

重卡	收盘价 港元 20.55	目标价 港元 26.49	潜在涨幅 +28.9%
----	-----------------	-----------------	----------------

2024年8月23日

## 中国重汽 (3808 HK)

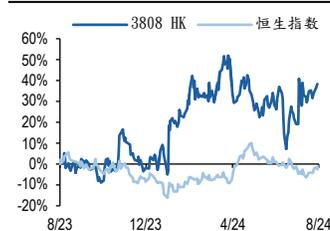
### 重卡以旧换新和高股息标的，维持买入

- 上半年业绩稳健，首次派发中期分红。中国重汽2024年上半年收入同比增长18.0%至48.8亿元（人民币，下同），归母净利润同比大幅增长39.8%至32.9亿元，符合市场和我们预期。公司上半年销售重卡12.5万辆，同比增加14.8%，其中内销5.7万辆，同比增长29.6%，出口6.8万辆，同比增长4.9%。毛利率同比下跌1.1个百分点至14.7%，主要是由于中国重卡市场在2季度开始终端折扣有所扩大，同时重卡出口往俄罗斯的销量占比有所下降，对毛利率产生负面影响。虽然毛利率有所下滑，但高效成本控制使经营费用同比增速低于收入增速。其中销售/行政费用同比仅增长4.4%/12.1%。上半年，经营活动产生的现金流入净额为53.4亿元，同比增加23.2亿元。现金及现金等价物为157亿元，财务稳健。重汽首次推出中期分红方案，每股派息0.66元，分红比例达到55%，较2022年/2023年分红比例为45%/50%有所提升。
- 上半年市占率提升明显，天然气重卡发力。按第一商用车的口径，2024年1-6月，重卡市场累计销售50.5万辆，在近五年处于中等水平，比上年同期的48.8万辆增长3%。2024年上半年重汽市占率为27.6%，较去年同期提升了1.1个百分点。今年1-6月份重卡市场1.6万辆的增量中，重汽贡献最大，贡献了9,600辆的增量。重汽市占率提升核心原因为抓住天然气重卡置换需求，今年在天然气重卡的产品布局上作好准备。上半年，重汽天然气重卡销量同比大增273%，大幅高于市场整体的104%。与2023年同期相比，天然气重卡份额提升最明显的是重汽，今年上半年市场份额较去年同期大幅提升了11.6个百分点至25.6%。
- 维持买入，重卡以旧换新+高股息标的。中国重汽作为行业龙头将受惠重卡以旧换新带动的增量需求，市场份额有望进一步提升。虽然目前终端折扣有所放大，但我们认为下半年随着重卡以旧换新带动的增量需求和天然气重卡销量增长，将支撑下半年毛利率。中国重汽估值依然具吸引力，同时公司首次派发半年分红和提高分红比例，释放出积极的信号，未来有可能进一步提高分红。我们维持买入评级，目标价26.49港元。

### 个股评级

买入

### 1年股价表现



资料来源: FactSet

### 股份资料

52周高位 (港元)	22.50
52周低位 (港元)	13.50
市值 (百万港元)	56,738.34
日均成交量 (百万)	2.36
年初至今变化 (%)	34.14
200天平均价 (港元)	19.55

资料来源: FactSet

### 陈庆

angus.chan@bocomgroup.com  
(86) 21 6065 3601

### 李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com  
(852) 3766 1854

### 财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	59,405	85,498	101,704	116,818	122,978
同比增长 (%)	-36.4	43.9	19.0	14.9	5.3
净利润 (百万人民币)	1,673	5,318	6,436	7,483	7,902
每股盈利 (人民币)	0.61	1.93	2.33	2.71	2.86
同比增长 (%)	-61.3	217.9	21.0	16.3	5.6
市盈率 (倍)	31.0	9.8	8.1	6.9	6.6
每股账面净值 (人民币)	13.02	14.59	14.44	15.80	17.66
市账率 (倍)	1.45	1.29	1.30	1.19	1.07
股息率 (%)	1.7	5.8	6.2	7.2	8.0

