

濰柴動力-H (2338 HK)

受惠重卡及工程機械增長

- ❖ **重申買入評級。**我們預計 2018 年中國重卡銷售將達到 122 萬輛，同比增長 9%。鑒於濰柴在中國重卡發動機行業佔有 35% 的市場份額，我們認為公司是今年重卡強勁銷售的主要受益者。由於公司佔據了國內 5 噸輪式裝載機發動機行業約 80% 的市場份額，我們預計今年濰柴也將從輪式裝載機的強勁銷售中受益。我們上調了發動機銷售預測後，將 2018/19 年的盈利預測上調了 8%/4%，並基於分部估值法，將目標價從 13.10 港元上調至 13.80 港元。雖然濰柴股價自 5 月初以來已經飆升了 34%，但我們預計公司盈利驚喜將進一步推動股價上揚。
- ❖ **2018 年二季度發動機銷售增速加快。**我們相信濰柴中重型發動機一季度銷售增速為 19%，到 4 月和 5 月增長分別加速至 30% 和 25%，主要是受重卡和工程機械需求推動。我們預計 2018 年濰柴發動機的銷售將繼續帶來驚喜。此外，我們預計濰柴前五個月的重卡銷量（通過陝西重汽）與 18 年行業增長（即 15%）一致。
- ❖ **盈利穩健增長，並具備進一步上升的空間。**我們分別上調了 2018/19 年發動機銷售預測 10%/6%，因此上調盈利預測 8%/4%。我們預計 2018 年公司淨利潤增速為 13%。另一方面，行業增長向好緩解了減值風險，為盈利帶來進一步的上調空間。
- ❖ **風險因素：**1) 今年下半年重卡及工程機械的需求轉弱；2) 供應鏈解決方案項目延誤；3) 技術風險。

財務資料

(YE Dec 31)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬元人民幣)	93,184	151,569	165,506	167,387	169,182
淨利潤 (百萬元人民幣)	2,441	6,808	7,713	8,001	8,491
EPS (元人民幣)	0.31	0.85	0.96	1.00	1.06
EPS 變動 (%)	72.9	178.9	13.3	3.7	6.1
市盈率 (x)	33.4	12.0	10.1	9.8	9.2
EV/EBITDA (x)	9.5	5.6	4.8	4.8	4.7
市帳率 (x)	2.6	2.3	1.9	1.8	1.6
股息率 (%)	1.7	3.2	4.6	4.8	5.1
權益收益率 (%)	7.7	20.3	20.4	18.8	18.0
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\$13.80
(前目標價)	HK\$13.10)
潛在升幅	+15%
當前股價	HK\$12.04

馮鍵峰, CFA

電話: (852) 3900 0826

郵件: waynefung@cmbi.com.hk

中國設備行業

市值(百萬港元)*	96,287
3 月平均流通量(百萬港元)	125
52 周內股價高/低(港元)	12.2/5.95
總股本(百萬)	7,997

注:以 H 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	26.4%	26.5%
3-月	36.2%	37.7%
6-月	48.7%	37.6%

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

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	165,506	167,387	169,182
销售成本	(72,100)	(118,468)	(128,598)	(129,557)	(130,947)
毛利	21,084	33,102	36,908	37,829	38,235
营业成本	(16,183)	(21,912)	(23,224)	(24,168)	(24,301)
息税前收益	4,901	11,189	13,684	13,661	13,934
其他费用	(152)	(161)	(199)	(201)	(203)
净财务费用	(199)	(591)	(170)	168	545
联营及合资公司收益	87	85	133	136	139
税前利润	4,638	10,522	13,449	13,764	14,415
所得税	(1,041)	(1,344)	(3,026)	(3,097)	(3,243)
税后利润	3,596	9,178	10,423	10,667	11,172
非控制股东权益	(1,155)	(2,370)	(2,710)	(2,667)	(2,681)
净利润	2,441	6,808	7,713	8,001	8,491
折旧及摊销	6,027	7,365	7,699	8,084	8,354
EBITDA	10,928	18,554	21,383	21,745	22,288

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	18,905	20,140	19,324
应收帐	11,336	13,573	13,634	13,882	13,929
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	39,457	46,607	57,764
	76,406	100,340	104,691	113,323	123,712
总资产	163,991	189,638	191,343	196,946	202,536
流动负债					
应付贸易账款	21,898	30,655	28,536	31,096	29,175
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	75,354	75,915	74,094
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	40,353	44,729	49,459
少数股东权益	12,823	21,115	23,825	26,492	29,174
总权益	44,562	56,355	64,179	71,221	78,633
权益及负债	163,991	189,638	191,343	196,946	202,536

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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前收益	4,638	10,522	13,449	13,764	14,415
财务费用	463	1,548	1,275	1,123	1,020
利息收入	(791)	(957)	(1,105)	(1,291)	(1,566)
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)	(3,026)	(3,097)	(3,243)
流动资金变动	(2,883)	(2,887)	(1,235)	1,078	(1,152)
其他	2,013	2,188	1,105	1,291	1,566
经营现金流	8,250	16,258	18,029	20,816	19,255
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)	(3,625)	(3,760)
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)	(8,748)	(4,680)
现金增加净额	362	4,623	5,235	7,150	11,158
年初现金及现金等价物	24,857	27,123	34,222	39,457	46,607
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	39,457	46,607	57,764

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	29	29
汽车及其他主要汽车零部件	34	39	39	37	36
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	39	40
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	8.3	8.2	8.2
EBITDA 利润率	11.7	12.2	12.9	13.0	13.2
税后利润率	3.9	6.1	6.3	6.4	6.6

增长率 (%)

收入	25.6	62.7	9.2	1.1	1.1
毛利	23.3	57.0	11.5	2.5	1.1
息税前利润	30.1	128.3	22.3	(0.2)	2.0
EBITDA	19.6	69.8	15.2	1.7	2.5
净利润	72.9	178.9	13.3	3.7	6.1

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	5.5	5.5	5.6
资本回报率	7.7	20.3	20.4	18.8	18.0

每股数据

每股盈利(人民币)	0.31	0.85	0.96	1.00	1.06
每股账面值(人民币)	3.97	4.41	5.05	5.59	6.18
每股股息(人民币)	0.18	0.33	0.45	0.47	0.50

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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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。