

# 中集车辆 (1839 HK)

机械

2019年08月15日 (这是2019年08月14日英文报告的中文版本)

买入

目标价 HK\$10.50 / 现价 HK\$4.87

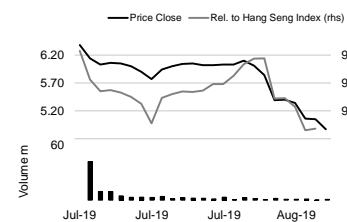
## 被低估的优质价值股，全球半挂车龙头将受惠国内越趋严谨的公路监管

### 基本股票信息

市值	HK\$8.60bn / US\$1.10bn
日交易额 (3个月均值)	US\$3.35mn
发行在外的股票数目	1,765mn
已发行股票数目	1,834mn
自由流通股	32%
净债务股本比	-4.1%
1年股价最高最低值	HK\$6.38 - HK\$5.06
主要股东	50.5%
最近一次公司调研日期	12 Jul 19

注：截至2019年8月13日的股价和市场数据

### 股价/交易额



资料来源：彭博

绝对值	-19.2%
绝对值 (美元)	-19.4%
相对 HSI	-9.9%

### 市场领先地位将持续扩大，为利润率带来结构性成长

我们给予全球最大的半挂车制造商中集车辆买入评级。根据罗兰贝格，中集车辆2017年全球市场份额为12%。我们认为公司是唯一一家在中国、北美和欧洲三大主要市场都具备竞争力的半挂车制造商，拥有强大的规模经济、全面而成熟的产品系列、贴近客户的优势以及成功的海外并购经验。我们认为国内日趋严格的道路交通安全监管将在未来3-5年内大力推动车辆升级和行业整合。考虑到中集车辆拥有在行业内难得一见的全球布局，以及领先的技术，我们认为公司相较国内同行更能受益于以下趋势：1) 高毛利厢式半挂车的使用量增多，2) 客户日益意识到轻型挂车的优势，以及3) 冷链物流的兴起。中集车辆在国内市场已经是领导者，其2017年16%的销售量份额遥遥领先竞争对手。鉴于国内市场集中度低于发达市场，我们认为公司的市占率仍有充足的提升空间。由于大量市场需求已于2017年新行业标准全面实施前被提前透支，中国半挂车市场进入了2017年11月至2018年10月的需求疲软期。然而2018年11月以来，我们发现需求出现触底回升迹象。

### 股票兼具高价值和收益，拥有净现金和隐匿资产

基于我们的预期，目前的股价对应2020年5倍P/E，6.2%的股息收益率。结合我们对2019-20年净利润21%的复合年均增长率预测，以及考虑到2019年底净现金占当前市值的30%，我们认为当前股价提供了相当高的安全边际。如果将公司名下未来几年可能转售给政府的土地市场价值纳入考虑，调整后的2020年P/B估值仅为0.4倍。我们给予公司8倍2020年除去现金后的P/E估值，对应目标价10.5港元，对应2020年P/E估值11倍，低于13倍的可比公司平均估值，隐含着最新收盘价有116%的上涨空间。

### 美国关税影响有限，19-20财年增长前景稳健

在中国传统车辆升级、行业资源整合和18年低位复苏的推动下，我们预测公司19-20年在全球市场销售额零增长的背景下实现6%的复合年均增长，净利润实现21%的复合年均增长。随着增值税税率和原材料价格的降低，以及产品结构的改善，我们预计毛利率将从18年低位回升。此外我们预计公司将通过出售土地给政府以获取利得。我们预计美国关税影响有限，因为相关征税产品仅占18年销售额的18%。

### 风险

评级和实现目标价格的主要风险包括中国相关道路交通安全法实施滞后，低于预期的基础设施支出，钢价上涨，以及美国对中国半挂车产品征收的关税增加

### Gary Cheung

gary.kw.cheung@htisec.com

Hong Kong Office	(852) 2899 7090
Tokyo Office	(81) 3 3560 9300
London Office	(44) 20 7456 1140
New York Office	(1) 212 351 6050
Mumbai Office	(91) 22 4315 6843

	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19E	Dec-20E	Dec-21E	趋势
营业收入 (百万元)	19,367	24,168	25,291	26,904	29,712	■■■■■
营业利润 (百万元)	1,229	1,365	1,640	1,864	2,109	■■■■■
税前利润 (百万元)	1,272	1,553	1,950	2,223	2,498	■■■■■
净利润 (百万元)	964	1,143	1,454	1,665	1,873	■■■■■
净利润年增长率 (%)	32.1%	18.5%	27.2%	14.5%	12.5%	■■■■■
P/E (x)	6.74	5.72	5.02	4.83	4.29	■■■■■
EV/EBITDA (x)	3.78	3.64	2.92	2.43	1.81	■■■■■
P/B (x)	0.98	0.88	0.77	0.69	0.61	■■■■■
净资产收益率 (%)	14.4%	16.2%	16.3%	15.1%	15.1%	■■■■■
股息率 (%)	17.3%	4.4%	5.4%	6.2%	7.0%	■■■■■
每股收益 (元)	0.65	0.77	0.87	0.91	1.02	■■■■■
每股收益 (元) vs 一致预测	na	na	na	na	na	■■■■■

资料来源：公司数据，彭博，海通国际研究所预测

新规出台为传统车辆升级和行业资源整合创造了条件

专用车在中国的市场渗透率较低

行业整合仍有较大空间

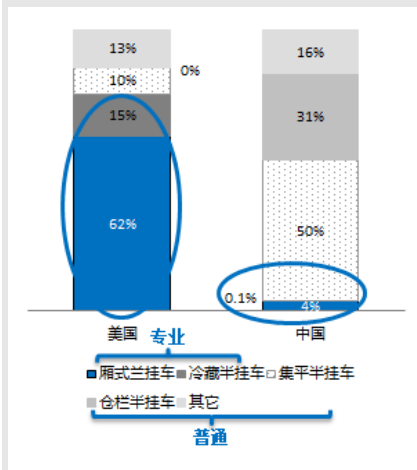
新规间接促进厢式半挂车取代仓栏半挂车和平板车

## 中集车辆：将受惠于国内越趋严格的道路安全法规

在中国，车辆运输商出于成本考虑，往往用半挂车运载与其功能不相匹配的货物。我们认为越趋严格的道路交通安全法规将促使运输商在未来三年（2019-21）对车队进行升级，从普通挂车（骨架车、平板车和仓栏半挂车）到高端、专业挂车（冷藏半挂车、厢式半挂车和轿运车）。考虑到中集车辆拥有在行业内难得一见的全球布局，以及领先的技术，我们认为公司相较国内同行，更可从以下三个有利趋势中受益：

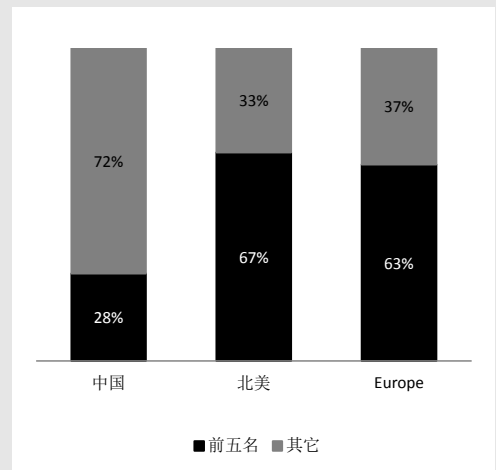
- ▶ 高毛利率厢式半挂车的使用量增多。
- ▶ 客户日益意识到轻型挂车的优势。
- ▶ 冷链物流在中国崛起。

中美半挂车市场产品类型比较（2017）



资料来源：FTR, Qianinfo

半挂车市场集中度比较（2017）



资料来源：Frost & Sullivan

长远来看，我们认为产品升级趋势将显著推动行业整合，因为许多小型企业已疲于应对日益严格的环境标准和劳动力短缺问题，我们认为它们难以更进一步抵御资本和技术的冲击。根据中国国家统计局的数据，截至2018年12月，中国汽车上装及挂车制造业中约有18%的企业处于亏损。就销量而言，中集车辆2017年拥有16%的国内市场份额，遥遥领先于同行企业。但由于国内市场集中度相较发达市场偏低，我们认为公司有很大的空间提高市场份额。

### (1) 高毛利率厢式半挂车的使用量增多

厢式半挂车在发达市场很受欢迎，但在中国还没有被广泛采用。我们认为主要原因在于它们价格较高，而中国用户倾向于选择低成本的替代品，如仓栏半挂车和平板车。然而，我们认为用户想法在2019-2020年间会开始发生转变，因为法规要求仓栏半挂车和三轴平板车配备越来越多的电子安全系统，如盘刹和空气悬架，对比下来厢式半挂车价格反而会更低。（有关法规时间表，请参见第13-14页）。

干货厢式车



资料来源：公司数据

平板车和仓栏半挂车



资料来源：公司数据

GB7258-2017 生效后，仓栏半挂车和平板车价格将高于厢式半挂车

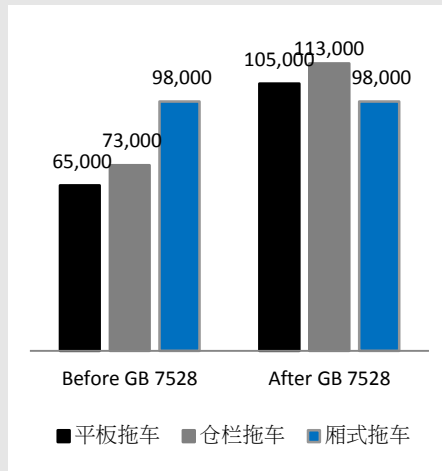
厢式半挂车目前市场渗透率较低，有足够空间获得更大市场份额

中集车辆拥有北美经验，在厢式半挂车市场处于有利地位

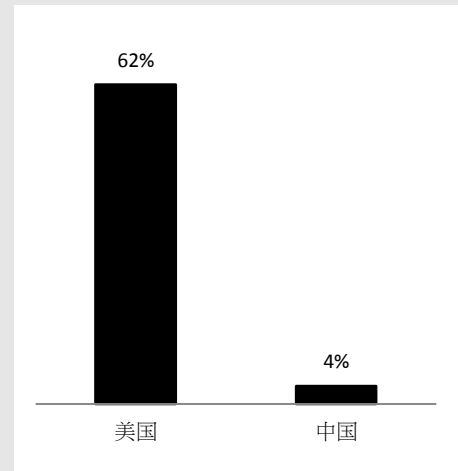
厢式半挂车销量占比提升将促进毛利率增长

轻型挂车越来越具吸引力

平板车、仓栏半挂车、厢式半挂车单价比较 (GB 7528-2017 前后) 厢式半挂车总市场占比 (%)



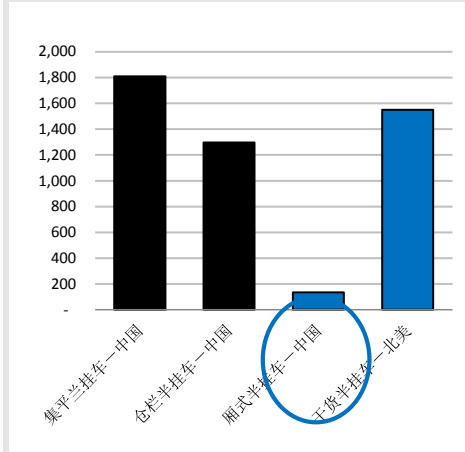
资料来源：公司数据, 360che.com



资料来源：FTR, Qianinfo

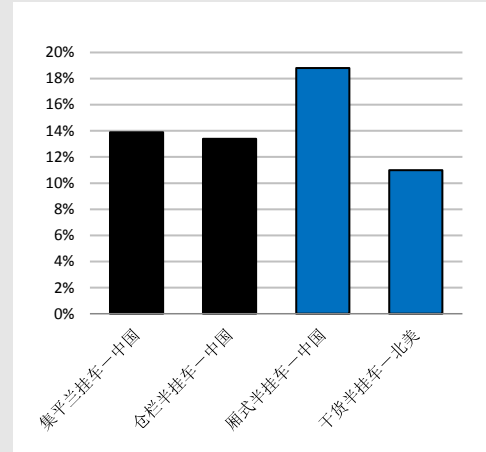
由于政府加强对超载和超大货物的审查，我们认为从长远来看，仓栏半挂车和平板车为运输商运输超大货物带来的好处（因其开放式设计）将逐渐消失。而厢式半挂车是完全封闭的，可以有效保护货物免遭盗窃、人为损坏和恶劣天气破坏，对比其他类型的挂车更加安全。厢式半挂车在中国仅占 4% 的市场份额，在美国为 62%，我们认为中集车辆有很大的发展机会。中集车辆已经在北美销售干货厢式车，相较中国同行具有显著优势。公司在北美的厢式半挂车毛利率低于中国，这是因为公司在中国更具先发优势。

17 财年收入比较 (人民币：百万元)



资料来源：公司数据

17 财年毛利率比较 (人民币：百万元)



资料来源：公司数据

(2) 客户日益意识到轻型挂车的优势

2016 年 7 月，国家标准《汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限值》(GB1589-2016，即“超载禁令”，见第 14-15 页)在国内推出，对车辆和卡车/挂车组合的总重量做出了限制，提高了市场对高端轻型挂车的需求。这种挂车相比其他挂车可以承载更多重量，运载更多货物。2017 年 9 月推出的另一个国家标准 GB7258-2017 (“ADAS 法规”)要求重量 3.5 吨或以上的挂车安装包括制动间隙压力自动调整装置在内的电子安全系统，并于 2020 年 1 月起实施。我们认为这进一步促进了轻型挂车的发展，增加了挂车的技术强度(从而提高平均销售价格 (ASP))，中集车辆可以应用其全球业务中的技术。

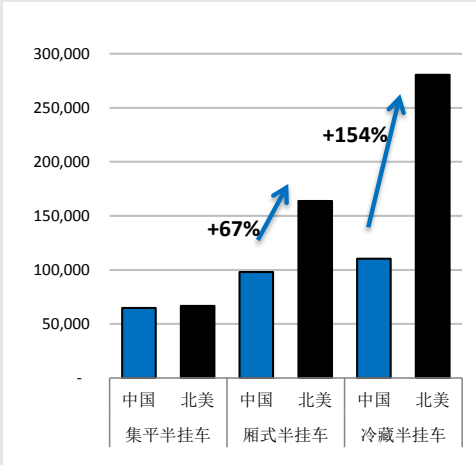
轻型挂车解决方案可推动平均销售价格上涨

在中国，卡车总重仍有较大的降低空间

政府计划在 2020 年前进一步降低超大超载率

冷藏半挂车在 2020 年可能取得突破性进展

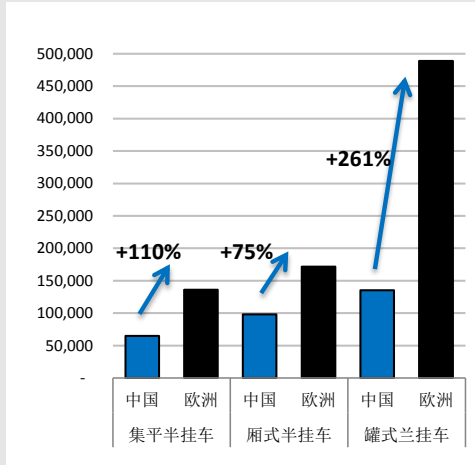
中集车辆产品在中国和北美的单价比较 (FY17)



资料来源：公司数据，海通国际研究所预测

注：北美“其他”主要为环卫车和冷藏车的卡车上装，对应中国冷藏半挂车

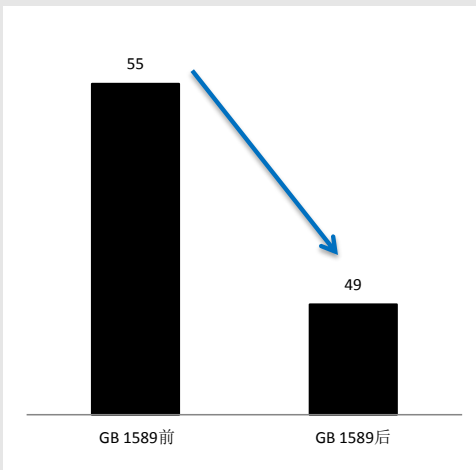
中集车辆产品在中国和欧洲的单价比较 (FY17)



资料来源：公司数据

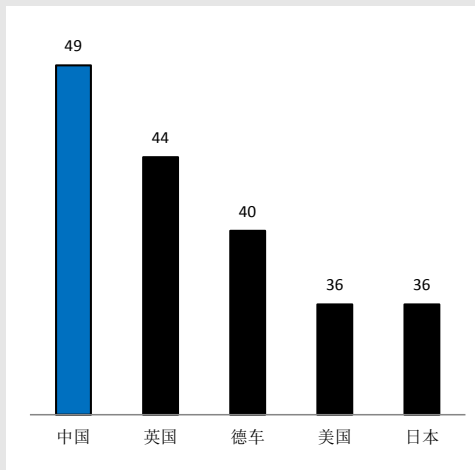
此外，中国已将卡车的总重限制从 55 吨降至 49 吨，但仍高于主要发达国家，特别是日本 (36 吨)，世界上道路事故率最低的国家之一。因此总重限制仍有降低空间，从而进一步改善道路安全。我们认为这将提升半挂车的需求量，因为每次运输的货物数量减少了。

中国卡车总重限制



资料来源：中国工业和信息化部

卡车总重限制比较



资料来源：中国工业和信息化部，密歇根交通局，国际交通论坛，日本国土交通省

在 GB1589-2016 实施以前，超载一直是中国道路安全的主要问题。这项法规达到了效果，因为新的处罚制度将重点从罚款转移到对违规者的长期处置上，例如吊销司机和物流公司的营业执照、增加车辆保险费用以及扣押车辆。政府的目标是到 2020 年底，在全国收费站引入重量检测，将高速公路的超大超载率从 2018 年的 5.5% 降至 0.5% 以下。

### (3) 冷链物流的兴起

冷藏半挂车仅占中国挂车市场总量的 0.1%，远低于美国的 15%。冷链物流仍是一个新的不受管制的行业。目前改装集装箱为主流的运输解决方案，但不完全适合这项运输任务——它们比真正的冷藏半挂车便宜许多。然而，我们认为冷链运输方案 2020 年可能取得新突破，因为有关部门近期大力推动实施有关温度敏感型货物储存和运输的强

和厢式半挂车一样，冷藏半挂车在中国的市场渗透率很低

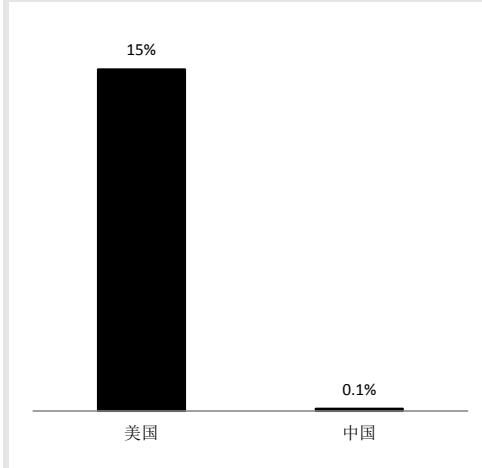
冷藏半挂车的毛利率较高

政府机构意识到不受管制的冷链物流带来的问题

中国道路交通事故死亡率居高不下

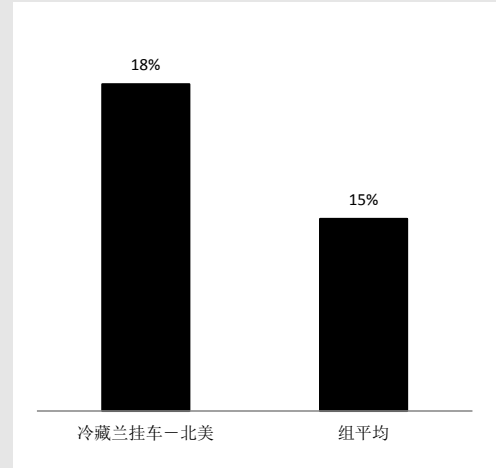
制措施。冷藏半挂车通常比改装集装箱轻 2-3 吨，因此我们认为冷藏半挂车将在轻型挂车的使用趋势中受益。另外，冷藏挂车的毛利率较高，我们相信中集车辆在该业务上拥有坚实的长期增长潜力。

