

中国重汽(香港) (3808 HK)

销售持续强劲, 预期为上半年带来惊喜

- ❖ **为何现在是买入时机?** 我们把重汽 2018E/19E 盈利预测分别上调 24%/17%, 令我们现时的预测高于市场共识 4%/6%。重汽的主要附属公司 **济南卡车 (000951 CH)** 今年前四月的重卡销售录得 30% 的同比增幅, 较预期为高, 我们预期今年上半年重汽的重卡销售量增长超过 20%, 并为市场带来惊喜。我们把目标价上调至 HK\$13.50, 基于 4.7 倍 2018 年 EV/EBITDA, 较历史平均水平存在 25% 的折让。重汽股价过去三个月维持震荡态势, 我们相信主要由于市场对总体重卡销售及以及公司提升市场份额的预期过于保守。以当前股价计算, 公司股息率达 7.5% (除净日为 7 月 3 日), 加上净现金相当于市值的 40%, 我们认为下跌风险非常有限, 重申 **买入** 评级。
- ❖ **4 月份济南卡车重卡销售量同比增长 37% 至 1.74 万辆。** 这个增幅高于 3 月份的 32%。今年前四个月销售量近 5 万辆, 同比增长 30%, 增幅高于行业平均的 14%, 显示济南卡车成功提升市场份额。过去济南卡车 (重汽的附属公司) 重卡销售量过去占重汽 80% 以上的销售量 (并表)。
- ❖ **预期重汽今年上半年销售量同比增幅超过 20%。** 据我们了解, 重汽 5 月份的在手订单仍然强劲, 高于去年同期及今年 4 月份。我们预期第二季度的销售动力将会持续, 主要源于工程车强劲的置换需求所带动。工程车销售现时占重汽销售量约 50%。
- ❖ **曼公司 (MAN) 技术重卡生产线升级进度理想。** 重汽现时正在升级其生产线, 预期未来数月可以进入投产阶段。生产线的设计总产能为 10 万辆, 重汽将逐步提升可搭载了曼技术发动机的重卡产量, 我们相信将有利重汽进一步争取高端市场的份额。
- ❖ **上调 2018E/19E 盈利预测 24%/17%。** 我们分别上调公司 2018 年重卡及发动机销售量预测 14% 及 18%, 2019 年则分别上调 10% 及 13%。我们预期重汽的利润率将可维持在高水平, 主要由于产能使用率高以及零部件成本保持平稳。
- ❖ **风险因素:** (1) 重卡需求量下跌大于预期; (2) 技术风险。

财务资料

| (YE Dec 31) | FY15A | FY16A | FY17A | FY18E | FY19E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额 (百万人民币) | 28,305 | 32,959 | 55,458 | 59,386 | 61,056 |
| 核心净利润 (百万人民币) | 154 | 461 | 2,771 | 3,021 | 3,102 |
| EPS (人民币) | 0.06 | 0.17 | 1.00 | 1.09 | 1.12 |
| EPS 变动 (%) | (62.8) | 199.4 | 501.6 | 9.0 | 2.7 |
| 市盈率 (x) | 141.3 | 47.2 | 8.0 | 7.2 | 7.0 |
| EV/EBITDA (x) | 7.3 | 6.5 | 2.9 | 2.9 | 2.8 |
| 市帐率 (x) | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 0.9 |
| 股息率 (%) | 0.3 | 0.9 | 7.5 | 7.6 | 7.8 |
| 权益收益率 (%) | 1.1 | 2.7 | 14.2 | 12.9 | 12.5 |
| 净财务杠杆 (%) | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |

数据源: 公司, 招银国际研究预测

买入(维持)

| | |
|--------|-----------|
| 目标价 | HK\$13.50 |
| (前目标价) | HK\$12.40 |
| 潜在升幅 | +45% |
| 当前股价 | HK\$9.29 |

冯键嵘, CFA

电话: (852) 3900 0826

邮件: waynefung@cmbi.com.hk

中国设备行业

| | |
|----------------|------------|
| 市值(百万港元) | 25,650 |
| 3 月平均流通量(百万港元) | 48 |
| 52 周内股价高/低(港元) | 12.44/4.71 |
| 总股本(百万) | 2,761 |

数据源: 彭博

股东结构

| | |
|-------------------|--------|
| 中国重汽集团 | 51.00% |
| Ferdinand Porsche | 25.00% |
| 自由流通 | 24.00% |

数据源: 彭博

股价表现

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|-----|--------|--------|
| 1-月 | -10.5% | -12.1% |
| 3-月 | -3.7% | -3.9% |
| 6-月 | -5.3% | -9.7% |

