

香港股市 | 汽车行业

中国重汽 (3808 HK)

重卡龙头，海内外双线增长

公司简介

中国重汽拥有 90 多年品牌历史，专注于重型卡车、轻型卡车和核心零部件的研发与生产，旗下经营黄河、豪沃、汕德卡等品牌。凭借强大的自主研发能力，公司已是中国重型卡车龙头企业，2023 年市场份额 24.9%。中国重型汽车集团和德国曼公司分别持有香港上市公司的 51% 和 25% 股权。中国重型汽车集团的实际控制人为山东重工集团和济南国资委。2023 年公司销售 22.7 万辆重卡（内销 42.7%，出口 57.3%），13 万辆轻卡。2023 年总收入 854.9 亿（人民币，下同），同比+43.9%，其中重卡收入 87.5%。2023 年毛利率 16.7%，净利润 53.2 亿，同比+217.9%。

物流需求和以旧换新政策支撑行业复苏

2025 国内经济稳步复苏，从而增加对物流运输的需求。2023 年至今物流业景气指数也始终位于 50% 枯荣线以上，反映行业较高景气度。预计未来物流类重卡仍将成为新增销量的主力来源。油气价差的逐渐扩大，使天然气重卡的运营成本优势显现，其性价比及客户接受度正快速提升，为天然气重卡的发展提供了良好的条件。当前国内国四及以下排放标准的重卡保有量较高，以旧换新政策的实施有望进一步激发市场的增量需求。

重卡出口稳定增长

一带一路国家因当地基础设施建设的持续扩大和物流运输需求的日益增长，对卡车的需求呈现明显的上升态势。中国重汽的出口销量一直领先同业。2023 年，公司出口重卡 12 万辆，同比增长 51.0%，是出口销量最多的企业，约占市场份额 43%。重卡出口销量占比从 2020 年的 11.1% 提升至 2023 年的 57.3%。出口销量抵消了近年国内销量的下滑，磨平了销量的周期性，以及成为推动公司结构性增长的重要亮点。

首予“买入”评级，目标价 27.60 港元

重卡行业正处于复苏初期，叠加出海机遇，预计 2024-2025 年公司重卡销量同比上升 7.7% 和 7.4%，高于行业增速。预计 2024-2025 年公司收入 965.9 亿和 1,059.1 亿元，净利润 60.7 亿和 69.3 亿元。公司维持派息率 50%，股息率约为 5%-6%，属于高息股标的。我们给予 10 倍 2024 年市盈率估值，目标价 27.60 港元，“买入”评级。

风险提示：1) 国内经济复苏不及预期；2) 海外销量低于预期；3) 原材料和汇率波动风险。

首次覆盖：买入

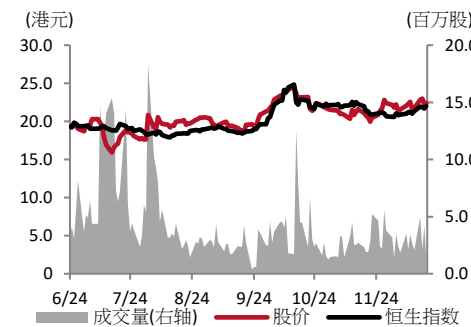
目标价：27.60 港元

股票资料

现价	22.45	港元
总市值	61,984	百万港元
流通股比例	23.9	%
已发行总股本	2,761	百万
52 周价格区间	13.8 - 25.6	港元
3 个月日均成交额	68.8	百万港元
主要股东	中国重型汽车集团	51%

来源：彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

图表 1：主要财务数据 (人民币百万元)

年结:8月31日	FY22 实际	FY23 实际	FY24 预测	FY25 预测	FY26 预测
收入	59,405	85,498	96,593	105,912	111,928
增长率 (%)	(36.4)	43.9	13.0	9.6	5.7
净利润	1,673	5,318	6,070	6,927	7,419
增长率 (%)	(61.3)	217.9	14.1	14.1	7.1
摊薄后每股盈利 (人民币)	0.606	1.926	2.199	2.509	2.687
净资产回报率 (%)	4.7	14.0	14.8	15.5	15.0
市盈率 (倍)	33.7	10.6	9.3	8.1	7.6
市净率 (倍)	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1
股息率 (%)	1.5	4.7	5.4	6.2	6.6
每股股息 (港元)	0.330	1.063	1.213	1.385	1.483

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

分析师

陈怡 (Vivien Chan)

+852 3979 2941

vivien.chan@ztsc.com.hk

目录

投资亮点	3
2024 重卡行业平稳回暖	3
内需逐渐复苏叠加置换需求拉动销量	4
天然气重卡渗透率提升	5
以旧换新报废政策进一步拉动换置需求	5
重卡出口创造行业第二增长曲线	5
公司背景	7
盈利预测与估值	9
收入预测	9
盈利预测	9
资产负债表和现金流稳健	9
估值	10
投资风险	10
消费行业复苏不及预期	10
海外市场需求低于预期	10
原材料价格及汇率波动	10
天然气价格波动	10
历史建议和目标价	13

图表目录

图表 1: 主要财务数据 (人民币百万元)	1
图表 2: 重卡行业销量周期	3
图表 3: 2024 重卡行业销量	3
图表 4: 物流业景气指数	4
图表 5: 规模以上快递业务量 (万件)	4
图表 6: 公路物流运价指数	4
图表 7: 公路货运量 (亿吨)	4
图表 8: 天然气出厂价格指数/柴油批发价格指数	5
图表 9: 天然气重卡销量	5
图表 10: 中国卡车出口量	6
图表 11: 中国重汽重卡出口量	6
图表 12: 2023 年重卡出口量前十大企业	6
图表 13: 中国重汽里程碑	7
图表 14: 中国重汽股权架构	7
图表 15: 中国重汽旗下品牌	8
图表 16: 中国重汽销量、收入预测	9
图表 17: 中国重汽市盈率走势	10
图表 18: 重型卡车同业比较	11
图表 19: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)	12

