

汽车

2019年12月27日

潍柴动力 (000338)

——重卡产业链龙头，内外延伸引领行业升级

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据：2019年12月26日

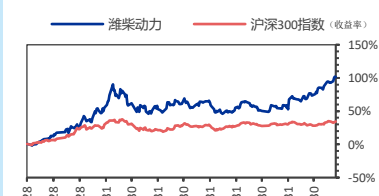
收盘价 (元)	15.27
一年内最高/最低 (元)	15.52/7.41
市净率	2.8
息率 (分红/股价)	3.01
流通 A 股市值 (百万元)	64822
上证指数/深证成指	3007.36/10303.72

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年09月30日

每股净资产 (元)	5.4
资产负债率%	70.16
总股本/流通 A 股 (百万)	7934/4245
流通 B 股/H 股 (百万)	-/1943

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

宋亭亭 A0230517090004
songtt@swsresearch.com

联系人

沈安琪
(8621)23297818×转
shenag@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **国内重卡产业链龙头，深壁垒铸造绝对优势。**相比同类公司优势如下，1) **全**：公司打造了包括发动机、车桥、变速箱在内动力总成黄金系统，另外延伸上游零部件和下游重卡，率先涉足叉车和智能仓储物流。2) **大**：(固定)资产规模行业第一，渠道上在国内“三区五地”布局全面形成，国外借助国家战略产品行销 110 多个国家地区。主要产品如重卡用变速箱市占率超 70%。3) **新**：研发投入处于行业领先水平，更新换代平均早于要求 2-3 年，率先完成了 6 款国六发动机的技术储备，积极合作国际先进技术商。4) **稳**：与主流重卡企业签订长期战略关系，在重卡市场的配套率稳定在 25%以上，另有陕重汽、中国重汽等下游大型重卡商支撑上游业务订单量。
- **治超及排放升级带动销量中枢上行，发动机市占率提升+多产品布局提高营收水平。**2016 年底实施的治超政策致使重卡运力下降保有量需求上升、蓝天保卫战提出 2020 年底淘汰国三重卡 100 万台，预计行业 19-21 年的年销量为 117、120、124 万辆。公司坚持产品创新，坚持产品创新，引领了行业排放升级，因此重卡用发动机市占率过去 5 年不断增强提升了 5pct，未来在中国重汽、青岛解放等客户突破下，市占率有望继续提升至 40%。公司调整产品结构和销售战略，多产品布局，陆续推出高端大功率发动机、农业装备及工业动力等非道路市场发动机，高端产品销量不断提升，有望进一步提高营收水平。
- **零部件业务发力，共同抵抗行业周期性。**零部件业务主要包括叉车业务、液压业务、智能物流仓储等。**叉车业务**：凯傲拥有完整成熟商业模式闭环链，作为全球第二叉车企业，未来随着负债率下降和收购企业扭亏为盈，公司盈利有望改善。**智能仓储物流业务**：德马泰克为全球行业龙头，未来 5 年预计行业有 10%以上的年均增速。**林德液压**：林德液压作为国际高端液压企业，占据全球约 5.5%的市场份额，重组并购林德液压是获得德国高端液压技术的捷径。林德 (中国) 的收入增速从 2016 年的 7300 万元增长到 2018 年的 2.5 亿元，收入接连翻番增长。未来随着继续加深林德与潍柴在产品、技术和渠道上的互补，独立运营的液压业务将充分挖掘尚未开发的市场潜力。
- **布局新能源技术，紧跟行业发展趋势。**公司积极推广新能源动力总成系统，并自主研发出插电式混合动力总成系统。2019 年 9 月 6 日，公司宣布第一个为中国燃料电池巴士配套的原型增程器研发完成，锡里斯动力和公司目前正致力于开发下一阶段的系统，以便在 2020 年进行巴士的实地试验。
- **投资建议：首次覆盖，给与增持评级。**我们预计 2019-2021 年公司可实现营业收入 1768 亿、1893 亿和 1959 亿元，可实现归母净利润分别为 102.7 亿、114.6 亿及 126.2 亿，对应 EPS 为 1.29 元、1.44 元及 1.59 元，对应估值分别为 12 倍、11 倍及 10 倍。FCFF 估值下公司的内在价值为 18.80 元，当前股价 (2019 年 12 月 26 日收盘价) 为 15.27 元，增长幅度为 23%，判断公司未来 6 个月强于市场表现 5-20%，给予增持评级。
- **风险提示：**政策执行力度不足，国六后市场格局发生较大变化。

财务数据及盈利预测

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入 (百万元)	159,256	126,708	176,825	189,321	195,934
同比增长率 (%)	5.1	7.2	11.0	7.1	3.5
归母净利润 (百万元)	8,658	7,058	10,270	11,464	12,622
同比增长率 (%)	27.2	17.6	18.6	11.6	10.1
每股收益 (元/股)	1.08	0.89	1.29	1.44	1.59
毛利率 (%)	22.3	22.1	20.7	20.9	20.9
ROE (%)	22.0	16.5	20.6	18.6	16.9
市盈率	14		12	11	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

我们对公司做了 FCFF 现金流折现测算，假设 WACC=5.72%，永续阶段的收入增速为 2%，少数股权 PB=1，那么公司的内在价值为 18.80 元，当前股价（2019 年 12 月 26 日收盘价）为 15.27 元，增长幅度为 23%，给予增持评级。

关键假设点

受治超政策影响 2016 年后 GDP 与重卡保有量偏离上述拟合曲线。我们预计 2019、2020、2021 治超政策刺激重卡保有量上升，预计未来 3 年治超带来的保有量增量为 30、35、40 万辆。假设实际 GDP 未来增长率能稳定在 6% 左右，通过单位 GDP 所需重卡计算出未治超下 GDP 所需重车辆，加上治超带来的保有量上升，预计未来三年的重卡销量约为 116.77、119.85 和 123.51 万辆。

公司坚持产品创新，引领了行业排放升级，因此重卡用发动机过去 5 年不断抢占竞争对手的市场份额，增加了 5pct，我们预计未来将继续稳步提升，有望至 40%。

公司调整产品结构和销售战略，多产品布局，推出高端大功率发动机、开拓农业装备及工业动力等非道路市场发动机。高端产品销量提升，多产品布局的策略将帮助公司进一步提高营收水平。

有别于大众的认识

市场担心重卡销量增速不及预期，我们认为在治超和蓝天计划的双重策略下，重卡销量增长稳定。

市场担心公司市占率不能稳步增长，我们认为在订单充足且不断抢占竞争对手的市场份额的情况下，公司重卡用发动机市占率有望进一步提升到 40%

市场担心公司多品类产品研发更新不达预期，我们认为公司不断布局各类发动机及重卡零部件产品，高端产品将进一步提高营收水平。

股价表现的催化剂

重卡销量超预期，多产品不断创新布局完善。

核心假设风险

政策执行力度不足，国六后市场格局发生较大变化等。

目录

1.国内重卡产业链龙头，深壁垒铸造绝对优势	7
1.1 全：产业经营叠加资本驱动，外延内伸打造黄金产业链	7
1.2 大：资产庞大布局广，产销领先优先享行业红利	12
1.3 新：重研发储技术，指标过硬换代领先	14
1.4 稳：客户稳定粘性高，市场地位好订单充足	17
2.治超去库存背景下行业回暖，多产品布局引领排放升级	19
2.1 治超政策+国三去库存双驱动，重卡销量有望超 110 万	19
2.2 引领行业排放升级，发动机市占率稳步提升	22
2.3 新产品拓展，多产品布局提高营收水平	23
3.零部件业务共振，共同抵抗行业周期性	24
3.1 收购凯傲，叉车业务蓄势待发	24
3.2 借助林德液压，拓展液压件业务	31
3.3 布局新能源，积极推动天然气重卡	33
4.盈利预测与估值	35
4.1 对标康明斯，估值水平有望提升	35
4.2 绝对估值下，给予增持评级	37

图表目录

图 1：重卡产业链主要企业 2019 年 1-3Q 营业收入	7
图 2：公司产品类别	7
图 3：重卡产业链全览.....	7
图 4：重卡各零部件价值量占比	7
图 5：潍柴动力发展沿革	8
图 6：2009-2019H1 公司分部业绩收入	8
图 7：潍柴动力股权结构	8
图 8：柴油机业绩收入占比	9
图 9：2018 年柴油机厂商市占率情况	9
图 10：2018 年重卡厂商销量占比.....	9
图 11：康明斯分部营业收入	12
图 12：玉柴国际分部营业收入	12
图 13：中国重汽分部营业收入	12
图 14：潍柴与对标公司总资产	12
图 15：潍柴与对标公司固定资产	12
图 16：主要柴油发动机企业在中国销量	14
图 17：主要重卡企业销量	14
图 18：变速箱销量	14
图 19：潍柴与对标企业研发投入.....	14
图 20：潍柴发动机换代时间表	14
图 21：潍柴的近期研发成果	16
图 22：潍柴在发动机细分市场占有率	18
图 23：主要合作客户.....	18
图 24：各子公司内部销售占总销售比重	18
图 25：公司业绩与卡车行业销量紧密相关	19
图 26：重卡保有量与 GDP 拟合曲线.....	19
图 27：GDP 与重卡保有量比例关系.....	20
图 28：销售重卡占货运车比重	20
图 29：2019 年 1-9 月重卡累计销量及同比	21

图 30: 重卡销量中枢上移	21
图 31: 潍柴重卡发动机市场份额	22
图 32: WP13、M26、WHM6160 等高端大功率发动机概览	23
图 33: 凯傲收入、净利情况	24
图 34: 叉车业务收入	24
图 35: 凯傲分部收入情况	24
图 36: 凯傲分部 EBITDA 情况	24
图 37: 凯傲叉车产品系列表	25
图 38: 凯傲叉车品牌	25
图 39: 2017 年叉车销量占比 (按驱动方式)	25
图 40: 凯傲叉车业务商业模式	26
图 41: 凯傲叉车收入情况 (按盈利模式)	26
图 42: 凯傲叉车下游应用领域	26
图 43: 凯傲的销售&服务网点	26
图 44: 凯傲叉车各洲市占率	27
图 45: 全球叉车行业收入增速快于 GDP	28
图 46: 叉车行业市场空间	28
图 47: 2017 年各国叉车渗透率	28
图 48: 凯傲销售叉车数量在发展中地区占比提高	28
图 49: 2004-2014 年叉车增量贡献占比	29
图 50: 凯傲在中国服务业务收入情况 (百万欧元)	29
图 51: 德马泰克业务模式	29
图 52: 德马泰克业务下游应用占比	30
图 53: 全球网络零售交易规模情况	30
图 54: 全球前 20 智能物流供应商收入及复合增速情况	30
图 55: 智能仓库商业模式及内部协作	31
图 56: 潍柴动力战略构想	31
图 57: 林德液压历史沿革	31
图 58: 中国液压行业进出口逆差数额	32
图 59: 液压行业结构与规模	32
图 60: 林德液压在中国业务收入翻番	33

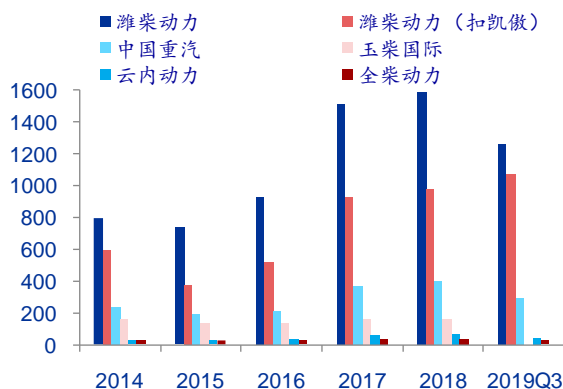
图 61：林德液压（中国）合作伙伴	33
图 62：康明斯业务部门	35
图 63：康明斯分部门收入	35
图 64：康明斯分部门利润	35
图 65：康明斯分区域收入	36
图 66：康明斯发动机下游应用占比情况	36
图 67：康明斯在中国的业务布局	36
表 1：潍柴动力产品体系	10
表 2：潍柴动力及主要对手产品覆盖范围对比	11
表 3：潍柴动力国内外产业布局战略	13
表 4：潍柴动力国六发动机的技术储备	15
表 5：积极与国外先进技术商合作	16
表 6：潍柴动力国内战略合作伙伴梳理	17
表 7：未来 3 年重卡保有量测算表	20
表 8：未来三年重卡销量测算表（单位：万辆）	20
表 9：公司重卡用发动机敏感性分析（单位：万台）	22
表 10：潍柴 WP13 对标福田康明斯 X13	22
表 11：关于凯傲的收购事件	24
表 12：凯傲与丰田工业主要财务指标对比	27
表 13：德马泰克（被收购前）业绩情况	29
表 14：潍柴动力绿色或新能源动力布局情况	34
表 15：潍柴与康明斯对标	37
表 16：加权资本成本计算	37
表 17：FCFF 估值关键假设	37
表 18：FCFF 估值结果	37

1.国内重卡产业链龙头，深壁垒铸造绝对优势

1.1 全：产业经营叠加资本驱动，外延内伸打造黄金产业链

国内重卡产业链龙头，营收远超同行。潍柴动力股份有限公司成立于 2002 年，其前身潍坊柴油机厂创建于 1946 年，具备多年经营底蕴，公司不断在重卡产业链上下游延深，逐渐形成了动力总成（发动机、变速箱、车桥、液压）、整车整机、关键零部件和叉车及智能仓储物流共四大板块业务。2019 年 1-3Q 实现营业收入 1267.08 亿，归母净利润 70.58 亿，远高于同行业的玉柴国际、云内动力、全柴动力、中国重汽等。

图 1:重卡产业链主要企业 2019 年 1-3Q 营业收入(单位: 亿元)



资料来源: wind, 公司公告, 申万宏源研究

图 2: 公司产品类别



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

外延内伸多年，打造重卡行业黄金产业链。重卡产业链包括上游的零部件行业和下游的整车行业。按照零部件单车价值计算，动力总成系统在整车价值量中占比达到 20%，高于其它零部件。公司自创立以来一直主营柴油发动机业务，拥有超过 70 多年柴油发动机经营生产经验。在 1998 年-2004 年期间完成了股份制、市场化改革和 H 股上市，成功推出适应市场的大功率发动机。2005-2007 年又在 A 股上市并完成对湘火炬的收购，吸收合并了其子公司法士特、汉得车桥公司，形成了完整的动力总成业务系统，成功完成了向上游零部件和下游重卡整车的延伸布局，初步形成完整的重卡行业黄金产业链。之后陆续收购了林德液压、凯傲和 PSI 等公司，逐步拥有了液压系统黄金产业链、智能物流产业链等，进一步完善了重卡产业链。

图 3: 重卡产业链全览

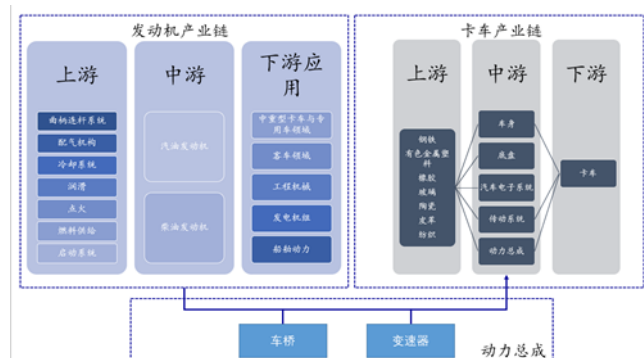
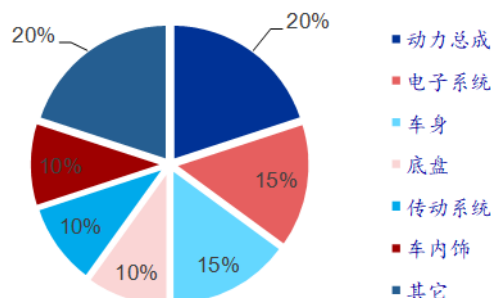


