

潍柴动力

000338

审慎增持 (维持)

行业销量短期承压，公司经营稳步而上

2022年04月02日

市场数据

市场数据日期	2022-04-01
收盘价(元)	13.45
总股本(百万股)	8726.56
流通股本(百万股)	5050.20
总市值(百万元)	110868.96
流通市值(百万元)	67925.22
净资产(百万元)	70906.79
总资产(百万元)	277044.42
每股净资产(元)	8.13

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	203548	193104	220733	249525
同比增长	3.2%	-5.1%	14.3%	13.0%
归母净利润(百万元)	9254	10228	11423	12700
同比增长	0.5%	10.5%	11.7%	11.2%
毛利率	19.5%	20.9%	20.7%	20.6%
净利率	4.5%	5.3%	5.2%	5.1%
净资产收益率	13.1%	12.7%	12.4%	12.1%
每股收益(元)	1.06	1.17	1.31	1.46
每股经营现金流(元)	1.68	2.55	2.75	2.78

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证汽车】潍柴 21Q1 季报点评: 营收与利润均创新高, 多元业务经营向好》2021-04-30

《【兴证汽车】潍柴 20 年报及 21Q1 业绩预告点评: 21Q1 业绩高增长, 多元化业务全面向好,》2021-03-31

分析师:

戴畅

daichang@xyzq.com.cn

S0190517070005

董晓彬

dongxiaobin@xyzq.com.cn

S0190520080001

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年年报, 2021 年公司实现营收 2035.5 亿元, 同比+3.1%; 实现归母净利润 92.5 亿元, 同比+0.5%; 其中 21Q4 实现营收 371.2 亿元, 同比/环比分别-25.9%/-7.3%, 实现归母净利润 13.5 亿元, 同比/环比分别-35.6%/-7.8%。
- **21Q4 业绩同环比下降, 主要系“国六”排放法规切换导致重卡销量锐减。** 21Q4 公司营收 371.2 亿元, 同比/环比分别-25.9%/-7.3%。营收下降主要系“国六”排放法规切换致使下游重卡销量锐减所致。21Q4 重卡批发销量为 16.2 万辆, 同比-57.6%。21Q4 实现归母净利润 13.5 亿元, 同比/环比分别-35.6%/-7.8%。归母净利润同环比下滑幅度大于营收同环比幅度, 主要系原材料成本涨价、人工成本增加以及行业销量下滑使得规模效应下降等原因。
- **传统业务市占率提升, 高端产品持续发力。** 公司 2021 年销售发动机 102 万台, 同比增长 3.1%, 其中重卡发动机销售 42.9 万台, 市场份额同比提升 2.8 个百分点至 30.7%; 销售变速箱 115.3 万台, 其中重卡变速箱销售 101 万台, 市场份额同比提升 5.3 个百分点至 72.4%; 销售车桥 93.8 万根, 其中中重卡车桥销售 69.7 万根。同时, 战略高端产品继续发力, 大缸径发动机实现收入 14.1 亿元, 同比增长 49.3%; 高端液压实现国内收入 5.6 亿元, 同比增长 11.8%。公司控股子公司陕重汽累计销售重型卡车 15 万辆。得益于工业车辆和服务的复苏及供应链解决方案的持续增长, 凯傲各项经营指标表现优异, 实现销售收入 102.9 亿欧元, 同比增长 23.4%, 实现净利润 5.7 亿欧元, 同比增长 1.7 倍, 创历史最好成绩, 其中以德马泰克为代表的供应链解决方案业务实现销售收入 38 亿欧元, 同比大幅增长 44.5%, 实现利润总额 2.9 亿欧元, 同比增长 97.4%。
- **行业层面重卡保有量中枢与销量中枢仍有提升空间, 公司层面多业务发展平滑重卡行业带来的周期性波动影响。** 由于重卡需求结构向物流重卡转变(目前占比 70%+), 而物流重卡保有量与 GDP 基本同步增长, 重卡长期销量与保有量中枢仍有提升空间。公司注重新业务领域布局, 非重卡板块逐渐形成了“智能物流+液压+新能源”的多元化产业结构, 未来将受益重卡保有量中枢及销量中枢的提升及新业务发展。考虑到重卡短期销量承压以及原材料涨价等因素, 我们下调了公司的盈利预期, 预计 2022-2023 年归母净利润分别为 102.28/114.23 亿(此前盈利预测 2022-2023 年归母净利润分别为 113.8/125.8 亿), 首次给出 2024 年盈利预测 127.00 亿, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 原材料成本涨价、重卡销量低于预期、公共卫生事件反复