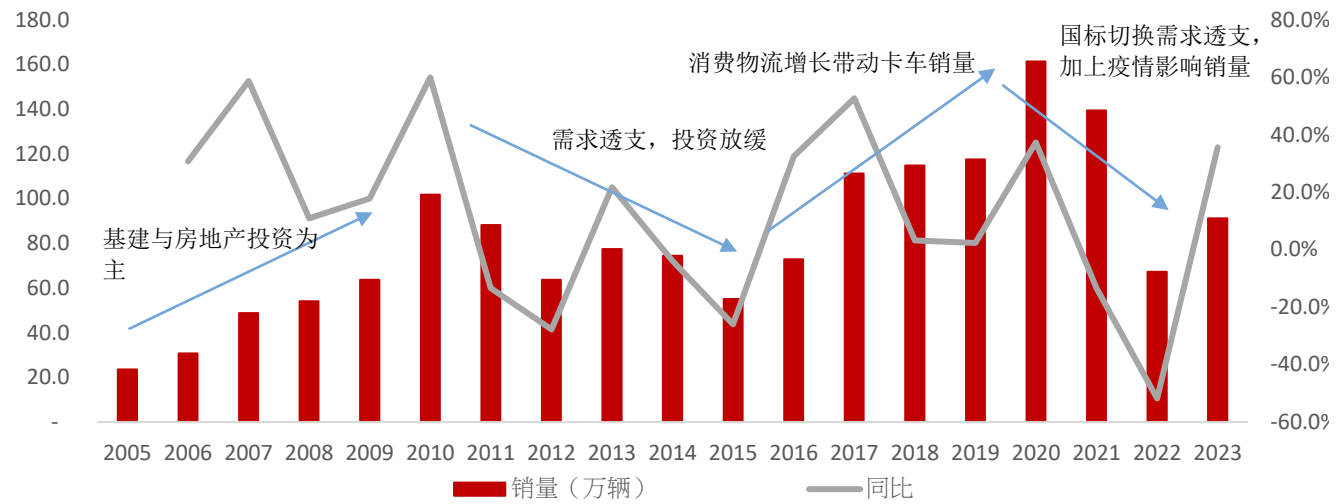
投资亮点

2024 年重卡行业平稳回暖

重型卡车销量增长与 GDP 增长息息相关。按下游应用分为物流类和工程量两大类，分别对应消费和投资需求。回顾中国重卡行业过往两个大周期：第一轮周期，2006-2010 年，国内经济以基建和房地产投资驱动为主。政府更于 2008 年进行四万亿计划宏观刺激，重卡销量在 2010 年见顶。2012 年全球经济危机，需求透支增速放缓，重卡销量持续低迷至 2015 年。第二轮周期，2016 年 8 月开始实行新版国标严治超载，物流公司为满足运力新规定更换高配置轻量化大马力车辆，同时国内社会物流需求保持年化 10% 的增持稳定增长；2020 年国三集中加速淘汰，本轮行业销量见顶；2021 年 7 月国六排放标准正式实施，行业在上半年集中强装国五产品，积累了大量渠道库存导致透支部分 2022 年需求，同时叠加同期疫情影响，重卡销量急速下滑。

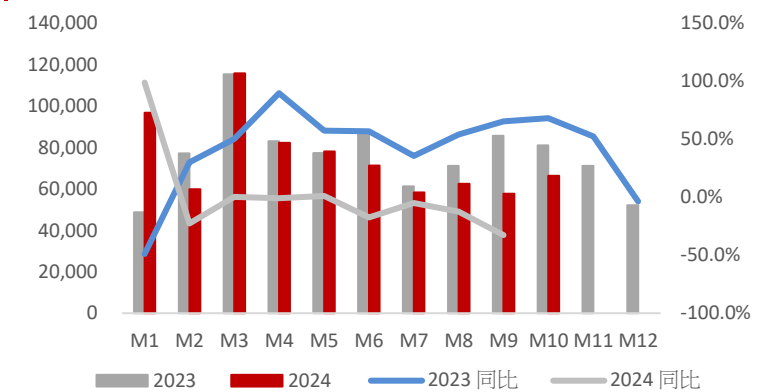
2023 年宏观经济缓慢恢复、出口需求拉动、天然气重卡结构性爆发、2022 年受疫情影响基数较低等因素，2023 年重卡行业实现 91.1 万辆，同比增长 35.6%，明确新一轮周期开启。2024 年 1-10 月重卡行业总销量 75.9 万辆，同比下跌 5.0%，7 月起月销量同比显著下跌，消费者观望新依旧换新政策的实施和细节。

