

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

汽车

中国重汽(000951)

增持

2019年一季报预告点评

(首次覆盖)

2019年04月17日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	671/671
总市值/流通(百万元)	13,462/13,458
上证综指/深圳成指	3,254/10,288
12个月最高/最低(元)	23.68/9.82

相关研究报告:

- 《中国重汽-000951-销量平淡，坏账冲回增厚盈利》——2011-10-24
- 《中国重汽-000951-大幅计提坏账导致业绩低于预期》——2011-03-27
- 《中国重汽09年3季报点评：市场份额受到蚕食》——2009-10-29
- 《中国重汽中报点评：2Q09业绩大幅上升》——2009-08-25
- 《中国重汽：中国重汽与MAN携手 长期竞争力提升》——2009-07-17

证券分析师：梁超

电话：0755-22940097
E-MAIL: liangchao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号：S0980515080001
联系人：陶定坤
E-MAIL: taodingkun@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

改革见成效，一季度预告超预期

● 业绩符合预期

公司近期发布2019年Q1业绩预报，预计2019年一季度实现归母净利润2.9亿-3.3亿元，同比增长50%-70%。系报告期销量增长及成本管控优化所致。今年1-3月，中国重汽的重卡销量分别为1.85万辆、1.41万辆和1.9万辆，重卡累计销量达5.2万辆，比去年一季度增长12%。同时一季度累计生产柴油发动机5.57万台，同比增长16.97%，均保持高基数增长。

● 行业销量维持高位

全年来看，受固定资产投资回升+环保淘汰+存量替换因素驱动，有望销量维持高位。**基建**：财政部部长刘昆在“中国发展高层论坛”上表示，为应对经济下行压力，将继续增加基建规模，将对重卡销量起到明显的拉动作用。**更新**：8年7月“蓝天保卫计划”将加速淘汰老旧车辆进行存量替换，此番“强制淘汰”预计将推动200万辆以上国III在三年内完成更新换代，重卡年销量有望高基数继续增长。重卡累计销量已突破5万辆，达到5.2万辆，比去年一季度增长12%。

● 市场化改革再出发，盈利能力或大幅改善

18年9月公司董事长谭旭光先生兼任重汽集团董事长以来，进行了大刀阔斧的人事改革，短期内有望注入新的发展活力，改善盈利能力。长期来看，今年两会山东省委书记刘家义表示将会推动山东重工、中国重汽、潍柴的重组。山东省领导目的明确，将优质资产进行整合，打造重卡企业世界龙头。

● 风险提示

行业销量大幅下滑，改革效果低于预期。

● 改革重组，降本增效，首次覆盖，给予“增持”评级

重卡行业销量维持高位运行，强势领导履职带来市场化改革预期，公司盈利能力提升或持续超预期，预计19/20/21年EPS分别1.86/2.16/2.34元，对应PE分别10.8/9.3/8.6倍，一年期目标估值在22.32元-26.04元，较目前价格有11%-30%的上涨空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

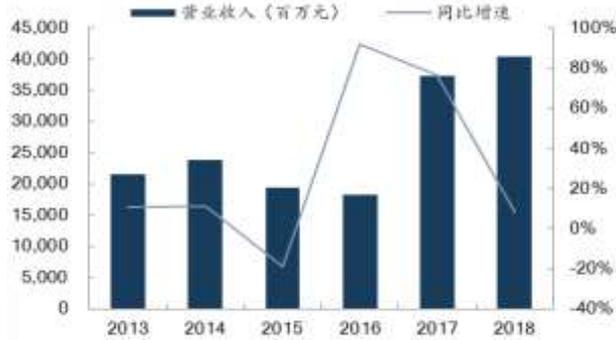
	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	40,378	42,902	44,543	45,714
(+/-%)	8.2%	6.3%	3.8%	2.6%
净利润(百万元)	905	1248	1452	1571
(+/-%)	0.8%	37.9%	16.3%	8.2%
摊薄每股收益(元)	1.35	1.86	2.16	2.34
EBIT Margin	5.2%	5.6%	6.0%	6.3%
净资产收益率(ROE)	14.9%	19.2%	20.7%	20.8%
市盈率(PE)	14.9	10.8	9.3	8.6
EV/EBITDA	12.3	11.8	10.7	10.0
市净率(PB)	2.22	2.07	1.92	1.78

