

# 中集车辆 (1839 HK)

## 全球最大半挂车生产商

**概要。**我们首次覆盖中集车辆并给予买入评级，目标价 6.9 港元，基于 5X 2019E EV/EBITDA。现时中集车辆估值仅 3.5X EV/EBITDA，我们认为已反映盈利低增长的预期。以中集车辆的全球定位以及稳健的资产负债表，我们相信公司有空间通过产能扩张以及并购提升市场份额。

- 公司背景。**中集车辆主要从事半挂车及专用车上装制造，并分销至中国、北美、欧洲及其他包括 40 多个国家。中集车辆自 2013 年起已连续五年为全球最大的半挂车制造商。根据弗若斯特沙利文的资料，中集车辆在中国半挂车行业销量排名第一，并于 2017 年拥有 15.7% 的市场份额；在北美市场，中集车辆于 2017 年跻身五大半挂车制造商之列。中集车辆于 2019 年 7 月起于香港联交所上市。
- 并购策略布局全球。**中集车辆于 2002 年开始策略性地通过并购把业务拓展至包括中国、北美以及欧洲等全球市场。并购策略有助中集建立全球定位并维持多品牌策略。
- 扩展策略。**中集车辆计划于发达地区扩展及升级其生产及组装厂房。在美国，公司计划增加冷藏车及骨架车的产能；在欧洲，公司计划增加侧帘车、交换厢体及冷藏车的组装能力；在中国，经过成功升级两家工厂后，公司计划进一步升级另外两家主要生产骨架车、集平及罐式半挂车的工厂以达至产能自动化。我们估计以上的扩展计划将把公司 2019/20/21 的产能分别提升 10%/6%/9%。
- 盈利预测。**我们预期中集车辆 2019/20/21 的盈利分别增长 23%/8%/3% 至 14.1 亿/15.2 亿/15.7 亿人民币。扣非盈利方面，我们推算公司 2018 年的核心盈利为 10.6 亿。我们预期扣除每年约 1.5 亿的出售土地收益后，2019/20/21 年核心盈利将分别增长 19%/9%/3% 至 12.7 亿/13.7 亿/14.2 亿人民币。
- 主要风险因素：**(1) 经济下行；(2) 贸易战；(3) 产能扩张进度不符预期。

### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	19,367	24,168	25,577	27,283	27,891
同比增长(%)	33.1	24.8	5.8	6.7	2.2
净收入(百万元人民币)	964	1,143	1,411	1,519	1,566
每股盈利(元人民币)	0.64	0.76	0.85	0.84	0.87
同比增长(%)	32.1	18.5	12.1	-1.5	3.1
EV/EBITDA	5.0	4.1	3.5	3.3	3.3
市盈率(倍)	6.5	5.5	5.1	5.2	5.0
市帐率(倍)	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7
股息率(%)	17.8	4.6	5.9	5.8	6.0
权益收益率(%)	14.4	16.2	16.4	14.8	13.8
净负债/总权益比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际证券预测

### 买入 (首次覆盖)

目标价	HK\$6.90
(此前目标价)	-
潜在升幅	+42%
当前股价	HK\$4.87

### 中国设备行业

#### 冯键嵘, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

#### 公司数据

市值(百万港元)	8,596
3月平均流通量(百万港元)	不适用
52周内股价高/低(港元)	6.34/4.00
总股本(百万)	1,805

资料来源：彭博

#### 股东结构

中集集团	52.64%
平安集团	22.94%
其他	24.43%

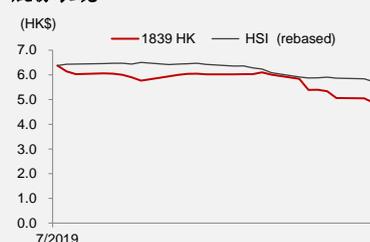
资料来源：港交所

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-16.3%	-7.7%
3-月	-	-
6-月	-	-

资料来源：彭博

#### 股份表现



资料来源：彭博

审计师：罗兵威永道

请登录 2019 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研发团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