报告正文

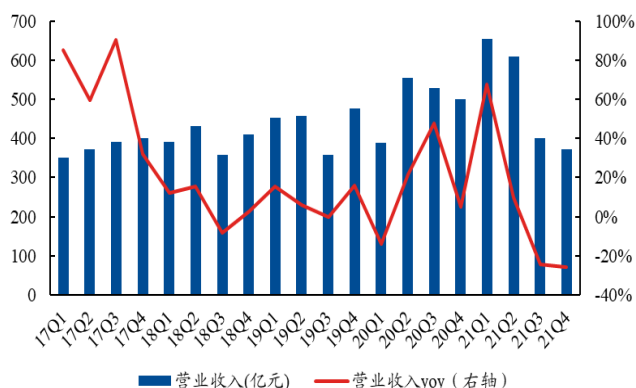
事件

- 公司发布 2021 年年报，2021 年公司实现营收 2035.5 亿元，同比+3.1%；实现归母净利润 92.5 亿元，同比+0.5%；其中 21Q4 实现营收 371.2 亿元，同比/环比分别 -25.9%/-7.3%，实现归母净利润 13.5 亿元，同比/环比分别 -35.6%/-7.8%。

点评

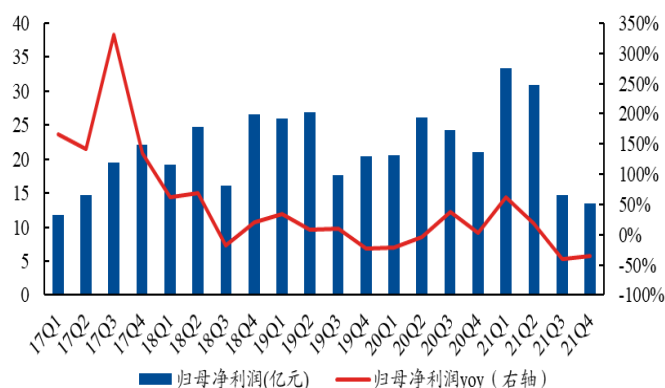
- **21Q4 业绩同环比下降，主要系“国六”排放法规切换导致重卡销量锐减。** 21Q4 公司营收 371.2 亿元，同比/环比分别 -25.9%/-7.3%。营收下降主要系“国六”排放法规切换致使下游重卡销量锐减所致。21Q4 重卡批发销量为 16.2 万辆，同比 -57.6%。21Q4 实现归母净利润 13.5 亿元，同比/环比分别 -35.6%/-7.8%。归母净利润同环比下滑幅度大于营收同环比幅度，主要系原材料成本涨价、人工成本增加以及行业销量下滑使得规模效应下降等原因。
- **传统业务市占率提升，高端产品持续发力。**公司 2021 年销售发动机 102 万台，同比增长 3.1%，其中重卡发动机销售 42.9 万台，市场份额同比提升 2.8 个百分点至 30.7%；销售变速箱 115.3 万台，其中重卡变速箱销售 101 万台，市场份额同比提升 5.3 个百分点至 72.4%；销售车桥 93.8 万根，其中中重卡桥销售 69.7 万根。同时，战略高端产品继续发力，大缸径发动机实现收入 14.1 亿元，同比增长 49.3%；高端液压实现国内收入 5.6 亿元，同比增长 11.8%。公司控股子公司陕重汽累计销售重型卡车 15 万辆。得益于工业车辆和服务的复苏及供应链解决方案的持续增长，凯傲各项经营指标表现优异，实现销售收入 102.9 亿欧元，同比增长 23.4%，实现净利润 5.7 亿欧元，同比增长 1.7 倍，创历史最好成绩，其中以德马泰克为代表的供应链解决方案业务实现销售收入 38 亿欧元，同比大幅增长 44.5%，实现利润总额 2.9 亿欧元，同比增长 97.4%。
- **行业层面重卡保有量中枢与销量中枢仍有提升空间，公司层面多业务发展平滑重卡行业带来的周期性波动影响。**由于重卡需求结构向物流重卡转变（目前占比 70%+），而物流重卡保有量与 GDP 基本同步增长，重卡长期销量与保有量中枢仍有提升空间。公司注重新业务领域布局，非重卡板块逐渐形成了“智能物流+液压+新能源”的多元化产业结构，未来将受益重卡保有量中枢及销量中枢的提升及新业务发展。考虑到重卡短期销量承压以及原材料涨价等因素，我们下调了公司的盈利预期，预计 2022-2023 年归母净利润分别为 102.28/114.23 亿(此前盈利预测 2022-2023 年归母净利润分别为 113.8/125.8 亿)，首次给出 2024 年盈利预测 127.00 亿，维持“审慎增持”评级。
- **风险提示：**原材料成本涨价、重卡销量低于预期、公共卫生事件反复

