

潍柴动力-H (2338 HK)

二季度盈利同比上升9%；符合预期

潍柴净利润同比增长20%至53亿元（人民币，下同），占我们全年预测54%，符合预期。虽然二季度重卡行业整体疲软，但潍柴净利润仍同比增长9%。我们维持对潍柴的正面看法，预料随着基建投资加速，将推动重卡和发动机销售在四季度复苏。维持买入评级。

- **上半年业绩亮点。**2019上半年收入同比增长10%至900亿元。毛利率稳定在10%，而销售费用比率同比下降0.7个百分点至5.9%，成为推动净利润同比增长20%的关键驱动因素。二季度收入/净利润同比增长6%/9%至456亿/27亿元。上半年经营现金流入同比下降36%至54亿元。截至2019年6月，潍柴维持净现金状态。公司建议派发中期股息每股0.15元人民币。
- **上半年发动机和重卡销量保持韧性。**上半年柴油发动机收入上升15%，源于销量及均价分别增长11%和4%。发动机销量为39.4万辆，包括21.8万辆重卡发动机。重卡发动机的市场份额从2018年的31.6%上升至2019上半年的33.2%，相信主要归因于天然气发动机销售增加。重卡销量同比增长4%至8.7万辆，优于行业的2%跌幅。变速箱销量同比增长11%至58.3万辆。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	151,569	159,256	174,391	178,997	178,630
同比增长(%)	62.7	5.1	9.5	2.6	(0.2)
净收入(百万元人民币)	6,808	8,658	9,824	10,366	10,305
每股盈利(元人民币)	0.85	1.08	1.24	1.31	1.30
每股盈利变动(%)	178.9	27.2	14.4	5.5	(0.6)
市盈率(倍)	12.0	9.6	8.7	8.3	8.3
EV/EBITDA(倍)	5.6	4.9	4.4	4.3	4.3
市帐率(倍)	2.3	2.1	1.9	1.7	1.6
股息率(%)	3.2	4.4	6.3	6.6	6.6
权益收益率(%)	20.3	23.2	23.2	21.6	19.5
净负债比率(%)	1.2	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	HK\$16.2
(此前目标价)	HK\$16.2)
潜在升幅	+35%
当前股价	HK\$12.00

中国设备行业

冯键嵘, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	95,967
3月平均流通量(百万港元)	104
52周内股价高/低(港元)	15.1/7.51
总股本(百万)	7,934

资料来源：彭博

股东结构

潍柴控股集团有限公司	16.8%
潍坊市投资集团有限公司	3.7%
自由流通(H股)	24.2%
自由流通(A股)	55.3%

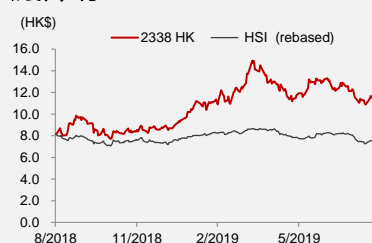
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-6.1%	+4.1%
3-月	-3.2%	+3.5%
6-月	+4.4%	+16.7%

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)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	151,569	159,256	174,391	178,997	178,630
销售成本	(118,468)	(123,686)	(135,327)	(138,901)	(138,617)
毛利	33,102	35,569	39,064	40,095	40,013
营业成本	(21,912)	(21,757)	(23,376)	(23,987)	(24,399)
息税前收益	11,189	13,812	15,687	16,108	15,614
其他费用	(161)	(52)	(209)	(215)	(214)
净财务费用	(591)	(75)	(10)	436	827
财务收入	957	1,060	1,275	1,596	1,990
财务费用	(1,548)	(1,135)	(1,285)	(1,160)	(1,163)
联营及合资公司收益	85	174	225	230	235
税前利润	10,522	13,858	15,693	16,560	16,462
所得税	(1,344)	(2,233)	(2,542)	(2,683)	(2,667)
税后利润	9,178	11,626	13,151	13,877	13,795
非控制股东权益	(2,370)	(2,968)	(3,327)	(3,511)	(3,490)
净利润	6,808	8,658	9,824	10,366	10,305
折旧及摊销	7,365	7,404	7,937	8,207	8,476
EBITDA	18,554	21,216	23,624	24,315	24,090