图表 2: 重卡行业销量周期



来源: 万得, 中泰国际研究部

图表 3: 2024 重卡行业销量

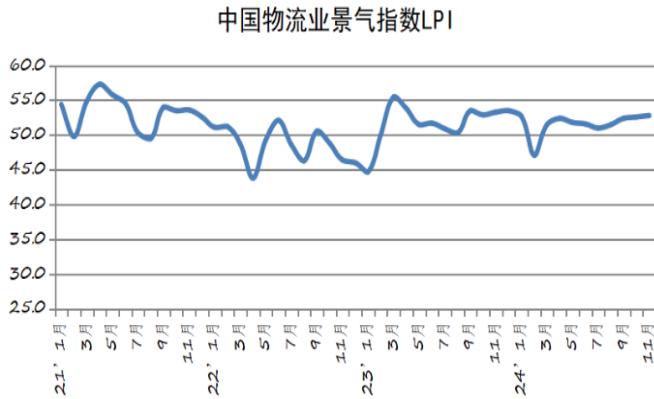


来源: 万得, 中泰国际研究部

内需逐渐复苏叠加置换需求拉动销量

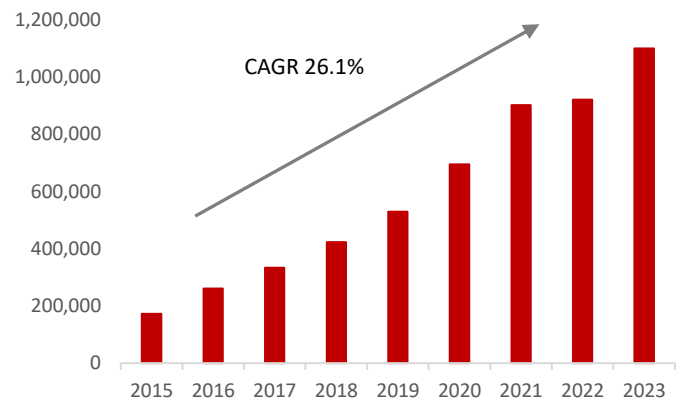
内需增长方面，重卡销量与宏观经济高度相关，呈现强周期性特征。随着宏观经济结构调整，影响销量表现的核心驱动已由房地产和基建主导的工程需求，转变为制造和消费主导的物流需求，整体消费推动的物流需求相对稳定。预计在政府政策的扶持下，消费的复苏将推动货运需求净增长。根据统计数据，2023 年规模上升快递业务量攀升至超过 1,100 亿件，而截止 2024 年 1-10 月，快递业务量更超过 1,400 亿件，同比增长 33.2%，物流业的蓬勃发展为重卡的需求释放提供有力的支撑。2023 年至今物流业景气指数也始终位于 50% 枯荣线以上，反映行业较高景气度。预计未来物流类重卡仍将成为新增销量的主力来源。

图表 4: 物流业景气指数



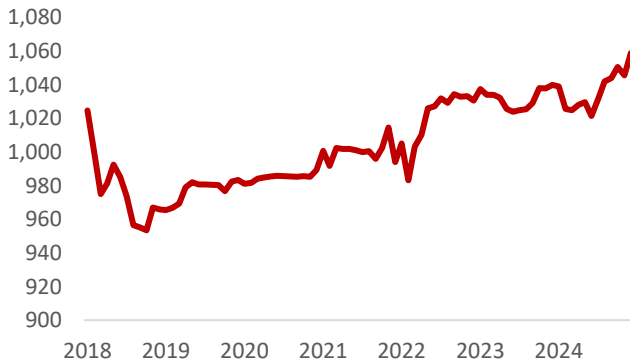
来源: 中国物流与采购联合会, 中泰国际研究部

图表 5: 规模以上快递业务量 (万件)



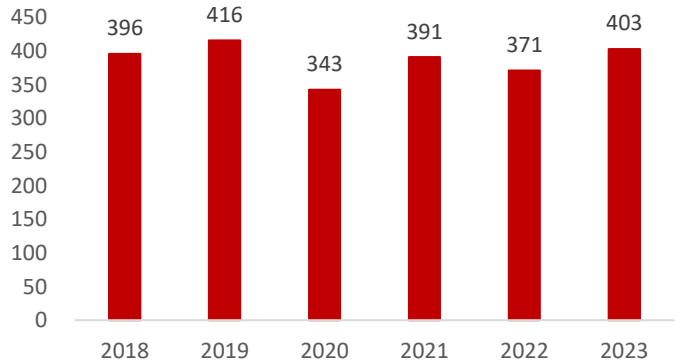
来源: 万得, 中泰国际研究部

图表 6: 公路物流运价指数



来源: 万得, 中泰国际研究部

图表 7: 公路货运量 (亿吨)



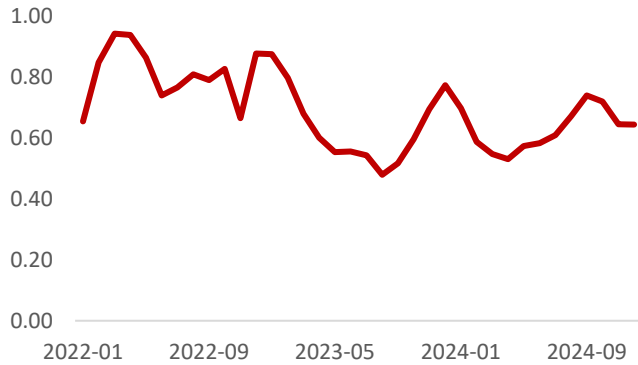
来源: 万得, 中泰国际研究部

置换需求方面，通常情况下，重卡的报废周期约为 8-10 年，考虑到特定使用场景（例如工程车等）、过往超载超限过度利用、技术更新、维修成本增加，都加重了用户的更新意愿，缩短了重卡的生命周期。2023 年中国重卡的保有量约 850 万辆，假设保有量维持不变，重卡行业稳定的年均置换量为 85 万至 100 万辆。上轮周期 2016-2018 年重卡销量增速较快，按前期销量的一定比例形成当期的更新量，可以预计 2024-2026 年自然更新需求逐步释放，拉动重卡销量复苏。

天然气重卡渗透率提升

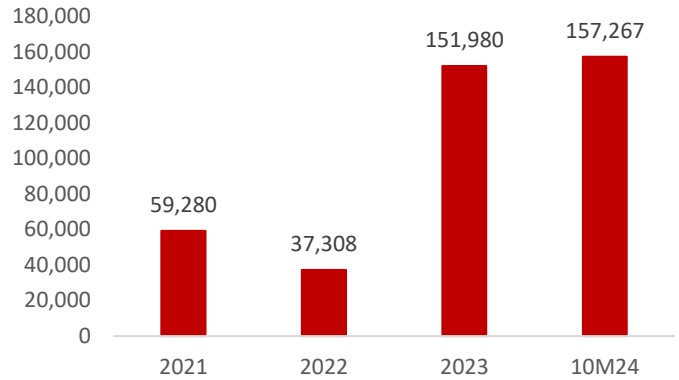
在重卡行业运营成本中，燃料成本占比最大约 35%，其余为路桥费、人工费用以及其他费用。当柴油价格与天然气价格差距加大时，天然气重卡在燃料成本上展现出显著优势。2023 年起柴油和天然气价格差显著拉开，中国天然气重卡销量和渗透率也快速提升，销量从 2022 年的 3.7 万台强劲增长至 2023 年的 15.2 万台，实现近年来的最高销量；2023 年渗透率为 24.8%，同比增长 17 个百分点。2024 年以来，柴油和天然气的差价维持气柴比（天然气出厂价格指数/柴油批发价格指数）大部分时间维持在 0.7 以下，为天然气重卡的销量提供有力支撑。2024 年 1-10 月累计天然气重卡销量已达到 15.7 万台，同比增长 20.3%。

