招銀国际 CMB INTERNATIONAL
招 商 银 行 全 资 附 属 机 构
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

濰柴動力-A（000338 CH）

2020 年業績較弱但增長動力將恢復

買入（維持）

目標價	RMB23.40
(此前目標價	RMB17.90)
潛在升幅	+17%
當前股價	RMB20.04

我們認為濰柴近期股價回檔很大程度上已經反映了 2020 年疲弱的業績。我們預計公司盈利將在 2021-22 年恢復增長，主要得益於與**中國重汽（3808 HK，買入）**的協同效應，凱傲（KION, KGX GR）的盈利恢復以及新業務的良好發展，包括大口徑發動機、工程機械液壓動力總成和農業機械 CVT 動力總成。我們將 2021/22 年盈利預測上調 2%/5%，基於分部加總的目標價由人民幣 17.9 元上調至 23.4 元。**主要催化劑：**（1）氫燃料電池車銷量突破；（2）重卡銷量超預期；（3）新能源業務的潛在並購。**維持買入評級。**

- **市場對重型卡車需求的預期已足夠悲觀。**目前行業參與者和市場都預料 2021 年下半年中國重型卡車需求將放緩，主要由於國六標準即將實施，市場預期全年銷售同比下降約 13-20%（至 130-140 萬）。由於 2021 年第一季度重卡的銷量已達到 53.2 萬輛（同比增長 94%），因此市場反映 4-12 月銷售同比下降 37-43%。在如此悲觀的預期下，我們認為一旦未來幾個月的月度銷售保持強勁，將有利觸發股價反彈。另一方面，國六的實施將有可能導致需求從柴油卡車轉向天然氣卡車。鑒於市場份額超過 60%，濰柴將成為受益者。
- **與中國重汽的強大協同作用將繼續。**在濰柴發動機配套支援下，中國重汽在重卡市場的份額由 2019 年的 14%上升至 2020 年的 17%。此外，中國重汽未來將加大開拓輕卡和皮卡。我們預計濰柴的發動機銷售將繼續受惠於中國重汽積極戰略的推動。
- **凱傲指引正面。**由於受到疫情影響，凱傲調整後 EBIT 在 2020 年同比下降 36%至 5.47 億歐元。凱傲指引收入增長將達到 10-17%，而調整後 EBIT 將增長 32-46%至 7.2-8.0 億歐元。這將成為濰柴的關鍵恢復動力。
- **風險因素：**（1）2021 年下半年重卡和發動機的需求較預期疲弱；（2）零件成本增加；（3）新業務風險。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
營業收入 (百萬元人民幣)	159,256	174,361	197,491	218,291	230,850
同比增長 (%)	5.1	9.5	13.3	10.5	5.8
淨收入 (百萬元人民幣)	8,658	9,105	9,207	11,955	12,973
每股盈利 (元人民幣)	1.08	1.15	1.16	1.51	1.64
每股盈利變動 (%)	27.2	6.0	1.1	29.8	8.5
市盈率 (倍)	n/a	n/a	n/a	1.41	1.53
EV/EBITDA (倍)	19.0	18.4	17.9	13.3	12.3
市帳率 (倍)	8.1	7.7	8.0	6.7	6.2
股息率 (%)	4.1	3.7	3.2	2.6	2.3
權益收益率 (%)	2.2	1.4	0.7	3.0	3.3
淨負債比率(%)	淨現金	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

中國裝備製造

馮鍵嶸, CFA
(852) 3900 0826
waynefung@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬人民幣)	151,305
3 月平均流通量(百萬人民幣)	2,076
52 周內股價高/低 (人民幣)	26.26/12.64
總股本 (百萬)	1,934 (H)
	5,991 (A)

