

## 潍柴動力-H (2338 HK)

2018 上半年淨利潤增長 66%符合預期，受惠減值損失下降

- ❖ **投資要點：**2018 上半年淨利潤為 43.9 億元人民幣，同比上升 66%，增速位于 7 月初盈喜公告區間的上端（同比上漲 50-70%）。強勁的增長主要由以下因素驅動：（1）收入增長 14%，（2）銷售管理費用率改善，（3）資產減值損失降低 70%，（4）融資費用降低 85%。我們注意到濰柴 2018 上半年的重卡發動機銷售增長僅為 8.9%，同時市場份額縮減。我們將在周四的分析師會議後調整預測。目前我們維持“買入”評級，基于分部估值法，目標價為 13.80 港元。
- ❖ **2018 年二季度淨利潤達 24.70 億元人民幣，同比增長 68%。**2018 年二季度收入增速由一季度的 12%加速至 15%。公司 2018 年二季度回撥了 2.3 億元人民幣的資產減值損失，為盈利增長的重要因素。此外，我們注意到二季度的毛利率由一季度的 23.1%回落至 20.6%。儘管季度毛利率可能受到成本確認時間點和產品組合變動的影響，我們仍將繼續關注由于原材料上漲導致的成本壓力。
- ❖ **重型發動機市場份額小幅縮減。**上半年重卡發動機銷售為 19.4 萬輛，同比僅增長 8.9%。2018 上半年濰柴的市占率從 2017 上半年的 30.6%下降至 28.9%，這個比我們預測要低，我們原先預計濰柴將進一步擴大市場份額。另一方面，重卡銷售增長 14.4%至 8.4 萬輛，大致符合我們的預期。
- ❖ **風險因素：**1) 今年下半年重卡需求轉弱；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)	23.1	8.3	7.0	6.8	6.4
EV/EBITDA (x)	7.2	4.2	3.7	3.6	3.5
市帳率 (x)	1.8	1.6	1.3	1.2	1.1
股息率 (%)	2.5	4.6	6.7	6.9	7.4
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

數據源：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\$13.80)
潛在升幅	+66%
當前股價	HK\$8.33

### 馮鍵嶸, CFA

電話: (852) 3900 0826

郵件: [waynefung@cmbi.com.hk](mailto:waynefung@cmbi.com.hk)

### 中國設備行業

市值(百萬港元)*	66,617
3 月平均流通量(百萬港元)	149
52 周內股價高/低(港元)	12.2/7.5
總股本(百萬)	7,997

注:以 H 股股價計算

數據源: 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%

數據源: 港交所

### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-16.3%	-14.9%
3-月	-18.8%	-13.9%
6-月	-9.4%	0.0%

數據源: 彭博

### 股價表現



數據源: 彭博

審計師: 安永

公司網站: [www.weichai.com](http://www.weichai.com)

**利潤表**

年結: 12月31日 (百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>收入</b>	<b>93,184</b>	<b>151,569</b>	<b>165,506</b>	<b>167,387</b>	<b>169,182</b>
销售成本	(72,100)	(118,468)	(128,598)	(129,557)	(130,947)
<b>毛利</b>	<b>21,084</b>	<b>33,102</b>	<b>36,908</b>	<b>37,829</b>	<b>38,235</b>
营业成本	(16,183)	(21,912)	(23,224)	(24,168)	(24,301)
<b>息税前收益</b>	<b>4,901</b>	<b>11,189</b>	<b>13,684</b>	<b>13,661</b>	<b>13,934</b>
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
<b>税前利润</b>	<b>4,638</b>	<b>10,522</b>	<b>13,449</b>	<b>13,764</b>	<b>14,415</b>
所得税	(1,041)	(1,344)	(3,026)	(3,097)	(3,243)
<b>税后利润</b>	<b>3,596</b>	<b>9,178</b>	<b>10,423</b>	<b>10,667</b>	<b>11,172</b>
非控制股东权益	(1,155)	(2,370)	(2,710)	(2,667)	(2,681)
<b>净利润</b>	<b>2,441</b>	<b>6,808</b>	<b>7,713</b>	<b>8,001</b>	<b>8,491</b>
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
<b>非流动资产</b>					
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
<b>流动资产</b>					
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
<b>总资产</b>	<b>163,991</b>	<b>189,638</b>	<b>191,343</b>	<b>196,946</b>	<b>202,536</b>
<b>流动负债</b>					
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
<b>非流动负债</b>					
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
<b>权益</b>					
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
<b>总权益</b>	<b>44,562</b>	<b>56,355</b>	<b>64,179</b>	<b>71,221</b>	<b>78,633</b>
<b>权益及负债</b>	<b>163,991</b>	<b>189,638</b>	<b>191,343</b>	<b>196,946</b>	<b>202,536</b>

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
<b>经营现金流</b>	<b>8,250</b>	<b>16,258</b>	<b>18,029</b>	<b>20,816</b>	<b>19,255</b>
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
<b>投资活动现金流</b>	<b>(19,630)</b>	<b>(5,037)</b>	<b>(4,920)</b>	<b>(4,918)</b>	<b>(3,417)</b>
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
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>11,742</b>	<b>(6,598)</b>	<b>(7,874)</b>	<b>(8,748)</b>	<b>(4,680)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>362</b>	<b>4,623</b>	<b>5,235</b>	<b>7,150</b>	<b>11,158</b>
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
<b>销售组合 (%)</b>					
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)發表于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。報告所載數據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。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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，任何機構或個人于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信息，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。