

# 中國重汽(香港) (3808 HK)

## 股權轉讓後山東重工正式控股重汽

我們認為濟南市國資委計劃將其所持有的中國重汽集團股權轉讓至山東重工（濰柴動力[2338 HK, 買入]的母公司）是預期之中，主要由於一年前譚旭光已被任命為中國重汽集團（中國重汽的母公司）董事長。我們相信是次股權轉讓將進一步加強濰柴動力與中國重汽(香港)之間的合作。協同作用包括推出新產品和進一步降低採購成本。我們維持重汽買入評級。

- **股權轉讓。**中國重汽昨日宣布，濟南市國資委將向山東重工無償劃轉中國重汽集團 45% 股權。此外，山東省國投將無償將附於其中國重汽集團 20% 股權的除資產收益權外的股東權利（包括表決權）授權委託予山東重工。是次股權轉讓需通過中國國家市場監督管理總局的審宣。
- **山東重工正式控股中國重汽集團。**股權變動前，濟南市國資委擁有中國重汽集團 80% 的權益。轉讓中國重汽集團 45% 股權後，濟南市國資委的權益將下降至 35%。連同山東省國投 20% 的表決權轉讓，山東重工在中國重汽集團的表決權將提升至 65%，取代濟南市國資委成為中國重汽集團的控股股東。山東重工無須發出強制要約。
- **股權轉讓實屬市場預期之內。**譚旭光一年前被任命為中國重汽集團董事長後，市場已預計集團將出現股權變化。我們相信這將加強山東重工對中國重汽集團的控制，並預期未來濰柴動力與中國重汽(香港)之間進一步合作。雖然如此，我們估計目前中國重汽(香港)的股權結構不會有所變動，因為這將涉及 MAN SE（第二大股東）的權益和公眾持股。
- **主要風險因素：**（1）重卡和輕卡需求疲軟；（2）大噸小標政策的影響較預期長；（3）技術路線風險。

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	55,458	61,785	64,466	66,999	66,266
同比增長 (%)	68.3	11.4	4.3	3.9	(1.1)
淨收入(百萬元人民幣)	2,771	4,157	4,653	5,073	4,858
每股盈利(元人民幣)	1.00	1.51	1.69	1.84	1.76
同比增長 (%)	501.6	50.0	11.9	9.0	(4.2)
市盈率(倍)	9.9	6.6	6.2	5.7	5.9
EV / EBITDA	3.3	2.7	2.5	2.3	2.4
市帳率(倍)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
股息率 (%)	6.1	5.5	5.7	6.2	5.9
權益收益率 (%)	14.2	18.0	17.2	16.7	14.5
淨財務杠杆 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際證券預測

### 買入 (維持)

目標價	HK\$19.4
(此前目標價)	HK\$19.4)
潛在升幅	+68%
當前股價	HK\$11.56

### 中國設備行業

#### 馮鍵嶸, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

#### 公司數據

市值(百萬港元)	31,917
3月平均流通量(百萬港元)	64
52周內股價高/低(港元)	20.40/10.04
總股本(百萬)	2,761

資料來源：彭博

#### 股東結構

中國重型汽車集團	51%
MAN SE	25%
其他	24%

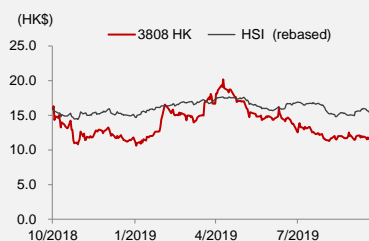
資料來源：港交所

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-3.7%	-4.6%
3-月	-14.5%	-6.0%
6-月	-30.8%	-22.5%

資料來源：彭博

#### 股份表現



資料來源：彭博

審計師：PWC

## 財務分析

### 利潤表

年結: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	55,458	61,785	64,466	66,999	66,266
销售成本	(45,430)	(50,610)	(52,411)	(54,738)	(54,140)
<b>毛利</b>	<b>10,028</b>	<b>11,175</b>	<b>12,055</b>	<b>12,261</b>	<b>12,127</b>
营业成本	(5,756)	(5,532)	(6,085)	(5,804)	(5,947)
<b>息税前收益</b>	<b>4,272</b>	<b>5,642</b>	<b>5,970</b>	<b>6,457</b>	<b>6,180</b>
净财务费用	(262)	(0)	55	104	144
财务收益	81	89	117	141	169
财务费用	(343)	(89)	(61)	(37)	(26)
联营及合资公司收益	45	77	105	123	77
税前利润	4,055	5,719	6,130	6,684	6,401
所得税	(720)	(993)	(1,073)	(1,170)	(1,120)
<b>税后利润</b>	<b>3,336</b>	<b>4,726</b>	<b>5,058</b>	<b>5,515</b>	<b>5,280</b>
非控制股东权益	(313)	(381)	(405)	(441)	(422)
<b>净利润</b>	<b>3,023</b>	<b>4,345</b>	<b>4,653</b>	<b>5,073</b>	<b>4,858</b>
核心净利润	2,771	4,157	4,653	5,073	4,858
折旧及摊销	1,248	1,180	1,391	1,437	1,476
<b>EBITDA</b>	<b>5,520</b>	<b>6,823</b>	<b>7,361</b>	<b>7,894</b>	<b>7,656</b>

