

中国重汽(香港) (3808 HK)

利润率强劲, 上调盈利预测>20%

- ❖ **利润率强劲带动盈利超预期, 重申买入评级。**重汽上半年净利润同比上升 69% 至 23.6 亿元人民币, 高于我们预期。即使我们把 6,200 多万人民币的持有待售的资产收益剔除, 核心利润仍达 23 亿元 (同比增长 71%)。盈利惊喜主要源于强劲的重卡销售 (同比增长 25%), 而更重要的是, 发动机及重卡销售的分部利润率均上升。我们将 2018-20 年的盈利预测上调 20-22%, 主要由于我们上调利润率假设, 我们把目标价从 14.20 港元上调至 15.50 港元, 基于 4.35 倍 EV / EBITDA (较历史平均水平折让 25%)。现时股息率达 8%, 估值相当吸引。我们相信中国重汽集团的高管变动有机会长远为重汽带来新的增长机会。
- ❖ **销售增长远超行业增速, 显示卓越的执行能力。**重汽上半年的卡车总销售量为 16.2 万辆, 同比上升 25%, 其中重卡销售量上升 25% 至 9.35 万辆, 显著同高行业平均的 15%, 显示市场份额持续上升。我们相信强劲增长主要来自两个因素: (1) 新的曼技术 (MAN) 重卡产能带动高端产品的销售, (2) 通过汽车融资服务销售 1.5 万辆, 同比增长 46%, 相当于总销售量的 9.5%。
- ❖ **营运杠杆带动强劲利润率。**今年上半年卡车的分部利润率从 2017 年上半年的 3.3% 上升至 4%, 而发动机的利润率则从 16.2% 上升至 18.1%。由于销售价格和毛利率均大致稳定, 因此利润率提升主要来自营运效益。
- ❖ **中国重汽集团的高层变动为重汽带来新机会?**上周末, 现任山东重工集团党委书记及董事长、潍柴动力 (2338 HK, 买入) 董事长及首席执行官谭旭光获委任为中国重汽集团的党委书记及董事长, 我们相信中国重汽集团有机会并入山东重工集团 (潍柴动力的最终大股东)。尽管我们相信整合会先在集团层面进行, 但我们相信长远会为重汽带来机会: (1) 重汽和潍柴动力于发动机及重卡的合并市场占有率将显著提升并成为市场第一; (2) 合并有助重汽更有效地运用手头现金 (截至今年六月底净现金达 100 亿元人民币), 例如进行并购, 特别是谭旭光在海外收购方面有良好的执行能力和纪录。
- ❖ **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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额 (百万人民币)	32,959	55,458	63,401	65,183	67,017
核心净利润 (百万人民币)	461	2,771	3,971	4,025	4,200
EPS (人民币)	0.17	1.00	1.44	1.46	1.52
EPS 变动 (%)	199.4	501.6	43.3	1.4	4.3
市盈率 (x)	59.5	10.0	7.0	6.9	6.6
EV/EBITDA (x)	8.1	3.7	3.0	3.0	2.9
市帐率 (x)	1.4	1.2	1.1	1.0	1.0
股息率 (%)	0.7	6.0	7.8	7.9	8.3
权益收益率 (%)	2.7	14.2	16.6	15.5	15.0
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, 招银国际研究预测

买入(维持)

目标价	HK\$15.50
(前目标价)	HK\$14.20
潜在升幅	+32%
当前股价	HK\$11.72

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)	32,359
3月平均流通量(百万港元)	151
52周内股价高/低(港元)	14.92/7.66
总股本(百万)	2,761

数据源: 彭博

股东结构

中国重汽集团	51.0%
Ferdinand Porsche	25.0%
自由流通	24.0%

数据源: 彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-2.2%	-0.7%
3-月	0.2%	8.5%
6-月	12.4%	23.9%

