

公司研究/季报点评

2020年10月30日

交运设备/汽车零部件 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元):	15.13
目标价格(元):	22.20

林志轩 SAC No. S0570519060005
研究员 SFC No. AVU633
021-28972090
zhixuan.lin@htsc.com

邢重阳 SAC No. S0570520070003
研究员 SFC No. BNN388
021-38476205
xingchongyang@htsc.com

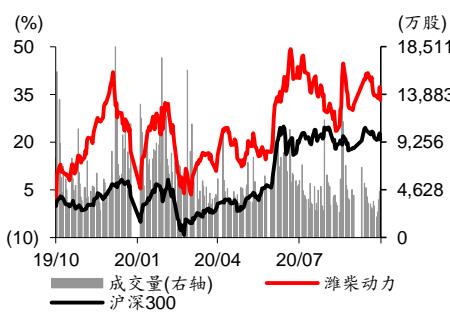
刘千琳 SAC No. S0570518060004
研究员 SFC No. BQB847
021-28972076
liuqianlin@htsc.com

王涛 SAC No. S0570519110001
研究员 021-28972053
wangtao011711@htsc.com

相关研究

- 1《潍柴动力(000338 SZ,买入): 1H20 收入增长但净利润短暂承压》2020.08
2《潍柴动力(000338 SZ,买入): 国内需求强劲,海外冲击有限》2020.05
3《潍柴动力(000338 SZ,买入): 1Q20 利润下滑,但利润率环比改善》2020.04

一年内股价走势图



资料来源：Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	7,934
流通 A 股 (百万股)	4,244
52 周内股价区间 (元)	11.56-17.25
总市值 (百万元)	120,040
总资产 (百万元)	265,077
每股净资产 (元)	6.23

资料来源：公司公告

3Q20 收入和净利润增长强劲

潍柴动力(000338)

3Q20 归母净利润+37%

潍柴动力（10月30日）公告了其三季度财务数据：营业收入528.9亿元，同比+48%，归母净利润24.3亿元，同比+37%，公司3Q20的归母净利润好于华泰预测（23亿元）。我们认为公司3Q20业绩较好主要得益于重卡行业销量高增长。2020年前三季度公司营业收入1,473.8亿元，同比+16%，归母净利润71.1亿元，同比+0.7%。我们预计公司2020-2022年EPS分别为1.27/1.48/1.59元，维持“买入”评级。

3Q20 重卡行业销量高增长

潍柴动力是中国领先的重卡发动机制造商，公司主要业务集中在重卡产业链。3Q20中国重卡销量40.5万辆，同比+74%。我们认为有两个因素促进重卡需求的快速增长：1) 物流运输需求不断增长，相比工程建设类的重卡需求更具韧性；2) 仅符合国三及以下排放标准的柴油车淘汰政策力度加码，推动用户提前换车。展望4Q20，我们认为上述两个驱动因素将继续推动重卡需求快速增长，潍柴将受益于重卡行业高景气的持续。

凯傲 3Q20 经营逐步回归正轨

凯傲(KION GR, 未覆盖)是潍柴的海外子公司(1H20公司持股45.23%)，其主业是叉车和物流仓储解决方案。受海外疫情冲击，凯傲2Q20收入同比-17%至19亿欧元，净利润亏损1700万欧元。随着公司经营恢复，3Q20凯傲经营表现逐步回归正轨，收入20.7亿欧元，同比-4%，净利润8200万欧元，同比-32%，相比2Q20实现扭亏。

3Q20 经营表现同比改善

受益于重卡行业的需求增长，据中汽协数据，陕重汽(1H20公司持股51%)3Q20重卡销量6万辆，同比+85%。公司营业收入同比+48%，归母净利润同比+37%，毛利率19.3%(3Q19: 22.9%)，净利率4.6%(3Q19: 4.9%)。我们认为3Q20公司利润率有所降低的主要原因是“国六”相关产品尚未实现较好的规模效应，随着2021年“国六”排放标准在全国推广，我们认为相关产品的毛利率有改善的空间。

维持“买入”评级

我们维持公司2020-2022年净利润预测不变，2021年可比公司Wind一致预期PE均值为18.9x(前次22.8x)，考虑到海外经济复苏由于疫情影响存在一定不确定性，我们维持前次估值不变，基于15x2021EPE，维持公司目标价22.20元不变，维持“买入”评级。