图 4: 重卡各零部件价值量占比



资料来源：《重卡配件简介》，申万宏源研究

资料来源：中国产业信息网，申万宏源研究

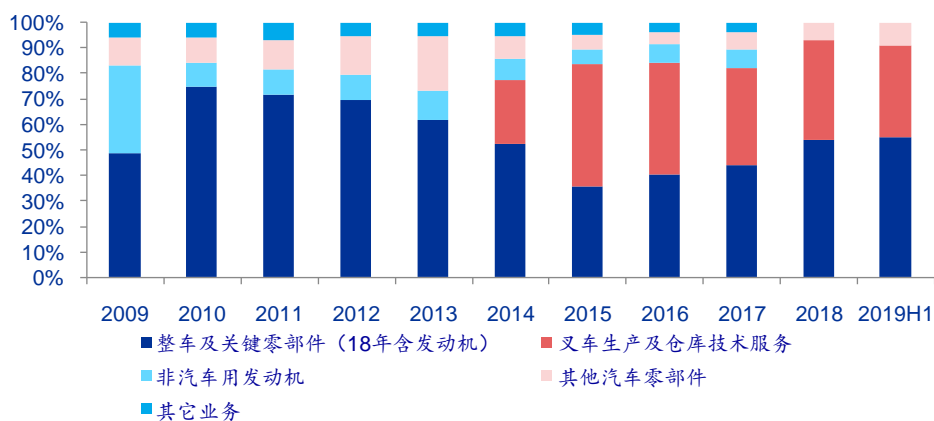
图 5：潍柴动力发展沿革



资料来源：公司官网，申万宏源研究

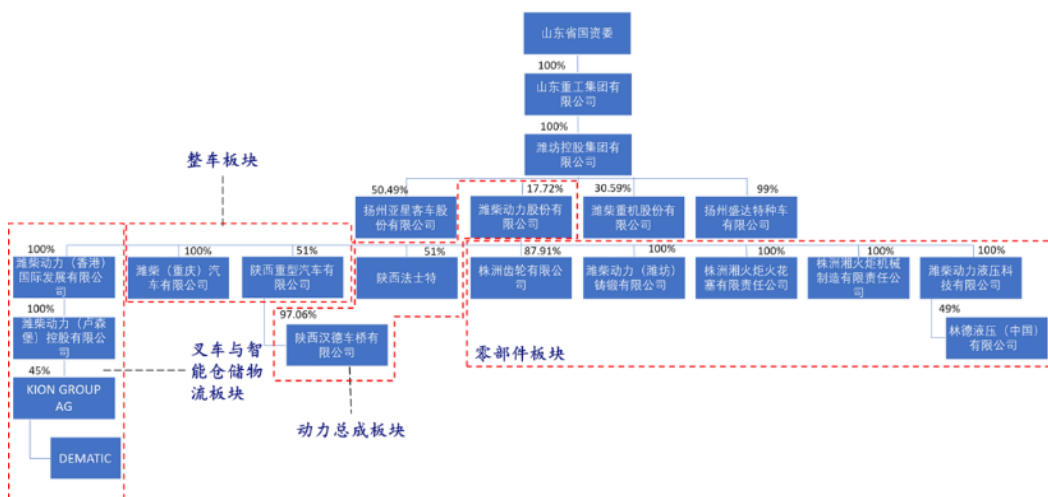
围绕重卡产业形成四大业务板块，经营业务实现多元化。潍柴动力是国资 100%控股的潍柴控股集团下属的子公司，目前已形成了以潍柴动力母公司为核心的动力总成板块，还包括主营为变速器的陕西法士特和主营为车桥的汉德车桥公司；以株洲湘火炬机械制造有限公司为核心的零部件板块；以主营重卡的陕重汽为核心的整车板块；以及以凯傲集团为核心的叉车及智能物流板块，经营业务实现多元化。

图 6：2009-2019H1 公司分部业绩收入



资料来源：wind，申万宏源研究

图 7：潍柴动力股权结构

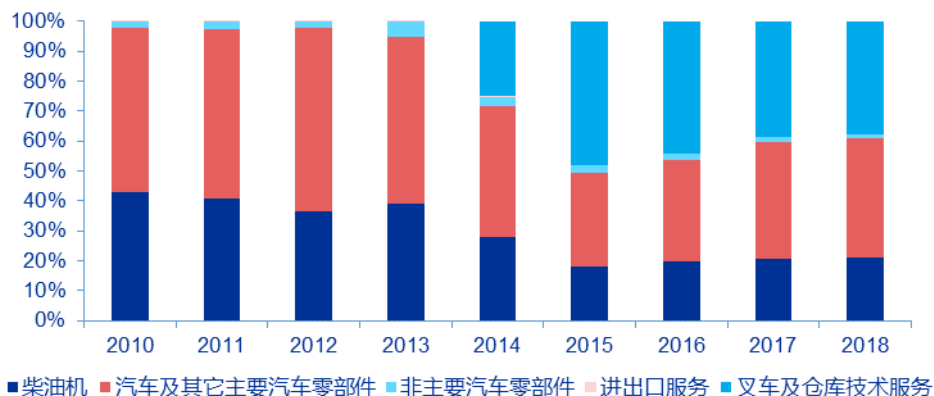


资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

业务核心是柴油机、重卡整车和叉车及智能物流业务，母公司贡献净利润 60%左右。

从业务类型上看，柴油机、汽车及其它主要汽车零部件和叉车及仓库技术服务三足鼎立，至 2019 年 H1 营业收入占比分别为 20.82%、41.80%和 36.05%，合计达占比 98.66%。从子公司类型来看，经营柴油机的母公司、经营重卡的陕重汽和经营叉车及智能物流业务的凯傲集团是贡献业绩的核心三家公司，至 2019 年 H1 营业收入占比分别为 28.86%、33.65%和 36.17%。其中，母公司贡献净利润的八成左右。

图 8：柴油机业绩收入占比

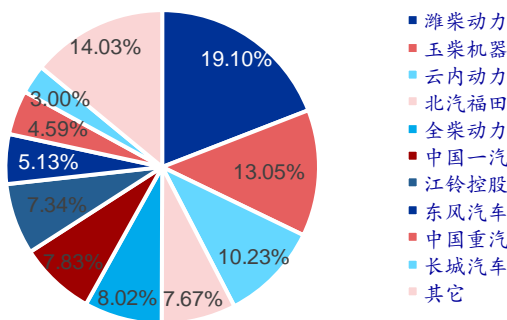


资料来源：公司公告，申万宏源研究

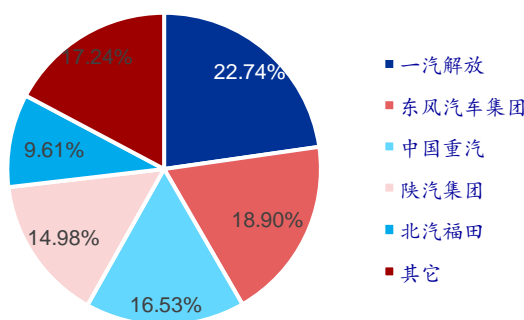
市场地位领先，柴油机和重卡业务分别对标玉柴机器、康明斯和中国重汽。柴油机市场一直是两超多强的格局，2018 年柴油机市场市占率排名为潍柴动力、玉柴机器、云内动力、全柴动力和北汽福田（包含和康明斯合资以及奥铃发动机），尽管云内动力等柴油机商销量可观，但销售的发动机结构仍侧重于中轻型，而潍柴动力和玉柴机器则侧重于重型发动机，因此柴油机国内选择对标玉柴机器，国外对标世界龙头康明斯。重卡市场陕汽集团市占率排在国内第四，与中国重汽差距较小，是陕汽下一个追赶对象。考虑到经营业务的范围，优先选择对标企业为重点经营重卡的中国重汽。

图 9：2018 年柴油机厂商市占率情况

图 10：2018 年重卡厂商销量占比



资料来源：中国汽车工业协会后市场委员会商用车分会，
申万宏源研究



资料来源：盖世汽车资讯，申万宏源研究

与对标企业相比，潍柴动力产品体系覆盖范围更为全面。相比玉柴机器和康明斯等专业发动机制造商，潍柴动力不仅突破发动机的局限横向扩张打造了涵盖变速器和车桥的动力总成，而且拥有下游重卡资产，行业地位稳固、下游配套需求稳定、协同效应明显。而对比中国重汽等专业重卡制造商，潍柴动力相比则在动力总成业务方面更为专注，并坐拥上游关键汽车零部件，能为客户提供关于重卡的涵盖零部件、发动机的一整套解决方案。

表 1：潍柴动力产品体系

业务类型	产品大类	产品品类	应用领域
动力系统	发动机	RA 系列、WP3、4、5、6、7、10、12 系列、WPNG 系列	客车用发动机
		重卡：WP10 、WP12 系列；	卡车用发动机
		中重卡：WP6 、WP7 系列；	
		中卡：WP4 系列；	
		轻卡：WP2 、WP3、 WP4 系列；	
		中重卡心动力 EGR 产品：WP4、WP6、WP7 EGR	工程机械用发动机
		WP2.7、3、4.1、6、7、10、12/13	
		高速产品：	
		226B-3/WP4/WP6/WD10/WD12/WP12/WP13/M26/M33	
		中速：160/170、WHM6160、CW200/250 中速机产品	船舶发动机
动力系统	发动机	超大功率：L16/24、L21/31、L27/38、L32/40、V32/40	工业动力（发电、泵、空压）
		等 MAN 系列产品	
		陆用/船用/泵用/压缩机用 WP4、6、10、12、13 系列；	
		陆用/船用/泵用/压缩机用 M26、M33	
		WP5、6、7、10、12 气体发动机	燃气发动机
		拖拉机用、玉米收获机用、小麦收获机用、青贮机用发动机	农业装备用发动机
		陆用基本型、陆用低噪型、陆用拖车型、陆用燃气、船用	发电机组
		发电机组，方舱/汽车电站	
		16JS200T 系列全同步器变速器、	
		12JS160T 系列全同步器变速器、	
变速器	变速器	9JSS 大力金刚系列、	重型车、大客车、中轻型卡车、工程用车、矿用车和低速货车等各种车型
		7DS 系列、	
		轿车变速器-5T15C 变速器、	
		轻卡变速器-5TR40 变速器、	

新能源减速器-1T15 减速器

关键零部件	车桥	HDZ450 单级减速驱动桥、起重机用车桥、HDM7.5 吨前轴、卡车桥—单级驱动桥	重中型卡车桥、工程车桥、客车桥、越野车用桥四大系列 76 个品种, 2700 多个型号
	液压件	压泵和马达, 阀, 电子控制, 外围设备, 旋转式驱动器和电动马达	建筑, 采矿, 农业, 林业和市政公用设备, 以及工业机械制造商
	火花塞	A7TC/A7RC/A7RTC、L7/L7RTC、摩托车火花塞、汽车火花塞	车用、摩托车用
	齿轮	差减总成、精锻齿轮、圆柱齿轮、螺伞齿轮、螺伞齿轮	机械、车辆用
	活塞销	异形销、气门挺柱、柴油发动机活塞销、汽油发动机活塞销	机械、车辆用
	汽车灯具	车大灯、尾灯、LED 工作灯/尾灯、F2000/3000 前大灯	车辆用
	其它	汽车仪表板骨架、侧门防撞杆/加强梁、手动排档总成、前后保险杠	车用
	整车整机	牵引车: 奥龙、德龙 F2000、德龙 F3000 自卸汽车: 德龙 F2000LNG、奥龙自卸汽车、德龙 F2000 载货车: 德龙 F2000 载货车 水泥搅拌车: 德龙 F3000 水泥搅拌车	货运客车
	备品(配件)	各类配件	发动机的配件
	再制造	再制造发动机	发动机
后市场业务	油品	发动机专用机油为主, 产品覆盖车用润滑油、齿轮油、气 体发动机润滑油、防冻液等多种产品	机械、车辆专用油

资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

表 2: 潍柴动力及主要对手产品覆盖范围对比

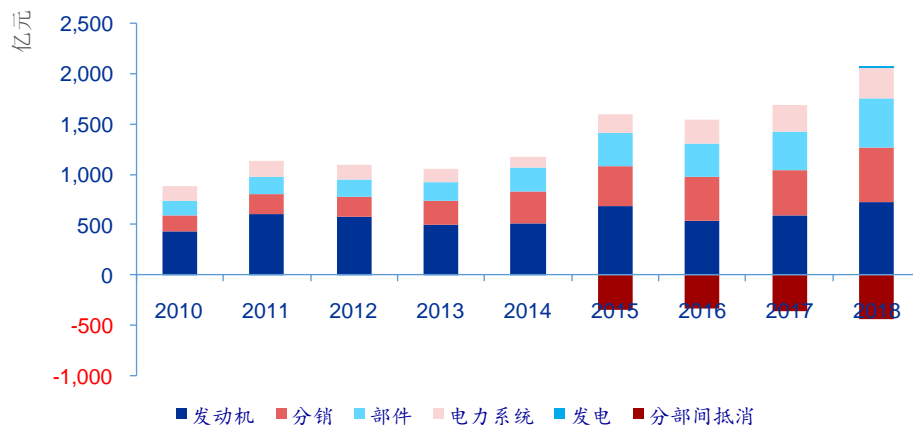
		潍柴动力	玉柴机械	中国重汽	康明斯
整车	重卡	√	—	√	—
	乘用车	√	—	—	—
动力总成	柴油机	√	√	√	√
	车桥	√	—	√	—
	变速器	√	—	√	—
	液压器	√	—	—	—
零部件	火花塞	√	—	—	—
	齿轮	√	—	—	—
	汽车灯具	√	—	—	—
	发动机组件	√	√	—	√
	叉车	√	—	—	—
叉车与智能物流	智能物流解决方案	√	—	—	—

资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

对标对手公司, 潍柴动力业务均衡周期性减弱。玉柴的主营业务包括柴油机和服务收入(酒店旅游等), 其中柴油机收入占比较大, 经营业务比较单一, 行业周期风险较大。尽管康明斯则在柴油机业务基础上发展出了发动机组件及发电系统等其它业务, 但依然是以柴油机为核心的单一制造公司, 未来行业周期波动风险较大、行业发展瓶颈限制较为

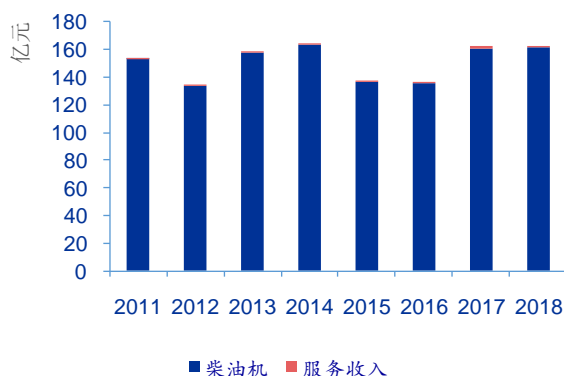
明显。而对标的中国重汽整车销售收入占比历年均在 90%以上，其余的也均是与重卡相关的配件和服务收入，行业周期性风险较大。而潍柴动力则突破了重卡产业链，延伸至叉车及智能物流系统，业务更加均衡，业绩周期性有效减弱。

