

**中信证券研究部**


**陈俊斌**  
 首席制造产业分析师  
 S1010512070001



**尹欣驰**  
 汽车分析师  
 S1010519040002

**核心观点**

**公司创业板 IPO 成功过会，拟募资 20 亿元进行灯塔工厂建设及数字化转型等项目。创业板上市后，由于其在 A+H 两地上市，将自动纳入港股通，公司股票的流动性与交易量或将显著提升，有望迎来估值修复。公司是全球半挂车与上装业务龙头，规模、技术与产业布局优势显著，市场份额有望进一步提升。维持目标价 9.27 港元，维持“买入”评级。**

**创业板 IPO 成功过会，拟募资 20 亿元进行灯塔工厂建设及数字化转型等项目。** 12 月 25 日，公司 IPO 申请获深交所创业板上市委审议通过。公司拟募资 20 亿元用于数字化转型及研发项目（5 亿元）、升级与新建灯塔工厂项目（11.5 亿元）、新营销建设项目（1 亿元）、偿还银行贷款及补充流动资金（2.5 亿元）。公司创业板上市后，由于其在 A+H 两地上市，将自动纳入港股通，公司股票的流动性与交易量或将显著提升，有望迎来估值修复。

**公司是全球领先的半挂车与专用车上装龙头。** 公司主要业务为半挂车与专用车上装，是该领域的全球龙头。2019 年，公司半挂车销量达 11.8 万辆，连续七年销量稳居世界第一。对标欧美等发达经济体，我国甩挂运输模式的逐步应用有望长期拉动半挂车需求，冷藏半挂车、冷藏厢、厢式半挂车等专业化运输车型渗透率亦有较大提升潜力。在挂车新国标实施、超载治理趋严、按轴收费等政策影响下，行业竞争格局有望显著优化，公司作为行业龙头，产品单价与市占率均有望进一步提升。2020 年前三季度公司归母净利润同比-16%，主要由于欧美受新冠疫情冲击较大，公司海外业务受到较大影响。

**规模+技术+布局，构建企业核心竞争力。** 规模上，公司是全球最大的半挂车厂商，背靠中集集团进行集采，规模效应显著。先进的“灯塔工厂”能够显著提升产品质量，降低生产成本。技术上，公司技术积累深厚，参与国家标准制定，能够迅速适应法规变化与行业技术升级的要求，产品迭代能力强。布局上，公司深度绑定重点客户，与陕重汽成立合资公司，与一汽解放成立开发基地，并与上汽红岩合作成立“红岩瑞江”品牌。公司拥有成功的全球投资经验，海外布局广泛，有望在欧洲与其他地区复制其在美国的成功路径。

**风险因素：**美国对公司骨架车的反倾销及反补贴调查，宏观经济增速下行压力持续；重卡与半挂车销量提前透支；基建刺激政策落地不及预期；海外二次疫情冲击；中美贸易摩擦升级；英国 SDC Trailer 重组整合不及预期。

**投资建议：**维持 2020/21/22 年 EPS 预测 0.70/0.87/1.01 元，当前股价对应 2020/21/22 年 8.1/6.6/5.6 倍 PE。在甩挂模式渗透率提升、新法规实施提升产品单价、冷藏车销量爆发等因素利好下，半挂车与上装行业有望实现进一步的发展。公司是全球半挂车与上装业务龙头，规模、技术与产业布局优势显著，市场份额有望进一步提升。维持目标价 9.27 港元，维持“买入”评级。

<b>中集车辆</b>	<b>01839.HK</b>
<b>评级</b>	<b>买入（维持）</b>
当前价	6.74 港元
目标价	9.27 港元
总股本	1,765 百万股
港股流通股本	564 百万股
52 周最高/最低价	8.03/5.3 港元
近 1 月绝对涨幅	-5.47%
近 6 月绝对涨幅	22.99%
近 12 月绝对涨幅	21.45%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	24,168.17	23,220.21	24,611.49	27,241.04	28,946.57
营业收入增长率	24.79%	-3.92%	5.99%	10.68%	6.26%
净利润(百万元)	1,142.92	1,210.64	1,230.12	1,527.10	1,787.71
净利润增长率	18.51%	5.93%	1.61%	24.14%	17.07%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.76	0.75	0.70	0.87	1.01
毛利率%	13.07%	12.85%	12.97%	13.63%	14.09%
净资产收益率 ROE%	15.26%	12.42%	11.96%	13.75%	14.84%
每股净资产(元)	4.2	5.5	5.8	6.3	6.8
PE	7.4	7.9	8.1	6.6	5.6
PB	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 12 月 24 日收盘价