图 1、潍柴动力分季度总收入与同比 (单位: 亿元, %)



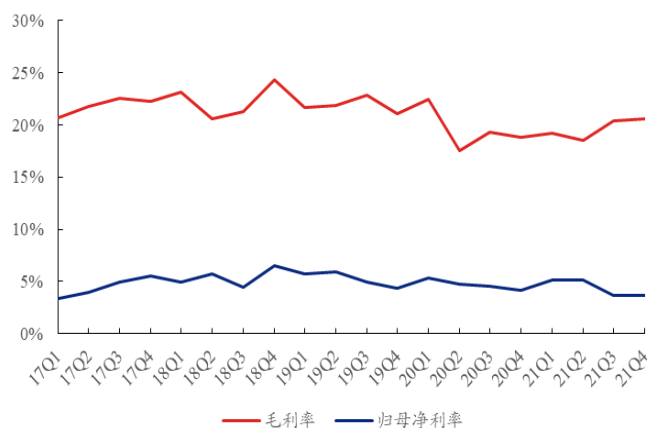
数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、潍柴动力分季度归母净利润与同比 (单位: 亿元, %)



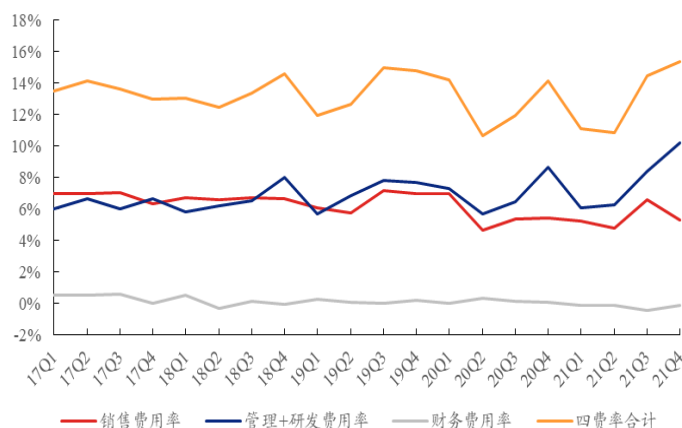
数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、潍柴动力分季度毛利率净利率 (单位: %)



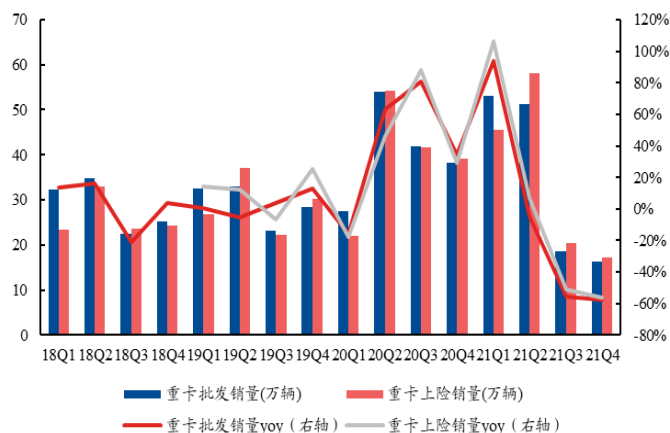
数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、潍柴动力分季度费用率及合计 (单位: %)



