

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

- ❖ **投資要點。** 我們預期中國重卡今年銷售量將超越 110 萬輛的紀錄高位，並於 2018-2020 年間維持在 90 萬至 110 萬輛的範圍，高於前一週期的銷售量，主要源於持續升級的排放標準、替換需求以及轉向至物流車的需求結構改變。我們首次覆蓋**濰柴動力(2338 HK; 買入; 目標價 HK\$12.50)**，潛在回報 37%，主要由於公司正逐漸升級轉型至一家環球動力設備、重卡及供應鏈解決方案的供應商。我們同時首次覆蓋**中國重汽(3808 HK; 買入; 目標價 HK\$11.50)**，潛在回報 33%，主要由於估值吸引。
- ❖ **重演 2010-2012 年下跌週期的機會不大。** 中國重卡今年前 10 個月銷售量上升 70%至 96.3 萬輛，全年很大機會超越 110 萬輛，高於 2010 年的水平。我們相信未來重演 2010-2012 年下跌週期的機會不大，主要由於(1)我們估計今年 70%的重卡銷售來自替換需求，而 2009-2011 年間銷售中絕大部份是由於政府 4 萬億刺激經濟政策所推動的新需求；(2) 我們估計今年 70%的重卡銷售為物流車(總體經濟轉型的結果)，而 2010 年 70%的銷售為工程車(週期性較強)。
- ❖ **2018-2020 年每年需求可達 90 萬至 110 萬。** 我們採用由上而下的模式推算未來數年的重卡需求。我們預期，跟過去數年的趨勢一致，重卡保有量將與 GDP 同步增長，推動新增需求。另外，我們預期替換需求將繼續支持重卡銷售保持在高水平。此外，政府正在草擬國六排放標準，有機會於 2019 年觸發新的替換需求。
- ❖ **供應方面處於可控水平。** 儘管今年以來重卡銷售強勁，但據我們了解，主要的重卡整車廠並沒有計劃大幅擴充產能。我們相信主要由於整體開工率仍未完全達到峰值，其次是整車廠普遍較以往理性，我們相信這有助降低未來產能過剩的風險。
- ❖ **現時估值低於歷史平均值，需求放緩的預期已反映。** 濰柴動力及中國重汽現時的 EV/EBITDA 分別為 4.9x 及 3.5x，較歷史平均值分別低 27%及 43%。此外，現時 6-7%的股息率將為估值提供支持。

圖一：估值表

股票編號	公司	評級	股價	市值 (百萬元)	市盈率 (x)		
			(當地貨幣)		2017E	2018E	2019E
3808 HK Equity	中國重汽	買入	8.67	3,069	7.5	9.3	8.6
2338 HK Equity	濰柴動力 - H	買入	9.13	9,361	9.7	10.3	9.2

股票編號	公司	市淨率 (x)			EV/EBITDA (x)			股息率 (%)		
		2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
3808 HK Equity	中國重汽	0.9	0.9	0.8	3.0	3.5	3.2	6.7	4.3	4.7
2338 HK Equity	濰柴動力 - H	1.7	1.6	1.5	4.9	4.9	4.6	5.9	5.5	6.2

數據來源：彭博，招銀國際預測

跑贏大市

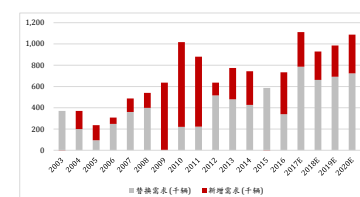
中國設備行業

馮鍵嶸, CFA

電話：(852) 3900 0826

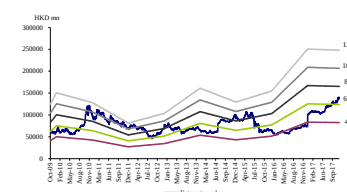
郵件：waynefung@cmbi.com.hk

中國重卡需求預測



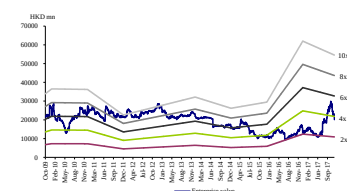
來源：國統局, WIND, 招銀國際預測

濰柴動力 EV/EBITDA



來源：彭博，招銀國際預測

中國重汽 EV/EBITDA



來源：彭博，招銀國際預測

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並無直接或間接關係。

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	：招銀國際並未給予投資評級

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。而過去的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，並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，並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責任。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並不時自行及/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。