

潍柴動力-H (2338 HK)

2018年盈利超預期；利潤率具上升空間

- ❖ **重點。** 潍柴發盈喜指預期 2018 年淨利潤同比增長 10-30%，相當於 74.9-88.5 億元（人民幣，下同），較市場預期的 76 億元為佳。展望今年，潍柴 1 月份的訂單量強勁。我們維持對潍柴的正面看法，主要由於基建開支回升、淘汰國三重卡的置換需求增加，以及市場份額上升。我們將 2019E-20E 的盈利預測均上調 10%，令我們的盈利比市場預期高 16%/23%，我們與市場的主要差異在於我們相對看好 2019E-20E 的重卡需求。我們將 SOTP 目標價從 11.80 港元上調至 12.40 港元。現價相當於 >5% 的收益率，屬吸引水平。重申**買入**。
- ❖ **2018 年利潤增長的原因。** 4Q18 淨利潤為 14.9 億-28.5 億元，同比變動為 -32% 至 +29%，我們相信預測範圍較大的原因是由於減值金額不確定。我們看到高利潤率的燃氣發動機銷售強勁帶動公司 4Q18 復蘇。我們預計 2018 年潍柴的淨利潤為 79.7 億元（同比增長 17%）。在重卡發動機和輪式裝載機發動機的推動下，我們相信潍柴的中重型發動機銷量於 2018E 同比增長 7% 至 55 萬台。潍柴在 4Q18 每月平均交付 1.0-1.2 萬台燃氣發動機，拉動銷量和利潤率。我們估計潍柴在 2018 年共交付 15.2 萬輛重卡，較 2017 年的 14.9 萬台略有提升。我們預計營運槓桿和較少的減值金額將有利公司改善利潤率。
- ❖ **驅動因素：**（1）由於國六產品平均售價較高，我們相信國六發動機銷售增加有助潍柴實現利潤率擴張；（2）我們估計公司對**中國重汽（香港）（3808 HK，買入）**的供貨量將推動中重型發動機的年度新增銷量 1-2 萬台（主要是國六），相當於潍柴中重型發動機銷量的 2-4%。更重要的是，我們相信輕卡發動機銷售具有上升空間，主要由於重汽目前沒有輕卡發動機的內部供應。
- ❖ **風險因素：**（1）重卡和發動機需求疲軟；（2）供應鏈解決方案項目延遲；（3）技術風險。

財務資料

(YE Dec 31)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬元人民幣)	93,184	151,569	162,213	164,667	169,407
淨利潤 (百萬元人民幣)	2,441	6,808	7,969	8,537	9,039
EPS (元人民幣)	0.31	0.85	1.00	1.07	1.13
EPS 變動 (%)	72.9	178.9	17.0	7.1	5.9
市盈率 (x)	28.9	10.4	9.2	8.6	8.1
EV/EBITDA (x)	8.5	5.0	4.3	4.2	4.1
市帳率 (x)	2.2	2.0	1.8	1.6	1.5
股息率 (%)	2.0	3.7	5.1	5.5	5.8
權益收益率 (%)	7.7	20.3	21.0	19.9	18.9
淨財務杠杆 (%)	34.2	1.2	淨現金	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\$12.40
(前目標價)	HK\$11.80)
潛在升幅	+19%
當前股價	HK\$10.40

馮鍵嶸, CFA

電話: (852) 3900 0826

郵件: waynefung@cmbi.com.hk

中國設備行業

市值(百萬元港元)*	81,211
3 月平均流通量 (百萬元港元)	82
52 周內股價高/低 (港元)	12.2/7.51
總股本 (百萬元)	7,997

注:以 H 股股價計算

資料來源: 彭博

股東結構

潍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	+19.8%	+11.0%
3-月	+35.0%	+22.5%
6-月	+9.3%	+13.5%

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.weichaipower.com

利潤表

年結:12月31日 (百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	93,184	151,569	162,213	164,667	169,407
销售成本	(72,100)	(118,468)	(126,040)	(127,452)	(131,121)
毛利	21,084	33,102	36,174	37,215	38,286
营业成本	(16,183)	(21,912)	(22,489)	(23,115)	(23,936)
息税前收益	4,901	11,189	13,685	14,100	14,350
其他费用	(152)	(161)	(195)	(198)	(203)
净财务费用	(199)	(591)	(163)	189	581
联营及合资公司收益	87	85	133	136	139
税前利润	4,638	10,522	13,461	14,228	14,866
所得税	(1,041)	(1,344)	(2,692)	(2,846)	(2,973)
税后利润	3,596	9,178	10,769	11,382	11,893
非控制股东权益	(1,155)	(2,370)	(2,800)	(2,846)	(2,854)
净利润	2,441	6,808	7,969	8,537	9,039
折旧及摊销	6,027	7,365	7,699	8,084	8,354
EBITDA	10,928	18,554	21,384	22,184	22,704

