

审慎推荐-A (维持)

中国重汽 000951.SZ

当前股价: 14.5 元

2017 年 04 月 10 日

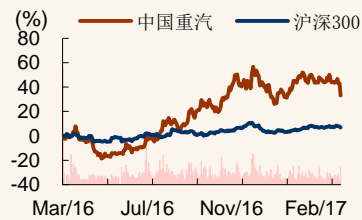
业绩符合预期, 回暖行情持续

基础数据

上证综指	3241
总股本 (万股)	67108
已上市流通股 (万股)	67084
总市值 (亿元)	102
流通市值 (亿元)	102
每股净资产 (MRQ)	7.29
ROE (TTM)	8.85
资产负债率	73.2%
主要股东	中国重汽 (香港) 有限
主要股东持股比例	63.78%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	42	55
相对表现	6	36	59



资料来源: 贝格数据、招商证券

**事件:** 公司公布 16 年年报, 实现营收 211.2 亿 (+9.1%), 归母净利润 4.2 亿 (+50.1%), EPS 0.62 元 (+47.6%), 符合此前预期。伴随重卡回暖行情持续, T 系列产品销量增长, 公司产品结构上行步入高盈利期。看好公司业绩持续高增长, 维持“审慎推荐-A”投资评级。

评论:

1、业绩增长来源于行业回暖和公司产品结构上行

受超限超载治理、更新换代需求、工程机械回暖三方面影响, 16 年全国重卡销量 73.3 万辆, 同比增长 33.1%; 公司重卡销量 80,216 辆, 同比增速 7.5%。公司是重卡行业领军龙头, 16 年受产品结构影响市场份额略有下滑位居第三, 仅次于一汽解放、东风汽车, 但仍录得绝对量 7.5% 同比增长, 尤其是 HOWO-T 系列同比增长达 57% 左右, 产品结构上行致使毛利率实现 10.3%, 同比增长 2.4%。公司是纯正重卡标的, 重卡业务占营收 94%, 17 年随着行业持续升温, 继续维持高增长。

在营收增长同时, 公司费用控制实现“精益化管理”, 盈利水平显著增强。公司通过实施“精益化管理”和贯彻 TS/ISO16949 质量标准体系, 已初步形成“以销定产、订单排产、精准物流、精细管理、精品质控”的“3+3 生产模式”; 同时不断加大营销力度, 提高经销网络密度, 提质增效确保业绩增长。16 年管理费用同比下降 7.3%, 费率下降 50ppt; 销售费率持平。

2、自卸车接力增长, 17 年重卡景气度可持续

公司 17 年重卡销量态势良好, 1 月、2 月分别销售 6887 辆、7190 辆, 同比大增 79.3%、122.1%, 增幅达近五年之最。超限超载治理驱动物流车超强增长, 增速或在 3 月见顶, 而自卸车将接力驱动重卡销量增长, 原因有: 1) 基建项目投资额高增长有力支撑自卸车全年行情; 2) 上一轮自卸车销量顶点在 10-11 年, 距今车龄已有 6-7 年时间, 内部更新需求强烈。我们认为, 此次限超限载对行业影响将持续 1 年左右, 叠加工程机械开春旺季与自卸车销量增长, 重卡行业 17 年上半年仍然会快速增长。

3、T 系列产品增长强劲, 降本增效盈利上行

16 年 T 系列产品销量增长 57%, 公司步入高盈利期。公司 T 系列产品是基于 MAN 技术开发的最新一代产品, 目前销量占比约 30%, 未来将不断提高。T 系列产品均价在 33 万左右, 较其他产品高 20%-30%, 毛利率亦有所提高。伴随着 T 系列车型的上量热销, 公司将步入盈利高增长期。

