

## 濰柴動力-H (2338 HK)

### 一季度盈利同比上升 63% 符預期；二季度維持正面

- ❖ **重申買入評級。**濰柴今年一季度淨利潤同比上升 63% 至 19.2 億元人民幣, 接近公司三月底公佈的盈利預測 17.7-21.2 億元的中間水平, 並相當於我們全年預測的 27%。我們維持對濰柴的正面看法, 主要由於(1) 工程重卡及用於工程機械的發動機需求持續強勁, 足以抵銷疲弱的物流車銷售; (2) 濰柴正持續提升重卡發動機的市場份額(預期 2018 年可超過 35%)。我們維持 2018-19 年的盈利預測不變, 主要由於我們的預測已經處於市場預期的預端位置。經過計入 KION Group (KION GR, 未評級) 最新的市值, 我們把 SOTP 目標價從 HK\$13.50 輕微調整至 HK\$13.10。
- ❖ **一季度業績重點。**收入同比增長 12% 至 392 億元人民幣, 增長主要源於: (1) 市場份額進一步提升; (2) 工程機械、農業裝備、工業動力等非道路用機械開拓順利; (3) 受益於基建投資復蘇。毛利率分別同比及環比上升 2.5 及 0.8 個百分點至 23.1%。濰柴維持良好的成本控制, 分銷費用及管理費用分別只上升 9% 及 8%。以上因素加上產能利用率提升拉動營運槓桿, 令 EBIT 同比上升 62% 至 34.5 億元。一季度資產減值為 5.15 億元, 同比上升 24% 但環比下降 31%, 我們預期全年減值金額將少於去年的 19.5 億元。一季度經營現金淨流出 8.29 億元, 相較去年同期的流出 5.77 億元為多, 我們相信主要由於公司動用更多的營運資金以應付未來的銷售, 屬可控情況。截至 3 月底, 淨負債權益比率僅 4.2%。
- ❖ **預期二季度銷售保持高位。**據我們了解, 濰柴四月份的中重型發動機產量為 5.2 萬台, 維持同比增長。另外, 五月份的生產計劃將維持相若水平。我們相信將有助減低市場對需求放緩的撥憂慮。
- ❖ **風險因素:** 1) 今年下半年重卡及發動機的需求轉弱; 2) 供應鏈解決方案項目延誤; 3) 技術風險。

#### 財務資料

(YE Dec 31)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E
營業額 (百萬元人民幣)	74,168	93,184	151,569	162,278	169,642
淨利潤 (百萬元人民幣)	1,412	2,441	6,808	7,140	7,690
EPS (元人民幣)	0.18	0.31	0.85	0.89	0.96
EPS 變動 (%)	(71.8)	72.9	178.9	4.9	7.7
市盈率 (x)	45.9	26.5	9.5	8.7	8.1
EV/EBITDA (x)	9.5	7.9	4.7	4.2	4.1
市帳率 (x)	2.0	2.0	1.8	1.6	1.4
股息率 (%)	1.2	2.2	4.0	5.4	5.8
權益收益率 (%)	4.4	7.7	20.3	19.0	18.3
淨財務杠杆 (%)	淨現金	34.2	1.2	淨現金	淨現金

資料來源: 公司及招銀國際研究預測

#### 買入 (維持)

目標價	HK\$13.10
(前目標價)	HK\$13.50
潛在升幅	+37%
當前股價	HK\$9.56

#### 馮鍵嶸, CFA

電話: (852) 3900 0826

郵件: [waynefung@cmbi.com.hk](mailto:waynefung@cmbi.com.hk)

#### 中國設備行業

市值(百萬元港幣)*	76,454
3 月平均流通量(百萬元港幣)	120
52 周內股價高/低(港幣)	10.94/5.84
總股本(百萬元)	7,997

注: 以日股股價計算

資料來源: 彭博

#### 股東結構

濰柴控股集團有限公司	16.83%
濰坊市投資集團有限公司	3.71%
自由流通 (H 股)	24.22%
自由流通 (A 股)	55.24%

資料來源: 港交所

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	13.8%	16.8%
3-月	-6.3%	3.5%
6-月	3.7%	-2.5%

