

# 中集车辆（1839.HK）：灯塔工厂照亮高端之路

## ——中集车辆系列报告之（二）

2020年06月03日

推荐/维持

中集车辆 公司报告

中集车辆是全球半挂车龙头。近年公司首创“灯塔工厂”的制造模式，有望显著降低成本、提升管理水平。此外，一些国标的陆续实施将提升挂车行业门槛，促使行业格局集中化，公司作为龙头有望继续领跑市场。

“灯塔工厂”模式通过集中制造降低成本。在该模式中，将大多数制造工艺环节集中到少数规模大、设施完善的“灯塔工厂”进行，在贴近终端的卫星工厂中仅进行最后的装配环节。而目前在挂车行业的普遍模式是在贴近需求的地点建设大量的小型工厂，每个工厂进行冲压到组装的全套工艺。相比传统模式，“灯塔工厂”有望通过集中自动化来降低成本，增强零部件采购的议价能力，同时提升管理水平。

以 GB7258-2017 为代表的一些新国标将明显提升挂车行业门槛，行业格局有望从目前的极度分散走向集中。中集车辆作为行业龙头，有望在产品的升级的过程中把握主动权，在一些中高端产品方面取得先发优势。

非洲猪瘟、新冠疫情的蔓延将推动国内家畜、家禽行业由活畜、活禽运输转变为冷鲜肉运输，冷藏车需求将会大幅增长。中集车辆在冷藏车等中高端车方面有明显优势，我们推测未来数年该业务将明显跑赢物流行业增速。

**盈利预测及评级：**预计中集车辆 2020/2021/2022 年营业总收入分别达到 236/246/264 亿元（人民币，下同）。预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别达到 12.3/13.8/17.1 亿元，EPS 分别为 0.7/0.78/0.96 元。本次利润预测相比前次下调 1% 左右，主要是考虑到海外疫情的延续。公司当前股价对应 2020/2021/2022 年 PE 为 7.9/7.0/5.7x，当前估值没有反映公司未来现金流的成长性。我们给予公司 2020 年 10xPE 估值，维持“推荐”评级。

**风险提示：**冷链需求低于预期；原材料价格大幅上涨；全球化发生根本逆转。

### 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	24,168	23,220	23,611	24,579	26,357
增长率(%)	24.79%	-3.92%	1.68%	4.10%	7.24%
归母净利润(百万元)	1,143	1,211	1,230	1,380	1,701
增长率(%)	18.57%	5.95%	1.60%	12.13%	23.28%
净资产收益率(%)	15.26%	12.42%	11.46%	11.65%	12.89%
每股收益(元)	0.65	0.69	0.70	0.78	0.96
PE	8.50	8.02	7.89	7.04	5.71
PB	1.22	1.00	0.90	0.82	0.74

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

### 公司简介：

公司是全球半挂车行业的领导者，主要从事半挂车及专用车上装的制造及销售。中集车辆已在中国、北美、欧洲及其它地区（覆盖其它 40 多个国家）营销及销售各种半挂车及上装，并且在全球拥有 31 个制造及组装厂。

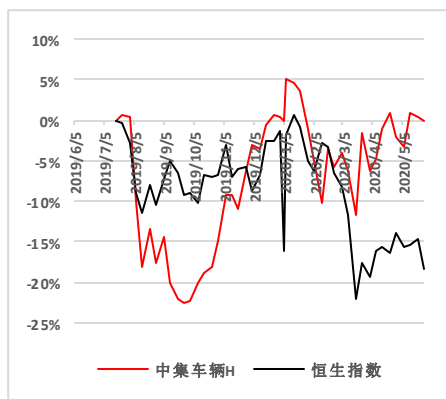
### 发债及交叉持股介绍：

中集集团（000039.SZ）直接持有本公司 37.67% 可流通股，通过子公司持有本公司 16.15% 可流通股

### 交易数据

52 周股价区间（港元）	4.00-6.60
总市值（亿港元）	107
流通市值（亿港元）	34.17
总股本/流通 A 股（万股）	176,500/0
流通 B 股/H 股（万股）	0/176,500
52 周日均换手率	0.25%

### 52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

### 分析师：刘一鸣

021-25102862

liu\_y\_m@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520050003

### 研究助理：张觉尹

021-25102862

zhangjueyin@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070035

## 目 录

1. 模式创新，灯塔工厂提升制造效率 .....	3
2. 格局演变，新国标推动挂车集中度上升 .....	5
3. 盈利预测及估值 .....	7
4. 风险提示 .....	8

## 插图目录

图 1： 灯塔工厂模式与传统制造模式对比 .....	3
图 2： 仓栅式半挂车 .....	5
图 3： 箱式半挂车 .....	5
图 4： 货车用鼓式制动器 .....	6
图 5： 货车用盘式制动器 .....	6

## 表格目录

表 1： 中集车辆灯塔工厂一览 .....	4
表 2： 中集车辆 2019 年对灯塔工厂的投资一览 .....	4
表 3： GB7258 对盘式制动器的强装要求 .....	5
表 4： 国内半挂车市场预测 .....	6
表 5： 中集车辆中国半挂车（不含冷藏）业务预测 .....	7

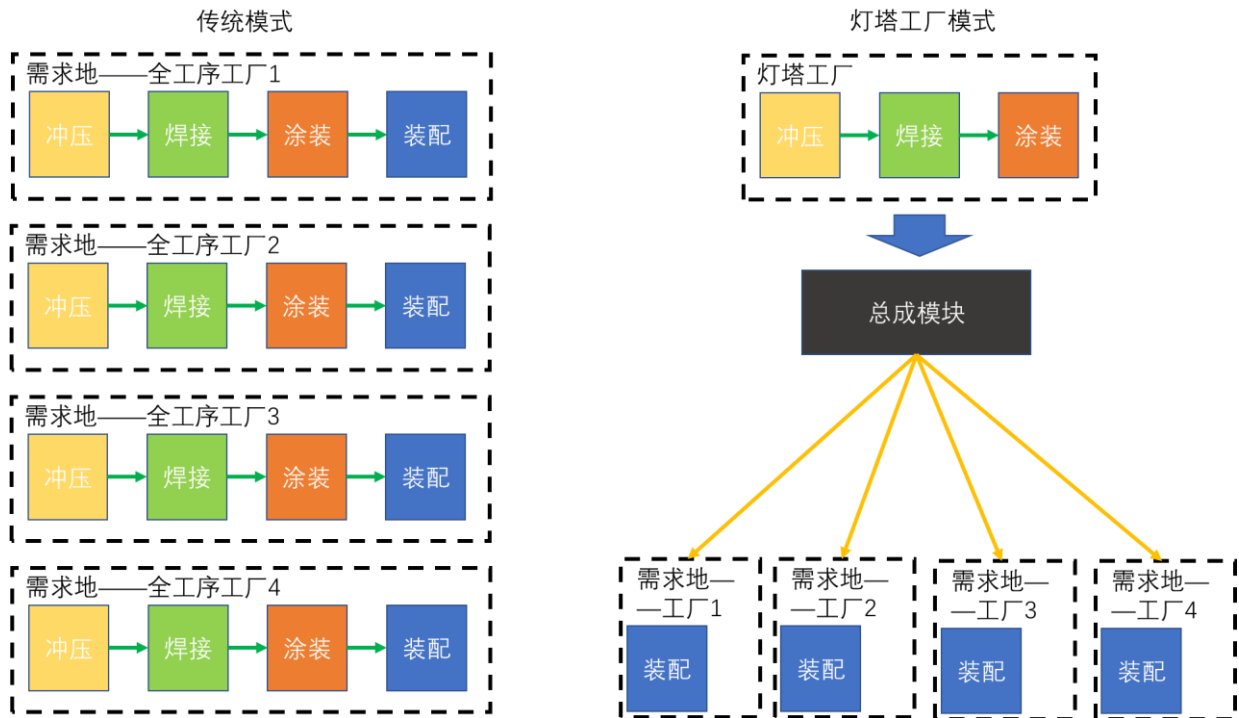
## 1. 模式创新，灯塔工厂提升制造效率

中集车辆在国内半挂车制造行业首创了“灯塔工厂”模式，集中优质制造资源，批量处理订单中产品共性多、共用零件多的部分，有望大幅降低成本。

与乘用车制造行业不同，国内半挂车制造商普遍在重点客户区域去分散设立“全工艺工厂”，制造效率较低。所谓全工艺工厂指的是从原材料、外购零部件开始，沿着“冲压-焊接-涂装-装配”的汽车行业传统工艺链，一步一步制成整车。由于国内半挂车需求较为分散，制造商往往需要在国内多地设立此类工厂，规模效应很差。此外由于需要设立多个工厂，且定制化生产较多，制造商无法承担把每个工厂进行自动化改造的成本。因此，国内半挂车制造行业长期以来自动化程度很低。

中集车辆的“灯塔工厂”与模块化相结合，可明显降低成本。这种模式下，公司在少数核心工厂通过冲压-焊接-涂装等工艺制成模块，最后仅在各地的卫星工厂进行装配工作。由于不需要在各地分别建设冲压、焊接和涂装的产能，这种模式可以节省大量用地和设备成本。原材料在灯塔工厂集中采购，使得公司面对供应商的议价能力也较高。同时，公司可以在灯塔工厂集中资金和人员优势进行大规模的自动化改造以进一步提升生产力。

图1：灯塔工厂模式与传统制造模式对比



资料来源：公司招股书；东兴证券研究所

我们认为中集车辆的灯塔工厂在全国布局完毕后，在行业中将取得的竞争优势包括：

- 更低的制造成本：除装配工艺外的制造自动化程度都将提升
- 更好的品牌效应：统一制造的模式将有助于公司打造家族式设计，提升产品辨识度，增加用户粘性

➤ 更好的质量保证：把多数工艺集中到少数大型工厂，有助于贯彻质量体系

中集车辆已在全国布局十余个灯塔工厂，覆盖半挂车、冷藏车箱体及专用车上装，并在美国建设2个半挂车灯塔工厂以获得规模效益。

**表1：中集车辆灯塔工厂一览**

工厂名称	主要产品			设计年产能/辆
	专用车上装	半挂车	冷藏车厢体	
东莞工厂		骨架车、平板车、侧帘半挂车		20,000
江门工厂	搅拌车上装	罐式半挂车		3,000
深圳工厂	城市渣土车上装	平板车、侧帘半挂车、厢式半挂车		15,000
驻马店工厂	城市渣土车上装	骨架车、平板车、侧帘半挂车		20,000
扬州工厂	专用车上装（在建）	骨架车、平板车、侧帘半挂车、罐式半挂车		14,500
洛阳工厂	专用车上装（在建）	罐式半挂车		4,000
芜湖工厂	搅拌车上装	罐式半挂车		8,000
青岛冷藏半挂车厂		冷藏半挂车		5,000
镇江冷藏半挂车厂		厢式半挂车、冷藏半挂车		3,000
济南工厂			（在建）	4,000
镇江工厂			（在建）	8,000
西安工厂	城市渣土车上装			5,000
美国特伦顿工厂		厢式半挂车		9,000
美国莫嫩工厂		厢式半挂车（在建）		-
比利时布雷工厂		罐式半挂车（在建）		2,500

资料来源：公司招股书；东兴证券研究所

2019年，公司共向灯塔工厂投资约4.5亿元。

**表2：中集车辆2019年对灯塔工厂的投资一览**

产品	地址	2019年投资
半挂车	江苏扬州	2.86亿元
	河南驻马店	
专用车上装	陕西西安	0.7亿元
	河南驻马店	
	广东深圳	
冷藏厢式车	安徽芜湖	0.9亿元
	山东济南	
	江苏镇江	

