

# 中国重汽(香港) (3808 HK)

## 内部改革、轻卡以及政策推升盈利

- 上升动力源于一系列的催化剂:** 我们相信重汽自去年第四季度开始的管理层重组, 将伴随着未来更多的结构性内部改革, 有利优化公司的成本效益以及推动销售。此外, 发改委日前公布的<进一步优化供给推动消费平稳增长, 促进形成强大国内市场的实施方案>中包括为农村居民提供购买轻卡的补贴计划。重汽在轻卡市场份额提升有优异的往绩, 我们预期轻卡将成为重汽的新增长动力, 盈利贡献将从2016年的3.5%上升至2020年的12%。我们把2018/19/20年的盈利预测上调4%/7%/10%, 令我们的盈利较市场高4%/12%/19%。我们把估值基础推至2019年, 基于4.9x EV/EBITDA(倍数不变), 把目标价从HK\$16.7上调至HK\$18.0。此外, 现时7%的股息率属吸引水平。我们重申买入评级。
- 内部改革揭开序幕。** 随着现任山东重工集团党委书记及董事长、潍柴动力(2338 HK, 买入)董事长及首席执行官谭旭光获委任为中国重汽集团的党委书记及董事长, 重汽的管理层也在早前完成重组。谭旭光目标把重汽加造成全球性的全系列商用车制造商。短期方面, 我们了解到公司已经订下目标, 通过精简采购程序和减少供应商等方式, 把采购成本减少5%, 所节省的成本将用于投入研发及作为推动销售的费用。
- 轻卡为新增长动力但被市场所忽视。** 重汽的轻卡年度销售从2011年的2.2万辆上升至2017年的10.8万辆, 市场份额从1.2%大幅上升至6.2%。营运亏损从2013年的2.73亿元人民币减少至1,000万元, 并分别在2016及2017年实现4,000万及2.32亿元的营运利润, 我们相信主要由于达到规模效应。重汽已计划在其济南的生产基地扩大轻卡产能。我们看好轻卡的前景, 主要由于轻卡需求更受益于电商及冷链物流。我们预测重汽的轻卡销售于2018/19/20年分别增长20%/35%/25%。现时重汽没有轻卡发动机的产能, 我们相信公司将会从潍柴动力采购。
- 2018年业绩预测。** 我们估计重汽去年盈利增长34%至40.6亿元。如扣除一次性的收益, 我们估计核心盈利为40亿, 同比增长44%。我们预期增长主要来自9%的重卡销售增长以及利润率提升。
- 潜在的资产注入?** 我们预期重汽的母公司中国重汽集团很大机会把其房地产业务出售并把资金投放到商用车的发展。根据中国重汽集团的发债说明书, 截至去年的3月底, 中国重汽集团共有三个房地产项目, 总投资金额预计为96亿元, 当于已投入63亿。我们相信未来中国重汽集团潜在的新业务开发将为重汽带来支持, 我们也不排除长远而言潜在的新业务会注入重汽。
- 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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	32,959	55,458	61,972	68,001	72,624
核心净利润(百万人民币)	461	2,771	3,998	4,222	4,496
EPS(人民币)	0.17	1.00	1.45	1.53	1.63
EPS变动(%)	199.4	501.6	44.3	5.6	6.5
市盈率(x)	67.6	11.4	7.9	7.5	7.0
EV/EBITDA(x)	9.6	4.4	3.5	3.4	3.2
市帐率(x)	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1
股息率(%)	0.6	5.3	7.1	7.3	7.8
权益收益率(%)	2.7	14.2	16.9	16.1	15.9
净财务杠杆(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源: 公司, 招银国际研究预测

### 买入(维持)

目标价	HK\$18.00
(前目标价)	HK\$16.70
潜在升幅	+35%
当前股价	HK\$13.30

### 冯键嵘, CFA

电话: (852) 3900 0826

邮件: [waynefung@cmbi.com.hk](mailto:waynefung@cmbi.com.hk)

### 中国设备行业

市值(百万港元)	36,721
3月平均流通量(百万港元)	52
52周内股价高/低(港元)	23.15/8.75
总股本(百万)	2,761

资料来源: 彭博

### 股东结构

中国重汽集团	51.0%
Ferdinand Porsche	25.0%
自由流通	24.0%

资料来源: 彭博

### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	+11.6%	+3.4%
3-月	+13.0%	+2.5%
6-月	+14.4%	+18.8%

资料来源: 彭博

### 股价表现



资料来源: 彭博

### 审计师: PWC

公司网站: [www.sinotruk.com](http://www.sinotruk.com)