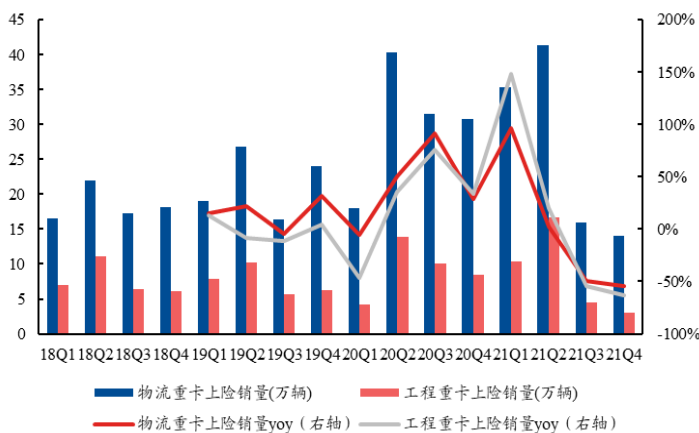
数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、重卡分季度批发与上险销量 (万辆) 及同比



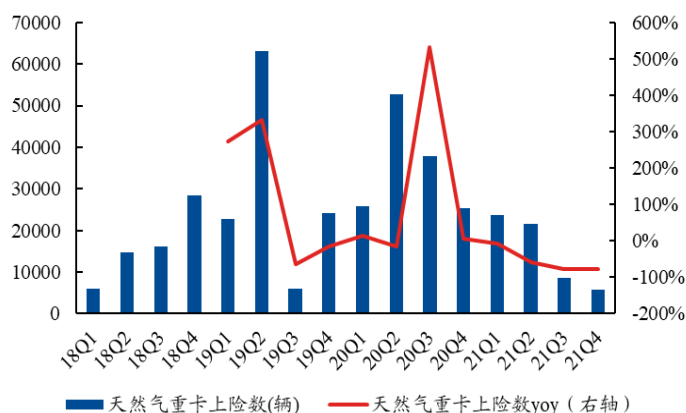
数据来源: 中汽协、上险数、兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、物流及工程重卡上险批发销量及同比



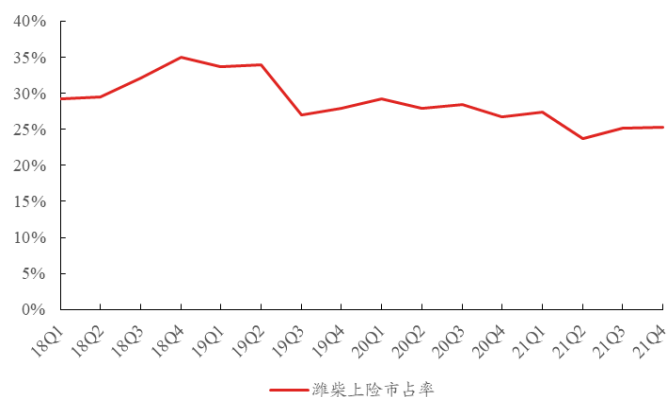
数据来源: 上险数、兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、天然气重卡上险及同比



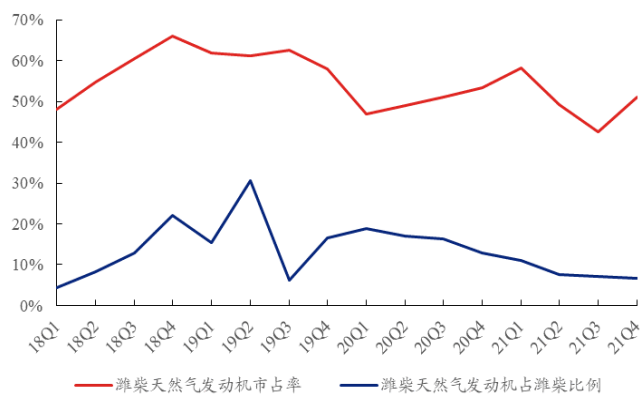
数据来源：上险数、兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、潍柴上险市占率



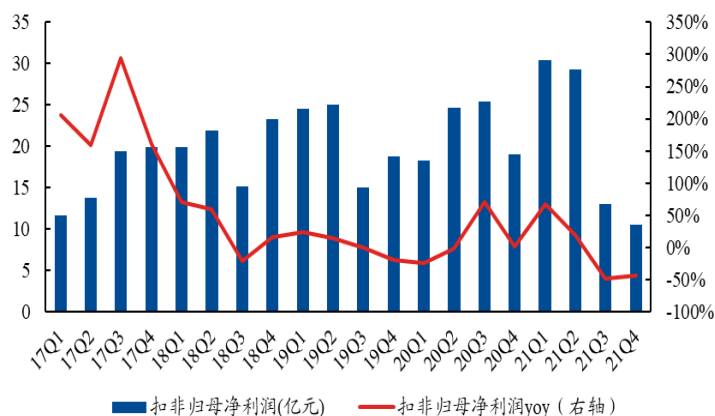
数据来源：上险数、兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、潍柴天然气发动机市占率及占潍柴比例



