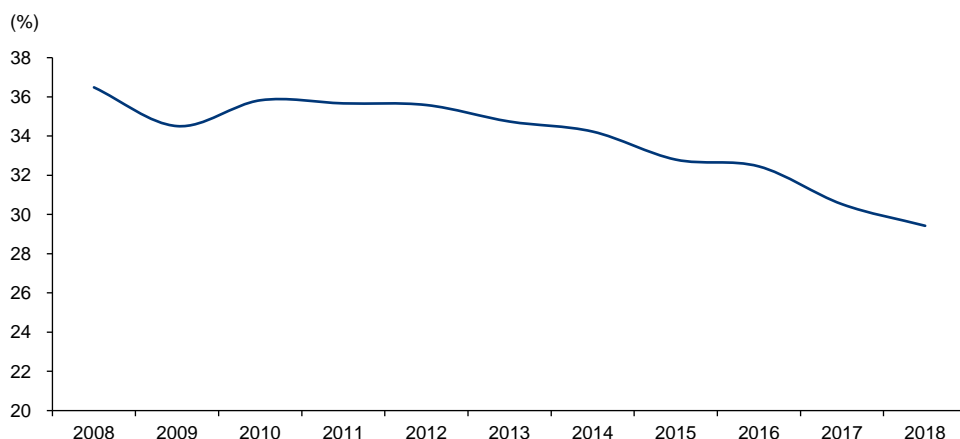
趋势四：机构用户比例提高，初始购置成本敏感度下降

2008 年以来，重卡的客户结构逐渐变化，私人客户保有量占比逐渐下降，从 2008 年的 36% 下降到 2018 年的 29% 左右（公安部统计数据）。这一行业趋势的主要驱动因素是物流运输企业的崛起，随着中国物流运输行业的快速增长，具有规模优势的物流运输企业逐渐占据市场的主导地位，个人重卡用户由于竞争优势不明显，尤其是在承揽货源方面，因此占比逐渐下降。

2019 年 5 月 21 日，国务院印发《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》，提出“调整货车通行费计费方式，从 2020 年 1 月 1 日起，统一按车（轴）型收费，并确保不增加货车通行费总体负担，同步实施封闭式高速公路收费站入口不停车称重检测”。

我们认为，“入口拒超”和“按轴收费”的新高速公路收费方式，导致高速公路超载现象消除，进而削弱了卡车的运力，同时按轴收费的模式导致重卡空载率下降，货源不足的个人客户或小企业客户将面临成本上升的压力，导致重卡需求结构向货源充足的大型企业客户转移。这一客户结构的变化，将引导重卡行业向更健康的方向发展，因为大型企业客户对初始购置成本并不敏感，而对重卡全生命周期运营成本更加关注，因此，质量好、价格高的产品将更受大企业客户青睐。

图表11：私人重卡保有量占比不断下降（2008-2018 年）



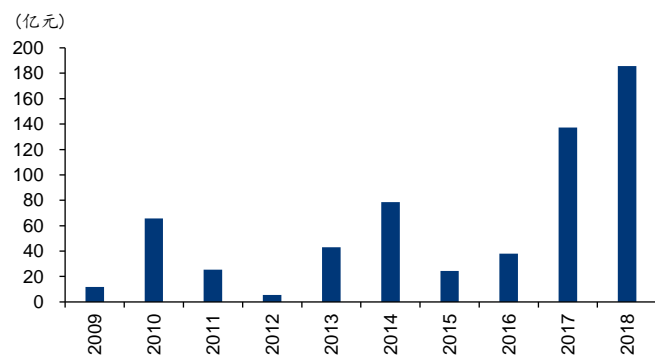
资料来源：公安部，华泰证券研究所

趋势五：龙头企业资本开支占比下降，现金流改善

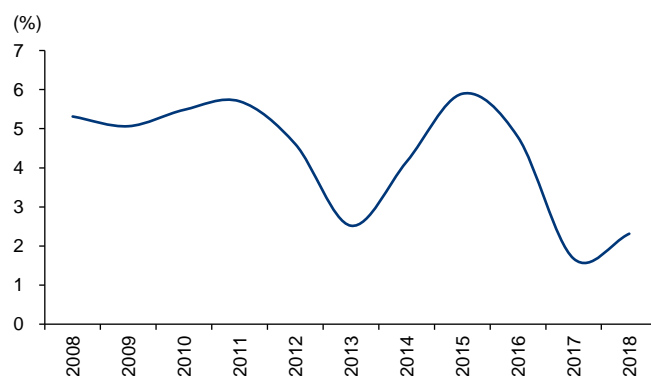
经历 2011-2015 年的行业下行周期之后，2016 年以来，随着需求改善，行业产销量维持在 100 万辆以上的高位，重卡行业龙头公司（以潍柴和中国重汽为例）的收入、利润以及利润率改善明显。同时，由于资本开支较低，重卡龙头企业的自由现金流改善更加明显。

2016 年以来，重卡龙头公司的资本开支占收入比重比 2008-2015 年期间大幅下降。另外，行业新增产能较少，这也意味着未来需求相对平稳的情况下，供给端的竞争压力相较上一轮下行周期下降，龙头公司的盈利能力有望持续运行在较高水平。

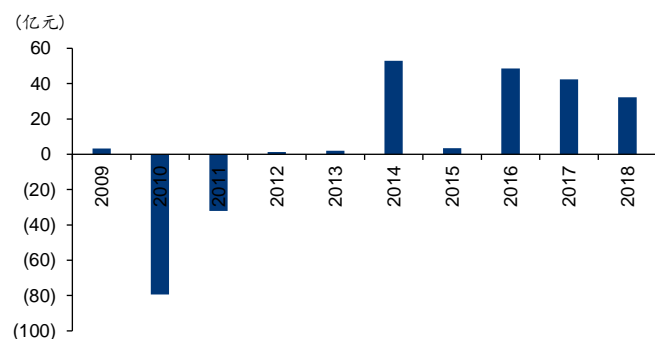
另外，随着重卡产品和技术的升级，行业进入门槛进一步提高，行业新进入者数量不多。目前重卡行业竞争格局稳定，前 5 大重卡制造商 2019 年的市场份额合计为 83%，市场竞争总体较为理性，价格战的风险较低。重卡企业的经营重点主要在产品、技术、质量的提升方面，努力提升产品价格和利润率。

图表12： 潍柴：自由现金流近两年显著增长

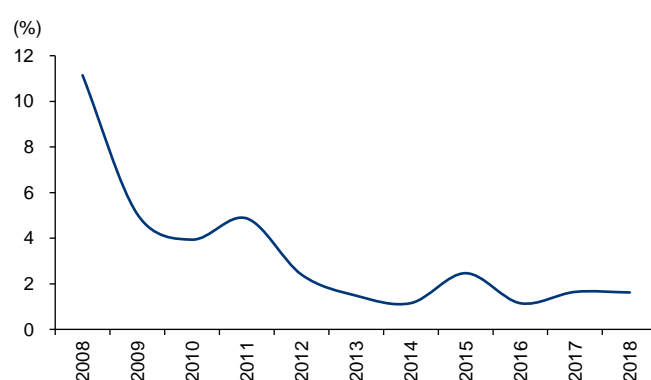
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13： 潍柴：资本开支占收入比波动向下

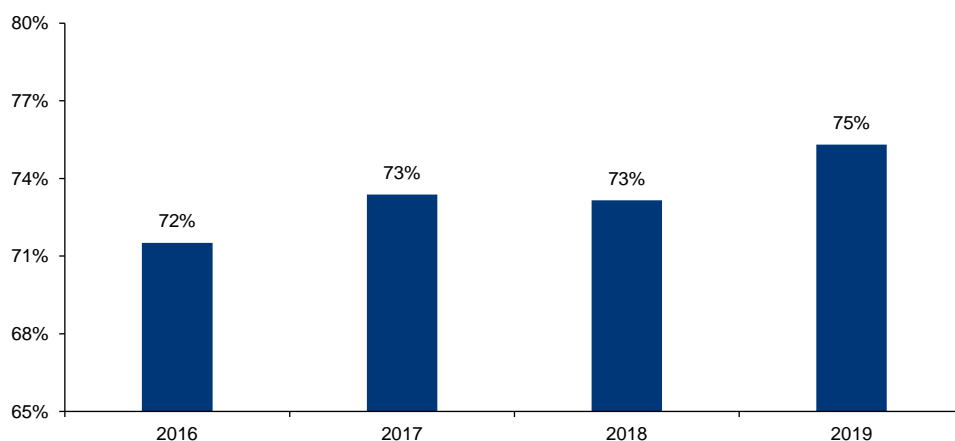
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表14： 中国重汽：自由现金流 2016 年以来显著改善

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表15： 中国重汽：资本开支占收入比明显下降

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表16： 中国重卡市场：前四大重卡制造商合计市场份额在 2016-2019 年提升明显

资料来源：公安部，华泰证券研究所

美国中重卡市场：年销量见顶，但行业巨头持续成长

行业具备周期性，总需求 2006 年见顶

卡车作为耐用工业品，需求有较强的周期性，尤其是在美国这种发达国家和成熟市场。美国中重卡市场总需求受美国宏观经济波动影响比较大。2000-2002 年，受美国互联网泡沫破灭的影响，经济放缓，重卡需求呈下跌趋势。2003-2006 年，美国经济增长强劲，重卡需求持续增长，销量在 2006 年达到峰值的 54 万辆，随后便因为金融危机的影响，销量连续三年下行，到 2009 年，销量相比峰值跌去 63%。从 2010 年至 2019 年，行业迎来长周期的恢复，9 年间销量重回 50 万辆以上，接近 2006 年的销量水平，但尚未超越。

2019 年，中国市场重卡销量 117 万辆，创了历史新高。总体而言，美国市场总量比中国低，主要原因是中国人口基数大，对公路运输的总需求大。

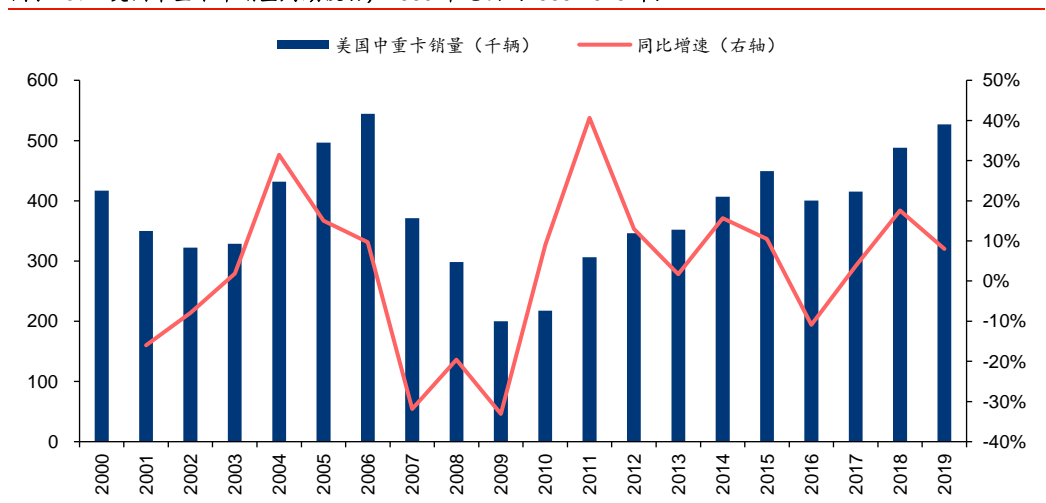
美国卡车主要分为 1-8 级，其中 1-3 级为轻型卡车，总质量在 6.4 吨以下；4-7 级为中卡，总质量为 6.4-15 吨之间；8 级为重型卡车，总质量为 15 吨以上。由于中国中卡市场规模很小，中重卡市场主要由重卡构成，因此我们认为美国的中重卡市场可以作为中国重卡市场的主要参考和对标对象。

图表17：美国卡车分级标准

| 类型 | 级别 (Class) | 总质量 (吨) |
|----|------------|----------|
| 轻型 | 1 | 0-2.7 |
| | 2 | 2.7-4.5 |
| | 3 | 4.5-6.4 |
| 中型 | 4 | 6.4-7.3 |
| | 5 | 7.3-8.8 |
| | 6 | 8.8-11.8 |
| | 7 | 11.8-15 |
| 重型 | 8 | >15 |

资料来源：卡车之家，华泰证券研究所

图表18：美国中重卡年销量周期波动，2006 年见顶（2000-2019 年）

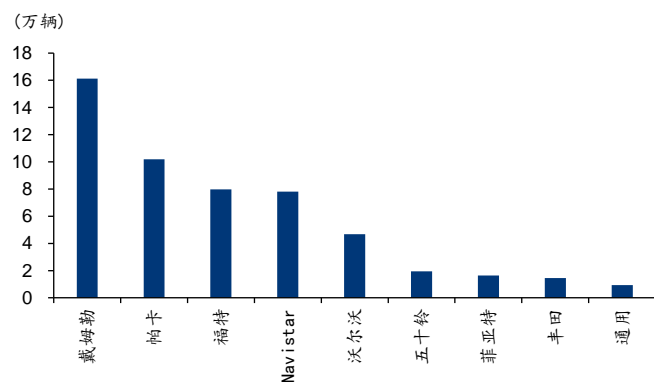


资料来源：Bureau of Economic Analysis, CEIC, 华泰证券研究所

市场高度集中，竞争格局基本稳定

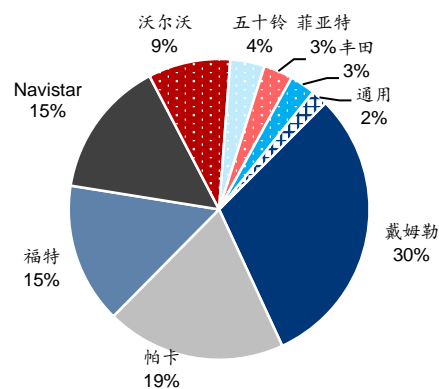
美国是成熟市场，中重卡行业集中度高，前五大制造商的 2019 年合计市场份额约为 89%，中国同期前五大重卡制造商市场份额为 83%。美国市场销量最大的两个企业为戴姆勒和帕卡，2019 年销量分别为 16 万辆和 10 万辆，市场份额分别为 31% 和 19%，合计市场份额已经达到 50%，第一名市场份额是第三名的两倍；中国前两大卡车制造商的市场份额也已达 44%。

图表19： 美国主要的中重卡企业销量（2019 年）



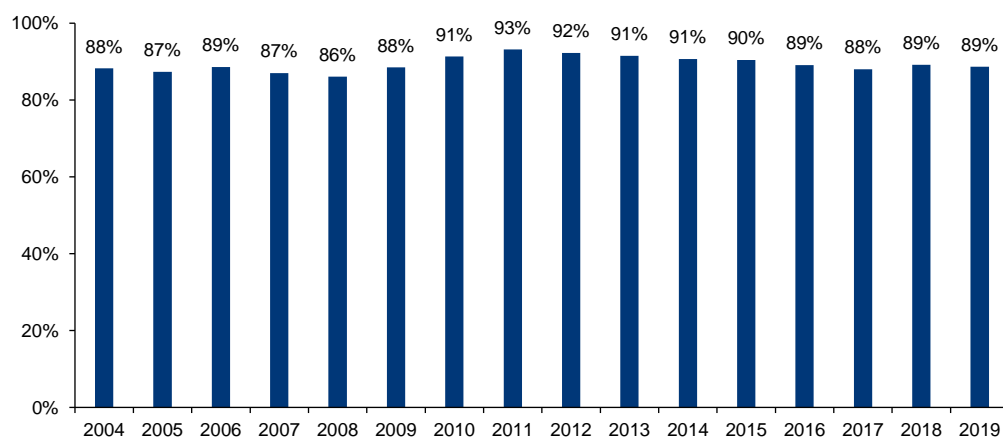
资料来源：MarkLines，华泰证券研究所

图表20： 美国中重卡竞争格局（2019 年）



资料来源：MarkLines，华泰证券研究所

图表21： 美国市场前 5 大重卡制造商市场份额维持在较高水平（2004-2019 年）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

