

# 中國重汽(香港) (3808 HK)

## 淨利潤上升 468% 符預期; 派息比率 53% 屬正面

- ❖ **投資要點:** 重汽 2017 年淨利潤為 30.23 億元人民幣, 同比大幅上升 468%, 跟一月份公司的盈利預告公告中提及的超過 450% 增長一致。公司建議分派每股 0.7 港元的股息, 同比上升 7.8 倍, 相當於 53% 分派比率, 我們相信有助重汽提升估值, 基於公司的強勁經營現金流(>50 億元人民幣)以及穩健的資產負債表(淨現金 84 億元人民幣)。我們分別上調 2018 及 19 年盈利預測 12% 及 11%, 主要由於我們注意到今年首季重卡需求仍然理想。我們把重汽目標價從 HK\$11.50 上調至 HK\$12.40, 基於 4.9 倍 2018 年 EV/EBITDA, 較歷史平均水平存在 20% 的折讓(倍數不變)。以當前股價計算, 公司股息率達 7.6%。我們認為目前估值吸引, 維持**買入**評級。
- ❖ **2017 年業績強勁。** 扣除財務投資的公平值變動及變現收益, 重汽 2017 年的核心利潤同比上升 5 倍至 27.7 億人民幣, 強勁增長主要來自: 重卡銷售同比上升 71%; 輕卡上升 36%; 發動機上升 74%(包括內部銷售); 加上營運槓桿帶來的利潤率上升。重卡及發動機的產品均價分別同比上升 7% 及 4%。此外, 金融業務收入(主要為汽車貸款)大幅上升 115% 至 11 億人民幣, 分部營運利潤率擴大 8.7 個百分點至 48.3%, 主要由汽車貸款資產組合上升 110% 至 70.9 億元所帶動。我們推算去年汽車貸款回報率達 22%。
- ❖ **今年首兩月重汽濟南卡車(000951 CH)重卡銷售量同上升 23%。** 由於重汽濟南卡車(重汽的附屬公司)重卡銷售量過去佔重汽 80% 以上的銷售量(併表), 因此我們相信重汽今年一季度的銷售將保持強勁, 我們相信主要來自工程車的強勁需求所帶動, 工程車銷售現時佔重汽銷售量約 50%。
- ❖ **上調 2018/19 盈利預測 12%/11%。** 我們相信今年首季度的理想需求可以降低今年重卡銷售大幅下跌的風險。此外, 我們相信搭載了曼公司(MAN)技術發動機的重卡銷售加速(2017 年同比上升 94%)將有利重汽爭取高端市場的份額。我們上調分別上調公司重卡及發動機銷售量 7% 及 8%(2018 及 19 年)。此外, 由於汽車貸款規模快速上升, 我們上調 2018 及 19 年金融業務收入 25% 及 32%。公司的股息分派比率從 2009 年的 17% 逐漸上升至去年的 53%, 我們預期未來將保持在 55%。
- ❖ **分析員會議於今天下午 4:30 舉行。** 地點為香港銅鑼灣怡東酒店三樓。
- ❖ **風險因素:** (1) 重卡需求量大於預期; (2) 技術風險。

### 財務資料

| (YE Dec 31)   | FY15A  | FY16A  | FY17A  | FY18E  | FY19E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 營業額 (百萬元人民幣)  | 28,305 | 32,959 | 55,458 | 51,741 | 55,013 |
| 淨利潤 (百萬元人民幣)  | 154    | 461    | 2,771  | 2,438  | 2,646  |
| EPS (元人民幣)    | 0.06   | 0.17   | 1.00   | 0.88   | 0.96   |
| EPS 變動 (%)    | (62.8) | 199.4  | 501.6  | (12.0) | 8.5    |
| 市盈率 (x)       | 139.3  | 46.5   | 7.8    | 8.8    | 8.1    |
| EV/EBITDA (x) | 7.2    | 6.4    | 2.9    | 3.3    | 3.1    |
| 市帳率 (x)       | 1.1    | 1.1    | 1.0    | 0.9    | 0.9    |
| 股息率 (%)       | 0.3    | 0.9    | 7.6    | 6.2    | 6.8    |
| 權益收益率 (%)     | 1.1    | 2.7    | 14.2   | 10.5   | 10.9   |
| 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