图 11：康明斯分部营业收入



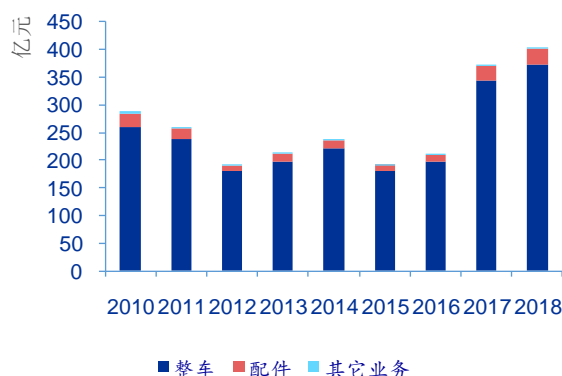
资料来源：wind，申万宏源研究

图 12：玉柴国际分部营业收入



资料来源：wind，申万宏源研究

图 13：中国重汽分部营业收入



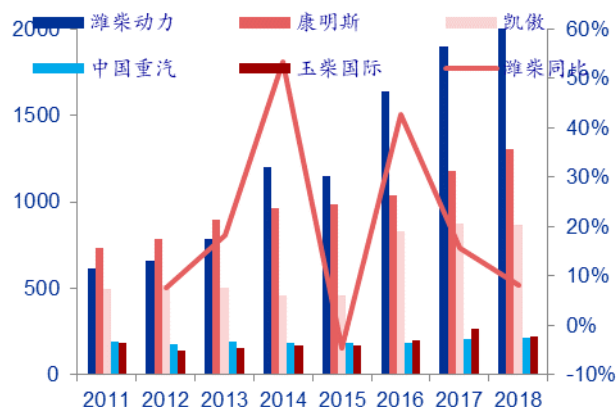
资料来源：wind，申万宏源研究

1.2 大：资产庞大布局广，产销领先优先享行业红利

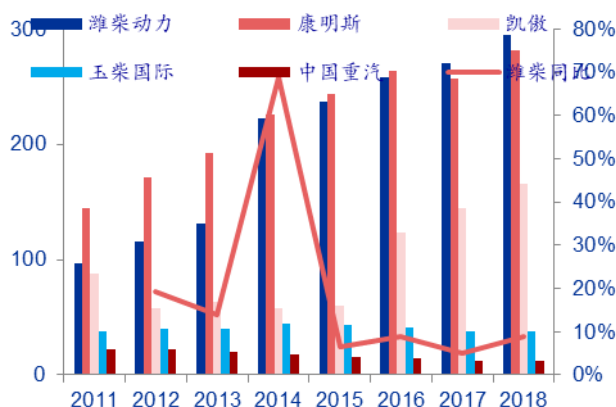
庞大资产规模筑牢公司护城河。制造业是一个重资产行业，因为固定资产投建具有一定建设周期，所以具有大量的资产尤其是固定资产能在一定程度上有效阻断其它竞争者短期大量涌入，同时带来的规模优势将在成本控制和市场影响力上进一步胜过竞争者。至2019年Q3 潍柴动力总资产达到2237.27亿元，固定资产236.79亿元，总资产高于国际发动机巨头康明斯，固定资产略少于康明斯。

图 14：潍柴与对标公司总资产 (单位：亿元)

图 15：潍柴与对标公司固定资产 (单位：亿元)



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

“三区五地”实现全国战略布局，力拓海外市场志在世界领先。国内，潍柴动力成功完成全国战略踩点布局，建成了拥有 5000 多网点的国内服务网络，同时已形成长三角、环渤海和中、西南地区三大产业集群，围绕各区产业中心城市又逐步形成了符合潍柴原有优势产业的特色产业布局。国外，潍柴借力国家战略扬帆起航，综合运用多种方式切入到各个主要市场，例如与白俄罗斯马兹集团合资建厂拓展东欧地区，直接在印度当地建设年产能 3000 台和特许埃塞、缅甸项目等方式实现海外制造，通过一般贸易和海外配套完成对越南长海客车、伊朗 AMICO 重卡、俄罗斯 CHTZ 等的配套，借助资本收购欧洲凯傲集团和美国的 PSI/Dematic 等迅速收获欧美发达国家市场。至 2018 年已经在海外建有 500 余家维修服务站，产品远销到 110 多个国家地区。

表 3：潍柴动力国内外产业布局战略

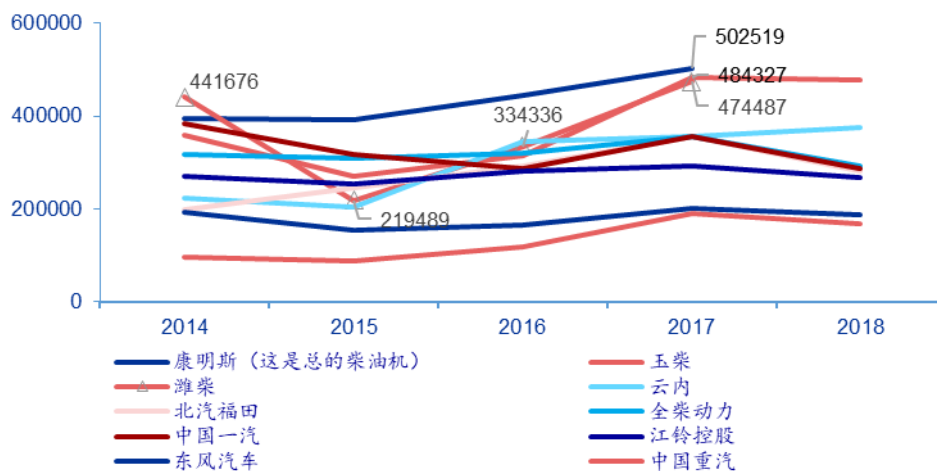
区域	战略布局
国内	长三角 以扬州为中心轻微型汽车动力产业基地
	环渤海 以潍坊为中心的全系列动力产业基地
	以西安为中心的大功率发动机和轻型车产业基地
	中部及西 以重庆为中心的大功率发动机和轻型车产业基地
	南 以株洲为中心的汽车电子及零部件产业基地
国外	欧洲 并购欧洲最大叉车商凯傲，借助凯傲获得了优质的欧洲渠道资源
	美国 并购德马泰克智能物流商，打开美国市场
	俄罗斯 与 kamaz 集团战略合作，并在白俄罗斯与马兹集团合资设厂
	印度 母公司山东重工在印度设有子公司
	其它地区 设有若干数量的运营中心。

资料来源：公司官网，申万宏源研究

核心业务产销量位居行业前列。国内车用柴油机销量强弱分化突出，以康明斯、玉柴、潍柴组成的第一梯队与其余梯队的柴油机商拉开了差距，2017 年第一梯队柴油机商销量均在 47 万台以上，综合历史来看潍柴除了 2015 年因为外部环境恶化公司销量下滑外，其余年份均位于国内车用柴油发动机销量前二位。国内重卡销量梯次鲜明，陕汽集团排名第四，第一梯队为以一汽解放、东风为代表的年销量在 20 万以上的车企，第二梯队为中国重汽，陕重汽和北汽福田等年销量 10 万台以上的车企，其中陕重汽与北汽福田拉开差距并缩小了与中国重汽的距离。其余批次则均为年销量 5 万台以下的中小车企。**法士特变速箱在国内**

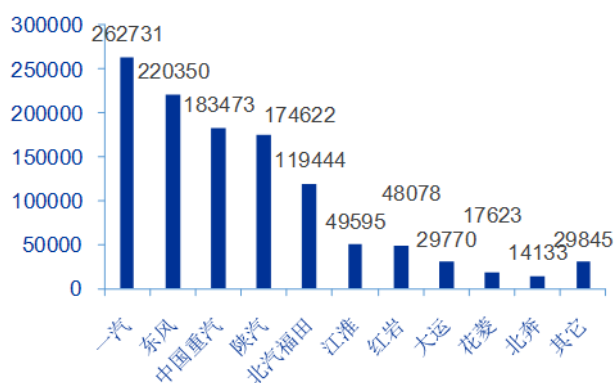
内重型商用车市场位居首位。2019 年上半年销售变速箱 58.2 万台，一直以来在重卡用变速箱市场处于领先地位，市占率长期保持在 70%以上。

图 16：主要柴油发动机企业在中国销量（单位：台）



资料来源：中汽协，申万宏源研究

图 17：主要重卡企业销量（单位：台）



资料来源：中汽协，申万宏源研究

图 18：变速箱销量（单位：万台）



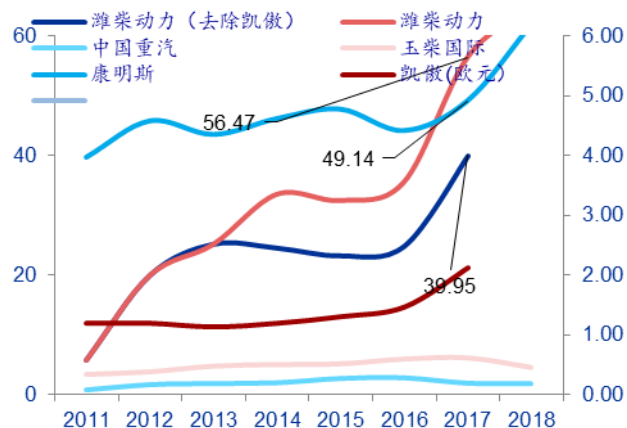
资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.3 新：重研发储技术，指标过硬换代领先

研发投入领先对手。潍柴动力研发投入高，2018 年研发投入 64.93 亿元，扣除凯傲部分后研发投入为 39.94 亿元，远高于中国重汽和玉柴国际的研发支出，离国际巨头康明斯仍存在一定距离。但是从时间上看，潍柴近期研发投入呈现加速增长的趋势。

图 19：潍柴与对标企业研发投入（单位：亿元）

图 20：潍柴发动机换代时间表



资料来源: wind, 凯傲公司官网, 申万宏源研究



资料来源: 公司公告, Wind, 申万宏源研究

历史上看符合国排标准发动机平均早于实际执行时间 2-3 年, 目前潍柴已为国六时代做好了充分的技术储备。发动机行业更新换代主要受国家排放标准政策驱动, 国排标准旨在控制 CO、HC+NO_x、PM 等汽车排放污染物, 不符合排放标准的发动机不允许销售。代际排放标准越来越严格, 对柴油发动机商技术要求越来越高。潍柴和玉柴在更新换代上均领先行业, 平均提前 2-3 年早于实际执行时间推出新款发动机。即将执行的国六排放标准在国五的基础上对排放指标继续下调了 40%左右, 初步执行时间定于 2020 年执行。但据发动机商反馈如期推出六代发动机存在较大压力, 因此国家将国六排放标准分为两个阶段, 2020 年执行 6a 标准, 2023 年执行 6b 标准, 北上等部分地区先行推行国六标准。潍柴在国六技术上率先实现突破, 2017 年携带六款国六发动机亮相内燃机展, 当时成功实现国六突破并生产的企业仅潍柴、玉柴以及康明斯等少数企业。

表 4: 潍柴动力国六发动机的技术储备

型号	排放标准	性能	适用车型
WP2.3N 系列柴油发动机	国六/欧六	排量 2.3L, 额定功率 96KW, 最大扭矩达 380N.m。WP2.3N 具有多项先进技术, 是行业内结构最紧凑的 2L 柴油机; 可满足国六排放	这款发动机是 5-6 米轻客、校车、海狮车型的首选
WP3N 系列柴油发动机	国六/欧六	排量 2.97L, 额定功率 118KW, 额定转速 3000r/min, 最大扭矩 480N.m, 相比竞品, 同等排量情况下扭矩最大; 龙门式机体	该发动机广泛应用于 7-9 米校车、7-7.5 米公交、6-7.2 米轻客等
WP4.1N 系列柴油发动机	国六/欧六	排量 4.088L, 额定功率 140KW, 额定转速 2600 r/min, 最大扭矩 680N.m, 最大转速 1300-1900 r/min; 采用自主 ECU; 采用龙门式机体	可广泛应用于 7.5-8 米客车/公交客车、8-10 米校车 DENGCHANPIN
WP7NG 直列六缸气体机	国六/欧六	排量 7.47L, 额定功率和转速分别为 199KW, 2100r/min, 最大扭矩和转速分别是 1150 N.m 和 1100-1500r/min; 采用理论空燃比+HEGR+三元催化技术路线	适用于 10-11 米公路客车、11-12 米公交客车
RA428 直列四缸柴油发动机	国六/欧六	这款发动机排量 2.8L, 额定功率和转速分别为 120KW, 3200r/min, 最大扭矩和转速分别是 420 N.m 和 1400-2600r/min;	欧系轻客、考斯特、宽体大海狮和越野 SUV 等产品
H 平台: WP9H/WP10H 动力总成系统	国六/欧六	WP9H/WP10H 直列六缸发动机, 排量是 8.8/9.5L。WP9H 的额定功率和转速分别为 247KW, 1900r/min, 最大扭矩和转速分别是 1600 N.m 和 1000-1400r/min; WP10H 的额定功率和转速分别为 294KW, 1900r/min, 最大扭矩和转速分别是 1900 N.m 和 1000-1400r/min	11-12 米公路客车、13.7-18 米公交客车和 12 米以上豪华客车
WEP 系列插电	国六/新能	这套动力总成的发动机型号为 WP6NG, 达到国六排放标准; 驱动电机是永磁	已批量应用于 10-12 米

电式并联 源 同步电机，额定功率 60KW，峰值功率 117KW；变速箱型号是 5HS90T；总成 城市公交客车。这套动
混合动力 系统是潍柴电控系统 力总成的发动机型号为
系统 WP6NG

资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

积极合作国外先进技术商，新型研发成果层出不穷。2019 年，公司“重型商用车动力总成关键技术及应用项目”荣获国家科技进步一等奖，项目总体技术居国际先进水平，动力总成的变斜率踏板特性控制技术达到国际领先水平。公司完成首台拖拉机 CVT 总成试配，搭载“林德液压+潍柴”动力总成，填补国内高端农业装备 CVT 市场空白，成为国家首家 CVT 动力总成供应商。公司进一步强化 EPA 认证能力，拥有 6 个 EPA 认证台架，覆盖道路用、非道路用等领域，覆盖 5-50L 排量。国六产品批量投放，搭载 WP12 国六发动机的自卸车产品批量投放北京市场。

图 21：潍柴的近期研发成果



资料来源：公司官网，申万宏源研究

表 5：积极与国外先进技术商合作

时间	合作对象
2006 年 4 月	潍柴动力与德国 BOSCH 等缔结国际化战略联盟
2009 年 12 月	潍柴动力股份有限公司与意大利 VM 发动机公司《柴油机技术转让协议》签字仪式在山东潍坊举行。
2012 年 3 月	中国首款缸内直喷天然气发动机在潍柴问世
2012 年 5 月	潍柴动力中国首款高压共轨电控系统批量上市
2012 年 8 月	集团旗下潍柴动力与德国凯傲集团实施战略合作，并购林德液压，企业核心技术水平进一步提升
2012 年 9 月	潍柴集团与欧洲第二大商用车改装车集团——考格尔拖车有限公司，正式签署了战略合作意向书
2013 年 12 月	潍柴动力与 AVL 李斯特公司在潍坊签署战略合作协议
2015 年 1 月	发布了包括 Super Brake 辅助制动安全技术、S-POWER 智能控制技术在的一系列商用车动力新技术，将中国重型发动机带入了 13 升机的新时代
2016 年	公司自主研发的 WP9H、WP10H 高端发动机成功上市
2017 年 4 月	潍柴作为国内首家通过 VI 认证的企业，携满足国六排放标准的全系列柴油机亮相上海国际汽车展 潍柴动力董事长谭旭光与德国 FEV 公司 CEO 史蒂夫·皮辛格，在巴伐利亚州政府办公厅签署了共同开发制造一万
2017 年 11 月	千瓦海上动力的合作协议
2017 年 11 月	潍柴动力与德国博世在德国斯图加特签署全面战略合作框架协议，主要内容为氢燃料电池及相关部件

2017 年 12 月	潍柴动力与西港燃料系统公司签署创新合作协议，双方将联合开发高压缸内直喷技术天然气发动机
2018 年 5 月	潍柴动力与固态氧化物燃料电池（SOFC）供应商英国锡里斯动力控股有限公司（Ceres Power）签署协议在固态氧化物燃料电池领域展开合作
2018 年 8 月	潍柴动力与全球氢燃料电池领军企业加拿大巴拉德动力系统有限公司（Ballard Power Systems）签署战略合作协议，联合开发下一代质子交换膜燃料电池电堆和电池模组

