

潍柴動力-H (2338 HK)

全球化戰略進入收穫期

- ❖ **投資要點：**憑藉其卓越的收購策略和良好的執行能力，潍柴動力逐漸由一家中國本土的發動機、重型卡車及零部件生產商，轉型成為一家能夠在全球範圍內提供包括叉車生產、倉庫技術等綜合化服務的國際廠商。我們認為主要利好因素包括 1) 公司在重卡及發動機行業市占率的回升，能夠減輕明年因高基數效應帶來潛在需求放緩的影響；以及 2) 環球供應鏈解決方案服務對收入的貢獻度提高。我們首次覆蓋公司並給予買入評級，目標價 12.50 港元(基於 SOTP 估值)。
- ❖ **2018 年至 2020 年預計重卡需求量將維持高位。**我們預計中國的重卡需求在今年達到創紀錄的 110 萬輛後，2018 年的市場需求將會放緩，但持續不斷的替換需求及需求結構向物流車傾斜的轉變，仍將會對需求形成支撐，預計重卡需求量於 2018-2020 年將維持在每年 90 萬至 110 萬輛的水準，而且需求的波動性將會減小。(詳情請參閱我們的行業報告《中國重型卡車行業：增長趨勢維持；盈利及估值存在上升空間》)
- ❖ **業務組合週期性降低，有助於估值提升。**潍柴動力目前持有全球第二大叉車生產商以及領先的供應鏈解決方案服務商(收購 Dematic 後)德國凱傲(KION GR, 未評級) 43.26% 的股權。凱傲對潍柴動力的淨利潤貢獻由 2014 年的 2.70 億元人民幣增長至 2016 年的 7.13 億元人民幣，主要歸功於凱傲良好的盈利增長及潍柴持股比例的增加(由 2012 年的 25% 增持至 2016 年的 43.26%)。凱傲目前的股價相當於 2017 年預測 EV/EBITDA 的 9 倍，而潍柴股價則相當於 2017 年預測 EV/EBITDA 的 5 倍。我們相信凱傲對潍柴動力的重要程度日益增長，同時也將逐步提升潍柴的整體估值。
- ❖ **2018 年至 2019 年預計盈利保持穩健。**我們預計，潍柴動力今年淨利潤將達到 64 億元人民幣，高於彭博市場共識 7%，同時也接近公司盈利指引上限的 65 億元人民幣。我們預計 2018 年淨利潤將同比下跌 6%，2019 年則將回升 13% (高於一致預期 9%)，主要受惠於重卡和發動機銷售的復蘇。
- ❖ **風險因素：**1) 2018 年重卡及發動機的需求下滑較預期嚴重；2) 供應鏈解決方案專案延遲；3) 技術風險。

財務資料

(YE Dec 31)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬元人民幣)	74,168	93,184	151,246	150,384	160,470
淨利潤(百萬元人民幣)	1,412	2,441	6,404	6,005	6,759
EPS(元人民幣)	0.18	0.31	0.80	0.75	0.85
EPS 變動(%)	(71.8)	72.9	162.3	(6.2)	12.6
市盈率(x)	43.8	25.3	9.7	10.3	9.2
EV/EBITDA(x)	9.4	7.9	4.9	4.9	4.6
市帳率(x)	1.9	1.9	1.7	1.6	1.5
股息率(%)	1.3	2.3	5.9	5.5	6.2
權益收益率(%)	4.4	7.7	18.8	15.9	16.7
淨財務杠杆(%)	淨現金	59.1	37.7	13.2	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究

買入(首次覆蓋)

目標價	HK\$12.50
潛在升幅	+37%
當前股價	HK\$9.13

馮鍵嶸, CFA

電話: (852) 3900 0826

郵件: waynefung@cmbi.com.hk

中國設備行業

市值(百萬元港元)*	73,015
3 月平均流通量(百萬元港元)	113
52 周內股價高/低(港元)	10.30/5.84
總股本(百萬元)	7,997

注: 以日股股價計算

資料來源: 彭博

股東結構

潍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%

資料來源: 彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	1.3%	0.2%
3-月	20.6%	12.4%
6-月	48.1%	28.3%

資料來源: 彭博

股價表現



資料來源: 彭博

審計師: 安永

公司網站: www.weichai.com

利潤表

年結:12月31日(百万人民币)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	74,168	93,184	151,246	150,384	160,470
销售成本	(57,064)	(72,100)	(117,972)	(116,849)	(124,204)
毛利	17,104	21,084	33,274	33,536	36,266
营业成本	(13,338)	(16,183)	(21,842)	(22,567)	(24,373)
息税前收益	3,766	4,901	11,432	10,969	11,893
其他费用	(191)	(152)	(302)	(301)	(321)
净财务费用	(482)	(199)	(527)	(331)	(88)
联营及合资公司收益	32	87	128	134	144
税前利润	3,126	4,638	10,731	10,471	11,628
所得税	(928)	(1,041)	(2,414)	(2,356)	(2,616)
税后利润	2,198	3,596	8,316	8,115	9,012
非控制股东权益	(786)	(1,155)	(1,913)	(2,110)	(2,253)
净利润	1,412	2,441	6,404	6,005	6,759
折旧及摊销	5,374	6,027	6,272	6,571	6,845
EBITDA	9,140	10,928	17,704	17,540	18,738