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

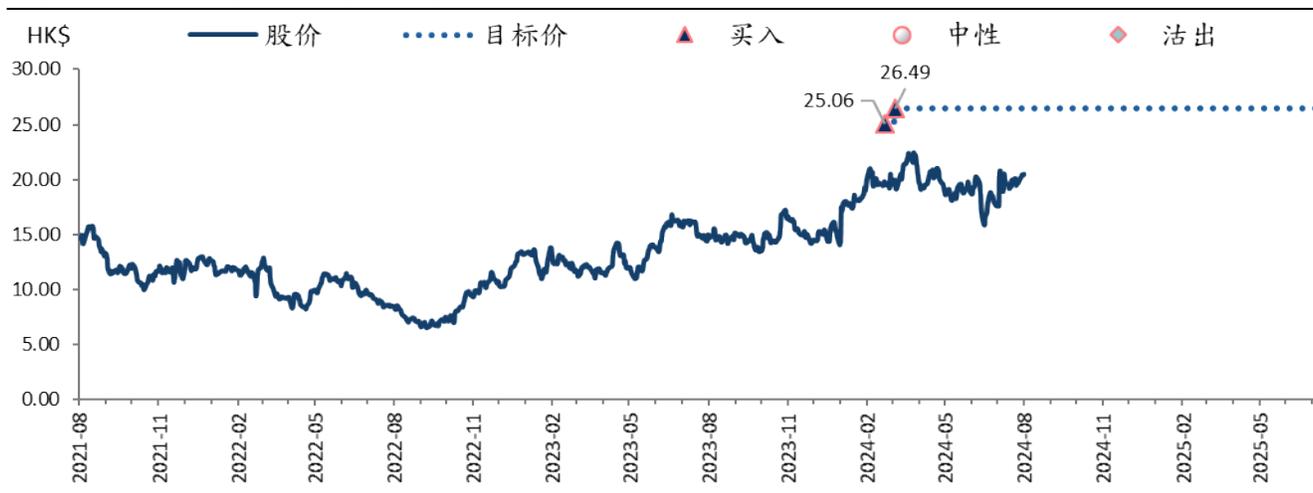
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 中国重汽业绩

人民币百万	1H23	1H24	YoY
收入	41,371	48,823	18.0%
销售成本	(34,848)	(41,665)	19.6%
毛利润	6,523	7,159	9.7%
其他收入和收益净额	296	681	130.3%
销售和分销费用	(1,460)	(1,525)	4.4%
行政费用	(2,096)	(2,349)	12.1%
其他费用	(126)	(12)	-90.7%
金融资产减值损失净额	(103)	72	-169.9%
运营利润	3,033	4,027	32.8%
财务费用净额	89	87	-3.3%
应占联营公司/合营公司业绩	36	48	30.6%
税前利润	3,159	4,161	31.7%
税项	(563)	(562)	-0.2%
税后利润	2,596	3,600	38.6%
少数股东权益	(239)	(304)	27.4%
净利润	2,358	3,295	39.8%
毛利率	15.8%	14.7%	
经营利润率	7.3%	8.2%	
净利润率	5.7%	6.7%	

资料来源: 公司资料

图表 2: 中国重汽 (3808 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际汽车行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
689009 CH	九号公司	买入	48.00	51.47	7.2%	2024年08月07日	电动两轮车
1585 HK	雅迪控股	买入	9.90	15.13	52.8%	2024年07月02日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	6.83	6.24	-8.7%	2024年07月02日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	20.55	26.49	28.9%	2024年03月26日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	12.34	18.60	50.7%	2024年03月14日	重卡
2333 HK	长城汽车	买入	10.52	16.30	54.9%	2024年07月11日	整车厂
2015 HK	理想汽车	买入	82.90	120.34	45.2%	2024年05月24日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	31.35	59.88	91.0%	2024年05月16日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	226.20	306.48	35.5%	2024年03月27日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	8.05	12.50	55.3%	2023年08月23日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	中性	27.15	30.53	12.5%	2024年06月20日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	2.50	3.34	33.6%	2024年04月01日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2024 年 8 月 23 日

## 财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	59,405	85,498	101,704	116,818	122,978
主营业务成本	(49,399)	(71,263)	(84,503)	(96,981)	(102,091)
<b>毛利</b>	<b>10,007</b>	<b>14,236</b>	<b>17,201</b>	<b>19,837</b>	<b>20,887</b>
销售及管理费用	(2,874)	(4,002)	(4,760)	(5,468)	(5,756)
研发费用	(4,870)	(4,669)	(5,492)	(6,308)	(6,518)
其他经营净收入/费用	525	923	939	1,079	1,136
<b>经营利润</b>	<b>2,787</b>	<b>6,487</b>	<b>7,888</b>	<b>9,140</b>	<b>9,749</b>
财务成本净额	131	285	291	383	434
应占联营公司利润及亏损	(23)	111	117	123	129
<b>税前利润</b>	<b>2,895</b>	<b>6,883</b>	<b>8,296</b>	<b>9,645</b>	<b>10,311</b>
税费	(958)	(1,056)	(1,244)	(1,447)	(1,612)
非控股权益	(265)	(509)	(616)	(716)	(797)
<b>净利润</b>	<b>1,673</b>	<b>5,318</b>	<b>6,436</b>	<b>7,483</b>	<b>7,902</b>
作每股收益计算的净利润	1,673	5,318	6,436	7,483	7,902

