

中集車輛 (1839 HK)

全球最大半掛車生產商

概要。我們首次覆蓋中集車輛並給予買入評級，目標價 6.9 港元，基於 5X 2019E EV/EBITDA。現時中集車輛估值僅 3.5X EV/EBITDA，我們認為已反映盈利低增長的預期。以中集車輛的全球定位以及穩健的資產負債表，我們相信公司有空間通過產能擴張以及併購提升市場份額。

- 公司背景。**中集車輛主要從事半掛車及專用車上裝製造，並分銷至中國、北美、歐洲及其他包括 40 多個國家。中集車輛自 2013 年起已連續五年為全球最大的半掛車製造商。根據弗若斯特沙利文的資料，中集車輛在中國半掛車行業銷量排名第一，並於 2017 年擁有 15.7% 的市場份額；在北美市場，中集車輛於 2017 年躋身五大半掛車製造商之列。中集車輛於 2019 年 7 月起於香港聯交所上市。
- 併購策略佈局全球。**中集車輛於 2002 年開始策略性地通過併購把業務拓展至包括中國、北美以及歐洲等全球市場。併購策略有助中集建立全球定位並維持多品牌策略。
- 擴展策略。**中集車輛計劃於發達地區擴展及升級其生產及組裝廠房。在美國，公司計劃增加冷藏車及骨架車的產能；在歐洲，公司計劃增加側簾車、交換廂體及冷藏車的組裝能力；在中國，經過成功升級兩家工廠後，公司計劃進一步升級另外兩家主要生產骨架車、集平及罐式半掛車的工廠以達至產能自動化。我們估計以上的擴展計劃將把公司 2019/20/21 的產能分別提升 10%/6%/9%。
- 盈利預測。**我們預期中集車輛 2019/20/21 的盈利分別增長 23%/8%/3% 至 14.1 億/15.2 億/15.7 億人民幣。扣非盈利方面，我們推算公司 2018 年的核心盈利為 10.6 億。我們預期扣除每年約 1.5 億的出售土地收益後，2019/20/21 年核心盈利將分別增長 19%/9%/3% 至 12.7 億/13.7 億/14.2 億人民幣。
- 主要風險因素：**(1) 經濟下行；(2) 貿易戰；(3) 產能擴張進度不符預期。

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)	19,367	24,168	25,577	27,283	27,891
同比增長 (%)	33.1	24.8	5.8	6.7	2.2
淨收入(百萬元人民幣)	964	1,143	1,411	1,519	1,566
每股盈利(元人民幣)	0.64	0.76	0.85	0.84	0.87
同比增長 (%)	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
市帳率(倍)	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7
股息率 (%)	17.8	4.6	5.9	5.8	6.0
權益收益率 (%)	14.4	16.2	16.4	14.8	13.8
淨負債/總權益比率 (%)	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 (首次覆蓋)

目標價	HK\$6.90
(此前目標價)	-
潛在升幅	+42%
當前股價	HK\$4.87

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)	8,596
3月平均流通量(百萬港元)	不適用
52周內股價高/低(港元)	6.34/4.00
總股本(百萬)	1,805

資料來源：彭博

股東結構

中集集團	52.64%
平安集團	22.94%
其他	24.43%

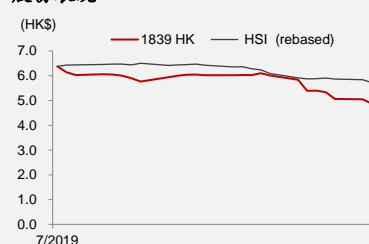
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-16.3%	-7.7%
3-月	-	-
6-月	-	-

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：羅兵威永道

請登錄 2019 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

財務分析

利潤表

12 月年結 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
總收益	19,367	24,168	25,577	27,283	27,891
銷售成本	(16,519)	(21,009)	(22,123)	(23,601)	(24,142)
毛利	2,848	3,159	3,454	3,683	3,750
其他收入	133	158	179	191	195
其他收益及虧損淨額	(59)	82	150	150	150
分銷與銷售開支	(597)	(574)	(614)	(655)	(669)
行政開支	(1,022)	(1,221)	(1,304)	(1,391)	(1,422)
金融資產及財務擔保合同減值/	12	16	0	0	0
息稅前收益	1,315	1,621	1,865	1,978	2,003
淨財務收入/(費用)	(41)	(74)	(26)	(2)	34
利息收入	74	86	77	78	86
融資成本	(114)	(160)	(103)	(80)	(51)
聯營及合資公司利潤	(3)	6	6	6	5
除稅前溢利	1,272	1,553	1,845	1,982	2,043
所得稅開支	(260)	(321)	(369)	(396)	(409)
稅後溢利	1,012	1,232	1,476	1,586	1,634
非控股權益	(47)	(89)	(65)	(67)	(69)
淨利潤	964	1,143	1,411	1,519	1,566
核心利潤	1,024	1,060	1,261	1,369	1,416
折舊及攤銷	273	303	368	385	403
EBITDA	1,588	1,924	2,232	2,363	2,406

