

潍柴動力-H (2338 HK)

工程車及發動機銷售強勁，上調盈利預測及目標價

❖ **新 SOTP 目標價 HK\$13.50，重申買入評級。**我們上調潍柴 2018E/19E 盈利預測 19%/14%，令我們的預測處於市場預期的前端位置。我們的樂觀看法主要來自以下的正面因素：(1) 公司一季度的預測盈利大幅增長 50-80%，遠較市場預期 2018-19 年盈利下跌理想；(2) 工程車的需求持續強勁，足以抵銷疲弱的物流車銷售；(3) 潍柴正逐漸提升重卡發動機的市場份額（預期 2018 年可超過 35%）以及推動非道路的發動機銷售。此外，我們預期潍柴將通過併購以及新投資擴大其新能源業務，有助進一步分散收入來源以及提升盈利。

❖ **基建投資拉動強勁工程車需求。**潍柴控股 51% 的陝重汽於去年的工程車/物流車的銷售比率為 33/67，管理層預期今年的工程車需求強勁並將帶來更高的銷售貢獻，陝重汽維持今年 20 萬輛的銷售目標（去年重卡銷售同比上升 82% 至 14.9 萬輛），我們認為非常進取。物流車方面，潍柴預期加速淘汰國三重卡的政策將有助支持一定的置換需求。

❖ **持續提升重卡發動機的市場份額；工程機械發動機有潛在上升空間。**潍柴去年重卡發動機銷售為 37 萬輛，同比增長 87%，去年的市場份額從 2015 年的 21.5% 及 2016 年的 27% 上升至 33.1%。通過提升產品品質及推出切合客戶需求的差異化產品，潍柴有信心於未來數年於主要競爭對手康明斯(CMI US)手中奪取更多市場份額。工程機械發動機方面，我們留意到下游工程機械製造商包括龍工(3339 HK, 未評級)以及中聯重科(1157 HK, 未評級)對今年銷售給予非常正面的指引，我們相信有機會為潍柴工程機械發動機銷售帶來驚喜。

❖ **上調 2018E/19E 盈利預測。**我們上調潍柴發動機/重卡的銷售量假設，2018 年上調 10%/16%，2019 年上調 10%/8%。此外，我們預期今年的資產減值為 10 億元人民幣，低於去年的 19.5 億元。此外，我們預期潍柴今年的經營現金流將達 170 億元，遠高於今年的 50 億元資本開支預算，我們相信強勁的自由現金流加上低負債比率將為未來可能進行的收購及投資提供充足的財務預算。

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)	42.2	24.4	8.8	8.0	7.4
EV/EBITDA (x)	8.9	7.5	4.4	4.0	3.8
市帳率 (x)	1.9	1.9	1.7	1.4	1.3
股息率 (%)	1.3	2.3	4.3	5.9	6.3
權益收益率 (%)	4.4	7.7	20.3	19.0	18.3
淨財務杠杆 (%)	淨現金	59.1	2.5	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\$13.50
(前目標價)	HK\$12.50)
潛在升幅	+53%
當前股價	HK\$8.80

馮鍵嶸, CFA

電話: (852) 3900 0826

郵件: waynefung@cmbi.com.hk

中國設備行業

市值(百萬元港幣)*	70,376
3 月平均流通量(百萬元港幣)	101
52 周內股價高/低(港幣)	10.94/5.84
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	-10.7%	-6.3%
3-月	-5.2%	-5.7%
6-月	-3.4%	-11.1%

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

- ❖ **2017 年業績重點:**即使調整稅務收益後核心淨利潤仍高於淨利潤。濰柴去年的淨利潤大幅增長 179%至 68 億元人民幣,高於公司早前盈喜中 61-65 億元的指引,並高於我們預期 6%和市場預期 9%。收入(上升 63%)、毛利率(21.8%)和稅前盈利(上升 127%)均符合我們預期。淨利潤高於預期主要由於實際稅率僅 12.8%,低於 2016 年的 22.5%,主要由於美國稅改把稅率從 35%下調至 21%,從而一次性減少公司的遞延稅務負債 7.09 億元人民幣。另一方面,濰柴去年的資產減值達 19.5 億元。因此如果把以上因素作出調整,去年核心淨利潤達 8 億元人民幣。
- ❖ **今年一季度淨利潤大幅增長 50-80%是出色的開局。**濰柴預告首季淨利潤為 17.7-21.2 億元人民幣,主要由於: (i) 市場份額進一步提升; (ii) 工程機械、農業裝備、工業動力等非道路用機械開拓順利; 及(iii) 受益於基建投資復蘇,主要產品銷量同比上升。我們相信首季強勁有助減低市場對重卡及發動機銷售下跌的憂慮。
- ❖ **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。

