

潍柴动力-H (2338 HK)

与博世合作更进一步

- ❖ **投资要点：**潍柴动力昨日公布与罗伯特·博世有限公司签订框架协议，就未来合作打造国际一流的燃料电池技术产业链及智能制造领域合作进行了约定。据我们理解，这次合作主要集中在研发方面，因此不需要投放大量资本开支。潍柴计划于2019年推出燃料电池的样品。尽管现时燃料电池技术仍处于较前期的发展阶段，我们继续看好潍柴的多元业务策略并相信其洁净能源技术业务将会成为长线增长动力以及减低行业面对的新技术威胁。我们维持**买入**评级，目标价12.50港元(基于SOTP估值)
- ❖ **合作细节。**(1) 建立国际一流的燃料电池汽车技术创新链和产业链，共同合作开发生产氢燃料电池及相关部件；(2) 博世将助力公司建设数字化示范工厂，提高工厂的智能化、自动化水平。
- ❖ **利用博世的技术突破技术瓶颈。**博世一直是潍柴的部件供货商，因此两家公司已有多年的合作关系。博世在燃料电池工程开发、样品研制及部件技术等方面有着超过10年的经验积累，通过本次合作，潍柴预期将突破燃料电池商用车的核心技术并实现产业化，形成较大规模的应用，建立一流的燃料电池汽车技术创新链和产业链。此外，潍柴与博世的智能制造提升项目，有利于潍柴进一步吸取先进技术和经验，在多品种生产管理系统建设、刀具管理、设备能力实时监控、生产线平衡及全球产能平衡等方面提高相应的智能化、自动化水平。
- ❖ **为何使用燃料电池？**燃料电池是一种主要透过氧或其他氧化剂进行氧化还原反应，把燃料中的化学能转换成电能的发电装置。还原反应结合氢和氧并转化为水、热力和电力。优点包括(1) 高效益并且超低排放，(2) 可利用多种燃料，而且没有移动部件，因此具备使用简单、没噪音和可靠等优点。
- ❖ **政策支持力度强。**燃料电池仍处于非常初期的发展阶段，中国政府订下相当慷慨的补点政策，燃料乘用车(系统额定功率等于或大于30kw)、轻型客车货车，以及大中型客车中重型货车的补点金额分别为每辆20万、30万及40万人民币。
- ❖ **风险因素：**1) 2018年重卡及发动机的需求下滑较预期严重；2) 供应链解决方案项目延迟；3) 技术风险。

财务资料

(YE Dec 31)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百萬元人民幣)	74,168	93,184	151,246	150,384	160,470
淨利潤(百萬元人民幣)	1,412	2,441	6,404	6,005	6,759
EPS(元人民幣)	0.18	0.31	0.80	0.75	0.85
EPS變動(%)	(71.8)	72.9	162.3	(6.2)	12.6
市盈率(x)	42.9	24.8	9.5	10.1	9.0
EV/EBITDA(x)	9.3	7.7	4.8	4.8	4.5
市帳率(x)	1.9	1.9	1.7	1.6	1.4
股息率(%)	1.3	2.3	6.0	5.6	6.3
權益收益率(%)	4.4	7.7	18.8	15.9	16.7
淨財務杠杆(%)	淨現金	59.1	37.7	13.2	淨現金

来源：公司及招銀国际研究预测

买入(维持)

目标价	HK\$12.50
(之前目标价)	HK\$12.50)
潜在升幅	+40%
当前股价	HK\$8.93

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)*	71,415
3月平均流通量(百万港元)	117
52周内股价高/低(港元)	10.30/5.84
总股本(百万)	7,997

注:以H股股价计算

数据来源: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%

数据来源:彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-2.3%	-6.6%
3-月	9.9%	1.0%
6-月	38.3%	17.9%

数据来源:彭博

股价表现



数据来源:彭博

审计师:安永

公司网站: www.weichai.com

利潤表

年結:12月31日(百万人民币)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	74,168	93,184	151,246	150,384	160,470
销售成本	(57,064)	(72,100)	(117,972)	(116,849)	(124,204)
毛利	17,104	21,084	33,274	33,536	36,266
营业成本	(13,338)	(16,183)	(21,842)	(22,567)	(24,373)
息税前收益	3,766	4,901	11,432	10,969	11,893
其他费用	(191)	(152)	(302)	(301)	(321)
净财务费用	(482)	(199)	(527)	(331)	(88)
联营及合资公司收益	32	87	128	134	144
税前利润	3,126	4,638	10,731	10,471	11,628
所得税	(928)	(1,041)	(2,414)	(2,356)	(2,616)
税后利润	2,198	3,596	8,316	8,115	9,012
非控制股东权益	(786)	(1,155)	(1,913)	(2,110)	(2,253)
净利润	1,412	2,441	6,404	6,005	6,759
折旧及摊销	5,374	6,027	6,272	6,571	6,845
EBITDA	9,140	10,928	17,704	17,540	18,738