## 财务分析

### 利润表

12 月年结 (百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>总收益</b>	<b>19,367</b>	<b>24,168</b>	<b>25,577</b>	<b>27,283</b>	<b>27,891</b>
销售成本	(16,519)	(21,009)	(22,123)	(23,601)	(24,142)
<b>毛利</b>	<b>2,848</b>	<b>3,159</b>	<b>3,454</b>	<b>3,683</b>	<b>3,750</b>
其他收入	133	158	179	191	195
其他收益及亏损净额	(59)	82	150	150	150
分销与销售开支	(597)	(574)	(614)	(655)	(669)
行政开支	(1,022)	(1,221)	(1,304)	(1,391)	(1,422)
金融资产及财务担保合同减值	12	16	0	0	0
<b>息税前收益</b>	<b>1,315</b>	<b>1,621</b>	<b>1,865</b>	<b>1,978</b>	<b>2,003</b>
净财务收入/(费用)	(41)	(74)	(26)	(2)	34
利息收入	74	86	77	78	86
融资成本	(114)	(160)	(103)	(80)	(51)
联营及合资公司利润	(3)	6	6	6	5
<b>除税前溢利</b>	<b>1,272</b>	<b>1,553</b>	<b>1,845</b>	<b>1,982</b>	<b>2,043</b>
所得税开支	(260)	(321)	(369)	(396)	(409)
税后溢利	1,012	1,232	1,476	1,586	1,634
非控股权益	(47)	(89)	(65)	(67)	(69)
<b>净利润</b>	<b>964</b>	<b>1,143</b>	<b>1,411</b>	<b>1,519</b>	<b>1,566</b>
<b>核心利润</b>	<b>1,024</b>	<b>1,060</b>	<b>1,261</b>	<b>1,369</b>	<b>1,416</b>
折旧及摊销	273	303	368	385	403
<b>EBITDA</b>	<b>1,588</b>	<b>1,924</b>	<b>2,232</b>	<b>2,363</b>	<b>2,406</b>

### 现金流量表

12 月年结 (百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>除税前溢利</b>	<b>1,272</b>	<b>1,553</b>	<b>1,845</b>	<b>1,982</b>	<b>2,043</b>
融资成本	80	141	93	70	51
联营公司	3	(6)	(6)	(6)	(5)
应收账款及其他应收款项减值确认减	(12)	(16)	0	0	0
撤销存货	65	39	0	0	0
折旧及摊销	273	303	368	385	403
已付所得税	(318)	(292)	(369)	(396)	(409)
营运资金变动	389	(605)	(433)	(344)	(194)
其他	13	(84)	0	0	0
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>1,782</b>	<b>1,083</b>	<b>1,497</b>	<b>1,690</b>	<b>1,889</b>
购买物业、厂房及设备净投资	(363)	(747)	(1,700)	(500)	(500)
联营公司投资	(11)	(14)	0	0	0
控股公司投资	(151)	179	0	0	0
贷款予关联方	467	140	0	0	0
股息收入	4	2	1	1	1
来自关联方利息收入	25	10	10	10	0
其他	(408)	420	0	0	0
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>(438)</b>	<b>(10)</b>	<b>(1,689)</b>	<b>(489)</b>	<b>(499)</b>
股权融资	0	0	1,496	0	0
净银行贷款	299	(320)	(450)	(450)	(500)
已付股息	(449)	(612)	(289)	(423)	(456)
已付利息	(117)	(189)	(103)	(80)	(51)
其他	(11)	(189)	(400)	0	0
<b>融资活动所得(所用) 现金净额</b>	<b>(279)</b>	<b>(1,310)</b>	<b>254</b>	<b>(953)</b>	<b>(1,007)</b>
现金及等同现金(减少) 增加净额	1,065	(237)	62	248	382
年初之现金及等同现金项目	1,780	2,811	2,617	2,679	2,927
汇兑及其他	(35)	43	0	(0)	0
年底之现金及等同现金项目	2,811	2,617	2,679	2,927	3,309

