

# 中国重型卡车行业

增长趋势维持；盈利及估值存在上升空间



## 跑赢大市

### 中国设备行业

冯键喙, CFA

电话: (852) 3900 0826

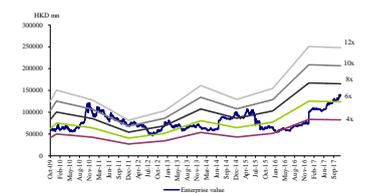
邮件: [waynefung@cmbi.com.hk](mailto:waynefung@cmbi.com.hk)

### 中国重卡需求预测



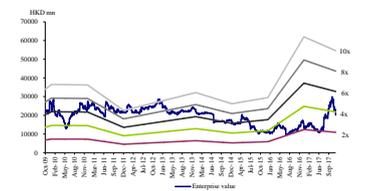
来源: 国统局, WIND, 招银国际预测

### 潍柴动力 EV/EBITDA



来源: 彭博, 招银国际预测

### 中国重汽 EV/EBITDA



来源: 彭博, 招银国际预测

- ❖ **投资要点。** 我们预期中国重卡今年销售量将超越 110 万辆的纪录高位, 并于 2018-2020 年间维持在 90 万至 110 万辆的范围, 高于前一周期的销售量, 主要源于持续升级的排放标准、替换需求以及转向至物流车的需求结构改变。我们首次覆盖**潍柴动力(2338 HK; 买入; 目标价 HK\$12.50)**, 潜在回报 37%, 主要由于公司正逐渐升级转型至一家全球动力设备、重卡及供应炼解决方案的供货商。我们同时首次覆盖**中国重汽(3808 HK; 买入; 目标价 HK\$11.50)**, 潜在回报 33%, 主要由于估值吸引。
- ❖ **重演 2010-2012 年下跌周期的机会不大。** 中国重卡今年前 10 个月销售量上升 70%至 96.3 万辆, 全年很大机会超越 110 万辆, 高于 2010 年的水平。我们相信未来重演 2010-2012 年下跌周期的机会不大, 主要由于(1)我们估计今年 70%的重卡销售来自替换需求, 而 2009-2011 年间销售中绝大部分是由于政府 4 万亿刺激经济政策所推动的新需求;(2)我们估计今年 70%的重卡销售为物流车(总体经济转型的结果), 而 2010 年 70%的销售为工程车(周期性较强)。
- ❖ **2018-2020 年每年需求可达 90 万至 110 万。** 我们采用由上而下的模式推算未来数年的重卡需求。我们预期, 跟过去数年的趋势一致, 重卡保有量将与 GDP 同步增长, 推动新增需求。另外, 我们预期替换需求将继续支持重卡销售保持在高水平。此外, 政府正在草拟国六排放标准, 有机会于 2019 年触发新的替换需求。
- ❖ **供应方面处于可控水平。** 尽管今年以来重卡销售强劲, 但据我们了解, 主要的重卡整车厂并没有计划大幅扩充产能。我们相信主要由于整体开工率仍未完全达到峰值, 其次是整车厂普遍较以往理性, 我们相信这有助降低未来产能过剩的风险。
- ❖ **现时估值低于历史平均值, 需求放缓的预期已反映。** 潍柴动力及中国重汽现时的 EV/EBITDA 分别为 4.9x 及 3.5x, 较历史平均值分别低 27%及 43%。此外, 现时 6-7%的股息率将为估值提供支持。

### 圖一：估值表

股票编号	公司	评级	股价 (当地货币)	市值 (百万美元)	市盈率 (x)		
					2017E	2018E	2019E
3808 HK Equity	中国重汽	买入	8.67	3,069	7.5	9.3	8.6
2338 HK Equity	潍柴动力 - H	买入	9.13	9,361	9.7	10.3	9.2

股票编号	公司	市净率 (x)			EV/EBITDA (x)			股息率 (%)		
		2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
3808 HK Equity	中国重汽	0.9	0.9	0.8	3.0	3.5	3.2	6.7	4.3	4.7
2338 HK Equity	潍柴动力 - H	1.7	1.6	1.5	4.9	4.9	4.6	5.9	5.5	6.2

数据来源: 彭博, 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	: 招銀國際並未給予投資評級

### 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，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。