行业销量无增长，但龙头企业销量利润持续提升

虽然美国中重卡市场销量绝对值在过去 20 年周期波动，总量在 2006 年见顶，但美国中重卡产业链的龙头公司如帕卡和康明斯，其收入和利润却创新高，且公司股价涨幅巨大，为股东创造了非常丰厚的投资回报率。

帕卡公司是北美最大的重卡制造商，其股价在 2000-2019 增长 14 倍，年均复合增速达到 16%。康明斯是美国最大的动力总成与发动机制造商。公司的股价过去 19 年增长 19 倍，年均复合增速达到 17%。

由于中国和美国分别是全球最大的两个重卡市场，行业竞争格局类似，因此这两个企业的历史发展对潍柴动力公司的未来发展路径有一定的参考意义。由于戴姆勒是一家综合性汽车集团，重卡业务占比较小，股价的影响受到非重卡业务和美国以外市场影响较大，参考意义不明显，因此本文不再详细分析。

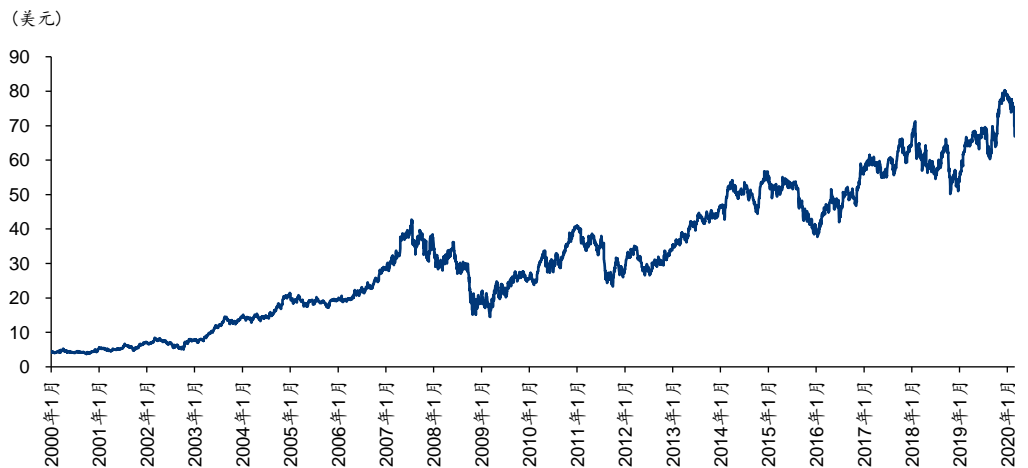
我们研究发现，帕卡和康明斯的两个公司的共性在于：1) 公司核心产品销量在经历行业下行波动后，均可以再创新高；2) 公司的收入增速大于销量增速，利润增速大于收入增速，盈利能力持续扩张；3) 凭借领先的技术，不断加深竞争壁垒，同时扩展新市场和新业务品类来实现增长；4) 公司经营现金流和自由现金流持续增长，且维持了较高的分红派息比例，给股东带来了较高的现金回报。

帕卡：业绩驱动股价 2000 年至今增长 14 倍

帕卡公司（股票代码：PCAR.US）是北美最大的重卡制造商，其股价在过去 19 年增长 14 倍，年均复合增速达到 16%。帕卡公司从 2000 年至 2019 年销量增长 1 倍，年均复合增速 4%；收入增长 2 倍，年均复合增速 6%；利润增长 4 倍，年均复合增速 9%。整体而言，帕卡公司为股东创造回报的能力较强。

我们认为，驱动帕卡公司股价增长的因素主要有：1) 销量整体维持了增长，且公司的盈利能力不断提高，销量增长的基础上，收入和利润均增长，且利润增速快于收入增速；2) 公司注重股东回报，2000 年以来每年维持分红政策，分红比例 50% 左右；3) 技术领先，市场地位不断提升，市场份额扩张。

图表22：帕卡：股价表现（2000 年 1 月-2020 年 2 月）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

帕卡：北美第一大的重卡制造商

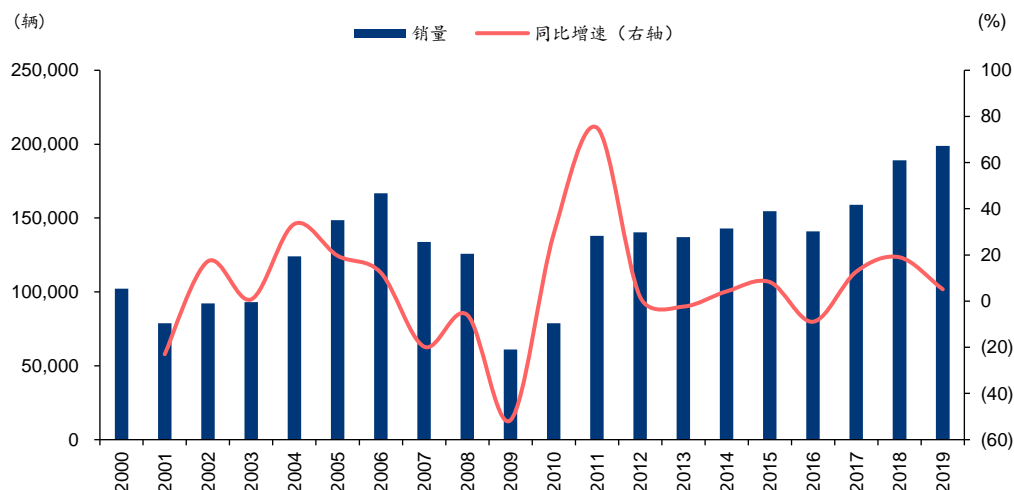
帕卡公司成立于 1971 年，其前身是西雅图汽车制造公司，目前总部位于美国华盛顿州的贝尔维尤市。公司是全球领先的商用车制造商，其业务涵盖了设计生产和制造卡车（含轻卡、中卡和重卡），生产制造售后零部件和汽车金融服务（含消费者金融和经销商金融）。公司在全球拥有 11 个生产基地，18 个零部件分销中心和 2 个研发中心，在全球拥有约 2.7 万名员工。

2019 年，帕卡公司销售卡车 19.9 万辆，创历史新高。自 2000 年以来，销量年均复合增速 4%。目前公司销量排名全球第七，是北美第一大的卡车制造商。按销售地区来看，北美地区、欧洲地区、南美及其他地区的占比分别为 59%、30% 和 11%。按收入结构来看，2019 年卡车业务收入占总收入比重达到 78%，零部件业务占收入比重 16%，金融业务占收入比重 6%。

公司的卡车产品分为 Kenworth, Peterbilt 和 DAF 三个品牌，卡车产品平均单价在 2019 年达到 10 万美金，自 2008 年以来，公司销售卡车的平均单价保持了 1% 的年均复合增幅。公司的零部件业务主要是生产分销卡车零部件用于售后市场，汽车金融业务包括消费者金融和经销商库存融资等服务。

帕卡公司卡车销量总体随美国经济波动向上。2001-2006 是一个显著的上升周期，销量从 7.9 万辆上升至 2006 年的 16.7 万辆。2007-2009 是一个下行周期，主要是 2008 年经济危机的影响。2010 年开始，帕卡卡车销量开始逐步恢复，年销量在 2011-2017 年维持在 14 万辆上下水平。2018-2019 两年美国经济增长强劲，帕卡卡车年销量保持稳健增长，2019 年实现历史新高 19.9 万辆。

图表23： 帕卡：重卡销量总体波动向上（2000-2019 年）



资料来源：帕卡公司年报，华泰证券研究所

图表24： 帕卡：主要品牌（2019 年）



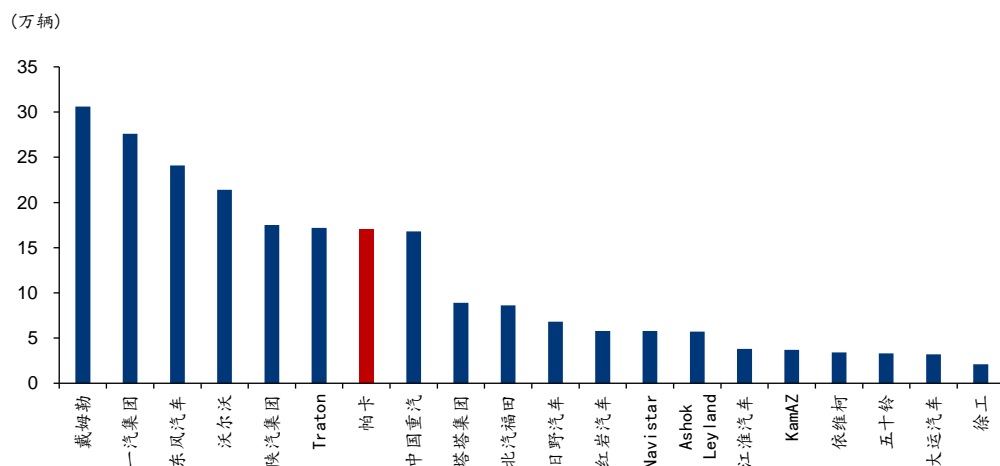
资料来源：帕卡公司官方网站，华泰证券研究所

图表25： 帕卡：主要产品（2019 年）



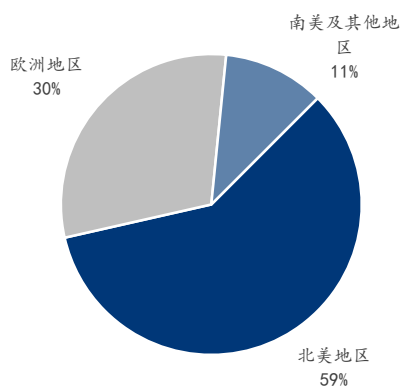
资料来源：帕卡公司官方网站，华泰证券研究所

图表26： 帕卡：2019 年重卡产量全球排名第八



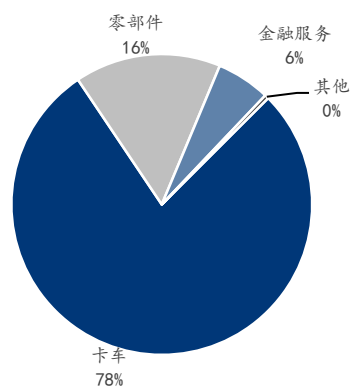
资料来源：帕卡公司官方网站，华泰证券研究所

图表27： 帕卡：销量分布主要集中在北美和欧洲地区（2019 年）



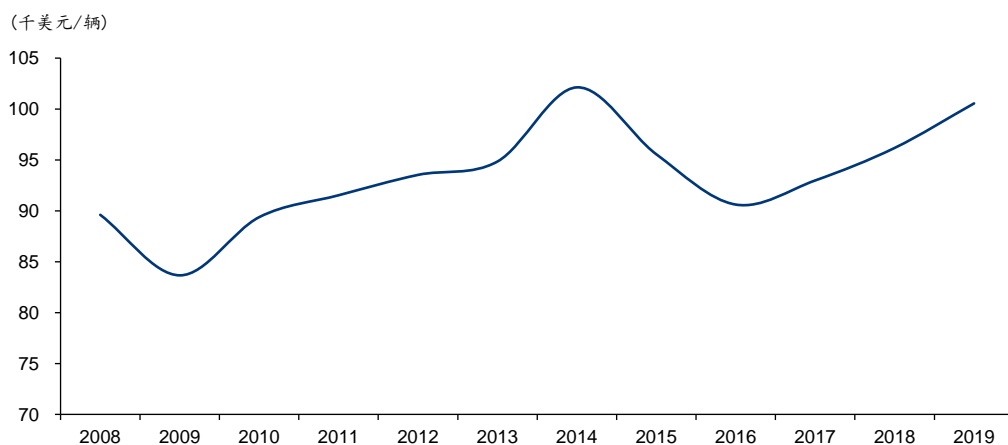
资料来源：帕卡公司年报，华泰证券研究所

图表28： 帕卡：卡车业务占收入构成的主要部分（2019 年）



资料来源：帕卡公司年报，华泰证券研究所

图表29： 帕卡：平均售价总体向上（2008-2019 年）



资料来源：帕卡公司官方网站，华泰证券研究所

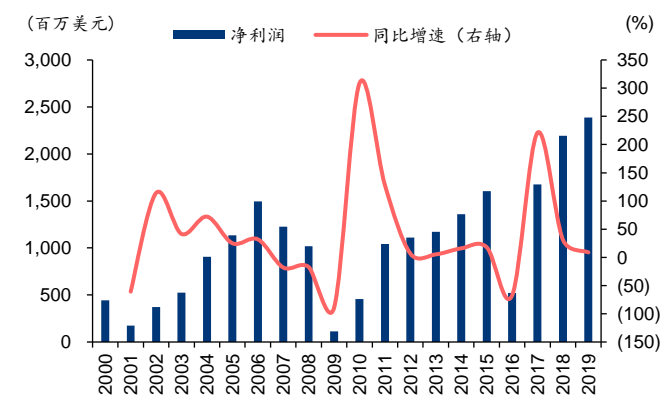
经历两次盈利波动，盈利能力不断改善

帕卡公司 2000 年至 2019 年收入年均复合增速 6%，利润年均复合增速 9%。自 2000 年以来没有出现亏损的情况，尽管出现过两次较大的利润下滑，但整体都维持了盈利，且公司的财务指标表现也趋于改善。自 2000 年以来，公司经历过两次较大的利润下滑，分别在 2009 年和 2016 年。

2007-2009 年：受全球金融危机的影响，公司的销量、收入和利润在这三年中出现了不同程度的下滑。公司的销量相比 2006 年的高点下滑了 63%，卡车业务毛利率从 14-15% 的水平下滑至 2009 年的 8%，净利率从 8-9% 的水平下滑至 2009 年的 1.4%。

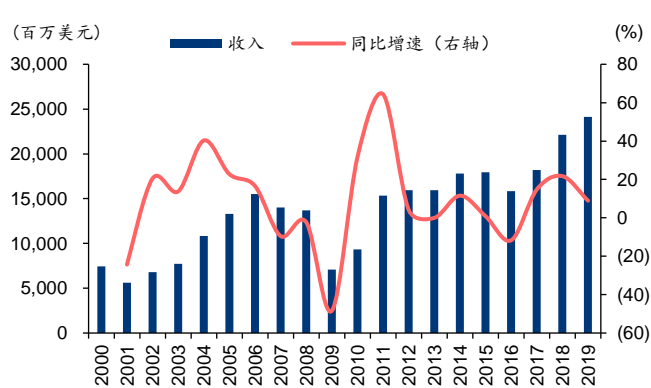
2016 年：2016 年 7 月 19 日，欧盟对包括帕卡在内的多家重卡制造商开出罚单，主因几家企业过去在产品价格和排放技术实施等问题上面存在合谋行为。帕卡因此项事宜承受了约 8.3 亿美金的一次性损失，导致 2016 年利润出现非经常的大幅下降。