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

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	32,959	55,458	63,401	65,183	67,017
销售成本	(27,141)	(45,430)	(51,989)	(53,450)	(54,954)
毛利	5,818	10,028	11,412	11,733	12,063
营业成本	(4,705)	(5,756)	(5,959)	(6,219)	(6,369)
息税前收益	1,113	4,272	5,453	5,514	5,694
净财务费用	(251)	(262)	87	106	154
联营及合资公司收益	60	45	117	114	134
税前利润	922	4,055	5,656	5,734	5,982
所得税	(259)	(720)	(1,244)	(1,261)	(1,316)
税后利润	663	3,336	4,412	4,472	4,666
非控制股东权益	(131)	(313)	(441)	(447)	(467)
净利润	532	3,023	3,971	4,025	4,200
核心净利润	461	2,771	3,971	4,025	4,200
折旧及摊销	1,385	1,248	1,264	1,303	1,318
EBITDA	2,498	5,520	6,716	6,817	7,012

来源:公司资料,招银国际预测

资产负债表

年结: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	583	686	806
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	16,114	15,414	14,416
流动资产					
存货	8,372	13,246	10,968	13,048	11,945
贸易应收款项及其他流动资产	14,030	15,151	17,158	16,416	18,102
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	13,123	15,524	17,923
	33,808	44,411	47,422	51,162	54,144
总资产	49,485	61,183	63,536	66,576	68,560
流动负债					
贸易应付款项及其他流动负债	20,811	28,546	28,998	30,749	31,281
银行贷款	4,512	3,990	3,090	2,090	1,090
负债拨备	589	978	978	978	978
其他	860	1,811	1,811	1,811	1,811
	26,771	35,325	34,877	35,629	35,160
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	25,118	26,959	28,944
少数股东权益	2,427	2,673	3,114	3,562	4,028
总权益	22,339	25,431	28,232	30,520	32,973
权益及负债	49,485	61,183	63,536	66,576	68,560

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	5,656	5,734	5,982
财务费用	316	343	124	63	39
利息收入	(65)	(81)	(211)	(169)	(193)
联营及合资公司收益	(60)	(45)	(117)	(114)	(134)
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	723	413	(51)
其他	23	(598)	(1,244)	(1,261)	(1,316)
经营活动现金流	5,587	5,416	6,195	5,968	5,645
净资本开支	(319)	(851)	(500)	(500)	(200)
联营及合资公司股息收入	10	34	12	11	13
收取利息	49	82	211	169	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)	(277)	(320)	6
股权融资	0	0	0	0	0
净银行借贷	(1,167)	548	(900)	(1,000)	(1,000)
股息分派	(109)	(193)	(1,611)	(2,184)	(2,214)
财务费用	(349)	(261)	(124)	(63)	(39)
其他	(40)	(69)	0	0	0
融资活动所得现金净额	(1,664)	25	(2,634)	(3,247)	(3,253)
现金增加净额	2,194	2,764	3,283	2,401	2,399
年初现金及现金等价物	4,946	7,171	9,840	13,123	15,524
汇兑及其他	31	(96)	0	0	0
年末现金及现金等价物	7,171	9,840	13,123	15,524	17,923

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	81	81	81
轻卡	23	16	15	15	16
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(%)

毛利率	17.7	18.1	18.0	18.0	18.0
息税前利润率	3.4	7.7	8.6	8.5	8.5
EBITDA利润率	7.6	10.0	10.6	10.5	10.5
净利润率	2.0	6.0	7.0	6.9	7.0

增长率(%)

收入	16.4	68.3	14.3	2.8	2.8
毛利	15.7	72.4	13.8	2.8	2.8
息税前利润	44.2	283.8	27.6	1.1	3.3
EBITDA	12.5	121.0	21.7	1.5	2.9
净利润	158.4	468.1	31.3	1.4	4.3
核心净利润	199.4	501.6	43.3	1.4	4.3

资产负债比率(%)

流动比率(x)	1.3	1.3	1.4	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(%)

资产回报率	1.4	6.0	7.1	6.9	6.9
资本回报率	2.7	14.2	16.6	15.5	15.0

每股数据

每股盈利(人民币)	0.19	1.09	1.44	1.46	1.52
核心每股盈利(人民币)	0.17	1.00	1.44	1.46	1.52
每股账面值(人民币)	7.21	8.24	9.10	9.76	10.48
每股股息(人民币)	0.07	0.58	0.79	0.80	0.84

来源:公司资料,招银国际预测

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于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。