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
税前收益	10,522	13,858	15,693	16,560	16,462
财务费用	1,548	1,135	1,285	1,160	1,163
利息收入	(957)	(1,060)	(1,275)	(1,596)	(1,990)
联营及合资公司收益	(85)	(174)	(225)	(230)	(235)
折旧	5,088	5,321	5,670	5,940	6,209
摊销	2,185	2,016	2,267	2,267	2,267
所得税	(1,344)	(2,233)	(2,542)	(2,683)	(2,667)
流动资金变动	(2,887)	2,363	241	(391)	403
其他	2,188	1,035	1,275	1,596	1,990
经营现金流	16,258	22,262	22,388	22,622	23,602
净资本开支	(2,775)	(16,665)	(5,000)	(3,500)	(3,500)
联营及合资公司投资	(1,038)	(1,655)	0	0	0
控股公司投资	(34)	0	0	0	0
联营及合资公司股息收入	51	181	135	138	141
其他	(1,241)	10,958	0	0	0
投资活动现金流	(5,037)	(7,181)	(4,865)	(3,362)	(3,359)
股权融资	0	0	0	0	0
净银行借贷	(7,459)	635	(4,000)	100	100
股息分派	(1,599)	(4,039)	(3,661)	(5,403)	(5,701)
财务费用	0	0	(1,285)	(1,160)	(1,163)
其他	2,461	(3,577)	0	0	0
融资活动所得现金净额	(6,598)	(6,980)	(8,946)	(6,463)	(6,764)
现金增加净额	4,623	8,100	8,578	12,798	13,478
年初现金及现金等价物	27,123	34,222	38,210	46,788	59,585
汇兑及其他	2,475	(4,112)	0	0	0
年末现金及现金等价物	34,222	38,210	46,788	59,585	73,064

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	89,298	97,171	94,324	89,709	84,827
物业、厂房及设备	27,067	29,453	28,783	26,343	23,634
联营及合资公司	2,639	4,464	4,554	4,646	4,740
商誉	22,583	23,037	23,037	23,037	23,037
长期应收帐	5,198	6,483	6,483	6,483	6,483
无形资产	23,840	23,299	21,033	18,766	16,499
其他	7,971	10,434	10,434	10,434	10,434
流动资产	100,340	108,105	122,182	131,413	148,304
预付款	560	1,109	1,109	1,109	1,109
存货	19,851	20,674	23,817	21,849	23,723
应收帐	13,573	13,155	15,512	13,912	15,451
应收票据	25,291	24,993	24,993	24,993	24,993
其他	6,844	9,964	9,964	9,964	9,964
现金	34,222	38,210	46,788	59,585	73,064
流动负债	78,474	88,617	92,357	88,499	92,415
应付贸易账款	30,655	30,869	36,609	32,651	36,467
应付票据	12,361	15,925	15,925	15,925	15,925
银行贷款	8,771	12,371	10,371	10,471	10,571
其他	26,686	29,451	29,451	29,451	29,451
非流动负债	54,810	54,400	52,400	52,400	52,400
银行贷款	26,138	23,174	21,174	21,174	21,174
应付账款	18,455	19,475	19,475	19,475	19,475
其他	10,216	11,751	11,751	11,751	11,751
权益	56,355	62,259	71,749	80,223	88,317
股东权益	35,240	39,314	45,477	50,440	55,043
少数股东权益	21,115	22,946	26,273	29,784	33,274

主要比率

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
柴油机	28.9	28.2	28.4	28.6	27.9
汽车及其他主要汽车零部件	39.1	39.7	40.2	38.9	37.2
其他零部件	2.4	2.1	2.3	2.6	3.1
进出口服务	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
叉车及供应链解决方案	38.6	38.0	36.5	37.3	39.2
分部间销售	(9.1)	(8.2)	(7.5)	(7.5)	(7.5)
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	21.8	22.3	22.4	22.4	22.4
息税前利润率	7.4	8.7	9.0	9.0	8.7
税后利润率	6.1	7.3	7.5	7.8	7.7
增长率 (%)					
收入	62.7	5.1	9.5	2.6	(0.2)
毛利	57.0	7.5	9.8	2.6	(0.2)
息税前利润	128.3	23.4	13.6	2.7	(3.1)
净利润	178.9	27.2	13.5	5.5	(0.6)
资产负债比率 (%)					
流动比率 (x)	1.3	1.2	1.3	1.5	1.6
平均应收账款周转天数	30	31	30	30	30
平均存货周转天数	55	60	60	60	60
平均应付帐款周转天数	81	91	91	91	91
净负债/总权益比率 (%)	1.2	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资产回报率	5.2	5.9	6.2	6.3	6.1
资本回报率	20.3	23.2	23.2	21.6	19.5
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.85	1.08	1.24	1.31	1.30
每股账面值(人民币)	4.41	4.96	5.73	6.36	6.94
每股股息(人民币)	0.33	0.46	0.68	0.72	0.71

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于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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

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风险。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)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个人。