图表30：帕卡：净利润波动向上（2000-2019 年）



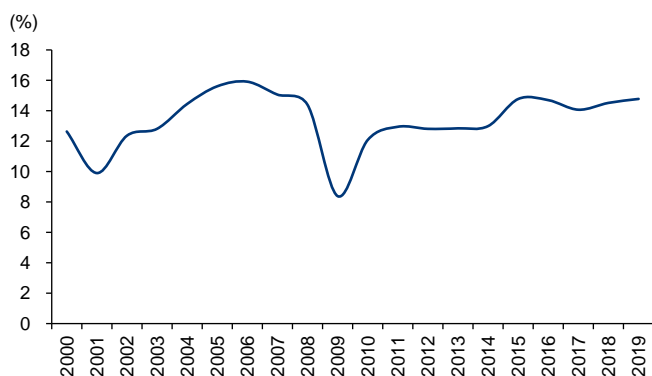
资料来源：帕卡公司年报，华泰证券研究所

图表31：帕卡：收入整体维持增长（2000-2019 年）



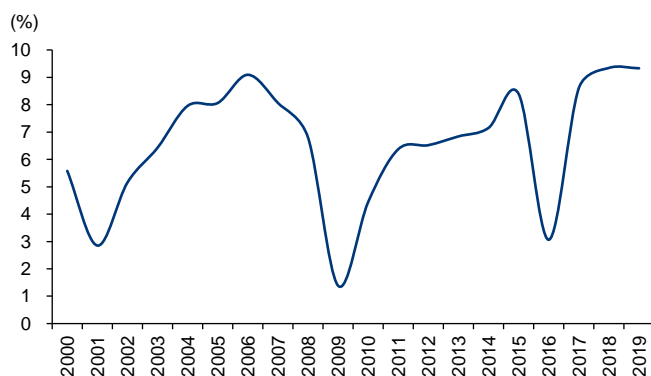
资料来源：帕卡公司年报，华泰证券研究所

图表32：帕卡：卡车业务毛利率近年来维持平稳（2000-2019 年）



资料来源：帕卡公司年报，华泰证券研究所

图表33：帕卡：净利率目前处在历史较高水平（2000-2019 年）

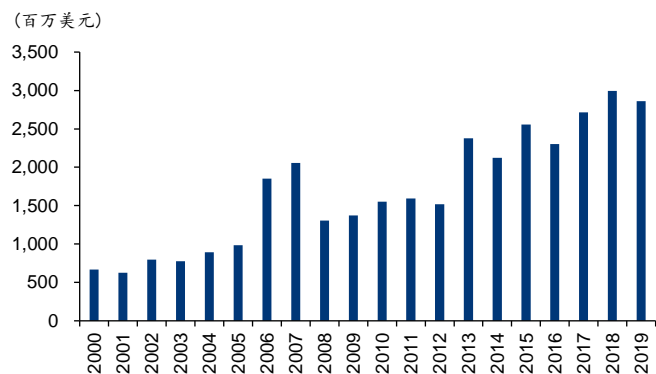


资料来源：帕卡公司年报，华泰证券研究所

现金流和分红稳健增长

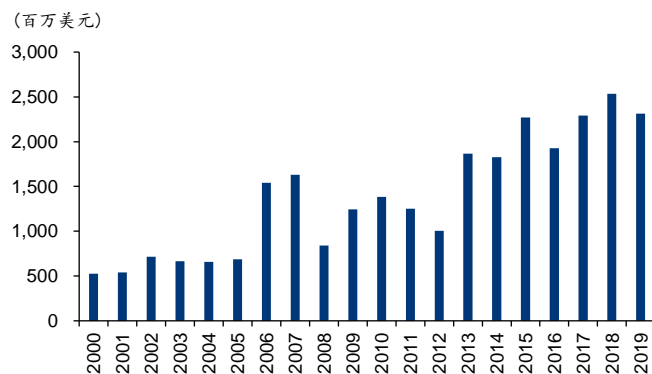
2016 年以来，公司的收入和利润维持了增长，卡车业务毛利率稳定在 14.5% 左右，公司净利率稳定在 9% 左右，ROE 维持在 24% 的水平，ROIC 维持在 10% 左右，整体而言，公司盈利能力稳健，已经恢复至 2008 年金融危机以来的最高水平。公司现金流充沛，过去 20 年间维持了正的自由现金流，且近几年自由现金流均有增长。与此同时，帕卡多年以来坚持每年分红，近三年的分红比例 50% 左右。

图表34： 帕卡：经营净现金流维持增长（2000-2019 年）



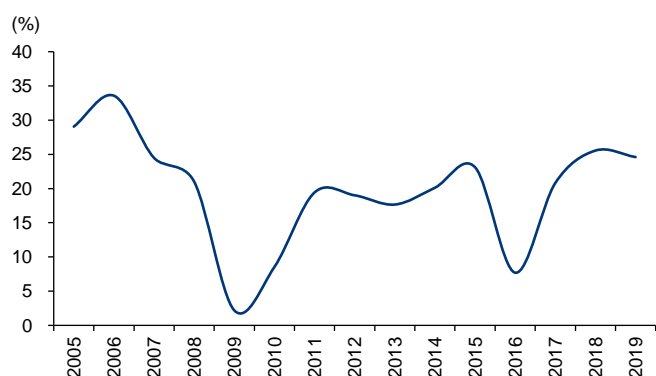
资料来源：华泰证券研究所

图表35： 帕卡：自由现金流维持增长（2000-2019 年）



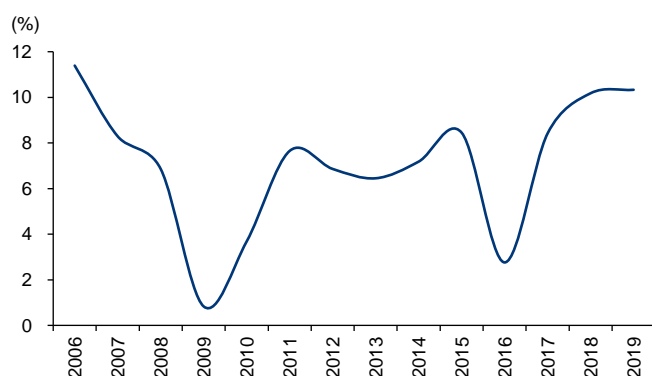
资料来源：华泰证券研究所

图表36： 帕卡：ROE 近两年改善明显（2005-2019 年）



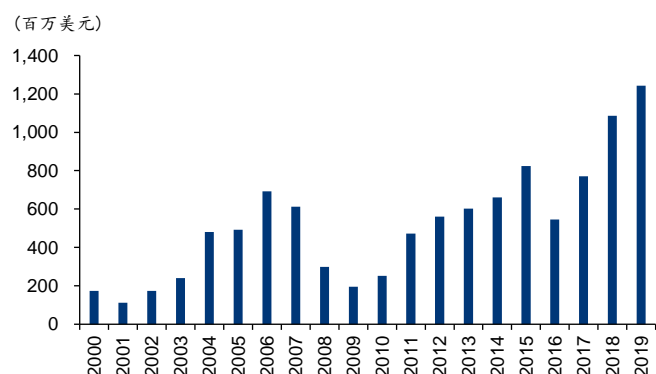
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表37： 帕卡：ROIC 近两年改善明显（2006-2019 年）



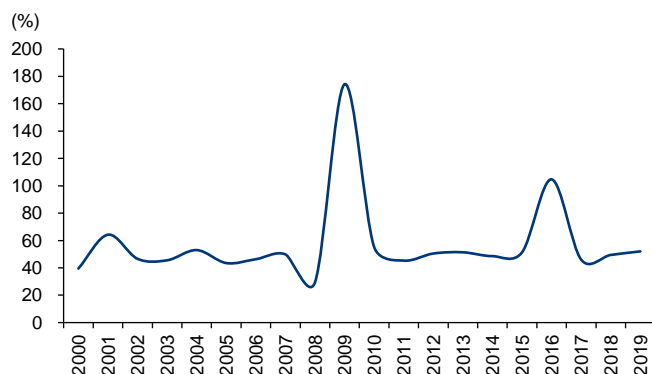
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表38： 帕卡：分红创历史新高（2000-2019 年）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表39： 帕卡：分红比例整体维持在较高水平（2000-2019 年）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

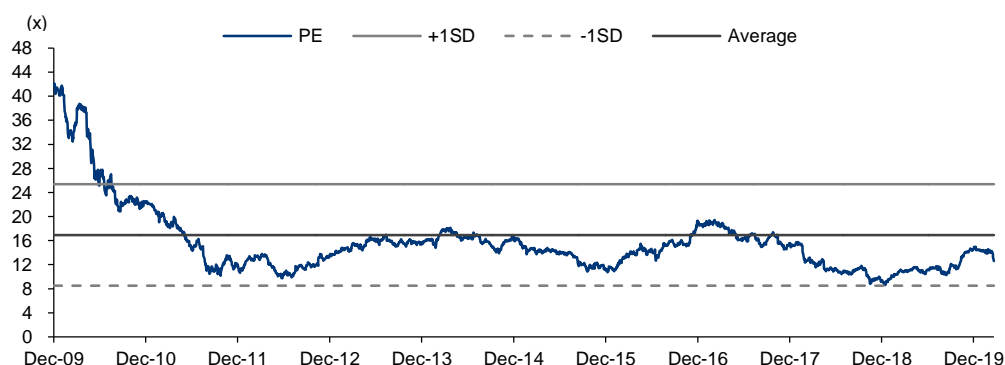
帕卡历史估值较为稳定

自 2009 年 12 月至今，帕卡动态 PE 均值水平为 16.9 倍，正负一个标准差分别为 25.4/8.5 倍；公司 2020 年 3 月 3 日收盘价 67.55 美元，对应的 PE 估值水平位于均值偏下的位置。

目前 2020E PB 均值水平为 2.6x，正负一个标准差分别为 3.1/2.2 倍，3 月 4 日收盘价对应的 PB 估值水平在历史均值以下。

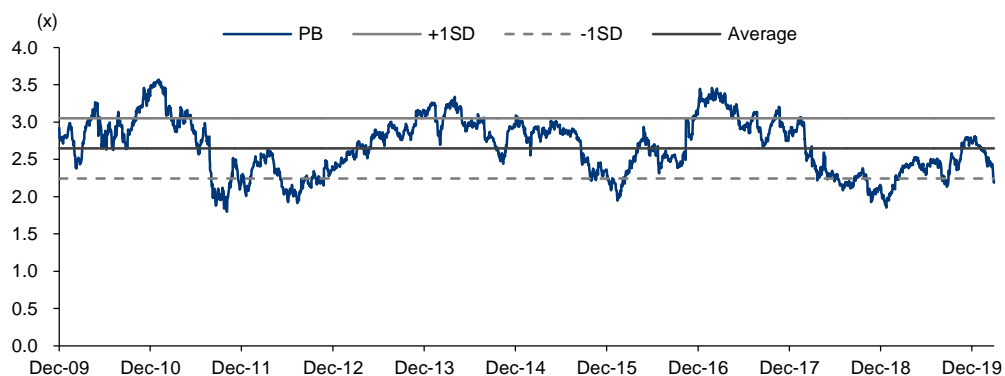
动态 EV/EBITDA 均值水平为 10.6 倍，正负一个标准差分别为 13.5/7.7 倍，3 月 4 日收盘价对应的 EV/EBITDA 估值水平处于均值偏下的位置。

图表40： 帕卡：动态 PE



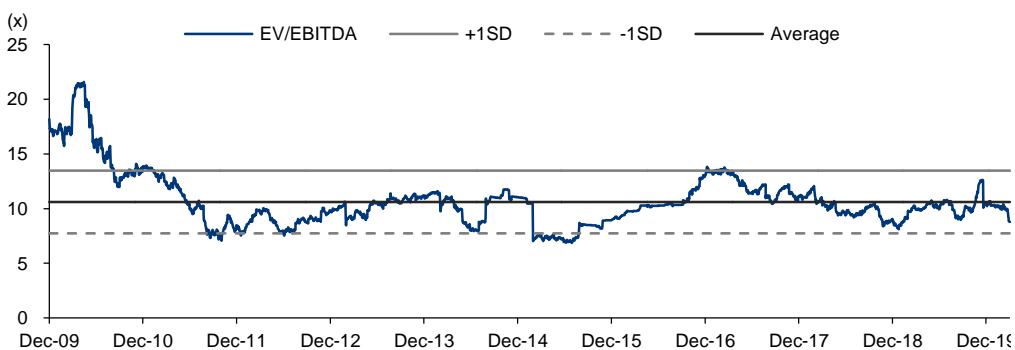
资料来源：彭博，华泰证券研究所

图表41： 帕卡：动态 PB



资料来源：彭博，华泰证券研究所

图表42： 帕卡：动态 EV/EBITDA



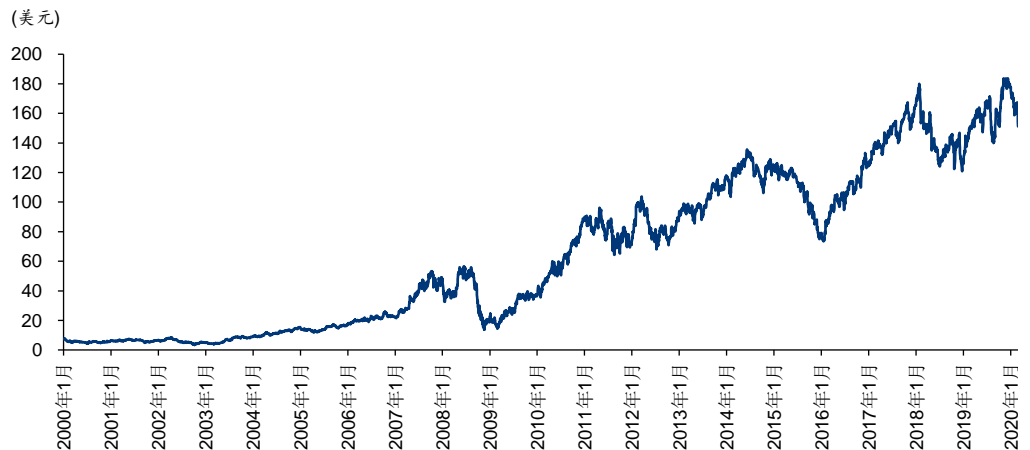
资料来源：彭博，华泰证券研究所

康明斯：业绩驱动股价 2000 年至今增长 19 倍

康明斯（股票代码 CMI.US）是美国最大的动力总成与发动机制造商。公司的股价过去 19 年增长 19 倍，年均复合增速达到 17%。康明斯公司从 2000 年至 2019 年发动机销量增长 60%，年均复合增速 3%；收入增长 3 倍，年均复合增速 7%；2005 年至 2019 年，利润增长 3 倍，年均复合增速 11%。整体而言，康明斯为股东创造回报的能力较强。

我们认为，驱动康明斯股价增长的因素主要有：1) 发动机销量维持增长，且公司的盈利能力不断提高，收入和利润均增长，且利润增速快于收入增速；2) 公司注重股东回报，2000 年以来每年维持分红政策，分红比例 30% 左右；3) 行业壁垒高，且不断进行产业链延伸，拓展以动力总成为核心的零部件业务。

图表43：康明斯：股价表现（2000 年 1 月-2020 年 2 月）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利能力处于历史较好水平

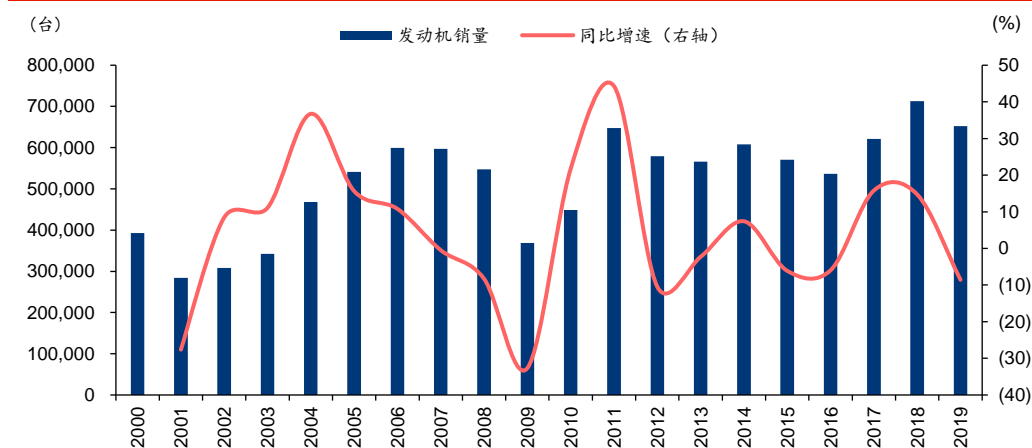
康明斯成立于 1919 年，总部位于美国印第安纳州哥伦布市。公司是全球领先的动力总成系统制造商，其业务涵盖了设计生产和制造发动机（含柴油、天然气和混合动力），生产制造动力总成相关零部件（含过滤系统、后处理、增压系统、燃油控制系统和自动变速箱等）以及生产制造发电机和工业动力等。公司的工厂遍布全球多个国家，在 190 多个国家开展业务，全球拥有超过 6.1 万名员工。

