

潍柴动力-H (2338 HK)

分析员会议后维持正面观点

- ❖ **概要：**我们在分析员会议后维持对潍柴正面看法。(1) 潍柴今年一季度重卡销量同比增长 20%，我们认为这是一个好开始；(2) 公司与**重汽 (3808 HK, 买入)** 的潜在合作机会将进一步提供增长潜力；(3) 潍柴正在推进发动机产品线多元化，长远将继续减少对重卡发动机的依赖。我们上调 2019/20 年的盈利预测 7.2 / 7.6%，并将我们基于 SOTP 的目标价从 11.80 港元上调至 14.20 港元。目前我们对潍柴的收入增长预测为 6%，若公司能实现其 2019 年的 10% 收入增长目标，盈利预测将有上调空间。我们维持**买入**评级，主要催化剂包括：(1) 上半年发动机和重卡销售好于预期；(2) 潜在的重组计划。
- ❖ **今年一季度重卡销售额强劲。**陕重汽（潍柴持股 51% 之子公司）指今年一季度公司重卡销量预计同比增长 20%。而首两个月的行业销量同比下降约 6%，反映公司重卡销量增长强劲。陕重汽目标在今年达到 20% 全年销售增长，并期望透过严谨的成本控制改善经营效率，而渣土车及专用车销售改善将有助达至该进取的目标。我们上调 2019/20 年潍柴重卡销售预测 19%/14% 至 17.6 万/17.7 万辆，相当于 15%/1% 同比增长。
- ❖ **目标进一步推进多元产品线，长远减少对重卡业务的依赖。**尽管去年潍柴重卡发动机销量稳定维持在 36.3 万辆，但发动机总销量同比增长 8.5% 至 66.9 万辆，增长主要受工程机械发动机（12.5 万辆，同比增长 29%）和其他发动机产品所拉动。潍柴重申其推动工程机械和工业动力总成销售战略。我们维持 2019 年发动机总销量预测 71.7 万辆，但略微上调 2020 年预测 2% 至 73.9 万辆。
- ❖ **与中国重汽的潜在合作机会。**潍柴强调行业整合是应对 2020 年商用车行业开放的必要措施。根据管理层论调，潜在重组计划正在开展。不过，潍柴明确表示重汽与陕重汽不会合并。相反，潍柴希望透过分享资源，以提高潍柴和重汽的竞争力。
- ❖ **风险因素：**(1) 重卡和发动机需求疲软；(2) 供应链解决方案项目延迟；(3) 技术风险。

财务资料

(YE Dec 31)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额 (百万元人民币)	151,569	159,256	168,495	174,089	174,903
净利润 (百万元人民币)	6,808	8,658	9,149	9,726	9,701
EPS (元人民币)	0.85	1.08	1.15	1.23	1.22
EPS 变动 (%)	178.9	27.2	6.5	6.3	(0.3)
市盈率 (x)	12.3	9.9	9.2	8.7	8.7
EV/EBITDA (x)	5.7	5.0	4.7	4.6	4.6
市帐率 (x)	2.4	2.2	1.9	1.7	1.6
股息率 (%)	3.1	4.3	6.0	6.3	6.3
权益收益率 (%)	20.3	23.2	21.8	20.6	18.8
净财务杠杆 (%)	1.2	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入 (维持)

目标价	HK\$14.20
(前目标价)	HK\$12.40)
潜在升幅	+15%
当前股价	HK\$12.36

冯键嵘, CFA

电话: (852) 3900 0826

邮件: waynefung@cmbi.com.hk

中国设备行业

市值(百万港元)*	98,846
3 月平均流通量 (百万港元)	126
52 周内股价高/低 (港元)	12.8/7.51
总股本 (百万)	7,997

注:以 H 股股价计算

资料来源:彭博

股东结构

潍柴控股集团有限公司	16.83%
潍坊市投资集团有限公司	3.71%
自由流通 (H 股)	24.22%
自由流通 (A 股)	55.24%

资料来源:港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	+11.0%	+9.8%
3-月	+43.9%	+26.8%
6-月	+24.9%	+19.9%

资料来源:彭博

股价表现



资料来源:彭博

审计师:安永

公司网站: www.weichaipower.com

利潤表

年結: 12月31日 (百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	151,569	159,256	168,495	174,089	174,903
销售成本	(118,468)	(123,686)	(130,752)	(135,093)	(135,725)
毛利	33,102	35,569	37,743	38,996	39,178
营业成本	(21,912)	(21,757)	(23,130)	(23,885)	(24,487)
息税前收益	11,189	13,812	14,613	15,111	14,691
其他费用	(161)	(52)	(202)	(209)	(210)
净财务费用	(591)	(75)	(21)	404	780
联营及合资公司收益	85	174	225	230	235
税前利润	10,522	13,858	14,615	15,537	15,497
所得税	(1,344)	(2,233)	(2,368)	(2,517)	(2,510)
税后利润	9,178	11,626	12,247	13,020	12,986
非控制股东权益	(2,370)	(2,968)	(3,099)	(3,294)	(3,285)
净利润	6,808	8,658	9,149	9,726	9,701
折旧及摊销	7,365	7,404	7,937	8,207	8,476
EBITDA	18,554	21,216	22,550	23,318	23,167

