

2024年3月14日

- 柴油和天然气价差令**天然气重卡经济性优势突出**，有望刺激重卡销量复苏。
- 潍柴动力拥有约**30%**中国重卡发动机市场份额，**其中天然气发动机的市场份额接近70%**。
- 当前行业底部向上，潍柴作为重卡发动机龙头受益于天然气重卡渗透率提升，市占率和盈利能力双升。首予A股/H股**买入**评级。

潍柴动力

2338 HK / 000338 CH

**重卡结构性机遇的主要受益者
市占率和盈利有望双升**

BOCOM

重卡

收盘价

港元 14.70

目标价

港元 18.60

潜在涨幅

+26.5%

2024 年 3 月 14 日

潍柴动力 (2338 HK)

重卡结构性机遇的主要受益者，市占率和盈利有望双升，首予买入

- ⊕ 天然气重卡渗透率提升的主要受益者，首予买入评级。我们首次覆盖潍柴 H 股 (2338 HK) /A 股 (000338 CH)，给予买入评级，目标价 18.6 港元/人民币 19.8 元，基于 12.1 倍/14.1 倍的市盈率，接近上一轮 2016 年上升周期前的估值水平。我们预测 2024-2025 年盈利会持续恢复。鉴于其在重卡发动机，特别是天然气重卡发动机强大技术储备、市场份额，以及 2023-25E 的强劲复苏，我们认为股价仍然具备上升潜力。
- ⊕ 柴油和天然气价差令天然气重卡经济性优势突出，有望刺激重卡销量复苏。我们认为天然气重卡销量的最大争论是柴油和天然气价差是否能维持，我们预期柴油和天然气价差有望支持 2024 年天然气重卡的增长。2024 年 2 月底 LNG 价格已经回落至人民币 3938 元/吨，油气差价比例接近 50%，经济性优势十分突出。一般来说柴油/LNG 差价比为 50-70%，其中 70% 为临界值，只要低于 0.7，天然气车辆仍有优势。今年前两个月，天然气供大于求，我们预计在 LNG 旺季之后天然气供需面仍将宽松，该差价率将维持在低位，使天然气重卡保持竞争力。
- ⊕ 当前行业底部向上，潍柴作为重卡发动机龙头受益于天然气重卡渗透率提升，市占率和盈利能力双升。我们预测 2024 年中国重卡销量同比增长 21% 至 110 万辆，较市场预期高~10%，置换需求、出口、碳中和设备更新等政策将成为重卡销量主要的驱动因素。我们认为天然气重卡销量将会较市场预期强劲。目前天然气重卡经济性优势仍然突出，将刺激需求，且我国加气站等基础设施相对完善，天然气重卡渗透率存在进一步增长空间。我们预测 2024 年中国天然气重卡销量同比增长 115% 至 31 万辆，渗透率上升至 28%，其中牵引车渗透率有望达到 46%，因此将支撑重卡销量在 2024 年持续改善。潍柴动力拥有~30% 中国重卡发动机市场份额，其中天然气发动机的市场份额接近 70%，有望成为天然气重卡渗透率提升的主要受益者。叉车+仓储物流收入方面，在供应链优化、内部降本以及终端价格动态调整等推动下，我们认为该业务板块利润率将在 2024 年持续改善，有利于潍柴动力利润率的改善。
- ⊕ 风险因素：1) 重卡需求不达预期，2) 商用车领域电动化进程较预期快影响传统供货商盈利；和 3) 海外业务恢复不达预期。

财务数据一览

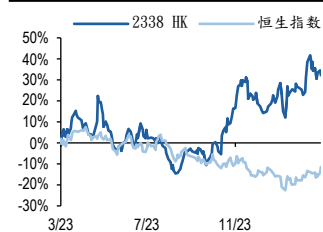
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入(百万人民币)	203,548	175,158	220,344	242,611	259,916
同比增长(%)	3.1	-13.9	25.8	10.1	7.1
净利润(百万人民币)	9,254	4,905	9,616	12,034	14,176
每股盈利(人民币)	1.08	0.57	1.12	1.40	1.65
同比增长(%)	0.5	-47.0	96.0	25.1	17.8
市盈率(倍)	12.5	23.7	12.1	9.6	8.2
每股账面净值(人民币)	8.24	8.50	9.23	10.14	11.21
市账率(倍)	1.64	1.59	1.46	1.33	1.20
股息率(%)	3.6	4.3	3.5	4.2	4.6

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(港元)	15.76
52周低位(港元)	9.49
市值(百万港元)	242,526.89
日均成交量(百万)	14.10
年初至今变化(%)	12.73
200天平均价(港元)	12.77

资料来源: FactSet

陈庆

angus.chan@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

李易, CFA

iris.li@bocomgroup.com
(852) 3766 1850

目录

投资要点4

财务预测：收入增长持续改善，利润率有望进一步提升5

首次覆盖潍柴 H/A 股为买入，目标价 18.6 港元/19.8 元人民币，上涨空间为 26.5%/24.6%9

天然气重卡引领下，中国重卡销量有望继续复苏11

天然气重卡具有明显的燃油经济性优势13

天然气重卡渗透率有望在 2024 年大幅上升16

潍柴作为天然气重卡发动机的龙头，有望受惠渗透率上升18

中国重汽和陕重汽市场份额保持上升趋势19

风险因素22

附录23

投资要点

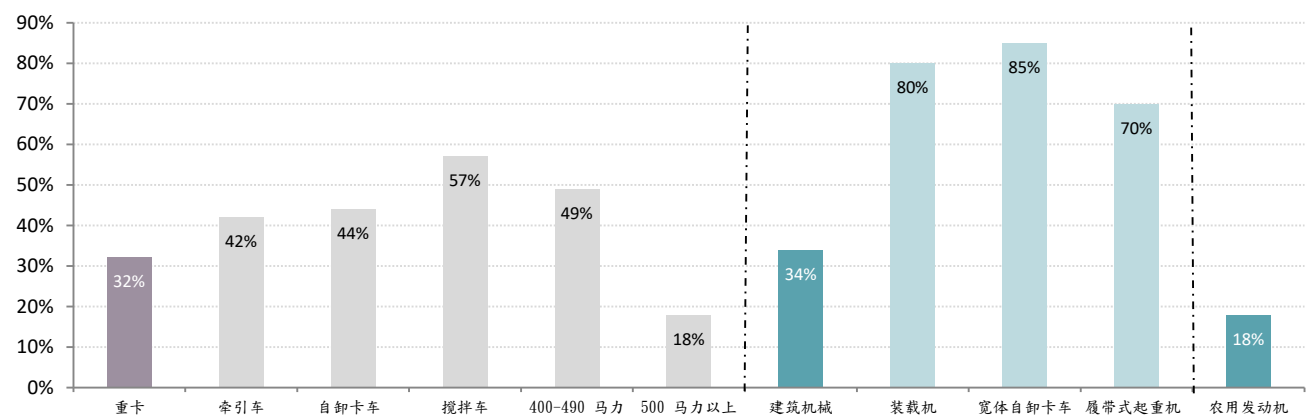
潍柴动力今年以来股价表现强劲，主要受惠于商用车需求恢复，特别是重卡销量的持续改善。我们认为股价尚未充分反映潍柴动力盈利改善的持续性，其整车及关键零部件（重卡和发动机等）和叉车生产及仓库技术服务合共占我们预测 2024 年总收入的 8 成，有望成为盈利改善的主要驱动。主要观点如下：

当前行业底部向上，潍柴作为重卡发动机龙头受益于天然气重卡渗透率提升，市占率和盈利能力双升。我们预测 2024 年中国重卡销量同比增长 21% 至 110 万辆，较市场预期高~10%。我们认为天然气重卡销量将会较市场预期强劲。目前天然气重卡经济性优势仍然突出（见“天然气重卡具有明显的燃油经济性优势”一节），且我国加气站等基础设施相对完善，天然气重卡渗透率存在进一步增长空间，因此将支撑重卡销量在 2024 年持续改善。潍柴动力拥有~30% 中国重卡发动机市场份额，其中天然气发动机的市场份额接近 70%，将有望成为天然气重卡渗透率提升的主要受益者之一。

智能物流体系——凯傲有望恢复到上升通道，盈利能力有望持续改善。在 2022 年，以叉车+仓储物流解决方案形成一体化的智能物流体系凯傲经历了低谷期，特别是德玛泰克有一些不良订单。但是到了 2023 年，德玛泰克问题订单已经消化了绝大部分，我们预计 2024 年上半年可以完全消化。我们预测 2024 年收入增长 3%，较 VisibleAlpha (VA) 一致预测高 2.9%，利润率上升至 3.5%，高于 VA 一致预测的 3.3%。

综上，我们对潍柴动力盈利改善的可持续性持乐观看法，重卡相关业务受惠天然气重卡渗透率上升，而仓储物流业务改善则有望提升盈利能力。

图表 1: 2023 年潍柴各细分市场发动机市场占有率



资料来源: 公司数据, 交银国际

财务预测：收入增长持续改善，利润率有望进一步提升

我们预计潍柴整车及关键零部件收入将在 2024 年持续复苏，同比增长 18.3%，较 VA 一致预测高 6.3%，主要受惠重卡内需和出口增长。虽然我们认为固定资产投资仍然面临较大不确定性，但物流对重卡的需求，如以旧换新和替换更具经济性的天然气重卡，将会成为支持中国重卡销量的重要驱动。潍柴动力拥有 ~30% 中国重卡发动机市场份额，其中天然气发动机的市场份额接近 70%。潍柴动力发动机业务深度绑定中国重汽和陕重汽，2023 年两者合共拥有 42% 的中国重卡市场份额，分别位列中国重卡销量第一和第三名。

