

潍柴动力-A (000338 CH)

2020 年业绩较弱但增长动力将恢复

我们认为潍柴近期股价回调很大程度上已经反映了 2020 年疲弱的业绩。我们预计公司盈利将在 2021-22 年恢复增长，主要得益于与中国重汽 (3808 HK, 买入) 的协同效应，凯傲 (KION, KGX GR) 的盈利恢复以及新业务的良好发展，包括大口径发动机、工程机械液压动力总成和农业机械 CVT 动力总成。我们将 2021/22 年盈利预测上调 2%/5%，基于分部加总的目标价由人民币 17.9 元上调至 23.4 元。**主要催化剂：** (1) 氢燃料电池车销量突破； (2) 重卡销量超预期； (3) 新能源业务的潜在并购。**维持买入评级。**

- **市场对重型卡车需求的预期已足够悲观。**目前行业参与者和市场都预料 2021 年下半年中国重型卡车需求将放缓，主要由于国六标准即将实施，市场预期全年销售同比下降约 13-20% (至 130-140 万)。由于 2021 年第一季度重卡的销量已达到 53.2 万辆 (同比增长 94%)，因此市场反映 4-12 月销售同比下降 37-43%。在如此悲观的预期下，我们认为一旦未来几个月的月度销售保持强劲，将有利触发股价反弹。另一方面，国六的实施将有可能导致需求从柴油卡车转向天然气卡车。鉴于市场份额超过 60%，潍柴将成为受益者。
- **与中国重汽的强大协同作用将继续。**在潍柴发动机配套支持下，中国重汽在重卡市场的份额由 2019 年的 14% 上升至 2020 年的 17%。此外，中国重汽未来将加大开拓轻卡和皮卡。我们预计潍柴的发动机销售将继续受惠于中国重汽积极战略的推动。
- **凯傲指引正面。**由于受到疫情影响，凯傲调整后 EBIT 在 2020 年同比下降 36% 至 5.47 亿欧元。凯傲指引收入增长将达到 10-17%，而调整后 EBIT 将增长 32-46% 至 7.2-8.0 亿欧元。这将成为潍柴的关键恢复动力。
- **风险因素：** (1) 2021 年下半年重卡和发动机的需求较预期疲弱； (2) 零件成本增加； (3) 新业务风险。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
营业收入 (百万元人民币)	159,256	174,361	197,491	218,291	230,850
同比增长 (%)	5.1	9.5	13.3	10.5	5.8
净收入 (百万元人民币)	8,658	9,105	9,207	11,955	12,973
每股盈利 (元人民币)	1.08	1.15	1.16	1.51	1.64
每股盈利变动 (%)	27.2	6.0	1.1	29.8	8.5
市盈率 (倍)	n/a	n/a	n/a	1.41	1.53
EV/EBITDA (倍)	19.0	18.4	17.9	13.3	12.3
市帐率 (倍)	8.1	7.7	8.0	6.7	6.2
股息率 (%)	4.1	3.7	3.2	2.6	2.3
权益收益率 (%)	2.2	1.4	0.7	3.0	3.3
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	RMB23.40
(此前目标价)	RMB17.90
潜在升幅	+17%
当前股价	RMB20.04

中国装备制造

冯健嵘, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

公司数据

市值 (百万元人民币)	151,305
3 月平均流通量 (百万元人民币)	2,076
52 周内股价高/低 (人民币)	26.26/12.64
总股本 (百万)	1,934 (H)
	5,991 (A)

资料来源：彭博

股东结构

潍柴控股集团有限公司	17.7%
潍坊市投资集团有限公司	3.7%
香港中央结算	9.6%
自由流通 (H 股)	24.4%
自由流通 (A 股)	44.6%

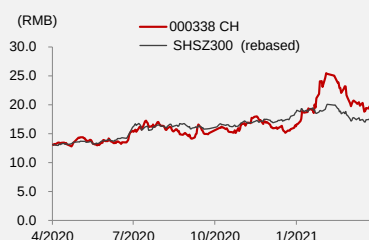
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-8.9%	-7.2%
3-月	17.6%	22.3%
6-月	28.2%	13.9%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永

财务分析

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
收入	159,256	174,361	197,491	218,291	230,850
销售成本	-123,686	-136,353	-159,353	-172,887	-182,833
毛利	35,569	38,008	38,138	45,405	48,017
营业成本	-21,757	-23,586	-25,289	-27,265	-28,567
息税前收益	13,812	14,422	12,850	18,140	19,450
其他费用	-52	-94	-142	-262	-277
净财务费用	-75	-220	-279	228	491
财务收入	1,060	1,067	1,278	1,569	1,836
财务费用	-1,135	-1,288	-1,557	-1,341	-1,345
联营及合资公司收益	174	244	253	250	255
税前利润	13,858	14,352	12,682	18,356	19,919
所得税	-2,233	-2,445	-1,407	-3,029	-3,287
税后利润	11,626	11,907	11,275	15,327	16,632
非控制股东权益	-2,968	-2,802	-2,068	-3,372	-3,659
净利润	8,658	9,105	9,207	11,955	12,973
折旧及摊销	7,404	8,071	8,858	7,460	8,547
EBITDA	21,216	22,493	21,708	25,600	27,997

