

中国重汽(香港) (3808 HK)

更多复苏迹象强化我们的正面观点

虽然我们下调 2019 年盈利预测 14% 以反映卡车业务疲软和减值损失，但我们相信这些因素已为市场预期。在低基数下，我们预期重汽今年盈利同比上升 18%，主要驱动因素包括：1) 管理层架构重组大致完成，重汽与潍柴动力 (2338 HK / 000338 CH, 买入) 将产生更大协同效应；2) 中国重汽集团 (重汽的母公司) 2 月份重卡销售在疫情下仍高于行业平均；3) 基建投资在二季度拉动工程车需求复苏。我们将目标价由 19.4 港元微调至 19.3 港元，滚动基期至 2020 年 (基于 5 倍 EV/EBITDA, 倍数维持不变)。重申**买入**。

■ **管理层改组大致完成。**重汽于 3 月 9 日宣布母公司副总经理刘正涛获委任为重汽的执行董事。此外，曲洪坤女士获委任为重汽执行董事及财务总监，她曾在山东重工 (潍柴动力及中国重型汽车集团的母公司) 旗下的子公司工作 15 年。这次新管理层委任加上早前的管理层调动，让整个董事局自山东重工控股中国重汽后大幅改动，而董事局成员平均年龄由 53 岁下降至 49 岁。我们相信管理层改组已大致完成，今年公司会将重心由内部重组转移至业务增长。

■ **2 月份销售优于行业平均水平。**受政府打击「大吨小标」的措施所影响，重汽在 2019 年的卡车销量增长大部分时间都低于行业平均水平，直到 11 月才有所改善。根据第一商用车的最新数据，今年 2 月中国重汽集团的重卡销量仅同比下降 22%，远优于疫情下行业平均下跌 50% 的水平。考虑到重汽过去贡献母公司 90% 的卡车销量，我们相信重汽在 2 月份录得相若的销量数字。在中国地方政府增加债券发行额度下将有助拉动基建投资，从而拉动今年二季度的重卡需求。

■ **主要风险因素：**(1) 工程复苏慢于预期，(2) 疫情造成零部件供应中断。

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)	55,458	61,785	62,055	64,397	66,870
同比增长 (%)	68.3	11.4	0.4	3.8	3.8
净收入(百万元人民币)	2,771	4,157	4,018	4,751	4,876
每股盈利(元人民币)	1.00	1.51	1.46	1.72	1.77
同比增长 (%)	501.6	50.0	(3.3)	18.2	2.6
市场共识每股盈利(人民币)	N/A	N/A	1.54	1.68	1.67
市盈率(倍)	12.4	8.3	9.0	7.6	7.4
EV / EBITDA	4.6	3.7	4.0	3.5	3.4
市帐率(倍)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.0
股息率 (%)	4.8	4.4	3.9	4.6	4.7
权益收益率 (%)	14.2	18.0	15.0	16.0	14.8
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、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$19.3
(此前目标价)	HK\$19.4)
潜在升幅	+33%
当前股价	HK\$14.5

中国设备行业

冯健嵘, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	40,034
3 月平均流通量(百万港元)	59
52 周内股价高/低(港元)	20.40/10.90
总股本(百万)	2,761

资料来源：彭博

股东结构

中国重型汽车集团	51%
MAN SE	25%
其他	24%

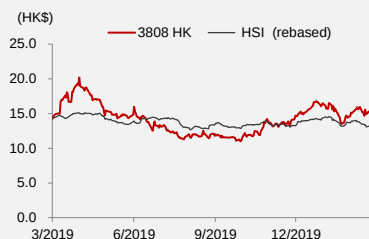
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-2.4%	+6.9%
3-月	+16.2%	+5.1%
6-月	+0.7%	+13.5%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：PWC

财务分析

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	55,458	61,785	62,055	64,397	66,870
销售成本	(45,430)	(50,610)	(50,451)	(52,419)	(54,432)
毛利	10,028	11,175	11,604	11,978	12,438
营业成本	(5,756)	(5,532)	(6,449)	(5,912)	(6,223)
息税前收益	4,272	5,642	5,156	6,066	6,215
净财务费用	(262)	(0)	52	95	137
财务收益	81	89	113	132	155
财务费用	(343)	(89)	(61)	(37)	(18)
联营及合资公司收益	45	77	86	98	73
税前利润	4,055	5,719	5,293	6,259	6,425
所得税	(720)	(993)	(926)	(1,095)	(1,124)
税后利润	3,336	4,726	4,367	5,164	5,300
非控制股东权益	(313)	(381)	(349)	(413)	(424)
净利润	3,023	4,345	4,018	4,751	4,876
核心净利润	2,771	4,157	4,018	4,751	4,876
折旧及摊销	1,248	1,180	1,191	1,269	1,347
EBITDA	5,520	6,823	6,347	7,335	7,562