叉车+仓储物流收入方面，我们预测 2024 年收入增长 3% 较 VA 一致预测高 2.9%。2023 年凯傲实现了收入和调整后 EBIT 的恢复性增长。从叉车业务板块看，在供应链优化、内部降本以及终端价格动态调整等推动下，我们认为该业务板块利润率将在 2024 年持续改善；从供应链解决方案业务板块看，在手订单中高利润客户项目的比例不断增加，因此预计 2024 年该业务的收入和调整后 EBIT 环比将明显提高。有利于潍柴动力利润率的改善。其中我们预测凯傲 2024 年利润率回升至 3.5%，高于 VA 预测的 3.3%，但较 2021 年高位 5.5% 依然有较大恢复空间。

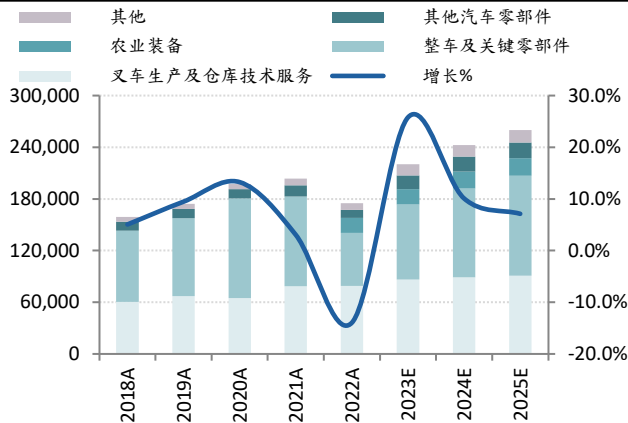
整车及关键零部件和叉车+仓储物流收入合并占我们预测 2024 年收入 82.2%，其收入的持续改善带动潍柴收入 2024 年增长 11.3%。

图表 2: 潍柴交銀國際預測和市場一致預測

百万人民币	FY23E			FY24E			FY25E		
	交银国际 预测	市场一致 预测	差异%	交银国际 预测	市场一致 预测	差异%	交银国际 预测	市场一致 预测	差异%
总收入-发动机、整车和关键零部件	87,317	86,863	0.52%	103,296	97,145	6.33%	116,207	108,932	6.68%
总收入-叉车和供应链解决方案	86,407	85,021	1.63%	88,999	86,514	2.87%	90,779	88,972	2.03%
总收入-其他非主要汽车零部件	12,893	13,113	(1.68%)	13,537	13,350	1.41%	14,214	14,776	(3.80%)
总收入-其他	16,038	15,841	1.24%	17,321	16,450	5.29%	18,187	17,152	6.03%
总收入	220,344	212,961	3.47%	242,611	230,124	5.43%	259,916	250,035	3.95%
毛利润/(亏损)	43,098	43,379	(0.65%)	47,895	46,967	1.97%	51,894	51,367	1.03%
营业收入/(亏损)	12,687	12,263	3.46%	16,109	15,211	5.90%	18,881	18,153	4.01%
所得税前收入/(亏损)	13,824	13,181	4.88%	17,300	16,537	4.61%	20,380	19,778	3.05%
净收入/(亏损)	9,616	9,114	5.50%	12,034	11,547	4.21%	14,176	13,522	4.84%

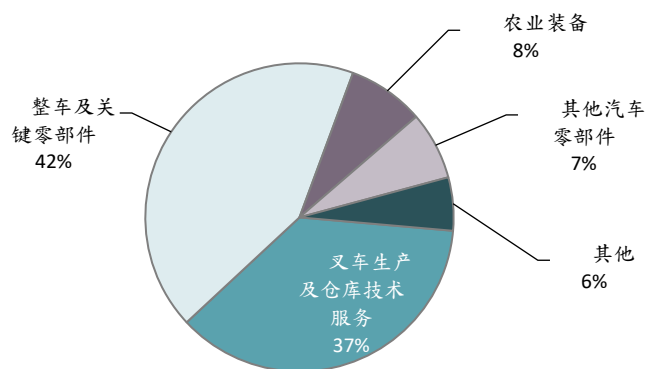
资料来源: VisibleAlpha, 交银国际预测

图表 3: 潍柴收入构成(百万人民币)及增长率(%)



资料来源: 公司数据, 交银国际预测

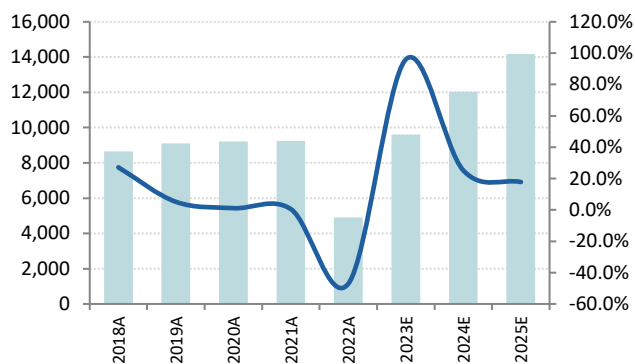
图表 4: 潍柴 2024 年收入结构预测



资料来源: 公司数据, 交银国际预测

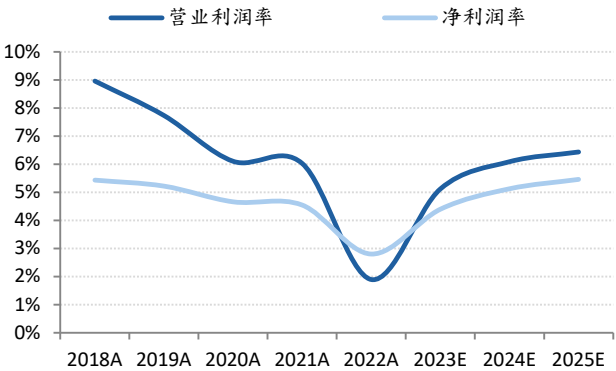
我们预测经营利润率在 2024 年同比持续改善, 主要受惠发动机和叉车+仓储物流收入复苏, 规模效应和成本控制令费用率明显下降。我们预测经营利润率由 2022 年的 1.9%, 恢复至 2023/2024 年的 5.8%/6.6%。因此潍柴动力的盈利增长将较收入增长快, 我们预测 2024 年潍柴动力盈利同比增长 27.0%, 高于收入增长的 10.1%。

图表 5: 潍柴净利润(百万人民币)及增长率 (%)



资料来源: 公司数据, 交银国际预测

图表 6: 潍柴营业利润率和净利润率预测



资料来源: 公司数据, 交银国际预测

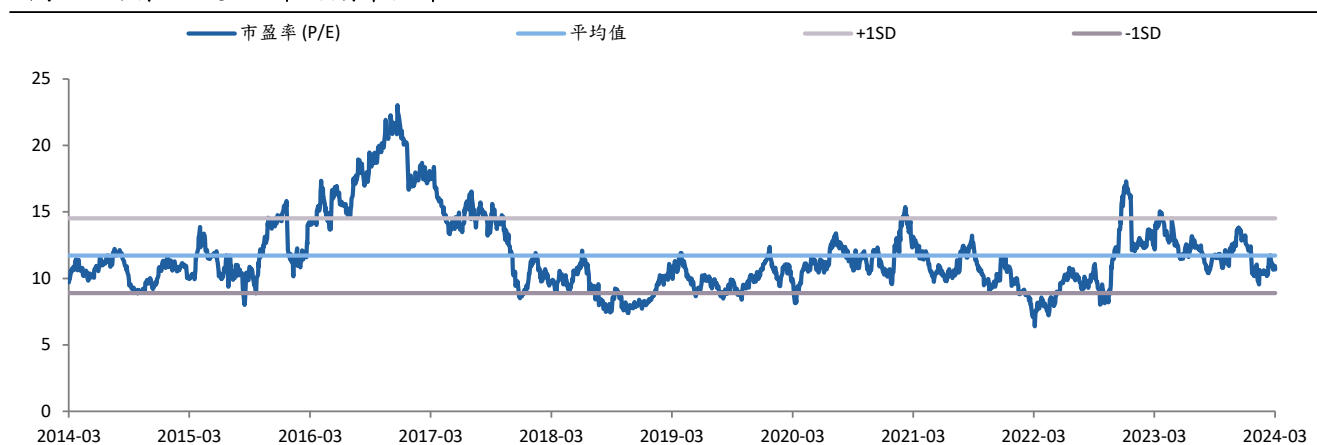
首次覆盖潍柴 H/A 股为买入，目标价 18.6 港元/19.8 元人民币，上涨空间为 26.5%/24.6%

目前天然气重卡经济性优势仍然突出，且我国加气站等基础设施相对完善，天然气重卡渗透率存在进一步增长空间，将支撑重卡销量在 2024 年持续改善。潍柴动力拥有~30%中国重卡发动机市场份额，其中天然气发动机的市场份额接近 70%，有望成为天然气重卡渗透率提升的主要受益者之一。当前行业底部向上，潍柴作为重卡发动机龙头受益于天然气重卡渗透率提升，市占率和盈利能力双升。

此外，我们认为如果天然气重卡市场的价格竞争白热化，发动机供应商比整车制造商更有优势，主要是由于目前天然气重卡发动机市场参与者较少，大马力发动机领域的技术门槛较高，和发动机供应商定价能力较强。