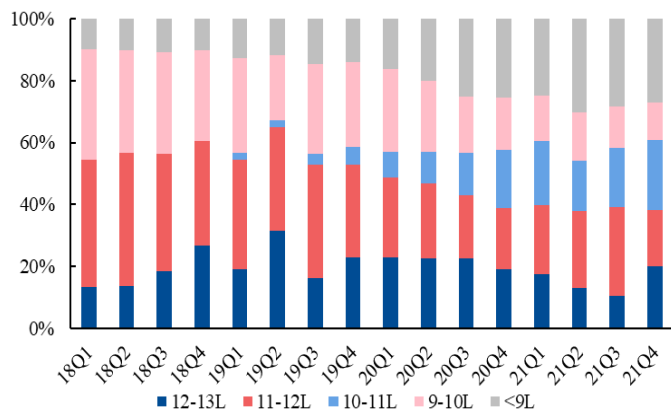
数据来源：上险数、兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、潍柴动力分季度扣非归母净利润与同比



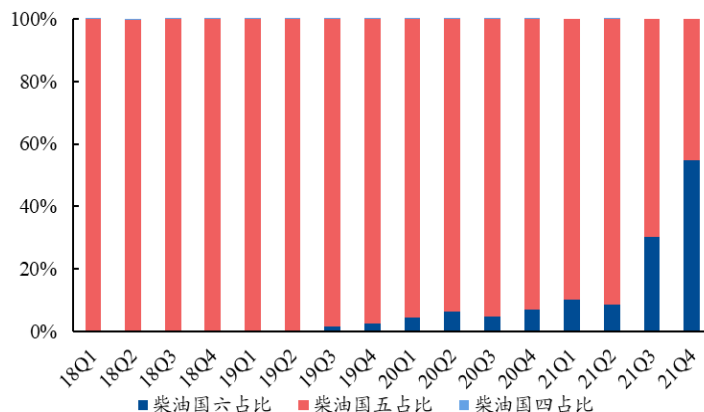
数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、潍柴发动机不同排量上险结构



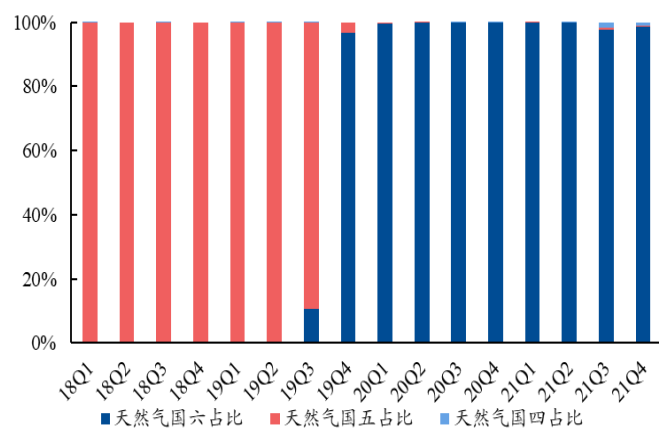
数据来源：上险数、兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、潍柴发动机不同排放水平上险结构



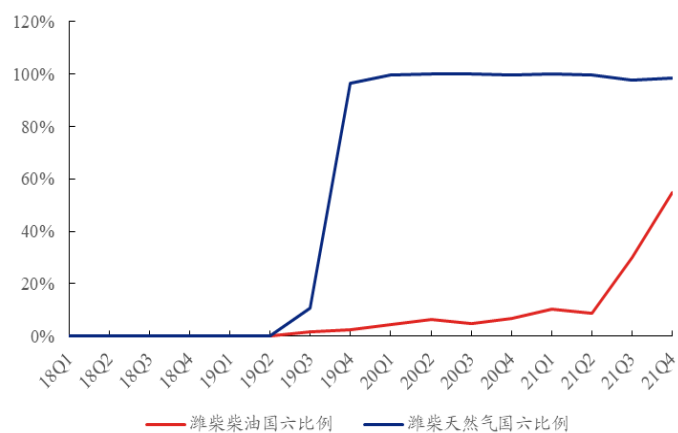
数据来源：上险数、兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、潍柴天然气发动机不同排放标准上险结构