冷藏半挂车总市场占比 (%)



资料来源: FTR, 千讯咨询

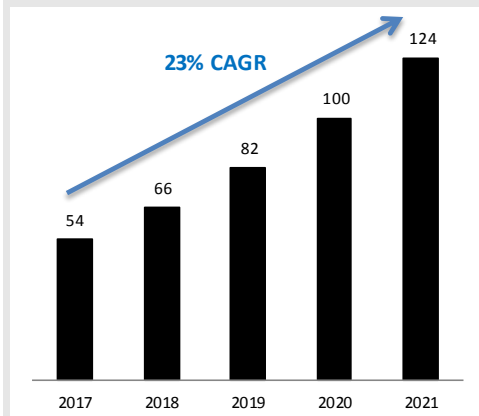
17 财年冷藏半挂车与组平均毛利率比较



资料来源: 公司数据

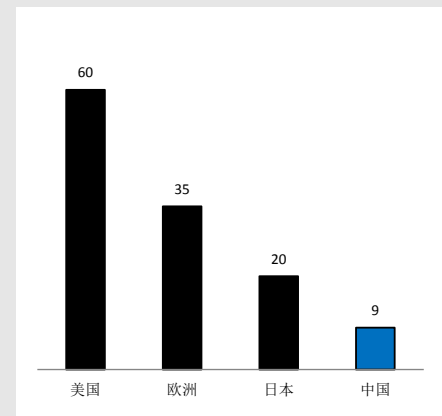
2017 年 8 月，中国交通部开始就冷链物流服务系统行业标准的制定征求意见，计划在 2020 年前形成初步提案。交通部明确表示支持冷藏半挂车，禁止不合格的冷藏设备。此外，由于供应链中存在大量的食物浪费，改善国家的冷链基础设施符合超市、餐馆和新鲜农产品电商供应商的利益。Technavio 估计中国等发展中国家的易腐食品损失在 20%至 50%之间。智研咨询预计冷藏集装箱的渗透率将上升，并预测中国冷链物流市场将以 23%的复合年均增长率，从 2017 年的 540 亿元人民币增长至 2021 年的 1250 亿元人民币。中国人均冷冻食品消费量为 9 公斤，远低于发达市场，其中美国为 60 公斤，欧洲为 35 公斤，日本为 20 公斤。

中国冷链物流市场



资料来源: 智研咨询

2017 年人均冷冻食品消费量 (kg)



资料来源: 智研咨询

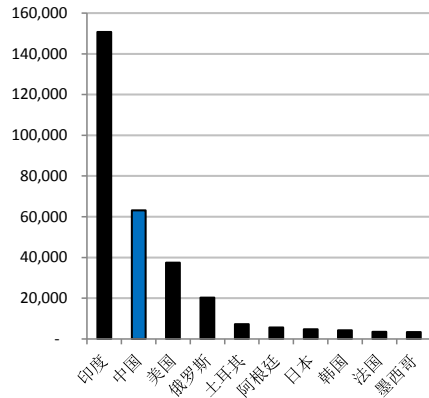
### 中国：半挂车行业迎监管风暴

#### 卡车交通事故是亟待解决的问题

2016 年，中国的道路交通事故致死数量位居世界第二，死亡人数占全球五分之一。即使相比其他国家拥有更多的车辆和更长的行驶距离，中国的道路交通死亡率仍然位居世界第 11 位—62 起事故每车/单位驶距离，是世界平均水平的 6 倍。中国也是世界上道路交通事故死亡率第三高的国家，接近三分之一的乘客在道路交通事故中死亡。

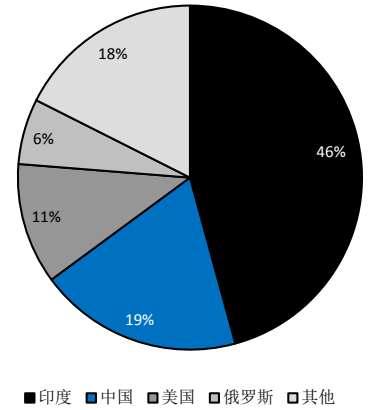
世界上仅次于印度的道路交通致死事故数

致死的道路交通安全事故数量 (2016)



资料来源: OECD

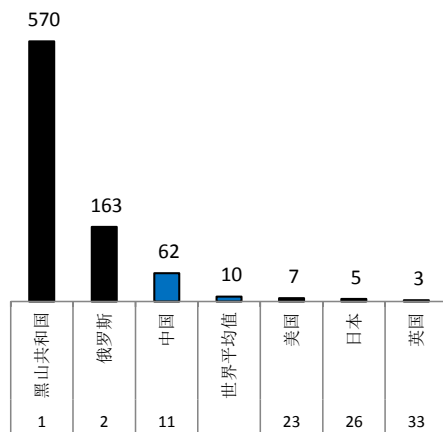
世界道路交通事故死亡比例 (2016)



资料来源: OECD

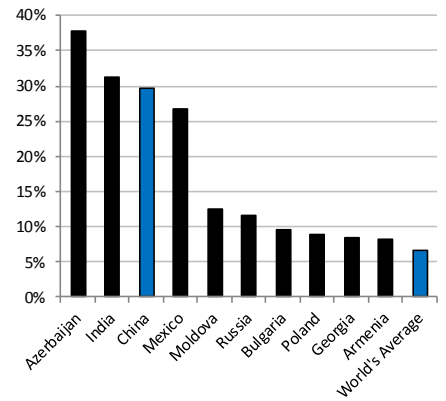
调整车辆数和行驶距离后, 平均事故数量仍然靠前

基于车辆行驶距离的道路交通死亡人数 (十亿乘客-km)



资料来源: OECD

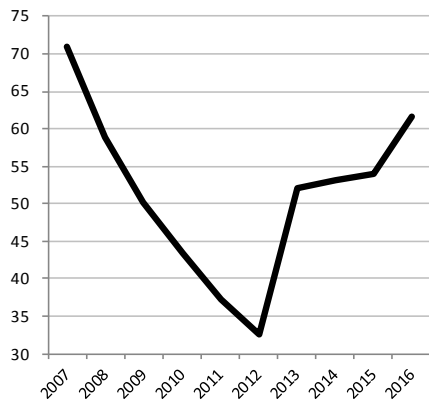
报道每期道路事故死亡率前十国家与世界平均水平对比



资料来源: OECD

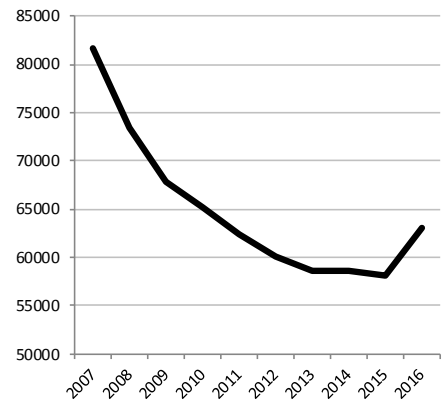
道路交通事故死亡率全球第三

中国道路死亡率 (每辆车行驶距离, 十亿乘客-km)



资料来源: OECD

中国道路交通事故致死率



资料来源: OECD

近年来道路交通死亡率持续上升



中国近年来的道路交通死亡率呈上升趋势

卡车事故的发生频率和致死率远高于平均水平

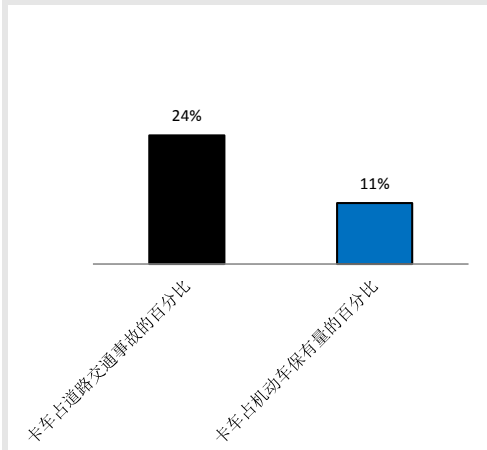
ADAS 法规是驱动中国半挂车升级的关键因素

GB1589-2016 法规的成功实施体现了政府的坚定决心和强执行力

2018 年的政策空白期在一定程度上导致了半挂车下行周期

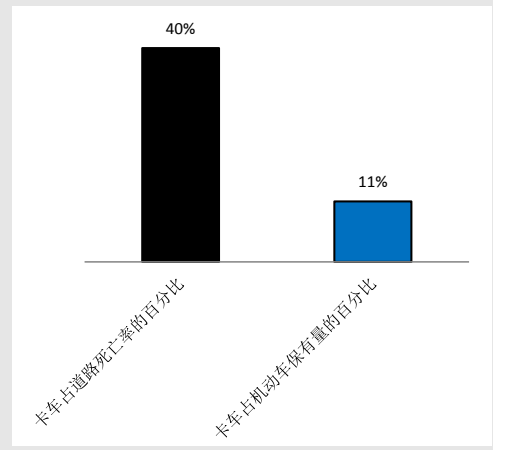
2020 年将安排更多新法规实施

中国卡车占道路交通事故和机动车保有量百分比 (2016)



资料来源：中国公安部

中国卡车占道路死亡率和机动车保有量的百分比 (2016)



资料来源：中国公安部

近年来，国内道路交通死亡率呈上升趋势，以及卡车事故的发生频率和致死率也是远高于世界平均。中国公安部数据显示，卡车造成的交通事故和死亡人数分别占机动车辆的 23%和 40%，而使用中的卡车数量仅占机动车辆总数的 11%。2006-2015 年间，超载和超大货物导致了约 60%的卡车相关大型道路交通事故，这是事故发生的主要原因。

**更多监管改革推向落实**

自 2016 年制定“十三五”规划(2016-2020 年)以来，中国政府一直在加强对道路交通安全的审查，其中 GB1589-2016 和 GB7258-2017 规定专门针对半挂车而设立，目的是提高安全标准，减少因卡车过重造成的道路磨损。GB1589-2016(超载禁令)提高了对半挂车的整体需求，我们相信 GB7258-2017 (ADAS 法规)将在 2019-21 年推动市场结构向高端、专用挂车转变。

- GB 1589-2016实际上是一项“超载禁令”，对挂车的尺寸和质量有严格限制，导致平均每辆半挂车的承载量大幅下降。
- GB 7258-2017，即“ADAS法规”，要求特定的挂车配备电子安全系统，如盘式制动器、空气悬架和自动制动调整器。

我们认为 GB1589-2016 法规的成功实施体现出政府在改善道路安全的决心。2019-20 年将安排 GB 7528 等更多新法规的实施，要求特定挂车安装安全电子系统。2020 年后进一步的监管行动正在讨论中，如冷链物流和将更多电子系统引入商用车辆。

中国半挂车法规时间表 (2017-21)

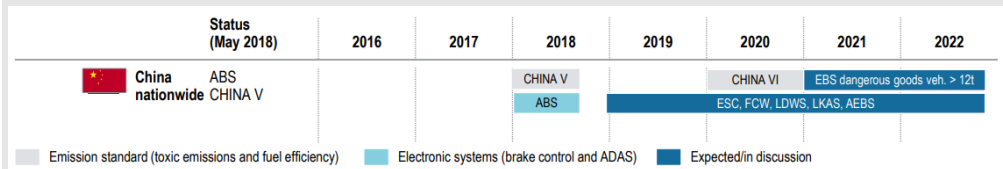
	2017	2018	2019	2020
GB 1589	1月1日: 49吨以上车辆禁止上路			
GB 7258			1月1日: 危险品挂车必须使用盘刹	1月1日: 仓栏半挂车和三轴平板车必须使用盘刹 1月1日: 危险品、仓栏半挂车和三轴平板车必须使用悬架 1月1日: 3.5吨以上挂车必须使用制动压力调节器

资料来源：海通国际研究所

更多监管措施将在 2020 年后到位

中集车辆占据全球市场主导地位

中国商用车法规时间表 (2016-22)



资料来源: 罗兰贝格

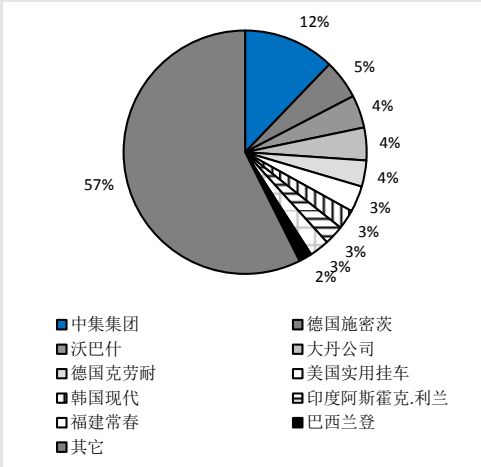
China V & VI = 重型发动机的新排放标准, EBS = 电子制动系统, ABS = 防抱死制动系统, ESC = 电子稳定控制系统, FCW = 向前碰撞警告系统, LDWS = 车道偏离警告系统, LKAS = 车道保持辅助系统, AEBs = 高级紧急制动系统

### 竞争格局——中集车辆有望继续提升全球领先地位

#### 具有全球视野的市场领导者

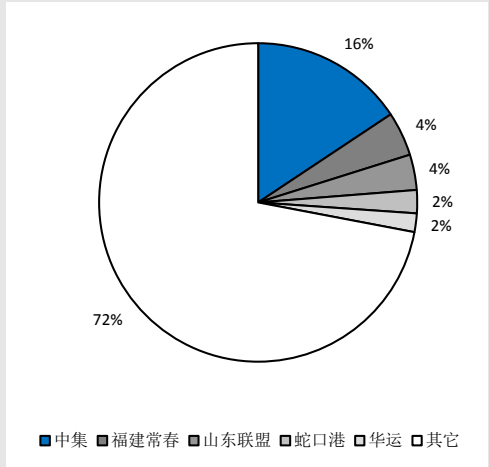
根据罗兰贝格, 中集车辆是全球最大的半挂车制造商, 2017 年全球市场份额达 12%。我们认为中集车辆是唯一一家在全球三大主要市场都拥有竞争力的公司。在中国, 中集车辆占据市场主导地位, 2017 年的销售量份额为 16%, 高于其他四家市占前五的公司份额的总和。在海外市场, 中集车辆在北美以 11% 的份额排名第五, 凭借 SDC 品牌在西欧以 5% 的份额排名第四。

全球半挂车市场份额 (2017 年)



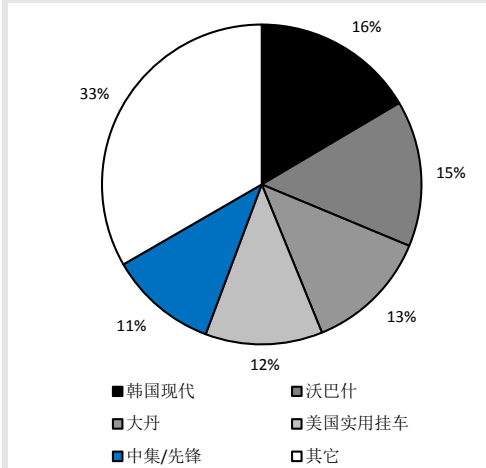
资料来源: 罗兰贝格

中国半挂车市场份额 (2017 年)



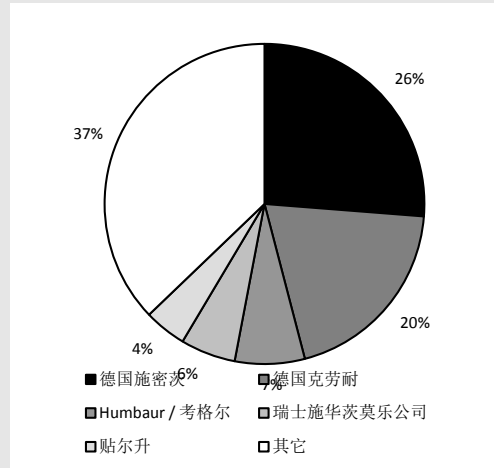
资料来源: Frost & Sullivan, 海通国际研究所预测, 罗兰贝格

北美半挂车市场份额 (2017 年)



资料来源: Frost & Sullivan, 海通国际研究所预测, 罗兰贝格

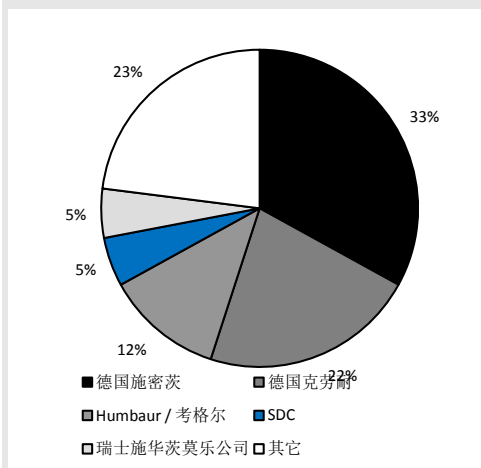
欧洲半挂车市场份额 (2017 年)



资料来源: Frost & Sullivan, 海通国际研究所预测, 罗兰贝格

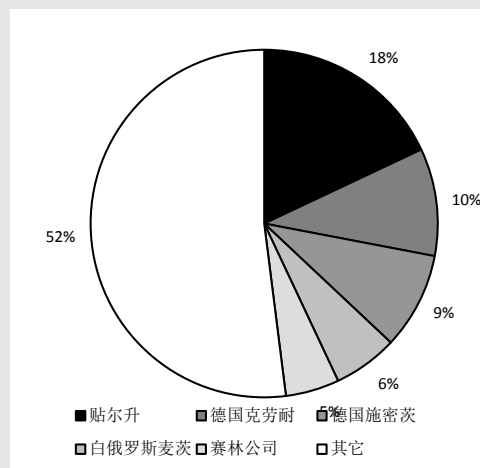


西欧半挂车市场份额（2017年）



资料来源：罗兰贝格

东欧半挂车市场份额（2017年）



资料来源：罗兰贝格

### 竞争优势和行业壁垒

- **规模经济。**中集车辆拥有成本优势和自动化制造优势。由于公司在半挂车市场中规模最大，且使用母公司中集集团的集中采购系统，我们相信公司具有显著的成本优势。在中国劳动力短缺、环境成本高昂和产品质量标准提升的背景下，中集车辆于2014年建立了首家“灯塔”工厂，不断提高自动化水平，目前在中国拥有三家这样的工厂。自动化需要以高产量维持昂贵的自动化设备，更需要复杂的制造技术参与其中，小型竞争对手很难复制这一模式。
- **全面、成熟的产品系列。**中集车辆在北美和欧洲销售许多先进的半挂车产品，如干货厢式车、冷藏半挂车和侧帘车，这些产品往往具有较高的毛利率，但在中国尚未得到推广。随着中国道路安全监管日益成熟，市场对这些产品的需求可能会像对中置轴轿运车一样激增，我们相信中集车辆将享有先发优势。我们认为客户们尤其是大型客户更青睐具有良好业绩的品牌，而这是公司的海外经验尚浅的国内竞争对手所不具备的。特别在北美，大部分干货厢式车和冷藏半挂车是定制的，客户粘性高。
- **靠近客户。**我们认为中集车辆的客户粘性很高，因为公司70-80%的收入来自直销。通过1200多名销售和市场员工，中集车辆可直接与物流公司、挂车租赁/汽车租赁公司、大型铁路公司和卡车经销商保持长期的关系。为了覆盖小型客户，中集车辆在全球有300多家分销商。特别在跨省物流方面，我们相信客户将非常青睐中集车辆这样的大品牌，因为公司拥有完善的全国售后网络。
- **罕见的海外并购成功记录。**中集车辆管理层拥有令人印象深刻的跨境并购业绩，这在任何行业都很少见，需要管理层拥有全球视野、严谨的财务政策、克服文化差异的能力和强有力的执行力。我们认为，由于行业高度分散，中集车辆将处于非常有利的地位，例如，相较其他公司尤其是缺乏高端产品的国内的竞争对手能够更快地扩张。

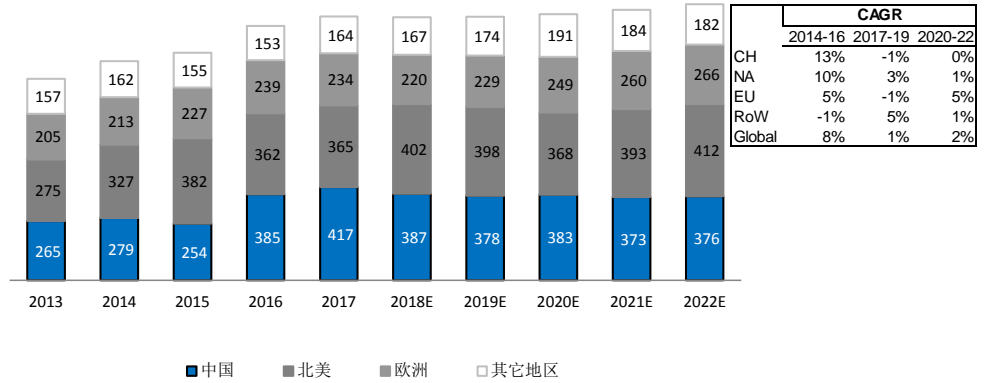
### 产品升级和各行业整合背景下，预计 19-20 财年净利润复合年均增长率达 21%

在中国传统车辆升级、行业资源整合和从 18 财年低位复苏的推动下，我们预计 19-20 财年净利润复合年均增长率为 21%。销售额上，相较于全球市场的零增长，我们预计中国市场 19-20 财年复合年均增长率为 6%。随着国内增值税税率的降低、原材料价格的降低以及产品结构的改善，我们预计销售毛利率将从 18 财年低位回升。此外我们预计公司将通过出售土地给政府以实现名下土地的市场价值。

全球市场将经历一个缓慢的增长期，产品结构趋向于高端细分市场

我们认为中国半挂车的销售已接近下行周期的低谷

全球半挂车销量（千台）

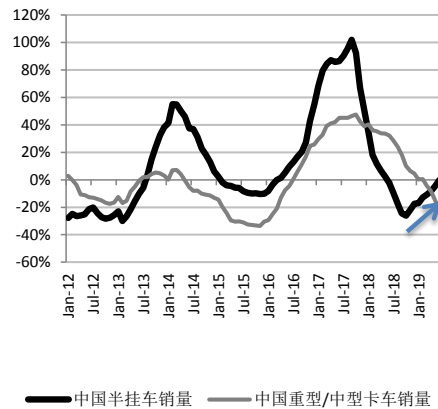


资料来源：Frost & Sullivan

继 17 财年高基数和基础设施投资刺激，中国半挂车销量触底反弹

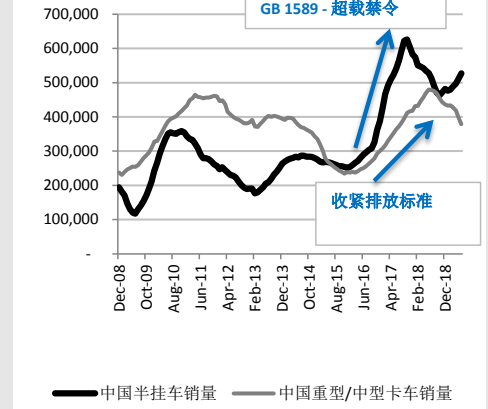
在中国市场销售量反弹和毛利率回升的推动下，我们预计公司 19 财年总销售额同比增长 4%，净利润同比增长 27%。18 财年，由于中置轴轿运车的推出和卡车上装的强劲增长势头，中国半挂车销售额同比增长 27%，但 18 财年超载禁令 (GB1589-2016) 实施后，由于需求回归常态，半挂车销售额同比下降 15%。事实上许多半挂车用户在 2018 年 7 月之前完成购买，因为不合格产品将在法规实施日期后禁止上路。然而我们认为负面因素在 19 财年将得到缓解。继 2017 年 11 月至 2018 年 10 月的市场需求疲软期，2018 年 11 月以来，半挂车销售已经出现恢复迹象。因此我们预计公司 19 财年中国市场半挂车销售额同比增长 12%，2020 财年同比增长 12%。

中国半挂车卡车与重型中型卡车销量对比-同比增长（过去 12 个月）



资料来源：中国汽车信息网

中国半挂车卡车和重型中型卡车销量对比（过去 12 个月）



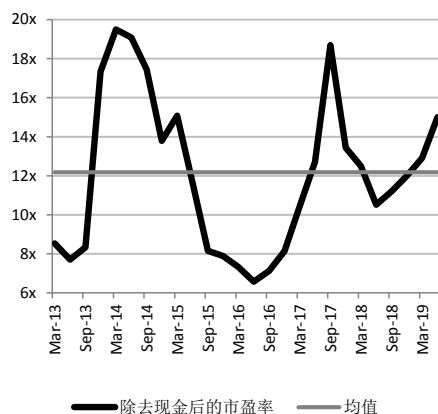
资料来源：中国汽车信息网

估值

中集车辆没有直接可比的香港上市公司。公司规模和主要市场较为接近的可比公司是美国 Wabash (WNC US) 和欧洲 Wielton (WLT PW)。然而，与中集车辆不同，两家公司在本土以外的市场几乎没有业务，而且杠杆水平很高。因此，我们认为除去现金后的 P/E 估值是相对合适的估值方法。

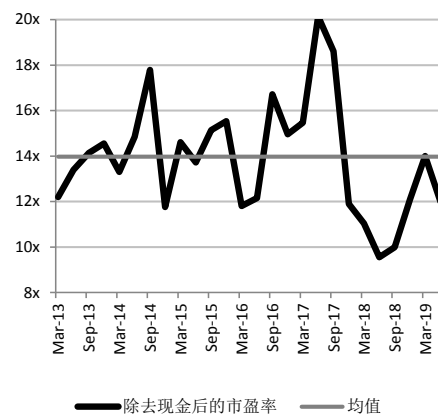
根据我们的预测，公司 20 财年 P/E 估值为 5 倍，19 财年年末净现金约占当前市值的 30%。考虑到中国半挂车需求从低位回升、政府对基础设施的支持政策、原材料价格的下降以及产品结构改善，我们预计公司 19-20 财年净利润复合年均增长率将达到 21%。根据我们的预测，公司 20 财年 P/B 估值为 0.7 倍，ROE 为 15%；如果将公司名下未来几年可能转卖给政府的土地市场价值纳入考虑，调整后的 20 财年 P/B 仅为 0.4 倍。我们给予公司 8 倍 20 财年除去现金后的 P/E 估值，对应目标价 10.5 港元，对应 20 财年 P/E 估值 11 倍，低于 13 倍的可比公司平均估值，安全边际高。根据我们的目标价，最新收盘价有 116% 的上涨空间。

Wabash 除去现金后的市盈率趋势



资料来源：彭博

Wielton 除去现金后的市盈率趋势



资料来源：彭博

## 截至 2019 年 8 月 13 日的估值比较

	市值(US \$mn)	净负债/销售额 (%)	销售额(US\$m)	FY19 市盈率	DPR	FY19 市净率	净资产/净利率	净利率	AT/O	资产权益	负债比率
中集车辆	1839 HK	1,096 -30%	3,656	5.2x	n.a.	0.8x	16%	4.7%	1.5x	2.1x	-22%
Wabash	WNC US	816 46%	2,267	9.0x	25%	1.6x	14%	3.1%	1.7x	2.8x	79%
Wielton	WLT PW	122 83%	574	7.9x	0%	1.3x	21%	3.4%	1.7x	3.9x	106%
潍柴动力	2338 HK	12,091 25%	23,985	8.5x	42%	1.9x	23%	5.5%	0.8x	3.3x	33%

资料来源：彭博，公司数据，海通国际研究所预测

## 评级和实现目标价格的主要风险

评级和实现目标价格的主要风险包括中国道路交通安全法实施滞后，低于预期的基础设施支出，钢价上涨，以及美国对中国半挂车产品征收的关税增加

- 总体经济、市场状况和行业标准方面的风险。
- 国际贸易和海外子公司治理相关的风险。
- 关键原材料、零部件和公用设施（如钢材、轮胎、轮辋和车轴等）供应不足或短缺的风险。
- 未能开发出满足市场需求或获得市场认可的新产品的风险。
- 未能与经销商建立良好关系的风险。
- 质量控制失败导致潜在产品责任和保修索赔的风险。
- 收购、投资、合作和新业务线失败的风险。
- 未能及时以合理商业条款获得足够融资的风险。
- 外汇汇率波动相关风险。
- 撤销、取消或不再续期企业运营所必需的政府许可、执照、批准和证书的风险。
- 税收优惠和政府补助减少的风险。