资料来源：公司官网，申万宏源研究

1.4 稳：客户稳定粘性高，市场地位好订单充足

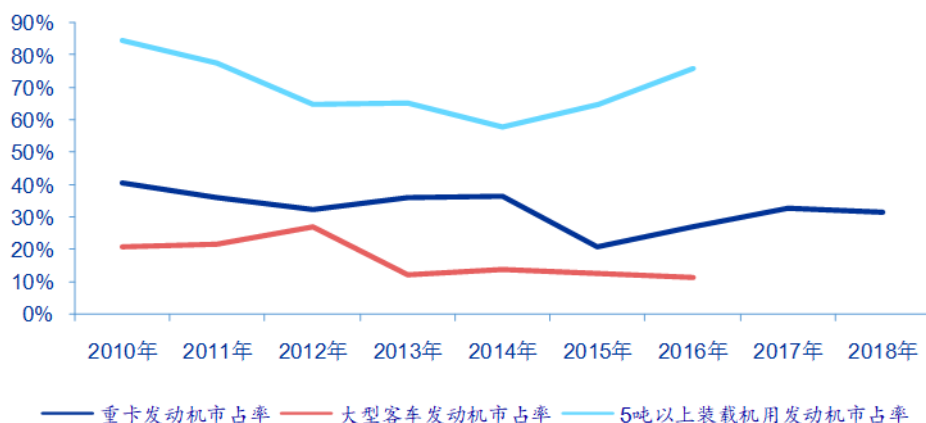
与下游主要大型厂商长期合作稳定性高，大排量市场高配套率竞争力强。公司与重型汽车、装载机行业的主要生产厂家建立了良好的合作发展关系，并签署了长期战略合作协议，客户关系十分稳固。在重卡市场的配套率一直稳定在 25%以上，其中 17 年天然气重卡销量高增并偏向大排量，潍柴配套率超 70%，主流中端重卡发动机业务龙头地位难以撼动；在国内装载机市场配套率高达 80%，起重机的配套率也达到 40%，在大排量市场地位优势明显。

表 6：潍柴动力国内战略合作伙伴梳理

时间	合作事件
2008 年 7 月	潍柴动力与北奔重汽签署战略合作协议
2013 年 12 月 27 日	潍柴动力与江淮汽车在潍坊签署战略合作协议。
2014 年 5 月 4 日	潍柴动力与福田汽车签订新一轮战略合作协议，潍柴动力将继续保持福田重卡战略供应商地位。
2014 年 6 月 5 日	潍柴动力与大运汽车在山东潍坊举行战略合作签约仪式。
2014 年 7 月	与徐工集团开展更深层次合作
2014 年 8 月	潍柴动力与湖北三江万山签署战略合作协议
2014 年 9 月	与博世集团进一步深化战略合作协议
2014 年 9 月 22 日	在徐工集团本部，谭旭光董事长与徐工集团董事长王民共同签署战略合作框架协议
2014 年 9 月	与广东粤运交通签署战略合作协议
2014 年 11 月	与顺德汽车签署战略合作协议
2015 年 3 月	与北奔重汽签署战略合作协议
2015 年 3 月	与俄罗斯卡玛斯签署合作备忘录（非国内？）
2015 年 4 月	卡特彼勒（青州）有限公司与潍柴动力在青州签署战略合作协议
2015 年 6 月	与力帆时骏集团签署战略合作协议
2015 年 6 月	陕重汽、中联重科、湖南兴隆三方战略合作签约
2015 年 7 月	大客户中国石油天然气运输公司与潍柴动力签署战略合作协议
2015 年 10 月	陕重汽与中集瑞江战略合作
2015 年 12 月	与福建晋工签署战略合作协议
2015 年 12 月	法士特与金龙汽车签署战略合作协议
2018 年 3 月 22 日	潍柴动力与中国龙工在山东潍坊签署战略合作协议
2018 年 4 月	潍柴动力与临工集团签署战略合作协议
2018 年 3 月	潍柴动力与徐工集团签署全面战略合作框架协议
2018 年 4 月	潍柴动力与宇通客车签署战略合作协议
2018 年 12 月 26 日	潍柴动力与一汽解放签署战略合作协议

资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 22：潍柴在发动机细分市场占有率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

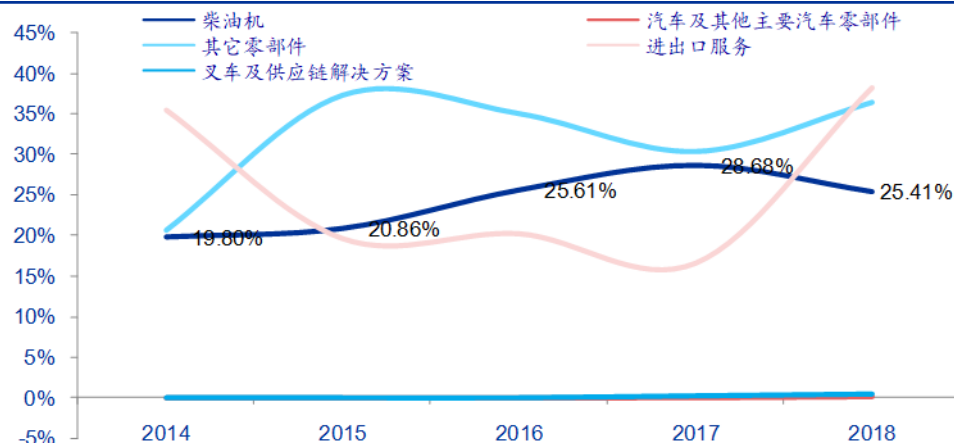
图 23：主要合作客户



资料来源：公司官网，申万宏源研究

相比对标企业潍柴在产业链上下延伸，自有终端整车业务托底消化公司零部件产能。康明斯、玉柴国际均为单一发动机制造商，缺乏下游整车资产。相比而言潍柴动力布局下游整车产业，一方面通过加强业务联系提高自配率降低成本，另一方面也为公司上游业务提供了稳定的下游消化去向。同时陕重汽也是全国第四大重卡企业，市场占比较大，对公司内部上游业务的消化能力强劲。其中，历年柴油机业务内部销售占比柴油机总销售20%-30%范围，其它零部件内部销售占比总销售在20%-40%范围。

图 24：各子公司内部销售占总销售比重



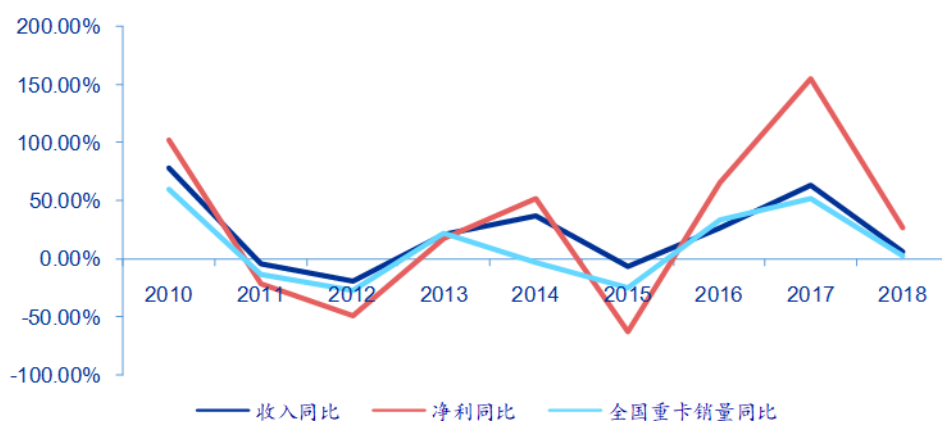
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.治超去库存背景下行业回暖，多产品布局引领排放升级

2.1 治超政策+国三去库存双驱动，重卡销量有望超 110 万

公司业绩与下游卡车销量紧密正相关，重卡行业高景气驱动业绩增长。回溯历史，公司业绩波动基本与全国重卡销量波动保持一致。重卡销量具有明显的周期性，分别在 2010 年 2013 年达到行业峰值，持续时间均不超过 2 年。2017 年重卡行业再度迎来高景气，且受多因素影响这次行业景气持续时间更长，2016、2017 两年行业重卡销量增速始终维持高位。

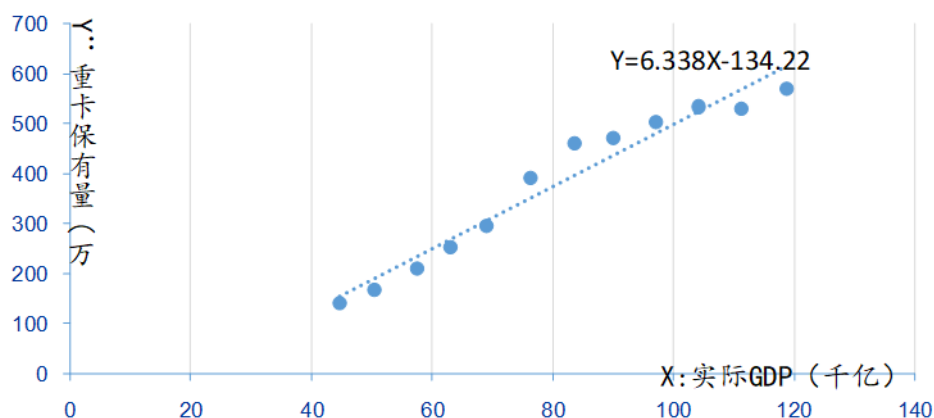
图 25：公司业绩与卡车行业销量紧密相关



资料来源：wind，中汽协，申万宏源研究

经济增长驱动重卡保有量上升。2016-2017 年宏观经济回暖，受全球经济复苏影响中国经济增速继续保持稳步增长。2018 年受贸易战影响国内稳增长压力增大，基建投资需求回升，中国铁路总公司表示 2018 年铁路固定资产投资额重返 8000 亿元，国内基建潮蠢蠢欲动。作为基建建设的重要生产工具，重卡保有量与 GDP 存在显著联系。拟合 2005-2016 年重卡保有量与 GDP，相关系数达到 0.97，两者间存在 $Y=6.338X-134.22$ 的关系曲线。经济增长是驱动重卡保有量上升的主要因素。

图 26：重卡保有量与 GDP 拟合曲线

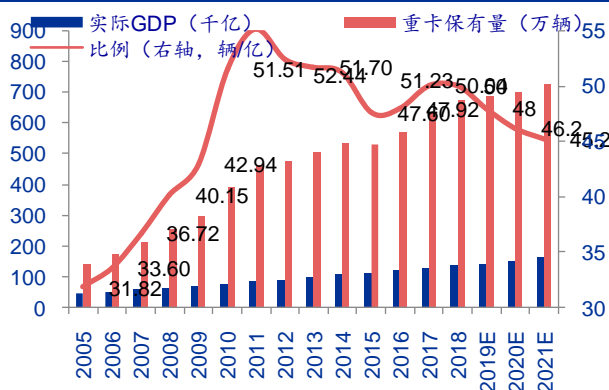


资料来源：国家统计局，环保部，申万宏源研究

注：实际 GDP 采用以 1978 为基期的 GDP 指数计算得出

受治超政策影响 2016 年后 GDP 与重卡保有量偏离上述拟合曲线。在 2016 年开始重卡销量占货运车销量的比重开始上升，市场对重卡出现需求偏好，至 2017 年上升至 30.7%，远高于历史水平达到 10 年内一个峰值。对应单位 GDP 所需重卡量呈现下降趋势。我们预计 2019、2020、2021 单位 GDP 所需重卡比例分别为 48、46.2、45.2。

图 27：GDP 与重卡保有量比例关系



资料来源：国家统计局，环保部，申万宏源研究

图 28：销售重卡占货运车比重



资料来源：中汽协，申万宏源研究

治超政策刺激重卡保有量上升。2016 年 8 月五部联合召开电话会议共同发布治超新规 GB1589 修订版。新规要求取消货车总重超过 55 吨、平均轴载超过 10 吨和载货超过车辆出厂标记载质量的超限超载认定标准。比如 5 轴货车的违法标准由 50 吨降到 43 吨。我们估算治超将致使重卡平均运力下降 15%-20%，中短期内将刺激重卡保有量上升 30-40 万辆。我们预计未来 3 年治超带来的保有量增量为 30, 35, 40 万辆。假设实际 GDP 未来增长率能稳定在 6% 以上，通过单位 GDP 所需重卡计算出未治超下 GDP 所需重卡辆，加上治超带来的保有量上升，预计未来三年的重卡保有量将保持在 719、738 和 769 万辆左右。

表 7：未来 3 年重卡保有量测算表

时间	实际 GDP (千亿元)	实际 GDP 增长率	重卡保有量	重卡保有量/实际 GDP 比例 (辆/亿)	治超带来的保有量上升 (万辆)	最终重卡保有量(万辆)
2018	135.37	6.60%	676.87	50.00	25	701.87
2019E	143.50	6.00%	688.78	48.00	30	718.78
2020E	152.11	6.00%	702.73	46.20	35	737.73
2021E	161.23	6.00%	728.77	45.20	40	768.77

资料来源：中汽协，申万宏源研究

国务院推出蓝天保卫战再放政策利好，考虑更新需求预计未来 3 年重卡销量为 116.77、119.85 和 123.51 万辆。2018 年 7 月国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，明确了大气污染防治工作的总体思路，其中提出 2020 年底前，京津冀及周边地区、汾渭平原淘汰国三及以下排放标准营运中型和重型柴油货车 100 万辆以上。2019 年 7 月 1 日起，重点区域、珠三角地区、成渝地区提前实施国六排放标准。考虑到政策执行效果，假设 19、20、21 蓝天计划带来的增量为 25.6、23.2、21.6 万辆/年，加上重卡保有量新增和使用寿命到期带来的更新需求，我们预计 18-20 年重卡的销量分别为 116.77、119.85 和 123.51 万辆。

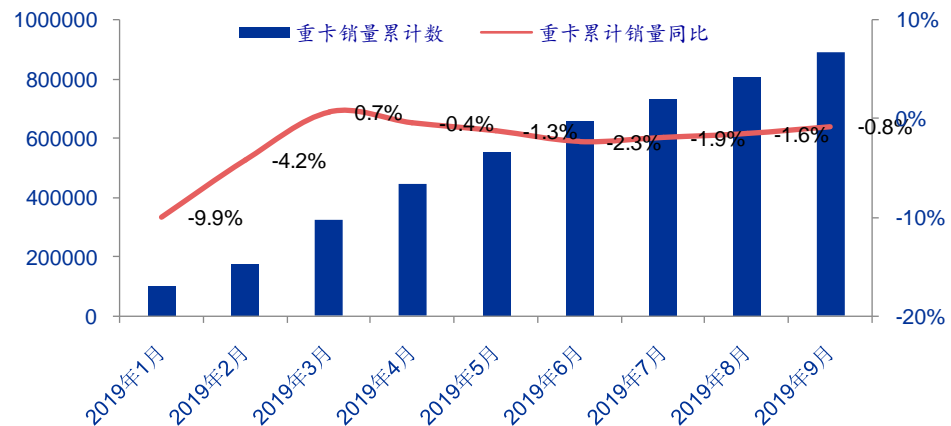
表 8：未来三年重卡销量测算表 (单位：万辆)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
更新需求	27.03	39.49	51.24	58.83	66.96	76.87	79.26	82.70	75.87
重卡保有量新增	29.46	31.7	-3.62	39.43	65.93	41.46	11.91	13.95	26.04
蓝天计划增量						16.00	25.60	23.20	21.60
预测当年销量	56.49	71.19	47.62	98.26	132.89	134.33	116.77	119.85	123.51
实际当年销量	77.41	74.40	55.07	73.29	111.69	114.53	116.77	119.85	123.51