資料來源: 彭博

#### 股價表現



資料來源: 彭博

審計師: 安永

公司網站: [www.weichai.com](http://www.weichai.com)

**利潤表**

年結:12月31日(百万人民币)	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>收入</b>	<b>74,168</b>	<b>93,184</b>	<b>151,569</b>	<b>162,278</b>	<b>169,642</b>
销售成本	(57,064)	(72,100)	(118,468)	(126,090)	(131,303)
<b>毛利</b>	<b>17,104</b>	<b>21,084</b>	<b>33,102</b>	<b>36,188</b>	<b>38,339</b>
营业成本	(13,338)	(16,183)	(21,912)	(23,367)	(25,048)
<b>息税前收益</b>	<b>3,766</b>	<b>4,901</b>	<b>11,189</b>	<b>12,821</b>	<b>13,291</b>
其他费用	(191)	(152)	(161)	(325)	(339)
净财务费用	(482)	(199)	(591)	(179)	142
联营及合资公司收益	32	87	85	133	136
<b>税前利润</b>	<b>3,126</b>	<b>4,638</b>	<b>10,522</b>	<b>12,450</b>	<b>13,230</b>
所得税	(928)	(1,041)	(1,344)	(2,801)	(2,977)
<b>税后利润</b>	<b>2,198</b>	<b>3,596</b>	<b>9,178</b>	<b>9,649</b>	<b>10,253</b>
非控制股东权益	(786)	(1,155)	(2,370)	(2,509)	(2,563)
<b>净利润</b>	<b>1,412</b>	<b>2,441</b>	<b>6,808</b>	<b>7,140</b>	<b>7,690</b>
折旧及摊销	5,374	6,027	7,365	7,699	8,084
EBITDA	9,140	10,928	18,554	20,520	21,376

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	2017	2018E	2019E
<b>非流动资产</b>					
物业、厂房及设备	23,737	25,802	27,067	26,594	25,736
联营及合资公司	1,447	1,545	2,639	2,692	2,747
商誉	7,786	23,038	22,583	22,583	22,583
长期应收帐	3,349	4,030	5,198	5,198	5,198
无形资产	12,867	25,363	23,840	21,614	19,388
其他	8,027	7,808	7,971	7,971	7,971
	57,213	87,585	89,298	86,652	83,622
<b>流动资产</b>					
预付款	402	596	560	560	560
存货	11,923	16,091	19,851	18,149	21,422
应收帐	9,002	11,336	13,573	13,103	14,783
应收票据	9,276	16,743	25,291	25,291	25,291
其他	3,169	4,517	6,844	6,844	6,844
现金	24,857	27,123	34,222	38,815	45,462
	58,628	76,406	100,340	102,762	114,362
<b>总资产</b>	<b>115,840</b>	<b>163,991</b>	<b>189,638</b>	<b>189,415</b>	<b>197,984</b>
<b>流动负债</b>					
应付贸易账款	14,703	21,898	30,655	27,381	33,054
应付票据	5,520	8,759	12,361	12,361	12,361
银行贷款	8,207	9,397	8,771	7,771	5,771
其他	12,196	18,927	26,686	26,686	26,686
	40,626	58,980	78,474	74,200	77,873
<b>非流动负债</b>					
银行贷款	13,269	32,972	26,138	23,138	21,138
应付账款	13,532	16,356	18,455	18,455	18,455
其他	6,476	11,120	10,216	10,216	10,216
	33,277	60,449	54,810	51,810	49,810
<b>权益</b>					
股东权益	31,940	31,738	35,240	39,781	44,115
少数股东权益	9,997	12,823	21,115	23,624	26,187
总权益	41,937	44,562	56,355	63,405	70,302
<b>权益及负债</b>	<b>115,840</b>	<b>163,991</b>	<b>189,638</b>	<b>189,415</b>	<b>197,984</b>