中集车辆计划将大部分净收入用于升级生产设施，加强欧洲和北美的本地制造能力

### 首次公开募股所得款项用途

%	所得款项用途	目标部署时间
60%	开发新制造或装配工厂	
15%	在美国建立一个新的装配工厂，支持中国制造的新品牌高端冷藏拖车。	在未来5年内
12%	美国底盘拖车的新型自动化生产线，单班设计年产能8,000台。	2020年底
12%	由中国制造提供支持的欧洲新品牌高端冷藏拖车的新组装机。	在未来5年内
9%	美国一条新的冷藏拖车自动化生产线，设计年生产能力为5000台，实行两班倒。	2020年底
9%	由贝尔法斯特的制造工厂提供支持的英国侧帘车新装配线。	2021年底
3%	荷兰一条新的交换体装配线。	2022年底
10%	研发新产品	
4%	新品牌高端制冷挂车，配备(A)下一代冷气分配系统和绝缘发泡，(b)电池组和电子驱动轴，(c)智能	在未来5年内
2%	其他智能拖车，如自动驾驶终端拖车。	在未来2年内
2%	欧洲和美国工厂的产品标准化、减重和模块化。	在未来2年内
2%	其他拖车产品。	在未来3年内
10%	对中国、美国或欧洲的半挂车和卡车身制造商进行选择性收购或战略投资。	
10%	偿还若干银行借款。	
10%	营运资金及一般公司用途。	

资料来源：公司数据

### 制造工艺

- ▶ 采购（1周至3个月）-原材料和零部件，包括卡车底盘、钢、铝、轮胎、轮辋、车轴、悬架、制动系统和其他附件。某些辅助零件和部件，如挡泥板和工具箱，可外包给指定第三方。
- ▶ 质量检查（1天至1周）-某些零件和部件，如车轴、悬架和制动系统，可在质量检查后直接传递给装配部门，无需额外的加工程序。
- ▶ 加工（5天至2周）-原材料加工，包括制造和焊接/铆接。制造包括平整、切割、冲孔、钻孔和弯曲。通过焊接、铆接或其他工艺，将零件和部件预组装为半成品，通常为产品主体，例如骨架车的骨架构架。在加工的不同阶段进行过程检查。
- ▶ 涂层（1-3天）-涂层包括两个步骤：(1)预处理，例如喷丸和脱脂，和(2)涂层，将涂料或其他材料涂覆到金属表面。
- ▶ 最终装配（1天到5天）-主体、轮胎、车轴、悬架、制动系统以及辅助零件和部件作为最终产品进行装配。
- ▶ 最终检验（1-3天）-通常包括喷涂、防水测试以及制动和电器检验。
- ▶ 存储和交付（时间取决于产品类型、距离和客户要求）-成品存储在仓库，供客户提取或交付至客户指定的目的地。

### 公司历史：关键里程碑

#### 年代 事件

1996年	公司以深圳天达的名义成立，中集集团为控股股东
2002年	开始发展特种车辆半挂车及车身业务
2003年	启动全球业务运作，向北美市场出口底盘挂车
2004年	收购中集通化和华骏汽车，扩大中国市场业务
2005年	更名为中集汽车(集团)有限公司
2014年	推出“轻塔”厂房，采用自动化生产设施
2015年	上市前上海泰富、南山大成和住友投资中集汽车 收购了总部位于美国先锋国家拖车和比利时的LAG Trailer 在南非、越南和马来西亚设立子公司
2016年	收购英国瑞特兰制造有限公司，控股公司的SDC拖车 被中国机械工业联合会评为“机械行业百强、汽车行业30强企业”
2017年	连续两年被CMIF评为“机械行业百强企业、汽车行业30强企业”
2018年	被《世界经理人》杂志评为“2018年第16届中国十大管理实践” 荣获中国物流与采购联合会颁发的“中国公路货运行业金奖” 公司全资子公司华骏汽车被国家知识产权局授予“全国知识产权示范企业”称号

资料来源：公司数据

### 股权结构

中集车辆的母公司中集集团(000039 CH, 2039 HK)生产和销售运输设备, 根据 2017 年年度报告, 中集集团集装箱销售量排名世界第一。中集集团有另外两家上市子公司, 分别为中集安瑞科(3899 HK)和中集天达(445 HK)。中集车辆是中集集团集装箱业务中第二大业务板块。中集集团 17 财年 760 亿元人民币收入中, “集装箱”和“道路运输车辆”(中集车辆)、“能源、化学和液体食品设备”(中集安瑞科)和“物流服务”分别占比 33%、26%、16%和 11%。

### 主要股东 (上市前)

	权益	目前持有股份	
中集	实际权益	664,950,000	44.33%
	控股公司权益	284,985,000	19.00%
香港中集	实际权益	284,985,000	19.00%
上海太福	实际权益	252,330,000	16.82%
泰洲太福	实际权益	161,602,500	10.77%

资料来源: 公司资料

### 管理层背景

李贵平先生现任中集车辆执行董事、首席执行官兼总裁。李先生于 1987 年至 2003 年在中集集团担任多个职务, 2003 年 4 月加入中集车辆。他曾于 2003 年 4 月至 2010 年 3 月担任副总经理, 2010 年 3 月至 2018 年 1 月担任总经理。李先生于 1986 年获得上海交通大学工程学士学位, 1993 年获得美国南康涅狄格州立大学理学硕士学位。李先生自 2012 年以来一直担任中国汽车工业协会专用车分会主席。

孙春安先生是中集车辆中国市场的执行副总裁兼首席运营官。孙先生于 1996 年至 2001 年任职于扬州通华专用车有限公司, 2002 年至 2004 年在公司华南销售部工作, 2005 年至 2010 年在深圳中集专用车有限公司任职。2010 年 10 月起, 孙先生担任中集车辆中国东南地区销售中心总经理。孙先生于 1991 年 6 月获得江南大学生物工程学士学位。

叶剑锋先生是中集车辆海外市场的执行副总裁兼首席运营官。叶先生于 2004 年 6 月至 11 月在南方中集集装箱制造有限公司工作, 之后加入中集车辆。此后, 他连续担任销售管理部助理经理、新业务发展部经理、总经理助理和全球业务发展总监。叶先生于 1993 年毕业于深圳大学, 并于 2004 年获得澳大利亚巴拉瑞特大学工商管理硕士学位。

李志敏女士是中集车辆副总裁兼董事会秘书。李女士于 2000 年 7 月至 2001 年 11 月在天勤会计师事务所工作; 于 2001 年 10 月至 2005 年 4 月担任天健信德会计师事务所审计部经理。2005 年 4 月起, 李女士在中集车辆公司连续担任财务经理、财务部主任、总经理助理和副总经理。李女士于 1991 年毕业于武汉工业大学。

骆鹏先生是中集车辆财务总监。骆先生于 2004 年 7 月至 2006 年 8 月担任中集车辆会计经理, 2006 年 8 月至 2009 年 4 月担任张家港中集圣达因低温装备有限公司的财务经理。2009 年 5 月起, 骆先生再次加入中集车辆, 担任财务管理部副经理、会计核算部经理和财务总监。骆先生于 1999 年毕业于西安交通大学, 主修会计学, 并于 2004 年在该校获得管理学硕士学位。

### 董事会和高级管理层背景

英文名	中文名	年龄	职位	就职日期	入职日期	职责
<b>Board of Directors</b>						
Mr. Mai Boliang	麥伯良	59	董事长兼非执行董事	8/29/1996	8/1/1996	负责董事会的各项事务
Mr. Li Guiping	李貴平	53	执行董事、首席执行官兼总裁	1/8/2018	4/1/2003	负责公司战略制定和重大决策
Ms. Zeng Beihua	曾北華	64	非执行董事	5/23/2014	3/1/2003	参与制定业务计划、战略和重大决策
Mr. Wang Yu	王宇	46	非执行董事	11/24/2014	11/1/2014	参与制定业务计划、战略和重大决策
Mr. Liu Dong	劉東	54	非执行董事	12/7/2018	12/1/2018	参与制定业务计划、战略和重大决策
Mr. Chen Bo	陳波	54	非执行董事	12/7/2018	12/1/2018	参与制定业务计划、战略和重大决策
Mr. Feng Jinhua	豐金華	62	独立非执行董事	n.a.	12/1/2017	参与制定业务计划、战略和重大决策
Mr. Fan Zhaoping	范肇平	64	独立非执行董事	n.a.	12/1/2017	参与制定业务计划、战略和重大决策
Mr. Cheng Hok Kai Frederick	鄭學啟	54	独立非执行董事	n.a.	n.a.	参与制定业务计划、战略和重大决策
<b>Board of Supervisors</b>						
Mr. Liu Hongqing	劉洪慶	54	主管	10/28/2014	4/1/2003	监督运营和财务
Mr. Liu Zhenhuan	劉震環	62	主管	8/15/2011	8/1/2011	监督运营和财务
Mr. Li Xiaofu	李曉甫	34	主管	12/7/2018	10/1/2013	监督运营和财务
<b>Senior Management</b>						
Mr. Li Guiping	李貴平	53	执行董事、首席执行官兼总裁	4/21/2003	4/1/2003	制定经营策略，做出重大经营决策
Mr. Sun Chunan	孫春安	49	执行副总裁兼总营运主任(内地)	10/8/2010	4/1/2002	中国市场整体业务发展
Mr. Ye Jianfeng	葉劍峰	45	执行副总裁兼总营运主任(海外)	7/1/2010	11/1/2004	全面拓展海外市场业务
Ms. Li Zhimin	李志敏	48	副总裁兼董事会秘书	10/30/2008	4/1/2005	协助管理日常运营
Mr. Luo Peng	駱鵬	40	财务总监	8/3/2012	7/1/2004	公司的财务规划