图表 8: 天然气出厂价格指数/柴油批发价格指数



来源: 万得, 中泰国际研究部

图表 9: 天然气重卡销量



来源: 万得, 中泰国际研究部

在天然气重卡领域，公司与潍柴动力强强联合。潍柴动力近年来已经成为重卡发动机龙头企业，2023 年重卡发动机市占率 31.5%。潍柴凭借产品储备的领先优势和产能供给能力，进一步丰富和强化公司的产品组合。2022 年，公司和潍柴联合推出了 T 系列发动机，包括标志性的 WP15T，具备大马力、高端技术配置，为高效物流市场带来具有卓越性能的运输解决方案。潍柴高热效发动机加上中国重汽与曼公司研发的无极 S 动力链，打造行业独有整车优化匹配，实现 1+1>2 的效果，产品拥有高经济性和比同类产品耗能更低的优势，可持续降低客户使用成本。

以旧换新报废政策进一步拉动换置需求

2024 年 7 月，交通运输部、财政部发布《关于实施老旧营运货车报废更新的通知》，对提前报废国三及以下排放标准营运柴油货车、提前报废并新购国六排放标准货车或新能源货车、仅新购符合条件的新能源货车，分档予以补贴，期限至 2024 年末。若提前报废国三并购置符合要求的新车，中卡单车可补贴 3.5-6.0 万元，重卡单车可补 5.2-14.0 万元。根据卡车之家估算，2024 年 7 月，全国还有国三重卡约 44 万辆，假设政策能够拉动存量国三重卡在 2024 年置换 10-20%，则对应销量增量为 4-9 万辆。

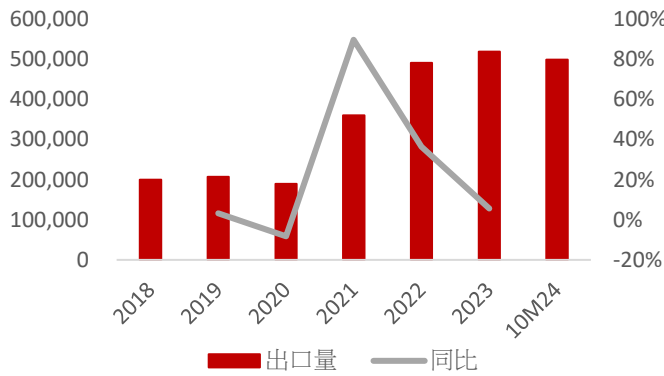
重卡出口创造行业第二增长曲线

根据海关总署的统计数据，2023 年中国卡车出口量为 51.9 万辆，2020-2023 年复合增长率为 39.9%。出口重点以“一带一路”国家为主，包括俄罗斯、智利、菲律宾、沙特、越南等。其中非洲、中东及独联体国家因当地基础设施建设的持续扩大和物流运输需求的日益增长，对卡车的需求呈现明显的上升态势。同时，全球大宗商品价格维持在高位运行，带动了资源开采的需求，进一步拉动了工程型卡车的出口销量。

中国重汽方面，得益于公司较早期开始布局海外市场，中国重汽的出口销量一直领先同业。重卡出口格局集中度较高，2023 年全国重卡出口约 27.6 万辆，前五大出口企业占比 96.6%。根据卡车网数据，2023 年，公司出口重卡 12 万辆，同比增长 51.0%，是出口销量最多的企业，约占市场份额 43%。重卡出口销量占比从 2020 年的 11.1% 提升至 2023 年的 57.3%。出口销量抵消了近年国内销量的下滑，磨平了销量的周期性，以及成为推动公司结构性增长的重要亮点。

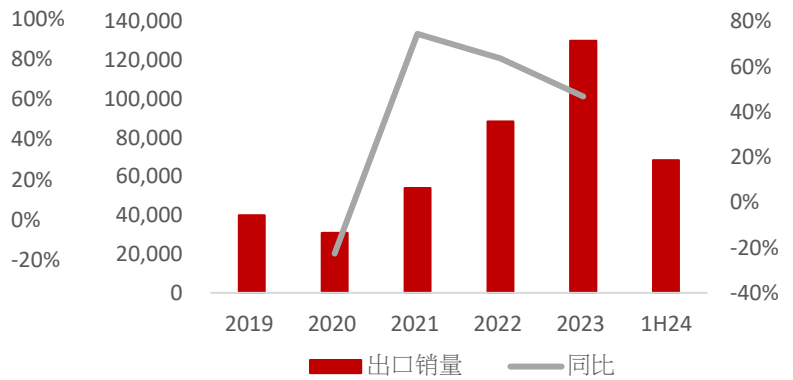
公司近年加速开拓高端市场，根据应用场景和市场需求制定相应策略，实现了高端产品在墨西哥、沙特、澳大利亚等欧美品牌传统优势市场的突破。公司还在传统优势市场导入更加具有竞争力的新产品，不断完善产品组合和配置。另外，截止 2023 年底，公司在 110 多个国家和地区建立营销网络超过 200 家，建立了 26 个境外合作部件生产工厂，形成了基本覆盖非洲、中东、南美、金砖国家、澳大利亚、爱尔兰等国家和主要新兴经济体。

图表 10: 中国卡车出口量



来源: 万得, 中泰国际研究部

图表 11: 中国重汽重卡出口量



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 12: 2023 年重卡出口量前十大企业

排名	企业	2023 年出口销量 (辆)	2022 年出口销量 (辆)	2023 年同比%
1	中国重汽	120,584	79,875	51.0%
2	陕汽集团	56,499	34,282	64.8%
3	一汽解放	44,817	21,415	109.3%
4	北汽福田	19,945	16,397	21.6%
5	东方汽车	16,390	10,326	58.7%
6	上汽红岩	4,605	2,637	74.6%
7	江淮重卡	3,996	2,623	52.4%
8	徐工汽车	3,673	3,384	85.4%
9	大运重卡	3,278	2,202	48.8%
10	安徽华菱汽车	1,346	906	48.5%
前十家总量		275,133	174,044	58.1%
行业		27,600	17,500	58.0%

