

潍柴动力

苦练内功降成本 做好减法迎转型

调研纪要

要点

我们上周调研了潍柴动力，并与管理层进行了沟通。

重卡销量 11 月仍不见回暖迹象，寄希望于明年。今年前 10 个月重卡销量为 45.4 万辆，同比大幅下滑 28.2%，目前看 11 月仍无回暖迹象。

福田康明斯 ISG 发动机的投产改变了重卡发动机竞争格局。公司今年前 10 个月的发动机销量约为 15 万台，其中 75% 为重卡配套。今年公司主要的下游客户为陕汽、福田和江淮。随着福田康明斯 ISG 系列发动机的投产，公司在福田重卡的配套比例有较大幅度下滑。今年前 10 个月福田重卡销量为 60,238 辆，我们预计福田康明斯的配套量在 3.5 万辆以上。

公司力保重卡发动机 25% 市场份额。1H15 公司在国内重卡发动机市场的销量为 6.49 万台，份额下滑至 22%，而公司要在重卡发动机市场保持龙头地位，需要将市占率保持在 25% 以上。年产量在 5 万台以下的重卡发动机厂家没有规模效应，长期来看难以实现盈利。潍柴未来如何再次引导行业去重卡发动机产能将是一个需要解决而又难以解决的问题。

公司苦练内功降成本。潍柴动力优秀的管理能力使得其具有明显的成本优势，但原有 55 万台发动机产能导致利用率偏低和潍柴控股集团内部相似产品的子公司较多是影响公司竞争力的两个负面因素。因此公司目前需要通过合并同类项、裁减冗员等措施苦练内功降成本。此外，将非核心业务部分或整体出售，也可以将公司有限的资源集中到核心产品上。

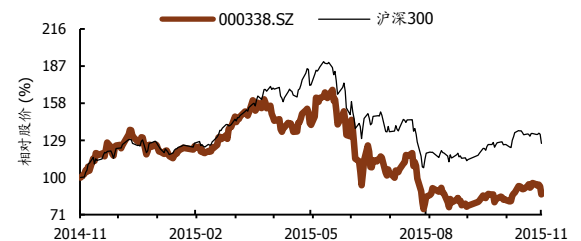
开源与节流相配合，积极发展林德液压和开拓其他柴油发动机市场。林德液压 2014 年全球收入 20 亿元人民币，潍坊工厂已投产，第一期产能 8,000 台，预计今年销量 5,000 台，收入 1 亿元，计划到 2020 年产能达到 10 万台/套。此外公司积极开拓客车、发电设备、农机和叉车等非车用柴油机市场。

建议

我们维持潍柴动力 A 和潍柴动力 H “中性”评级和 9 元/9 港币的目标价。当前时点，从重卡行业周期来看，整体销量难见起色，盈利能力改善更多来自于产品档次提升；而从潍柴主业的经营状况看，福田康明斯 ISG 发动机的投产让重卡发动机行业的竞争格局发生重大变化，公司目前更多是通过苦练内功降成本；从潍柴的转型来看，林德液压的大规模国产化仍需要至少 1~2 年时间，目前更多着眼于做好减法。

维持中性

股票代码	000338.SZ	02338.HK
评级	中性	中性
最新收盘价	人民币 9.48	港币 8.20
目标价	人民币 9.00	港币 9.00
52 周最高价/最低价	人民币 18.75~8.08	港币 18.20~7.03
总市值(亿)	人民币 353	港币 427
30 日日均成交额(百万)	人民币 430.31	港币 27.78
发行股数(百万)	3,999	3,999
其中：自由流通股(%)	36	24
30 日日均成交量(百万股)	43.36	3.31
主营行业	汽车及零部件	



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	58,312	79,637	77,845	80,862
增速	21.1%	36.6%	-2.3%	3.9%
归属母公司净利润	3,571	5,025	1,222	1,369
增速	19.4%	40.7%	-75.7%	12.0%
每股净利润	1.79	2.51	0.31	0.34
每股净资产	13.87	16.24	8.35	8.54
每股股利	0.13	0.07	0.15	0.20
每股经营现金流	2.89	5.59	1.16	1.42
市盈率	5.3	3.8	31.0	27.7
市净率	0.7	0.6	1.1	1.1
EV/EBITDA	3.1	2.4	8.1	7.2
股息收益率	1.3%	0.8%	1.6%	2.1%
平均总资产收益率	4.9%	5.1%	1.0%	1.2%
平均净资产收益率	13.6%	16.7%	3.7%	4.1%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

