

## 中國重汽(香港) (3808 HK)

### 盈利驚喜+穩健的資產負債表+估值吸引

❖ **投資要點:** 儘管我們預測重卡需求量 2018 年將下跌並於 2019 年恢復增長，但重卡於 2018-2019 年的銷售量將仍遠高於前一次的週期。目前公司資產負債表穩健，淨現金水準相當於目前公司市值的 27%，而且充裕的自由現金流有助於公司未來提升派息。我們對公司 2017 /2018 /2019 年的盈利預測相較市場預測分別為+27%/-2%/+7%。我們給予公司目標價 11.5 港元，基於 4.9 倍 2018 年 EV/EBITDA，較歷史平均水準存在 20% 的折讓。以當前股價計算，公司股息率達 6.7%。我們認為公司目前估值吸引，首次覆蓋並給予**買入**評級。

❖ **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 年的市場需求增長將會放緩，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》）

❖ **產品升級-發動機全線採用曼技術。** 目前公司 50% 國內銷售的重卡搭載了曼公司(MAN)技術的發動機(約 6 萬台)，公司計畫產能升級，於 2018 年上半年把曼技術發動機產能擴張至 12 萬台，足以覆蓋公司所有於國內重卡的銷售量。管理層相信以其產品的高效表現有助公司未來數年取得更多的市場份額。

❖ **穩健的資產負債表有利於公司未來收購兼併或提升派息。** 中國重汽的年度淨資本開支從 2011 年的 16.5 億元人民幣降至 2016 年的 3.2 億元人民幣。嚴格控制資本開支加上過去數年強勁的現金流讓公司累積大量現金。截至 2017 年 6 月底，公司現金高達 105 億人民幣，淨現金為 54.7 億人民幣。我們預計公司淨現金在 2017 年底將達到 70 億人民幣。公司派息比例持續提升，從 2009 年的 17% 提升至 2016 年的 37%。我們預計公司 2017 年有機會提高派息比例至 50%。

❖ **風險因素:** (1) 重卡需求量下跌大於預期; (2) 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)	28,305	32,959	52,942	48,179	51,185
淨利潤 (百萬元人民幣)	206	532	2,710	2,177	2,378
EPS (元人民幣)	0.07	0.19	0.98	0.79	0.86
EPS 變動 (%)	(49.5)	158.4	409.3	(19.7)	9.2
市盈率 (x)	98.5	38.1	7.5	9.3	8.6
EV/EBITDA (x)	7.1	6.3	3.0	3.5	3.2
市帳率 (x)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
股息率 (%)	0.3	0.9	6.7	4.3	4.7
權益收益率 (%)	1.1	2.7	12.8	9.5	9.9
淨財務杠杆 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司，招銀國際研究

#### 買入(首次覆蓋)

目標價	HK\$11.50
潛在升幅	+33%
當前股價	HK\$8.67

#### 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)	23,938
3 月平均流通量(百萬港元)	55
52 周內股價高/低(港元)	12.44/4.71
總股本(百萬)	2,761

資料來源: 彭博

#### 股東結構

中國重汽集團	51.00%
Ferdinand Porsche	25.00%
自由流通	24.00%

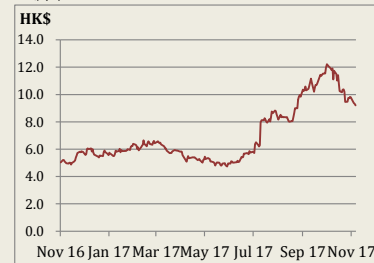
資料來源: 彭博

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-22.0%	-22.9%
3-月	10.2%	2.7%
6-月	80.4%	56.3%

資料來源: 彭博

#### 股價表現



資料來源：彭博

#### 審計師: PWC

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

**利潤表**

年結:12月31日(百万人民币)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>收入</b>	<b>28,305</b>	<b>32,959</b>	<b>52,942</b>	<b>48,179</b>	<b>51,185</b>
销售成本	(23,277)	(27,141)	(43,307)	(39,507)	(41,921)
<b>毛利</b>	<b>5,028</b>	<b>5,818</b>	<b>9,636</b>	<b>8,672</b>	<b>9,264</b>
营业成本	(4,256)	(4,705)	(5,722)	(5,497)	(5,790)
<b>息税前收益</b>	<b>772</b>	<b>1,113</b>	<b>3,914</b>	<b>3,175</b>	<b>3,474</b>
净财务费用	(348)	(251)	(75)	57	67
联营及合资公司收益	3	60	64	67	61
<b>税前利润</b>	<b>426</b>	<b>922</b>	<b>3,903</b>	<b>3,298</b>	<b>3,603</b>
所得税	(103)	(259)	(859)	(825)	(901)
<b>税后利润</b>	<b>323</b>	<b>663</b>	<b>3,045</b>	<b>2,474</b>	<b>2,702</b>
非控制股东权益	(117)	(131)	(335)	(297)	(324)
<b>净利润</b>	<b>206</b>	<b>532</b>	<b>2,710</b>	<b>2,177</b>	<b>2,378</b>
折旧及摊销	1,448	1,385	1,338	1,377	1,416
EBITDA	2,219	2,498	5,252	4,552	4,891