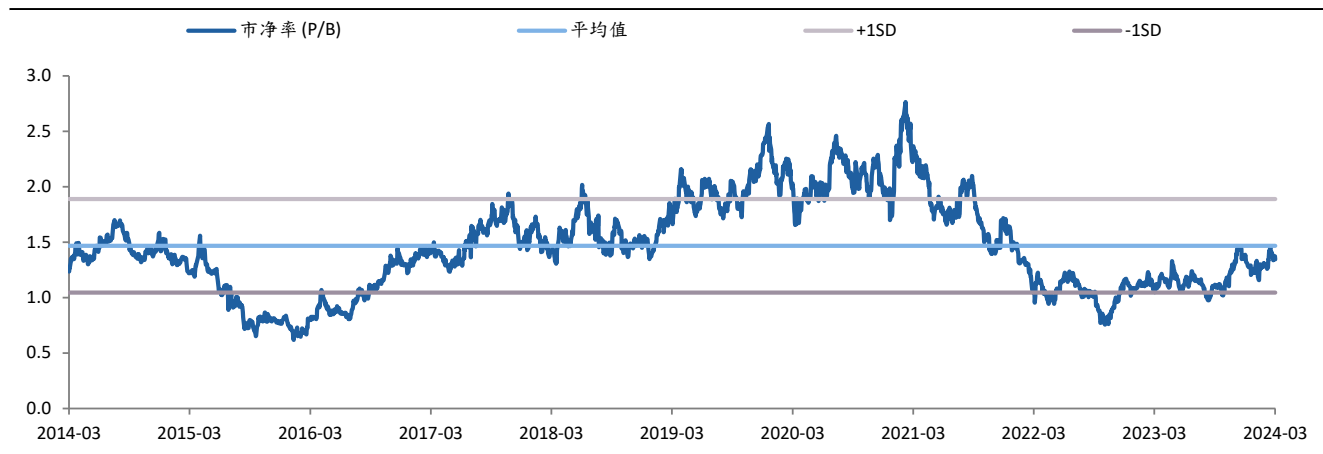
我们首次覆盖潍柴 H 股（2338 HK）/A 股（000338 CH），给予**买入**评级，目标价 18.6 港元/19.8 元人民币，基于 12.1 倍/14.1 倍的市盈率，接近上一轮 2016 年上升周期前的估值水平。我们预测 2024-2025 年盈利会持续恢复。鉴于其在重卡发动机特别是天然气重卡发动机的强大技术储备、市场份额，以及 2023-25 年的强劲复苏，我们认为股价仍然具备上升潜力。

图表 7: 潍柴 H 股 10 年远期市盈率



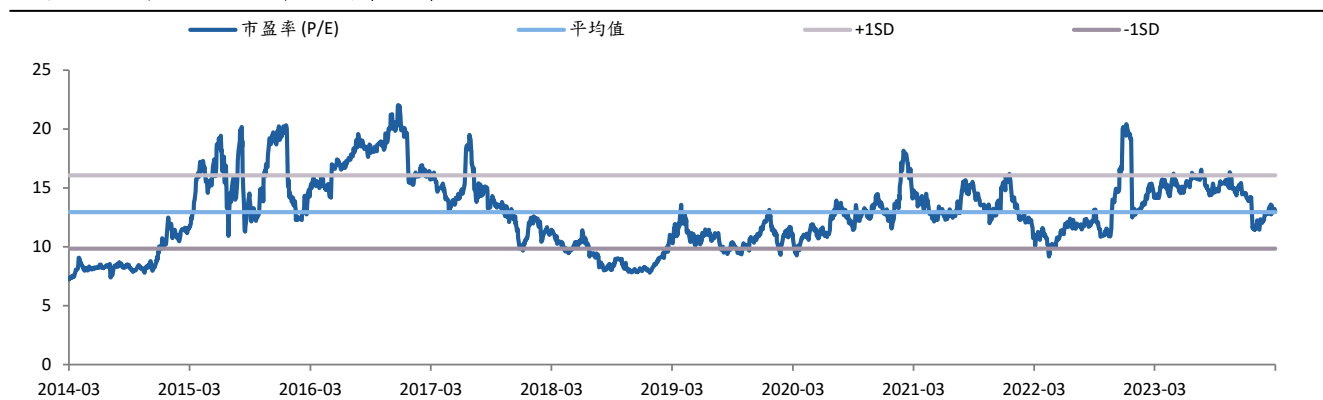
资料来源: 彭博、交银国际

图表 8: 潍柴 H 股 10 年期远期市净率



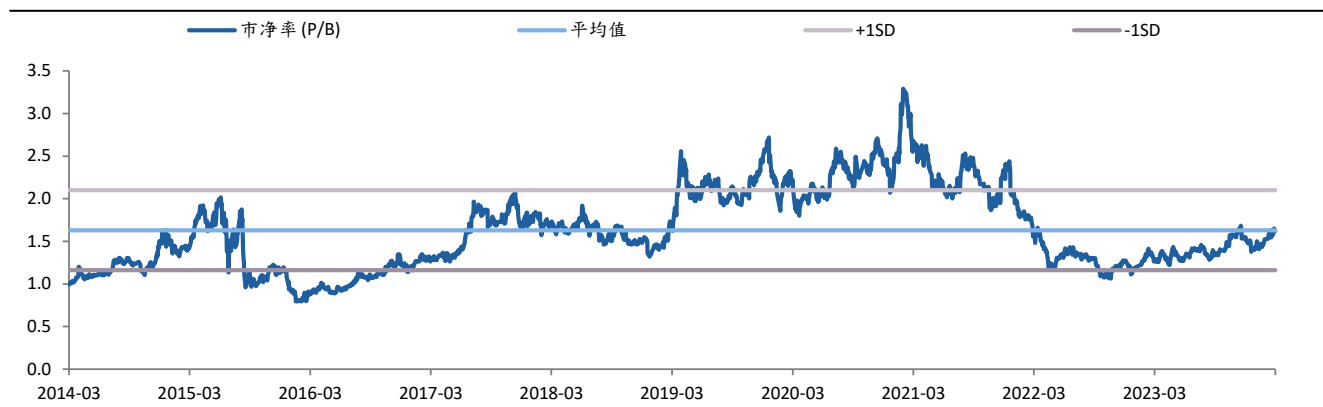
资料来源: 彭博、交银国际

图表 9: 潍柴 A 股 10 年远期市盈率



资料来源: FactSet, 交银国际

图表 10: 潍柴 A 股 10 年期远期市净率



资料来源: FactSet, 交银国际

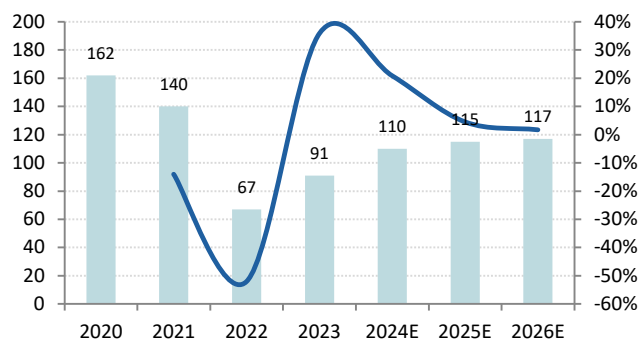
天然气重卡引领下，中国重卡销量有望继续复苏

2023 年中国重卡销量达到 91 万台，同比增长 36%，其中天然气重卡 14.4 万台。在天然气重卡的引领下，我们预计中国重卡销量有望继续复苏。根据我们测算，目前中国重卡保有量大约 800 万辆，按照 10 年更新换代计算，每年稳定置换更新约 80 万辆，加上出口，预计未来 2-3 年将稳定在 100 万辆左右。天然气重卡的使用成本相对较低，天然气的价格相对较为稳定，而且天然气重卡的维护成本也相对较低。在物流行业竞争日益激烈的情况下，使用天然气重卡可以降低运营成本，提高经济效益。因此在天然气的价格相对稳定的前景下，我们预计天然气重卡的销量将会在 2024 年维持强劲。

另外从政策层面，我国的“双碳”战略目标也十分明确，发展“绿色低碳”交通成为主要的战略目标和任务之一，而天然气重卡市场的发展正是这种战略目标和任务的实践。依靠规模小、客户群体小的新能源重卡在短期内降低重卡行业的碳排放，效果十分有限。目前我国天然气重卡的市场规模远大于新能源重卡，在推动重卡领域实现低碳绿色环保方面，国家在政策上也是大力支持的。我们认为，2024 年，天然气重卡仍将是中國重卡领域实现低碳绿色运输的主要途径。

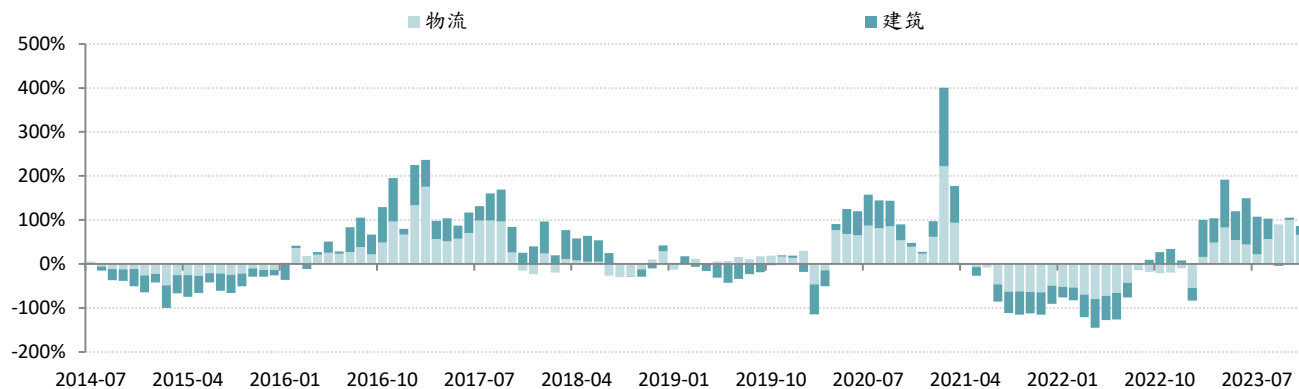
我们预测 2024 年中国重卡销量同比增长 21% 至 110 万辆，较市场预期高~10%。我们认为天然气重卡销量将会较市场预期强劲。目前天然气重卡经济性优势仍然突出，且我国加气站等基础设施相对完善，天然气重卡渗透率存在进一步增长空间，因此将支撑重卡销量在 2024 年持续改善。

图表 11: 预测中国重卡销量(单位：万辆) 2024 年同比增长 21% 至 110 万辆



资料来源: CV World，交银国际预测

图表 12: 物流重卡需求维持强劲



资料来源: CV World, 交银国际

天然气重卡具有明显的燃油经济性优势

关键讨论：柴油和天然气价差是否能维持？这是目前市场围绕天然气重卡销量的最大争论。对此，我们看法如下：

- ④ 首先，我们认为至少 2024 年内，柴油和天然气价差能够维持。根据中国石油集团经济技术研究院预测，2024 年天然气供应为 4,249 亿立方米，大于需求的 4,157 亿立方米，天然气供需面仍将宽松，因此我们认为今年天然气价在冬季需求旺季快速回落，年内价差有望持续。
- ④ 天然气重卡的成本优势更为明显。直接成本、故障率低、回收价值。
- ④ 更重要的是，短期的价格波动，不会对长期收益产生重大影响。

我们认为天然气重卡销量的最大争论是柴油和天然气价差能否维持，我们预期价差有望支持 2024 年天然气重卡的增长。2023 年，LNG 价格一路走低，从 1 月平均接近 7000 元/吨到 6-8 月平均不足 4100 元/吨，9 月 LNG 价格开始回升并突破 6000 元/吨。冬季北方采暖季的到来令天然气价格上涨。但 2024 年 2 月底 LNG 价格已经回落至 3938/吨，油气差价比例接近 50%，经济性优势十分突出。一般来说柴油/LNG 差价比为 50-70%，其中 70%为临界值，只要低于 0.7，LNG 车辆仍有优势。我们预计在 LNG 旺季之后，该差价比将维持在低位，从而使天然气重卡保持竞争力。

图表 13: 天然气市场价(元/吨) 采暖季后下跌



资料来源: 同花顺, 交银国际

天然气重卡的直接成本优势明显。根据卡车之家的计算，假设柴油价格为 7.4 元/升，LNG 价格为 4.3 元/千克，总车重 49 吨的重卡百公里油耗约为 33 升，LNG 百公里油耗约为 33 千克，简化为 1 升柴油≈1 千克 LNG 计算，柴油重卡每公里燃料成本约为 2.44 元，LNG 重卡每公里燃料成本约为 1.4 元。大多数重型卡车的年运行里程约为 20 万公里，年差价约为 20 万元人民币。如果再考虑购车成本（天然气重卡比柴油重卡贵约 7 万元）、自重（天然气重卡因自重增加 0.6

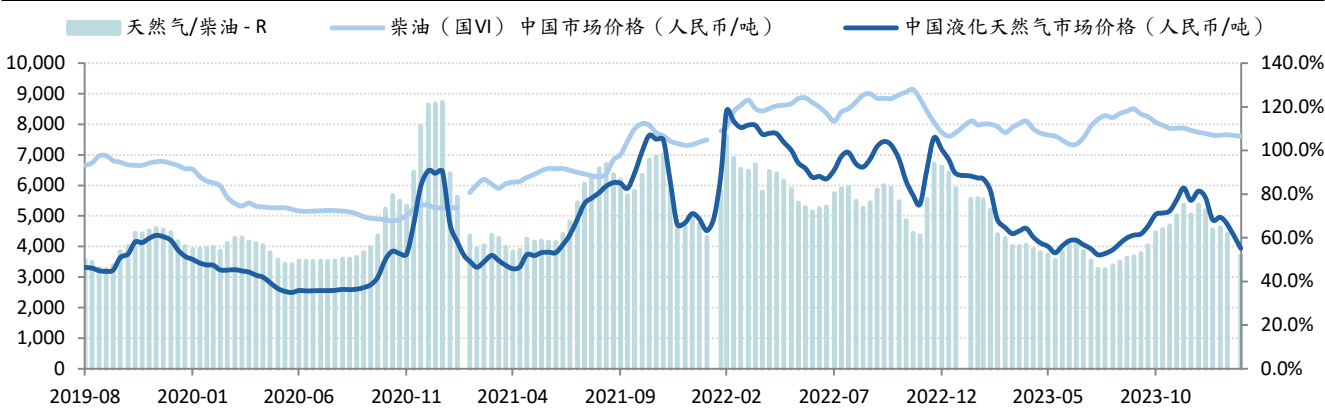
吨而少赚约 1.8 万元) 以及车用尿素等投入 (柴油重卡为 2 万元), LNG 重卡第一年可实现利润差 13.2 万元, 第二年可实现利润差 20.2 万元。

图表 14：柴油和 LNG 运营成本计算

柴油和 LNG 运营成本计算		
燃料类型	柴油	LNG
燃料单价	7.4 元	4.3 元
百公里消耗量估值	33 升	33 千克
单公里成本	2.44 元	1.4 元
年运营里程	20 万公里	20 万公里
年燃料消耗量	66000 升	66000 千克
年燃料成本	488400 元	283800 元
年尿素成本	20000	0
自重比值	\	+600 千克
购车金额比值	\	+70000 元
第一年盈利差额	\	+132000 元
第二年盈利差额	\	+202000 元

资料来源: CV World, 交银国际

图表 15: 柴油和天然气价差

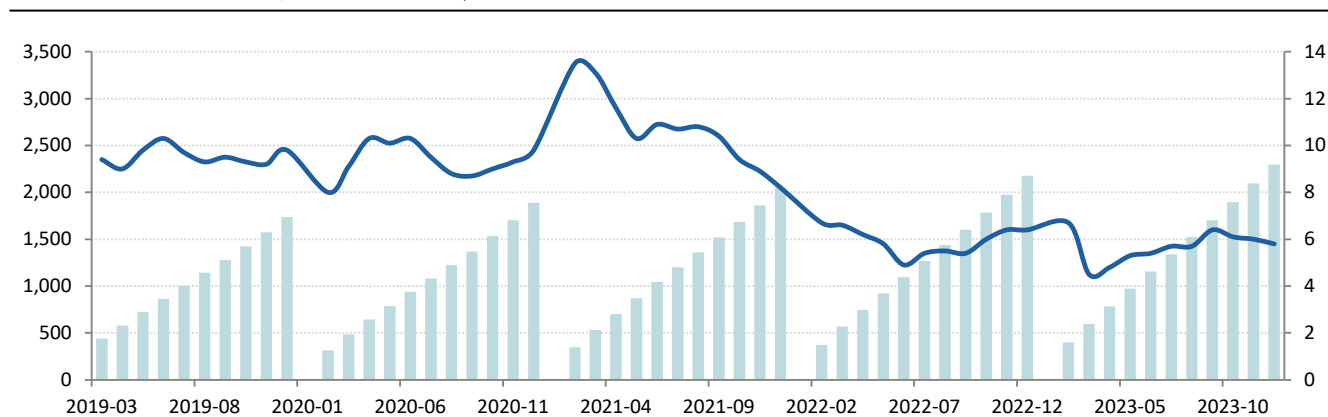


资料来源: 国家统计局, 交银国际

以上是直接成本的比较。此外, 天然气重卡和柴油重卡比较还有以下两点优势。1) 在国六 B 排放相同的情况下, LNG 车型的后处理较为简单, 故障率较低。相反, 国六柴油重卡的后处理故障率非常高。2) 天然气重卡的后处理含有钯、铑、铂等贵金属, 虽然现在贵金属的使用量有所减少, 但其回收价值仍在 1 万元左右。通常的做法是购买新车后出售, 以收回部分成本。天然气是我国冬季取暖的重要能源, 虽然价格易受季节性波动影响, 冬季可能会出现价格上涨, 但我们更关心的是全年平均价格, 甚至是多年平均价格。短期的价格上涨不会对长期收益产生重大影响, LNG 的价格与柴油燃料的价格相比仍有很大优势。

稳定的天然气供应，加上完善的配套设施，为天然气重卡提供了良好的运营条件。过去，天然气重卡的推广应用具有一定的区域性，主要集中在新疆、山西、陕西等中西部地区，这与天然气资源分布和加气站等基础设施分布有关。西北地区具有先天的资源优势，加之配套设施相对完善，为天然气重卡提供了较为有利的运营条件。近年来，政府持续推进天然气西气东输工程建设，车用天然气供应趋于稳定，加气站网络也从资源丰富地区向更广阔的区域拓展，我们预计 2023 年加气站将超过 5300 座，近五年年均复合增长率约为 14%，预计到 2025 年全国加气站数量将达到 7000 座。根据中国石油集团经济技术研究院 2024 年预测，受国际气价下降、替代能源供应增加等因素影响，预计天然气消费量为 4157 亿立方米，低于天然气供应的 4,249 亿立方米，供需面仍将宽松。

图表 16: 天然气产量累计值和同比增长



资料来源: 国家统计局, 交银国际

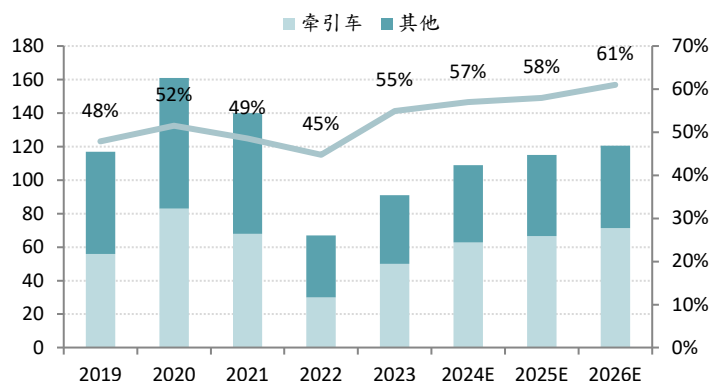
天然气重卡渗透率有望在 2024 年大幅上升

就重卡类型而言，2023 年牵引车占天然气重卡总销量的绝大部分（~97%），而其他车辆（主要是建筑相关）只占约 1%。这是因为牵引车主要用于物流需求，而其他车辆则主要用于建筑需求。牵引车通常用于长途运输，天然气带来的燃料成本节省效果更明显。但对建筑相关的重卡而言，发动机功率和耐用性更为重要，因此柴油重卡更受欢迎。

2020 年，在具吸引力的 LNG 与柴油的价差下，天然气重卡的销量达到 14 万辆，同比增长 62%，但在重卡中的渗透率仅为~8%。到 2023 年，其渗透率已达到 16%，其中牵引车渗透率为 28%。我们认为，这几年由于重卡供过于求，货运需求疲软，重卡的货运费在过去多年持续走低，挤压了重卡运营商的盈利空间，而天然气重卡较低的燃料和综合成本则有望降低成本，提高盈利空间，因此刺激了天然气重卡的销量，这也是支撑天然气重卡渗透率上升的主要原因。

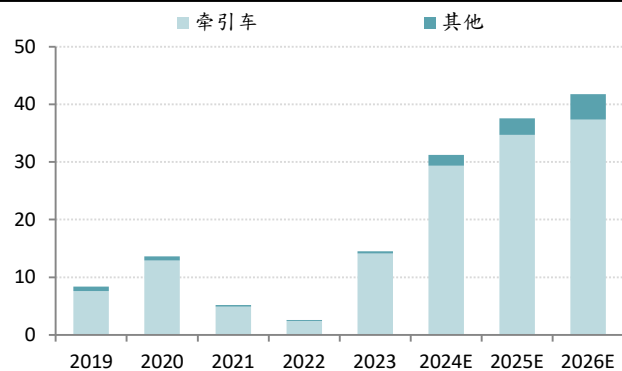
如上文所述，我们预测柴油和天然气价差将至少在年内维持，天然气重卡的经济性突出将刺激需求。我们预测 2024 年中国天然气重卡销量同比增长 115% 至 31 万辆，渗透率上升至 28%，其中牵引车渗透率有望达到 46%。

图表 17: 中国重卡销量中牵引车重卡占比按年增长（万辆）



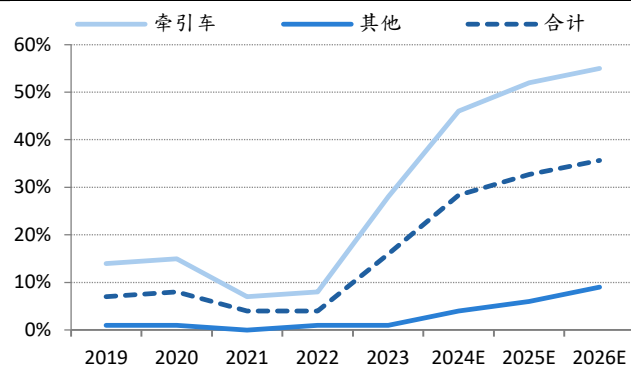
资料来源: 中汽协, CV World, 交银国际预测

图表 18: 天然气牵引车迎来爆发性增长 (万辆)



资料来源: 中汽协, CV World, 交银国际预测

图表 19: 2024 年天然气重卡渗透率有望达到 28%，其中牵引车渗透率有望接近 50%



资料来源: 中汽协, CV World, 交银国际预测

潍柴作为天然气重卡发动机的龙头，有望受惠渗透率上升

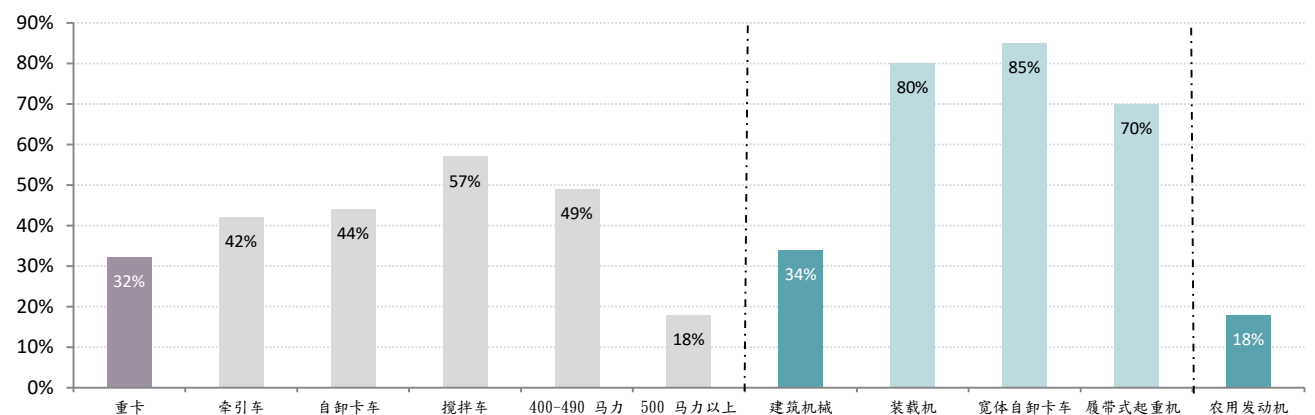
市场质疑：潍柴在中国天然气重卡发动机市场的份额达到~70%，如此高度份额能否持续？

我们认为：潍柴在重卡天然气发动机市场长期保持 50-60% 以上份额是可以实现的，主要由于竞争对手在天然气重卡发动机的研发投入有限，潍柴具有先发优势。

潍柴在中国各细分市场均处于领先地位。拥有丰富客户基础（中国重汽、陕重汽、东风、一汽解放），潍柴重卡发动机在 2023 年的市场份额达到~30%，其中牵引车/自卸车/搅拌车市场份额达到 42%/44%/57%。与此同时，2023 年，潍柴将以 48%/18% 的份额在 400-490/>500 马力发动机市场处于领先地位。因此我们认为潍柴作为重卡产业链中发动机的核心供应者，有望受惠重卡销量恢复。

潍柴在中国天然气重卡发动机市场的份额达到~70%，远高于其在柴油重卡发动机领域的份额。市场可能会对如此高的市场份额的可持续性持谨慎态度。我们认为，尽管其他供应商的新型重卡天然气发动机对潍柴的市场份额造成压力，但潍柴在重卡天然气发动机市场长期保持 50-60% 以上份额是可以实现的。主要由于潍柴在研发和生产能力方面具有先发优势，由于 2023 年前天然气重卡的渗透率较低，大多供应商在天然气重卡发动机的研发投入有限，因此参与者较少（主要是潍柴、康明斯和一汽解放等在研发投入较多）。而对大马力天然气重卡发动机需求的增长进一步提高了进入门槛。2023 年，潍柴对中国重汽和陕西汽天然气重卡发动机配套率接近 100%，对一汽解放配套率~50%，其余刚大多由解放动力配套。潍柴对东风配套率接近 50%，其余刚大多由康明斯配套。这四家重卡企业合共占~80% 天然气重卡市场份额。

图表 20: 2023 年潍柴各细分市场发动机市场占有率



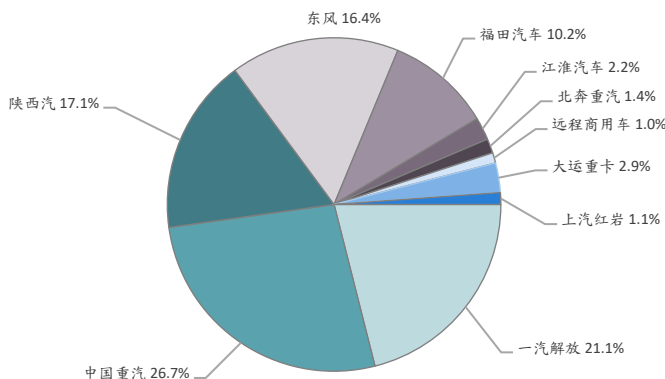
资料来源: 公司资料, 交银国际

中国重汽和陕重汽市场份额保持上升趋势

潍柴向陕重汽（潍柴持股 51%）和中国重汽（潍柴与中国重汽同属一个母集团，是潍柴的关联方）供应发动机，潍柴发动机的渗透率在这两家企业分别是~90%和~20-30%。另外潍柴也同时向一汽解放和福田汽车供应发动机，渗透率也接近 20-30%。在天然气发动机渗透率方面，潍柴在陕重汽和中国重汽是接近 100%。我们认为潍柴对两家关联方的发动机供应应维持稳定，另外虽然像一汽解放拥有自己内部的发动机研发和供应公司，也需要采购第三方发动机以维持稳定的供应。一汽解放（2023 年天然气重卡销量全国第一）也向潍柴采购天然气发动机，渗透率约在 30-40%。

