

中國重汽(香港) (3808 HK)

持續獲取市場份額；上調盈利預測

- ❖ 儘管近期股價強勁，後續仍有上行潛力。由於重卡銷售增長強勁加上公司獲納入MSCI中國指數，重汽的股價自5月初以來上漲35%。但我們預計股價還有上行空間，主要由於我們納入重卡行業銷售的最新預測。更重要的是，重汽持續獲取市場份額，顯示出卓越的執行能力，因此我們將2018/19財年的盈利預測分別提高了7.8%/7.5%，並且將目標價從13.50港元上調至14.90港元，基於5倍EV/EBITDA（較歷史平均水準折讓15%）。我們維持較為保守的目標估值倍數，因為我們預期股價表現將由盈利上升推動而非估值擴張。我們的目標價包括每股0.70港元的股息回報（除息日為2018年7月3日），維持買入評級。
- ❖ 主要子公司的銷售增長遠超行業增速。受工程卡車需求強勁推動，濟南卡車（000951 CH）5月份重卡銷量同比增長25%至1.64萬輛，前5月總銷量同比增長29%至6.63萬台，遠高於行業平均增速15%，顯示公司持續提升市場份額。我們相信份額的增長來自新的曼技術(MAN)重卡產能，有助其高端產品的銷售。鑒於濟南卡車過往占重汽總銷售額的80%以上，我們預計重汽的銷量增速也相當接近。
- ❖ ROE將保持高位。我們將2018/19年的盈利預測分別上調了7.8%/7.5%，主要由於我們上調公司重卡銷量預測，預期2018年重卡銷售同比增長15%。我們預計2018年重汽將錄得18%的核心盈利增長，預計2018-19年重汽將維持13-14%的ROE。剔除巨額現金餘額，調整後的淨資產收益率將達到26-30%。
- ❖ 風險因素：(1)重卡需求量下跌大於預期；(2)技術風險。

財務資料

(YE Dec 31)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	32,959	55,458	63,851	65,624	67,447
核心淨利潤(百萬人民幣)	461	2,771	3,255	3,334	3,447
EPS(人民幣)	0.17	1.00	1.18	1.21	1.25
EPS變動(%)	199.4	501.6	17.5	2.4	3.4
市盈率(x)	64.6	10.9	8.8	8.6	8.3
EV/EBITDA(x)	9.8	4.4	4.1	4.0	3.9
市帳率(x)	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
股息率(%)	0.6	5.5	6.3	6.4	6.6
權益收益率(%)	2.7	14.2	13.8	13.2	12.9
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，招銀國際研究預測

買入(維持)

目標價	HK\$14.90
(前目標價)	HK\$13.50
潛在升幅	+17%
當前股價	HK\$12.72

馮鍵嶸, CFA

電話: (852) 3900 0826

郵件: waynefung@cmbi.com.hk

中國設備行業

市值(百萬港元)	35,120
3月平均流通量(百萬港元)	85
52周內股價高/低(港元)	12.18/4.89
總股本(百萬)	2,761

資料來源：彭博

股東結構

中國重汽集團	51.0%
Ferdinand Porsche	25.0%
自由流通	24.0%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	31.6%	31.7%
3-月	39.5%	40.9%
6-月	57.7%	46.0%

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

利潤表

年結:12月31日 (百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	32,959	55,458	63,851	65,624	67,447
销售成本	(27,141)	(45,430)	(52,358)	(53,746)	(55,306)
毛利	5,818	10,028	11,493	11,878	12,140
营业成本	(4,705)	(5,756)	(6,832)	(7,105)	(7,243)
息税前收益	1,113	4,272	4,661	4,773	4,897
净财务费用	(251)	(262)	82	93	128
联营及合资公司收益	60	45	61	56	61
税前利润	922	4,055	4,804	4,921	5,086
所得税	(259)	(720)	(1,105)	(1,132)	(1,170)
税后利润	663	3,336	3,699	3,789	3,917
非控制股东权益	(131)	(313)	(444)	(455)	(470)
净利润	532	3,023	3,255	3,334	3,447
核心净利润	461	2,771	3,255	3,334	3,447
折旧及摊销	1,385	1,248	1,264	1,303	1,318
EBITDA	2,498	5,520	5,925	6,075	6,215