数据来源：上险数、兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、国六机型占潍柴柴油与天然气机占比



数据来源：上险数、兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	160638	188817	21568	24243
货币资金	75043	103009	12919	15631
交易性金融资产	6387	5886	6048	6050
应收票据及应收账款	27793	30458	30257	29913
预付款项	1570	1339	1387	1401
存货	31585	30346	30918	30839
其他	18260	17779	17881	17914
非流动资产	116406	106676	96162	85360
长期股权投资	6713	5790	5957	6027
固定资产	33190	26482	19556	12629
在建工程	6032	6032	6031	6031
无形资产	20908	17571	13958	10209
商誉	22847	23616	23535	23447
长期待摊费用	294	254	216	181
其他	26421	26932	26909	26836
资产总计	277044	295493	31184	32779
流动负债	115382	116582	11736	11678
短期借款	2222	3357	3375	3177
应付票据及应付账款	67394	66,326	67,009	66,845
其他	45766	46899	46985	46762
非流动负债	58700	63092	63799	63777
长期借款	12907	13642	14412	15188
其他	45794	49450	49387	48588
负债合计	174083	179674	18116	18056
股本	8727	8727	8727	8727
资本公积	12255	12255	12255	12255
未分配利润	48385	57805	68311	79997
少数股东权益	32055	35112	38527	42322
股东权益合计	102962	115819	13067	14723
负债及权益合计	277044	295493	31184	32779

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	9254	10228	11423	12700
折旧和摊销	10597	9022	9043	9037
资产减值准备	688	-532	92	6
资产处置损失	-123	0	0	0
公允价值变动损失	-396	0	0	0
财务费用	1240	0	0	0
投资损失	-442	-600	-600	-600
少数股东损益	2307	3057	3415	3795
营运资金的变动	-8613	-1022	196	138
经营活动产生现金流量	14658	22263	24008	24286
投资活动产生现金流量	-5409	3445	1632	2204
融资活动产生现金流量	3123	2258	542	637
现金净变动	12261	27966	26182	27126
现金的期初余额	52873	75043	10300	12919
现金的期末余额	65134	103009	12919	15631

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	203548	193104	220733	249525
营业成本	163947	152812	175038	198159
税金及附加	797	869	993	1123
销售费用	10903	10621	12140	13724
管理费用	8056	7434	8498	9607
研发费用	6888	5986	6843	7735
财务费用	-450	0	0	0
其他收益	415	200	200	200
投资收益	442	600	600	600
公允价值变动收益	396	0	0	0
信用减值损失	-207	-200	-200	-200
资产减值损失	-688	-400	-400	-400
资产处置收益	123	0	0	0
营业利润	13889	15581	17421	19378
营业外收入	311	250	250	250
营业外支出	145	100	100	100
利润总额	14055	15731	17571	19528
所得税	2493	2438	2723	3027
净利润	11562	13293	14847	16501
少数股东损益	2307	3057	3415	3795
归属母公司净利润	9254	10228	11423	12700
EPS(元)	1.06	1.17	1.31	1.46

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	3.2%	-5.1%	14.3%	13.0%
营业利润增长率	11.2%	12.2%	11.8%	11.2%
归母净利润增长率	0.5%	10.5%	11.7%	11.2%
盈利能力				
毛利率	19.5%	20.9%	20.7%	20.6%
净利率	4.5%	5.3%	5.2%	5.1%
ROE	13.1%	12.7%	12.4%	12.1%
偿债能力				
资产负债率	62.8%	60.8%	58.1%	55.1%
流动比率	1.39	1.62	1.84	2.08
速动比率	1.12	1.36	1.57	1.81
营运能力				
资产周转率	74.3%	67.5%	72.7%	78.0%
应收帐款周转率	1073.3%	984.7%	1167.4%	1302.9%
存货周转率	496.5%	469.1%	543.8%	610.6%
每股资料(元)				
每股收益	1.06	1.17	1.31	1.46
每股经营现金	1.68	2.55	2.75	2.78
每股净资产	8.13	9.25	10.56	12.02
估值比率(倍)				
PE	12.7	11.5	10.3	9.2
PB	1.7	1.5	1.3	1.1

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,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,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn