

潍柴动力-H (2338 HK)

工程车及发动机销售强劲,上调盈利预测及目标价

❖ **新 SOTP 目标价 HK\$13.50, 重申买入评级。**我们上调潍柴 2018E/19E 盈利预测 19%/14%, 令我们的预测处于市场预期的高端位置。我们的乐观看法主要来自以下的正面因素: (1) 公司一季度的预测盈利大幅增长 50-80%, 远较市场预期 2018-19 年盈利下跌理想; (2) 工程车的需求持续强劲, 足以抵销疲弱的物流车销售; (3) 潍柴正逐渐提升重卡发动机的市场份额 (预期 2018 年可超过 35%) 以及推动非道路的发动机销售。此外, 我们预期潍柴将通过并购以及新投资扩大其新能源业务, 有助进一步分散收入来源以及提升盈利。

❖ **基建投资拉动强劲工程车需求。**潍柴控股 51% 的陕重汽于去年的工程车/物流车的销售比率为 33/67, 管理层预期今年的工程车需求强劲并将带来更高的销售贡献, 陕重汽维持今年 20 万辆的销售目标 (去年重卡销售同比上升 82% 至 14.9 万辆), 我们认为非常进取。物流车方面, 潍柴预期加速淘汰国三重卡的政策将有助支持一定的置换需求。

❖ **持续提升重卡发动机的市场份额; 工程机械发动机有潜在上升空间。**潍柴去年重卡发动机销售为 37 万辆, 同比增长 87%, 去年的市场份额从 2015 年的 21.5% 及 2016 年的 27% 上升至 33.1%。通过提升产品质量及推出切合客户需求的差异化产品, 潍柴有信心于未来数年内于主要竞争对手 **康明斯 (CMI US)** 手中夺取更多市场份额。工程机械发动机方面, 我们留意到下游工程机械制造商包括 **龙工 (3339 HK, 未评级)** 以及 **中联重科 (1157 HK, 未评级)** 对今年销售给予非常正面的指引, 我们相信有机会为潍柴工程机械发动机销售带来惊喜。

❖ **上调 2018E/19E 盈利预测。**我们上调潍柴发动机/重卡的销售量假设, 2018 年上调 10%/16%, 2019 年上调 10%/8%。此外, 我们预期今年的资产减值为 10 亿元人民币, 低于去年的 19.5 亿元。此外, 我们预期潍柴今年的经营现金流将达 170 亿元, 远高于今年的 50 亿元资本开支预算, 我们相信强劲的自由现金流加上低负债比率将为未来可能进行的收购及投资提供充足的财务预算。

财务资料

(YE Dec 31)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E
营业额 (百万元人民币)	74,168	93,184	151,569	162,278	169,642
净利润 (百万元人民币)	1,412	2,441	6,808	7,140	7,690
EPS (元人民币)	0.18	0.31	0.85	0.89	0.96
EPS 变动 (%)	(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
市帐率 (x)	1.9	1.9	1.7	1.4	1.3
股息率 (%)	1.3	2.3	4.3	5.9	6.3
权益收益率 (%)	4.4	7.7	20.3	19.0	18.3
净财务杠杆 (%)	净现金	59.1	2.5	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\$13.50
(前目标价)	HK\$12.50)
潜在升幅	+53%
当前股价	HK\$8.80

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)*	70,376
3 月平均流通量 (百万港元)	101
52 周内股价高/低 (港元)	10.94/5.84
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	-10.7%	-6.3%
3-月	-5.2%	-5.7%
6-月	-3.4%	-11.1%

数据源: 彭博

股价表现



数据源: 彭博

审计师: 安永

公司网站: www.weichaipower.com

- ❖ **2017 年业绩重点:即使调整税务收益后核心净利润仍高于净利润。**潍柴去年的净利润大幅增长 179%至 68 亿元人民币,高于公司早前盈喜中 61-65 亿元的指引,并高于我们预期 6%和市场预期 9%。收入(上升 63%)、毛利率(21.8%)和税前盈利(上升 127%)均符合我们预期。净利润高于预期主要由于实际税率仅 12.8%,低于 2016 年的 22.5%,主要由于美国税改把税率从 35%下调至 21%,从而一次性减少公司的递延税务负债 7.09 亿元人民币。另一方面,潍柴去年的资产减值达 19.5 亿元。因此如果把以上因素作出调整,去年核心净利润达 8 亿元人民币。
- ❖ **今年一季度净利润大幅增长 50-80%是出色的开局。**潍柴预告首季净利润为 17.7-21.2 亿元人民币,主要由于: (i) 市场份额进一步提升; (ii) 工程机械、农业装备、工业动力等非道路用机械开拓顺利; 及(iii) 受益于基建投资复苏,主要产品销量同比上升。我们相信首季强劲有助减低市场对重卡及发动机销售下跌的忧虑。
- ❖ **风险因素:** 1) 今年下半年重卡及发动机的需求转弱; 2) 供应链解决方案项目延误; 3) 技术风险。

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）没有在有关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，请与我们联系。

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。