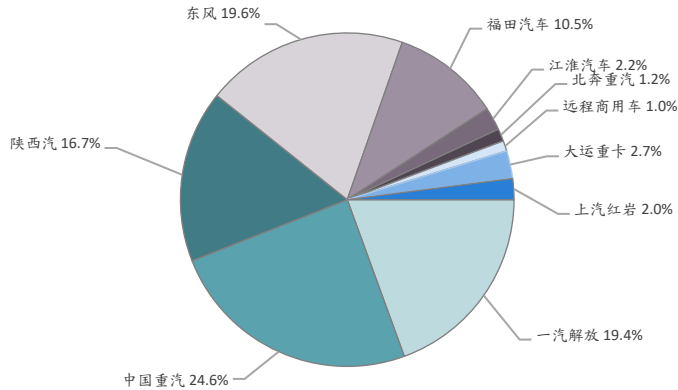
陕重汽和中国重汽的重卡市场份额在 2023 年稳中有升，合并市场份额由 2022 年的 39.7% 上升至 2023 年的 42.1%，其中中国重汽市场份额上升较为显著，由 2022 年的 23.6% 上升至 2023 年的 25.7%，位居中国重卡销量第一名。天然气重卡市场方面，2023 年一汽解放拥有 33.5% 的市场份额，而陕重汽和中国重汽份额低于 20%。随着中国重汽以在天然气重卡产品加大投入为营销战略，我们认为中国重汽在 2024 年应继续缩小与一汽解放的市场份额差距，并将市场份额提升到 20% 以上。

图表 21: 2023 年中国重卡市场份额



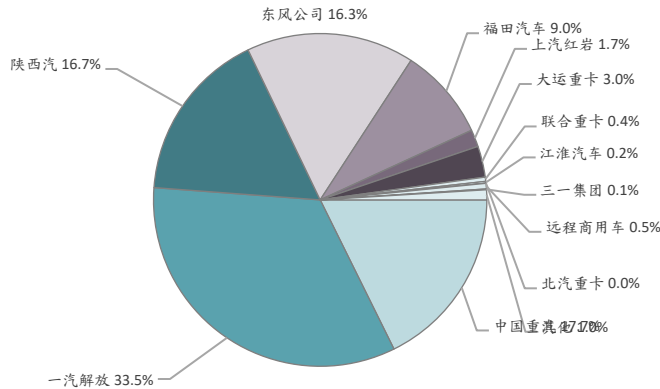
资料来源: CV World, 交银国际

图表 22: 2022 年中国重卡市场份额



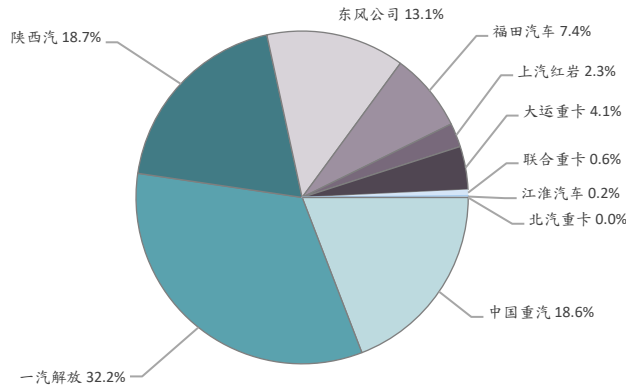
资料来源: CV World, 交银国际

图表 23: 2023 年中国天然气重卡市场份额



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 24: 2022 年中国天然气重卡市场份额



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 25: 重卡行业估值比较

股票代码	公司	货币 单位	价格	市值	3M		—EPS 增长—			3-yr	PEG	—市盈率—		—ROE—		—P/B—		—股息率—		—EV/S—	
					Beta	ADTV*	'23E	'24E	'25E	'22-25E		'23E	'24E	'23E	'24E	'23E	'24E	'23E	'24E	'23E	'24E
				(US\$bn)		(US\$ m)	(%)	(%)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)
中国							70.1	22.7	21.5	34.0	0.3	12.8	10.3	10.8	11.8	1.3	1.2	3.4	4.0	0.8	0.8
2338 HK Equity	潍柴动力	HKD	14.7	18.7	0.99	18.1	105.9	23.7	16.1	43.5	0.2	13.2	10.7	11.5	12.3	1.5	1.3	3.0	3.8	0.7	0.7
3808 HK Equity	中国重汽	HKD	19.48	6.9	0.97	7.5	278.1	16.4	17.1	72.7	0.1	9.6	8.2	13.7	13.9	1.2	1.1	4.3	5.2	0.5	0.5
631 HK Equity	三一国际	HKD	5.84	2.4	0.80	4.5	69.4	28.7	29.9	41.5	0.1	7.3	5.6	20.3	22.3	1.4	1.2	3.7	4.7	0.7	0.6
1157 HK Equity	中联重科	HKD	5.13	8.7	0.89	4.1	52.4	22.2	19.7	30.7	0.3	11.1	9.1	6.3	7.3	0.7	0.7	4.3	5.1	1.7	1.5
3339 HK Equity	中国龙工	HKD	1.33	0.7	0.67	0.6	(1.0)	11.1	13.5	7.7	0.9	8.0	7.2	6.7	7.2	0.5	0.5	7.1	7.8	0.1	0.1
000528 CH Equity	柳工	CNY	7.95	2.2	0.61	17.8	48.7	30.8	39.2	39.4	0.3	16.6	12.7	5.7	7.1	0.9	0.9	1.8	2.5	0.9	0.8
600710 CH Equity	苏美达	CNY	7.94	1.4	1.00	11.3	4.2	14.2	13.6	10.6	0.8	10.1	8.8	14.6	14.9	1.5	1.3	2.6	2.8	0.1	0.1
600031 CH Equity	三一重工	CNY	14.11	16.7	1.15	90.3	20.4	32.6	25.8	26.2	0.6	22.5	16.9	7.8	9.7	1.8	1.6	1.4	1.7	1.6	1.5
000425 CH Equity	徐工机械	CNY	6.1	10.0	0.74	48.5	30.3	22.3	26.9	26.5	0.4	11.9	9.8	10.6	11.9	1.3	1.1	3.5	4.1	1.2	1.1
000338 CH Equity	潍柴动力	CNY	15.89	18.7	0.81	107.3	100.5	27.0	15.9	43.4	0.3	16.0	12.6	11.1	12.4	1.7	1.6	2.6	3.3	0.7	0.6
美国							56.8	15.4	13.9	22.5	0.6	16.2	14.3	36.6	32.6	4.7	4.0	2.3	2.4	2.5	2.4
CMI US Equity	康明斯	USD	270.15	38.3	0.97	424.1	256.6	13.7	10.6	64.9	0.2	14.7	12.9	26.8	27.0	3.7	3.3	2.5	2.7	1.3	1.3
CAT US Equity	卡特彼勒	USD	334.97	167.3	1.12	795.2	(0.1)	4.3	6.0	3.4	4.5	15.8	15.2	57.5	48.7	8.2	7.0	1.6	1.7	2.6	2.5
DE US Equity	迪尔	USD	375.05	104.4	1.08	636.9	(22.5)	0.8	7.3	(5.7)	N/M	13.8	13.7	39.4	35.0	5.5	4.7	1.5	1.6	2.3	2.3
DAN US Equity	德纳公司	USD	12.18	1.8	1.45	14.3	1.2	69.7	44.8	35.5	0.3	16.3	9.6	6.9	10.8	1.0	1.0	3.3	3.4	0.4	0.4
PH US Equity	派克汉尼汾公司	USD	536.04	68.8	1.11	293.5	54.7	6.1	7.6	20.9	1.0	22.0	20.7	26.1	24.3	5.7	4.9	1.1	1.2	4.0	3.9
PCAR US Equity	帕卡	USD	114.03	59.7	0.88	215.6	(7.7)	5.5	6.3	1.1	11.7	14.1	13.4	27.9	22.8	3.3	2.9	3.0	3.1	1.6	1.5
ALSN US Equity	艾里逊变速箱	USD	74.56	6.5	0.88	39.8	3.1	14.1	20.4	12.3	0.7	9.8	8.6	47.0	41.7	4.5	3.6	1.3	1.3	2.7	2.6
RRX US Equity	Regal Rexnord	USD	171.57	11.4	1.08	71.8	257.0	21.8	18.2	72.6	0.2	16.9	13.9	19.0	17.5	1.5	1.4	0.8	0.8	2.7	2.6
ETN US Equity	伊顿	USD	292.7	116.9	0.95	414.5	22.3	11.3	11.9	15.1	1.7	28.7	25.8	20.3	21.3	6.0	5.5	1.2	1.4	5.0	4.6
MMM US Equity	3M 公司	USD	94.05	52.0	1.01	376.5	3.4	7.0	5.6	5.3	1.7	9.9	9.2	95.5	76.4	7.6	6.0	6.6	6.7	2.0	1.9
亚洲							10.8	46.3	6.0	9.6	1.1	15.9	10.3	11.2	11.7	1.2	1.0	2.9	3.2	0.8	0.8
7012 JP Equity	川崎重工	JPY	4563	5.2	1.19	50.3	(71.8)	300.7	23.0	11.6	1.0	48.5	12.1	2.7	9.7	1.3	1.0	0.9	2.3	0.9	0.8
6302 JP Equity	住友重工	JPY	4502	3.8	1.13	12.0	(5.1)	15.0	11.4	6.7	1.6	12.2	10.6	7.3	8.0	0.9	1.0	3.0	3.4	0.6	0.6
6301 JP Equity	小松制作所	JPY	4251	28.1	1.26	108.8	16.9	(0.4)	1.3	5.7	1.8	10.4	10.4	14.6	13.7	1.4	1.0	3.8	3.9	1.4	1.4
7270 JP Equity	斯巴鲁汽车	JPY	3110	15.9	1.18	67.3	70.8	(0.8)	2.0	20.0	0.3	6.6	6.7	16.0	14.0	1.0	1.0	3.2	3.5	0.3	0.3
6432 JP Equity	竹内制作所	JPY	5400	1.8	1.19	14.0	50.9	2.2	1.9	16.3	0.6	10.5	10.3	18.3	18.0	1.8	0.9	2.7	2.8	1.1	1.0
6305 JP Equity	日立建机	JPY	4228	6.2	1.38	29.7	32.8	5.1	3.4	13.0	0.7	9.3	8.8	13.8	13.3	1.2	1.0	3.8	4.0	1.1	1.1
6371 JP Equity	椿本链条	JPY	4835	1.3	0.92	2.6	(19.0)	2.3	(0.7)	(6.3)	N/M	13.5	13.2	5.6	5.3	0.8	0.9	2.7	2.8	0.6	0.5
欧洲							45.1	21.1	15.1	23.3	0.4	10.2	8.5	12.4	13.0	1.4	1.3	3.9	4.6	1.0	1.0
KGX GR Equity	凯傲集团	EUR	48.33	6.9	1.91	11	16.5	25.4	16.6	19.4	0.6	13.8	11.0	7.8	9.4	1.0	1.0	2.0	2.6	1.0	1.0
MAN SE Equity	曼恩商用车	CHF	64.5								N/M										
ALO FP Equity	阿尔斯通	EUR	11.87	5.0	1.25	30	234.3	66.0	27.7	92.1	0.1	10.4	6.3	4.6	7.0	0.5	0.5	0.6	3.0	0.5	0.5
DTG GY Equity	戴姆勒卡车	EUR	44.45	40.0	1.11	52.4	2.0	11.1	11.2	8.0	1.1	9.6	8.6	15.6	15.4	1.5	1.4	4.4	4.9	0.5	0.5
VOW3 GY Equity	大众汽车	EUR	117.7	70.1	1.09	117	(1.4)	(3.5)	10.7	1.7	2.3	3.8	3.9	9.0	8.1	0.3	0.3	7.6	7.5	0.2	0.2
VOLVB SS Equity	沃尔沃集团	SEK	298.65	59.6	1.04	76.2	(25.9)	6.5	9.5	(4.8)	N/M	13.3	12.5	24.9	25.3	3.4	3.1	4.7	4.9	1.1	1.0