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

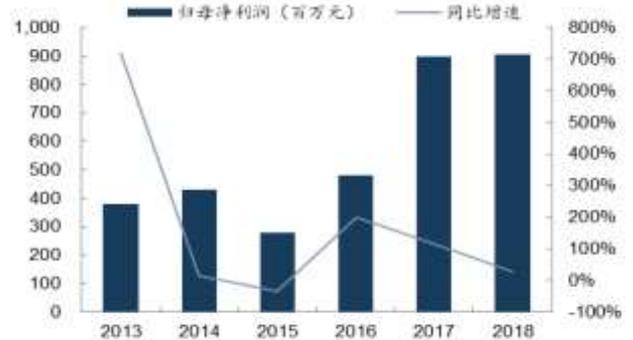
中国重汽 2018 年实现营业收入 403.8 亿元，同比增长 8.2%；归母净利润 9.1 亿元，同比增长 0.8%；扣非后归母净利润 7.8 亿元，同比增长 2.7%。

图 1：2013-2018 年中国重汽营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

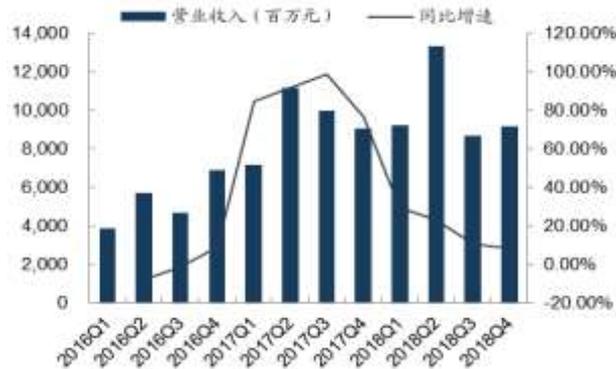
图 2：2013-2018 年中国重汽归母净利及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

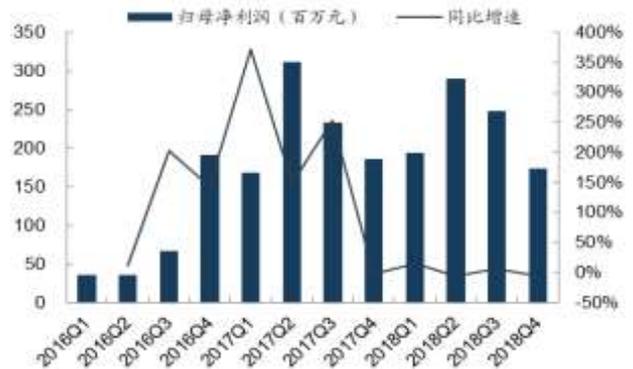
拆分报告期来看，2018 年 Q4 实现营收 91.58 亿元，同比增加 1.24%，归母净利润 1.73 亿元，同比下降 6.45%。公司预计 2019 年一季度实现归母净利润 2.9 亿-3.3 亿元，同比增长 50%-70%。

图 3：中国重汽分季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

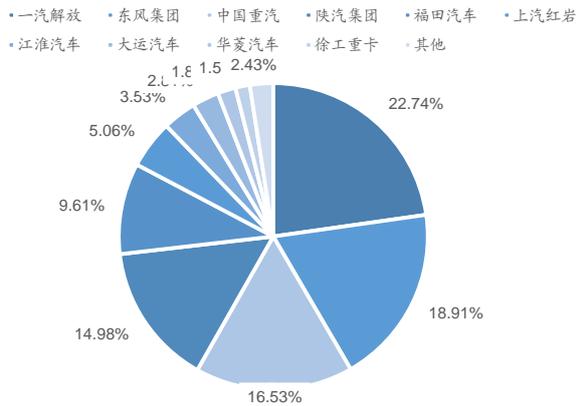
图 4：中国重汽分季度归母净利及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

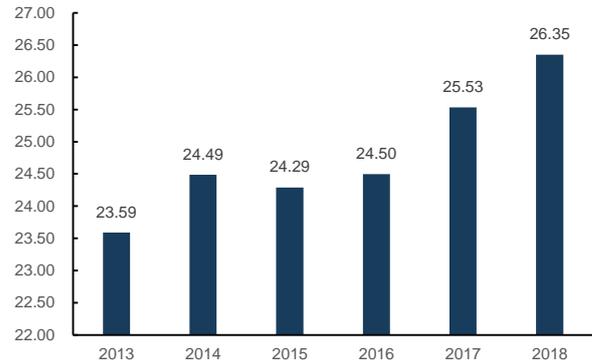
中国重汽常年位居市场前三，2018 年市占率达 16.53%，仅次于一汽解放和东风集团。近年来，随着产品结构的优化，公司单车价格从 2013 年 23.59 万提升到 2018 年的 26.35 万元。