資料來源：彭博

股東結構

濰柴控股集團有限公司	17.7%
濰坊市投資集團有限公司	3.7%
香港中央結算	9.6%
自由流通（H 股）	24.4%
自由流通（A 股）	44.6%

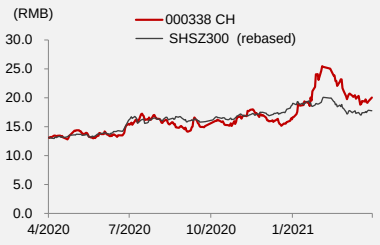
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-8.9%	-7.2%
3-月	17.6%	22.3%
6-月	28.2%	13.9%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：安永

敬請參閱尾頁之免責聲明
請到彭博 (搜索代碼: RESP CMBR <GO>)或 http://www.cmbi.com.hk 下載更多招銀國際證券研究報告
本報告摘要自英文版本，如欲進一步瞭解，敬請參閱英文報告。

財務分析

利潤表

年結: 12 月 31 日 (百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
收入	**159,256**	**174,361**	**197,491**	**218,291**	**230,850**
銷售成本	-123,686	-136,353	-159,353	-172,887	-182,833
毛利	**35,569**	**38,008**	**38,138**	**45,405**	**48,017**
營業成本	-21,757	-23,586	-25,289	-27,265	-28,567
息稅前收益	**13,812**	**14,422**	**12,850**	**18,140**	**19,450**
其他費用	-52	-94	-142	-262	-277
淨財務費用	-75	-220	-279	228	491
財務收入	1,060	1,067	1,278	1,569	1,836
財務費用	-1,135	-1,288	-1,557	-1,341	-1,345
聯營及合資公司收益	174	244	253	250	255
稅前利潤	**13,858**	**14,352**	**12,682**	**18,356**	**19,919**
所得稅	-2,233	-2,445	-1,407	-3,029	-3,287
稅後利潤	**11,626**	**11,907**	**11,275**	**15,327**	**16,632**
非控制股東權益	-2,968	-2,802	-2,068	-3,372	-3,659
淨利潤	**8,658**	**9,105**	**9,207**	**11,955**	**12,973**
折舊及攤銷	7,404	8,071	8,858	7,460	8,547
EBITDA	**21,216**	**22,493**	**21,708**	**25,600**	**27,997**

現金流量表

年結: 12 月 31 日 (百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
稅前收益	13,858	14,352	12,682	18,356	19,919
財務費用	1,135	1,288	1,557	1,341	1,345
利息收入	-1,060	-1,067	-1,278	-1,569	-1,836
聯營及合資公司收益	-174	-244	-253	-250	-255
折舊	5,321	6,188	6,699	5,155	6,145
攤銷	2,016	1,820	2,087	2,230	2,327
所得稅	-2,233	-2,445	-1,407	-3,029	-3,287
流動資金變動	2,363	2,603	1,114	-283	1,131
其他	1,035	1,341	1,727	1,644	1,911
經營現金流	**22,262**	**23,835**	**22,928**	**23,595**	**27,400**
淨資本開支	-1,952	-6,335	-5,992	-9,500	-10,500
聯營及合資公司投資	-1,655	-243	-537	0	0
控股公司投資	0	0	-938	0	0
聯營及合資公司股息收入	181	135	145	142	146
其他	-3,754	-1,947	-2,095	0	0
投資活動現金流	**-7,181**	**-8,391**	**-9,417**	**-9,358**	**-10,354**
股權融資	0	0	0	0	0
淨銀行借貸	635	1,137	1,052	300	300
股息分派	-4,039	-4,851	-3,459	-1,190	-4,782
財務費用	0	0	0	-1,341	-1,345
其他	-3,577	-3,853	-579	0	0
融資活動所得現金淨額	**-6,980**	**-7,567**	**-2,986**	**-2,231**	**-5,827**
現金增加淨額	8,100	7,877	10,525	12,006	11,219
年初現金及現金等價物	34,222	38,210	48,818	62,216	74,222
匯兌及其他	-4,112	2,731	2,873	0	-0
年末現金及現金等價物	38,210	48,818	62,216	74,222	85,441