资料来源：彭博预测, 交银国际

*注: 3M ADTV 指三个月日均成交量; 股价截止至 2024 年 3 月 12 日

风险因素

重卡/建筑机械复苏弱于预期。虽然我们预计重卡/工程机械将复苏，但重卡和工程机械需求可能面临下行风险，原因如下：1) 经济复苏速度若低于预期，可能影响需求；2) 弱于预期的固定资产投资可能降低重卡运营商和工程机械运营商置换/升级的意愿。

中国动力总成电气化速度快于预期。我们认为重卡/工程机械动力总成的电气化进程应该要慢于乘用车的电气化进程。因此，我们认为在中长期内，重卡和工程机械的发动机将有长期升级的机会。然而，如果进展速度快于预期，可能会对潍柴的动力总成业务产生负面影响。

海外业务面临全球经济复苏步伐的不确定性。2022 年，潍柴的海外收入占比超过 50%。鉴于全球经济复苏可能低于预期，我们认为其海外业务可能面临挑战。凯傲的仓储和供应链解决方案服务业务（更多与消费相关）依赖于全球整体经济增长。

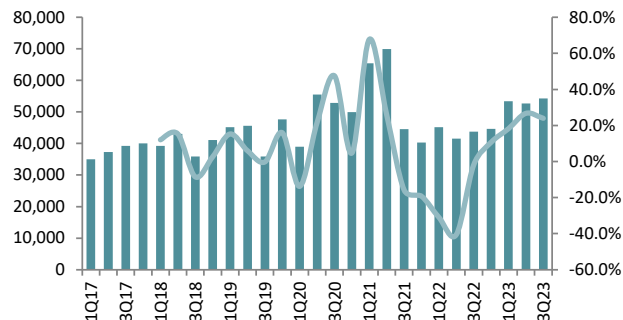
附录

图表 26: 潍柴全产业链布局及对燃料电池企业的投资



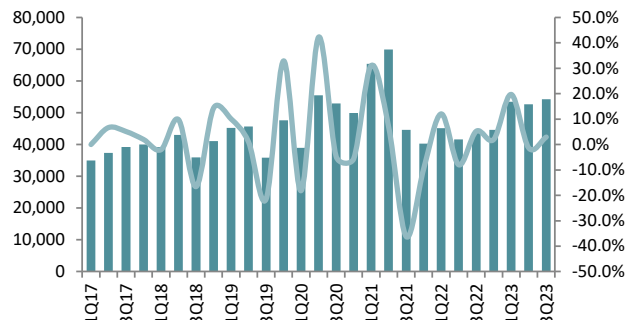
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 27: 潍柴季度收入 (百万人民币) 及同比增长



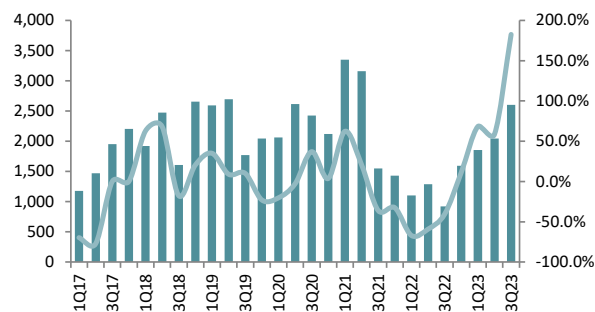
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 28: 潍柴季度收入 (百万人民币) 及季度增长



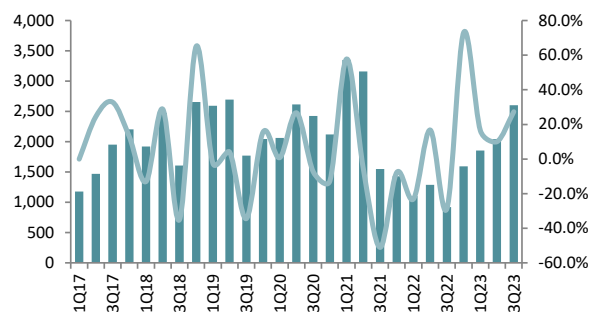
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 29: 潍柴季度净利 (百万人民币) 及同比增



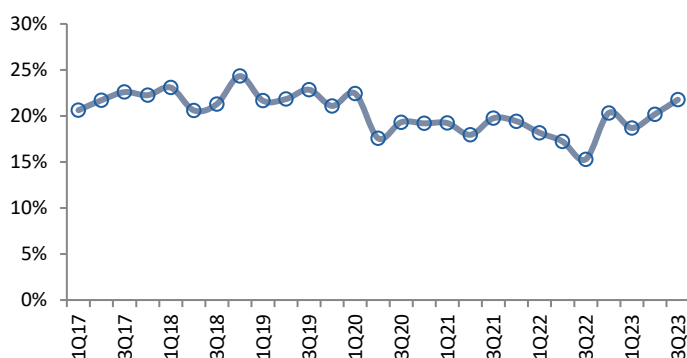
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 30: 潍柴季度净利 (百万人民币) 及季度增长



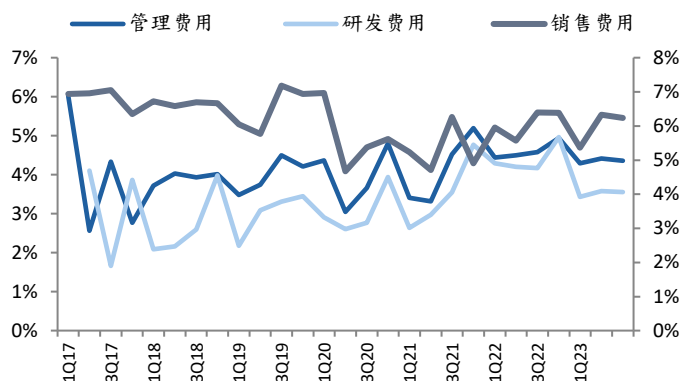
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 31: 潍柴季度毛利率



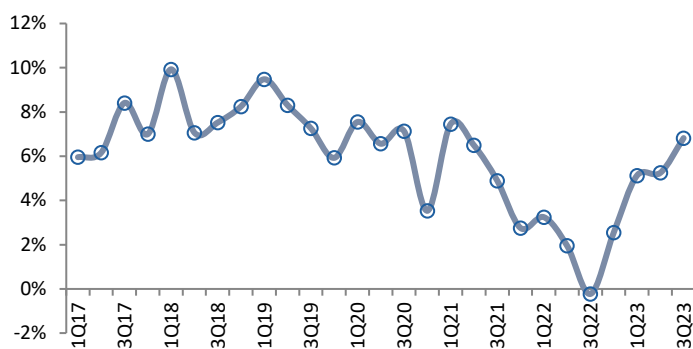
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 32: 潍柴季度主要经营费用比率



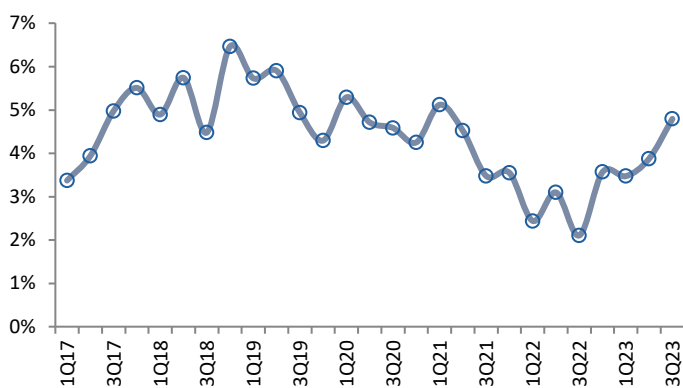
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 33: 潍柴的季度营业利润率



