

潍柴动力-H (2338 HK)

三季度利润下行符合预测；四季度复苏可期

- ❖ **要点：**由于收入同比下降 8%，以及毛利率同比下降 1.3 个百分点至 21.3%，公司于三季度录得净利润 16 亿元人民币，同比下降 18%。我们认为由于基数较高，整个行业的重卡销售在第三季度表现疲弱，因此利润下滑已为市场所预期。此外，我们在第三季度看到一些正面讯号：（1）2018 年第三季度毛利率环比上升 0.7 个百分点；（2）运营成本控制得宜；（3）财务费用净额同比下降 81% 至 4,300 万元人民币。我们对全年的盈利预测有信心，因公司今年首三个季度的净利润已达 60 亿元人民币（同比增长 30%），占我们全年预测的 82%。展望未来，由于预计基建支出增长将趋于稳定，支撑对工程重卡的需求，因此我们估计公司于四季度的表现将好转。我们维持买入评级，并维持分类加总估值法得出的目标价为 11.80 港元。按现价计算，公司的收益率 > 6%，我们认为相当吸引。
- ❖ **推算潍柴三季度不包括 KION 的收入同比下降 16%。**潍柴通常不会在季度业绩中披露其不同业务的细分。不过，由于 KION (KGX GR, 潍柴拥有 45% 股权的子公司) 已经公布了其第三季度业绩，收入同比增长 3% 至 19 亿欧元。经汇率调整后，我们估计潍柴的发动机、重卡、变速箱等（不包括 KION）收入同比下降约 16%，符合我们预期。
- ❖ **经营成本控制得宜。**尽管总收入下降 8%，潍柴在第三季仍有效地控制成本：（1）销售及分销费用同比下降 13% 至 24 亿元人民币；（2）管理费用同比下降 17% 至 14 亿元人民币。成本控制得宜有助减少盈利影响。
- ❖ **风险因素：**（1）重卡和发动机需求进一步疲软；（2）供应链解决方案相关项目延误；（3）技术风险。

财务资料

(YE Dec 31)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额 (百万元人民币)	93,184	151,569	162,213	165,113	169,760
净利润 (百万元人民币)	2,441	6,808	7,339	7,780	8,236
EPS (元人民币)	0.31	0.85	0.92	0.97	1.03
EPS 变动 (%)	72.9	178.9	7.8	6.0	5.9
市盈率 (x)	21.4	7.7	7.4	7.0	6.6
EV/EBITDA (x)	6.8	4.0	3.6	3.5	3.4
市帐率 (x)	1.6	1.5	1.4	1.2	1.1
股息率 (%)	2.7	5.0	6.3	6.7	7.1
权益收益率 (%)	7.7	20.3	19.5	18.5	17.7
净财务杠杆 (%)	34.2	1.2	净现金	净现金	净现金

数据源：公司及招银国际研究预测

买入（维持）

目标价	HK\$11.80
(前目标价)	HK\$11.80)
潜在升幅	+52%
当前股价	HK\$7.75

冯键嵘, CFA

电话: (852) 3900 0826

邮件: waynefung@cmbi.com.hk

中国设备行业

市值(百万港元)*	61,739
3 月平均流通量(百万港元)	150
52 周内股价高/低(港元)	12.2/7.65
总股本(百万)	7,997

注:以 H 股股价计算

数据源: 彭博

股东结构

潍柴控股集团有限公司	16.83%
潍坊市投资集团有限公司	3.71%
自由流通 (H 股)	24.22%
自由流通 (A 股)	55.24%

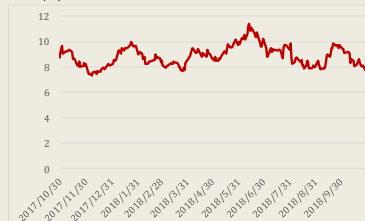
数据源: 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-20.4%	-8.9%
3-月	-18.0%	-6.4%
6-月	-10.8%	0.7%

数据源: 彭博

股价表现



数据源: 彭博

审计师: 安永

公司网站: 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	162,213	165,113	169,760
销售成本	(72,100)	(118,468)	(126,040)	(127,797)	(131,395)
毛利	21,084	33,102	36,174	37,316	38,366
营业成本	(16,183)	(21,912)	(23,141)	(24,021)	(24,840)
息税前收益	4,901	11,189	13,033	13,294	13,526
其他费用	(152)	(161)	(195)	(198)	(204)
净财务费用	(199)	(591)	(175)	153	523
联营及合资公司收益	87	85	133	136	139
税前利润	4,638	10,522	12,796	13,385	13,984
所得税	(1,041)	(1,344)	(2,879)	(3,012)	(3,146)
税后利润	3,596	9,178	9,917	10,373	10,837
非控制股东权益	(1,155)	(2,370)	(2,578)	(2,593)	(2,601)
净利润	2,441	6,808	7,339	7,780	8,236
折旧及摊销	6,027	7,365	7,699	8,084	8,354
EBITDA	10,928	18,554	20,732	21,378	21,879

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	20,381	19,218
应收帐	11,336	13,573	13,093	14,049	13,857
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	39,086	45,942	56,926
	76,406	100,340	103,007	113,067	122,695
总资产	163,991	189,638	189,659	196,689	201,520
流动负债					
应付贸易账款	21,898	30,655	27,358	31,464	29,014
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	76,283	73,932
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	39,979	44,310	48,889
少数股东权益	12,823	21,115	23,694	26,287	28,888
总权益	44,562	56,355	63,673	70,597	77,778
权益及负债	163,991	189,638	189,659	196,689	201,520

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	12,796	13,385	13,984
财务费用	463	1,548	1,275	1,123	1,020
利息收入	(791)	(957)	(1,100)	(1,275)	(1,543)
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)	(2,879)	(3,012)	(3,146)
流动资金变动	(2,883)	(2,887)	(1,100)	902	(1,095)
其他	2,013	2,188	1,100	1,275	1,543
经营现金流	8,250	16,258	17,658	20,346	18,977
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)	(3,449)	(3,657)
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)	(8,572)	(4,577)
现金增加净额	362	4,623	4,864	6,856	10,984
年初现金及现金等价物	24,857	27,123	34,222	39,086	45,942
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	39,086	45,942	56,926

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	40	38	38
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	8.0	8.1	8.0
EBITDA 利润率	11.7	12.2	12.8	12.9	12.9
税后利润率	3.9	6.1	6.1	6.3	6.4

增长率 (%)					
收入	25.6	62.7	7.0	1.8	2.8
毛利	23.3	57.0	9.3	3.2	2.8
息税前利润	30.1	128.3	16.5	2.0	1.7
EBITDA	19.6	69.8	11.7	3.1	2.3
净利润	72.9	178.9	7.8	6.0	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	5.2	5.4	5.4
资本回报率	7.7	20.3	19.5	18.5	17.7

每股数据					
每股盈利(人民币)	0.31	0.85	0.92	0.97	1.03
每股账面值(人民币)	3.97	4.41	5.00	5.54	6.11
每股股息(人民币)	0.18	0.33	0.43	0.46	0.48

来源: 公司资料, 招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。