2019 年，康明斯销售卡车发动机 65.2 万辆，2000-2019 年销量年均复合增速 3%，在卡车发动机领域全球市占率约 22%。收入按地区来看，美国、中国、印度及其他地区的占比分别为 57%、10%、4% 和 29%。按收入结构来看，2019 年发动机业务占总收入比重达到 32%，零部件业务占收入比重 22%，分销业务占收入比重 34%，发电系统业务占收入比重 12%。

公司的发动机品排量覆盖 2.7L 至 17L，其中重卡发动机产品平均单价在 2019 年达到 3 万美金左右，2000-2019 年公司重卡发动机的平均单价保持了 2% 的年均复合增幅。公司的零部件业务主要是生产排放系统、过滤系统、自动变速箱和增压系统等，发电系统业务包括发电机和工业动力等。

2000-2019 年康明斯卡车发动机年销量随美国经济波动向上。年销量低点是 2001 年（28 万台）以及 2009 年（37 万台），高点出现在 2006 年（60 万台），2011 年（65 万台）以及 2018 年（71 万台）。

图表44： 康明斯：卡车发动机销量稳中有升（2000-2019 年）



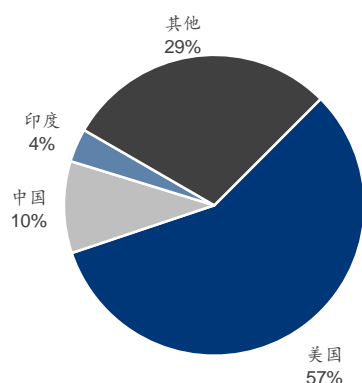
资料来源：康明斯公司年报，华泰证券研究所

图表45： 康明斯：主要品牌（2019 年）



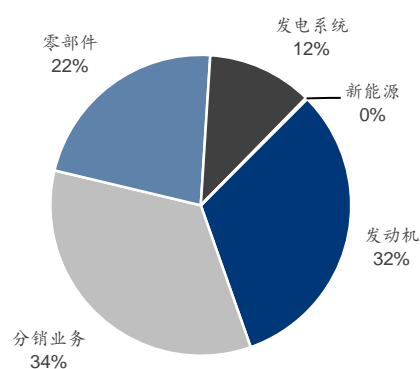
资料来源：康明斯公司官方网站，华泰证券研究所

图表46： 康明斯：收入按地区分布以美国、中国和印度为主（2019 年）

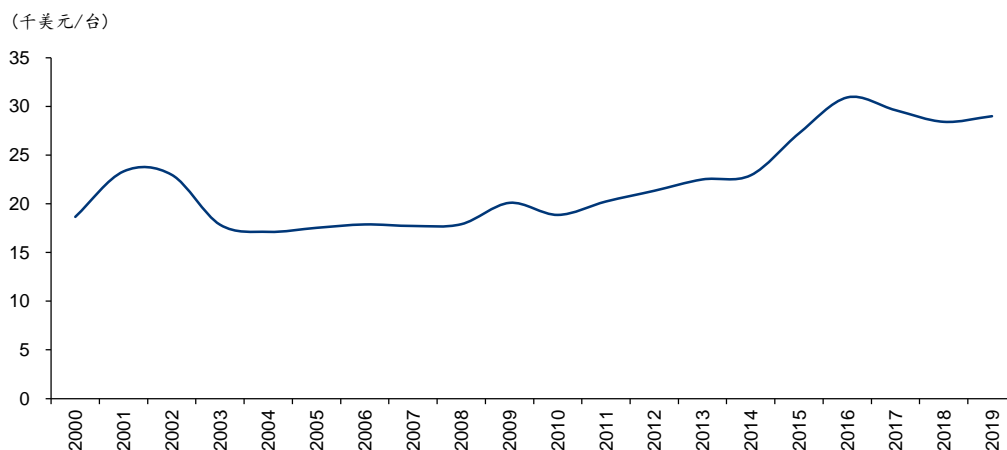


资料来源：康明斯公司年报，华泰证券研究所

图表47： 康明斯：发动机和零部件是收入主要构成部分（2019 年）



资料来源：康明斯公司年报，华泰证券研究所

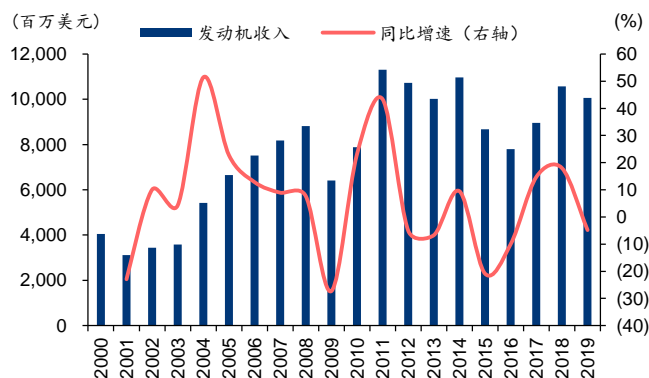
图表48：康明斯：重卡发动机平均售价稳中有增（2000-2019 年）

资料来源：康明斯公司年报，华泰证券研究所

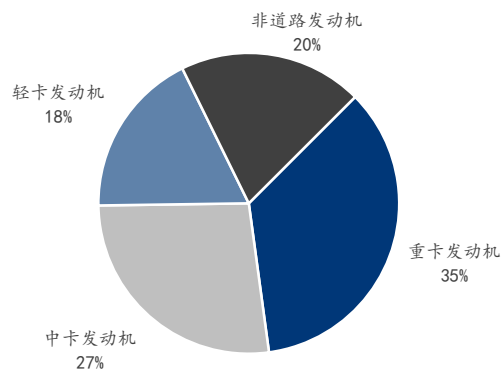
发动机业务进入成熟期，收入周期波动但总体向上

2019 年公司发动机业务收入维持在 100 亿美元以上，同比下滑 5%。2011 年公司发动机业务收入达到历史峰值 113 亿美元，随后便进入下行通道。2016 年发动机业务触底后迎来 2017-2018 年的恢复期，2019 年收入整体维持在了较高水平。2000 年至 2019 年发动机业务收入复合增速 5%。

发动机收入按品类拆分，重卡发动机收入占比 35%，中卡发动机收入占比 27%，轻卡发动机收入占比 18%，非道路发动机收入占比 20%。其中，重卡发动机的单价最高，平均单价约 3 万美金，中卡发动机平均单价约 1 万美金，轻卡发动机平均单价约 7 千美金。

图表49：康明斯：发动机收入稳中有增（2000-2019 年）

资料来源：康明斯公司年报，华泰证券研究所

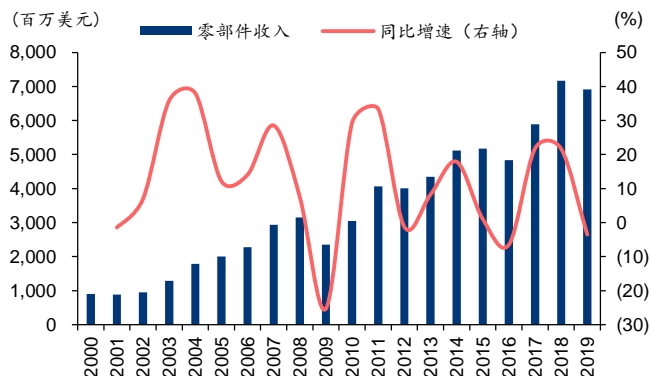
图表50：康明斯：中重卡发动机占比较高（2019 年）

资料来源：康明斯公司年报，华泰证券研究所

售后零部件销售收入增长较快

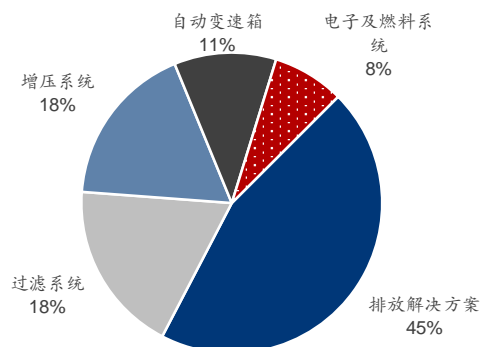
康明斯零部件业务包括排放系统、过滤系统、自动变速箱和增压系统等，主要用于售后的维修服务市场。公司的零部件业务维持了较快增长，2000 年至 2019 年零部件业务收入复合增速 11%。零部件收入按产品拆分来看，排放解决方案业务占收入 45%，过滤系统和增压系统各占收入 18%，自动变速箱占收入 11%，电子及燃料系统占收入 8%。

图表51: 康明斯: 零部件收入维持快速增长 (2000-2019 年)



资料来源: 康明斯公司年报, 华泰证券研究所

图表52: 康明斯: 排放相关零部件占收入主要比重 (2019 年)

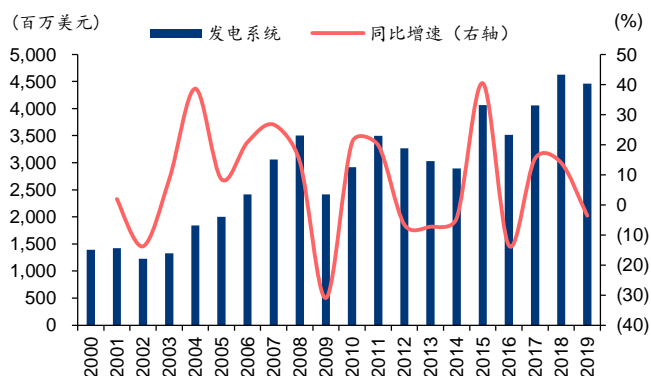


资料来源: 康明斯公司年报, 华泰证券研究所

发电系统业务维持较快增长

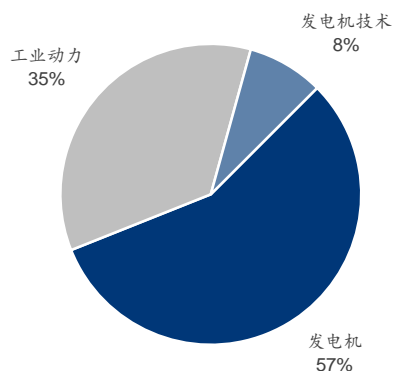
康明斯发电系统业务包括发电机和工业动力等。2000 年至 2019 年发电系统业务收入年均复合增速 6%，略高于公司总体增速水平。发电系统业务收入按产品拆分来看，发电机占收入 57%，工业动力占 35%，发电机技术占 8%。

图表53: 康明斯: 发电系统业务整体维持增长 (2000-2019 年)



资料来源: 康明斯公司年报, 华泰证券研究所

图表54: 康明斯: 收入主要来自发电机和工业动力业务 (2019 年)



资料来源: 康明斯公司年报, 华泰证券研究所

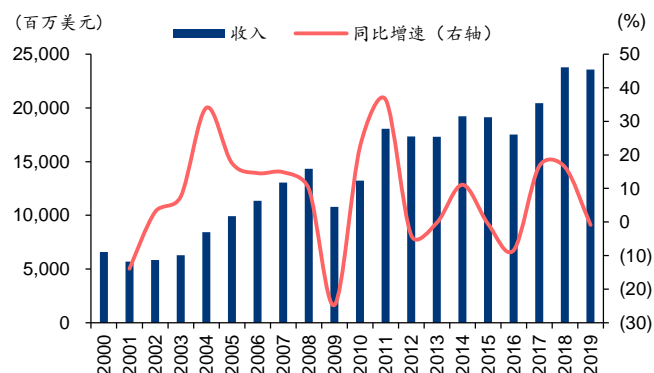
收入、利润与现金流实现强劲增长

康明斯整体维持了相对稳健的收入和利润增长。2000 至 2019 年收入复合增速 7%，2005 年至 2019 年净利润复合增速 11%。自 2005 至 2010 年间，利润的大幅波动出现两次，一次是遭遇 2009 年的金融危机，另一次是 2017 年的一次性的税率调整（影响幅度在 7.8 亿美元）。

公司盈利能力持续改善，毛利率从 2000 年的 19.1% 上升至 2019 年的 25.4%，净利率从 2005 年的 5.5% 上升至 2019 年的 9.6%。盈利能力不断改善主要受益于收入结构的变化、产品售价的提升和费用率的控制。

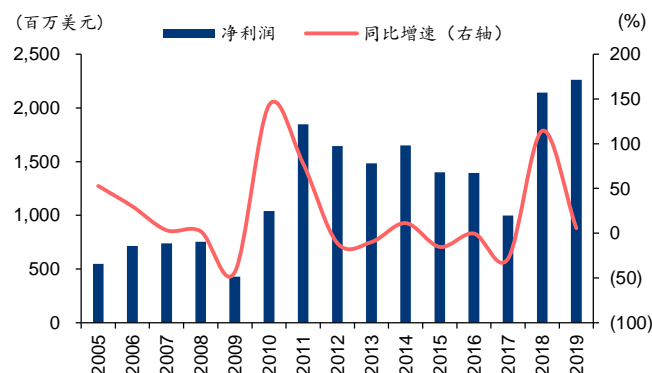
公司的经营质量不断提高，经营净现金流维持连续多年的增长，自由现金流也呈现扩张的趋势。公司的 ROE 接近 30%，ROIC 约 13%。与此同时，公司保持了稳定的分红增长，分红比例维持在 35% 左右的水平。

图表55: 康明斯: 收入整体维持增长 (2000-2019 年)



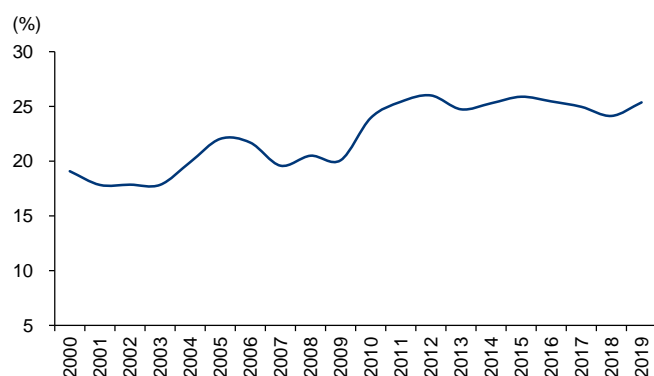
资料来源: 康明斯公司年报, 华泰证券研究所

图表56: 康明斯: 利润再创新高 (2005-2019 年)



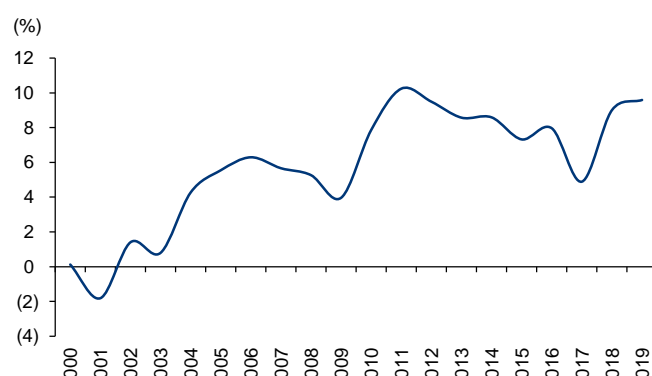
资料来源: 康明斯公司年报, 华泰证券研究所

图表57: 康明斯: 毛利率稳中有升 (2000-2019 年)



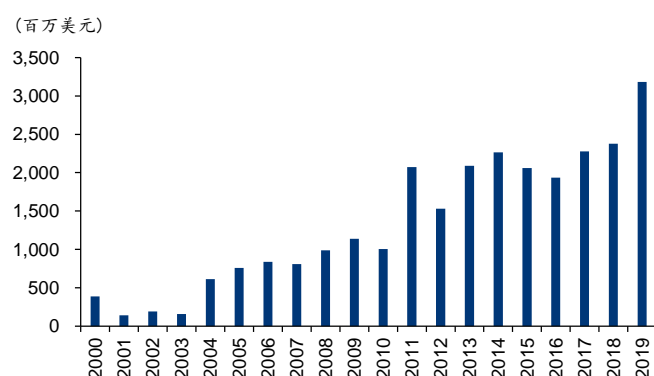
资料来源: 康明斯公司年报, 华泰证券研究所

图表58: 康明斯: 净利率波动向上 (2000-2019 年)