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
税前收益	4,055	5,719	5,293	6,259	6,425
财务费用	343	89	61	37	18
利息收入	(81)	(89)	(113)	(132)	(155)
联营及合资公司收益	(45)	(77)	(86)	(98)	(73)
折旧	1,152	1,078	1,117	1,195	1,273
摊销	96	102	74	74	74
所得税	(724)	(1,043)	(926)	(1,095)	(1,124)
流动资金变动	495	(1,639)	(146)	142	168
其他	125	232	0	0	0
经营活动现金流	5,416	4,374	5,275	6,382	6,606
净资产开支	(851)	(1,343)	(500)	(1,000)	(1,000)
联营及合资公司股息收入	34	0	9	10	7
收取利息	82	89	113	132	155
其他	(1,879)	2,223	0	0	0
投资活动所用的现金净额	(2,677)	979	(379)	(858)	(838)
股权融资	0	0	0	0	0
净银行借贷	548	(990)	(1,000)	(1,000)	(500)
股息分派	(193)	(1,611)	(1,523)	(1,406)	(1,663)
财务费用	(261)	(143)	(61)	(37)	(18)
其他	(69)	113	0	0	0
融资活动所得现金净额	25	(2,630)	(2,585)	(2,443)	(2,181)
现金增加净额	2,764	2,723	2,312	3,081	3,587
年初现金及现金等价物	7,171	9,840	12,616	14,928	18,008
汇兑及其他	(96)	53	0	0	0
年末现金及现金等价物	9,840	12,616	14,928	18,008	21,595

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	16,772	17,373	16,759	16,578	16,297
物业、厂房及设备	9,938	10,366	9,749	9,554	9,280
土地权益	1,650	1,612	1,612	1,612	1,612
联营及合资公司	478	534	611	700	766
投资物业	710	713	713	713	713
长期应收帐	1,947	2,195	2,195	2,195	2,195
无形资产	357	324	250	177	103
金融资产	206	212	212	212	212
其他	1,488	1,417	1,417	1,417	1,417
流动资产	44,411	44,308	48,208	51,968	56,882
存货	13,246	11,594	12,180	12,522	13,129
贸易应收款项及其他流动资产	15,151	12,589	13,593	13,930	14,650
金融资产	2,340	4,601	4,601	4,601	4,601
其他	1,256	554	554	554	554
受限现金	2,577	2,352	2,352	2,352	2,352
现金	9,840	12,616	14,928	18,008	21,595
流动负债	35,325	32,986	33,429	33,250	34,246
贸易应付款项及其他流动负债	28,546	28,305	29,748	30,570	32,065
银行贷款	3,990	3,000	2,000	1,000	500
负债拨备	978	929	929	929	929
其他	1,811	752	752	752	752
非流动负债	427	367	367	367	367
银行贷款	0	0	0	0	0
递延收益	361	316	316	316	316
其他	66	50	50	50	50
权益	25,431	28,328	31,172	34,929	38,567
股东权益	22,757	25,476	27,970	31,314	34,528
少数股东权益	2,673	2,852	3,202	3,615	4,039

主要比率

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
重卡	82.2	79.0	82.2	81.9	81.4
轻卡	16.1	18.5	16.6	17.1	18.2
发动机	26.5	22.8	21.4	21.1	20.7
财务	2.0	2.3	2.5	2.5	2.5
分部间销售	(26.8)	(22.6)	(22.7)	(22.7)	(22.7)
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	18.1	18.1	18.7	18.6	18.6
息税前利润率	7.7	9.1	8.3	9.4	9.3
净利润率	6.0	7.6	7.0	8.0	7.9
增长率 (%)					
收入	68.3	11.4	0.4	3.8	3.8
毛利	72.4	11.4	3.8	3.2	3.8
息税前利润	283.8	32.1	-8.6	17.6	2.5
净利润	468.1	43.7	-7.5	18.2	2.6
核心净利润	501.6	50.0	-3.3	18.2	2.6
资产负债比率 (%)					
流动比率 (x)	1.3	1.3	1.4	1.6	1.7
平均应收账款周转天数	96	82	77	78	78
平均存货周转天数	87	90	86	86	86
平均应付账款周转天数	198	205	210	210	210
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	6.0	7.7	6.9	7.7	7.5
资本回报率	14.2	18.0	15.0	16.0	14.8
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.09	1.57	1.46	1.72	1.77
核心每股盈利(人民币)	1.00	1.51	1.46	1.72	1.77
每股账面值(人民币)	8.24	9.23	10.13	11.34	12.51
每股股息(人民币)	0.58	0.55	0.51	0.60	0.62

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。

招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際并未给予投资评级

招銀國際證券行業投資評級

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

招銀國際證券有限公司

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

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)为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为招商銀行之全資附屬公司)

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。招銀國際證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。招銀國際證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銀國際證券编写，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責任。任何使用本报告信息所作的投资决策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。招銀國際證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責任。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)不时修订之英国2000年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，未经招銀國際證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。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。