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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
非流动资产					
物业、厂房及设备	23,737	25,802	24,480	22,864	20,979
联营及合资公司	1,447	1,545	1,660	1,781	1,911
商誉	7,786	23,038	23,038	23,038	23,038
长期应收帐	3,349	4,030	4,030	4,030	4,030
无形资产	12,867	25,363	24,013	22,658	21,298
其他	8,027	7,808	7,808	7,808	7,808
	57,213	87,585	85,028	82,178	79,062
流动资产					
预付款	402	596	596	596	596
存货	11,923	16,091	28,512	17,587	30,734
应收帐	9,002	11,336	18,499	13,638	20,654
应收票据	9,276	16,743	16,743	16,743	16,743
其他	3,169	4,517	4,517	4,517	4,517
现金	24,857	27,123	33,134	35,341	40,525
	58,628	76,406	102,001	88,422	113,769
总资产	115,840	163,991	187,029	170,600	192,831
流动负债					
应付贸易账款	14,703	21,898	38,219	21,325	41,968
应付票据	5,520	8,759	8,759	8,759	8,759
银行贷款	8,207	9,397	11,397	10,397	8,397
其他	12,196	18,927	18,927	18,927	18,927
	40,626	58,980	77,302	59,408	78,050
非流动负债					
银行贷款	13,269	32,972	30,972	27,972	25,972
应付账款	13,532	16,356	16,356	16,356	16,356
其他	6,476	11,120	11,120	11,120	11,120
	33,277	60,449	58,449	55,449	53,449
权益					
股东权益	31,940	31,738	36,542	38,897	42,233
少数股东权益	9,997	12,823	14,736	16,846	19,099
总权益	41,937	44,562	51,278	55,743	61,332
权益及负债	115,840	163,991	187,029	170,600	192,831

来源:公司资料,招银国际预测

現金流量表

年結: 12月31日 (百万人民币)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前收益	3,126	4,638	10,731	10,471	11,628
财务费用	1,218	463	1,431	1,358	1,226
利息收入	(916)	(791)	(904)	(1,027)	(1,138)
联营及合资公司收益	(32)	(87)	(128)	(134)	(144)
折旧	4,172	4,532	4,822	5,116	5,385
摊销	1,121	1,407	1,450	1,455	1,460
所得税	(928)	(1,041)	(2,414)	(2,356)	(2,616)
流动资金变动	(2,244)	(2,883)	(3,263)	(1,108)	480
其他	1,321	2,013	0	0	0
经营现金流	6,839	8,250	11,724	13,775	16,281
净资产开支	(3,671)	(3,715)	(3,600)	(3,600)	(3,600)
联营及合资公司投资	0	0	0	0	0
控股公司投资	(477)	(15,467)	0	0	0
联营及合资公司股息收入	0	0	13	13	14
利息收入	166	88	904	1,027	1,138
其他	(134)	(536)	0	0	0
投资活动现金流	(4,116)	(19,630)	(2,683)	(2,559)	(2,448)
股权融资	0	0	0	0	0
净银行借贷	(1,560)	14,497	0	(4,000)	(4,000)
股息分派	(700)	(800)	(1,599)	(3,650)	(3,423)
财务费用	(1,268)	(1,633)	(1,431)	(1,358)	(1,226)
其他	1,352	(323)	0	0	0
融资活动所得现金净额	(2,176)	11,742	(3,030)	(9,008)	(8,649)
现金增加净额	547	362	6,011	2,207	5,184
年初现金及现金等价物	24,434	24,857	27,123	33,134	35,341
汇兑及其他	(125)	1,905	0	0	0
年末现金及现金等价物	24,857	27,123	33,134	35,341	40,525

来源: 公司资料, 招银国际预测

主要比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售组合 (%)					
柴油机	23	27	27	26	26
汽车及其他主要汽车零部件	31	34	39	36	35
其他零部件	4	3	2	2	2
进出口服务	0	0	0	0	0
叉车及供应链解决方案	48	44	38	43	44
分部间销售	(6)	(8)	(8)	(8)	(8)
合计	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	23.1	22.6	22.0	22.3	22.6
息税前利润率	5.1	5.3	7.6	7.3	7.4
EBITDA 利润率	12.3	11.7	11.7	11.7	11.7
税后利润率	3.0	3.9	5.5	5.4	5.6

增长率 (%)

收入	(6.9)	25.6	62.3	(0.6)	6.7
毛利	0.5	23.3	57.8	0.8	8.1
息税前利润	(45.6)	30.1	133.3	(4.1)	8.4
EBITDA	(14.9)	19.6	62.0	(0.9)	6.8
净利润	(71.8)	72.9	162.3	(6.2)	12.6

资产负债比率 (%)

流动比率 (x)	1.4	1.3	1.3	1.5	1.5
平均应收账款周转天数	46	40	36	39	39
平均存货周转天数	78	71	69	72	71
平均应付账款周转天数	98	93	93	93	93
净负债/总权益比率 (%)	净现金	59.1	37.7	13.2	净现金

回报率 (%)

资产回报率	1.9	2.6	4.7	4.5	5.0
资本回报率	4.4	7.7	18.8	15.9	16.7

每股数据

每股盈利(人民币)	0.18	0.31	0.80	0.75	0.85
每股账面值(人民币)	3.99	3.97	4.57	4.86	5.28
每股股息(人民币)	0.10	0.18	0.46	0.43	0.48

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于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

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据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。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，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数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作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上责任。任何使用本报告信息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信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、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信息，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士。