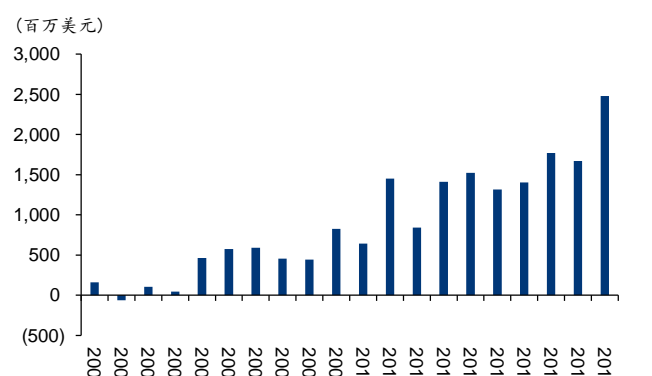
资料来源: 康明斯公司年报, 华泰证券研究所

图表59: 康明斯: 经营净现金流不断增长 (2000-2019 年)



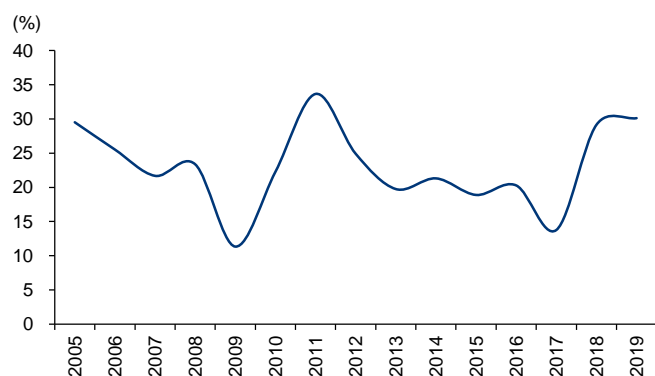
资料来源: 康明斯公司年报, 华泰证券研究所

图表60: 康明斯: 自由现金流不断增长 (2000-2019 年)



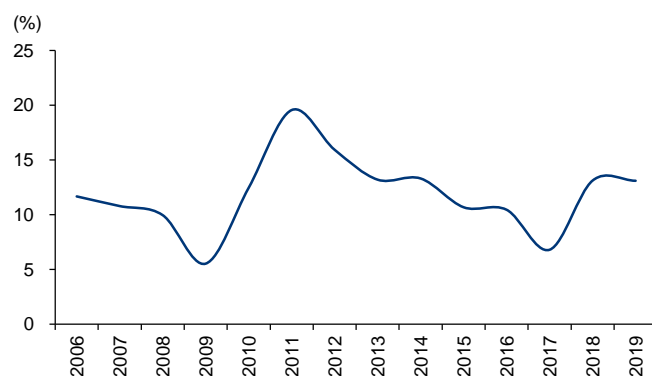
资料来源: 康明斯公司年报, 华泰证券研究所

图表61： 康明斯：ROE 近两年改善明显（2005-2019 年）



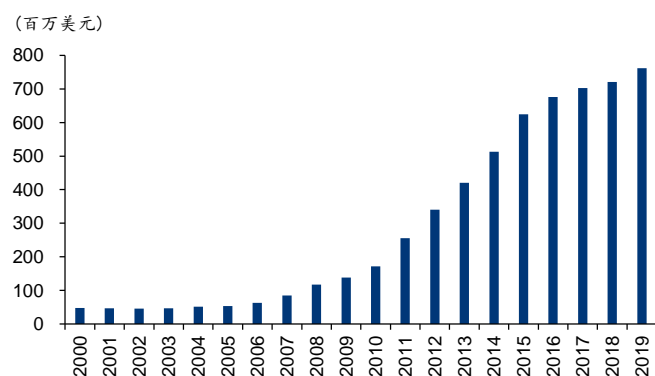
资料来源：康明斯公司年报，华泰证券研究所

图表62： 康明斯：ROIC 近两年改善明显（2005-2019 年）



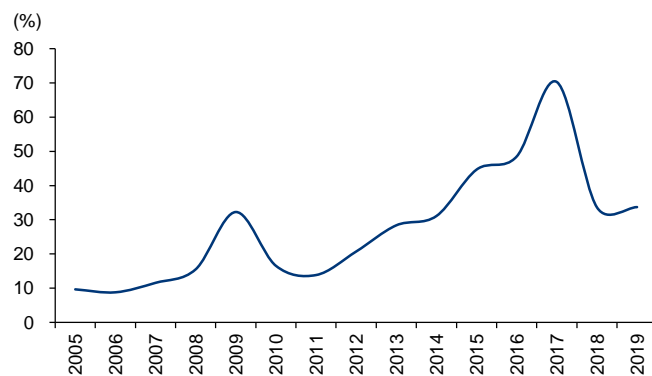
资料来源：康明斯公司年报，华泰证券研究所

图表63： 康明斯：分红不断增长（2000-2019 年）



资料来源：康明斯公司年报，华泰证券研究所

图表64： 康明斯：分红比例维持在较高水平（2000-2019 年）



资料来源：康明斯公司年报，华泰证券研究所

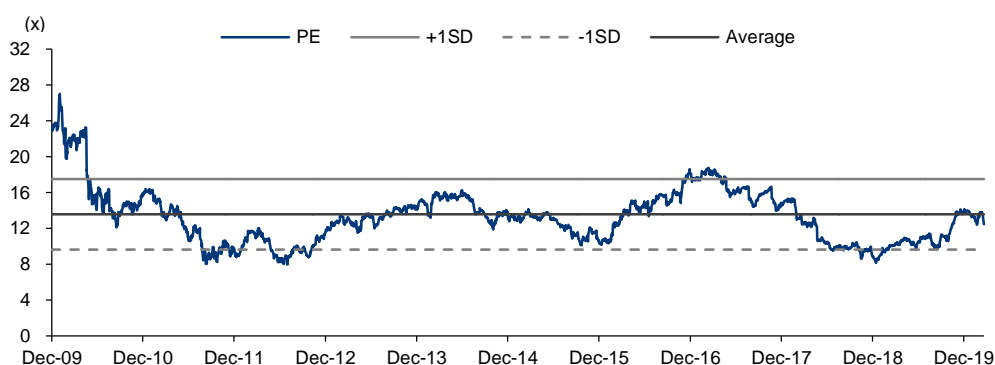
康明斯估值较为稳定

自 2009 年 12 月至今,康明斯动态 PE 均值水平为 13.6 倍,正负一个标准差分别为 17.5/9.6 倍;公司 2020 年 3 月 4 日收盘价 152.15 美元,对应的动态 PE 估值位于历史均值附近。

公司动态 PB 均值水平为 2.8x, 正负一个标准差分别为 3.3/2.2 倍, 3 月 4 日收盘价对应的 PB 估值水平在历史均值以下。

公司动态 EV/EBITDA 均值水平为 7.5 倍, 正负一个标准差分别为 9.2/5.8 倍, 3 月 4 日收盘价对应的 EV/EBITDA 估值水平处于历史均值偏上的位置。

图表65: 康明斯: 动态 PE



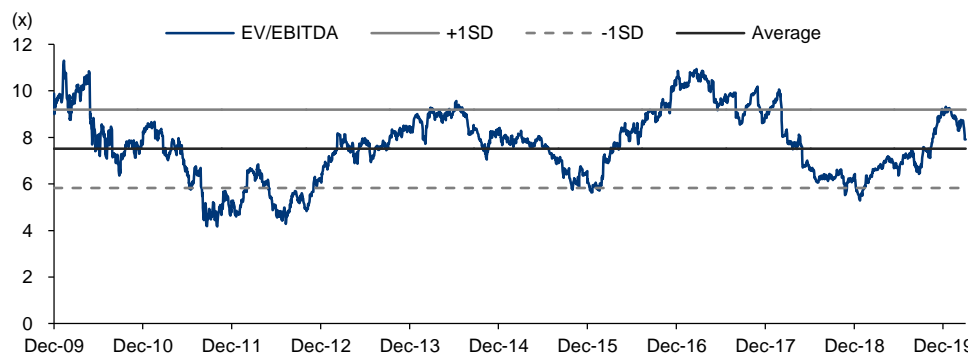
资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

图表66: 康明斯: 动态 PB



资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

图表67: 康明斯: 动态 EV/EBITDA



资料来源: 彭博, 华泰证券研究所

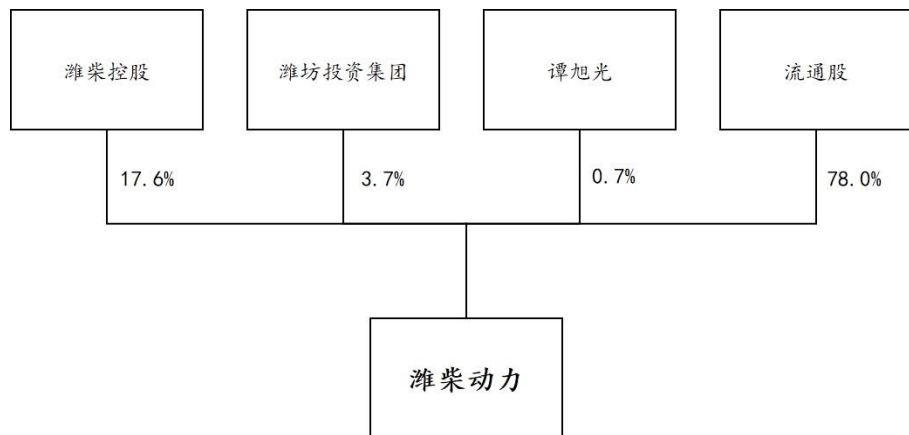
潍柴动力：中国市场领先企业，长期回报可期

公司简介

潍柴动力成立于 2002 年，总部位于山东省潍坊市。潍柴动力的业务包括生产设计和制造卡车整车，发动机及其他零部件，叉车和仓储物流解决方案等。截止到 2018 年底，潍柴全球拥有员工 7.6 万人。

公司 2004 年首先在港股上市（股票代码：2338.HK），2007 年回归 A 股。目前主要股东包括母公司潍柴控股（17.6%），国资潍坊投资集团（3.7%）。董事长谭旭光目前持股 0.7%。其余为自由流通股。

图表68： 潍柴：股权结构图（截至 2019 年 6 月 30 日）



资料来源：公司 2019 年中期报告，华泰证券研究所

产品与品牌：潍柴专注于重卡产业链

潍柴始终坚持产品经营、资本运营双轮驱动的经营策略，致力于打造具有品质、技术和成本三大核心竞争力的产品。在产品经营方面，目前形成了以动力总成（发动机+变速箱+车桥+液压）、整车整机、智能物流等产业板块协同发展的布局，旗下拥有“潍柴发动机”、“法士特变速器”、“汉德车桥”、“陕重汽”和“林德液压”等品牌，实现全领域动力总成配套和全系列产品布局。

在资本运营方面，潍柴围绕核心竞争力进行相关产业链的延伸。2008 年收购法国博杜安，填补了自身大缸径发动机的空白，进一步完善产品布局；2012 年，潍柴战略重组德国凯傲集团（全球第二大叉车制造商），实现了叉车和仓储技术的突破，2016 年潍柴支持凯傲重组德马泰克，形成了叉车+仓储物流解决方案的一体化能力。通过外延式的发展，潍柴实现了海外业务的突破，同时减少了对单一产品和单一市场的依赖，为稳健的收入和利润增长打下基础。

通过分析帕卡和康明斯的发展历程，我们认为其获得成功的核心原因是：1）专注主业，围绕产业链上下游和海内外市场进行拓展，以驱动收入和利润不断增长；2）以领先的技术获取市场，提升自身盈利能力；3）注重现金流和股东现金回报。

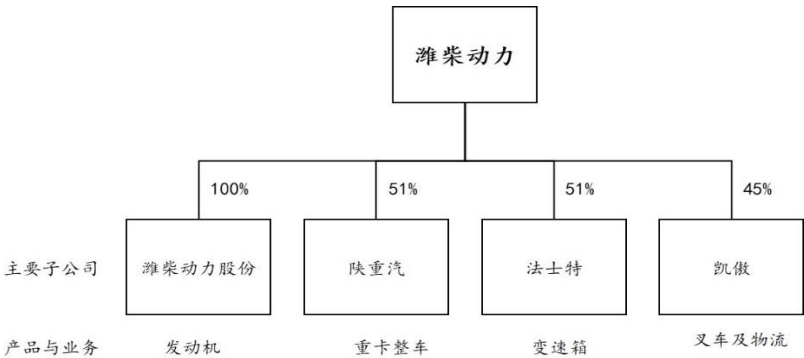
我们认为，潍柴动力战略清晰，始终专注于重卡市场，在发动机、整车、变速箱等领域形成了较强的竞争力。中国和美国分别是全球最大的两个重卡市场，在市场需求发展变化、行业竞争格局、技术发展趋势、企业自身发展战略等方面有较强的相似性。但由于行业发展阶段不同，客户基础以及行业具体法规的差异，两个市场的主要企业之间尚没有开展直接的竞争，目前都是专注于自身所在的市场。因此，我们认为美国重卡市场的主要企业帕卡和康明斯，其发展路径和发展趋势可以作为中国龙头企业潍柴动力的参考，这是我们前文详细分析美国市场以及两个主要企业的主要原因。

图表69：潍柴：主要品牌（2019）



资料来源：公司官方网站，华泰证券研究所

图表70：潍柴：主要子公司及其产品



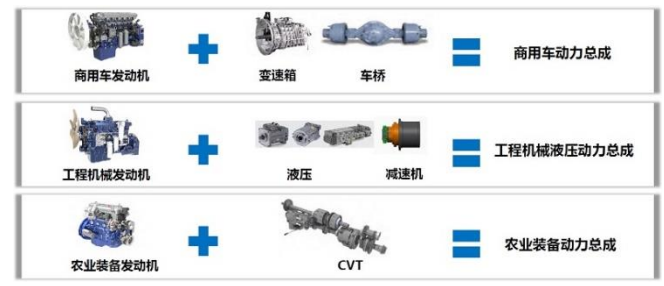
资料来源：公司 2019 年中期报告，华泰证券研究所

图表71：潍柴：重卡整车产品谱系



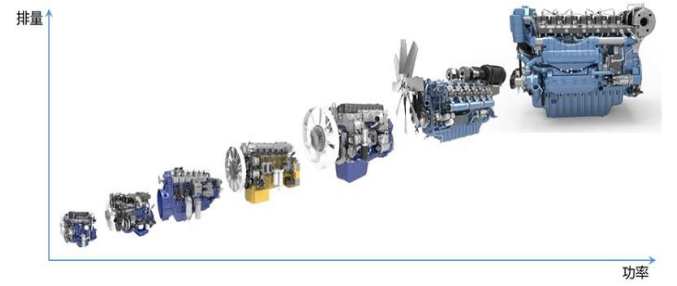
资料来源：公司官方网站，华泰证券研究所

图表72：潍柴：实现全领域动力总成配套



资料来源：公司官方网站，华泰证券研究所

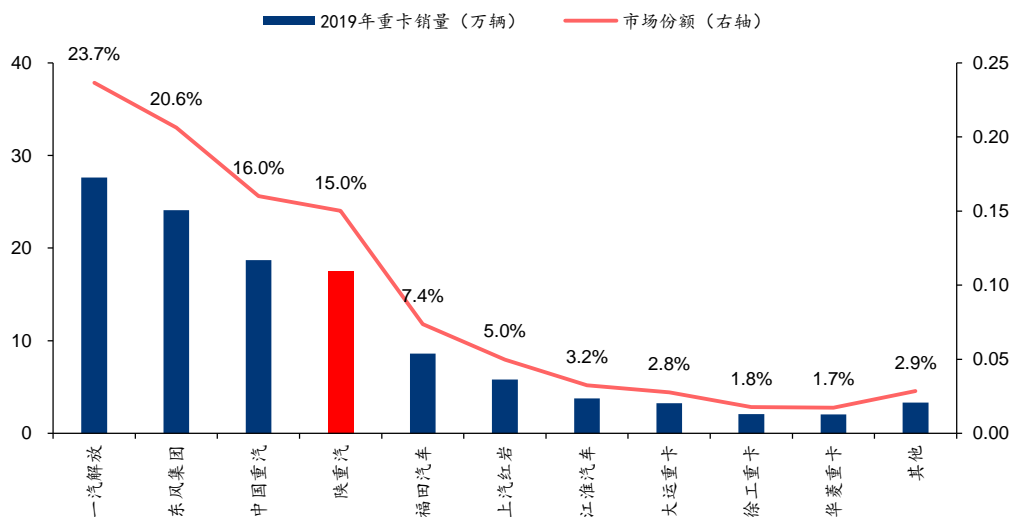
图表73：潍柴：完成全系列产品布局



资料来源：公司官方网站，华泰证券研究所

图表74： 潍柴：海外业务收入贡献显著提升（2007-2018 年）

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表75： 潍柴：子公司陕重汽是中国第四大重卡企业，2019 年市场份额 15.0%