### 買入(維持)

|        |           |
|--------|-----------|
| 目標價    | HK\$12.40 |
| (前目標價) | HK\$11.50 |
| 潛在升幅   | +35%      |
| 當前股價   | HK\$9.16  |

### 馮鍵嶸, CFA

電話: (852) 3900 0826

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

### 中國設備行業

|                |            |
|----------------|------------|
| 市值(百萬港元)       | 25,291     |
| 3 月平均流通量(百萬港元) | 53         |
| 52 周內股價高/低(港元) | 12.44/4.71 |
| 總股本(百萬)        | 2,761      |

資料來源: 彭博

### 股東結構

|                   |        |
|-------------------|--------|
| 中國重汽集團            | 51.00% |
| Ferdinand Porsche | 25.00% |
| 自由流通              | 24.00% |

資料來源: 彭博

### 股價表現

|     | 絕對回報   | 相對回報   |
|-----|--------|--------|
| 1-月 | 2.0%   | 1.4%   |
| 3-月 | 14.9%  | 9.4%   |
| 6-月 | -14.3% | -22.5% |

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](http://www.sinotruk.com)

**利潤表**

| 年結:12月31日 (百万人民币) | 2015     | 2016     | 2017     | 2018E    | 2019E    |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 收入                | 28,305   | 32,959   | 55,458   | 51,741   | 55,013   |
| 銷售成本              | (23,277) | (27,141) | (45,430) | (42,428) | (45,056) |
| 毛利                | 5,028    | 5,818    | 10,028   | 9,313    | 9,957    |
| 營業成本              | (4,256)  | (4,705)  | (5,756)  | (5,751)  | (6,076)  |
| 息稅前收益             | 772      | 1,113    | 4,272    | 3,563    | 3,881    |
| 淨財務費用             | (348)    | (251)    | (262)    | 70       | 71       |
| 聯營及合資公司收益         | 3        | 60       | 45       | 61       | 56       |
| 稅前利潤              | 426      | 922      | 4,055    | 3,693    | 4,008    |
| 所得稅               | (103)    | (259)    | (720)    | (923)    | (1,002)  |
| 稅後利潤              | 323      | 663      | 3,336    | 2,770    | 3,006    |
| 非控制股東權益           | (117)    | (131)    | (313)    | (332)    | (361)    |
| 淨利潤               | 206      | 532      | 3,023    | 2,438    | 2,646    |
| 核心淨利潤             | 154      | 461      | 2,771    | 2,438    | 2,646    |
| 折舊及攤銷             | 1,448    | 1,385    | 1,248    | 1,264    | 1,303    |
| EBITDA            | 2,219    | 2,498    | 5,520    | 4,826    | 5,184    |