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	2017E	2018E	2019E
非流动资产					
物业、厂房及设备	23,737	25,802	24,480	22,864	20,979
联营及合资公司	1,447	1,545	1,660	1,781	1,911
商誉	7,786	23,038	23,038	23,038	23,038
长期应收帐	3,349	4,030	4,030	4,030	4,030
无形资产	12,867	25,363	24,013	22,658	21,298
其他	8,027	7,808	7,808	7,808	7,808
	57,213	87,585	85,028	82,178	79,062
流动资产					
预付款	402	596	596	596	596
存货	11,923	16,091	28,512	17,587	30,734
应收帐	9,002	11,336	18,499	13,638	20,654
应收票据	9,276	16,743	16,743	16,743	16,743
其他	3,169	4,517	4,517	4,517	4,517
现金	24,857	27,123	33,134	35,341	40,525
	58,628	76,406	102,001	88,422	113,769
总资产	115,840	163,991	187,029	170,600	192,831
流动负债					
应付贸易账款	14,703	21,898	38,219	21,325	41,968
应付票据	5,520	8,759	8,759	8,759	8,759
银行贷款	8,207	9,397	11,397	10,397	8,397
其他	12,196	18,927	18,927	18,927	18,927
	40,626	58,980	77,302	59,408	78,050
非流动负债					
银行贷款	13,269	32,972	30,972	27,972	25,972
应付账款	13,532	16,356	16,356	16,356	16,356
其他	6,476	11,120	11,120	11,120	11,120
	33,277	60,449	58,449	55,449	53,449
权益					
股东权益	31,940	31,738	36,542	38,897	42,233
少数股东权益	9,997	12,823	14,736	16,846	19,099
总权益	41,937	44,562	51,278	55,743	61,332
权益及负债	115,840	163,991	187,029	170,600	192,831

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	2017E	2018E	2019E
税前收益	3,126	4,638	10,731	10,471	11,628
财务费用	1,218	463	1,431	1,358	1,226
利息收入	(916)	(791)	(904)	(1,027)	(1,138)
联营及合资公司收益	(32)	(87)	(128)	(134)	(144)
折旧	4,172	4,532	4,822	5,116	5,385
摊销	1,121	1,407	1,450	1,455	1,460
所得税	(928)	(1,041)	(2,414)	(2,356)	(2,616)
流动资金变动	(2,244)	(2,883)	(3,263)	(1,108)	480
其他	1,321	2,013	0	0	0
经营现金流	6,839	8,250	11,724	13,775	16,281
净资本开支	(3,671)	(3,715)	(3,600)	(3,600)	(3,600)
联营及合资公司投资	0	0	0	0	0
控股公司投资	(477)	(15,467)	0	0	0
联营及合资公司股息收入	0	0	13	13	14
利息收入	166	88	904	1,027	1,138
其他	(134)	(536)	0	0	0
投资活动现金流	(4,116)	(19,630)	(2,683)	(2,559)	(2,448)
股权融资	0	0	0	0	0
净银行借贷	(1,560)	14,497	0	(4,000)	(4,000)
股息分派	(700)	(800)	(1,599)	(3,650)	(3,423)
财务费用	(1,268)	(1,633)	(1,431)	(1,358)	(1,226)
其他	1,352	(323)	0	0	0
融资活动所得现金净额	(2,176)	11,742	(3,030)	(9,008)	(8,649)
现金增加净额	547	362	6,011	2,207	5,184
年初现金及现金等价物	24,434	24,857	27,123	33,134	35,341
汇兑及其他	(125)	1,905	0	0	0
年末现金及现金等价物	24,857	27,123	33,134	35,341	40,525

来源: 公司资料, 招银国际预测

主要比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售组合 (%)					
柴油机	23	27	27	26	26
汽车及其他主要汽车零部件	31	34	39	36	35
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	38	43	44
分部间销售	(6)	(8)	(8)	(8)	(8)
合计	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	23.1	22.6	22.0	22.3	22.6
息税前利润率	5.1	5.3	7.6	7.3	7.4
EBITDA 利润率	12.3	11.7	11.7	11.7	11.7
税后利润率	3.0	3.9	5.5	5.4	5.6

增长率 (%)

收入	(6.9)	25.6	62.3	(0.6)	6.7
毛利	0.5	23.3	57.8	0.8	8.1
息税前利润	(45.6)	30.1	133.3	(4.1)	8.4
EBITDA	(14.9)	19.6	62.0	(0.9)	6.8
净利润	(71.8)	72.9	162.3	(6.2)	12.6

资产负债比率 (%)

流动比率 (x)	1.4	1.3	1.3	1.5	1.5
平均应收账款周转天数	46	40	36	39	39
平均存货周转天数	78	71	69	72	71
平均应付账款周转天数	98	93	93	93	93
净负债/总权益比率 (%)	净现金	59.1	37.7	13.2	净现金

回报率 (%)

资产回报率	1.9	2.6	4.7	4.5	5.0
资本回报率	4.4	7.7	18.8	15.9	16.7

每股数据

每股盈利(人民币)	0.63	0.18	0.31	0.80	0.75
每股账面值(人民币)	4.06	3.99	3.97	4.57	4.86
每股股息(人民币)	0.10	0.18	0.46	0.43	0.48

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)發表於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。報告所載資料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。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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，任何機構或個人於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資訊，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。