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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
非流动资产					
物业、厂房及设备	25,802	27,067	26,594	25,736	23,109
联营及合资公司	1,545	2,639	2,692	2,747	2,802
商誉	23,038	22,583	22,583	22,583	22,583
长期应收帐	4,030	5,198	5,198	5,198	5,198
无形资产	25,363	23,840	21,614	19,388	17,162
其他	7,808	7,971	7,971	7,971	7,971
	87,585	89,298	86,652	83,622	78,824
流动资产					
预付款	596	560	560	560	560
存货	16,091	19,851	18,134	20,276	19,239
应收帐	11,336	13,573	13,093	13,976	13,872
应收票据	16,743	25,291	25,291	25,291	25,291
其他	4,517	6,844	6,844	6,844	6,844
现金	27,123	34,222	39,937	47,525	59,187
	76,406	100,340	103,859	114,472	124,993
总资产	163,991	189,638	190,511	198,095	203,817
流动负债					
应付贸易账款	21,898	30,655	27,358	31,305	29,047
应付票据	8,759	12,361	12,361	12,361	12,361
银行贷款	9,397	8,771	7,771	5,771	5,871
其他	18,927	26,686	26,686	26,686	26,686
	58,980	78,474	74,177	76,124	73,965
非流动负债					
银行贷款	32,972	26,138	23,138	21,138	21,138
应付账款	16,356	18,455	18,455	18,455	18,455
其他	11,120	10,216	10,216	10,216	10,216
	60,449	54,810	51,810	49,810	49,810
权益					
股东权益	31,738	35,240	40,609	45,401	50,427
少数股东权益	12,823	21,115	23,915	26,761	29,615
总权益	44,562	56,355	64,524	72,161	80,042
权益及负债	163,991	189,638	190,511	198,095	203,817

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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前收益	4,638	10,522	13,461	14,228	14,866
财务费用	463	1,548	1,275	1,123	1,020
利息收入	(791)	(957)	(1,112)	(1,312)	(1,601)
联营及合资公司收益	(87)	(85)	(133)	(136)	(139)
折旧	4,532	5,088	5,473	5,858	6,128
摊销	1,407	2,185	2,226	2,226	2,226
所得税	(1,041)	(1,344)	(2,692)	(2,846)	(2,973)
流动资金变动	(2,883)	(2,887)	(1,100)	921	(1,117)
其他	2,013	2,188	1,112	1,312	1,601
经营现金流	8,250	16,258	18,510	21,374	20,011
净资本开支	(3,715)	(2,775)	(5,000)	(5,000)	(3,500)
联营及合资公司投资	0	(1,038)	0	0	0
控股公司投资	(15,467)	(34)	0	0	0
联营及合资公司股息收入	58	51	80	82	83
其他	(505)	(1,241)	0	0	0
投资活动现金流	(19,630)	(5,037)	(4,920)	(4,918)	(3,417)
股权融资	0	0	0	0	0
净银行借贷	14,497	(7,459)	(4,000)	(4,000)	100
股息分派	(800)	(1,599)	(2,599)	(3,745)	(4,012)
财务费用	(1,633)	0	(1,275)	(1,123)	(1,020)
其他	(323)	2,461	0	0	0
融资活动所得现金净额	11,742	(6,598)	(7,874)	(8,868)	(4,932)
现金增加净额	362	4,623	5,715	7,588	11,662
年初现金及现金等价物	24,857	27,123	34,222	39,937	47,525
汇兑及其他	1,905	2,475	0	0	0
年末现金及现金等价物	27,123	34,222	39,937	47,525	59,187

来源: 公司资料, 招银国际预测

主要比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售组合 (%)					
柴油机	27	29	29	30	29
汽车及其他主要汽车零部件	34	39	40	37	37
其他零部件	3	2	2	2	2
进出口服务	0	0	0	0	0
叉车及供应链解决方案	44	39	37	38	39
分部间销售	(8)	(9)	(8)	(8)	(8)
合计	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)					
毛利率	22.6	21.8	22.3	22.6	22.6
息税前利润率	5.3	7.4	8.4	8.6	8.5
EBITDA 利润率	11.7	12.2	13.2	13.5	13.4
税后利润率	3.9	6.1	6.6	6.9	7.0

增长率 (%)					
收入	25.6	62.7	7.0	1.5	2.9
毛利	23.3	57.0	9.3	2.9	2.9
息税前利润	30.1	128.3	22.3	3.0	1.8
EBITDA	19.6	69.8	15.3	3.7	2.3
净利润	72.9	178.9	17.0	7.1	5.9

资产负债比率 (%)					
流动比率 (x)	1.3	1.3	1.4	1.5	1.7
平均应收账款周转天数	40	30	30	30	30
平均存货周转天数	71	55	55	55	55
平均应付账款周转天数	93	81	84	84	84
净负债/总权益比率 (%)	34.2	1.2	净现金	净现金	净现金

回报率 (%)					
资产回报率	2.6	5.2	5.7	5.9	5.9
资本回报率	7.7	20.3	21.0	19.9	18.9

每股数据					
每股盈利(人民币)	0.31	0.85	1.00	1.07	1.13
每股账面值(人民币)	3.97	4.41	5.08	5.68	6.31
每股股息(人民币)	0.18	0.33	0.47	0.50	0.53

来源: 公司资料, 招银国际预测

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布時的判斷，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。接收本報告之行爲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。