

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

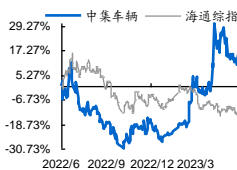
全球挂车龙头，加快新能源探索

股票数据

06月06日收盘价(元)	12.12
52周股价波动(元)	7.29-14.00
总股本/流通A股(百万股)	2018/725
总市值/流通市值(百万元)	24453/15625

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.0	16.5	14.6
相对涨幅(%)	-0.8	23.6	21.9

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘一鸣

Tel: (021) 23154145

Email: lym15114@haitong.com

证书: S0850522120003

分析师: 王猛

Tel: (021) 23185692

Email: wm10860@haitong.com

证书: S0850517090004

分析师: 房乔华

Tel: (021) 23185699

Email: fqh12888@haitong.com

证书: S0850522030001

分析师: 张觉尹

Tel: (021) 23185705

Email: zjy15229@haitong.com

证书: S0850523020001

投资要点:

- 中集车辆主要从事全球半挂车、专用车上装以及厢体的生产与销售，是全球领先的半挂车与专用车高端制造企业、中国道路运输装备高质量发展的先行者，中国新能源专用车领域的探索创新者。**根据中集车辆年报，2022年公司在全球销售各类车辆15.2万台，同比下降24%，其中半挂车12.8万台，同比下降8%。2022年公司取得营收236亿元，同比-15%，扣非归母净利润9.2亿元，同比+44%；2023年一季度公司取得营收66亿元，同比+28%，扣非归母净利润4.8亿元，同比+362%。
- 中集车辆六大业务包括：**深耕全球半挂车市场的“灯塔先锋业务”、“北美业务”以及“欧洲业务”，及聚焦专用车上装以及厢体高端制造的“强冠业务集团”、“太字节业务集团-渣土车业务”以及“太字节业务集团-城配厢体业务”。
- 得益于前瞻性战略布局，依托当地制造优势，中集车辆紧抓北美半挂车市场旺盛需求契机，获得高速增长。**根据公司2022年年报援引美国ACT研究机构数据，2022年美国半挂车产量达37.4万辆，同比增长25.4%。公司目前业务范围覆盖全球四大主要市场、40多个国家和地区，在国内外拥有25家“灯塔”工厂。2022年公司国外业务取得营收135亿元，同比高速增长49%，而同期中国大陆业务下滑55%，公司2022年营收中国外业务占比达到57%。2022年国外业务毛利率14.8%，显著高于国内的业务的10%；毛利中，国外业务占比接近64%。
- 中集车辆正在加快新能源方面的布局与探索。**公司新能源半挂车的研发项目厚积薄发，北美冷藏车的新能源领域探索进入实质阶段，依靠内置车轴端发电机和蓄电池组向冷机供电，实现更轻的整车自重和长续航，并启动第二代样车的研发与试验。
- 投资建议：**我们认为，海外客户对中国重卡的认知逐渐积累，包含中集车辆挂车业务在内的重卡产业链在海外有望持续增长。我们预计公司2023/24/25年取得营收299/361/423亿元，归母净利润16.7/22.7/28.7亿元，EPS为0.83/1.13/1.42元，2023年6月6日收盘价对应PE约为15/11/9倍。参考可比公司，我们预计公司2023年合理PE范围为16-20倍，对应合理价值区间为13.21-16.51元。首次覆盖，给予“优于大市”评级。
- 风险提示：**全球半挂车销量低于预期，原材料价格大幅上涨。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	27648	23621	29899	36089	42281
(+/-)YoY(%)	4.3%	-14.6%	26.6%	20.7%	17.2%
净利润(百万元)	901	1118	1666	2270	2870
(+/-)YoY(%)	-20.4%	24.1%	49.0%	36.3%	26.4%
全面摊薄EPS(元)	0.45	0.55	0.83	1.13	1.42
毛利率(%)	11.0%	13.3%	15.5%	16.2%	16.6%
净资产收益率(%)	7.7%	8.8%	11.6%	13.7%	14.8%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

营收及盈利能力预测:

半挂车业务: 我们认为由于半挂车与重卡中的半挂牵引车配套使用, 公司该业务增速将与国产重卡的增速相仿。随着海外对国产重卡认知的积累, 我们预计中集车辆 2023/24/25 年半挂车销量与营收均增长 34%/25%/20%。考虑到规模效应, 我们预计公司半挂车业务的营业成本增速为 30%/24%/19.5%, 毛利率分别为 16.4%/17.0%/17.4%。

表 1 公司分业务盈利预测 (百万元)

收入(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
半挂车系列	18143	24312	30390	36468
其他业务	5478	5587	5699	5813
合计	23621	29899	36089	42281
成本(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
半挂车系列	15639	20330	25210	30125
其他业务	4844	4941	5040	5141
合计	20483	25271	30250	35266
毛利(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
半挂车系列	2505	3982	5180	6343
其他业务	633	646	659	672
合计	3138	4628	5839	7015
毛利率	2022	2023E	2024E	2025E
半挂车系列	13.8%	16.4%	17.0%	17.4%
其他业务	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%
合计	13.3%	15.5%	16.2%	16.6%
营业收入-同比	2022	2023E	2024E	2025E
半挂车系列	18.8%	34.0%	25.0%	20.0%
其他业务		2.0%	2.0%	2.0%
合计	-14.6%	26.6%	20.7%	17.2%
营业成本-同比	2022	2023E	2024E	2025E
半挂车系列	15.3%	30.0%	24.0%	19.5%
其他业务		2.0%	2.0%	2.0%
合计	-16.7%	23.4%	19.7%	16.6%

