

中國重汽(香港) (3808 HK)

利潤率強勁, 上調盈利預測>20%

- ❖ **利潤率強勁帶動盈利超預期, 重申買入評級。**重汽上半年淨利潤同比上升 69% 至 23.6 億元人民幣, 高於我們預期。即使我們把 6,200 多萬人民幣的持有待售的資產收益剔除, 核心利潤仍達 23 億元 (同比增長 71%)。盈利驚喜主要源於強勁的重卡銷售 (同比增長 25%), 而更重要的是, 發動機及重卡銷售的分部利潤率均上升。我們將 2018-20 年的盈利預測上調 20-22%, 主要由於我們上調利潤率假設, 我們把目標價從 14.20 港元上調至 15.50 港元, 基於 4.35 倍 EV / EBITDA (較歷史平均水準折讓 25%)。現時股息率達 8%, 估值相當吸引。我們相信中國重汽集團的高管變動有機會長遠為重汽帶來新的增長機會。
- ❖ **銷售增長遠超行業增速, 顯示卓越的執行能力。**重汽上半年的卡車總銷售量為 16.2 萬輛, 同比上升 25%, 其中重卡銷售量上升 25% 至 9.35 萬輛, 顯著同高行業平均的 15%, 顯示市場份額持續上升。我們相信強勁增長主要來自兩個因素: (1) 新的曼技術 (MAN) 重卡產能帶動高端產品的銷售, (2) 通過汽車融資服務銷售 1.5 萬輛, 同比增長 46%, 相當於總銷售量的 9.5%。
- ❖ **營運槓桿帶動強勁利潤率。**今年上半年卡車的分部利潤率從 2017 年上半年的 3.3% 上升至 4%, 而發動機的利潤率則從 16.2% 上升至 18.1%。由於銷售價格和毛利率均大致穩定, 因此利潤率提升主要來自營運效益。
- ❖ **中國重汽集團的高層變動為重汽帶來新機會?**上週末, 現任山東重工集團黨委書記及董事長、**濰柴動力 (2338 HK, 買入)** 董事長及首席執行官譚旭光獲委任為中國重汽集團的黨委書記及董事長, 我們相信中國重汽集團有機會併入山東重工集團 (濰柴動力的最終大股東)。儘管我們相信整合會先在集團層面進行, 但我們相信長遠會為重汽帶來機會: (1) 重汽和濰柴動力於發動機及重卡的合併市場佔有率將顯著提升並成為市場第一; (2) 合併有助重汽更有效地運用手頭現金 (截至今年六月底淨現金達 100 億元人民幣), 例如進行併購, 特別是譚旭光在海外收購方面有良好的執行能力和紀錄。
- ❖ **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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	32,959	55,458	63,401	65,183	67,017
核心淨利潤 (百萬人民幣)	461	2,771	3,971	4,025	4,200
EPS (人民幣)	0.17	1.00	1.44	1.46	1.52
EPS 變動 (%)	199.4	501.6	43.3	1.4	4.3
市盈率 (x)	59.5	10.0	7.0	6.9	6.6
EV/EBITDA (x)	8.1	3.7	3.0	3.0	2.9
市帳率 (x)	1.4	1.2	1.1	1.0	1.0
股息率 (%)	0.7	6.0	7.8	7.9	8.3
權益收益率 (%)	2.7	14.2	16.6	15.5	15.0
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, 招銀國際研究預測

買入(維持)

目標價	HK\$15.50
(前目標價)	HK\$14.20
潛在升幅	+32%
當前股價	HK\$11.72

馮鍵嶸, CFA

電話: (852) 3900 0826

郵件: waynefung@cmbi.com.hk

中國設備行業

市值(百萬港元)	32,359
3 月平均流通量(百萬港元)	151
52 周內股價高/低 (港元)	14.92/7.66
總股本(百萬)	2,761

資料來源: 彭博

股東結構

中國重汽集團	51.0%
Ferdinand Porsche	25.0%
自由流通	24.0%

資料來源: 彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-2.2%	-0.7%
3-月	0.2%	8.5%
6-月	12.4%	23.9%

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

利潤表

年結:12月31日(百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	32,959	55,458	63,401	65,183	67,017
销售成本	(27,141)	(45,430)	(51,989)	(53,450)	(54,954)
毛利	5,818	10,028	11,412	11,733	12,063
营业成本	(4,705)	(5,756)	(5,959)	(6,219)	(6,369)
息税前收益	1,113	4,272	5,453	5,514	5,694
净财务费用	(251)	(262)	87	106	154
联营及合资公司收益	60	45	117	114	134
税前利润	922	4,055	5,656	5,734	5,982
所得税	(259)	(720)	(1,244)	(1,261)	(1,316)
税后利润	663	3,336	4,412	4,472	4,666
非控制股东权益	(131)	(313)	(441)	(447)	(467)
净利润	532	3,023	3,971	4,025	4,200
核心净利润	461	2,771	3,971	4,025	4,200
折旧及摊销	1,385	1,248	1,264	1,303	1,318
EBITDA	2,498	5,520	6,716	6,817	7,012