**风险提示:** 工程机械回暖不及预期; 高端产品推广不及预期

汪刘胜

0755-25310137  
wangls@cmschina.com.cn  
S1090511040037

唐楠

S1090511080002

彭琪

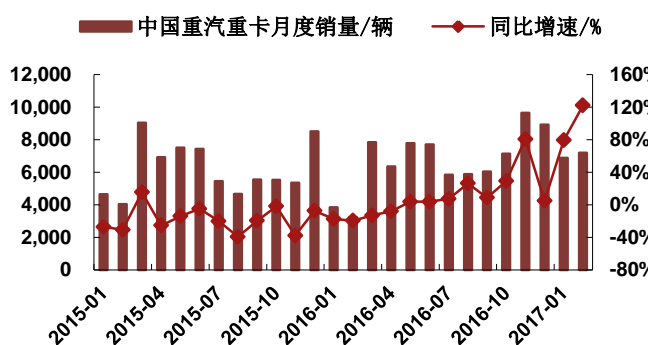
S1090514080003

研究助理

寸思敏

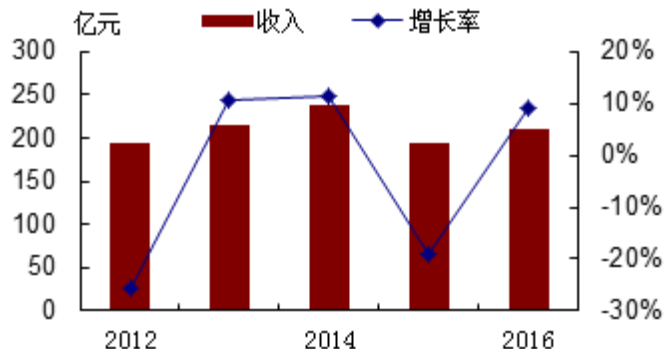
cuansimin1@cmschina.com.cn

图 1：重卡行业销量情况一览



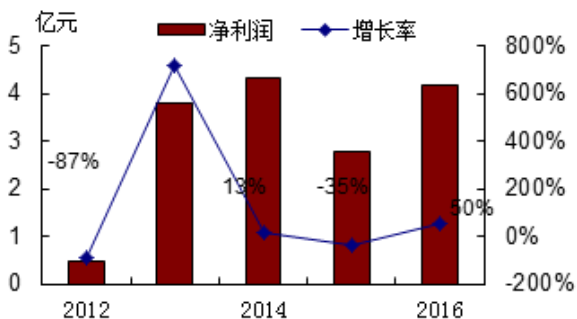
资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：公司营业收入情况一览



资料来源：贝格数据、招商证券

图 3：公司净利润情况一览



资料来源：贝格数据、招商证券

图 4：中国重汽豪沃系列车型一览



HOWO-T5G

HOWO-T7H

资料来源：贝格数据、招商证券

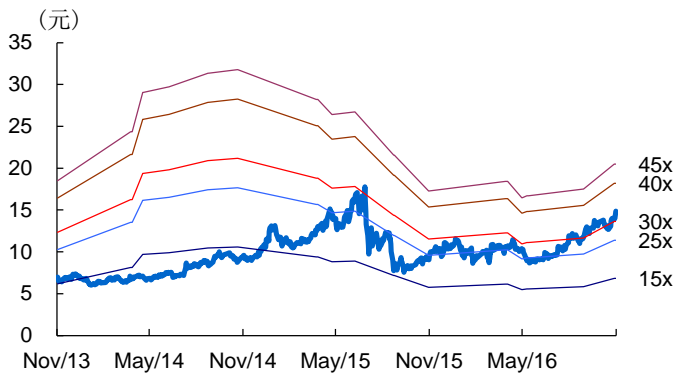
公司在行业复苏需求拉动的背景下，结合自身充足的现金流和德国 MAN 公司合作的先进技术，未来随着 T 系列销量增长将步入盈利高增长期。预估公司 17-19 年 EPS 分别为 0.79、0.83、0.86 元，对应 17 年-19 年 PE 分别为 18.9、18.0、17.3 倍，维持公司“审慎推荐-A”评级。

表 1：销售收入结构预测

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	19364	21119	23050	23900	24500
同比增长	-19%	9%	9%	4%	3%
营业利润(百万元)	410	701	926	974	1012
同比增长	-43%	71%	32%	5%	4%
净利润(百万元)	279	418	527	554	575
同比增长	-35%	50%	26%	5%	4%
每股收益(元)	0.66	0.62	0.79	0.83	0.86
P/E(倍)	22.3	23.8	18.9	18.0	17.3
P/B(倍)	1.4	2.0	1.9	1.8	1.6