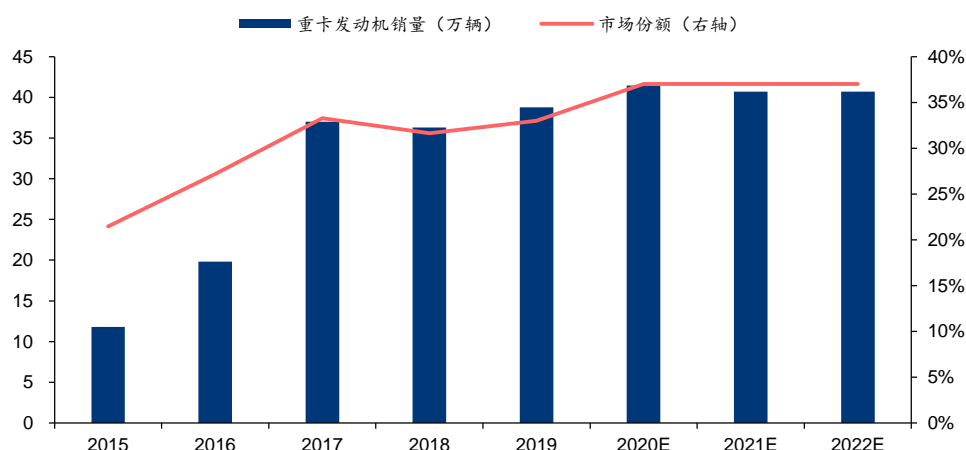
资料来源：公司 2019 年中期报告，华泰证券研究所

核心产品份额稳健提升

公司是中国最大的重卡发动机制造商。由于公司客户基础大，质量可靠，在重卡用户中口碑较好。公司坚持不断开发新产品，尤其是大缸径大马力发动机，在最近几年受到市场的欢迎。市场份额从 2015 年的 21% 逐步上升到 2019 年的 33%。2019 年，潍柴宣布与中国重汽加强合作，为中国重汽的重卡产品提供发动机。中国重汽是中国第三大重卡制造商，之前的发动机一直内部生产。但随着国六排放标准的实施，其部分发动机产品无法满足法规要求，因此与潍柴签订合作协议，2020 年开始从潍柴批量采购重卡发动机。因此，潍柴在发动机领域 2020 年新增一个主要客户，其市场份额因此得以继续提升。

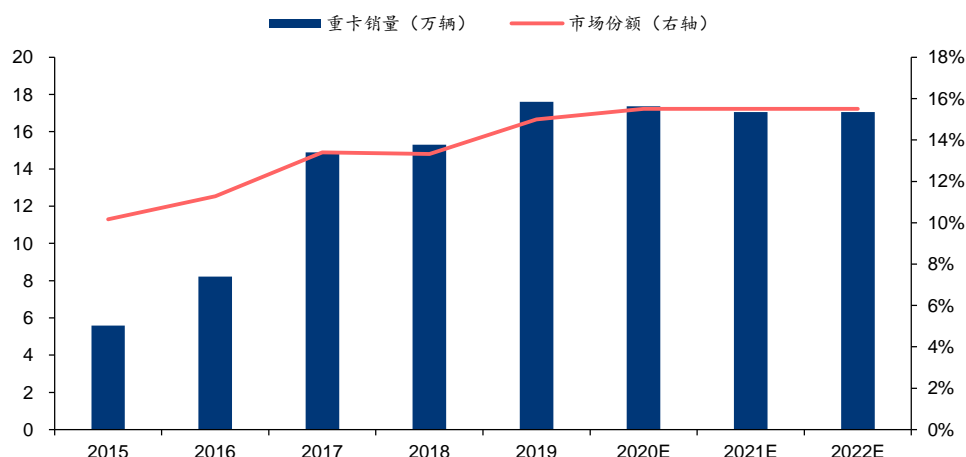
潍柴子公司陕重汽是中国第四大重卡生产企业，2019 年销量 17.5 万辆，市场份额为 15%。凭借潍柴在发动机技术、企业运营管理、市场影响等领域的支持，其重卡销量稳健提升，市场份额从 2016 年的 10.8% 逐步上升至 2019 年的 17.5%。我们认为，随着重卡用户对高端产品的需求增加，以及重卡排放标准的进一步提升，小型重卡企业的产品和技术能力无法及时满足市场需求，头部企业的市场份额有望继续增长。我们预计陕重汽在中国重卡行业的市场份额 2020 年小幅提升至 15.5%，并在 2021-2022 年保持在 15.5% 的位置。

图表76： 潍柴：在重卡发动机市场份额有望继续提升



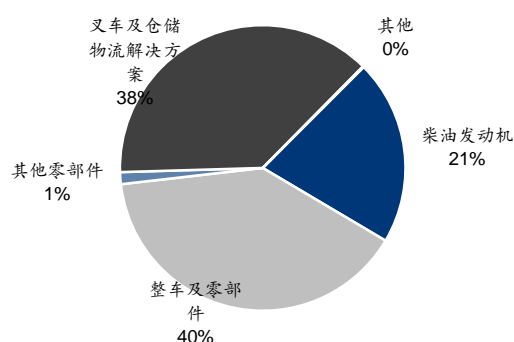
资料来源：中国汽车工业协会，华泰证券研究所

图表77： 潍柴：在重卡市场份额有望继续提升



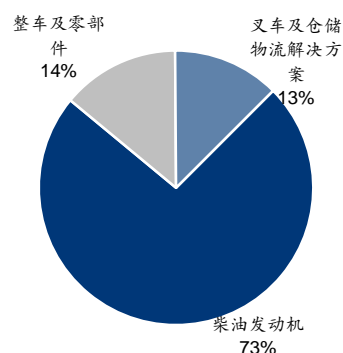
资料来源：中国汽车工业协会，华泰证券研究所

图表78： 潍柴：收入拆分，整车及零部件占比最高（2018 年）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表79： 潍柴：利润拆分，柴油发动机占比最高（2018 年）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

凯傲：收入与利润稳健增长

潍柴 2012 年入股德国上市公司凯傲集团，2014 年开始并表，目前持股 45%，是最大的股东。凯傲收入规模较大，所以占潍柴收入比例较高，2018 年全年为 38%。但由于潍柴只持有 45% 凯傲股权，因此凯傲给潍柴的利润贡献较低，2018 年全年为 13%。

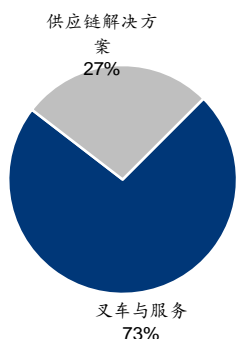
凯傲集团是欧洲第一、全球第二的叉车制造商，也是仓储自动化领域里的龙头。凯傲集团在全球一百多个国家和地区开展业务，员工人数超过 3 万人，在全球范围内拥有超过 140 万台现役叉车。集团旗下的德马泰克是世界领先的自动化物流解决方案提供商，其产品满足智能化供应链和自动化解决方案领域的全面需求。叉车业务而言，林德和施蒂尔服务于高端市场，宝骊服务于经济型市场。

凯傲在过去几年保持了较快的增长。2014-2018 年，公司收入年化复合增速 10.1%，净利润复合增速 19.5%，总体较为稳定。2019 年，凯傲收入达到 88 亿欧元，同比增长 10%。凯傲的收入构成按产品维度来看，叉车与服务占比达到 73%，供应链解决方案占比达到 27%。收入按地域维度来看，欧洲和北美地区贡献收入占比达到 86%。

叉车和服务业务按产品维度来看，新车销售目前占比 52%，售后服务、租赁服务和二手车等业务占比 45%，售后服务等增值类业务占比较高，因此其叉车业务整体表现相对稳健。同时从新接订单角度来讲，亚洲地区占新接订单的 44%，而目前来自亚洲地区的收入贡献仅占 10%。我们认为未来随着凯傲国产化进程的推进，亚洲将成为凯傲的新增长来源。

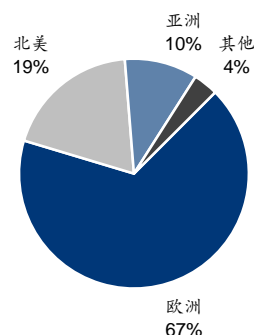
由于凯傲主要收入和利润来自于成熟市场以及增长稳定的售后市场，且在潍柴公司的利润中占比较小（2018 年为 13%），因此未来几年对潍柴的收入和利润贡献稳定。

图表80： 凯傲：叉车与服务业务是收入的主要来源（2019 年）



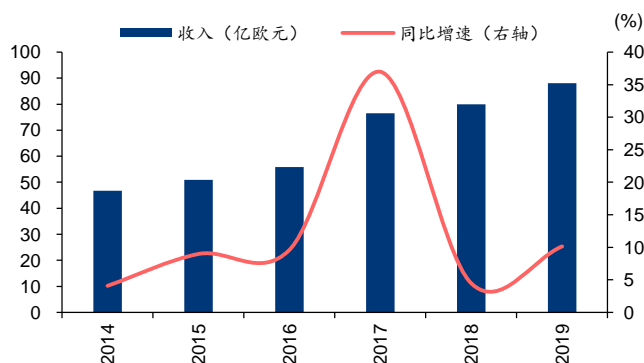
资料来源：凯傲公司年报，华泰证券研究所

图表81： 凯傲：欧洲和北美是凯傲主要收入来源地（2019 年）



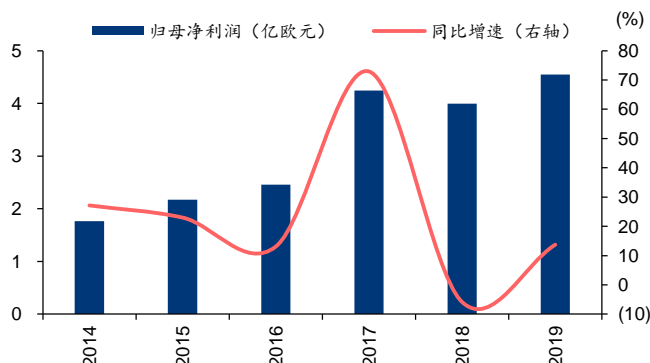
资料来源：凯傲公司年报，华泰证券研究所

图表82： 凯傲：收入稳健增长（2014-2019 年）



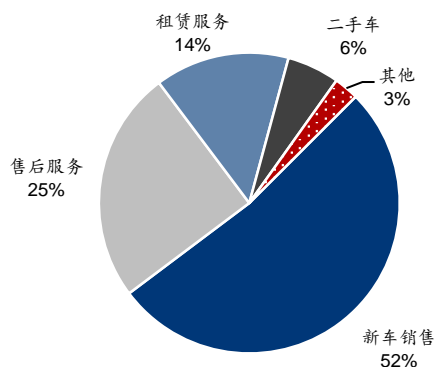
资料来源：凯傲公司年报，华泰证券研究所

图表83： 凯傲：利润整体提升明显（2014-2019 年）



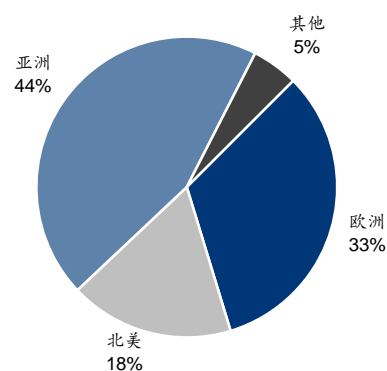
资料来源：凯傲公司年报，华泰证券研究所

图表84： 叉车业务：新车销售仅占收入一半（2019 年）



资料来源：凯傲公司年报，华泰证券研究所

图表85： 凯傲：亚洲是叉车业务新获订单量的主要来源（2019 年）



资料来源：凯傲公司年报，华泰证券研究所

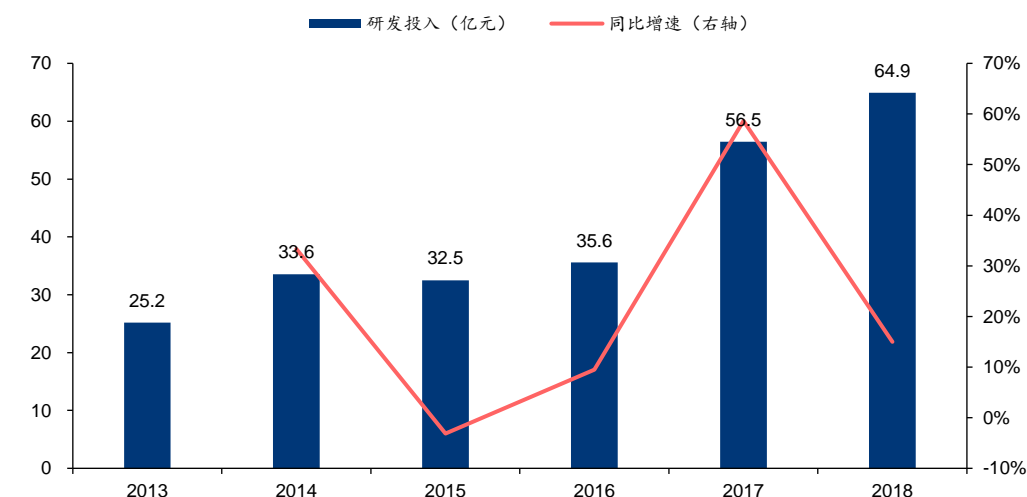
持续的研发投入确保技术领先

在技术实力方面，潍柴拥有内燃机可靠性国家重点实验室、国家商用车动力系统总成工程技术研究中心、国家商用车及工程机械新能源动力系统产业创新战略联盟、国家专业化众创空间等研发平台，设有“院士工作站”“博士后工作站”等研究基地，建有国家智能制造示范基地。在中国潍坊、上海、西安、重庆、扬州等地建立研发中心，并在美国、德国、日本设立前沿技术创新中心，搭建起了全球协同研发平台，确保公司技术水平始终紧跟世界前沿。

潍柴的研发支出过去几年保持了较高的增长，总支出从 2013 年的 25.2% 亿元上升至 2018 年的 64.9 亿元。公司在研发方面长期的高投入，是公司能在重卡及重卡发动机市场保持领先的主要原因之一。

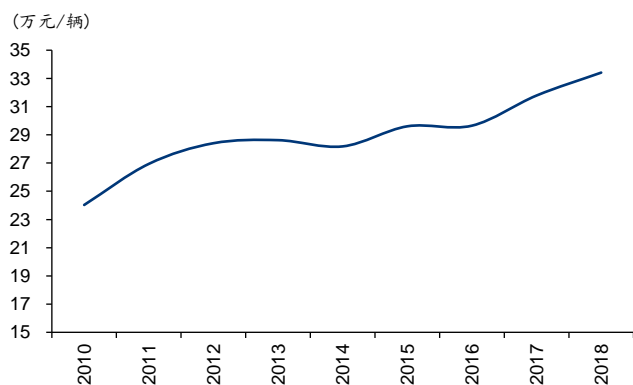
受益于潍柴的领先的技术实力以及国家相关法律法规的推行，潍柴的重卡产品和发动机产品平均售价不断提升，重卡整车平均售价从 2010 年的 24 万元提升至 2018 年的 33 万元左右，同时发动机产品平均售价从 2010 年的 5 万元提升至 2018 年的 7 万元左右。