**利润表**

年结:12月31日 (百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>收入</b>	<b>32,959</b>	<b>55,458</b>	<b>61,972</b>	<b>68,001</b>	<b>72,624</b>
销售成本	(27,141)	(45,430)	(50,693)	(55,625)	(59,406)
<b>毛利</b>	<b>5,818</b>	<b>10,028</b>	<b>11,279</b>	<b>12,376</b>	<b>13,218</b>
营业成本	(4,705)	(5,756)	(5,696)	(6,580)	(7,100)
<b>息税前收益</b>	<b>1,113</b>	<b>4,272</b>	<b>5,583</b>	<b>5,796</b>	<b>6,117</b>
净财务费用	(251)	(262)	84	103	152
联营及合资公司收益	60	45	117	114	134
<b>税前利润</b>	<b>922</b>	<b>4,055</b>	<b>5,784</b>	<b>6,014</b>	<b>6,404</b>
所得税	(259)	(720)	(1,272)	(1,323)	(1,409)
<b>税后利润</b>	<b>663</b>	<b>3,336</b>	<b>4,511</b>	<b>4,691</b>	<b>4,995</b>
非控制股东权益	(131)	(313)	(451)	(469)	(500)
<b>净利润</b>	<b>532</b>	<b>3,023</b>	<b>4,060</b>	<b>4,222</b>	<b>4,496</b>
<b>核心净利润</b>	<b>461</b>	<b>2,771</b>	<b>3,998</b>	<b>4,222</b>	<b>4,496</b>
折旧及摊销	1,385	1,248	1,295	1,342	1,389
EBITDA	2,498	5,520	6,878	7,138	7,506

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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>非流动资产</b>					
物业、厂房及设备	10,165	9,938	9,615	8,946	8,229
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	16,483	15,844	15,176
<b>流动资产</b>					
存货	8,372	13,246	10,364	14,629	12,389
贸易应收款项及其他流动资产	14,030	15,151	16,430	18,596	18,810
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	12,751	15,468	17,661
	33,808	44,411	45,719	54,866	55,034
<b>总资产</b>	<b>49,485</b>	<b>61,183</b>	<b>62,201</b>	<b>70,710</b>	<b>70,210</b>
<b>流动负债</b>					
贸易应付款项及其他流动负债	20,811	28,546	27,564	34,615	32,441
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	33,443	39,494	36,321
<b>非流动负债</b>					
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
<b>权益</b>					
股东权益	19,912	22,757	25,207	27,195	29,369
少数股东权益	2,427	2,673	3,124	3,593	4,093
<b>总权益</b>	<b>22,339</b>	<b>25,431</b>	<b>28,331</b>	<b>30,789</b>	<b>33,462</b>
权益及负债	49,485	61,183	62,201	70,710	70,210

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	5,784	6,014	6,404
财务费用	316	343	124	63	39
利息收入	(65)	(81)	(208)	(167)	(191)
联管及合资公司收益	(60)	(45)	(117)	(114)	(134)
折旧	1,191	1,152	1,223	1,269	1,316
摊销	194	96	72	72	72
所得税	(188)	(724)	(1,272)	(1,323)	(1,409)
流动资金变动	3,065	495	620	620	(148)
其他	212	125	0	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>5,587</b>	<b>5,416</b>	<b>6,226</b>	<b>6,435</b>	<b>5,949</b>
净资产开支	(319)	(851)	(900)	(600)	(600)
联管及合资公司股息收入	10	34	12	11	13
收取利息	49	82	208	167	191
其他	(1,468)	(1,879)	0	0	0
<b>投资活动所用的现金净额</b>	<b>(1,728)</b>	<b>(2,677)</b>	<b>(680)</b>	<b>(422)</b>	<b>(395)</b>
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)	(2,233)	(2,322)
财务费用	(349)	(261)	(124)	(63)	(39)
其他	(40)	(69)	0	0	0
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(1,664)</b>	<b>25</b>	<b>(2,634)</b>	<b>(3,296)</b>	<b>(3,361)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>2,194</b>	<b>2,764</b>	<b>2,911</b>	<b>2,717</b>	<b>2,193</b>
年初现金及现金等价物	4,946	7,171	9,840	12,751	15,468
汇兑及其他	31	(96)	0	0	0
年末现金及现金等价物	7,171	9,840	12,751	15,468	17,661

来源: 公司资料, 招银国际预测

**主要比率**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>销售组合 (%)</b>					
重卡	77	82	79	76	73
轻卡	23	16	18	22	26
发动机	25	27	26	25	24
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	18.2	18.2	18.2
息税前利润率	3.4	7.7	9.0	8.5	8.4
EBITDA 利润率	7.6	10.0	11.1	10.5	10.3
净利润率	2.0	6.0	7.3	6.9	6.9

**增长率 (%)**

收入	16.4	68.3	11.7	9.7	6.8
毛利	15.7	72.4	12.5	9.7	6.8
息税前利润	44.2	283.8	30.7	3.8	5.5
EBITDA	12.5	121.0	24.6	3.8	5.2
净利润	158.4	468.1	34.3	4.0	6.5
核心净利润	199.4	501.6	44.3	5.6	6.5

**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	7.3	7.1	7.1
资本回报率	2.7	14.2	16.9	16.1	15.9

**每股数据**

每股盈利(人民币)	0.19	1.09	1.47	1.53	1.63
核心每股盈利(人民币)	0.17	1.00	1.45	1.53	1.63
每股账面值(人民币)	7.21	8.24	9.13	9.85	10.64
每股股息(人民币)	0.07	0.58	0.81	0.84	0.90

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。报告所载资料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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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资讯，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商投资者

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。