

中国重汽(香港) (3808 HK)

市场份额提升推动增长

- ❖ **投资要点:** 我们最近与管理层进行沟通, 公司现时重卡的销售进度理想, 有利达到全年14万台的目标(同比上升53%)。展望明年, 公司将通过提升市场份额以及提升出口以达至10%的销售量增长。尽管现时市场对于明年重卡行业可能出现回落有所担忧, 但我们预计只会出现温和回调, 主要由于这次周期主要由替换需求拉动, 相对于2010年由政策推动基建带动的周期更具持续性。尽管经过早前的估值重估, 中国重汽现时的2017E及2018E PE分别为12.1x及11.7x (减去净现金后的PE分别为9.5x及9.2x), 我们认为估值不算昂贵。
- ❖ **重卡行业四季度销售增长将放缓但全年销售将创历史新高。** 根据第一商用车网, 8月份重卡销售量上升84%至91,000台, 带动首8个月的销量同比上升74%至76.5万台。中国重汽预期行业销售量将有所放缓, 主要由于去年四季度的高基数效应所致, 预期全年销售量将同比上升43-50%至105-110万台, 大致跟另一重卡生产商的判断及市场预期一致。
- ❖ **中国重汽将提升曼品牌发动机产能。** 现时公司50%国内销售的重卡配备了曼公司(MAN)技术的发动机(约6万台), 公司计划于2018年上半年把曼技术发动机产能提升1倍至12万台。管理层相信以曼公司的强劲品牌以及其产品的高效表现有助公司未来数年取得更多的市场份额。根据第一商用车网, 中国重汽于今年首8个月的市场份额为17%, 公司目标于明年提升至20%。
- ❖ **充裕的净现金水平有利公司进行并购或提升派息。** 中国重汽的年度资本开支从2012年的24亿元人民币降至2016年的6.4亿。严格控制资本开支加上过去数年强劲的现金流让公司累积大量现金。截至今年6月底, 公司的现金及净现金分别为105亿元及54.7亿元人民币, 净现金相当于现时市值的22%。而今年的资本开支预计为10亿元人民币, 主要投放于曼技术发动机的产能扩张。
- ❖ **风险因素:** (1) 重卡需求下跌较预期多; (2) 零部件价格上升高于预期。
- ❖ **公司背景:** 中国重汽(香港)为中国领先商用车制造商之一, 专营研发及制造重卡及轻卡以及相关主要总成及零部件。中国重汽集团是中国重汽(香港)的最大股东, 持有51%股权。Ferdinand Porsche为第二大股东, 持有25%股权。而中国重汽(香港)是中国重汽集团济南卡车(000951 SZ)的大股东, 持有63.78%股权。

财务资料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额(百万人民币)	32,809	28,305	32,959
净利润(百万人民币)	408	206	532
EPS(人民币)	0.15	0.07	0.19
EPS变动(%)	50.3	-49.5	158.4
市盈率(x)	58.6	122.9	47.6
市帐率(x)	1.2	1.3	1.3
股息率(%)	0.6	0.3	0.7
权益收益率(%)	1.7	0.9	2.3
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金

数据源: 公司及招银国际研究

未评级

当前股价 HK\$10.82

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)	29,874
3月平均流通量(百万港元)	53.7
52周内股价高/低(港元)	11.36/4.01
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	32.9%	34.6%
3-月	88.7%	77.3%
6-月	87.1%	65.8%

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

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：香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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上责任。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，请与我们联络。

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。