资料来源：公司数据



中国主要产品类型

产品	图片	描述	主要用途	占总收入比 (%)		销量 (单位)		毛利率	增长潜力
				18年	18年	18年	18年		
<b>中国</b>				<b>19.3%</b>	<b>90,821</b>	<b>51,248</b>	<b>12.8%</b>		
<b>半挂车</b>									
<b>集平半挂车- (品牌:中集、中集通化、中集尹华军东岳汽车)</b>				6.4%	69,257	22,471	13.9%		低
骨架车		由带扭锁装置的骨架架和运行齿轮系统组成。	装载货物的集装箱						低
平板车		平板拖车的模块化设计与围栏拖车共享一个结构框架。	运输大宗货物、大型构筑物或不规则形状货物。						低
码头车		与底盘拖车共享类似的结构，无需扭锁装置。	在货柜码头禁区内运送货柜。						中等
<b>仓栏半挂车 (品牌:中集集团、中集通化、中集华君、东岳车辆)</b>				3.5%	78,803	10,830	13.4%		低
仓栅车									低
侧壁挂车		侧壁挂车的一种改型，有较高的侧卫	运输散货、钢材、木材、煤炭和建筑材料。						低
<b>罐式半挂车 (品牌:中集、中集通化、瑞江车辆)</b>				7.2%	134,718	12,931	11.6%		中等
液罐车			运输液体，如燃料、牛奶、化学品和沥青。	4.0%		5,871	11.3%		中等
粉罐车			运输粉末状物料，如水泥和颗粒。	3.2%		7,060	12.2%		中等
<b>厢式半挂车 (品牌:中集)</b>				0.6%	108,888	1,297	18.8%		高
干货厢式车			运输电子商务包裹及散装货物。						高
侧帘车		类似于干式货车拖车，但带有可移动的侧帘，以提高装载效率。	运输散装货物和货盘。						高
<b>其他(主要由低平板车拖架及载货汽车半拖架组成)</b>				1.5%	97,189	3,719	10.0%		中等
<b>中置轴轿运车 (品牌:中集、中集华军、中集通化)</b>				5.0%	99,301	12,061	13.0%		中等
中置轴轿运车		受中国新监管政策的推动，2017年开始生产。	运输轿车						
<b>特种车辆车体</b>				16.9%			18.2%		中等
翻斗车身			运输建筑材料和废弃物。	7.4%	69,630	25,519	14.4%		中等
搅拌筒		卡车车身可以很容易地安装到卡车底盘上，或与底盘分离。	建筑用混凝土和水泥混合。	7.5%	107,139	16,846	22.6%		中等
<b>其他(主要由环卫车和冷藏车的车体组成)</b>				2.0%	110,248	4,980	19.0%		

资料来源: 公司数据

海外主要产品类型

产品	图片	描述	主要用途	占总收入比 (%)		销售量 (单位)		毛利率	增长潜力
				18年	18年	18年	18年		
<b>北美</b>									
<b>半挂车</b>				25.4%	98,493	62,276	20.2%		
- 集平半挂车 (品牌: 中集)				14.0%	71,736	47,246	28.2%	低	
骨架车		中国制造, 美国南门工厂组装	运输海运集装箱, 家用集装箱和罐式集装箱。						
- 厢式半挂车 (品牌: 先锋)				7.7%	159,150	11,722	11.0%	高	
干货厢式车		美国制造	物流及长途运输						
- 冷藏半挂车 (品牌: 先锋)				3.6%	265,707	3,308	18.0%	高	
冷藏拖车		中国制造, 美国莫农工厂和莫雷诺谷工厂组装。	运输新鲜及冷冻货物						
<b>欧洲</b>									
<b>半挂车 (品牌: 中集Lag, SDC)</b>				8.3%	184,494	10,830	8.8%		
- 集平半挂车				2.8%	144,838	4,593	8.7%	中等	
骨架车		采用可伸缩骨架架, 由运行齿轮系统和可调扭锁装置支撑。	运输集装箱和储罐。						
平板车			运输大型构筑物或不规则形状货物。						
- 罐式半挂车				1.3%	537,428	597	9.8%	中等	
液罐车			运输液体	1.1%		303	10.1%		
粉罐车			运输大宗干货	0.4%		294	8.8%		
- 厢式半挂车				2.4%	185,134	3,074	7.8%	中等	
侧帘车		采用市场领先的滑动防水布系统。	物流和长途运输						
- 其他 (主要由散装容器和交换体组成)				1.8%	172,592	2,566	10.1%		
<b>其它地区</b>									
<b>半挂车</b>				4.9%	n. a.	8,379	11.8%		

资料来源: 公司数据

生产基地

厂名	位置	开始营业 时间	集平半挂车	他栏半挂车	罐式单挂车	厢式半挂车	冷藏半挂车	中轴轿运车	特殊车辆车体	零部件和其它
<b>生产厂家</b>										
<b>中国</b>										
东莞厂	广东	2014年7月1日	●							●
驻马店厂	河南	2004年8月1日	●	●			●	●		
深圳厂	广东	2004年5月1日	●				●			
扬州厂	江苏	2004年1月1日	●	●	●		●			
凉山第一工厂		2007年10月1日	●							
芜湖厂		2007年3月1日		●				●		
镇江厂		2018年7月1日							●	
凉山第二工厂		2011年8月1日		●						
西安厂		2006年9月1日						●		
白银厂		2006年6月1日	●	●						
青岛冷藏拖车厂		2007年11月1日				●				
营口工厂 plant		2005年12月1日	●	●						
济南厂		2005年3月1日			●					
洛阳厂		2007年3月1日		●				●		
青岛厂		2004年11月1日	●	●						
江门厂		2004年12月1日		●				●		
青岛环卫货车厂		2007年6月1日							●	
镇江制冷挂车厂		2018年7月1日				●				
<b>美国</b>										
特雷顿工厂	佐治亚洲	2015年11月1日			●					
莫农工厂	印第安纳洲	2015年11月1日			●					
<b>欧洲</b>										
<b>中集SDC</b>										
(Toomebridge, 安特里姆, 星城, 曼斯菲尔德)										
工厂	英国	2016年6月1日	●		●					
布里工厂	比利时	2015年11月1日		●						
<b>组装线</b>										
<b>美国</b>										
南门工厂	加利福尼亚	2015年11月1日	●							
莫农工厂 (CRTI)	印第安纳洲	2015年11月1日				●				
莫雷诺谷工厂	加利福尼亚	2015年11月1日				●				
<b>Europe</b>										
格丁尼亚工厂	波兰	2015年12月1日	●		●				●	
<b>Other regions</b>										
罗勇厂	泰国	2014年12月1日	●							
约翰内斯堡工厂	南非	2015年6月1日				●		●		
珀斯工厂	澳大利亚	2013年12月1日	●					●		
墨尔本第一工厂	澳大利亚	2015年12月1日	●		●					
墨尔本第二工厂	澳大利亚	2015年12月1日		●						

注: 带星号标志\* 是灯塔厂

资料来源: 公司数据

注: 按照每年当地工作日总数, 设计容量为每天 8 小时

Key Ratios	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19E	Dec-20E	Dec-21E	Profit & Loss (Rmbm)	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19E	Dec-20E	Dec-21E
<b>Valuation Measures</b>						Total turnover	19,367	24,168	25,291	26,904	29,712
<b>Growth</b>						Cost of sales	(16,519)	(21,009)	(21,773)	(23,043)	(25,397)
Revenue growth	33.1%	24.8%	4.6%	6.4%	10.4%	<b>Gross profit</b>	<b>2,848</b>	<b>3,159</b>	<b>3,518</b>	<b>3,861</b>	<b>4,315</b>
Operating profit growth	43.0%	11.0%	20.2%	13.6%	13.1%	Total operating costs	(1,619)	(1,795)	(1,878)	(1,998)	(2,206)
Net profit growth	32.1%	18.5%	27.2%	14.5%	12.5%	<b>Operating profit</b>	<b>1,229</b>	<b>1,365</b>	<b>1,640</b>	<b>1,864</b>	<b>2,109</b>
<b>Margins</b>						Operating EBITDA	1,502	1,668	2,029	2,261	2,517
Gross margin	14.7%	13.1%	13.9%	14.4%	14.5%	<b>Depreciation and amortisation</b>	<b>(273)</b>	<b>(303)</b>	<b>(389)</b>	<b>(398)</b>	<b>(409)</b>
Operating EBITDA margin	7.8%	6.9%	8.0%	8.4%	8.5%	Other recurring income	151	256	321	332	331
Operating margin	6.3%	5.6%	6.5%	6.9%	7.1%	Interest income	74	86	98	128	159
Pretax profit margin	6.6%	6.4%	7.7%	8.3%	8.4%	Interest expense	(114)	(160)	(109)	(101)	(101)
Tax rate	20.5%	20.7%	20.7%	20.7%	20.7%	Exchange gains	(68)	7	-	-	-
Net profit margin	5.0%	4.7%	5.7%	6.2%	6.3%	<b>Pre-tax profit</b>	<b>1,272</b>	<b>1,553</b>	<b>1,950</b>	<b>2,223</b>	<b>2,498</b>
<b>Key Ratios</b>						Taxation	(260)	(321)	(403)	(459)	(516)
ROE	14.4%	16.2%	16.3%	15.1%	15.1%	Minority interests	(47)	(89)	(93)	(99)	(110)
ROA	6.2%	7.0%	8.1%	8.2%	8.4%	<b>Net income to ord equity</b>	<b>964</b>	<b>1,143</b>	<b>1,454</b>	<b>1,665</b>	<b>1,873</b>
Capex/revenue	2.2%	3.2%	6.2%	1.9%	1.9%						
<b>Credit analysis</b>											
EBITDA/interest paid (x)	13.14	10.42	18.67	22.32	24.85						
Debt/EBITDA (x)	1.64	1.37	0.98	0.88	0.79						
Debt/equity	35.2%	28.8%	18.3%	16.3%	14.6%						
Net debt to equity	(4.9%)	(4.1%)	(14.5%)	(21.2%)	(25.9%)						