图表86： 潍柴：研发投入 2013-2018 年间保持了较高的增长



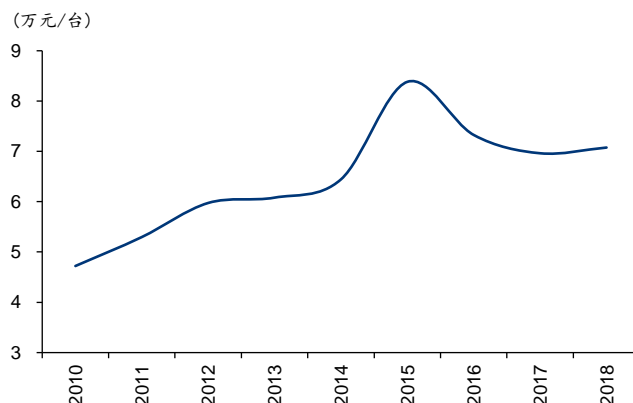
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表87： 潍柴：重卡平均售价不断提升（2010-2018 年）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表88： 潍柴：发动机平均售价不断提升（2010-2018 年）



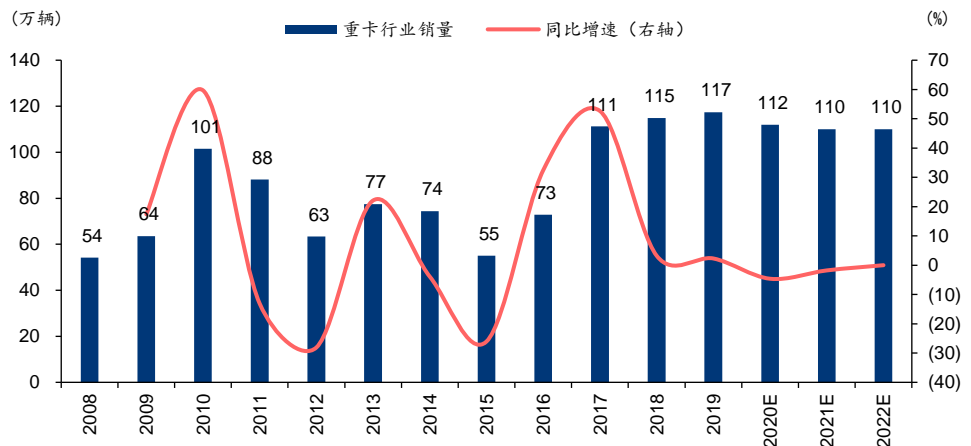
资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利预测与估值

重卡行业需求预测：需求小幅波动，总量维持在高位

2019 年中国重卡销售 117 万辆，创历史新高。正如前文所分析，我们承认重卡行业的周期属性，所以谨慎假设未来几年重卡需求从 2019 年的历史高位回落，2020 年销量下滑 4%至 112 万辆；2021-2022 年销量分别为 110 万辆，虽然比 2018-2020 年的高位有所回落，但依然保持在较高位置。

图表89：中国重卡市场需求有望保持在较高位置



资料来源：中国汽车工业协会，华泰证券研究所

关键假设

1) 柴油发动机业务：该部分包括卡车发动机（含重型、中型和轻型），农用机械发动机，工程机械发动机，客车发动机等业务。我们认为 2019-2021 年，发动机业务有望维持增长，主因：1) 潍柴有望在国六阶段扩大其卡车发动机业务的市场份额，因为其技术领先，且有增量客户；2) 潍柴目前正在努力扩大其发动机在工程机械以及农用机械领域的销售。目前其工程机械发动机行业份额较低，2018 年销量 8.9 万台，市场份额 12.5%。农业机械发动机 2018 年销量 5 万台，市场份额约为 1.6%。凭借潍柴在柴油发动机领域的技术优势以及后续的市场开拓，我们认为潍柴有望在农用机械发动机和工程机械发动机领域取得较快增长。基于此，我们预计 2019-2021 年重卡发动机销量增长 7/7/-2%，平均单价提升 2/3/3%，业务收入增速分别为 5.4/8.2/1.7%，毛利率在 2019-2021 年有望维持在 30.0% 左右。

2) 重卡整车业务：该部分业务主要通过其子公司陕西重型汽车有限公司（陕重汽）经营，业务包括 X，M，H 和 L 四个产品序列，涵盖物流用车、工程用车和专用车品类。我们认为重卡整车的收入有望维持增长，主因：1) 重卡需求整体维持在较高水平，陕重汽市场份额从 2019 年的 15.0% 小幅上升至 2020 年的 15.5%，并在 2021-2022 年保持在 15.5% 的位置；2) 排放升级推动产品升级和产品单价提升（2019-2022 年平均单价提升每年 3%）。基于此，我们预计 2019-2021 年重卡整车业务将分别增长 18.6/1.5/3.1%，毛利率在 2019-2021 年分别达到 13.5/13.0/13.0%。

3) 变速箱业务：该部分业务主要通过其子公司陕西法士特齿轮有限责任公司（法士特）经营，业务包括汽车变速器、液力缓速器、离合器、同步器、减速机、汽车齿轮等。我们认为变速箱业务的收入有望维持增长，主因：1) 商用车变速箱销量与潍柴的发动机销量和销售额保持同向增长；2) 法士特行业地位领先，国内市占率超过 70%，且产品出口海外多个国家。基于此，我们预计 2019-2021 年变速箱业务收入将分别增长 1.9/1.9/6.1%，毛利率有望稳定在 18.0% 左右。

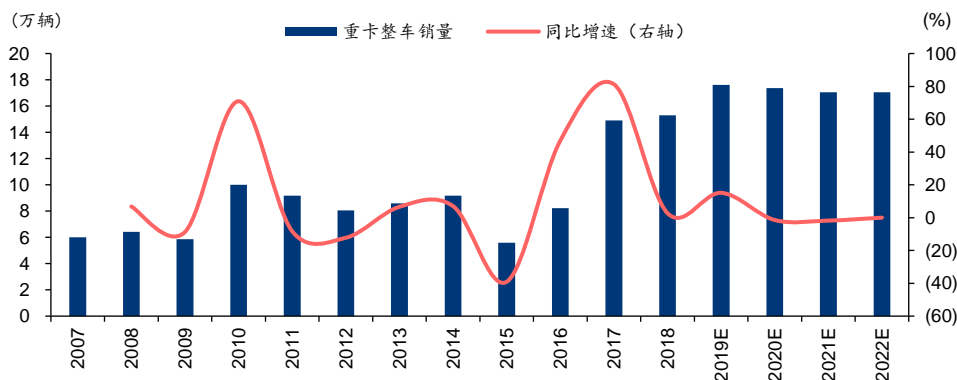
4) 叉车及仓储物流解决方案业务：该部分业务主要通过其子公司凯傲集团经营，业务包括叉车和仓储物流解决方案。我们预计凯傲的业务将维持增长，主因：1) 凯傲是全球第二大叉车制造商，技术领先；2) 凯傲目前的业务主要集中在欧洲和北美，中国业务尚在拓展中，增长空间较大。考虑到凯傲目前的业务属性，过去几年的历史发展记录，中国市场发展前景以及管理层对凯傲业务的发展规划，我们认为凯傲未来三年销售收入平均增速保持在历史平均水平的 10% 左右，假设 2019-2021 年叉车及仓储物流解决方案业务的收入将分别增长 11.0/8.5/8.5%，毛利率分别为 26.9/25.9/25.5%，毛利率下滑的主要原因是谨慎假设新市场开拓带来一定的成本增加。

图表90： 潍柴：2019-2021 年公司业务拆分及毛利率预测

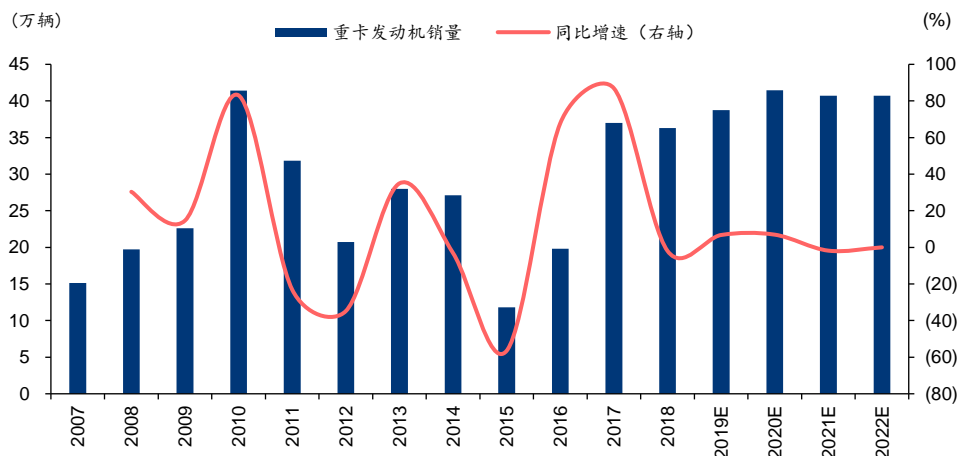
| 百万元 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 18,463 | 31,241 | 33,461 | 35,268 | 38,145 | 38,782 |
| YOY | 33.2% | 69.2% | 7.1% | 5.4% | 8.2% | 1.7% |
| 柴油发动机业务 | | | | | | |
| 营业收入 | 13,663 | 22,181 | 23,423 | 24,687 | 26,702 | 27,148 |
| YOY | 26.0% | 29.0% | 30.0% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 营业收入 | 24,360 | 47,351 | 51,120 | 60,619 | 61,535 | 63,458 |
| YOY | 47.1% | 94.4% | 8.0% | 18.6% | 1.5% | 3.1% |
| 重卡整车业务 | | | | | | |
| 营业收入 | 21,680 | 42,142 | 44,474 | 52,435 | 53,536 | 55,209 |
| YOY | 11.0% | 11.0% | 13.0% | 13.5% | 13.0% | 13.0% |
| 营业收入 | 7,589 | 13,245 | 13,924 | 14,182 | 14,444 | 15,318 |
| YOY | 26.9% | 74.5% | 5.1% | 1.9% | 1.9% | 6.1% |
| 变速箱业务 | | | | | | |
| 营业收入 | 6,223 | 10,861 | 11,418 | 11,629 | 11,844 | 12,561 |
| YOY | 18.0% | 18.0% | 18.0% | 18.0% | 18.0% | 18.0% |
| 营业收入 | 41,063 | 58,376 | 60,758 | 67,441 | 73,173 | 79,393 |
| YOY | 15.7% | 42.2% | 4.1% | 11.0% | 8.5% | 8.5% |
| 叉车及仓储物流解决方案业务 | | | | | | |
| 营业收入 | 29,652 | 43,469 | 44,961 | 49,300 | 54,230 | 59,111 |
| YOY | 27.8% | 25.5% | 26.0% | 26.9% | 25.9% | 25.5% |

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

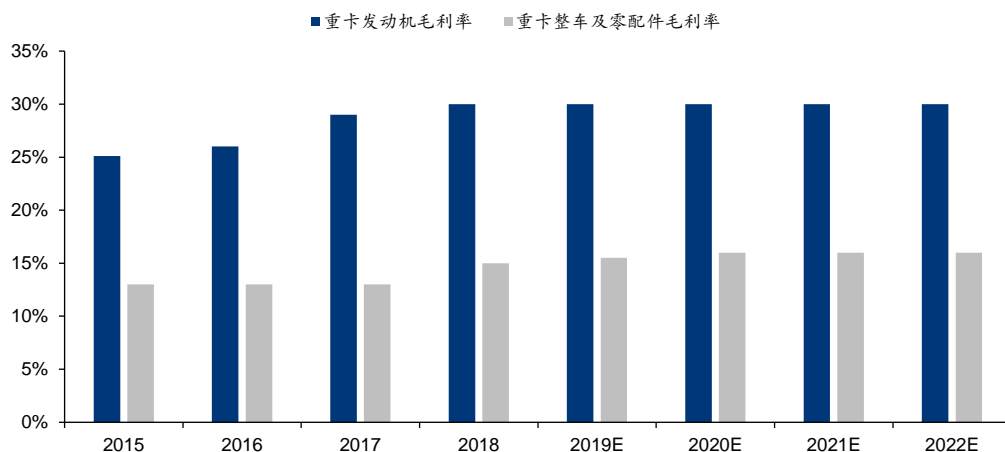
图表91： 潍柴：重卡整车销量及预测（2007-2022E）



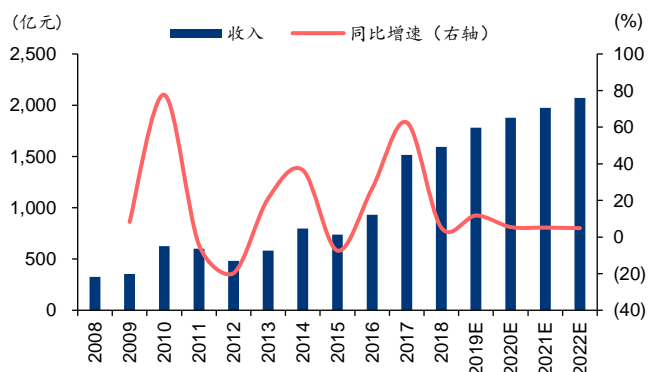
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表92： 潍柴：重卡发动机销量及预测（2007-2022E）

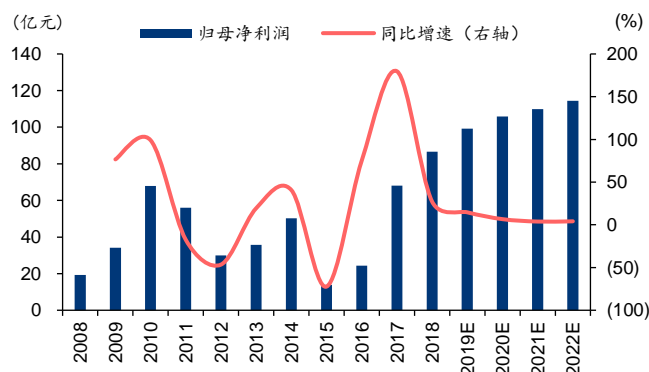
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表93： 潍柴：重卡发动机和重卡整车毛利率 2019-2022 年维持在较高位置

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表94： 潍柴：收入预测（2008-2022E）

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表95： 潍柴：归母净利润预测（2008-2022E）

资料来源：Wind，华泰证券研究所

期间费用率：假设研发费用比例小幅提升

我们预计销售费用率在 2019-2021 年维持 6.7% 左右，持平于 2017-2018 年的水平；我们预计管理费用在 2019-2021 年略增长，管理费用率分别为 4.0/3.8/3.9%，相比 2017-2018 年的水平基本保持稳定；我们认为，为了保持在产品、技术等领域的竞争力，公司会进一步加大研发投入，研发费用率从 2018 年的 2.7%，逐步提升至 2019 年的 2.9%，并在 2020-2021 年保持在销售额的 3.0%。

图表96： 潍柴：2019-2021 年公司期间费用率预测

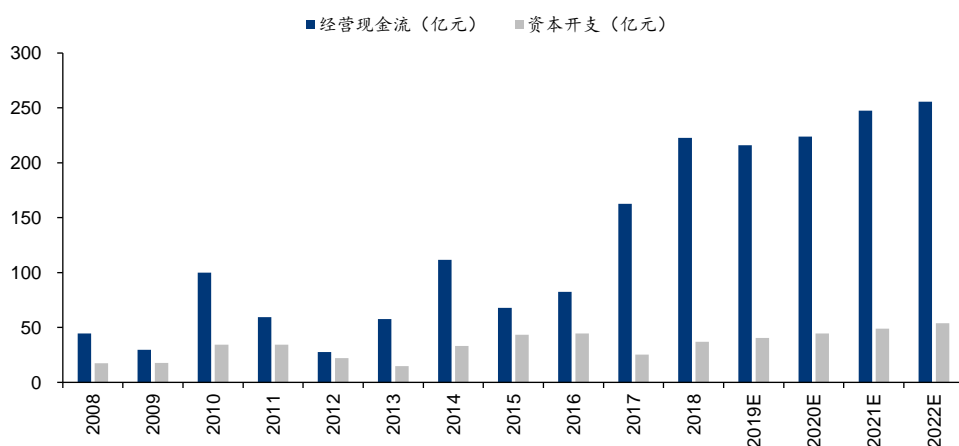
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 销售费用 | 8.2% | 6.8% | 6.7% | 6.7% | 6.7% | 6.7% |
| 管理费用 | 4.9% | 3.8% | 3.9% | 4.0% | 3.8% | 3.9% |
| 研发费用 | 3.3% | 2.5% | 2.7% | 2.9% | 3.0% | 3.0% |