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 34: 潍柴季度净利润率



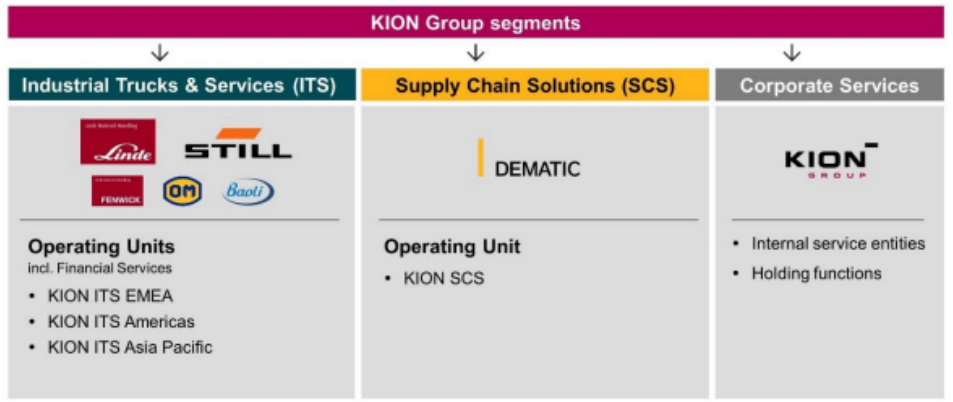
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 35: 凯傲的供应链解决方案



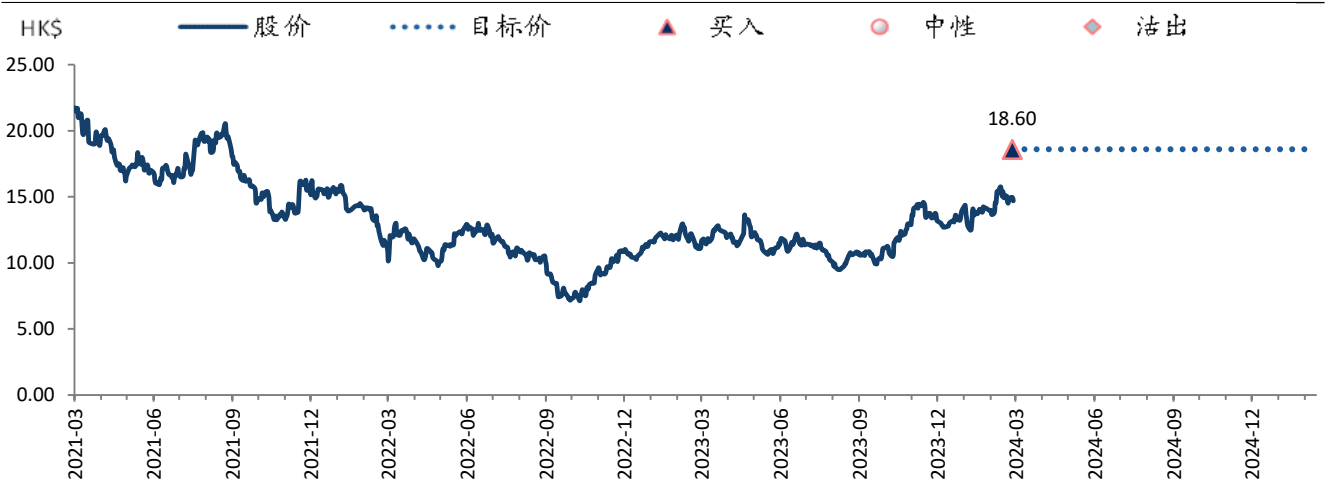
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 36: 凯傲的供应链解决方案



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 37: 潍柴动力 (2338 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 38: 交银国际汽车行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
3808 HK	中国重汽	买入	19.48	25.06	28.6%	2024 年 03 月 13 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	14.70	18.60	26.5%	2024 年 03 月 13 日	重卡
2015 HK	理想汽车	买入	147.00	192.81	31.2%	2024 年 02 月 27 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	8.84	12.50	41.4%	2023 年 08 月 23 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	9.30	12.25	31.7%	2023 年 07 月 17 日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	209.60	309.67	47.7%	2023 年 03 月 29 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	中性	49.00	40.30	-17.8%	2024 年 03 月 06 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	3.32	4.43	33.4%	2023 年 08 月 28 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	沽出	41.25	27.30	-33.8%	2024 年 01 月 26 日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 3 月 12 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	203,548	175,158	220,344	242,611	259,916
主营业务成本	(163,947)	(144,011)	(177,246)	(194,717)	(208,023)
毛利	39,601	31,147	43,098	47,895	51,894
销售及管理费用	(10,903)	(10,661)	(11,458)	(12,373)	(13,256)
研发费用	(14,944)	(15,823)	(17,187)	(17,468)	(17,674)
其他经营净收入/费用	134	1,172	(800)	(764)	(665)
经营利润	13,889	5,834	13,654	17,290	20,298
财务成本净额	(450)	(909)	(966)	(1,180)	(1,418)
其他非经营净收入/费用	616	1,160	1,137	1,191	1,500
税前利润	14,055	6,085	13,824	17,300	20,380
税费	(2,493)	(403)	(1,382)	(1,730)	(2,038)
非控股权益	(2,307)	(778)	(2,826)	(3,536)	(4,166)
净利润	9,254	4,905	9,616	12,034	14,176
作每股收益计算的净利润	9,254	4,905	9,616	12,034	14,176

资产负债表 (百万元人民币)

截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	75,043	70,842	79,374	89,626	100,622
应收账款及票据	27,793	31,021	39,024	42,967	46,032
存货	31,585	33,374	41,276	45,345	48,444
其他流动资产	26,217	33,247	34,993	36,001	36,785
总流动资产	160,638	168,484	194,667	213,940	231,883
物业、厂房及设备	33,190	37,894	39,808	42,877	47,199
其他有形资产	11,790	13,015	13,025	13,035	13,045
无形资产	43,755	46,779	46,827	46,875	46,923
其他长期资产	27,671	27,494	27,674	27,684	27,694
总长期资产	116,406	125,182	127,333	130,470	134,861
总资产	277,044	293,666	322,000	344,410	366,744
短期贷款	2,334	4,695	4,925	5,167	5,421
应付账款	82,308	83,575	101,062	110,255	117,257
其他短期负债	30,740	31,473	31,473	31,473	31,473
总流动负债	115,382	119,743	137,461	146,896	154,151
长期贷款	23,869	33,264	34,403	35,599	36,855
长期应付账款	18,457	14,879	15,280	15,701	16,142
其他长期负债	34,832	36,549	36,950	37,371	37,813
总长期负债	58,700	69,813	71,353	72,969	74,667
总负债	174,083	189,556	208,814	219,865	228,818
股本	8,727	8,727	8,727	8,727	8,727
储备及其他资本项目	62,180	64,458	70,708	78,530	87,745
股东权益	70,907	73,184	79,435	87,256	96,471
非控股权益	32,055	30,926	33,752	37,288	41,454
总权益	102,962	104,111	113,187	124,545	137,925

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	11,562	5,683	12,442	15,570	18,342
折旧及摊销	8,473	8,950	8,500	9,945	11,636
营运资本变动	(8,365)	(20,507)	(2,492)	(2,599)	(3,237)
其他经营活动现金流	2,988	3,525	18,450	22,916	26,741
经营活动现金流	14,658	(2,349)	36,900	45,832	53,482
资本开支	(6,011)	(6,635)	(7,752)	(9,890)	(12,293)
投资活动	361	(4,766)	0	0	0
其他投资活动现金流	241	2,856	(170)	0	0
投资活动现金流	(5,409)	(8,545)	(7,922)	(9,890)	(12,293)
负债净变动	(4,114)	9,728	1,370	1,438	1,510
股息	(5,037)	(4,836)	(3,366)	(4,212)	(4,962)
其他融资活动现金流	12,274	(40)	0	0	0
融资活动现金流	3,123	4,852	(1,996)	(2,774)	(3,452)
汇率收益/损失	(111)	177	0	0	0
年初现金	52,873	68,626	70,842	79,374	89,626
年末现金	75,043	70,842	79,374	89,626	100,622

财务比率

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	1.075	0.570	1.117	1.398	1.647
全面摊薄每股收益	1.075	0.570	1.117	1.398	1.647
每股股息	0.489	0.577	0.475	0.569	0.617
每股账面值	8.240	8.505	9.231	10.140	11.211
利润率分析(%)					
毛利率	19.5	17.8	19.6	19.7	20.0
EBIT利润率	6.3	2.3	6.2	7.0	7.7
净利率	4.5	2.8	4.4	5.0	5.5
盈利能力(%)					
ROA	3.5	3.9	3.0	3.3	3.4
ROE	13.8	14.7	11.2	12.4	12.3
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司及乐思集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。



机构销售团队



@bocomgroup.com

熊璇	(852) 3768 2850	xuan.xiong
邓志恒	(852) 3768 2795	alvin.tang
刘静	(852) 3768 2969	judy.liu
邵将星	(852) 3768 2962	jensens.shaw
罗圆	(852) 3768 2783	Jackie.Luo
周玛利	(852) 3768 2809	Mary.Zhou
刘方舟	(852) 3768 2782	Noah.Liu

www.bocomgroup.com