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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
非流动资产					
物业、厂房及设备	10,165	9,938	9,246	8,516	7,470
土地权益	1,652	1,650	1,650	1,650	1,650
联营及合资公司	466	478	583	686	806
投资物业	643	710	710	710	710
长期应收帐	795	1,947	1,947	1,947	1,947
无形资产	350	357	285	212	140
金融资产	353	206	206	206	206
其他	1,253	1,488	1,488	1,488	1,488
	15,678	16,772	16,114	15,414	14,416
流动资产					
存货	8,372	13,246	10,968	13,048	11,945
贸易应收款项及其他流动资产	14,030	15,151	17,158	16,416	18,102
金融资产	1,676	2,340	2,340	2,340	2,340
其他	541	1,256	1,256	1,256	1,256
受限制现金	2,017	2,577	2,577	2,577	2,577
现金	7,171	9,840	13,123	15,524	17,923
	33,808	44,411	47,422	51,162	54,144
总资产	49,485	61,183	63,536	66,576	68,560
流动负债					
贸易应付款项及其他流动负债	20,811	28,546	28,998	30,749	31,281
银行贷款	4,512	3,990	3,090	2,090	1,090
负债拨备	589	978	978	978	978
其他	860	1,811	1,811	1,811	1,811
	26,771	35,325	34,877	35,629	35,160
非流动负债					
银行贷款	0	0	0	0	0
递延收益	324	361	361	361	361
其他	51	66	66	66	66
	375	427	427	427	427
权益					
股东权益	19,912	22,757	25,118	26,959	28,944
少数股东权益	2,427	2,673	3,114	3,562	4,028
总权益	22,339	25,431	28,232	30,520	32,973
权益及负债	49,485	61,183	63,536	66,576	68,560

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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前收益	922	4,055	5,656	5,734	5,982
财务费用	316	343	124	63	39
利息收入	(65)	(81)	(211)	(169)	(193)
联营及合资公司收益	(60)	(45)	(117)	(114)	(134)
折旧	1,191	1,152	1,191	1,230	1,246
摊销	194	96	72	72	72
流动资金变动	3,065	495	723	413	(51)
其他	23	(598)	(1,244)	(1,261)	(1,316)
经营活动现金流	5,587	5,416	6,195	5,968	5,645
净资本开支	(319)	(851)	(500)	(500)	(200)
联营及合资公司股息收入	10	34	12	11	13
收取利息	49	82	211	169	193
其他	(1,468)	(1,879)	0	0	0
投资活动所用的现金净额	(1,728)	(2,677)	(277)	(320)	6
股权融资	0	0	0	0	0
净银行借贷	(1,167)	548	(900)	(1,000)	(1,000)
股息分派	(109)	(193)	(1,611)	(2,184)	(2,214)
财务费用	(349)	(261)	(124)	(63)	(39)
其他	(40)	(69)	0	0	0
融资活动所得现金净额	(1,664)	25	(2,634)	(3,247)	(3,253)
现金增加净额	2,194	2,764	3,283	2,401	2,399
年初现金及现金等价物	4,946	7,171	9,840	13,123	15,524
汇兑及其他	31	(96)	0	0	0
年末现金及现金等价物	7,171	9,840	13,123	15,524	17,923

来源:公司资料,招银国际预测

主要比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售组合 (%)					
重卡	77	82	81	81	81
轻卡	23	16	15	15	16
发动机	25	27	27	26	26
财务	2	2	2	2	2
分部间销售	-25	-27	-25	-25	-25
合计	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)					
毛利率	17.7	18.1	18.0	18.0	18.0
息税前利润率	3.4	7.7	8.6	8.5	8.5
EBITDA 利润率	7.6	10.0	10.6	10.5	10.5
净利润率	2.0	6.0	7.0	6.9	7.0

增长率 (%)					
收入	16.4	68.3	14.3	2.8	2.8
毛利	15.7	72.4	13.8	2.8	2.8
息税前利润	44.2	283.8	27.6	1.1	3.3
EBITDA	12.5	121.0	21.7	1.5	2.9
净利润	158.4	468.1	31.3	1.4	4.3
核心净利润	199.4	501.6	43.3	1.4	4.3

资产负债比率 (%)					
流动比率 (x)	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5
平均应收账款周转天数	150	96	93	94	94
平均存货周转天数	99	87	85	82	83
平均应付账款周转天数	231	198	202	204	206
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	1.4	6.0	7.1	6.9	6.9
资本回报率	2.7	14.2	16.6	15.5	15.0

每股数据					
每股盈利(人民币)	0.19	1.09	1.44	1.46	1.52
核心每股盈利(人民币)	0.17	1.00	1.44	1.46	1.52
每股账面值(人民币)	7.21	8.24	9.10	9.76	10.48
每股股息(人民币)	0.07	0.58	0.79	0.80	0.84

来源:公司资料,招银国际预测

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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

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，并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，并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并不時自行及/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 年證券交易法規則 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。