资料来源：中汽协，申万宏源研究

19 年重卡月销量稳定回暖，蓝天计划影响可看更远。因为国四于 2010 年实行即最后一批国三重卡在 2010 年前销售，而重卡国家法定的报废年限最长为 15 年，所以消极看剩余国三更新需求最晚将于 2025 年释放完毕。根据环保部的数据，2017 重卡保有量约为 635 万辆。据我们测算，其中国四、国五车辆约 350 万辆，国三及以前约 285 万辆，假设其中 80% 采用机械泵+EGR 技术，不具备升级到国五排放的能力，则约有 230 万辆的国三及以前重卡亟需淘汰。

图 29：2019 年 1-9 月重卡累计销量及同比（单位：台）



资料来源：中汽协，申万宏源研究

重卡销量中枢上移，利好发动机业务进一步放量。根据我们的测算重卡行业 2019-2021 年预计销量为 116.77、119.85 和 123.51 万辆，销量中枢相比过去年度出现显著上移，将有利支撑发动机业务同等放量。

图 30：重卡销量中枢上移

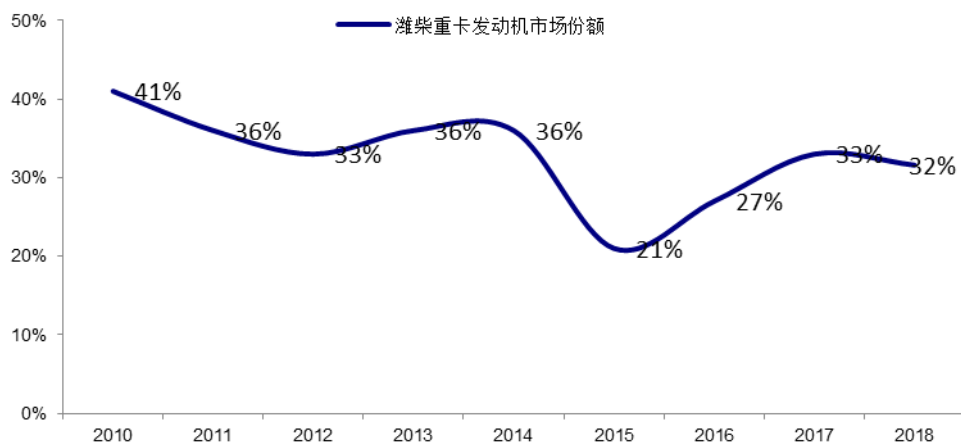


资料来源：中汽协，申万宏源研究

2.2 引领行业排放升级，发动机市占率稳步提升

2019 年上半年，公司销售重卡用发动机共 21.8 万台，同比增长 10.5%，市占率达到 33.2%，较 18 年的 31.6% 进一步提升，并有望在未来三年达到 40%。公司坚持产品创新，引领了行业排放升级，因此重卡用发动机市占率过去 5 年不断抢占竞争对手市场份额，提升了 5pct。

图 31：潍柴重卡发动机市场份额



资料来源：Wind，申万宏源研究

强强联合促重卡发动机渗透率提升。①公司与中国重汽展开合作，在 10L 以下的发动机展开配套关系有望充分促进公司重卡发动机渗透率提升。目前重汽 10L 以下的发动机配套车型主要有重汽豪瀚、豪沃和斯太尔。②2018 年 12 月公司与一汽解放签署战略合作协议，装机量有望进一步提升。公司与一汽解放子公司青岛解放有长期稳定的合作，现有中重卡配套率超过一半。未来有望在 JH6 等重点车型上加大配套潍柴新款的 WP13 系列高端发动机的比例。公司 WP13 作为满足国六排放标准的高端发动机，拥有绝对的竞争优势，不输强劲对手康明斯的同等级的 X13 重型发动机，同时价格上低于福康 X13，因此具有性价比优势。基于此，我们做出如下敏感性分析，假设只考虑青岛解放和重汽合作带来的影响，预计公司重卡用发动机的市占率可突破 40%。

表 9：公司重卡用发动机敏感性分析（单位：万台）

	情景 1	情景 2	情景 3
潍柴 2019H1 重卡发动机销量	21.8	21.8	21.8
青岛解放带来的增量	1	2	3
中国重汽带来的增量	1	2	3
预计潍柴重卡发动机销量	23.8	25.8	27.8
重卡用发动机总量	65.66	65.66	65.66
潍柴重卡用发动机市占率	37.77%	39.29%	42.34%

资料来源：第一商用车，申万宏源研究

表 10：潍柴 WP13 对标福田康明斯 X13

	潍柴	康明斯
名称	WP13 国六发动机	福田康明斯 X13 重型发动机
发动机	WP13 系列	X13 系列
适配范围	汽车吊，履带车，大件运输车，矿车，推土机	重型载货车、专用车、牵引车、重型工程车及客车

排量	13L	13L
最大马力	480-550 马力	560 马力
最大扭力	2550rpm	2400-2600N.m
排放标准	国六	国六
特点	使用更高效的 HiSCR 技术和 EGR 技术、轻量化	智能、高效、节油、可靠、噪音低

资料来源：第一商用车，申万宏源研究

2.3 新产品拓展，多产品布局提高营收水平

公司大马力发动机的生产销售主要依靠博杜安（潍坊）公司。博杜安公司作为动力供应商，活跃于世界海洋及内陆船舶工业领域，博杜安（潍坊）动力有限公司现已在中国建立起完善的采购、制造和售后体系，主营高速、大功率发动机，为客户提供功率 330-2000kW 的船舶动力、工业动力和工程机械等多个领域动力产品。

博杜安（潍坊）截至 19 年上半年大功率发动机销量 1000 余台，主要型号是 20 ~ 30L 排量发动机。未来 3-5 年潍坊工厂目标大功率发动机产量实现快速提升。随着排量的升级和技术的迭代，大功率发动单价有进一步提升的趋势。预计 70 ~ 80L 排量的超大功率发动机售价可达 100 万，公司当前销售数量少，后续将为公司带来可观增量。

图 32：WP13、M26、WHM6160 等高端大功率发动机概览



资料来源：公司官网，申万宏源研究

3. 零部件业务共振，共同抵抗行业周期性

3.1 收购凯傲，叉车业务蓄势待发

2012 年收购凯傲获取叉车资产，其后凯傲继续纵向并购形成智能仓储物流业务。凯傲是一家立足欧洲的国际叉车巨头，2012 年潍柴动力顺利入股，在潍柴动力的支持下于 2013 年在德国法兰克福上市，2015 年开始纵向并购智能仓储物流公司，分别于 2015、2016 年并购 Egemin、Retrotech 和 Dematic，其中 Dematic 并购规模最大。

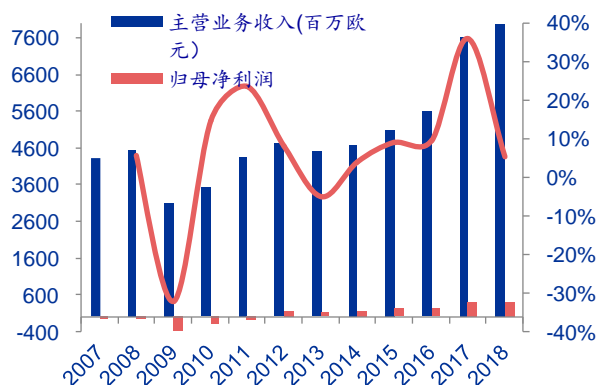
表 11：关于凯傲的收购事件

时间	收购事件
2012 年	以总价 7.38 亿欧元收购凯傲集团 25% 股权并取得凯傲剥离出的液压业务设立的林德液压 70% 的股权
2013 年	以 3.28 亿欧元增持凯傲股权比例到 30% 在潍柴动力的支持下，凯傲公司成功在德国法兰克福上市
2014 年	以 0.95 亿欧元继续增持凯傲股权比例至 33.3% 并表凯傲公司
2015 年	以 1.87 亿欧元继续增持凯傲股权比例至 38.25% 凯傲集团以 8060 万美元收购比利时自动化专家 Egemin 集团旗下的自动化部门 凯傲签约收购美国一家集成自动化仓库与配送方案综合系统 Retrotech Inc.
2016 年	凯傲签订协议以 21 亿欧元收购 Dematic Group 以 4.56 亿欧元收购凯傲股权比例达 43.26%
2017 年	凯傲以人民币 4943.96 万收购瑞典 Nordtruck AB 100% 的股权

资料来源：公司公告，申万宏源研究

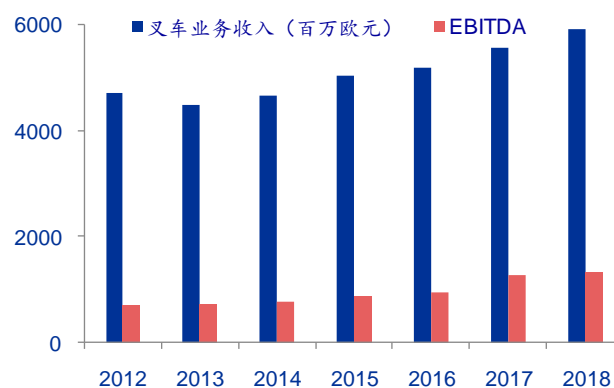
2014 年凯傲实现主营业务收入 46.78 亿欧元，同比增速 4.08%，归母净利润 1.76 亿欧元，EBITDA 率为 16.70%。2015 年后公司业绩一方面维持叉车业务稳定高增长，另一方面智能物流仓储业务不断并表，2017 年主营收入同比增长 36%。从各业务贡献占比来看，2018 年叉车和智能仓储物流在主营收入占比分别为 73.99% 和 25.67%，在 EBITDA 上占比分别为 68.11% 和 11.56%。

图 33：凯傲收入、净利情况



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

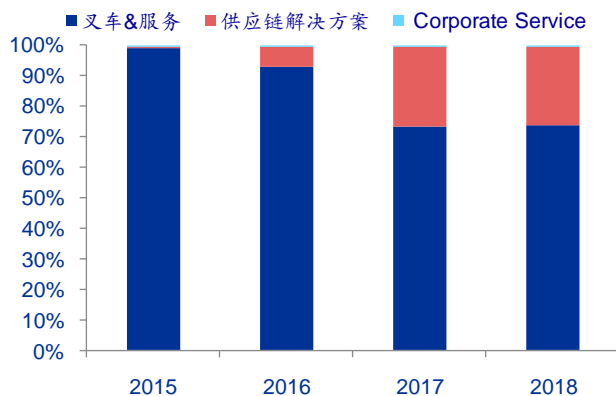
图 34：叉车业务收入



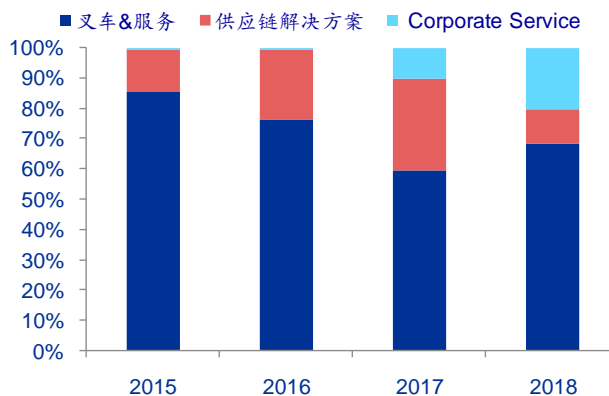
资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

图 35：凯傲分部收入情况

图 36：凯傲分部 EBITDA 情况



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

多品牌战略各有侧重,全系列叉车产品一应俱全。凯傲一共有 7 个品牌,分别为 Linde、STILL、Baoli、Egemin、Fenwick、OM STILL 和 VOLTAS。其中 Linde、STILL、Baoli、Egemin 是国际品牌,其中 Linde 是全球第二叉车品牌,并且是中国第一的非当地品牌。而 baoli 则在中国主攻经济型路线。

图 37: 凯傲叉车产品系列表

Internal combustion (IC) counterbalance trucks - Mainly used outside				
Electric (E) counterbalance trucks - Mainly used inside				
Warehouse equipment: Rider trucks - Faster transportation of loads - Specially designed for warehouse requirements				
Warehouse equipment: Pedestrian trucks - Transportation of loads at a walking pace - Less electrical support than with ride-on industrial trucks				
Warehouse equipment: Tractors - Industrial processes, train stations, airports				
Automated and autonomous vehicles - Warehouse & distribution solutions - Automated guided vehicle solutions				

资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

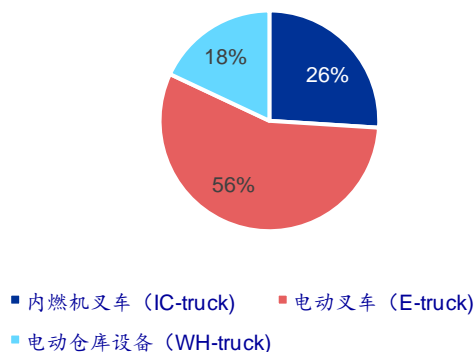
Fenwick、OM STILL 和 VOLTAS 则分别主攻法国、意大利和印度市场。从产品类型上看,大致可以分为 IC truck、E-truck 和 WH-truck 三种类型,其中 IC truck 是内燃机驱动,而 E-truck 和 WH-truck 则是电驱动。目前电驱动叉车销售已占凯傲销售总量的 82%。

图 38: 凯傲叉车品牌

International brands	Linde	- No. 2 worldwide ^(a) - No. 1 non-domestic brand in China ^(d)
	STILL	- Leading in intralogistics solutions
	Baoli	- Global economy brand - Chinese economy brand
	Egemin	- A leading manufacturer of material handling automation solutions
National brands	FENWICK	- No. 1 in France ^(c)
	OM STILL	- A leading player in Italy ^(b)
	VOLTAS	- A leading manufacturer in India

资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

图 39: 2017 年叉车销量占比 (按驱动方式)



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

盈利模式成熟多样，前后市场双管齐下充分挖掘叉车盈利潜力。凯傲已形成了新叉车销售-金融服务-后市场服务-租赁及二手叉车业务的完整闭环生态。根据测算一辆叉车的生命周期中其整体费用包括购买价、能源成本、后市场服务费用和操作者工资四个部分，其中购买价占比仅为 7%，后市场服务费用占比为 5%，叉车附加值增长空间挖掘潜力巨大。

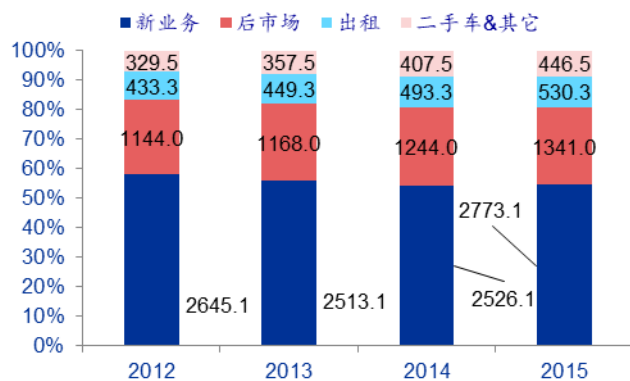
图 40：凯傲叉车业务商业模式



资料来源：公司官网，申万宏源研究

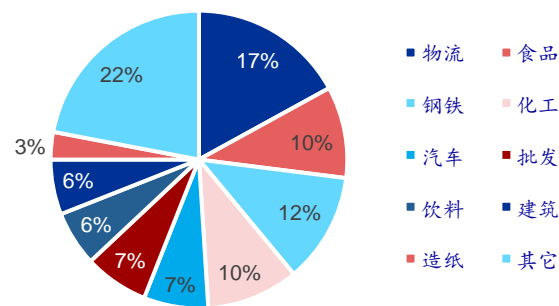
分模式看公司 2018 年新售新车业务和后市场服务收入占比分别为 57%和 43%。而目前凯傲拥有 130 万辆叉车的保有量，主要服务的下游市场为物流、钢铁、食品和化学等行业。未来凭借庞大的客户群体和数据库，先进的融资租赁模式，完善的售后服务使其对叉车和自动化物流市场的深入理解，未来凯傲稳定增长的业绩将有效平衡补充公司的整体业绩。