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

表 2 可比公司估值比较

可比公司	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
中国重汽	14.90	0.88	0.18	0.86	1.27	19	82	17	12
福田汽车	3.07	-0.77	0.01	0.18	0.28	-4	345	17	11
平均						7	213	17	11

资料来源: Wind 一致性预测 (收盘价日期为 2023 年 6 月 6 日), 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	23621	29899	36089	42281
每股收益	0.55	0.83	1.13	1.42	营业成本	20483	25271	30250	35266
每股净资产	6.29	7.09	8.21	9.64	毛利率%	13.3%	15.5%	16.2%	16.6%
每股经营现金流	0.57	0.22	1.16	1.53	营业税金及附加	91	120	144	169
每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	526	628	722	803
P/E	21.87	14.68	10.77	8.52	营业费用率%	2.2%	2.1%	2.0%	1.9%
P/B	1.93	1.71	1.48	1.26	管理费用	1034	1286	1516	1734
P/S	1.04	0.82	0.68	0.58	管理费用率%	4.4%	4.3%	4.2%	4.1%
EV/EBITDA	7.10	7.40	5.47	4.13	EBIT	1189	2206	3006	3801
股息率%	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-91	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	13.3%	15.5%	16.2%	16.6%	资产减值损失	-38	0	0	0
净利润率	4.7%	5.6%	6.3%	6.8%	投资收益	-24	0	0	0
净资产收益率	8.8%	11.6%	13.7%	14.8%	营业利润	1473	2206	3006	3801
资产回报率	5.0%	6.7%	7.9%	8.6%	营业外收支	2	0	0	0
投资回报率	6.2%	10.4%	12.4%	13.5%	利润总额	1475	2206	3006	3801
盈利增长 (%)					EBITDA	1738	2975	3904	4832
营业收入增长率	-14.6%	26.6%	20.7%	17.2%	所得税	361	540	736	931
EBIT 增长率	15.3%	85.6%	36.3%	26.4%	有效所得税率%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%
净利润增长率	24.1%	49.0%	36.3%	26.4%	少数股东损益	-4	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1118	1666	2270	2870
资产负债率	39.9%	40.0%	40.3%	39.8%					
流动比率	1.81	1.78	1.79	1.86	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.06	0.97	0.99	1.06	货币资金	4851	3570	4217	5597
现金比率	0.60	0.38	0.39	0.44	应收账款及应收票据	3215	4236	5113	5990
经营效率指标					存货	5515	6318	7562	8817
应收账款周转天数	44.98	43.79	45.71	46.34	其它流动资产	1094	2373	2713	3053
存货周转天数	91.87	84.28	82.59	83.60	流动资产合计	14673	16496	19605	23457
总资产周转率	1.07	1.27	1.34	1.36	长期股权投资	193	193	193	193
固定资产周转率	4.94	5.66	6.03	6.37	固定资产	4933	5638	6327	6940
					在建工程	248	474	587	643
					无形资产	844	844	844	844
					非流动资产合计	7544	8454	9256	9926
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	22217	24950	28861	33383
净利润	1118	1666	2270	2870	短期借款	468	468	468	468
少数股东损益	-4	0	0	0	应付票据及应付账款	4550	5616	6722	7837
非现金支出	618	769	898	1030	预收账款	12	0	0	0
非经营收益	-158	-6	0	0	其它流动负债	3099	3203	3737	4274
营运资金变动	-420	-1976	-821	-820	流动负债合计	8128	9287	10927	12579
经营活动现金流	1154	453	2347	3080	长期借款	331	331	331	331
资产	-168	-1700	-1700	-1700	其它长期负债	397	370	370	370
投资	-80	0	0	0	非流动负债合计	729	701	701	701
其他	-18	42	0	0	负债总计	8857	9988	11628	13280
投资活动现金流	-266	-1658	-1700	-1700	实收资本	2018	2018	2018	2018
债权募资	-473	7	0	0	归属于母公司所有者权益	12700	14301	16572	19442
股权募资	100	0	0	0	少数股东权益	661	661	661	661
其他	-581	-71	0	0	负债和所有者权益合计	22217	24950	28861	33383
融资活动现金流	-954	-65	0	0					
现金净流量	-12	-1281	647	1380					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 06 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘一鸣 汽车行业
 王猛 汽车行业
 房乔华 汽车行业
 张觉尹 汽车行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 中鼎股份,伯特利,长城汽车,中国重汽,欣锐科技,拓普集团,瑞鹄模具,华阳集团,阿尔特,华依科技,潍柴动力,保隆科技,理想汽车-W,科博达,奥福环保,吉利汽车,比亚迪,骆驼股份,敏实集团,文灿股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通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。