来源: 中国卡车网, 中泰国际研究部预测

公司背景

中国重汽（香港）有限公司（公司）的前身是济南汽车制造厂，始建于 1930 年，在 1960 年生产了中国第一辆重型卡车。在之后的半个世纪里，公司进行了重组、引进国外先进技术和产品、于沃尔沃集团合作建厂等逐步形成现时重卡行业龙头企业。目前，公司主要研发、生产和销售各种重型卡车、中卡、轻卡、特种车、专用车、发动机、变速箱、车桥等零部件。拥有黄河、汕德卡、豪沃等全系列商用车品牌。

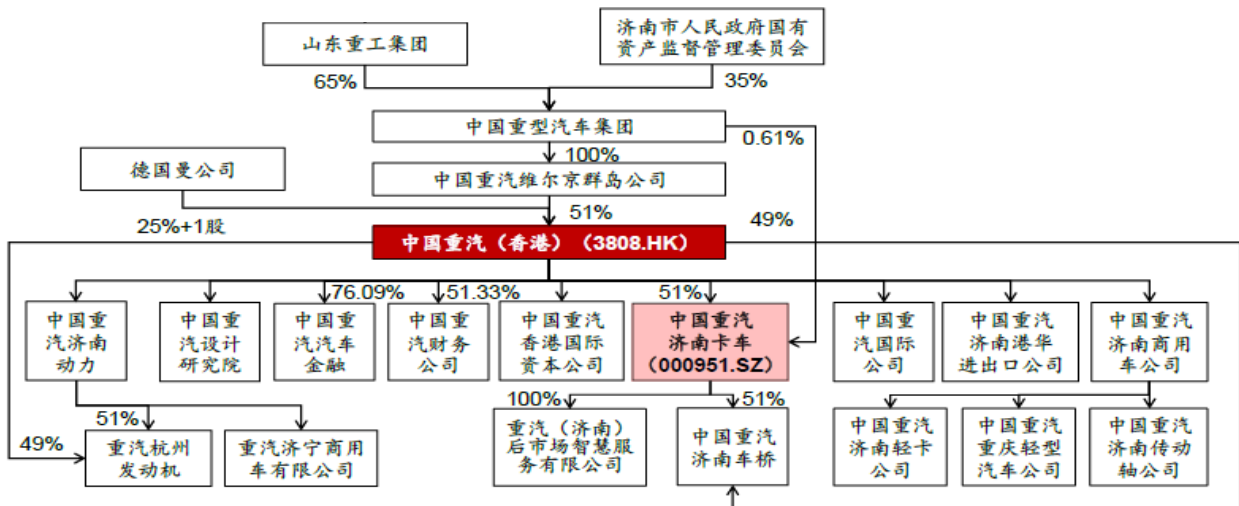
图表 13：中国重汽里程碑

年份	发展历程
1930	济南汽车造车厂成立（中国重汽前身）
1960	中国第一辆重型卡车下线，黄河牌八吨载货汽车，结束了中国不能生产重型汽车的历史
1983	引进奥地利斯太尔重型汽车制造技术
1990	联合及重组其他相关业务实体，集团更名为中国重汽集团
2000	集团分别下放到山东省、陕西省、重汽市管理，主体部分下放到山东管理，保留“中国重汽”名称
2003	中国重汽与沃尔沃重型卡车成立合作公司
2004	经深圳证券交易所核准，山东小鸭电器股份有限公司变更为“中国重型汽车集团济南卡车股份有限公司”，简称由“小鸭电器”变更为“中国重汽（000951 CH）”
2005	集团与沃尔沃合作的豪沃品牌重卡上市
2007	中国重汽集团以红筹形式在香港主板上市
2009	中国重汽（香港）与德国曼公司正式签约，在资本、技术、产品市场等方面实施战略合作
2013	中国重汽与德国曼公司合作的 SITRAK（汕德卡）品牌正式启动
2014	集团与尼日利亚 DANGOTE 集团签署战略合作协议
2018	谭旭光被任命为集团党委书记、董事长
2019	集团发布搭载潍柴机斯太尔产品，以及发布搭载潍柴机豪瀚产品
2020	集团推出高端名族自主品牌“黄河”重卡

来源：公司资料，中泰国际研究部

中国重型汽车集团持有中国重汽（香港）有限公司 51% 股权，德国曼公司持有 25% 股权。中国重型汽车集团的实际控制人为山东重工集团有限公司和济南市国资委。公司是中国重汽 A 股（00951 CH）的第一大股东，持有 51% 股权。

图表 14：中国重汽股权架构



来源：公司资料，中泰国际研究部

2009 年，公司与德国曼 (MAN) 公司达成战略合作，曼公司投资 5.6 亿欧元，通过子公司参股 25%+1 股，成为重要股东。公司拥有独家许可权，引进曼公司的 TGA 卡车及三款 D 系列符合欧 III、欧 IV、欧 V 排放标准的发动机等先进技术。此后，公司于 2011 年推出与曼公司联合创造的高端重卡品牌汕德卡，定位高端市场，主打替代进口产品。通过与 MAN 的合作，公司在重卡和发动机开发方面的整体技术得到了提升。