图 41：凯傲叉车收入情况（按盈利模式）



资料来源：公司官网，申万宏源研究

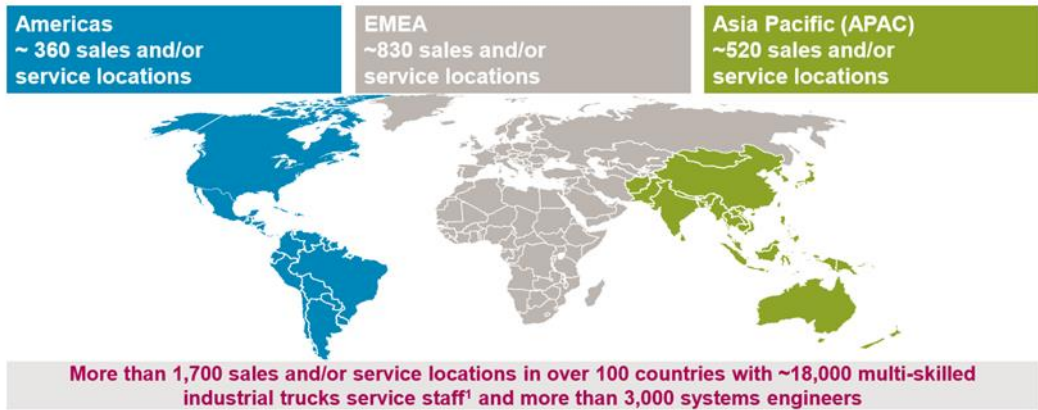
图 42：凯傲叉车下游应用领域



资料来源：公司官网，申万宏源研究

凯傲服务&销售网点遍及全球，是全球第二多个地区市占第一的国际叉车巨头。截止 2018 年凯傲在 100 多个国家一共拥有 1700 多个销售&服务的网点、18000 多名纯熟的叉车服务职员以及 3000 多名系统工程师，经营范围覆盖美洲、欧非中东和亚太三区。

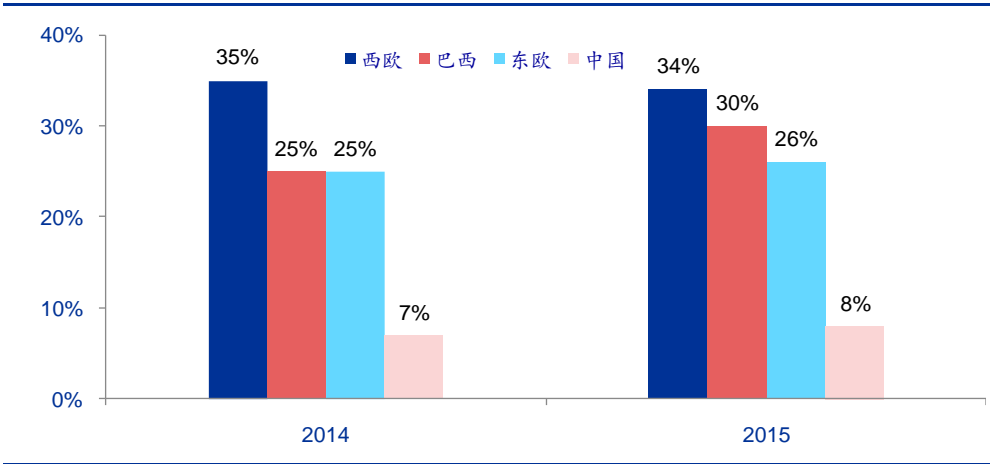
图 43：凯傲的销售&服务网点



资料来源：公司官网，申万宏源研究

2018 年三区收入占比分别为 21%、68%和 11%，欧洲地区是凯傲的基地市场。另外凯傲市场地位高，在西欧、巴西和东欧地区保持市占率第一、中国市占率第三、全球市场市占率第二的成绩，略次于丰田工业叉车。

图 44：凯傲叉车各洲市占率



资料来源：公司官网，申万宏源研究

对标丰田工业，凯傲盈利能力弱于丰田工业的原因在于负债率高和收购德马泰克（仍处于亏损）。根据公司公布的数据相比于竞品企业，凯傲的叉车成本收入平均要比竞品低 20%左右，这导致凯傲叉车的毛利率平均高于丰田 3 个百分点左右。但同时净利率上凯傲却低于丰田工业两点，主要原因一方面在于凯傲资产负债率高达到 70%以上，丰田工业资产负债率仅为 50%，另一方面是因为凯傲异常项目亏损（主要为重组并购损失）。近期随着凯傲积极偿还债务，净金融负债由 2016 年的 29.04 亿欧元降到 2017 年的 20.96 亿欧元。收购完成后公司通过置换高息债务为低息债务，优化财务结构。凯傲整体净利率由 2015 年的 4.28%提升到 2018 年的 5.00%。

表 12：凯傲与丰田工业主要财务指标对比

		2015	2016	2017	2018
毛利率	凯傲	26.53%	26.04%	24.09%	26.23%
	丰田工业	23.87%	23.69%	23.44%	23.13%
净利率对比	凯傲	4.28%	4.40%	5.57%	5.00%
	丰田工业	7.97%	8.00%	8.53%	7.02%
资产负债率	凯傲	71.29%	77.91%	71.96%	74.51%

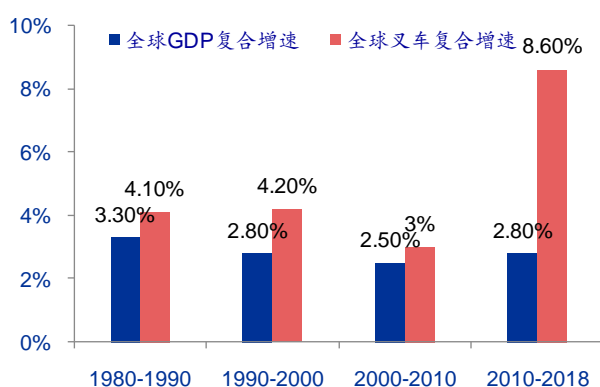
异常项目亏损（主要为重组并购损失）

丰田工业	49.75%	49.18%	49.91%	51.30%
凯傲	1.67%	2.12%	2.83%	
丰田工业	0.21%	0.23%	0.20%	

资料来源：Bloomberg, 申万宏源研究

凯傲扎根高增长的叉车行业，2017 年全球叉车市场增长了 10.31%。从历史上看叉车行业各阶段复合增速均高于同期全球 GDP 增速，1980-1990、1990-2000、2000-2010 和 2010-2017 四阶段叉车行业复合增速分别为同期全球 GDP 增速的 1.24X、1.5X、1.2X 和 3.1X。叉车行业市场规模也从 2009 年的年销售 54.9 万台增长到 2018 年 154.1 万台，复合增速达 12.15%。行业高增长的背后来自人工工资成本抬升、全球化深化、工业 4.0 和电子商务物流快速发展的持续推动。

图 45：全球叉车行业收入增速快于 GDP



资料来源：公司官网，申万宏源研究

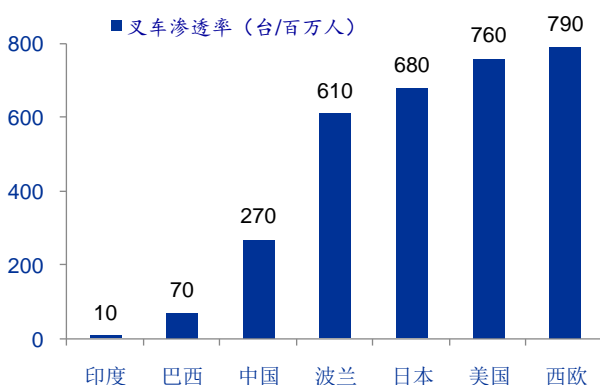
图 46：叉车行业市场空间



资料来源：公司官网，申万宏源研究

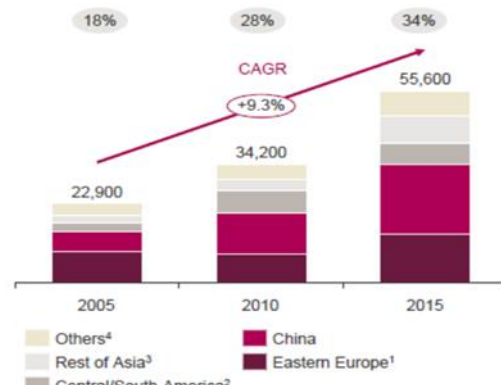
发展中国家地区叉车渗透率低、空间大、增速快。从各国每百万人拥有叉车数来看，美日欧等发达国家平均拥有量保持在每百万人 700 台左右，相比较的印度、巴西、中国等发展中国家叉车渗透率仍离前者的三分之一都不到，未来上升空间仍然较大。从凯傲历年的发展中国家销售叉车数量占比来看，在发展中国家增速快，从 2005 年的 2.29 万台提高到 2015 年的 5.56 万台，年均复合增速达到 9.3%，发展中国家销售叉车数量占比总销量比例从 2005 年的 18% 提高到 34%。未来叉车市场的空间将很大程度由发展中国家驱动。凯傲公司将充分利用这种趋势，制定了到 2020 年前借助已有的多品牌系列在美日欧等高端市场打入高端品牌和在中国等新兴市场导入 baoli 等经济型品牌的品牌扩张策略。

图 47：2017 年各国叉车渗透率



资料来源：公司官网，申万宏源研究

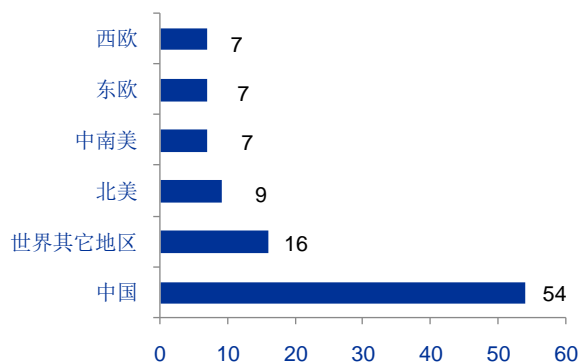
图 48：凯傲销售叉车数量在发展中地区占比提高



资料来源：公司官网，申万宏源研究

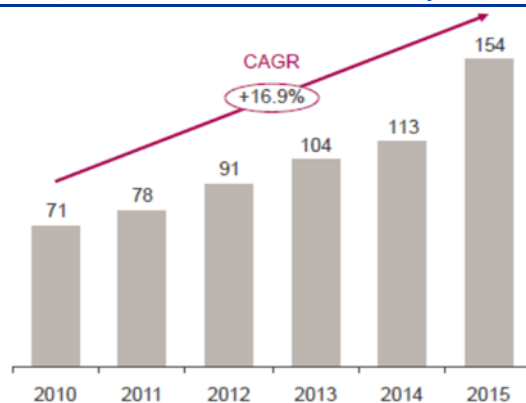
发展中国家地区中中国对叉车行业贡献率最大，牵手潍柴凯傲未来增长空间可期。从2004-2014年的各地区在增量中的贡献来看，中国贡献增量最大占比达到54%。凯傲在中国地区的服务业务收入也从2010年的0.71亿欧元增长到1.54亿欧元，复合增速达到16.9%。目前中国经济增长稳健，基建及物流蓬勃发展，在牵手中国的重卡产业龙头潍柴动力后，基于前者已有的市场经验和渠道优势，凯傲有望在未来加快在中国地区的业绩增速。

图 49：2004-2014 年叉车增量贡献占比 (%)



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 50：凯傲在中国服务业务收入情况 (百万欧元)



资料来源：公司官网，申万宏源研究

德马泰克是全球第三大的智能物流解决商，商业模式主要包括系统设计和软件管理及后市场服务两块。智能物流仓储系统是指通过传送带、分拣、储存、拣选和堆垛等行动合成，并辅以实时、精准的路线优化计算等管理软件为主要特点的高效物流体系。德马泰克作为全球最大的智能物流解决商，业绩增速较快，2013-2015 年复合增速达到 12.4%。

图 51：德马泰克业务模式



资料来源：公司官网，申万宏源研究

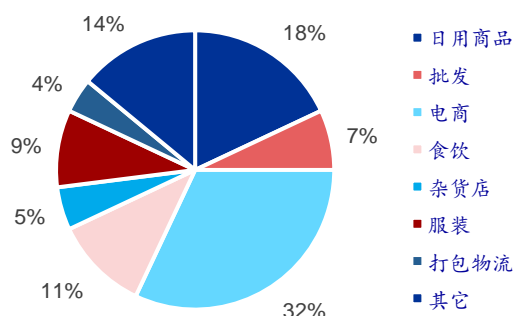
表 13：德马泰克（被收购前）业绩情况（单位：百万美元）

	2015	2013-2015CAGR
收入	1796	12.40%
EBITDA	201	11.50%
margin	11.20%	
EBIT	166	11.40%
margin	9.20%	

资料来源：公司官网，申万宏源研究

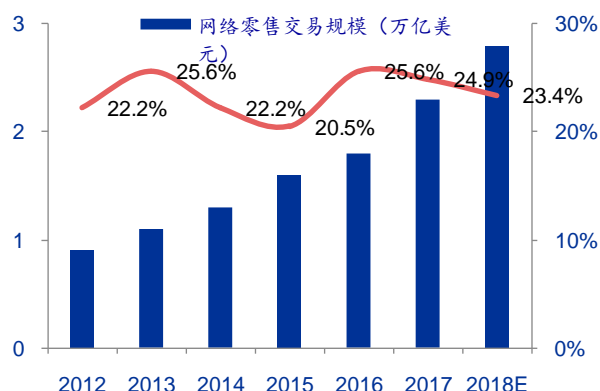
电子商务是目前智能仓储最主要的下游应用，受益全球网购发展智能仓储持续保持高增速。电子商务占到德马泰克下游应用业务的 32%，与此同时全球网络零售交易总额从 2012 年的 0.9 万亿美元增长到 2017 年的 2.3 万亿美元，每年的同比增速均维持在 20% 以上。

图 52：德马泰克业务下游应用占比



资料来源：公司官网，申万宏源研究

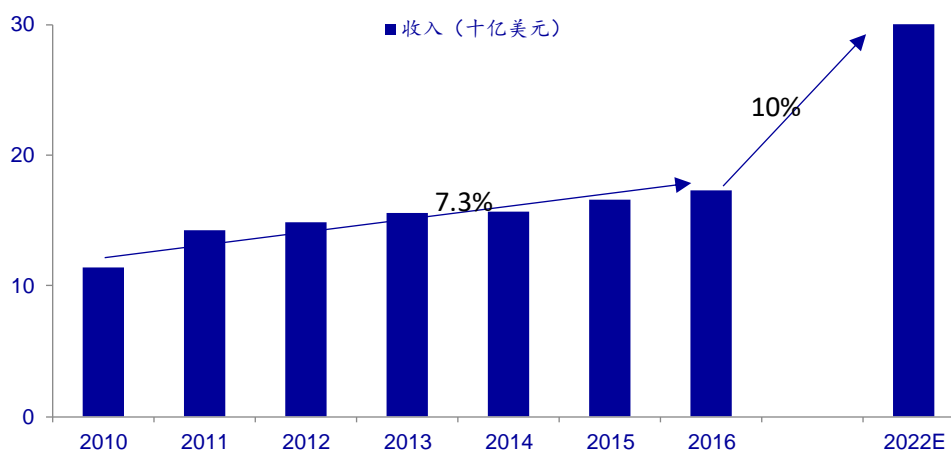
图 53：全球网络零售交易规模情况



资料来源：《2017 年电子商务报告》，申万宏源研究

全球前 20 智能物流供应商收入从 2010 年的 114 亿美元增长到 2016 年的 174 亿美元，年均复合增速为 7.3%。受益于工业 4.0 和电子商务迅速发展，智能仓储物流预计未来 5 年内将继续保持在年均复合增速 10% 左右的增速，到 2022 年前 20 大智能物流供应商收入预计将达到 300 亿美元的空间。按照 17 年德马泰克的市占率，预计到 2022 年凯傲的智能仓储业务业绩至少达到 30 亿美元收入，相比 2017 年有望增长 50%。