### 现金流量表

年結: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
税前收益	4,055	5,719	6,130	6,684	6,401
财务费用	343	89	61	37	26
利息收入	(81)	(89)	(117)	(141)	(169)
联营及合资公司收益	(45)	(77)	(105)	(123)	(77)
折旧	1,152	1,078	1,317	1,364	1,403
摊销	96	102	74	74	74
所得税	(724)	(993)	(1,073)	(1,170)	(1,120)
流动资金变动	495	712	169	(23)	(70)
其他	125	(2,222)	0	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>5,416</b>	<b>4,320</b>	<b>6,457</b>	<b>6,702</b>	<b>6,466</b>
净资本开支	(851)	(550)	(600)	(600)	(500)
联营及合资公司股息收入	34	0	10	12	8
收取利息	82	89	117	141	169
其他	(1,879)	2,407	0	0	0
<b>投资活动所用的现金净额</b>	<b>(2,677)</b>	<b>979</b>	<b>(473)</b>	<b>(447)</b>	<b>(323)</b>
股权融资	0	0	0	0	0
净银行借贷	548	(990)	(1,000)	(1,000)	100
股息分派	(193)	(1,611)	(1,523)	(1,629)	(1,776)
财务费用	(261)	(89)	(61)	(37)	(26)
其他	(69)	114	0	0	0
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>25</b>	<b>(2,576)</b>	<b>(2,585)</b>	<b>(2,665)</b>	<b>(1,701)</b>
现金增加净额	2,764	2,723	3,399	3,590	4,441
年初现金及现金等价物	7,171	9,840	12,629	16,029	19,618
汇兑及其他	(96)	66	0	0	0
年末现金及现金等价物	9,840	12,629	16,029	19,618	24,059

### 资产负债表

年結: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	16,772	17,373	16,676	15,950	15,043
物业、厂房及设备	9,938	10,366	9,650	8,886	7,983
土地权益	1,650	1,612	1,612	1,612	1,612
联营及合资公司	478	534	628	739	809
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	176	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	51,236	53,829	58,672
存货	13,246	11,594	13,103	12,691	12,821
贸易应收款项及其他流动资产	15,151	12,589	14,610	14,025	14,297
金融资产	2,340	4,601	4,601	4,601	4,601
其他	1,256	554	554	554	554
受限制现金	2,577	2,339	2,339	2,339	2,339
现金	9,840	12,629	16,029	19,618	24,059
<b>流动负债</b>	<b>35,325</b>	<b>32,986</b>	<b>35,684</b>	<b>33,664</b>	<b>34,095</b>
贸易应付款项及其他流动负债	28,546	28,305	32,003	30,983	31,315
银行贷款	3,990	3,000	2,000	1,000	1,100
负债拨备	978	929	929	929	929
其他	1,811	752	752	752	752
<b>非流动负债</b>	<b>427</b>	<b>367</b>	<b>367</b>	<b>367</b>	<b>367</b>
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
<b>权益</b>	<b>25,431</b>	<b>28,328</b>	<b>31,862</b>	<b>35,748</b>	<b>39,253</b>
股东权益	22,757	25,476	28,605	32,050	35,132
少数股东权益	2,673	2,852	3,257	3,698	4,121

### 主要比率

年結: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>销售组合 (%)</b>					
重卡	82.2	79.0	80.0	78.7	76.4
轻卡	16.1	18.5	19.7	21.4	24.5
发动机	26.5	22.8	20.6	20.1	19.3
财务	2.0	2.3	2.4	2.4	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
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	18.1	18.1	18.7	18.3	18.3
息税前利润率	7.7	9.1	9.3	9.6	9.3
净利润率	6.0	7.6	7.8	8.2	8.0
<b>增长率 (%)</b>					
收入	68.3	11.4	4.3	3.9	-1.1
毛利	72.4	11.4	7.9	1.7	-1.1
息税前利润	283.8	32.1	5.8	8.2	-4.3
净利润	468.1	43.7	7.1	9.0	-4.2
核心净利润	501.6	50.0	11.9	9.0	-4.2
<b>资产负债比率 (%)</b>					
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
平均应付帐款周转天数	198	205	210	210	210
净负债/总权益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
<b>回报率 (%)</b>					
资产回报率	6.0	7.7	7.8	8.0	7.4
资本回报率	14.2	18.0	17.2	16.7	14.5
<b>每股数据</b>					
每股盈利(人民币)	1.09	1.57	1.69	1.84	1.76
核心每股盈利(人民币)	1.00	1.51	1.69	1.84	1.76
每股账面值(人民币)	8.24	9.23	10.36	11.61	12.72
每股股息(人民币)	0.58	0.55	0.59	0.64	0.62

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

## 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並無直接或間接關係。

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。

### 招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

### 招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

### 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。報告所載數據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，並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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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並不時自行及/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投資銀行相關業務聯繫。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信息，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。