

潍柴动力-H (2338 HK)

二季度盈利同比上升9%；符合预期

潍柴淨利潤同比增長20%至53億元（人民幣，下同），佔我們全年預測54%，符合預期。雖然二季度重卡行業整體疲軟，但潍柴淨利潤仍同比增長9%。我們維持對潍柴的正面看法，預料隨着基建投資加速，將推動重卡和發動機銷售在四季度復蘇。維持買入評級。

- **上半年業績亮點。**2019上半年收入同比增長10%至900億元。毛利率穩定在10%，而銷售費用比率同比下降0.7個百分點至5.9%，成為推動淨利潤同比增長20%的關鍵驅動因素。二季度收入/淨利潤同比增長6%/9%至456億/27億元。上半年經營現金流入同比下降36%至54億元。截至2019年6月，潍柴維持淨現金狀態。公司建議派發中期股息每股0.15元人民幣。
- **上半年發動機和重卡銷量保持韌性。**上半年柴油發動機收入上升15%，源於銷量及均價分別增長11%和4%。發動機銷量為39.4萬輛，包括21.8萬輛重卡發動機。重卡發動機的市場份額從2018年的31.6%上升至2019上半年的33.2%，相信主要歸因於天然氣發動機銷售增加。重卡銷量同比增長4%至8.7萬輛，優於行業的2%跌幅。變速箱銷量同比增長11%至58.3萬輛。

財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	151,569	159,256	174,391	178,997	178,630
同比增長(%)	62.7	5.1	9.5	2.6	(0.2)
淨收入(百萬元人民幣)	6,808	8,658	9,824	10,366	10,305
每股盈利(元人民幣)	0.85	1.08	1.24	1.31	1.30
每股盈利變動(%)	178.9	27.2	14.4	5.5	(0.6)
市盈率(倍)	12.0	9.6	8.7	8.3	8.3
EV/EBITDA(倍)	5.6	4.9	4.4	4.3	4.3
市帳率(倍)	2.3	2.1	1.9	1.7	1.6
股息率(%)	3.2	4.4	6.3	6.6	6.6
權益收益率(%)	20.3	23.2	23.2	21.6	19.5
淨負債比率(%)	1.2	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入(維持)

目標價	HK\$16.2
(此前目標價)	HK\$16.2)
潛在升幅	+35%
當前股價	HK\$12.00

中國設備行業

馮鍵嶸, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	95,967
3月平均流通量(百萬港元)	104
52周內股價高/低(港元)	15.1/7.51
總股本(百萬)	7,934

資料來源：彭博

股東結構

潍柴控股集團有限公司	16.8%
濰坊市投資集團有限公司	3.7%
自由流通(H股)	24.2%
自由流通(A股)	55.3%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-6.1%	+4.1%
3-月	-3.2%	+3.5%
6-月	+4.4%	+16.7%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：安永

財務分析

利潤表

年結: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	151,569	159,256	174,391	178,997	178,630
销售成本	(118,468)	(123,686)	(135,327)	(138,901)	(138,617)
毛利	33,102	35,569	39,064	40,095	40,013
营业成本	(21,912)	(21,757)	(23,376)	(23,987)	(24,399)
息税前收益	11,189	13,812	15,687	16,108	15,614
其他费用	(161)	(52)	(209)	(215)	(214)
净财务费用	(591)	(75)	(10)	436	827
财务收入	957	1,060	1,275	1,596	1,990
财务费用	(1,548)	(1,135)	(1,285)	(1,160)	(1,163)
联营及合资公司收益	85	174	225	230	235
税前利润	10,522	13,858	15,693	16,560	16,462
所得税	(1,344)	(2,233)	(2,542)	(2,683)	(2,667)
税后利润	9,178	11,626	13,151	13,877	13,795
非控制股东权益	(2,370)	(2,968)	(3,327)	(3,511)	(3,490)
净利润	6,808	8,658	9,824	10,366	10,305
折旧及摊销	7,365	7,404	7,937	8,207	8,476
EBITDA	18,554	21,216	23,624	24,315	24,090

现金流量表

年結: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
税前收益	10,522	13,858	15,693	16,560	16,462
财务费用	1,548	1,135	1,285	1,160	1,163
利息收入	(957)	(1,060)	(1,275)	(1,596)	(1,990)
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)	(2,542)	(2,683)	(2,667)
流动资金变动	(2,887)	2,363	241	(391)	403
其他	2,188	1,035	1,275	1,596	1,990
经营现金流	16,258	22,262	22,388	22,622	23,602
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)
股權融資	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)	(5,403)	(5,701)
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)	(6,463)	(6,764)
现金增加净额	4,623	8,100	8,578	12,798	13,478
年初现金及现金等价物	27,123	34,222	38,210	46,788	59,585
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	46,788	59,585	73,064

资产负债表

年結: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	89,298	97,171	94,324	89,709	84,827
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
流动资产	100,340	108,105	122,182	131,413	148,304
预付款	560	1,109	1,109	1,109	1,109
存货	19,851	20,674	23,817	21,849	23,723
应收帐	13,573	13,155	15,512	13,912	15,451
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	46,788	59,585	73,064
流动负债	78,474	88,617	92,357	88,499	92,415
应付贸易账款	30,655	30,869	36,609	32,651	36,467
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
非流动负债	54,810	54,400	52,400	52,400	52,400
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
权益	56,355	62,259	71,749	80,223	88,317
股东权益	35,240	39,314	45,477	50,440	55,043
少数股东权益	21,115	22,946	26,273	29,784	33,274

主要比率

年結: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
柴油机	28.9	28.2	28.4	28.6	27.9
汽车及其他主要汽车零部件	39.1	39.7	40.2	38.9	37.2
其他零部件	2.4	2.1	2.3	2.6	3.1
进出口服务	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
叉车及供应链解决方案	38.6	38.0	36.5	37.3	39.2
分部间销售	(9.1)	(8.2)	(7.5)	(7.5)	(7.5)
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
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	9.0	9.0	8.7
税后利润率	6.1	7.3	7.5	7.8	7.7
增长率 (%)					
收入	62.7	5.1	9.5	2.6	(0.2)
毛利	57.0	7.5	9.8	2.6	(0.2)
息税前利润	128.3	23.4	13.6	2.7	(3.1)
净利润	178.9	27.2	13.5	5.5	(0.6)
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
平均应付帐款周转天数	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	6.2	6.3	6.1
资本回报率	20.3	23.2	23.2	21.6	19.5
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.85	1.08	1.24	1.31	1.30
每股账面值(人民币)	4.41	4.96	5.73	6.36	6.94
每股股息(人民币)	0.33	0.46	0.68	0.72	0.71

资料来源: 公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。