图表 15: 中国重汽旗下品牌

品类	品牌	
重卡	 黄河	定位为干线物流运输打造的高端旗舰产品，是民族重卡的创新技术引领者
	 SITRAK 汕德卡	是 2009 年中国重汽与德国曼恩公司联合创造的高端重卡品牌，涵盖了牵引车、载货车、工程车以及各类专用车，车型种类齐全
	 HOWO 豪沃	核心重卡品牌之一，车型覆盖牵引车、载货车、自卸车、搅拌车、专用车等全部细分领域，成为国内产品最多、品系最全的商用车品牌
	 重汽成都 SINOTRUK CHENGDU	中国重汽成都商用车以豪沃 V 系平台为基础，全新打造的中高端中重卡品牌，除传统燃油车型外，重汽成都已完成全系列、全场景应用的新能源产品布局，包括 NG 类清洁能源、纯电动、氢燃料、混合动力、甲醇增程等多种燃料类型
轻卡	 HOWO 豪沃轻卡	作为中国轻卡行业的领导品牌，主要包含悍将、统帅两大产品系列，深度覆盖冷链、绿通、快递快运等多个运输场景
	 重汽王牌 SINOTRUK KING	中国重汽成都商用车专为工程建设、物流运输打造的中高端轻卡品牌，拥有 V1、V2、V3 三大产品系列，涵盖自卸车、载货车、纯电动、氢燃料、混合动力以及各类专用车
	 重汽豪曼 HOMAN-CN	致力于为用户提供综合物流运输解决方案。产品涵盖了载货车、自卸车、专用车、新能源等多个种类
新能源	 蓝立方	打造以纯电、混动、氢能三大动力为主的产品
专用车	 LUYE 重汽济专	产品系列已经涵盖环卫类、冷藏保温类、危化品类、工程类、特殊作业类等品系十几个系列二百多种专用车产品
	 青岛重工 KEYTRANS	产品涵盖了自卸类、建筑类、环卫类、物流类多个系列 300 多个品种的重型工程车、专用车、特种车等，以及 50 多个品种的重型自卸车液压举升系统等关键总成零部件
	 五星	包含专用汽车、特种汽车、特种装备三大类产品，主要为自卸车、特种车底盘、消防车、挂车等
	 重汽华威 SINOTRUK HUAWIN VEHICLE	产品包含：自卸车、罐式车、厢式车、仓栅车、环卫车、随车吊、工程维修车、洗扫车、清障车、高空作业车、粉粒物料车、水泥搅拌车等 300 多个品种
	 运力	主要产品为各类专用汽车及专用设备，包括罐式车系列、自卸车系列、半挂系列、环卫车系列、农牧系列和除雪车系列等六大类
轻型汽车	 中国重汽 轻型汽车	产品涵盖高端皮卡、SUV、VAN 等多系列车型，覆盖纯电动、燃油等能源形式

来源：公司资料，中泰国际研究部

盈利预测与估值

收入预测

2024 年 1-10 月中国重卡累计销量 75 万，同比下降约 5%。主要是由于 7 月后终端用户等待以旧换新政策的操作细节以及地方政府的实施政策出台。我们预计 2025 年会有更多地方性的报废更新办法出台，将有利于提升重卡销量。预计 2024 年整体行业重卡销量于 2023 年持平，2025 年销量增至月 92 万辆，同比增长 2%左右。

作为行业龙头，我们预测公司在 2024-2025 年期间重卡销量分别为 24.4 万和 26.1 万辆，同比增长 7.6%和 6.9%；轻卡销量分别为 10.8 万和 11.7 万辆，同比增长 12.5%和 8.0%，主要得益于国内重卡需求复苏（尤其是由新能源重卡带动）和海外对重卡的需求增加。公司重卡市场份额提升至 26.8%和 28.1%，同比提升 1.9 个百分点和 1.3 个百分点。预计 2024-2025 年公司出口销量平稳增加 5%和 6%至 13.7 万和 14.5 万辆，出口占比为 55.9%。

重卡价格方面，由于公司新推出汕德卡品牌和黄河品牌的高端产品，产品结构优化推动均价上升。另外，海外产品的高端化进展良好，进一步带动整体重卡均价上升。

我们预计 2024-2025 公司的总收入为 965.9 亿/1,059.1 亿元，同比增长 13.0%/9.6%。重卡和轻卡占总收入 86.4%和 11.6%。

盈利预测

我们预计，中国重汽在与潍柴和曼公司的合作，以及自身深厚的技术储备下，加上出口销量占比逐步提高，产品结构走向高端化，未来毛利率有望逐步改善。我们预测 2024-2025 的毛利率分别为 16.2%和 16.8%。在经济效应作用扩大下，加上有效成本管控下，销量费用率将压缩至 4.4%-4.6%；行政费用率将下降至 5.1%-5.2%水平，并带动经营利润率从 2023 年的 7.8%提升至 2024-2025 年的 8.0%和 8.3%。我们并预测公司 2024-2025 年净利润分别为 60.7 亿和 69.3 亿，同比增长 14.1%和 14.1%。

资产负债表和现金流稳健

公司资产负债表多年来维持稳健。2023 年底公司有息负债 50.5 亿，负债率 12.5%，账上现金 201.9 亿元。在现金流方面，除了 2021 年公司录得运营现金净流出外，公司一直保持正运营现金流。我们预测 2024-2025 年，运营现金流 83.7 亿和 91.7 亿。

图表 16：中国重汽销量、收入预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销量（辆）					
重卡	157,756	226,999	244,496	262,678	269,872
国内	69,231	96,938	106,632	115,162	110,556
出口	88,525	130,061	137,865	147,515	159,316
轻卡	80,056	96,567	108,638	117,329	129,062
收入（人民币百万）					
重卡	49,780	74,831	83,447	90,818	94,705
轻卡	7,590	8,828	11,222	13,090	15,118
发动机	754	620	558	502	452
金融	1,281	1,220	1,366	1,503	1,653
总收入	59,405	85,498	96,593	105,912	111,928

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

估值

我们选取港股和 A 股重卡同业和机械公司作为估值可比公司，2025 年市场平均市盈率估值约为 9.8 倍。考虑到公司是港股重卡行业中的龙头公司和优质标的；公司的运营稳健，海外销量提升可抵消部分国内工程产品需求放缓的影响，体现业务的强韧性，并带动净利润提升，以及预计未来新能源重卡的需求仍然强劲，中国重汽市场占有率有望进一步提升。公司派息率 50%，股息 5%-6%。我们给予公司 2025 年 10 倍市盈率估值，目标价为 27.6 港元，首次覆盖给与“买入”评级。