**利润表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	24,168	23,220	24,611	27,241	28,947
营业成本	(21,009)	(20,235)	(21,420)	(23,528)	(24,868)
毛利率	13.07%	12.85%	12.97%	13.63%	14.09%
营业税金及附加	(574)	(597)	(640)	(681)	(695)
销售费用	2.38%	2.57%	2.60%	2.50%	2.40%
营业费用率	(1,221)	(1,300)	(1,378)	(1,471)	(1,505)
管理费用	5.05%	5.60%	5.60%	5.40%	5.20%
管理费用率	(74)	(28)	(22)	(8)	(1)
财务费用	0.31%	0.12%	0.09%	0.03%	0.00%
财务费用率	1,547	1,558	1,583	1,968	2,306
投资收益	6.40%	6.71%	6.43%	7.23%	7.97%
营业利润	1,553	1,571	1,596	1,981	2,319
营业利润率	(321)	(244)	(248)	(308)	(361)
营业外收入	20.66%	15.55%	15.55%	15.55%	15.55%
营业外支出	89	116	118	146	171
利润总额	1,143	1,211	1,230	1,527	1,788
所得税	4.73%	5.21%	5.00%	5.61%	6.18%
所得税率	24,168	23,220	24,611	27,241	28,947
少数股东损益	(21,009)	(20,235)	(21,420)	(23,528)	(24,868)
归属于母公司股东的净利润	13.07%	12.85%	12.97%	13.63%	14.09%
净利率	(574)	(597)	(640)	(681)	(695)

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	1,553	1,571	1,596	1,981	2,319
所得税支出	-321	-244	-248	-308	-361
折旧和摊销	303	370	379	442	513
营运资金的变化	1,361	600	-109	-511	95
其他经营现金流	-1,812	-451	23	25	5
经营现金流合计	1,083	1,846	1,641	1,630	2,571
资本支出	-870	-980	-508	-806	-913
投资收益	860	86	19	19	19
其他投资现金流	-10	-894	-489	-787	-893
投资现金流合计	0	1,488	44	53	53
发行股票	-320	-565	-808	185	-328
负债变化	-815	-400	-738	-764	-894
股息支出	-175	-342	-22	-8	-1
其他融资现金流	-1,310	181	-1,524	-534	-1,169
融资现金流合计	-237	1,133	-373	309	509
现金及现金等价物净增加额	1,553	1,571	1,596	1,981	2,319

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,617	3,791	3,418	3,727	4,236
存货	3,582	3,829	4,054	4,453	4,706
应收账款	4,274	2,954	3,131	3,466	3,683
其他流动资产	665	1,788	1,788	1,788	1,788
流动资产	11,139	12,363	12,391	13,433	14,412
固定资产	3,446	4,016	4,159	4,538	4,946
长期股权投资	231	252	252	252	252
无形资产	1,146	1,439	1,426	1,411	1,402
其他长期资产	599	612	612	612	612
非流动资产	5,422	6,319	6,448	6,812	7,212
资产总计	16,561	18,681	18,839	20,245	21,624
短期借款	1,981	1,566	758	943	615
应付账款	4,943	5,619	5,944	6,199	6,786
其他流动负债	1,222	936	923	927	929
流动负债	8,146	8,121	7,626	8,069	8,330
长期借款	311	89	89	89	89
其他长期负债	157	251	251	251	251
非流动性负债	467	339	339	339	339
负债合计	8,613	8,460	7,965	8,409	8,670
股本	7,488	9,751	10,286	11,103	12,049
资本公积	7,488	9,751	10,286	11,103	12,049
归属于母公司所有者权益合计	460	470	588	734	905
少数股东权益	7,948	10,221	10,874	11,837	12,954
股东权益合计	16,561	18,681	18,839	20,245	21,624
负债股东权益总计	2,617	3,791	3,418	3,727	4,236

**主要财务指标**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	24.79%	-3.92%	5.99%	10.68%	6.26%
营业利润增长率	21.39%	0.69%	1.62%	24.34%	17.18%
净利润增长率	18.51%	5.93%	1.61%	24.14%	17.07%
毛利率	13.07%	12.85%	12.97%	13.63%	14.09%
EBITDA Margin	4.35%	5.63%	5.44%	6.07%	6.70%
净利率	4.73%	5.21%	5.00%	5.61%	6.18%
净资产收益率	15.26%	12.42%	11.96%	13.75%	14.84%
总资产收益率	6.90%	6.48%	6.53%	7.54%	8.27%
资产负债率	0.52	0.45	0.42	0.42	0.40
所得税率	20.66%	15.55%	15.55%	15.55%	15.55%
股利支付率	41.18%	65.61%	60.00%	50.00%	50.00%

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。