图 54：全球前 20 智能物流供应商收入及复合增速情况



资料来源：公司官网，申万宏源研究

商业模式上紧密配合，潍柴未来旨在打造综合物流解决方案提供商。在智能仓库方面，由德马泰克负责提供传送带、分拣、储存、拣选和堆垛系统的设计和解决方案，由德马泰克和 Egemin 共同提供 AGV 和供应链系统，最后由凯傲负责提供仓库内部的各类叉车，智能仓储物流商业模式上各子公司紧密配合。在整个公司的大角度，潍柴动力战略转型和结构调整逻辑非常清晰，公司将构造“潍柴干线运输+凯傲物料搬运+德马泰克智能仓储+山

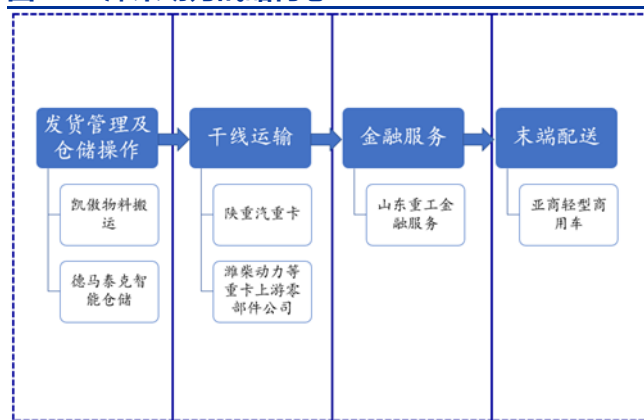
东重工金融服务”的智能物流产业链，打造独一无二的全产业链完整闭环,成为智能物流整体解决方案的市场领导者。

图 55：智能仓库商业模式及内部协作



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 56：潍柴动力战略构想

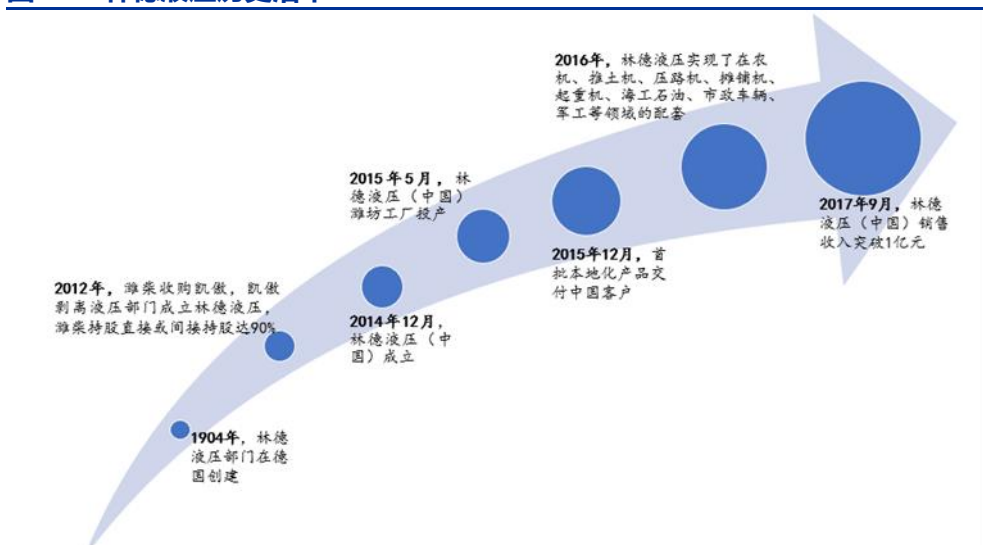


资料来源：公司官网，申万宏源研究

3.2 借助林德液压，拓展液压件业务

林德液压是国际知名高端液压件生产商，被潍柴收购后逐渐开启本土化战略。林德液压部门于 1904 年在德国创立，主要生产模块化驱动系统，包括液压，电气工程和电子，是一家在高压液压领域的领先的技术供应商在德国四个生产基地，并在欧洲，美国和中国拥有分公司和一个覆盖五十多个国家的由 60 个左右的销售和服务合作伙伴组成的网络。2012 年因为潍柴收购凯傲，凯傲遂剥离液压部门单独成立林德液压，潍柴通过直接或间接对其持股达 90%达到了对林德液压的控制。之后随着 2014 年 12 月潍柴和林德合资成立林德液压（中国）正式开启林德液压在中国的业务。液压件本土化的战略考虑由来已久，主要因为三个原因。第一是德国人力成本过高，第二交货周期长，通常需要 2-3 个月，考虑到产品出问题服务周期也会更长。第三是欧洲产品到中国存在水土不服问题，比如液压件接口就不一样。

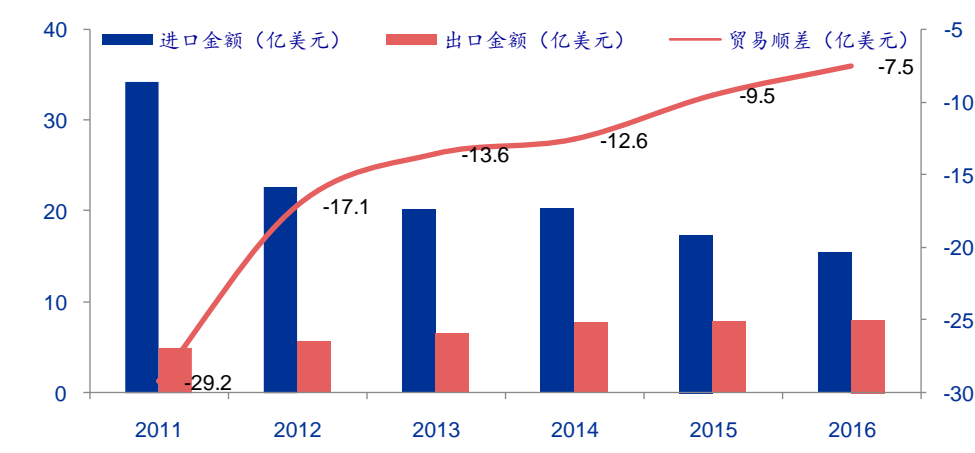
图 57：林德液压历史沿革



资料来源：林德液压官网，申万宏源研究

国内高端液压市场仍然被国际知名液压企业掌控，林德液压本土化助推中国高端液压市场破局。目前国内液压市场上，国际知名液压企业历史悠久，技术雄厚，规模庞大，具有强大的综合实力，其竞争优势和竞争地位在短期内难以被撼动。比较有代表意义是博世力士乐、派克汉尼汾、日本凯迩必公司等。而我国本土液压企业呈现企业数量多、规模小、总体竞争力不强的特点，企业科技研发能力较弱，拥有高端产品和较高技术能力的企业很少。液压市场对海外产品依赖度高，我国液压行业进出口长期维持逆差状态。近期我国液压逆差逐步缩小，国产进口替代逐步加快。林德液压作为国际高端液压企业，占据全球约5.5%的市场份额，重组并购林德液压是获得德国高端液压技术的捷径。例如，连续运作8000小时液压件的标准寿命，国内很多液压件只能做到连续工作5000小时，而林德液压件可以达到上万小时，并且优异的马达低速稳定性能，平均1.25‰的控制精度，让林德液压拥有了远远优于竞争对手的工作效率。此外，林德液压的产品故障率小于1‰。林德液压历经市场考验，是未来中国突破高端液压市场的关键。

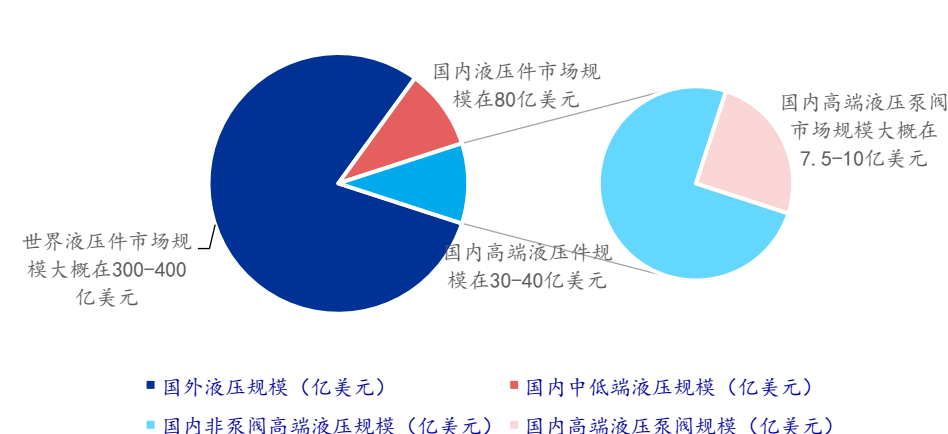
图 58：中国液压行业进出口逆差数额



资料来源：中国产业信息网，申万宏源研究

我国液压市场规模巨大，高端液压市场规模在 40 亿美元左右。全球液压市场规模约在 400 亿美元，其中我国市场规模 80-100 亿美元，占比 20%-25%，国内液压市场规模巨大。其中高端液压市场规模约为 30-40 亿美元，几乎被国际液压巨头垄断。林德液压作为高端液压生产商，内部与潍柴在产品、技术和渠道上互补，有望快速切入空间可观的高端液压市场。

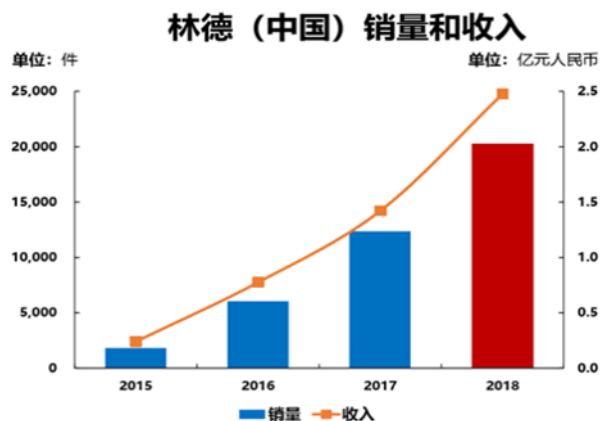
图 59：液压行业结构与规模



资料来源：中国产业信息网，申万宏源研究

打造液压动力总成配套主流客户，林德（中国）收入翻番增长。收购林德液压后继续完善推出液压动力总成，为工程机械、农业装备等行业提供整体动力解决方案，并实现为客户提供泵、马达、阀等高端液压产品，打破国外垄断。2018 年林德（中国）销售 2 万台，万台，深度绑定主流客户，山推、徐工、中联、三一 4 大客户订单占营业收入比重超过 50%。在产能上，第一条生产线于 2015 年 5 月林德潍坊工厂开始投产，年产能 8000 套。第二套装配线也于 2016 年投产，6 种马达在线生产。2016 年底泵、马达两款核心产品销售 6000 余台，同比增长 230%。林德（中国）的收入增速也从 2016 年的 7300 万元增长到 2017 年的 1.4 亿元再到 2018 年的 2.5 亿元，收入接连翻番增长。未来随着继续加深林德与潍柴在产品、技术和渠道上的互补，独立运营的液压业务将充分挖掘尚未开发的市场潜力。

图 60：林德液压在中国业务收入翻番



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 61：林德液压（中国）合作伙伴



资料来源：公司官网，申万宏源研究

3.3 布局新能源，积极推动天然气重卡

新能源动力电池主要分锂电池和燃料电池两大类。蓄电池包括铅酸蓄电池、镍基电池、钠硫电池、锂电池、空气电池等，主流常见的是铅酸蓄电池和锂电池。燃料电池包括碱性燃料电池(AFC)、磷酸燃料电池(PAFC)、熔融碳酸盐燃料电池(MCFC)、固体氧化物燃料电池(SOFC)、质子交换膜燃料电池(PEMFC)、直接甲醇燃料电池(DMFC)。锂电池和燃料电池的最大区别在于两者的工作本质不一样。锂电池是一个储能装置，通过可逆的电化学反应实现电能的存储和释放，它必须储能再放能，完全依赖于外部能量的供应，如果外部能量是非环保的，那么锂电也就是非环保的电力，因此就有了纯电动汽车只不过是污染的二次转移之说，因为其电能主要来自于以火力发电为主的电网。燃料电池无需储能，是一个电能生产装置，它通过电催化反应将燃料中的化学能转换成电能释放出来，工作方式跟内燃机比较类似。

燃料电池相比锂电池具有高能量密度的优点，更适合重卡的动力技术。以氢燃料为例比较燃料电池与锂电池。1) **在能源密度上**，锂的能量密度其实也只有汽油的 1/4，锂电池能量密度提升受制于理论瓶颈最多也就是从目前的 160Wh/KG 提高至 300Wh/KG，即使达到也只有燃料电池的 1/120。2) **在成本上**，国内锂离子电池系统的成本在 1800 元/kWh 左右，燃料电池堆（不含系统中的燃料系统等各种附件）的成本在 5000 元/kWh

左右，另外燃料电池的成本偏高主要是由于使用了贵金属 Pt，叠加相关的氢站等配套设施成本高昂，成本上短期内燃料电池依然劣势。3) 综合看，在能源密度和环保节能上，燃料电池优于锂电池，但因为制氢工艺和配套设施等问题在成本上燃料电池仍存在劣势，但从长远来看，燃料电池将会是动力技术的最终方向。

步步为营，从天然气卡车、新能源混合动力和布局燃料电池技术潍柴动力积极拥抱行业新趋势。陕重汽在 2012 年 CNG、LNG 多项专利技术填补中国天然气重卡的空白，2012 年陕重汽新能源车型以 6546 辆销量蝉联行业第一，之后一直保持高速增长，2015 年天然气重卡市占率达到 40%。2014-2015 年积极推广新能源动力总成系统，并自主研发出插电式混合动力总成系统，2016 年销量 2991 台，同比增长 5 倍。2016-2018 年在电驱动车浪潮的席卷下公司未雨绸缪选中了燃料电池的技术路线，投资了弗尔塞并与 SOFC 供应商英国锡里斯动力控股有限公司签署战略合作协议，持股比例达到 20%，并携手锡里斯动力计划在中国潍坊成立合资公司，在固态氧化物燃料电池领域展开全面合作，锡里斯动力将在中国市场独家授权合资公司使用锡里斯技术，产销燃料电池系统、电堆和电池片，应用于客车、卡车和特定发电市场。为促进产业化的进程，潍柴动力与锡里斯动力将首期合作联合开发以 CNG 为燃料的 30kW 锡里斯燃料电池，用于电动客车增程系统，并于 2019 年 9 月 6 日宣布第一个为中国燃料电池巴士配套的原型增程器研发完成，锡里斯动力和潍柴目前正致力于开发下一阶段的系统，以便在 2020 年进行巴士的实地试验。