来源：公司資料，招銀國際預測

**資產負債表**

| 年結:12月31日 (百万人民币) | 2015   | 2016   | 2017   | 2018E  | 2019E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>非流動資產</b>      |        |        |        |        |        |
| 物業、厂房及設備          | 11,094 | 10,165 | 9,938  | 9,246  | 8,516  |
| 土地權益              | 1,777  | 1,652  | 1,650  | 1,650  | 1,650  |
| 聯營及合資公司           | 398    | 466    | 478    | 532    | 583    |
| 投資物業              | 207    | 643    | 710    | 710    | 710    |
| 長期應收帳             | 384    | 795    | 1,947  | 1,947  | 1,947  |
| 無形資產              | 474    | 350    | 357    | 285    | 212    |
| 金融資產              | 155    | 353    | 206    | 206    | 206    |
| 其他                | 1,166  | 1,253  | 1,488  | 1,488  | 1,488  |
|                   | 15,654 | 15,678 | 16,772 | 16,063 | 15,311 |
| <b>流動資產</b>       |        |        |        |        |        |
| 存貨                | 6,346  | 8,372  | 13,246 | 6,515  | 14,717 |
| 貿易應收款項及其他流動資產     | 13,133 | 14,030 | 15,151 | 11,216 | 16,818 |
| 金融資產              | 0      | 1,676  | 2,340  | 2,340  | 2,340  |
| 其他                | 620    | 541    | 1,256  | 1,256  | 1,256  |
| 受限制現金             | 1,636  | 2,017  | 2,577  | 2,577  | 2,577  |
| 現金                | 4,946  | 7,171  | 9,840  | 10,879 | 12,669 |
|                   | 26,681 | 33,808 | 44,411 | 34,784 | 50,377 |
| 總資產               | 42,335 | 49,485 | 61,183 | 50,847 | 65,688 |
| <b>流動負債</b>       |        |        |        |        |        |
| 貿易應付款項及其他流動負債     | 13,544 | 20,811 | 28,546 | 17,950 | 31,426 |
| 銀行貸款              | 3,380  | 4,512  | 3,990  | 3,090  | 2,790  |
| 負債撥備              | 316    | 589    | 978    | 978    | 978    |
| 其他                | 780    | 860    | 1,811  | 1,811  | 1,811  |
|                   | 18,021 | 26,771 | 35,325 | 23,830 | 37,005 |
| <b>非流動負債</b>      |        |        |        |        |        |
| 銀行貸款              | 2,291  | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 遞延收益              | 267    | 324    | 361    | 361    | 361    |
| 其他                | 41     | 51     | 66     | 66     | 66     |
|                   | 2,599  | 375    | 427    | 427    | 427    |
| <b>權益</b>         |        |        |        |        |        |
| 股東權益              | 19,338 | 19,912 | 22,757 | 23,585 | 24,889 |
| 少數股東權益            | 2,378  | 2,427  | 2,673  | 3,006  | 3,366  |
| 總權益               | 21,716 | 22,339 | 25,431 | 26,590 | 28,256 |
| 權益及負債             | 42,335 | 49,485 | 61,183 | 50,847 | 65,688 |

来源：公司資料，招銀國際預測

## 現金流量表

| 年結: 12月31日 (百万人民币) | 2015           | 2016           | 2017           | 2018E          | 2019E          |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 稅前收益               | 426            | 922            | 4,055          | 3,693          | 4,008          |
| 財務費用               | 400            | 316            | 343            | 124            | 72             |
| 利息收入               | (52)           | (65)           | (81)           | (194)          | (144)          |
| 聯營及合資公司收益          | (3)            | (60)           | (45)           | (61)           | (56)           |
| 折舊                 | 1,234          | 1,191          | 1,152          | 1,191          | 1,230          |
| 攤銷                 | 214            | 194            | 96             | 72             | 72             |
| 流動資金變動             | (660)          | 3,065          | 2,130          | 70             | (328)          |
| 其他                 | (74)           | 23             | (2,152)        | (923)          | (1,002)        |
| <b>經營活動現金流</b>     | <b>1,485</b>   | <b>5,587</b>   | <b>5,498</b>   | <b>3,973</b>   | <b>3,853</b>   |
| 淨資本開支              | (493)          | (319)          | (925)          | (500)          | (500)          |
| 聯營及合資公司股息收入        | 0              | 10             | 34             | 6              | 6              |
| 收取利息               | 77             | 49             | 81             | 194            | 144            |
| 其他                 | (779)          | (1,468)        | (1,868)        | 0              | 0              |
| <b>投資活動所用的現金淨額</b> | <b>(1,195)</b> | <b>(1,728)</b> | <b>(2,677)</b> | <b>(300)</b>   | <b>(351)</b>   |
| 股權融資               | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 淨銀行借貸              | (1,558)        | (1,167)        | (522)          | (900)          | (300)          |
| 股息分派               | (194)          | (109)          | (196)          | (1,611)        | (1,341)        |
| 財務費用               | (446)          | (349)          | (343)          | (124)          | (72)           |
| 其他                 | 400            | (40)           | 1,004          | 0              | 0              |
| <b>融資活動所得現金淨額</b>  | <b>(1,798)</b> | <b>(1,664)</b> | <b>(57)</b>    | <b>(2,634)</b> | <b>(1,713)</b> |
| <b>現金增加淨額</b>      | <b>(1,507)</b> | <b>2,194</b>   | <b>2,764</b>   | <b>1,039</b>   | <b>1,790</b>   |
| 年初現金及現金等價物         | 6,440          | 4,946          | 7,171          | 9,840          | 10,879         |
| 匯兌及其他              | 13             | 31             | (95)           | 0              | 0              |
| 年末現金及現金等價物         | 4,946          | 7,171          | 9,840          | 10,879         | 12,669         |