图表 17: 中国重汽市盈率走势



来源：彭博，中泰国际研究部

投资风险

消费行业复苏不及预期

近年物流行业重卡需求增长高于工程重卡。如果消费复苏缓慢或不及预期，影响物流重卡的需求

海外市场需求低于预期

公司出口销量占总销量的 57%，出口的高端产品毛利率较高，海外需求波动对公司销量和营收影响较大。

原材料价格及汇率波动

主要原材料钢材、铝材、铝合金等原材料的价格波动汇兑公司利润产生影响。人民币兑外汇的汇率波动会影响公司出口产品的收入。

天然气价格波动

天然气价格上涨以及油价下跌将导致汽油比上升，将影响天然气重卡的销量。

图表 18: 重型卡车同业比较

公司	代码	股价(当地货币)	市值 (百万美元)	3 个月平均			每股盈利增 长 Y1(%)	每股盈利 增长 Y2(%)	历史股息 率 (%)	市帐率 FY0 (x)	市帐率 FY1 (x)	EV/EBITDA FY1	ROE FY0 (%)	ROE FY1 (%)	
				成交量 (百万美元)	市盈率 FY0 (x)	市盈率 FY1 (x)									市盈率 FY2 (x)
中国重汽	3808 HK	22.50	7,973	8.9	10.6	9.3	8.2	14.1	14.1	4.7	1.4	1.4	5.5	14.0	14.8
潍柴动力	2338 HK	11.62	15,823	24.3	10.6	8.5	7.3	24.9	16.6	6.2	1.1	1.1	5.9	13.3	13.2
中联重科	1157 HK	5.77	2,055	3.4	8.0	7.3	6.2	10.3	17.2	3.8	1.2	1.1	6.6	15.4	15.8
中国龙工	3339 HK	1.46	8,258	12.4	12.6	11.8	9.3	7.1	27.3	5.9	0.8	0.8	15.9	6.9	7.1
柳工机械	000528 CH	11.33	815	1.2	9.2	7.4	6.9	23.3	8.1	5.4	0.6	0.6	3.1	8.1	7.7
江苏苏美达	600710 CH	9.31	3,096	54.2	25.5	14.4	10.6	77.2	35.5	1.8	1.3	1.3	16.2	8.0	8.8
三一重工	600031 CH	17.02	1,676	22.1	11.8	10.7	9.7	10.4	9.9	3.5	1.6	1.6	3.8	16.0	14.9
徐工集团	000425 CH	8.20	19,866	194.7	31.8	23.3	18.0	36.9	28.8	1.3	2.0	2.0	18.0	7.7	8.6
潍柴动力	000338 CH	13.79	13,345	111.8	18.2	14.7	11.6	24.0	27.1	2.2	1.6	1.6	14.1	10.1	11.0

来源: 彭博, 中泰国际研究部

图 19: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

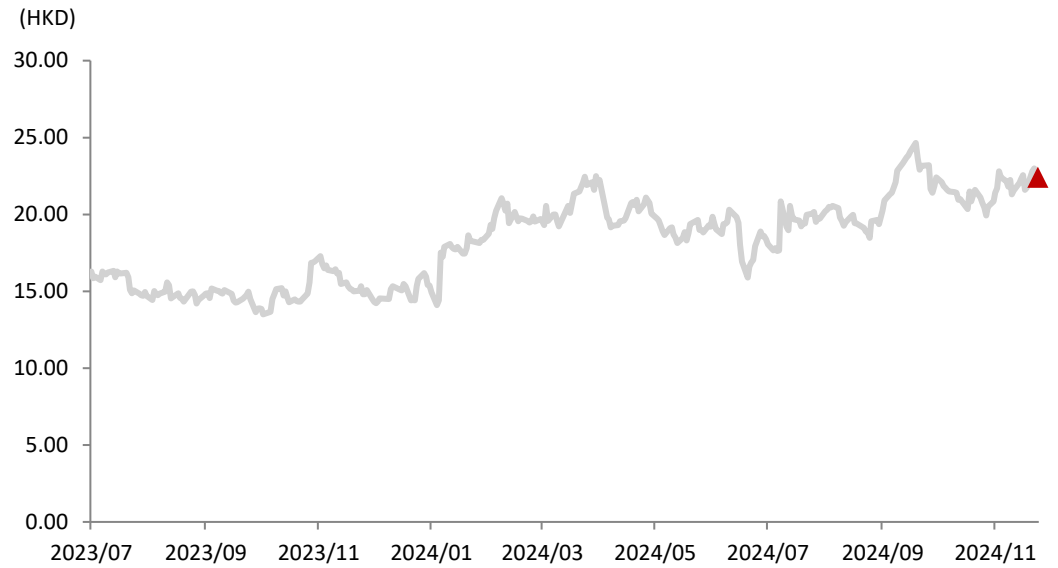
利润表	FY22 实际	FY23 实际	FY24 预测	FY25 预测	FY26 预测	资产负债表	FY22 实际	FY23 实际	FY24 预测	FY25 预测	FY26 预测
营业收入	59,405	85,498	96,593	105,912	111,928	固定资产	16,344	16,884	18,410	20,196	22,106
同比%	(36)	44	13	10	6	无形资产及商誉	301	221	177	138	89
成本	(49,399)	(71,263)	(80,945)	(88,119)	(92,677)	联营公司及合营	1,929	2,018	2,127	2,246	2,378
毛利润	10,007	14,236	15,648	17,793	19,252	长期投资	2,315	2,260	3,364	4,520	4,328
毛利率	16.8%	16.7%	16.2%	16.8%	17.2%	其他非流动资产	4,802	13,336	13,336	13,336	13,336
其他收益	1,435	1,131	1,288	1,444	1,417	非流动资产	25,691	34,719	37,413	40,437	42,237
销售及分销成本	(2,874)	(4,002)	(4,250)	(4,872)	(5,373)	库存	13,502	13,338	15,302	16,900	18,281
行政成本	(4,870)	(4,669)	(4,926)	(5,507)	(5,820)	应收帐款	16,230	17,078	21,171	24,084	27,599
研发成本	0	0	0	0	0	预付款项及存款	18,480	17,019	19,222	21,077	22,274
其他运营开支	(351)	(65)	(48)	(53)	(56)	其他流动资产	11,868	19,446	19,446	19,446	19,446
总运营开支	(8,095)	(8,736)	(9,225)	(10,432)	(11,249)	现金	19,871	20,185	20,900	25,223	25,217
营运利润 (EBIT)	3,346	6,630	7,712	8,805	9,420	流动资产	79,951	87,067	96,042	106,730	112,817
营运利润率	5.6%	7.8%	8.0%	8.3%	8.4%	应付帐款	33,271	46,624	52,115	56,734	59,669
拨备	(419)	171	0	0	0	税项	480	216	1,151	1,315	1,407
财务成本	(10)	(29)	(37)	(41)	(39)	预提费用/其他应付款	22,232	19,063	21,540	23,618	24,960
融资后利润	2,918	6,772	7,674	8,764	9,381	银行贷款和租赁	3,894	4,909	5,502	6,002	5,002
联营及合营公司	(23)	111	128	141	155	可转债和其他债务	0	0	0	0	0
税前利润	2,895	6,883	7,802	8,904	9,536	其他流动负债	1,537	1,718	1,718	1,718	1,718
所得税	(958)	(1,056)	(1,151)	(1,315)	(1,407)	流动负债	61,415	72,530	82,027	89,387	92,756
少数股东权益	(265)	(509)	(581)	(663)	(710)	银行贷款和租赁	0	143	151	151	16
净利润	1,673	5,318	6,070	6,927	7,419	可转债和其他债务	560	643	643	643	643
同比%	(61)	218	14	14	7	递延所得税及其他	635	509	509	509	509
核心净利润率	2.8%	6.2%	6.3%	6.5%	6.6%	少数股东权益	7,097	7,688	8,269	8,932	9,642
EBITDA	4,696	7,889	8,917	10,032	10,716	非流动负债	8,293	8,983	9,572	10,235	10,810
EBITDA 利润率	7.9%	9.2%	9.2%	9.5%	9.6%	总净资产	35,935	40,272	41,856	47,544	51,488
每股盈利 (人民币)	0.606	1.926	2.199	2.509	2.687	股东权益	35,935	40,272	41,856	47,544	51,488
增长率%	(61)	218	14	14	7	股本	16,717	16,717	16,717	16,717	16,717
每股股息 (港元)	0.330	1.063	1.213	1.385	1.483	储备	19,218	23,555	25,139	30,827	34,771