风险提示：重卡销量不及预期；利润率不及预期；凯傲受疫情冲击严重。

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	159,256	174,361	188,416	193,169	201,293
+/-%	5.07	9.48	8.06	2.52	4.21
归属母公司净利润 (百万元)	8,658	9,105	10,076	11,777	12,651
+/-%	27.16	5.17	10.66	16.89	7.41
EPS (元, 最新摊薄)	1.09	1.15	1.27	1.48	1.59
PE (倍)	13.87	13.18	11.91	10.19	9.49

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

图表1：潍柴动力：3Q20 收入增长较快



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：潍柴动力：3Q20 归母净利润增长较快



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

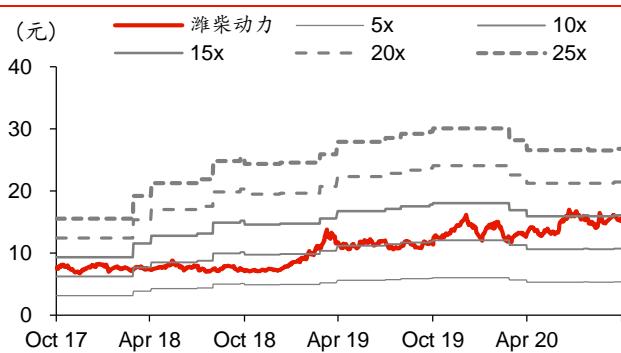
图表3：可比公司估值（截止至 2020 年 10 月 30 日）

证券代码	公司名称	市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)		PB (倍)
			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E
000581 CH	威孚高科	259	2.45	2.54	10.48	10.11	1.41
000951 CH	中国重汽	235	2.30	2.51	15.22	13.95	2.89
000550 CH	江铃汽车	172	0.52	0.75	38.59	26.71	1.58
600418 CH	江淮汽车	161	0.16	0.27	52.28	31.76	1.23
均值		207			25.80	18.87	1.83

资料来源：彭博，盈利预测与估值来自 Wind 一致预期，华泰证券研究所

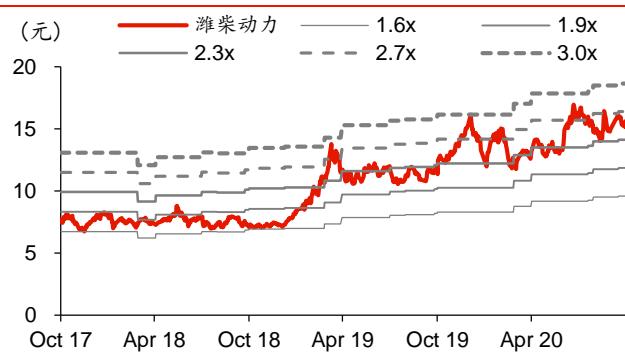
PE/PB - Bands

图表4：潍柴动力历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5：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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	108,105	126,185	135,840	147,828	161,746
现金	38,210	48,818	51,935	61,616	72,512
应收账款	38,148	40,743	46,459	47,631	49,634
其他应收账款	1,087	681.60	929.18	952.61	992.68
预付账款	1,109	996.71	696.88	714.46	744.51
存货	20,674	24,718	26,780	27,016	28,041
其他流动资产	8,877	10,228	9,040	9,898	9,823
非流动资产	97,171	110,647	111,611	115,868	120,339
长期投资	4,464	4,711	4,947	5,194	5,454
固定资产	29,454	26,319	29,819	33,319	36,819
无形资产	23,299	23,436	23,904	24,382	24,870
其他非流动资产	39,954	47,072	43,376	42,930	42,651
资产总计	205,276	236,832	247,451	263,696	282,084
流动负债	88,617	105,877	104,665	108,066	112,662
短期借款	5,473	2,015	2,075	2,137	2,202
应付账款	46,794	59,195	61,945	63,507	66,178
其他流动负债	36,350	44,667	40,645	42,421	44,283
非流动负债	54,400	61,180	63,975	66,970	70,182
长期借款	23,174	21,669	22,238	22,835	23,462
其他非流动负债	31,227	30,568	31,899	33,313	34,816
负债合计	143,017	167,057	168,640	175,036	182,844
少数股东权益	22,946	24,551	27,733	31,658	35,875
股本	7,997	7,934	7,934	7,934	7,934
资本公积	113.70	118.90	130.79	143.87	158.25
留存公积	32,444	37,282	43,328	49,216	55,542
归属母公司股东权益	39,314	45,224	51,079	57,002	63,365
负债和股东权益	205,276	236,832	247,451	263,696	282,084