來源：公司資料，招銀國際預測

| 主要比率            | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
|-----------------|------|------|------|-------|-------|
| <b>銷售組合 (%)</b> |      |      |      |       |       |
| 重卡              | 81   | 77   | 82   | 80    | 80    |
| 輕卡              | 17   | 23   | 16   | 18    | 18    |
| 發動機             | 23   | 25   | 27   | 25    | 25    |
| 財務              | 2    | 2    | 2    | 2     | 2     |
| 分部間銷售           | -23  | -25  | -27  | -25   | -25   |
| 合計              | 100  | 100  | 100  | 100   | 100   |

|                   |      |      |      |      |      |
|-------------------|------|------|------|------|------|
| <b>盈利能力比率 (%)</b> |      |      |      |      |      |
| 毛利率               | 17.8 | 17.7 | 18.1 | 18.0 | 18.1 |
| 息稅前利潤率            | 2.7  | 3.4  | 7.7  | 6.9  | 7.1  |
| EBITDA 利潤率        | 7.8  | 7.6  | 10.0 | 9.3  | 9.4  |
| 淨利潤率              | 1.1  | 2.0  | 6.0  | 5.4  | 5.5  |

|                |        |       |       |        |     |
|----------------|--------|-------|-------|--------|-----|
| <b>增長率 (%)</b> |        |       |       |        |     |
| 收入             | (13.7) | 16.4  | 68.3  | (6.7)  | 6.3 |
| 毛利             | (9.2)  | 15.7  | 72.4  | (7.1)  | 6.9 |
| 息稅前利潤          | (33.2) | 44.2  | 283.8 | (16.6) | 8.9 |
| EBITDA         | (13.7) | 12.5  | 121.0 | (12.6) | 7.4 |
| 淨利潤            | (49.5) | 158.4 | 468.1 | (19.4) | 8.5 |
| 核心淨利潤          | (62.8) | 199.4 | 501.6 | (12.0) | 8.5 |

|                   |     |     |     |     |     |
|-------------------|-----|-----|-----|-----|-----|
| <b>資產負債比率 (%)</b> |     |     |     |     |     |
| 流動比率 (x)          | 1.5 | 1.3 | 1.3 | 1.5 | 1.4 |
| 平均應收賬款周轉天數        | 167 | 150 | 96  | 93  | 93  |
| 平均存貨周轉天數          | 101 | 99  | 87  | 85  | 86  |
| 平均應付帳款周轉天數        | 220 | 231 | 198 | 200 | 200 |
| 淨負債/總權益比率 (%)     | 淨現金 | 淨現金 | 淨現金 | 淨現金 | 淨現金 |

|                |     |     |      |      |      |
|----------------|-----|-----|------|------|------|
| <b>回報率 (%)</b> |     |     |      |      |      |
| 資產回報率          | 0.7 | 1.4 | 6.0  | 4.9  | 5.2  |
| 資本回報率          | 1.1 | 2.7 | 14.2 | 10.5 | 10.9 |

|             |      |      |      |      |      |
|-------------|------|------|------|------|------|
| <b>每股數據</b> |      |      |      |      |      |
| 每股盈利(人民幣)   | 0.07 | 0.19 | 1.09 | 0.88 | 0.96 |
| 核心每股盈利(人民幣) | 0.06 | 0.17 | 1.00 | 0.88 | 0.96 |
| 每股賬面值(人民幣)  | 7.00 | 7.21 | 8.24 | 8.54 | 9.01 |
| 每股股息(人民幣)   | 0.02 | 0.07 | 0.58 | 0.49 | 0.53 |

來源：公司資料，招銀國際預測

## 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。报告所载数据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。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，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)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。