现金流量表	FY22 实际	FY23 实际	FY24 预测	FY25 预测	FY26 预测	主要财务比率	FY22 实际	FY23 实际	FY24 预测	FY25 预测	FY26 预测
EBITDA	4,696	7,889	8,917	10,032	10,716	毛利率 (%)	16.8	16.7	16.2	16.8	17.2
营运资金变动	6,359	3,940	(291)	332	(1,818)	营业利润率 (%)	5.6	7.8	8.0	8.3	8.4
其他	382	747	0	0	0	净利率 (%)	2.8	6.2	6.3	6.5	6.6
经营活动现金流	11,436	12,576	8,626	10,364	8,898	销售/分销成本占收入百分比	4.8	4.7	4.4	4.6	4.8
已付利息	(16)	(21)	(37)	(41)	(39)	行政成本占收入	8.2	5.5	5.1	5.2	5.2
所得税	(521)	(1,186)	(216)	(1,151)	(1,315)	派息率	49.5	50.2	50.2	50.2	50.2
经营活动净现金	10,900	11,368	8,372	9,172	7,544	有效税率 (%)	32.8	15.6	15.0	15.0	15.0
资本支出	(1,451)	(2,548)	(2,898)	(3,177)	(3,358)	总负债比率 (%)	10.8	12.5	13.5	12.9	9.7
投资	(17,600)	(9,241)	(1,215)	(1,315)	0	净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
已收股息	9	16	19	21	23	流动比率 (x)	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
资产出售	232	711	0	0	0	速动比率 (x)	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
已收利息	138	208	322	361	395	库存周转率 (天)	100	68	69	70	72
其他	55	(205)	0	0	0	应收账款周转率	100	73	80	83	90
投资活动现金流	(18,618)	(11,059)	(3,772)	(4,110)	(2,940)	应付账款周转率	246	239	235	235	235
自由现金流	(7,718)	309	4,600	5,061	4,604	现金周转率 (天)	(46)	(98)	(86)	(82)	(73)
发行股份	0	0	0	0	0	资产周转率 (x)	0.6	0.8	0.8	0.8	0.7
股份回购	0	0	0	0	0	财务杠杆 (x)	3.0	3.0	3.1	3.1	3.1
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBIT 利润率 (%)	5.6	7.8	8.0	8.3	8.4
已付股息	(1,729)	(859)	(4,487)	(1,238)	(3,475)	利息开支 (x)	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
银行贷款变动净额	0	410	601	500	(1,135)	税务开支 (x)	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8
其他	(107)	(22)	0	0	0	股本回报率 (%)	4.7	14.0	14.8	15.5	15.0
筹资活动现金流	(1,836)	(471)	(3,885)	(738)	(4,610)	ROIC (%)	10.6	18.6	19.4	20.7	20.4
现金变动净额	(9,554)	(162)	715	4,323	(6)						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

中国重汽 (3808 HK) 股价表现及评级时间表



来源: 彭博, 中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	13-12-2024	HK\$22.45	买入	HK\$27.60

来源: 彭博, 中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格, 与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准;

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上 至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布后 12 个月内的行业基本面展望为基准;

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港上环德辅道中 189 号李宝椿大厦 6 楼

电话：（852）3979 2886

传真：（852）3979 2805