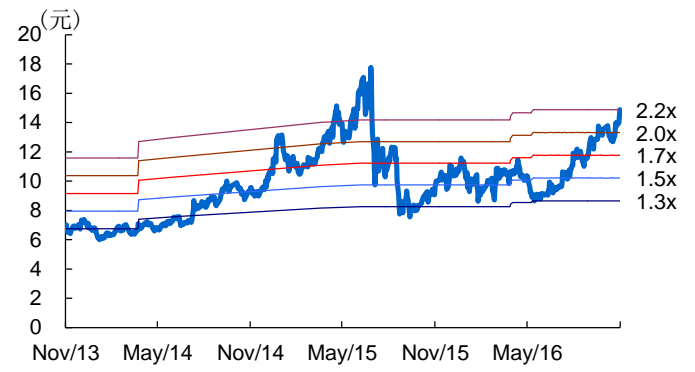
资料来源：公司数据、招商证券

图 5: 中国重汽历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 6: 中国重汽历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	14696	18198	19382	20059	20537
现金	1551	988	1000	1000	1001
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	6171	8865	9676	10033	10285
应收款项	4693	3885	3993	4140	4244
其它应收款	72	123	135	140	143
存货	2128	4082	4303	4461	4572
其他	81	253	276	286	293
<b>非流动资产</b>	2266	2119	1968	1838	1725
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1599	1429	1316	1220	1139
无形资产	387	378	340	306	275
其他	281	312	312	311	311
<b>资产总计</b>	<b>16962</b>	<b>20317</b>	<b>21350</b>	<b>21897</b>	<b>22262</b>
<b>流动负债</b>	10819	14708	15193	15135	14868
短期借款	3173	4675	5031	4672	4193
应付账款	2440	3991	4322	4480	4592
预收账款	243	549	595	616	632
其他	4963	5493	5246	5367	5452
<b>长期负债</b>	1005	163	163	163	163
长期借款	700	0	0	0	0
其他	305	163	163	163	163
<b>负债合计</b>	<b>11824</b>	<b>14871</b>	<b>15357</b>	<b>15299</b>	<b>15032</b>
股本	419	671	671	671	671
资本公积金	684	432	432	432	432
留存收益	3454	3789	4161	4581	5022
少数股东权益	580	553	729	914	1105
归属于母公司所有者权益	4558	4892	5265	5685	6126
<b>负债及权益合计</b>	<b>16962</b>	<b>20317</b>	<b>21350</b>	<b>21897</b>	<b>22263</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	240	(308)	610	793	912
净利润	279	418	527	554	575
折旧摊销	251	237	251	230	213
财务费用	209	205	200	200	200
投资收益	0	0	0	0	(1)
营运资金变动	(632)	(1289)	(556)	(389)	(275)
其它	133	121	188	198	201
<b>投资活动现金流</b>	(66)	(64)	(100)	(100)	(100)
资本支出	(67)	(64)	(100)	(100)	(100)
其他投资	1	1	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	364	(187)	(499)	(693)	(811)
借款变动	701	220	(144)	(359)	(478)
普通股增加	0	252	0	0	0
资本公积增加	(0)	(251)	0	0	0
股利分配	(126)	(84)	(154)	(134)	(134)
其他	(210)	(323)	(200)	(200)	(199)
<b>现金净增加额</b>	<b>538</b>	<b>(559)</b>	<b>12</b>	<b>0</b>	<b>1</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	19364	21119	23050	23900	24500
营业成本	17379	18894	20463	21213	21739
营业税金及附加	64	73	79	82	84
营业费用	627	670	731	758	777
管理费用	597	553	604	626	642
财务费用	178	181	200	200	200
资产减值损失	109	48	48	48	48
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	1
<b>营业利润</b>	410	701	926	974	1012
营业外收入	32	31	31	31	31
营业外支出	3	19	20	20	20
<b>利润总额</b>	439	712	937	985	1023
所得税	91	174	234	246	256
<b>净利润</b>	348	538	703	739	767
少数股东损益	69	120	176	185	192
<b>归属于母公司净利润</b>	279	418	527	554	575
<b>EPS (元)</b>	0.66	0.62	0.79	0.83	0.86

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-19%	9%	9%	4%	3%
营业利润	-43%	71%	32%	5%	4%
净利润	-35%	50%	26%	5%	4%
<b>获利能力</b>					
毛利率	10.2%	10.5%	11.2%	11.2%	11.3%
净利率	1.4%	2.0%	2.3%	2.3%	2.3%
ROE	6.1%	8.5%	10.0%	9.7%	9.4%
ROIC	4.8%	6.3%	7.7%	7.8%	8.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	69.7%	73.2%	71.9%	69.9%	67.5%
净负债比率	27.6%	25.5%	23.6%	21.3%	18.8%
流动比率	1.4	1.2	1.3	1.3	1.4
速动比率	1.2	1.0	1.0	1.0	1.1
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1
存货周转率	7.4	6.1	4.9	4.8	4.8
应收帐款周转率	4.7	4.9	5.9	5.9	5.8
应付帐款周转率	7.0	5.9	4.9	4.8	4.8
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.66	0.62	0.79	0.83	0.86
每股经营现金	0.57	-0.46	0.91	1.18	1.36
每股净资产	10.87	7.29	7.85	8.47	9.13
每股股利	0.20	0.23	0.20	0.20	0.20
<b>估值比率</b>					
PE	22.3	23.8	18.9	18.0	17.3
PB	1.4	2.0	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	10.9	8.1	6.5	6.4	6.3

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

**汪刘胜**，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究10年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；并入围新财富最佳分析师评选。2009年获水晶球奖项，新财富最佳分析师上榜，2014年获水晶球第一并获得新财富最佳分析师第二名，2016年获得新财富第五。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。