数据源: 彭博

股价表现



数据源: 彭博

审计师: PWC

公司网站: www.sinotruk.com

利润表

| 年结:12月31日(百万人民币) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 收入 | 28,305 | 32,959 | 55,458 | 59,386 | 61,056 |
| 销售成本 | (23,277) | (27,141) | (45,430) | (48,697) | (50,005) |
| 毛利 | 5,028 | 5,818 | 10,028 | 10,689 | 11,051 |
| 营业成本 | (4,256) | (4,705) | (5,756) | (6,368) | (6,607) |
| 息税前收益 | 772 | 1,113 | 4,272 | 4,322 | 4,444 |
| 净财务费用 | (348) | (251) | (262) | 76 | 79 |
| 联营及合资公司收益 | 3 | 60 | 45 | 61 | 56 |
| 税前利润 | 426 | 922 | 4,055 | 4,458 | 4,579 |
| 所得税 | (103) | (259) | (720) | (1,025) | (1,053) |
| 税后利润 | 323 | 663 | 3,336 | 3,433 | 3,526 |
| 非控制股东权益 | (117) | (131) | (313) | (412) | (423) |
| 净利润 | 206 | 532 | 3,023 | 3,021 | 3,102 |
| 核心净利润 | 154 | 461 | 2,771 | 3,021 | 3,102 |
| 折旧及摊销 | 1,448 | 1,385 | 1,248 | 1,264 | 1,303 |
| EBITDA | 2,219 | 2,498 | 5,520 | 5,586 | 5,746 |

来源:公司资料,招银国际预测

资产负债表

| 年结:12月31日(百万人民币) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 非流动资产 | | | | | |
| 物业、厂房及设备 | 11,094 | 10,165 | 9,938 | 9,246 | 8,516 |
| 土地权益 | 1,777 | 1,652 | 1,650 | 1,650 | 1,650 |
| 联营及合资公司 | 398 | 466 | 478 | 532 | 583 |
| 投资物业 | 207 | 643 | 710 | 710 | 710 |
| 长期应收帐 | 384 | 795 | 1,947 | 1,947 | 1,947 |
| 无形资产 | 474 | 350 | 357 | 285 | 212 |
| 金融资产 | 155 | 353 | 206 | 206 | 206 |
| 其他 | 1,166 | 1,253 | 1,488 | 1,488 | 1,488 |
| | 15,654 | 15,678 | 16,772 | 16,063 | 15,311 |
| 流动资产 | | | | | |
| 存货 | 6,346 | 8,372 | 13,246 | 9,435 | 14,129 |
| 贸易应收款项及其他流动资产 | 13,133 | 14,030 | 15,151 | 15,112 | 16,002 |
| 金融资产 | 0 | 1,676 | 2,340 | 2,340 | 2,340 |
| 其他 | 620 | 541 | 1,256 | 1,256 | 1,256 |
| 受限制现金 | 1,636 | 2,017 | 2,577 | 2,577 | 2,577 |
| 现金 | 4,946 | 7,171 | 9,840 | 11,596 | 13,487 |
| | 26,681 | 33,808 | 44,411 | 42,316 | 49,793 |
| 总资产 | 42,335 | 49,485 | 61,183 | 58,379 | 65,103 |
| 流动负债 | | | | | |
| 贸易应付款项及其他流动负债 | 13,544 | 20,811 | 28,546 | 24,820 | 29,980 |
| 银行贷款 | 3,380 | 4,512 | 3,990 | 3,090 | 2,790 |
| 负债拨备 | 316 | 589 | 978 | 978 | 978 |
| 其他 | 780 | 860 | 1,811 | 1,811 | 1,811 |
| | 18,021 | 26,771 | 35,325 | 30,700 | 35,560 |
| 非流动负债 | | | | | |
| 银行贷款 | 2,291 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 递延收益 | 267 | 324 | 361 | 361 | 361 |
| 其他 | 41 | 51 | 66 | 66 | 66 |
| | 2,599 | 375 | 427 | 427 | 427 |
| 权益 | | | | | |
| 股东权益 | 19,338 | 19,912 | 22,757 | 24,168 | 25,609 |
| 少数股东权益 | 2,378 | 2,427 | 2,673 | 3,085 | 3,508 |
| 总权益 | 21,716 | 22,339 | 25,431 | 27,253 | 29,117 |
| 权益及负债 | 42,335 | 49,485 | 61,183 | 58,379 | 65,103 |