奉玮

分析师

wei.feng@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080513110002

SFC CE Ref: BCK590

李正伟

分析师

zhengwei.li@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080514030001

SFC CE Ref: BFJ416



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	58,312	79,637	77,845	80,862	营业收入	21.1%	36.6%	-2.3%	3.9%
营业成本	46,288	62,548	60,130	62,128	营业利润	23.9%	17.2%	-46.8%	31.0%
营业税金及附加	272	266	249	259	EBITDA	26.1%	52.7%	-46.1%	9.1%
营业费用	3,153	5,088	6,228	6,550	净利润	19.4%	40.7%	-75.7%	12.0%
管理费用	3,856	6,405	7,784	7,844	盈利能力				
财务费用	217	23	359	277	毛利率	20.6%	21.5%	22.8%	23.2%
其他	0	0	0	0	营业利润率	7.4%	6.3%	3.4%	4.3%
营业利润	4,295	5,031	2,675	3,505	EBITDA 利润率	11.2%	12.5%	6.9%	7.3%
营业外收支	164	2,090	230	30	净利率	6.1%	6.3%	1.6%	1.7%
利润总额	4,609	6,966	2,785	3,415	偿债能力				
所得税	791	1,181	835	1,024	流动比率	1.64	1.34	1.43	1.55
少数股东损益	247	760	727	1,022	速动比率	1.35	1.08	1.13	1.20
归属母公司净利润	3,571	5,025	1,222	1,369	现金比率	0.67	0.51	0.48	0.45
EBITDA	6,539	9,987	5,379	5,869	资产负债率	56.3%	66.1%	62.9%	60.7%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	19,580	24,434	19,464	16,452	回报率分析				
应收账款及票据	18,567	23,441	22,394	23,262	总资产收益率	4.9%	5.1%	1.0%	1.2%
预付款项	405	488	477	495	净资产收益率	13.6%	16.7%	3.7%	4.1%
存货	8,573	12,615	12,355	12,766	每股指标				
其他流动资产	924	3,394	3,355	3,787	每股净利润 (元)	1.79	2.51	0.31	0.34
流动资产合计	48,050	64,372	58,045	56,762	每股净资产 (元)	13.87	16.24	8.35	8.54
固定资产及在建工程	16,433	25,641	25,730	25,093	每股股利 (元)	0.25	0.15	0.15	0.20
无形资产及其他长期资产	2,432	12,884	13,142	13,390	每股经营现金流 (元)	2.89	5.59	1.16	1.42
非流动资产合计	51,082	76,955	70,628	69,345	估值分析				
资产合计	78,522	120,412	114,462	112,821	市盈率	5.3	3.8	31.0	27.7
短期借款	1,246	2,766	2,766	-2,234	市净率	0.7	0.6	1.1	1.1
应付账款及票据	20,160	26,790	25,191	26,028	EV/EBITDA	3.1	2.4	8.1	7.2
其他流动负债	7,893	18,504	12,505	12,835	股息收益率	1.3%	0.8%	1.6%	2.1%
流动负债合计	29,298	48,060	40,461	36,629					
应付长期债券	3,494	5,835	5,835	5,835					
非流动负债合计	14,896	31,497	31,497	31,897					
负债合计	44,194	79,557	71,959	68,526					
股东权益合计	27,723	32,468	33,390	34,159					
少数股东权益	6,604	8,387	9,114	10,135					
负债及股东权益合计	78,522	120,412	114,462	112,821					
现金流量表									
净利润	3,571	5,025	1,222	1,369					
折旧和摊销	1,960	3,758	2,963	3,199					
营运资本变动	655	2,363	-608	-161					
其他	-664	-733	329	247					
经营活动现金流	5,768	11,172	4,633	5,675					
投资活动现金流入	761	17,180	-310	-310					
投资活动现金流出	-4,751	3,690	-3,000	-2,500					
投资活动现金流	-3,990	20,870	-3,310	-2,810					
股权融资	68	573	0	0					
银行借款	2,424	9,921	-5,634	-5,000					
其他	-1,797	-34,763	-659	-877					
筹资活动现金流	695	-25,067	-6,293	-5,877					
汇率变动对现金的影响	25	-77	0	0					
现金净增加额	2,498	3,898	-4,970	-3,012					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

潍柴动力创建于 2002 年，是目前中国综合实力最强的汽车及装备制造集团之一。2007 年成功吸收合并湘火炬汽车集团有限公司，公司目前拥有动力总成、商用车、汽车零部件三大业务板块，构筑起了国内唯一最完整的包括发动机、变速器、车桥、商用车在内的重型卡车黄金产业链。其中，“潍柴动力发动机”、“法士特变速器”、“汉德车桥”、“陕汽重卡”在国内均处于市场领先和主导地位，形成了品牌集群效应。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金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。

中金公司的销售人员、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。中金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。中金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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金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，投资者应当考虑到中金公司及/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一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：江薇



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中门证券营业部

南京市鼓楼区汉中门2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