Balance Sheet (Rmbm)	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19E	Dec-20E	Dec-21E	Cash Flow (Rmbm)	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19E	Dec-20E	Dec-21E
Total cash and equivalents	2,811	2,617	3,564	4,572	5,528	<b>Operating profit</b>	<b>1,229</b>	<b>1,365</b>	<b>1,640</b>	<b>1,864</b>	<b>2,109</b>
Inventories	3,560	3,582	4,214	4,460	4,916	<b>Operating cash flow</b>	<b>2,141</b>	<b>1,472</b>	<b>1,049</b>	<b>2,378</b>	<b>2,497</b>
Accounts receivable	2,817	3,567	3,716	3,953	4,366	<b>Cash flow from operations</b>	<b>1,783</b>	<b>1,084</b>	<b>638</b>	<b>1,951</b>	<b>2,048</b>
<b>Total current assets</b>	<b>11,691</b>	<b>11,531</b>	<b>13,201</b>	<b>14,801</b>	<b>16,813</b>	<b>Cash flow from investing activities</b>	<b>(438)</b>	<b>(10)</b>	<b>(1,578)</b>	<b>(556)</b>	<b>(662)</b>
Tangible fixed assets	3,561	4,044	5,243	5,381	5,552	<b>Cash flow from financing activities</b>	<b>(279)</b>	<b>(1,310)</b>	<b>2,001</b>	<b>(436)</b>	<b>(499)</b>
Intangible assets	610	547	507	470	435	Cash at beginning of period	1,780	2,811	2,617	3,564	4,572
Total investments	881	623	410	436	482	<b>Total cash generated</b>	<b>1,066</b>	<b>(236)</b>	<b>947</b>	<b>1,008</b>	<b>955</b>
Total other assets	(491)	(185)	46	47	47	<b>Implied cash at end of period</b>	<b>2,811</b>	<b>2,617</b>	<b>3,564</b>	<b>4,572</b>	<b>5,528</b>
<b>Total non-current assets</b>	<b>4,560</b>	<b>5,030</b>	<b>6,207</b>	<b>6,334</b>	<b>6,516</b>	<b>Free cash flow</b>	<b>1,363</b>	<b>314</b>	<b>(925)</b>	<b>1,437</b>	<b>1,490</b>
<b>Total assets</b>	<b>16,251</b>	<b>16,561</b>	<b>19,408</b>	<b>21,135</b>	<b>23,329</b>						
Short-term debt	2,282	1,981	1,681	1,681	1,681						
Accounts payable	2,608	3,067	3,317	3,510	3,869						
<b>Total current liabilities</b>	<b>8,569</b>	<b>8,146</b>	<b>8,072</b>	<b>8,452</b>	<b>9,147</b>						
Long-term debt	184	311	311	311	311						
<b>Total non-current liabilities</b>	<b>673</b>	<b>467</b>	<b>475</b>	<b>485</b>	<b>503</b>						
<b>Total liabilities</b>	<b>9,242</b>	<b>8,613</b>	<b>8,547</b>	<b>8,937</b>	<b>9,650</b>						
Common stocks	1,483	1,500	1,834	1,834	1,834						
<b>Shareholders' equity</b>	<b>6,606</b>	<b>7,488</b>	<b>10,379</b>	<b>11,685</b>	<b>13,113</b>						
Minority interests	404	460	481	512	566						
Other equity	-	0	(0)	(0)	(0)						
<b>Total equity</b>	<b>7,009</b>	<b>7,948</b>	<b>10,861</b>	<b>12,198</b>	<b>13,679</b>						
<b>Total liabilities &amp; shareholders' equity</b>	<b>16,251</b>	<b>16,561</b>	<b>19,408</b>	<b>21,135</b>	<b>23,329</b>						

资料来源: 公司数据, 彭博, 海通国际研究所预测

APPENDIX

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japaninvest KK (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

Analyst Certification:

I, Gary Cheung, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

Conflict of Interest Disclosures

If no disclosures are included, it means that at the time of publication there is no conflict of interest pursuant to applicable regulations.

Haitong beneficially owns 1% or more of a class of common equity securities of CIMC Vehicles (Group) (1839 HK).

Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from CIMC Vehicles (Group) (1839 HK), CIMC Group (2039 HK), CIMC Group (000039 CH), CIMC Enric Holdings (3899 HK), and CIMC-TianDa Holdings (445 HK).

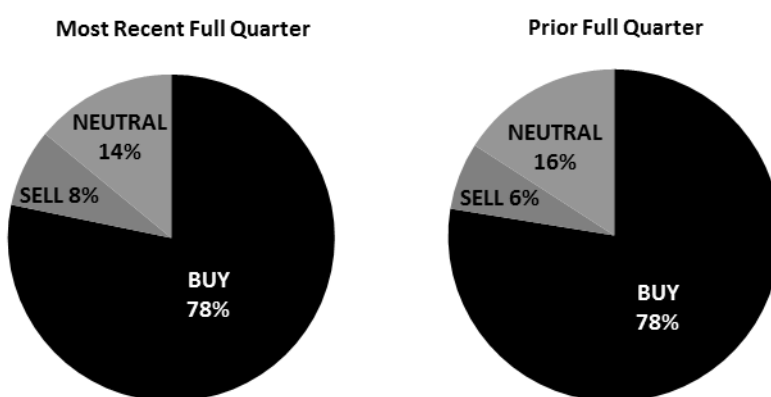
**Ratings Definitions:** Haitong International (sometimes referred to as “HTI”) has three ratings, which are defined below. The percentage of BUY, SELL or NEUTRAL ratings out of the total number of rated notes appears in the Ratings Distribution chart. ALL rated stocks have a target price which represents the analyst’s best estimate of the fundamental value of the stock on a 12 month forward basis.

BUY ≥ 15% absolute upside performance expected within the next 12 months

SELL ≥ 15% absolute downside performance expected within the next 12 months

NEUTRAL: A stock under coverage with insufficient upside or downside to justify a BUY or SELL rating. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Rating Distribution



Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of June 30, 2019

	BUY	Neutral (hold)	SELL
HTI Equity Research Coverage	78%	14%	8%
IB clients*	7%	0%	2%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

**Haitong International Non-Rated Research:** Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

**HTI Equity-Style Portfolios:** Stocks are selected for Haitong International’s equity-style portfolio products based on six different strategies: Value, Quality, Growth, Risk, Momentum and US Exposure. Each quarter, HTI’s rated coverage is screened based on the selection criterion for each strategy and using a scoring methodology, the top 20 stocks for each strategy are identified and assigned to the portfolios. Note that the quantitative screening used to rank stocks for the HTI equity-style portfolios is separate from the fundamental analysis employed by HTI sector analysts, so there may be differences in the assessments of individual stocks.

**HTI Themes:** The Haitong International research department periodically identifies a select number of themes that it believes have longevity and identifies stocks from among its rated coverage that are relevant for these themes. These themes and the relevant stocks are reviewed on a quarterly basis. Note that the strategic attractiveness of a general theme may be different from the fundamental assessments of individual stocks within that theme.

**Related SCNet Visits:** The designation of a related SCNet visit means that the specified Haitong International non-rated company visit reports may provide additional perspective with regard to HTI’s rated coverage. The research department selects these related SCNet visit reports on a quarterly basis. The process of compiling and publishing unrated SCNet notes is separate from the fundamental assessment and publication of individual rated stocks.

**Haitong International Coverage of A-Shares:** Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

**Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index:** HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

#### IMPORTANT DISCLAIMER

**For research reports on non-Indian securities:** The research report is issued by Haitong International Research Limited ("HTIRL"), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited ("HTISGL") and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International Japaninvest KK ("HTIJKK"), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

**For research reports on Indian securities:** The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges"). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG") on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL") and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com) for further information on HTI's organisational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

**Non U.S. Analyst Disclosure:** The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

#### DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

**Notice to Hong Kong investors:** The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

**Notice to U.S. investors:** As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments



discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10173  
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

**People's Republic of China (PRC):** In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

**Notice to Canadian Investors:** Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

**Notice to Singapore investors:** This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [Co Reg No 201306644N. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") to (a) advise and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.  
10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315  
Telephone: (65) 6536 1920

**Notice to Japanese investors:** This research report is distributed by Haitong International Japaninvest KK ("HTIJKK"), which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan. This research report is solely and exclusively directed at, and made available only to "Qualified Institutional Investors" as defined in the Financial Instruments and Exchange Law of Japan.

**Notice to UK investors:** This research report is distributed by Haitong International (UK) Limited, which is authorised and regulated by the UK Financial Conduct Authority. The research report (and any advice contained therein) is directed only at, and made available only to, professional clients and eligible counterparties (as defined in the Financial Conduct Authority's rules) who are clients of Haitong International (UK) Limited.

**Notice to Australian investors:** The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Class Order 03/1102, 03/1103 or 03/1099, respectively, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

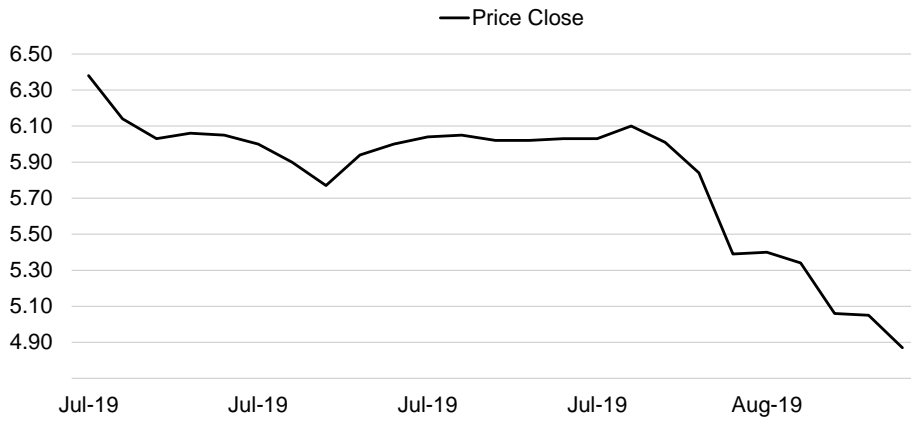
**Notice to Indian investors:** The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

Recommendation Chart



Date	Recommendation	Target (HK\$)	Price (HK\$)
------	----------------	---------------	--------------

2019-08-13

Source: Company data, Bloomberg, HTI estimates