资料来源：公司年报；东兴证券研究所

中集车辆的专用车上装灯塔工厂将包含以下特点：

- 使用高精度下料设备;
- 使用超大型压型设备;
- 使用自动化焊接和机器人焊接;
- 采用自动化程度高、VOCs 排放低的电泳, 以及机器人操控的粉末喷涂面漆系统;
- 采用节拍化的装配线。

## 2. 格局演变, 新国标推动挂车集中度上升

以 GB7258-2017 为代表的一些新国标将明显提升挂车行业门槛, 行业格局有望从目前的极度分散走向集中。中集车辆作为行业龙头, 有望在产品的升级的过程中把握主动权, 在一些中高端产品方面取得先发优势。

刚刚全面实施的 GB7258-2017 对新增低端半挂车的限制明显增强, 中集车辆主营的中高端半挂车在国内的销路将大幅拓宽。目前国内大量挂车仍然为仓栅式或栏板式等中低端样式。这两类挂车结构简单, 成本也较低, 但是安全隐患相对较多。GB7258-2017 中提出新上路的危险品半挂车、仓栅式及栏板式挂车等将必须装配更加可靠的盘式制动器。相比当前广泛在中低端货车中使用的鼓式制动器, 盘式制动器单件成本要高 1,000 元左右, 全车的成本高 1 万元以上。加上控制系统及其他的安全设备, 我们推测此项国标的实施将把新购仓栅式和栏板式挂车的成本提升 1.5 - 2 万元。

**表3: GB7258 对盘式制动器的强装要求**

	强制装配设备	装备位置	生效时间
危险品半挂车	盘式制动器	前轮、挂车	2019 年 1 月 1 日
仓栅式、栏板式半挂车	盘式制动器	挂车	2020 年 1 月 1 日

资料来源: GB7258; 东兴证券研究所

**图2: 仓栅式半挂车**



资料来源: 百度; 东兴证券研究所

**图3: 箱式半挂车**



资料来源: 百度; 东兴证券研究所

图4：货车用鼓式制动器



资料来源：百度；东兴证券研究所

图5：货车用盘式制动器



资料来源：克诺尔；东兴证券研究所

我们认为 GB7258 对挂车全面实施后，仓栅式和栏板式挂车的性价比将明显降低。主要原因：

- 成本大幅提升。增加 1.5-2 万元的盘式制动器及控制系统后，成本与箱式半挂车的差距已经不大
- 重载能力下降。同样尺寸盘式制动器的可靠性好于鼓式，能够提供的最大制动力却小于鼓式。受制于车轮空间和成本，盘式制动器不能做得无限大。因此此次国标对于鼓式制动器的限制也间接限制了超载。而仓栅式和栏板式挂车由于高度无物理限制，此前被部分用于超载。重载能力下降后，仓栅式和栏板式挂车对客户的吸引力将进一步下降。

而箱式和侧帘式挂车尽管绝对价格仍然较高，在行车安全、防盗和保鲜等方面却有优势。

中集车辆是国内中高端半挂车龙头。国内箱式、侧帘式半挂车的市场集中度明显高于门槛很低的普通半挂车。在 GB7258 全面实施后，我们推测仓栅式、栏板式半挂车在半挂车销量中的比例将减少至 25%，空出的市场将被箱式、侧帘式半挂车填补。

表4：国内半挂车市场预测

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
中国半挂车销量	417,300	387,000	378,000	383,000	393,000	412,000
中国仓栅栏板半挂车销量	208,650	193,500	94,500	95,750	98,250	103,000
中国箱式侧帘式半挂车销量			94,500	95,750	98,250	103,000

资料来源：公司年报；东兴证券研究所

推测中集车辆国内半挂车业务将呈现量价齐升的局面。预计 2020 年在国内销售箱式、侧帘式半挂车 1.4 万台，到 2023 年增长到 3 万台以上。公司目前国内半挂车的平均售价在 9 万元左右，推测到 2023 年平均单价有望超过 10 万。考虑到国内物流需求的增长以及治超的影响，预计 2019-2023 年公司国内半挂车（非冷藏）销量增长 25%，带动营收增长 40%，达到近 7 万台、68 亿的规模。

**表5: 中集车辆中国半挂车 (不含冷藏) 业务预测**

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
箱式、侧帘半挂车销量/台		14,175	19,150	34,388	30,900
箱式、侧帘半挂车市占率		15%	20%	35%	30%
箱式、侧帘半挂车单价/元	120,499	119,294	118,101	116,920	115,751
箱式、侧帘半挂车营收/亿元		16.9	22.6	40.2	35.8
普通半挂车销量/台	55,263	49,051	44,912	31,347	38,013
普通半挂车市占率	14.3%	13.0%	11.7%	8.0%	9.2%
普通半挂车单价/元	88,104	87,223	86,351	85,487	84,632
普通半挂车营收/亿元	48.7	42.8	38.8	26.8	32.2
国内半挂 (不含冷藏) 合计营收/亿元	48.7	59.7	61.4	67.0	67.9
国内半挂 (不含冷藏) 合计销量/台	55,263	63,226	64,062	65,735	68,913
国内半挂 (不含冷藏) 平均单价/元	88,104	94,413	95,842	101,931	98,586

资料来源: 公司招股书、年报; 东兴证券研究所

### 3. 盈利预测及估值

市场认为公司是一家普通的商用车制造企业, 行业周期性较强, 且门槛较低。我们与市场观点的不同之处在于:

- 猪瘟与新冠疫情将对肉类运输及百姓消费习惯产生深远影响, 国内冷藏车需求将爆发;
- 物流行业周期性低于货车行业总体。国内生鲜运输市场仍在快速增长;
- 公司首创的灯塔工厂模式有望显著降低生产成本, 相对较为粗放的同行明显占优;
- 面对疫情带来的现金流压力, 公司的应对能力明显强于其多数竞争对手 (规模较小)
- GB7258-2017 明显提升半挂车门槛, 行业格局改善, 公司作为龙头将受益。

**预计中集车辆 2020/2021/2022 年半挂车销量分别达到 12.2/12.7/13.8 万辆, 同比增长 3.8%/4.2%/8.8%。**

其中, 国内冷藏车销量将迎来大幅增长, 我们推测 2019-2023 年复合增速超过 50%; 欧美的半挂车销量年内受疫情影响或下跌 25% 以上, 由于物流业务的必选性, 疫情后将明显反弹, 不影响公司的长期价值; 此外国内除冷藏外半挂车板块, 由于公司主营合规中高端车, 销量也将有明显增长, 我们推测到 2022 年公司销量有望达到 6.6 万辆, 比 2019 年高 20%。

预计中集车辆 2020/2021/2022 年营业总收入分别达到 236/246/264 亿元 (人民币, 下同)。预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别达到 12.3/13.8/17.1 亿元, EPS 分别为 0.7/0.78/0.96 元。本次利润预测相比前次下调 1% 左右, 主要是考虑到海外疫情的延续。公司当前股价对应 2020/2021/2022 年 PE 为 7.9/7.0/5.7x, 当前估值没有反映公司未来现金流的成长性。我们给予公司 2020 年 10x PE 估值, 维持“推荐”评级。

## 4. 风险提示

全球物流需求低于预期;

原材料价格大幅上涨;

全球化发生根本逆转。



## 分析师简介

---

### 刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，CFA 持证人，7 年国内外汽车行业技术及管理经验。2018 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

## 研究助理简介

---

### 张觉尹

西安交通大学学士，复旦大学金融硕士，2019 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

---

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526