資產負債表

年結: 12 月 31 日 (百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
非流動資產	**97,171**	**110,647**	**118,235**	**120,458**	**122,596**
物業、廠房及設備	29,453	26,316	31,720	34,565	37,420
聯營及合資公司	4,464	4,711	4,944	5,052	5,162
商譽	23,037	23,823	24,666	24,666	24,666
長期應收帳	6,483	8,448	9,623	9,623	9,623
無形資產	23,299	23,436	23,826	23,096	22,269
其他	10,434	23,914	23,457	23,457	23,457
流動資產	**108,105**	**126,185**	**152,515**	**162,877**	**180,866**
預付款	1,109	997	1,095	1,020	945
存貨	20,674	24,718	31,226	29,403	34,714
應收帳	13,155	14,285	15,422	15,677	17,211
應收票據	24,993	26,458	28,780	28,780	28,780
其他	9,964	10,910	13,775	13,775	13,775
現金	38,210	48,818	62,216	74,222	85,441
流動負債	**88,617**	**105,877**	**123,713**	**122,661**	**131,437**
應付貿易賬款	30,869	36,749	45,450	43,599	51,575
應付票據	15,925	22,446	22,970	22,970	22,970
銀行貸款	12,371	15,013	17,006	17,806	18,606
其他	29,451	31,669	38,287	38,287	38,287
非流動負債	**54,400**	**61,180**	**66,604**	**66,104**	**65,604**
銀行貸款	23,174	21,669	20,729	20,229	19,729
應付帳款	19,475	16,325	21,205	21,205	21,205
其他	11,751	23,186	24,670	24,670	24,670
權益	**62,259**	**69,775**	**80,433**	**94,570**	**106,421**
股東權益	39,314	45,224	51,202	61,967	70,159
少數股東權益	22,946	24,551	29,231	32,603	36,262

主要比率

年結: 12 月 31 日 (百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
銷售組合 (%)					
柴油機	28.2	28.7	31.8	31.9	33.0
汽車及其他主要汽車零部件	42.0	41.0	43.5	42.8	41.6
叉車及供應鏈解決方案	38.0	38.5	33.0	33.4	33.5
分部間銷售	(8.2)	(8.2)	(8.2)	(8.1)	(8.1)
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	22.3	21.8	19.3	20.8	20.8
息稅前利潤率	8.7	8.3	6.5	8.3	8.4
稅後利潤率	7.3	6.8	5.7	7.0	7.2
增長率(%)					
收入	5.1	9.5	13.3	10.5	5.8
毛利	7.5	6.9	0.3	19.1	5.8
息稅前利潤	23.4	4.4	(10.9)	41.2	7.2
淨利潤	27.2	5.2	1.1	29.8	8.5
資產負債比率 (%)					
流動比率 (x)	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
平均應收賬款周轉天數	31	29	27	26	26
平均存貨周轉天數	60	61	64	64	64
平均應付帳款周轉天數	91	91	94	94	95
淨負債/ 總權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資產回報率	5.9	5.4	4.4	5.5	5.7
資本回報率	23.2	21.5	19.1	21.1	19.6
每股數據					
每股盈利(人民幣)	1.08	1.15	1.16	1.51	1.64
每股帳面值(人民幣)	4.96	5.70	6.45	7.81	8.84
每股股息(人民幣)	0.46	0.29	0.15	0.60	0.65

資料來源: 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 ：招銀國際證券並未給予投資評級

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("招銀國際證券")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。招銀國際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。而過去的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。招銀國際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。
本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，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責任。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。招銀國際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)不時修訂之英國 2000 年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，未經招銀國際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
招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局（" FINRA"）註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關 FINRA 規則的限制。本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法 (經修訂) 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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人
本報告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited （CMBISG）（公司註冊號 201731928D）在新加坡分發。CMBISG 是在《財務顧問法案》（新加坡法例第 110 章）下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。 CMBISG 可根據《財務顧問條例》第 32C 條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構篇制的報告。 如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》（新加坡法例第 289 章）所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則 CMBISG 僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。 新加坡的收件人應致電（+65 6350 4400）聯繫 CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。