

中国重汽(香港) (3808 HK)

净利润上升 468% 超预期; 派息比率 53% 属正面

- ❖ **投资要点:** 重汽 2017 年净利润为 30.23 亿元人民币, 同比大幅上升 468%, 跟一月份公司的盈利预喜公告中提及的超过 450% 增长一致。公司建议分派每股 0.7 港元的股息, 同比上升 7.8 倍, 相当于 53% 分派比率, 我们相信有助重汽提升估值, 基于公司的强劲经营现金流(>50 亿元人民币)以及稳健的资产负债表(净现金 84 亿元人民币)。我们分别上调 2018 及 19 年盈利预测 12% 及 11%, 主要由于我们注意到今年首季重卡需求仍然理想。我们把重汽目标价从 HK\$11.50 上调至 HK\$12.40, 基于 4.9 倍 2018 年 EV/EBITDA, 较历史平均水平存在 20% 的折让(倍数不变)。以当前股价计算, 公司股息率达 7.6%。我们认为目前估值吸引, 维持 **买入** 评级。
- ❖ **2017 年业绩强劲。** 扣除财务投资的公允价值变动及变现收益, 重汽 2017 年的核心利润同比上升 5 倍至 27.7 亿人民币, 强劲增长主要来自: 重卡销售同比上升 71%; 轻卡上升 36%; 发动机上升 74%(包括内部销售); 加上营运杠杆带来的利润率上升。重卡及发动机的产品均价分别同比上升 7% 及 4%。此外, 金融业务收入(主要为汽车贷款)大幅上升 115% 至 11 亿人民币, 分部营运利润率扩大 8.7 个百分点至 48.3%, 主要由汽车贷款资产组合上升 110% 至 70.9 亿元所带动。我们推算去年汽车贷款回报率达 22%。
- ❖ **今年首两月重汽济南卡车(000951 CH)重卡销售量同上升 23%。** 由于重汽济南卡车(重汽的附属公司)重卡销售量过去占重汽 80% 以上的销售量(并表), 因此我们相信重汽今年一季度的销售将保持强劲, 我们相信主要来自工程车的强劲需求所带动, 工程车销售现时占重汽销售量约 50%。
- ❖ **上调 2018/19 盈利预测 12%/11%。** 我们相信今年首季度的理想需求可以降低今年重卡销售大幅下跌的风险。此外, 我们相信搭载了曼公司(MAN)技术发动机的重卡销售加速(2017 年同比上升 94%)将有利重汽争取高端市场的份额。我们上调分别上调公司重卡及发动机销售量 7% 及 8%(2018 及 19 年)。此外, 由于汽车贷款规模快速上升, 我们上调 2018 及 19 年金融业务收入 25% 及 32%。公司的股息分派比率从 2009 年的 17% 逐渐上升至去年的 53%, 我们预期未来将保持在 55%。
- ❖ **分析员会议于今天下午 4:30 举行。** 地点为香港铜锣湾怡东酒店三楼。
- ❖ **风险因素:** (1) 重卡需求量下跌大于预期; (2) 技术风险。

财务资料

(YE Dec 31)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E
营业额(百万元人民币)	28,305	32,959	55,458	51,741	55,013
净利润(百万元人民币)	154	461	2,771	2,438	2,646
EPS(元人民币)	0.06	0.17	1.00	0.88	0.96
EPS 变动 (%)	(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
市帐率 (x)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
股息率 (%)	0.3	0.9	7.6	6.2	6.8
权益收益率 (%)	1.1	2.7	14.2	10.5	10.9
净财务杠杆 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

数据源: 公司, 招银国际研究

买入(维持)

目标价	HK\$12.40
(前目标价)	HK\$11.50)
潜在升幅	+35%
当前股价	HK\$9.16

冯键嵘, CFA

电话: (852) 3900 0826

邮件: waynefung@cmbi.com.hk

中国设备行业

市值(百万港元)	25,291
3 月平均流通量(百万港元)	53
52 周内股价高/低(港元)	12.44/4.71
总股本(百万)	2,761

数据源: 彭博

股东结构

中国重汽集团	51.00%
Ferdinand Porsche	25.00%
自由流通	24.00%

数据源: 彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	2.0%	1.4%
3-月	14.9%	9.4%
6-月	-14.3%	-22.5%

数据源: 彭博

股价表现



数据源: 彭博

审计师: PWC

公司网站: 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
非流動資產					
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
流動資產					
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
流動負債					
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
非流動負債					
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
權益					
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)
經營活動現金流	1,485	5,587	5,498	3,973	3,853
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
投資活動所用的現金淨額	(1,195)	(1,728)	(2,677)	(300)	(351)
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
融資活動所得現金淨額	(1,798)	(1,664)	(57)	(2,634)	(1,713)
現金增加淨額	(1,507)	2,194	2,764	1,039	1,790
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
銷售組合 (%)					
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

盈利能力比率 (%)					
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

增長率 (%)					
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

資產負債比率 (%)					
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
平均應付賬款周轉天數	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

回報率 (%)					
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

每股數據					
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。