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

现金流及自由现金流持续改善

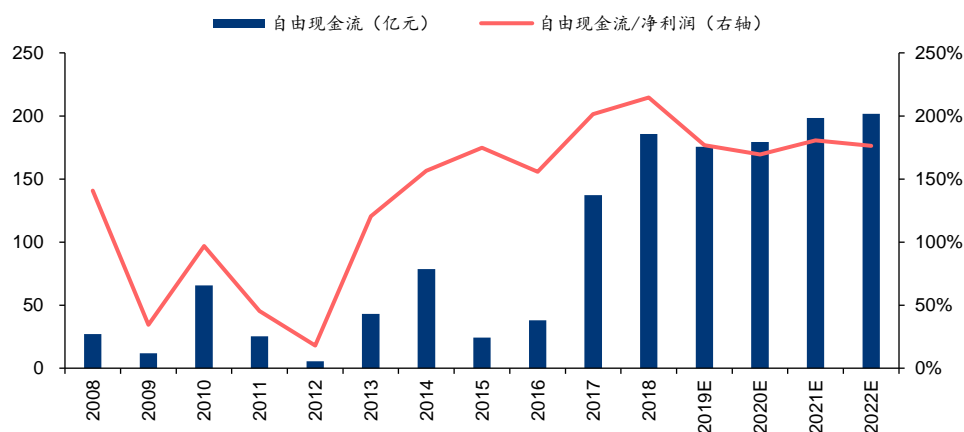
公司经营现金流 2016 年以来持续改善，体现出公司经营质量的提升。由于行业和公司资本开支较低，自由现金流随经营现金流改善而进一步提升，使得公司现金增加，有能力维持 50% 的派息比例，用较高的分红金额回报股东，提高股东现金回报，有利于提升公司的估值水平。

图表97： 潍柴：经营现金流稳步增长，资本开支小幅提升

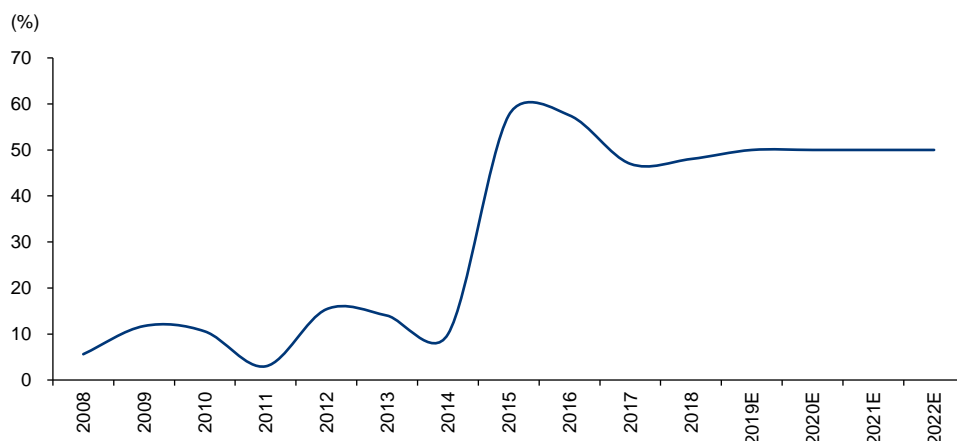


资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表98： 潍柴：自由现金流与净利润比例 2019-2022 有望保持在 170% 左右



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表99： 潍柴：自由现金流强劲，未来有能力保持 50%的分红派息比例

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

盈利预测与可比公司估值

我们重新分析了 2020-2022 年中国重卡行业的需求前景，并对潍柴公司的收入、利润等做了详细的拆分。我们预计潍柴 2019-2021 年收入为 1,780/1,877/1,974 亿元，分别上调 6/6/8%，主要是因为 2019 年下半年以来重卡销量超预期，公司 3Q19 业绩实际销售收入比我们之前的预测高；预计 2019-2021 年归母净利润为 99/106/110 亿元，分别下调 3/5/7%，主要原因是我们上调了费用率假设，主要是研发费用，我们预计公司进一步提升研发能力，巩固其在产品、技术领域的领先优势。

我们预计公司 2019-2021 的 EPS 为 1.25/1.33/1.38 元，同比增长 15/7/4%。考虑到公司的龙头地位，技术领先，现金流强劲，以及未来产品扩张增长前景，给予 2020 年 15-16 倍的 PE 估值，对应目标价 20.01-21.34 元，提升评级至“买入”。

图表100： 可比公司估值情况（数据日期：2020/03/06）

| 证券代码 | 公司名称 | 市值（亿元） | EPS（元） | | | PE（x） | | | PB（x） |
|-----------|------|--------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | | | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E | 2020E | 2021E | |
| 000581.SZ | 威孚高科 | 207 | 2.18 | 2.25 | 2.43 | 9.43 | 9.11 | 8.46 | 1.15 |
| 000951.SZ | 中国重汽 | 135 | 1.75 | 2.12 | 2.39 | 11.50 | 9.47 | 8.39 | 1.66 |
| 600166.SH | 福田汽车 | 135 | 0.08 | 0.10 | 0.11 | 26.86 | 21.53 | 19.32 | na |
| 000550.SZ | 江铃汽车 | 115 | 0.34 | 0.83 | 1.34 | 38.85 | 16.14 | 9.94 | 1.04 |
| 600418.SH | 江淮汽车 | 110 | 0.05 | 0.25 | 0.26 | 116.20 | 23.24 | 22.35 | 0.82 |
| | 平均 | 141 | | | | 34.72 | 14.94 | 12.96 | 1.18 |

资料来源：Wind 一致预期，华泰证券研究所

风险提示

(1) 宏观经济大幅放缓, 可能导致重卡需求下滑, 公司销量不及预期。重卡仍然具有周期属性, 过去 4 年行业维持连续取得销量增长, 我们预计 2020 年重卡销量小幅下滑, 但销量下滑幅度可能超过我们的预期。

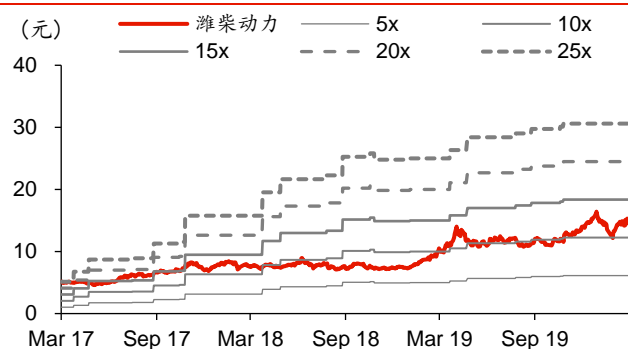
(2) 重卡市场依然存在一定的竞争, 如果竞争加剧, 公司可能丢失市场份额, 导致重卡发动机或者重卡整车销量可能不及预期。

(3) 如果需求大幅下降, 市场竞争显著加剧, 可能导致重卡价格下滑, 导致毛利率下降, 同时费用率比预期高, 导致公司利润率下降。

(4) 如果重卡需求下降, 可能导致公司存货上升, 造成现金流恶化和分红派息比例不及预期。

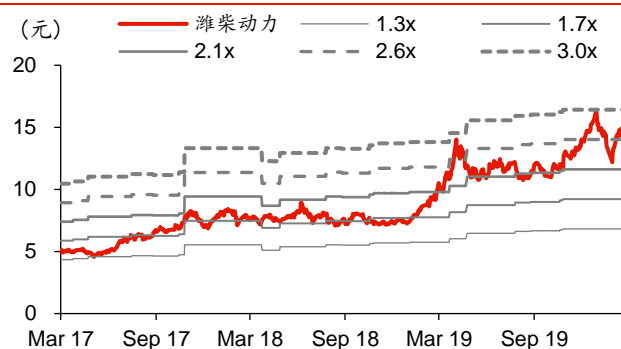
PE/PB - Bands

图表101: 潍柴动力历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表102: 潍柴动力历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

| 会计年度 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 流动资产 | 100,340 | 108,105 | 120,916 | 133,150 | 148,052 |
| 现金 | 34,222 | 38,210 | 43,188 | 51,550 | 62,559 |
| 应收账款 | 38,864 | 38,148 | 44,859 | 47,315 | 49,758 |
| 其他应收账款 | 888.12 | 1,087 | 946.52 | 998.34 | 1,050 |
| 预付账款 | 559.80 | 1,109 | 672.88 | 709.72 | 746.37 |
| 存货 | 19,851 | 20,674 | 22,624 | 23,862 | 25,130 |
| 其他流动资产 | 5,956 | 8,877 | 8,626 | 8,715 | 8,809 |
| 非流动资产 | 89,298 | 97,171 | 98,240 | 100,881 | 103,996 |
| 长期投资 | 2,639 | 4,464 | 4,687 | 4,921 | 5,167 |
| 固定资产投资 | 27,067 | 29,454 | 31,480 | 33,709 | 36,160 |
| 无形资产 | 23,840 | 23,299 | 23,765 | 24,241 | 24,726 |
| 其他非流动资产 | 35,752 | 39,954 | 38,308 | 38,010 | 37,943 |
| 资产总计 | 189,638 | 205,276 | 219,157 | 234,031 | 252,048 |
| 流动负债 | 78,474 | 88,617 | 90,098 | 93,891 | 100,354 |
| 短期借款 | 3,175 | 5,473 | 5,637 | 5,806 | 5,980 |
| 应付账款 | 43,016 | 46,794 | 52,173 | 55,029 | 57,870 |
| 其他流动负债 | 32,282 | 36,350 | 32,288 | 33,056 | 36,503 |
| 非流动负债 | 54,810 | 54,400 | 58,496 | 60,728 | 63,093 |
| 长期借款 | 26,138 | 23,174 | 23,719 | 24,292 | 24,893 |
| 其他非流动负债 | 28,671 | 31,227 | 34,777 | 36,436 | 38,200 |
| 负债合计 | 133,283 | 143,017 | 148,594 | 154,619 | 163,447 |
| 少数股东权益 | 21,115 | 22,946 | 26,254 | 29,781 | 33,444 |
| 股本 | 7,997 | 7,997 | 7,934 | 7,934 | 7,934 |
| 资本公积 | 135.90 | 113.70 | 125.07 | 137.58 | 151.33 |
| 留存公积 | 27,899 | 32,444 | 37,406 | 42,697 | 48,191 |
| 归属母公司股东权益 | 35,240 | 39,314 | 44,310 | 49,631 | 55,157 |
| 负债和股东权益 | 189,638 | 205,276 | 219,157 | 234,031 | 252,048 |

现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金 | 16,258 | 22,262 | 21,596 | 22,387 | 24,744 |
| 净利润 | 9,178 | 11,626 | 13,232 | 14,111 | 14,651 |
| 折旧摊销 | 7,361 | 7,404 | 7,734 | 8,113 | 8,524 |
| 财务费用 | (437.87) | (91.23) | (124.64) | 58.99 | 321.25 |
| 投资损失 | (153.92) | (464.81) | (500.00) | (500.00) | (500.00) |
| 营运资金变动 | (2,180) | 2,922 | (1,086) | (837.60) | (869.23) |
| 其他经营现金 | 2,492 | 866.06 | 2,341 | 1,442 | 2,617 |
| 投资活动现金 | (5,037) | (7,181) | (8,561) | (9,500) | (9,041) |
| 资本支出 | (2,542) | (3,684) | (4,052) | (4,457) | (4,903) |
| 长期投资 | (6,457) | (15,814) | (16,605) | (17,435) | (18,307) |
| 其他投资现金 | 3,962 | 12,317 | 12,096 | 12,392 | 14,168 |
| 筹资活动现金 | (6,598) | (6,980) | (4,252) | (4,550) | (4,719) |
| 短期借款 | 22,931 | 18,462 | 709.61 | 741.81 | 775.51 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 普通股增加 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 105.76 | (22.20) | 11.37 | 12.51 | 13.76 |
| 其他筹资现金 | (29,635) | (25,420) | (4,973) | (5,304) | (5,508) |
| 现金净增加额 | 4,656 | 8,125 | 8,808 | 8,362 | 11,009 |

利润表

| 会计年度 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 151,569 | 159,256 | 177,973 | 187,716 | 197,409 |
| 营业成本 | 118,468 | 123,686 | 137,631 | 145,162 | 152,873 |
| 营业税金及附加 | 738.07 | 723.22 | 711.89 | 750.86 | 789.63 |
| 营业费用 | 10,338 | 10,619 | 11,924 | 12,577 | 13,226 |
| 管理费用 | 9,602 | 10,580 | 12,280 | 12,765 | 13,621 |
| 财务费用 | 590.75 | 75.34 | 58.71 | 60.20 | 61.75 |
| 资产减值损失 | 1,950 | 843.82 | 500.00 | 500.00 | 300.00 |
| 公允价值变动收益 | 100.77 | 177.06 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 投资净收益 | 153.92 | 464.81 | 200.00 | 200.00 | 200.00 |
| 营业利润 | 10,385 | 13,604 | 15,367 | 16,401 | 17,036 |
| 营业外收入 | 298.58 | 307.06 | 300.00 | 300.00 | 300.00 |
| 营业外支出 | 161.22 | 52.50 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 利润总额 | 10,522 | 13,858 | 15,567 | 16,601 | 17,236 |
| 所得税 | 1,344 | 2,233 | 2,335 | 2,490 | 2,585 |
| 净利润 | 9,178 | 11,626 | 13,232 | 14,111 | 14,651 |
| 少数股东损益 | 2,370 | 2,968 | 3,308 | 3,528 | 3,663 |
| 归属母公司净利润 | 6,808 | 8,658 | 9,924 | 10,583 | 10,988 |
| EBITDA | 18,321 | 21,353 | 23,426 | 24,655 | 25,439 |
| EPS (元, 基本) | 0.85 | 1.08 | 1.25 | 1.33 | 1.39 |

主要财务比率

| 会计年度 (%) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 62.66 | 5.07 | 11.75 | 5.47 | 5.16 |
| 营业利润 | 152.64 | 31.00 | 12.96 | 6.73 | 3.88 |
| 归属母公司净利润 | 179.78 | 27.16 | 14.63 | 6.64 | 3.83 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 21.84 | 22.33 | 22.67 | 22.67 | 22.56 |
| 净利率 | 4.49 | 5.44 | 5.58 | 5.64 | 5.57 |
| ROE | 20.33 | 23.23 | 23.73 | 22.53 | 20.97 |
| ROIC | 13.23 | 16.43 | 17.49 | 18.26 | 19.31 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 70.28 | 69.67 | 67.80 | 66.07 | 64.85 |
| 净负债比率 (%) | 236.51 | 229.71 | 210.58 | 194.71 | 184.47 |
| 流动比率 | 1.28 | 1.22 | 1.34 | 1.42 | 1.48 |
| 速动比率 | 1.03 | 0.99 | 1.09 | 1.16 | 1.22 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.80 | 0.78 | 0.81 | 0.80 | 0.78 |
| 应收账款周转率 | 1.13 | 1.03 | 1.07 | 1.02 | 1.02 |
| 应付账款周转率 | 0.80 | 0.69 | 0.70 | 0.68 | 0.68 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.85 | 1.08 | 1.25 | 1.33 | 1.39 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 2.03 | 2.79 | 2.72 | 2.82 | 3.12 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.41 | 4.92 | 5.58 | 6.26 | 6.95 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 17.88 | 14.04 | 12.17 | 11.41 | 10.99 |
| PB (倍) | 3.45 | 3.09 | 2.73 | 2.43 | 2.19 |
| EV_EBITDA (倍) | 5.42 | 4.65 | 4.24 | 4.03 | 3.90 |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com