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
<b>非流动资产</b>					
物业、厂房及设备	11,094	10,165	9,896	9,088	8,241
土地权益	1,777	1,652	1,652	1,652	1,652
联营及合资公司	398	466	524	584	639
投资物业	207	643	643	643	643
长期应收帐	384	795	795	795	795
无形资产	474	350	281	212	143
金融资产	155	353	353	353	353
其他	1,166	1,253	1,253	1,253	1,253
	15,654	15,678	15,397	14,580	13,719
<b>流动资产</b>					
存货	6,346	8,372	11,798	6,602	13,382
贸易应收款项及其他流动资产	13,133	14,030	19,331	12,349	20,185
金融资产	0	1,676	1,676	1,676	1,676
其他	620	541	541	541	541
受限制现金	1,636	2,017	2,017	2,017	2,017
现金	4,946	7,171	9,735	12,530	13,635
	26,681	33,808	45,098	35,715	51,436
<b>总资产</b>	<b>42,335</b>	<b>49,485</b>	<b>60,495</b>	<b>50,295</b>	<b>65,155</b>
<b>流动负债</b>					
贸易应付款项及其他流动负债	13,544	20,811	29,022	18,603	31,932
银行贷款	3,380	4,512	4,462	3,562	3,262
负债拨备	316	589	589	589	589
其他	780	860	860	860	860
	18,021	26,771	34,933	23,613	36,642
<b>非流动负债</b>					
银行贷款	2,291	0	0	0	0
递延收益	267	324	324	324	324
其他	41	51	51	51	51
	2,599	375	375	375	375
<b>权益</b>					
股东权益	19,338	19,912	22,426	23,248	24,755
少数股东权益	2,378	2,427	2,762	3,059	3,383
总权益	21,716	22,339	25,188	26,307	28,138
权益及负债	42,335	49,485	60,495	50,295	65,155

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	426	922	3,903	3,298	3,603
财务费用	400	316	179	140	84
利息收入	(52)	(65)	(105)	(197)	(151)
联营及合资公司收益	(3)	(60)	(64)	(67)	(61)
折旧	1,234	1,191	1,269	1,308	1,347
摊销	214	194	69	69	69
所得税	(227)	(188)	(859)	(825)	(901)
流动资金变动	(660)	3,065	(515)	1,759	(1,287)
其他	154	212	0	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,485</b>	<b>5,587</b>	<b>3,878</b>	<b>5,486</b>	<b>2,702</b>
净资产开支	(493)	(319)	(1,000)	(500)	(500)
联营及合资公司股息收入	0	10	6	7	6
收取利息	77	49	105	197	151
其他	(779)	(1,468)	0	0	0
<b>投资活动所用的现金净额</b>	<b>(1,195)</b>	<b>(1,728)</b>	<b>(889)</b>	<b>(296)</b>	<b>(343)</b>
股权融资	0	0	0	0	0
净银行借贷	(1,558)	(1,167)	(50)	(900)	(300)
股息分派	(194)	(109)	(196)	(1,355)	(871)
财务费用	(446)	(349)	(179)	(140)	(84)
其他	400	(40)	0	0	0
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(1,798)</b>	<b>(1,664)</b>	<b>(425)</b>	<b>(2,395)</b>	<b>(1,254)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>(1,507)</b>	<b>2,194</b>	<b>2,564</b>	<b>2,795</b>	<b>1,105</b>
年初现金及现金等价物	6,440	4,946	7,171	9,735	12,530
汇兑及其他	13	31	0	0	0
年末现金及现金等价物	4,946	7,171	9,735	12,530	13,635

来源: 公司资料, 招银国际预测

**主要比率**

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>销售组合 (%)</b>					
重卡	81	77	81	80	80
轻卡	17	23	16	18	18
发动机	23	25	26	25	26
财务	2	2	2	2	2
分部间销售	-23	-25	-25	-25	-25
合计	100	100	100	100	100

**盈利能力比率 (%)**

毛利率	17.8	17.7	18.2	18.0	18.1
息税前利润率	2.7	3.4	7.4	6.6	6.8
EBITDA 利润率	7.8	7.6	9.9	9.4	9.6
税后利润率	1.1	2.0	5.8	5.1	5.3

**增长率 (%)**

收入	(13.7)	16.4	60.6	(9.0)	6.2
毛利	(9.2)	15.7	65.6	(10.0)	6.8
息税前利润	(33.2)	44.2	251.7	(18.9)	9.4
EBITDA	(13.7)	12.5	110.3	(13.3)	7.4
净利润	(49.5)	158.4	409.3	(19.7)	9.2

**资产负债比率 (%)**

流动比率 (x)	1.5	1.3	1.3	1.5	1.4
平均应收账款周转天数	167	150	115	120	116
平均存货周转天数	101	99	85	85	87
平均应付账款周转天数	220	231	210	220	220
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	0.7	1.4	5.5	4.5	4.7
资本回报率	1.1	2.7	12.8	9.5	9.9

**每股数据**

每股盈利(人民币)	0.1	0.2	1.0	0.8	0.9
每股账面值(人民币)	7.0	7.2	8.1	8.4	9.0
每股股息(人民币)	0.0	0.1	0.5	0.3	0.3

来源: 公司资料, 招银国际预测

## 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上责任。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人士。