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
税前收益	13,858	14,352	12,682	18,356	19,919
财务费用	1,135	1,288	1,557	1,341	1,345
利息收入	-1,060	-1,067	-1,278	-1,569	-1,836
联营及合资公司收益	-174	-244	-253	-250	-255
折旧	5,321	6,188	6,699	5,155	6,145
摊销	2,016	1,820	2,087	2,230	2,327
所得税	-2,233	-2,445	-1,407	-3,029	-3,287
流动资金变动	2,363	2,603	1,114	-283	1,131
其他	1,035	1,341	1,727	1,644	1,911
经营现金流	22,262	23,835	22,928	23,595	27,400
净资本开支	-1,952	-6,335	-5,992	-9,500	-10,500
联营及合资公司投资	-1,655	-243	-537	0	0
控股公司投资	0	0	-938	0	0
联营及合资公司股息收入	181	135	145	142	146
其他	-3,754	-1,947	-2,095	0	0
投资活动现金流	-7,181	-8,391	-9,417	-9,358	-10,354
股权融资	0	0	0	0	0
净银行借贷	635	1,137	1,052	300	300
股息分派	-4,039	-4,851	-3,459	-1,190	-4,782
财务费用	0	0	0	-1,341	-1,345
其他	-3,577	-3,853	-579	0	0
融资活动所得现金净额	-6,980	-7,567	-2,986	-2,231	-5,827
现金增加净额	8,100	7,877	10,525	12,006	11,219
年初现金及现金等价物	34,222	38,210	48,818	62,216	74,222
汇兑及其他	-4,112	2,731	2,873	0	-0
年末现金及现金等价物	38,210	48,818	62,216	74,222	85,441

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
非流动资产	97,171	110,647	118,235	120,458	122,596
物业、厂房及设备	29,453	26,316	31,720	34,565	37,420
联营及合资公司	4,464	4,711	4,944	5,052	5,162
商誉	23,037	23,823	24,666	24,666	24,666
长期应收帐	6,483	8,448	9,623	9,623	9,623
无形资产	23,299	23,436	23,826	23,096	22,269
其他	10,434	23,914	23,457	23,457	23,457
流动资产	108,105	126,185	152,515	162,877	180,866
预付款	1,109	997	1,095	1,020	945
存货	20,674	24,718	31,226	29,403	34,714
应收帐	13,155	14,285	15,422	15,677	17,211
应收票据	24,993	26,458	28,780	28,780	28,780
其他	9,964	10,910	13,775	13,775	13,775
现金	38,210	48,818	62,216	74,222	85,441
流动负债	88,617	105,877	123,713	122,661	131,437
应付贸易账款	30,869	36,749	45,450	43,599	51,575
应付票据	15,925	22,446	22,970	22,970	22,970
银行贷款	12,371	15,013	17,006	17,806	18,606
其他	29,451	31,669	38,287	38,287	38,287
非流动负债	54,400	61,180	66,604	66,104	65,604
银行贷款	23,174	21,669	20,729	20,229	19,729
应付账款	19,475	16,325	21,205	21,205	21,205
其他	11,751	23,186	24,670	24,670	24,670
权益	62,259	69,775	80,433	94,570	106,421
股东权益	39,314	45,224	51,202	61,967	70,159
少数股东权益	22,946	24,551	29,231	32,603	36,262

主要比率

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
销售组合 (%)					
柴油机	28.2	28.7	31.8	31.9	33.0
汽车及其他主要汽车零部件	42.0	41.0	43.5	42.8	41.6
叉车及供应链解决方案	38.0	38.5	33.0	33.4	33.5
分部间销售	(8.2)	(8.2)	(8.2)	(8.1)	(8.1)
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	22.3	21.8	19.3	20.8	20.8
息税前利润率	8.7	8.3	6.5	8.3	8.4
税后利润率	7.3	6.8	5.7	7.0	7.2
增长率 (%)					
收入	5.1	9.5	13.3	10.5	5.8
毛利	7.5	6.9	0.3	19.1	5.8
息税前利润	23.4	4.4	(10.9)	41.2	7.2
净利润	27.2	5.2	1.1	29.8	8.5
资产负债比率 (%)					
流动比率 (x)	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
平均应收账款周转天数	31	29	27	26	26
平均存货周转天数	60	61	64	64	64
平均应付账款周转天数	91	91	94	94	95
净负债/总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资产回报率	5.9	5.4	4.4	5.5	5.7
资本回报率	23.2	21.5	19.1	21.1	19.6
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.08	1.15	1.16	1.51	1.64
每股账面值(人民币)	4.96	5.70	6.45	7.81	8.84
每股股息(人民币)	0.46	0.29	0.15	0.60	0.65

资料来源: 公司及招银国际证券预测

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。

招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際證券并未给予投资评级

招銀國際證券行業投資評級

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀國際證券有限公司

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

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)为招銀國際金融有限公司之全资附属公司(招銀國際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。招銀國際證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。招銀國際證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銀國際證券编写，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法律责任。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。招銀國際證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投资银行相关业务联系。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)不时修订之英国2000年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，未经招銀國際證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

招銀國際證券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際證券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析员不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则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。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。