利潤表

年結:12月31日(百万人民币)	2015	2016	2017	2018E	2019E
收入	74,168	93,184	151,569	162,278	169,642
销售成本	(57,064)	(72,100)	(118,468)	(126,090)	(131,303)
毛利	17,104	21,084	33,102	36,188	38,339
营业成本	(13,338)	(16,183)	(21,912)	(23,367)	(25,048)
息税前收益	3,766	4,901	11,189	12,821	13,291
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
税前利润	3,126	4,638	10,522	12,450	13,230
所得税	(928)	(1,041)	(1,344)	(2,801)	(2,977)
税后利润	2,198	3,596	9,178	9,649	10,253
非控制股东权益	(786)	(1,155)	(2,370)	(2,509)	(2,563)
净利润	1,412	2,441	6,808	7,140	7,690
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
非流动资产					
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
流动资产					
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
总资产	115,840	163,991	189,638	189,415	197,984
流动负债					
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
非流动负债					
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
权益					
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
权益及负债	115,840	163,991	189,638	189,415	197,984

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)	2015	2016	2017	2018E	2019E
税前收益	3,126	4,638	10,522	12,450	13,230
财务费用	1,218	463	1,548	1,275	1,123
利息收入	(916)	(791)	(957)	(1,096)	(1,264)
联营及合资公司收益	(32)	(87)	(85)	(133)	(136)
折旧	4,172	4,532	5,053	5,473	5,858
摊销	1,121	1,407	2,185	2,226	2,226
所得税	(928)	(1,041)	(1,344)	(2,801)	(2,977)
流动资金变动	(2,244)	(2,883)	626	(1,103)	720
其他	1,321	2,013	(1,291)	1,096	1,264
经营现金流	6,839	8,250	16,258	17,387	20,044

净资产开支	(3,671)	(3,715)	(2,775)	(5,000)	(5,000)
联营及合资公司投资	0	0	(1,038)	0	0
控股公司投资	(477)	(15,467)	(34)	0	0
联营及合资公司股息收入	0	58	51	80	82
其他	32	(505)	(1,241)	0	0
投资活动现金流	(4,116)	(19,630)	(5,037)	(4,920)	(4,918)

股权融资	0	0	0	0	0
净银行借贷	(1,560)	14,497	(7,459)	(4,000)	(4,000)
股息分派	(700)	(800)	(1,599)	(2,599)	(3,356)
财务费用	(1,268)	(1,633)	0	(1,275)	(1,123)
其他	1,352	(323)	2,461	0	0
融资活动所得现金净额	(2,176)	11,742	(6,598)	(7,874)	(8,478)

现金增加净额	547	362	4,623	4,593	6,647
年初现金及现金等价物	24,434	24,857	27,123	34,222	38,815
汇兑及其他	(125)	1,905	2,476	0	0
年末现金及现金等价物	24,857	27,123	34,222	38,815	45,462

来源: 公司资料, 招银国际预测

主要比率	2015	2016	2017	2018E	2019E
销售组合 (%)					
柴油机	23	27	29	27	27
汽车及其他主要汽车零部件	31	34	39	38	36
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	39	40	42
分部间销售	(6)	(8)	(9)	(8)	(8)
合计	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)					
毛利率	23.1	22.6	21.8	22.3	22.6
息税前利润率	5.1	5.3	7.4	7.9	7.8
EBITDA 利润率	12.3	11.7	12.2	12.6	12.6
税后利润率	3.0	3.9	6.1	5.9	6.0

增长率 (%)					
收入	(6.9)	25.6	62.7	7.1	4.5
毛利	0.5	23.3	57.0	9.3	5.9
息税前利润	(45.6)	30.1	128.3	14.6	3.7
EBITDA	(14.9)	19.6	69.8	10.6	4.2
净利润	(71.8)	72.9	178.9	4.9	7.7

资产负债比率 (%)					
流动比率 (x)	1.4	1.3	1.3	1.4	1.5
平均应收账款周转天数	46	40	30	30	30
平均存货周转天数	78	71	55	55	55
平均应付账款周转天数	98	93	81	84	84
净负债/总权益比率 (%)	净现金	59.1	2.5	净现金	净现金

回报率 (%)					
资产回报率	1.9	2.6	5.2	5.1	5.3
资本回报率	4.4	7.7	20.3	19.0	18.3

每股数据					
每股盈利(人民币)	0.18	0.31	0.85	0.89	0.96
每股账面值(人民币)	3.99	3.97	4.41	4.97	5.52
每股股息(人民币)	0.10	0.18	0.33	0.42	0.45

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。