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	22,262	23,835	23,454	24,327	26,361
净利润	11,626	11,907	13,258	15,703	16,868
折旧摊销	7,404	8,071	7,521	8,078	8,636
财务费用	(91.23)	(166.04)	290.38	557.29	858.33
投资损失	(464.81)	(694.69)	(500.00)	(500.00)	(499.00)
营运资金变动	2,922	6,280	(3,349)	154.38	(356.69)
其他经营现金	866.06	(1,562)	6,234	333.95	854.05
投资活动现金	(7,181)	(8,391)	(10,432)	(9,446)	(9,860)
资本支出	(3,684)	(5,394)	(7,000)	(7,000)	(7,000)
长期投资	(15,814)	(21,095)	(22,149)	(23,257)	(24,420)
其他投资现金	12,317	18,098	18,717	20,811	21,560
筹资活动现金	(6,980)	(7,567)	(3,401)	(5,229)	(5,634)
短期借款	2,298	(3,458)	60.44	62.25	64.12
长期借款	(2,965)	(1,505)	568.68	597.12	626.97
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(22.20)	5.20	11.89	13.08	14.39
其他筹资现金	(6,291)	(2,610)	(4,042)	(5,902)	(6,340)
现金净增加额	8,125	7,906	9,650	9,681	10,896

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	159,256	174,361	188,416	193,169	201,293
营业成本	123,686	136,353	148,101	149,407	155,073
营业税金及附加	723.22	663.96	753.66	772.67	805.17
营业费用	10,619	11,254	11,682	11,976	12,480
管理费用	10,580	12,128	12,247	12,556	13,084
财务费用	75.34	220.33	100.00	100.00	100.00
资产减值损失	(843.82)	(736.09)	(500.00)	(300.00)	(300.00)
公允价值变动收益	177.06	71.26	100.00	100.00	100.00
投资净收益	464.81	694.69	200.00	200.00	200.00
营业利润	13,604	14,156	15,583	18,606	20,001
营业外收入	307.06	289.77	300.00	300.00	300.00
营业外支出	52.50	94.01	100.00	100.00	100.00
利润总额	13,858	14,352	15,783	18,806	20,201
所得税	2,233	2,445	2,525	3,103	3,333
净利润	11,626	11,907	13,258	15,703	16,868
少数股东损益	2,968	2,802	3,182	3,926	4,217
归属母公司净利润	8,658	9,105	10,076	11,777	12,651
EBITDA	21,353	22,589	23,014	26,327	27,979
EPS (元, 基本)	1.09	1.15	1.27	1.48	1.59

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	5.07	9.48	8.06	2.52	4.21
营业利润	31.00	4.06	10.08	19.40	7.49
归属母公司净利润	27.16	5.17	10.66	16.89	7.41
盈利能力 (%)					
毛利率	22.33	21.80	21.40	22.65	22.96
净利率	5.44	5.22	5.35	6.10	6.28
ROE	18.67	17.06	16.82	17.71	17.00
ROIC	16.43	20.40	19.68	22.64	24.15
偿债能力					
资产负债率 (%)	69.67	70.54	68.15	66.38	64.82
净负债比率 (%)	229.71	239.42	213.98	197.42	184.24
流动比率	1.22	1.19	1.30	1.37	1.44
速动比率	0.86	0.85	0.94	1.01	1.08
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.74	0.76	0.73	0.71
应收账款周转率	4.14	4.42	4.32	4.11	4.14
应付账款周转率	2.75	2.57	2.45	2.38	2.39
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.09	1.15	1.27	1.48	1.59
每股经营现金流(最新摊薄)	2.81	3.00	2.96	3.07	3.32
每股净资产(最新摊薄)	4.96	5.70	6.44	7.18	7.99
估值比率					
PE (倍)	13.87	13.18	11.91	10.19	9.49
PB (倍)	3.05	2.65	2.35	2.11	1.89
EV_EBITDA (倍)	4.33	4.09	4.02	3.51	3.30

免责声明

分析师声明

本人，林志轩、邢重阳、刘千琳、王涛，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。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。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。投资者应当考虑到本公司及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林志轩、邢重阳、刘千琳、王涛本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%-15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限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
香港: 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: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**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

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼(纽约 10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.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

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司