### 资产负债表

12 月年结 (百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>非流动资产</b>	<b>5,255</b>	<b>5,422</b>	<b>6,760</b>	<b>6,881</b>	<b>6,983</b>
物业、厂房及设备	2,995	3,446	4,828	4,993	5,141
土地使用权	565	598	585	572	559
联营及合资公司	186	231	237	242	247
投资物业	695	392	392	392	392
无形资产	610	547	510	473	436
其他	28	43	43	43	43
递延税项资产	176	165	165	165	165
<b>流动资产</b>	<b>10,996</b>	<b>11,139</b>	<b>11,546</b>	<b>12,704</b>	<b>12,973</b>
存货	3,560	3,582	4,055	4,222	4,377
可收回税款	99	125	125	125	125
应收账款及应收票据	2,817	3,567	3,440	4,184	3,916
预付款项、按金及其他应收款	632	707	707	707	707
贷款予关联方	253	175	175	175	175
按公允价值计入损益的金融资	408	0	0	0	0
其他	244	214	214	214	214
受限现金	172	140	140	140	140
银行结余及现金	2,811	2,617	2,679	2,927	3,309
<b>流动负债</b>	<b>8,569</b>	<b>8,146</b>	<b>7,558</b>	<b>7,625</b>	<b>6,817</b>
应付账款及应付票据	2,608	3,067	2,752	3,196	2,889
其他应付款项	2,671	1,876	1,876	1,876	1,876
合同负债	801	587	813	936	936
借贷	2,266	1,981	1,481	981	481
税项负债	92	103	103	103	103
其他	131	532	532	532	532
<b>非流动负债</b>	<b>673</b>	<b>467</b>	<b>517</b>	<b>567</b>	<b>567</b>
借贷	184	311	361	411	411
递延税项负债	149	134	134	134	134
递延收入	339	23	23	23	23
其他	1	0	0	0	0
<b>资本及储备</b>	<b>7,009</b>	<b>7,948</b>	<b>10,231</b>	<b>11,393</b>	<b>12,572</b>
股东权益	6,606	7,488	9,706	10,801	11,912
非控股权益	404	460	525	592	660

### 主要比率

12 月年结 (百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>销售组合 (%)</b>					
中国	56.3	57.5	59.3	59.6	59.4
北美	24.2	27.5	26.1	26.1	26.1
欧洲	11.5	10.1	9.8	9.7	9.7
其他	8.0	4.9	4.8	4.7	4.7
全部	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	14.7	13.1	13.5	13.5	13.4
息税前利润率	6.8	6.7	7.3	7.2	7.2
净利润率	5.2	5.1	5.8	5.8	5.9
<b>增长率 (%)</b>					
收入	33	25	6	7	2
毛利	29	11	9	7	2
息税前利润	26	23	15	6	1
净利润	32	19	23	8	3
核心净利润	62	4	19	9	3
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	1.9	2.0	2.4	2.6	2.9
平均应收账款周转天数	53	48	50	51	53
平均存货周转天数	76	62	63	64	65
平均应付帐款周转天数	57	49	48	46	46
净负债/总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
<b>回报率 (%)</b>					
资产回报率	6.2	7.0	8.1	8.0	7.9
资本回报率	14.4	16.2	16.4	14.8	13.8
核心资本回报率	15.3	15.0	14.7	13.4	12.5
<b>每股数据</b>					
每股盈利(人民币)	0.64	0.76	0.85	0.84	0.87
每股账面值(人民币)	4.40	4.99	5.38	5.99	6.60
每股股息(人民币)	0.75	0.19	0.26	0.25	0.26

资料来源：公司及招银国际证券预测

## 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。

### 招银国际证券投资评级

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

### 招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

### 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投资银行相关业务联系。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个人。

注释: 招银国际证券(或相关实体)在过去12个月之内为中集车辆(1839 HK)提供过上市服务，烦请知悉。