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	19,871	20,185	26,149	29,496	33,269
应收账款及票据	16,230	17,078	19,505	22,403	23,585
存货	13,502	13,338	16,206	18,599	19,579
其他流动资产	30,348	36,465	32,406	33,552	33,519
<b>总流动资产</b>	<b>79,951</b>	<b>87,067</b>	<b>94,266</b>	<b>104,051</b>	<b>109,952</b>
物业、厂房及设备	15,504	15,823	16,820	17,657	18,200
无形资产	232	152	114	73	31
其他长期资产	9,955	18,744	19,385	20,317	20,762
<b>总长期资产</b>	<b>25,691</b>	<b>34,719</b>	<b>36,319</b>	<b>38,047</b>	<b>38,994</b>
<b>总资产</b>	<b>105,642</b>	<b>121,785</b>	<b>130,585</b>	<b>142,098</b>	<b>148,946</b>
短期贷款	3,890	4,907	5,152	5,410	5,681
应付账款	33,271	46,624	56,721	65,097	67,128
其他短期负债	24,254	20,999	19,178	17,553	16,104
<b>总流动负债</b>	<b>61,415</b>	<b>72,530</b>	<b>81,052</b>	<b>88,060</b>	<b>88,912</b>
长期贷款	0	142	142	142	143
其他长期负债	1,196	1,153	1,206	1,261	1,319
<b>总长期负债</b>	<b>1,196</b>	<b>1,295</b>	<b>1,348</b>	<b>1,404</b>	<b>1,462</b>
<b>总负债</b>	<b>62,610</b>	<b>73,825</b>	<b>82,400</b>	<b>89,463</b>	<b>90,375</b>
股本	16,717	16,717	16,717	16,717	16,717
储备及其他资本项目	19,218	23,555	23,163	26,897	32,037
<b>股东权益</b>	<b>35,935</b>	<b>40,272</b>	<b>39,880</b>	<b>43,614</b>	<b>48,754</b>
非控股权益	7,097	7,688	8,304	9,020	9,817
<b>总权益</b>	<b>43,032</b>	<b>47,961</b>	<b>48,184</b>	<b>52,634</b>	<b>58,571</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	3,008	6,883	8,296	9,645	10,745
折旧及摊销	1,351	1,517	1,642	1,773	1,637
营运资本变动	6,243	10,842	6,122	(556)	(2,365)
税费	(521)	(923)	(1,309)	(1,513)	(1,681)
其他经营活动现金流	814	101	107	112	117
<b>经营活动现金流</b>	<b>10,895</b>	<b>18,420</b>	<b>14,856</b>	<b>9,461</b>	<b>8,455</b>
资本开支	(1,440)	(8,920)	(3,000)	(3,000)	(2,600)
其他投资活动现金流	(17,166)	284	358	387	416
<b>投资活动现金流</b>	<b>(18,606)</b>	<b>(8,636)</b>	<b>(2,642)</b>	<b>(2,613)</b>	<b>(2,184)</b>
负债净变动	0	(6,418)	1,218	1,182	1,148
股息	(1,729)	(812)	(3,224)	(3,749)	(3,197)
其他融资活动现金流	(119)	0	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(1,847)</b>	<b>(7,231)</b>	<b>(2,006)</b>	<b>(2,567)</b>	<b>(2,048)</b>
汇率收益/损失	196	473	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>24,692</b>	<b>15,329</b>	<b>16,582</b>	<b>26,149</b>	<b>29,496</b>
<b>年末现金</b>	<b>19,871</b>	<b>20,185</b>	<b>26,149</b>	<b>29,496</b>	<b>33,269</b>

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	0.606	1.926	2.331	2.710	2.862
全面摊薄每股收益	0.606	1.926	2.331	2.710	2.862
每股股息	0.318	1.097	1.168	1.358	1.513
每股账面值	13.015	14.586	14.444	15.797	17.658
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	16.8	16.7	16.9	17.0	17.0
EBIT利润率	4.7	7.7	7.9	7.9	8.0
净利率	2.8	6.2	6.3	6.4	6.4
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	1.6	4.7	5.1	5.5	5.7
ROE	4.7	14.0	16.1	17.9	18.0
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
存货周转天数	111.5	68.7	70.0	70.0	70.0
应收账款周转天数	123.8	71.1	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	261.4	204.6	245.0	245.0	240.0

## 交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
  - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
  - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。