公司在做强做好传统能源动力的同时，借牵头国家燃料电池重大专项的契机，在新能源动力系统上全面发力，在燃料电池技术、混合动力技术和纯电动技术方面进行技术研究和产品开发，形成了从涵盖控制系统、变速箱、电驱动桥、电机到整车的黄金产业链。潍柴动力旗下相关子公司在各业务板块持续加大研发投入，面向市场推出多款具有核心竞争力的新产品。重型卡车 HD 项目 X 平台产品上市发布，X 平台产品是对标欧洲一流车型，全新设计、开发的具有自主知识产权的新产品。同时开展新能源核心系统技术研究，推出了纯电动、混合动力、燃料电池等一系列新能源重型卡车。大中客持续提升核心技术，打造智能网联平台，推进智能化、网联化、数字化转型，其中新能源车联网系统全面应用，客车辅助驾驶技术得到深入研究开发。重型变速箱推进新一代的液力自动变速器、并联缓速器，以及适用于高端工程机械的 CVT 产品的研究，全年取得了 146 项发明专利与实用新型专利。2019 年，公司继续加大研发投入、完善科技创新体系建设、加快关键核心技术突破，全面对标国际一流，坚定不移迈向高端，在各个领域全力打造最具核心竞争力的产品。

表 14：潍柴动力绿色或新能源动力布局情况

布局	
天然气卡车	2018 年中期，销售 LNG 发动机 2.2 万台，同比增长 5 倍 2018 年重汽，陕重汽销售 LNG 重卡近 8000 辆，同比增长 7 倍 配套范围：并联系统、混联系统、纯电动系统和增程式系统
新能源混合动力	核心产品：WE52 并联式新能源动力系统；WE62 混联式新能源动力系统；WE20 纯电动动力系统 产品销量：2016 年销售 2991 台，同比增长 5 倍
燃料电池技术	2016 年投资弗尔塞，弗尔塞为新三板挂牌企业，为燃料电池技术产品设计开发与应用集成的国家高新技术企业 2018 年 5 月 16 日，潍柴动力与固态氧化物燃料电池 (SOFC) 供应商英国锡里斯动力控股有限公司 (Ceres Power) 在山东潍坊签署战略合作协议，持股比例达到 20%，并携手 Ceres Power 计划在中国潍坊成立合资公司

资料来源：公司官网，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

4.1 对标康明斯，估值水平有望提升

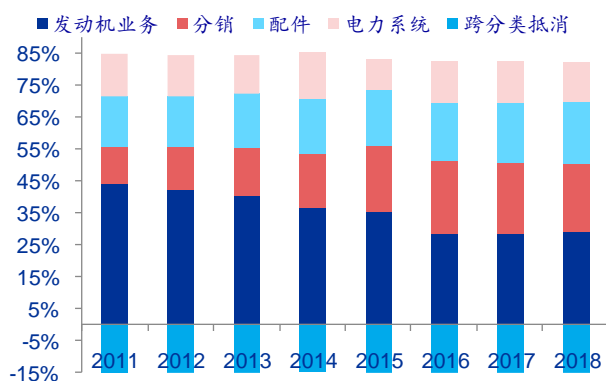
康明斯是一家专注发动机业务的世界龙头企业。公司下设发动机事业部、电力事业部、零部件事业部和分销事业部。康明斯 18 年实现营业收入 237.11 亿美元, 2011-2018 的 CAGR 为 3.98%, 营业利润 24.46 亿美元, 2011-2017 年的 CAGR 为-0.42%, 公司已进入成熟阶段, 业绩基本维持稳定。从分部门业绩构成来看, 康明斯部门业绩结构均衡, 其中发动机业务收入占比逐年递减, 而发动机和配件业务则是利润的主要贡献来源占比 70%左右。配件业务的盈利能力最强, 至 2017 年达到 12.8%, 其余发动机业务、电力事业部和分销部门的营业利润率分别为 10.7%、7.2%和 5.4%。

图 62：康明斯业务部门



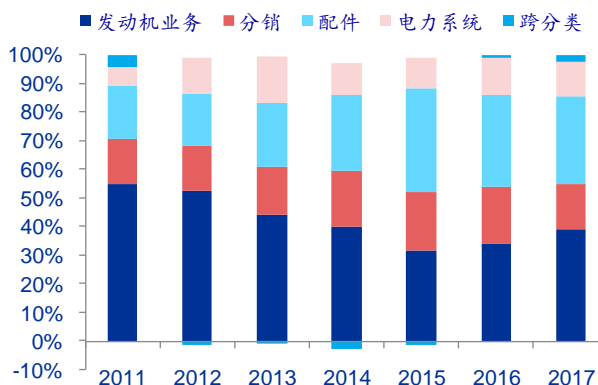
资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 63：康明斯分部门收入



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

图 64：康明斯分部门利润

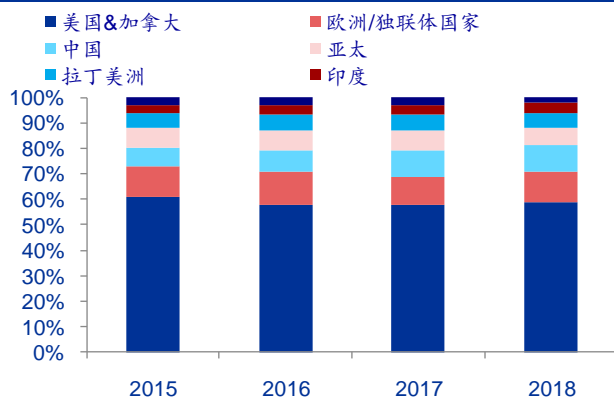


资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

康明斯海外布局完成国内外收入占比均衡，下游发动机各应用市场比例平衡。成熟的发动机企业在海内外布局及发动机下游应用布局上均较为平均。分区域来看，康明斯北美和其它地区占比为 60%和 40%，海外市场拓展完成。中国区域收入占比逐年提高，2015-2018 年中国区收入分别为 13.37、14、20.42 和 23.71 亿美元，占比从 7%提升至 10%。分发动机下游应用领域看，道路业务依然为核心占比接近 80%，其中重型货

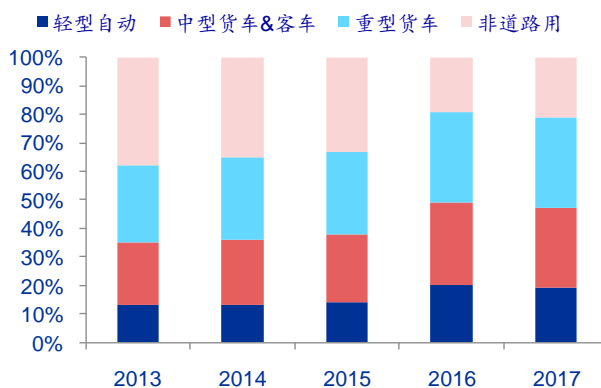
车发动机占比 32%，微高于中轻型货车。非道路业务部分占比仅为 20%，略高于潍柴的非道路业务占比。

图 65：康明斯分区域收入



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

图 66：康明斯发动机下游应用占比情况



资料来源：公司官网，申万宏源研究

康明斯在中国已有 40 年历史，在华主要采用合资形式进行生产发动机。康明斯与中国商业联系始于 1975 年，是最早在华进行发动机本地化生产的西方柴油机公司之一，目前康明斯在华总计有 30 余家机构，包括 16 家合资企业，员工 9000 多名，生产发动机、发电机组、交流发电机、滤清系统、涡轮增压系统、后处理和燃油系统等产品，康明斯 25 个发动机系列中已有 14 个在中国本地生产。康明斯拥有 12 家区域服务中心，33 个客户支持平台和 2000 多家授权经销商组成的服务网络。主要合作伙伴为与东风汽车、陕汽集团、北汽福田和柳工组建了五家发动机合资厂。

图 67：康明斯在中国的业务布局



资料来源：公司官网，申万宏源研究

对标康明斯历史和预测估值，潍柴估值仍有溢价空间。2018 年开始康明斯估值呈稳定趋势，稳定在 PE=12 左右。潍柴作为国内行业绝对龙头，主营产品盈利能力提升趋势明显，未来有望向康明斯估值看齐。假设按照 2020 年 14 倍估值，潍柴动力仍然 44% 的上涨空间。

表 15: 潍柴与康明斯对标

股票代码	可比公司	2019/12/25 股价 (元)	总市值 (亿	归母净利润 (亿元)				PE			
			元)	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
CMI.N	康明斯 (USD 计价)	181.16	277.54	21.50	23.3	19.3	20.1	12.9	11.9	14.4	13.8
000338.SZ	潍柴动力	15.3	1,186.6	86.6	102.6	114.7	126.3	14	12	10	9

资料来源: Wind, Bloomberg, 申万宏源研究, 康明斯 2019-2021 年净利润采用 Bloomberg 一致预期

4.2 绝对估值下, 给予增持评级

我们对公司做了 FCFF 现金流折现测算, 假设 WACC=5.72%, 半显性阶段的收入增速为 12%, 永续阶段的收入增速为 2%, 少数股权 PB=1, 那么公司的内在价值为 18.80 元, 当前股价 (2019 年 12 月 26 日收盘价) 为 15.27 元, 增长幅度为 23%, 给予增持评级。

表 16: 加权资本成本计算

主要指标	假设	来源
无风险利率	3.20%	申银万国证券研究所
股票市场溢价	5.00%	申银万国证券研究所
Beta	1.14	
股权成本(Ke)	8.90%	CAPM 公式
名义债务成本(Kd)	4.50%	根据历史平均水平预测
资产负债率	60%	分析师判断的长期资本结构
有效税率	20.00%	结合当前税率判断的长期值
WACC	5.72%	加权平均

资料来源: wind, 申万宏源研究

表 17: FCFF 估值关键假设

估值阶段	年数	收入增长率	ROIC	EBIT Margin	WACC	少数股权 PB	基准日期
显性阶段	3	—	—	—	5.72%		
半显性阶段	5	12%	15%	9%	溢价项		
递减过渡阶段	5	递减	趋于稳态	趋于稳态	0.00%	1	2019/12/26
永续	After 13 年	2%	5.72%	6.0%			

资料来源: wind, 申万宏源研究

表 18: FCFF 估值结果

FCFF 估值结果		
百万元, 元, 百万股	价值	比例
显性半显性价值	18,219	8%
终值	164,992	73%
核心企业价值	183,211	81%
加: 非核心长期投资	1,509	1%
货币资金	38,210	17%
交易性金融工具净值	3,902	2%
企业总价值	226,831	100%
减: 付息债务	66,772	29%

少数股东权益价值		22,946	10%
少数股东权益		22,946	
少数股权 PB		1	
股权价值		137,114	60%
总股本		7,934	
每股价值	2018 年末	17.28	
最新每股价值	2019/12/26	18.80	

资料来源：wind，申万宏源研究

财务摘要

合并损益表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	151,569	159,256	176,825	189,321	195,934
营业收入	151,569	159,256	176,825	189,321	195,934
整车及关键零部件	66,268	82,875	93,124	101,478	105,712
叉车生产及仓库技术服务	58,376	60,308	65,699	68,222	69,353
其他汽车零部件	9,914	10,311	11,548	12,588	13,343
其他主营业务	5,640	5,762	6,453	7,034	7,526
营业总成本	141,686	146,528	163,744	174,550	179,650
营业成本	118,468	123,686	140,156	149,820	154,997
整车及关键零部件	52,262	67,907	76,362	82,197	85,626
叉车生产及仓库技术服务	43,920	44,690	49,275	51,166	52,014
其他汽车零部件	7,577	6,465	8,777	10,196	10,808
其他主营业务	4,986	4,625	5,743	6,260	6,548
税金及附加	738	723	803	860	890
销售费用	10,338	10,619	7,780	8,709	9,209
管理费用	5,869	6,260	7,957	7,573	7,445
研发费用	3,732	4,320	7,603	7,951	7,837
财务费用	591	75	-500	-477	-793
资产减值损失	1,950	634	-160	65	10
信用减值损失	0	210	104	50	54
其他收益	162	232	232	232	232
投资收益	154	465	60	40	40
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	101	177	0	0	0
资产处置收益	85	2	2	2	2
营业利润	10,385	13,604	13,375	15,045	16,557
营业外收支	137	255	306	233	265
利润总额	10,522	13,858	13,681	15,278	16,822
所得税	1,344	2,233	2,271	2,540	2,797
净利润	9,178	11,626	11,411	12,738	14,025
少数股东损益	2,370	2,968	1,141	1,274	1,402
归母净利润	6,808	8,658	10,270	11,464	12,622

资料来源：wind，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	9,178	11,626	11,411	12,738	14,025
加：折旧摊销减值	9,315	8,037	6,086	7,212	8,021
财务费用	964	665	-500	-477	-793
非经营损失	-1,988	-1,382	61	-148	-11
营运资本变动	-874	3,073	1,666	2,576	808
其它	-152	243	-482	-259	335
经营活动现金流	16,443	22,262	18,241	21,642	22,384
资本开支	2,437	3,620	9,364	9,364	9,364
其它投资现金流	-2,785	-3,560	-71	-2,078	-1,855
投资活动现金流	-5,222	-7,181	-9,435	-11,443	-11,219
吸收投资	7,658	253	0	0	0
负债净变化	-10,062	-336	-9,270	-3,399	-1,599
支付股利、利息	3,573	5,282	-500	-477	-793
其它融资现金流	-620	-1,615	1,805	1,805	1,805
融资活动现金流	-6,598	-6,980	-6,966	-1,117	999
净现金流	4,656	8,125	1,840	9,083	12,165

资料来源：wind，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	100,340	108,105	117,074	128,982	143,220
现金及等价物	34,606	42,325	45,166	55,248	68,413
应收款项	40,312	40,344	43,877	43,813	44,324
存货净额	19,851	20,674	23,724	25,354	26,252
合同资产	0	936	0	0	0
其他流动资产	5,572	3,826	4,308	4,567	4,231
长期投资	3,234	5,972	5,469	6,777	8,156
固定资产	28,287	32,302	36,798	40,452	43,280
无形资产及其他资产	57,777	58,897	57,436	56,166	54,733
资产总计	189,638	205,276	216,777	232,378	249,390
流动负债	78,474	88,617	90,501	95,258	97,838
短期借款	8,771	12,371	7,000	7,500	7,800
应付款项	56,342	54,486	61,741	65,998	68,278
其它流动负债	13,361	21,760	21,760	21,760	21,760
非流动负债	54,810	54,400	52,306	50,213	50,119
负债合计	133,283	143,017	142,807	145,470	147,957
股本	7,997	7,997	7,934	7,934	7,934
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	136	-386	-323	-323	-323
其他综合收益	-1,528	-1,571	-1,271	-1,071	-571
盈余公积	617	674	742	819	902
未分配利润	27,899	32,444	42,645	54,033	66,572
少数股东权益	21,115	22,946	24,087	25,360	26,763
股东权益	56,355	62,259	73,970	86,908	101,432
负债和股东权益合计	189,638	205,276	216,777	232,378	249,390

资料来源：wind，申万宏源研究

重要财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	0.86	1.09	1.29	1.44	1.59
每股经营现金流	2.07	2.81	2.30	2.73	2.82
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	4.44	4.96	6.29	7.76	9.41
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	12.2	14.9	12.4	13.8	14.7
ROE	19.3	22.0	20.6	18.6	16.9
毛利率	21.8	22.3	20.7	20.9	20.9
EBITDA Margin	12.2	13.4	10.9	11.6	12.2
EBIT Margin	7.3	8.8	7.5	7.8	8.2
营业总收入同比增长	62.7	5.1	11.0	7.1	3.5
归母净利润同比增长	178.9	27.2	18.6	11.6	10.1
资产负债率	70.3	69.7	65.9	62.6	59.3
净资产周转率	4.30	4.05	3.54	3.08	2.62
总资产周转率	0.80	0.78	0.82	0.81	0.79
有效税率	13.0	16.7	16.7	16.7	16.7
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)	-	-	-	-	-
P/E	17.8	14.0	11.8	10.6	9.6
P/B	3.4	3.1	2.4	2.0	1.6
EV/Sale	1.1	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	9.3	7.9	8.3	6.8	5.7
股本	7,997	7,997	7,934	7,934	7,934

资料来源：wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	15999696711	chenzuoxi@swsresearch.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。