来源: 公司资料, 招银国际预测

资产负债表

年結: 12月31日 (百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
非流动资产					
物业、厂房及设备	27,067	29,453	28,783	26,343	23,634
联营及合资公司	2,639	4,464	4,554	4,646	4,740
商誉	22,583	23,037	23,037	23,037	23,037
长期应收帐	5,198	6,483	6,483	6,483	6,483
无形资产	23,840	23,299	21,033	18,766	16,499
其他	7,971	10,434	10,434	10,434	10,434
	89,298	97,171	94,324	89,709	84,827
流动资产					
预付款	560	1,109	1,109	1,109	1,109
存货	19,851	20,674	22,313	22,101	22,520
应收帐	13,573	13,155	14,543	14,075	14,676
应收票据	25,291	24,993	24,993	24,993	24,993
其他	6,844	9,964	9,964	9,964	9,964
现金	34,222	38,210	46,076	58,163	71,371
	100,340	108,105	118,997	130,406	144,634
总资产	189,638	205,276	213,321	220,115	229,461
流动负债					
应付贸易账款	30,655	30,869	34,328	33,034	34,642
应付票据	12,361	15,925	15,925	15,925	15,925
银行贷款	8,771	12,371	10,371	10,471	10,571
其他	26,686	29,451	29,451	29,451	29,451
	78,474	88,617	90,075	88,882	90,590
非流动负债					
银行贷款	26,138	23,174	21,174	21,174	21,174
应付账款	18,455	19,475	19,475	19,475	19,475
其他	10,216	11,751	11,751	11,751	11,751
	54,810	54,400	52,400	52,400	52,400
权益					
股东权益	35,240	39,314	44,802	49,495	53,847
少数股东权益	21,115	22,946	26,044	29,338	32,624
总权益	56,355	62,259	70,846	78,834	86,471
权益及负债	189,638	205,276	213,321	220,115	229,461

来源: 公司资料, 招银国际预测

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前收益	10,522	13,858	14,615	15,537	15,497
财务费用	1,548	1,135	1,285	1,160	1,163
利息收入	(957)	(1,060)	(1,264)	(1,564)	(1,943)
联营及合资公司收益	(85)	(174)	(225)	(230)	(235)
折旧	5,088	5,321	5,670	5,940	6,209
摊销	2,185	2,016	2,267	2,267	2,267
所得税	(1,344)	(2,233)	(2,368)	(2,517)	(2,510)
流动资金变动	(2,887)	2,363	433	(615)	588
其他	2,188	1,035	1,264	1,564	1,943
经营现金流	16,258	22,262	21,677	21,541	22,979
净资本开支	(2,775)	(16,665)	(5,000)	(3,500)	(3,500)
联营及合资公司投资	(1,038)	(1,655)	0	0	0
控股公司投资	(34)	0	0	0	0
联营及合资公司股息收入	51	181	135	138	141
其他	(1,241)	10,958	0	0	0
投资活动现金流	(5,037)	(7,181)	(4,865)	(3,362)	(3,359)
股权融资	0	0	0	0	0
净银行借贷	(7,459)	635	(4,000)	100	100
股息分派	(1,599)	(4,039)	(3,661)	(5,032)	(5,349)
财务费用	0	0	(1,285)	(1,160)	(1,163)
其他	2,461	(3,577)	0	0	0
融资活动所得现金净额	(6,598)	(6,980)	(8,946)	(6,091)	(6,412)
现金增加净额	4,623	8,100	7,866	12,087	13,208
年初现金及现金等价物	27,123	34,222	38,210	46,076	58,163
汇兑及其他	2,475	(4,112)	0	0	0
年末现金及现金等价物	34,222	38,210	46,076	58,163	71,371

来源: 公司资料, 招银国际预测

主要比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售组合 (%)					
柴油机	29	28	29	28	28
汽车及其他主要汽车零部件	39	40	39	38	37
其他零部件	2	2	2	3	3
进出口服务	0	0	0	0	0
叉车及供应链解决方案	39	38	38	38	40
分部间销售	(9)	(8)	(8)	(8)	(8)
合计	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)					
毛利率	21.8	22.3	22.4	22.4	22.4
息税前利润率	7.4	8.7	8.7	8.7	8.4
EBITDA 利润率	12.2	13.3	13.4	13.4	13.2
税后利润率	6.1	7.3	7.3	7.5	7.4

增长率 (%)					
收入	62.7	5.1	5.8	3.3	0.5
毛利	57.0	7.5	6.1	3.3	0.5
息税前利润	128.3	23.4	5.8	3.4	(2.8)
EBITDA	69.8	14.3	6.3	3.4	(0.6)
净利润	178.9	27.2	5.7	6.3	(0.3)

资产负债比率 (%)					
流动比率 (x)	1.3	1.2	1.3	1.5	1.6
平均应收账款周转天数	30	31	30	30	30
平均存货周转天数	55	60	60	60	60
平均应付账款周转天数	81	91	91	91	91
净负债/总权益比率 (%)	1.2	净现金	净现金	净现金	净现金

回报率 (%)					
资产回报率	5.2	5.9	5.9	6.0	5.8
资本回报率	20.3	23.2	21.8	20.6	18.8

每股数据					
每股盈利(人民币)	0.85	1.08	1.15	1.23	1.22
每股账面值(人民币)	4.41	4.96	5.65	6.24	6.79
每股股息(人民币)	0.33	0.46	0.63	0.67	0.67

来源: 公司资料, 招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考资料。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告资讯所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的资讯，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。