来源:公司资料,招银国际预测

资产负债表

年結:12月31日 (百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
非流动资产					
物业、厂房及设备	10,165	9,938	9,246	8,516	7,470
土地权益	1,652	1,650	1,650	1,650	1,650
联营及合资公司	466	478	532	583	637
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	16,063	15,311	14,247
流动资产					
存货	8,372	13,246	11,140	13,009	12,144
贸易应收款项及其他流动资产	14,030	15,151	17,387	16,414	18,326
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	12,468	15,288	18,172
	33,808	44,411	47,168	50,884	54,816
总资产	49,485	61,183	63,232	66,195	69,064
流动负债					
贸易应付款项及其他流动负债	20,811	28,546	29,406	30,671	31,757
银行贷款	4,512	3,990	3,090	2,790	2,490
负债拨备	589	978	978	978	978
其他	860	1,811	1,811	1,811	1,811
	26,771	35,325	35,286	36,251	37,036
非流动负债					
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
权益					
股东权益	19,912	22,757	24,402	25,946	27,559
少数股东权益	2,427	2,673	3,117	3,572	4,042
总权益	22,339	25,431	27,519	29,518	31,601
权益及负债	49,485	61,183	63,232	66,195	69,064

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	4,804	4,921	5,086
财务费用	316	343	124	72	65
利息收入	(65)	(81)	(206)	(165)	(193)
联营及合资公司收益	(60)	(45)	(61)	(56)	(61)
折旧	1,191	1,152	1,191	1,230	1,246
摊销	194	96	72	72	72
流动资金变动	3,065	495	730	369	38
其他	23	(598)	(1,105)	(1,132)	(1,170)
经营活动现金流	5,587	5,416	5,550	5,313	5,084
净资本开支	(319)	(851)	(500)	(500)	(200)
联营及合资公司股息收入	10	34	6	6	6
收取利息	49	82	206	165	193
其他	(1,468)	(1,879)	0	0	0
投资活动所用的现金净额	(1,728)	(2,677)	(288)	(330)	(1)
股权融资	0	0	0	0	0
净银行借贷	(1,167)	548	(900)	(300)	(300)
股息分派	(109)	(193)	(1,611)	(1,790)	(1,834)
财务费用	(349)	(261)	(124)	(72)	(65)
其他	(40)	(69)	0	0	0
融资活动所得现金净额	(1,664)	25	(2,634)	(2,162)	(2,199)
现金增加净额	2,194	2,764	2,628	2,821	2,884
年初现金及现金等价物	4,946	7,171	9,840	12,468	15,288
汇兑及其他	31	(96)	0	0	0
年末现金及现金等价物	7,171	9,840	12,468	15,288	18,172

来源:公司资料,招银国际预测

主要比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售组合 (%)					
重卡	77	82	82	82	82
轻卡	23	16	15	15	15
发动机	25	27	27	26	26
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 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
毛利率	17.7	18.1	18.0	18.1	18.0
息税前利润率	3.4	7.7	7.3	7.3	7.3
EBITDA 利润率	7.6	10.0	9.3	9.3	9.2
净利润率	2.0	6.0	5.8	5.8	5.8

增长率 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	16.4	68.3	15.1	2.8	2.8
毛利	15.7	72.4	14.6	3.3	2.2
息税前利润	44.2	283.8	9.1	2.4	2.6
EBITDA	12.5	121.0	7.3	2.5	2.3
净利润	158.4	468.1	7.7	2.4	3.4
核心净利润	199.4	501.6	17.5	2.4	3.4

资产负债比率 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动比率 (x)	1.3	1.3	1.3	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 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
资产回报率	1.4	6.0	5.9	5.9	5.8
资本回报率	2.7	14.2	13.8	13.2	12.9

每股数据	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股盈利(人民币)	0.19	1.09	1.18	1.21	1.25
核心每股盈利(人民币)	0.17	1.00	1.18	1.21	1.25
每股账面值(人民币)	7.21	8.24	8.84	9.40	9.98
每股股息(人民币)	0.07	0.58	0.65	0.66	0.69

来源:公司资料,招银国际预测

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并無直接或間接關係。

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。

招銀證券投資評級

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

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。報告所載資料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，并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，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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责任。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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并不時自行及/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資訊，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。