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	2017	2018E	2019E
稅前收益	3,126	4,638	10,522	12,450	13,230
財務費用	1,218	463	1,548	1,275	1,123
利息收入	(916)	(791)	(957)	(1,096)	(1,264)
聯營及合資公司收益	(32)	(87)	(85)	(133)	(136)
折舊	4,172	4,532	5,053	5,473	5,858
攤銷	1,121	1,407	2,185	2,226	2,226
所得稅	(928)	(1,041)	(1,344)	(2,801)	(2,977)
流動資金變動	(2,244)	(2,883)	626	(1,103)	720
其他	1,321	2,013	(1,291)	1,096	1,264
<b>經營現金流</b>	<b>6,839</b>	<b>8,250</b>	<b>16,258</b>	<b>17,387</b>	<b>20,044</b>
淨資本開支	(3,671)	(3,715)	(2,775)	(5,000)	(5,000)
聯營及合資公司投資	0	0	(1,038)	0	0
控股公司投資	(477)	(15,467)	(34)	0	0
聯營及合資公司股息收入	0	58	51	80	82
其他	32	(505)	(1,241)	0	0
<b>投資活動現金流</b>	<b>(4,116)</b>	<b>(19,630)</b>	<b>(5,037)</b>	<b>(4,920)</b>	<b>(4,918)</b>
股權融資	0	0	0	0	0
淨銀行借貸	(1,560)	14,497	(7,459)	(4,000)	(4,000)
股息分派	(700)	(800)	(1,599)	(2,599)	(3,356)
財務費用	(1,268)	(1,633)	0	(1,275)	(1,123)
其他	1,352	(323)	2,461	0	0
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>(2,176)</b>	<b>11,742</b>	<b>(6,598)</b>	<b>(7,874)</b>	<b>(8,478)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>547</b>	<b>362</b>	<b>4,623</b>	<b>4,593</b>	<b>6,647</b>
年初現金及現金等价物	24,434	24,857	27,123	34,222	38,815
匯兌及其他	(125)	1,905	2,476	0	0
年末現金及現金等价物	24,857	27,123	34,222	38,815	45,462

來源: 公司資料, 招銀國際預測

主要比率	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>銷售組合 (%)</b>					
柴油機	23	27	29	27	27
汽車及其他主要汽車零部件	31	34	39	38	36
其他零部件	4	3	2	2	2
進出口服務	0	0	0	0	0
叉車及供應鏈解決方案	48	44	39	40	42
分部間銷售	(6)	(8)	(9)	(8)	(8)
合計	100	100	100	100	100
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	23.1	22.6	21.8	22.3	22.6
息稅前利潤率	5.1	5.3	7.4	7.9	7.8
EBITDA 利潤率	12.3	11.7	12.2	12.6	12.6
稅後利潤率	3.0	3.9	6.1	5.9	6.0
<b>增長率 (%)</b>					
收入	(6.9)	25.6	62.7	7.1	4.5
毛利	0.5	23.3	57.0	9.3	5.9
息稅前利潤	(45.6)	30.1	128.3	14.6	3.7
EBITDA	(14.9)	19.6	69.8	10.6	4.2
淨利潤	(71.8)	72.9	178.9	4.9	7.7
<b>資產負債比率 (%)</b>					
流動比率 (x)	1.4	1.3	1.3	1.4	1.5
平均應收賬款周轉天數	46	40	30	30	30
平均存貨周轉天數	78	71	55	55	55
平均應付帳款周轉天數	98	93	81	84	84
淨負債 / 總權益比率 (%)	淨現金	34.2	1.2	淨現金	淨現金
<b>回報率 (%)</b>					
資產回報率	1.9	2.6	5.2	5.1	5.3
資本回報率	4.4	7.7	20.3	19.0	18.3
<b>每股數據</b>					
每股盈利(人民幣)	0.18	0.31	0.85	0.89	0.96
每股賬面值(人民幣)	3.99	3.97	4.41	4.97	5.52
每股股息(人民幣)	0.10	0.18	0.33	0.42	0.45

來源: 公司資料, 招銀國際預測

## 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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

### 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。報告所載資料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，并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，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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责任。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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并不時自行及/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資訊，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年證券交易法規則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。