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 | 2017 | 2018E | 2019E |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 税前收益 | 426 | 922 | 4,055 | 4,458 | 4,579 |
| 财务费用 | 400 | 316 | 343 | 124 | 72 |
| 利息收入 | (52) | (65) | (81) | (199) | (151) |
| 联营及合资公司收益 | (3) | (60) | (45) | (61) | (56) |
| 折旧 | 1,234 | 1,191 | 1,152 | 1,191 | 1,230 |
| 摊销 | 214 | 194 | 96 | 72 | 72 |
| 流动资金变动 | (660) | 3,065 | 495 | 125 | (425) |
| 其他 | (74) | 23 | (598) | (1,025) | (1,053) |
| 经营活动现金流 | 1,485 | 5,587 | 5,416 | 4,685 | 4,268 |
| 净资本开支 | (493) | (319) | (851) | (500) | (500) |
| 联营及合资公司股息收入 | 0 | 10 | 34 | 6 | 6 |
| 收取利息 | 77 | 49 | 82 | 199 | 151 |
| 其他 | (779) | (1,468) | (1,879) | 0 | 0 |
| 投资活动所用的现金净额 | (1,195) | (1,728) | (2,677) | (295) | (343) |
| 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净银行借贷 | (1,558) | (1,167) | 548 | (900) | (300) |
| 股息分派 | (194) | (109) | (193) | (1,611) | (1,661) |
| 财务费用 | (446) | (349) | (261) | (124) | (72) |
| 其他 | 400 | (40) | (69) | 0 | 0 |
| 融资活动所得现金净额 | (1,798) | (1,664) | 25 | (2,634) | (2,033) |
| 现金增加净额 | (1,507) | 2,194 | 2,764 | 1,756 | 1,891 |
| 年初现金及现金等价物 | 6,440 | 4,946 | 7,171 | 9,840 | 11,596 |
| 汇兑及其他 | 13 | 31 | (96) | (0) | (0) |
| 年末现金及现金等价物 | 4,946 | 7,171 | 9,840 | 11,596 | 13,487 |

来源:公司资料,招银国际预测

| 主要比率 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
|-----------------|------|------|------|-------|-------|
| 销售组合 (%) | | | | | |
| 重卡 | 81 | 77 | 82 | 81 | 81 |
| 轻卡 | 17 | 23 | 16 | 16 | 16 |
| 发动机 | 23 | 25 | 27 | 26 | 26 |
| 财务 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 分部间销售 | -23 | -25 | -27 | -25 | -25 |
| 合计 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

| 盈利能力比率 (%) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
|------------|------|------|------|-------|-------|
| 毛利率 | 17.8 | 17.7 | 18.1 | 18.0 | 18.1 |
| 息税前利润率 | 2.7 | 3.4 | 7.7 | 7.3 | 7.3 |
| EBITDA 利润率 | 7.8 | 7.6 | 10.0 | 9.4 | 9.4 |
| 净利润率 | 1.1 | 2.0 | 6.0 | 5.8 | 5.8 |

| 增长率 (%) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
|---------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 收入 | (13.7) | 16.4 | 68.3 | 7.1 | 2.8 |
| 毛利 | (9.2) | 15.7 | 72.4 | 6.6 | 3.4 |
| 息税前利润 | (33.2) | 44.2 | 283.8 | 1.2 | 2.8 |
| EBITDA | (13.7) | 12.5 | 121.0 | 1.2 | 2.9 |
| 净利润 | (49.5) | 158.4 | 468.1 | (0.1) | 2.7 |
| 核心净利润 | (62.8) | 199.4 | 501.6 | 9.0 | 2.7 |

| 资产负债比率 (%) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
|---------------|------|------|------|-------|-------|
| 流动比率 (x) | 1.5 | 1.3 | 1.3 | 1.4 | 1.4 |
| 平均应收账款周转天数 | 167 | 150 | 96 | 93 | 93 |
| 平均存货周转天数 | 101 | 99 | 87 | 85 | 86 |
| 平均应付帐款周转天数 | 220 | 231 | 198 | 200 | 200 |
| 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 (%) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
|---------|------|------|------|-------|-------|
| 资产回报率 | 0.7 | 1.4 | 6.0 | 5.7 | 5.7 |
| 资本回报率 | 1.1 | 2.7 | 14.2 | 12.9 | 12.5 |

| 每股数据 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
|-------------|------|------|------|-------|-------|
| 每股盈利(人民币) | 0.07 | 0.19 | 1.09 | 1.09 | 1.12 |
| 核心每股盈利(人民币) | 0.06 | 0.17 | 1.00 | 1.09 | 1.12 |
| 每股账面值(人民币) | 7.00 | 7.21 | 8.24 | 8.75 | 9.28 |
| 每股股息(人民币) | 0.02 | 0.07 | 0.58 | 0.60 | 0.62 |

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。