現金流量表

12 月年結 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
除稅前溢利	1,272	1,553	1,845	1,982	2,043
融資成本	80	141	93	70	51
聯營公司	3	(6)	(6)	(6)	(5)
應收賬及其他應收款項減值確認減	(12)	(16)	0	0	0
撤銷存貨	65	39	0	0	0
折舊及攤銷	273	303	368	385	403
已付所得稅	(318)	(292)	(369)	(396)	(409)
營運資金變動	389	(605)	(433)	(344)	(194)
其他	13	(84)	0	0	0
經營活動所得現金淨額	1,782	1,083	1,497	1,690	1,889
購買物業、厂房及設備淨投資	(363)	(747)	(1,700)	(500)	(500)
聯營公司投資	(11)	(14)	0	0	0
控股公司投資	(151)	179	0	0	0
貸款予关联方	467	140	0	0	0
股息收入	4	2	1	1	1
來自关联方利息收入	25	10	10	10	0
其他	(408)	420	0	0	0
投資活動所用現金淨額	(438)	(10)	(1,689)	(489)	(499)
股權融資	0	0	1,496	0	0
淨銀行貸款	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
融資活動所得(所用)現金淨額	(279)	(1,310)	254	(953)	(1,007)
現金及等同現金(減少)增加淨額	1,065	(237)	62	248	382
年初之現金及等同現金項目	1,780	2,811	2,617	2,679	2,927
匯兌及其他	(35)	43	0	(0)	0
年底之現金及等同現金項目	2,811	2,617	2,679	2,927	3,309

資產負債表

12 月年結 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	5,255	5,422	6,760	6,881	6,983
物業、厂房及設備	2,995	3,446	4,828	4,993	5,141
土地使用權	565	598	585	572	559
聯營及合資公司	186	231	237	242	247
投資物業	695	392	392	392	392
無形資產	610	547	510	473	436
其他	28	43	43	43	43
遞延稅項資產	176	165	165	165	165
流動資產	10,996	11,139	11,546	12,704	12,973
存貨	3,560	3,582	4,055	4,222	4,377
可收回稅款	99	125	125	125	125
應收賬及應收票據	2,817	3,567	3,440	4,184	3,916
預付款項、按金及其他應收款	632	707	707	707	707
貸款予关联方	253	175	175	175	175
按公允價值計入損益的金融資產	408	0	0	0	0
其他	244	214	214	214	214
受限現金	172	140	140	140	140
銀行結余及現金	2,811	2,617	2,679	2,927	3,309
流動負債	8,569	8,146	7,558	7,625	6,817
應付賬及應付票據	2,608	3,067	2,752	3,196	2,889
其他應付款項	2,671	1,876	1,876	1,876	1,876
合同負債	801	587	813	936	936
借貸	2,266	1,981	1,481	981	481
稅項負債	92	103	103	103	103
其他	131	532	532	532	532
非流動負債	673	467	517	567	567
借貸	184	311	361	411	411
遞延稅項負債	149	134	134	134	134
遞延收入	339	23	23	23	23
其他	1	0	0	0	0
資本及儲備	7,009	7,948	10,231	11,393	12,572
股東權益	6,606	7,488	9,706	10,801	11,912
非控股權益	404	460	525	592	660

主要比率

12 月年結 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
中國	56.3	57.5	59.3	59.6	59.4
北美	24.2	27.5	26.1	26.1	26.1
歐洲	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
盈利能力比率 (%)					
毛利率	14.7	13.1	13.5	13.5	13.4
息稅前利潤率	6.8	6.7	7.3	7.2	7.2
淨利潤率	5.2	5.1	5.8	5.8	5.9
增長率 (%)					
收入	33	25	6	7	2
毛利	29	11	9	7	2
息稅前利潤	26	23	15	6	1
淨利潤	32	19	23	8	3
核心淨利潤	62	4	19	9	3
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.9	2.0	2.4	2.6	2.9
平均應收賬款周轉天數	53	48	50	51	53
平均存貨周轉天數	76	62	63	64	65
平均應付帳款周轉天數	57	49	48	46	46
淨負債/總權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資產回報率	6.2	7.0	8.1	8.0	7.9
資本回報率	14.4	16.2	16.4	14.8	13.8
核心資本回報率	15.3	15.0	14.7	13.4	12.5
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.64	0.76	0.85	0.84	0.87
每股賬面值(人民幣)	4.40	4.99	5.38	5.99	6.60
每股股息(人民幣)	0.75	0.19	0.26	0.25	0.26

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個人。

注釋：招銀國際證券（或相關實體）在過去12個月之內為中集車輛(1839 HK)提供過上市服務，煩請知悉。