图 5: 2018 年中国重卡企业市场份额



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

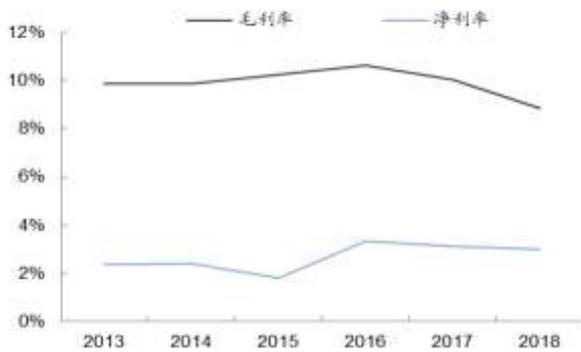
图 6: 2013-2018 中国重汽单车价格



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利水平保持稳健, 公司三费逐年下降, 整体净利率优于行业竞争对手, 2018 年费用率 4.4%, 销售毛利率 8.9%。其中销售、管理、财务费用率分别为 2.6%、1.3%、0.5%, 同比分别下降 0.55pct、0.22pct、0.23pct。

图 7: 2013-2018 年中国重汽毛利率和净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 2013-2018 年中国重汽三费率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

公司业务主要包含: 整车和零部件。

整车: 受益于国六抢装、存量车替换和基建复苏影响, 19-20 年重卡市场需求维持在 100-120 万台销量高位, 公司高端产品提升带来单价小幅提升。毛利端, 受益于强势改革降本增效和山东重工资源整合, 综合毛利率近三年有望持续改善。预计 2019/2020/2021 年公司整车收入增速分别为 7%/4%/3%, 毛利率分别为 9.0%/9.5%/9.8%。

配件: 此业务在公司营收中占比较小, 假设市场份额变化不大, 预计 2019/2020/2021 年公司汽车销售及相关服务收入增速分别为 2%/1%/0%, 毛利率维持不变。

表 1: 2019-2021 年中国重汽各业务板块收入预估/亿元

报告期	2016	2017	2018	2019 E	2020 E	2021E
整车						
收入	196.52	344.03	373.79	398.46	414.56	426.24
增速		75%	9%	7%	4%	3%
成本	176.32	310.62	342.12	362.60	375.17	384.47
毛利	20.21	33.41	31.68	35.86	39.38	41.77
毛利率(%)	10.28%	9.71%	8.47%	9.00%	9.50%	9.80%
配件						
收入	12.86	25.97	27.45	28.00	28.28	28.28
增速		102%	6%	2%	1%	0%
成本	10.95	22.14	23.61	24.09	24.33	24.33
毛利	1.90	3.83	3.84	3.91	3.94	3.94
毛利率(%)	14.80%	14.77%	13.98%	13.95%	13.95%	13.95%
其他业务						
收入	1.81	3.10	2.53	2.56	2.58	2.61
增速		71%	-18%	1%	1%	1%
成本	1.67	2.95	2.29	2.33	2.35	2.37
毛利	0.14	0.15	0.25	0.23	0.23	0.23
毛利率(%)	7.80%	4.79%	9.81%	9.00%	9.00%	9.00%
营业总收入	211.19	373.10	403.77	429.01	445.42	457.13
增速		76.67%	8.22%	6.25%	3.82%	2.63%
营业总成本	188.94	335.71	368.02	389.02	401.86	411.17
增速		77.68%	9.62%	5.71%	3.30%	2.32%
营业总成本/营业总收入	89.46%	89.98%	91.15%	90.68%	90.22%	89.95%

资料来源: 国信证券经济研究所预测

基于上述假设前提, 公司 19/20/21 年营收增速分别为 6.25%/3.82%/2.63%, 毛利率分别为 9.32%/9.78%/10.05%。

投资建议: 重卡行业销量维持高位运行, 强势领导履职带来市场化改革预期, 给予增持评级。预计 19/20/21 年 EPS 分别 1.86/2.16/2.34 元, 对应 PE 分别 10.8/9.3/8.6 倍。我们选取行业内四家可比公司的 2019 年平均估值 15.53 倍, 扣除估值较高的恒立液压, 其他三家平均估值为 12.57, 考虑到重卡行业景气度一直持续, 受基建影响减弱, 2019 年公司合理估值 12-14 倍, 合理估值在 22.32 元-26.04 元, 较目前价格有 11%-30% 的上涨空间, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 2: 可比公司估值表

证券简称	最近收盘价	ROE (%)	每股收益			市盈率			P/B	每股净资产	投资评级
			17	18E	19E	17	18E	19E			
潍柴动力	13.35	16.53	0.85	1.08	1.15	15.71	12.36	11.60	2.86	4.67	增持
三一重工	13.22	8.68	0.27	0.79	1.05	48.37	16.72	12.59	3.44	3.84	买入
恒立液压	31.14	10.39	0.61	1.00	1.28	51.05	31.28	24.39	6.20	5.03	无
中联重科	5.34	3.58	0.17	0.26	0.40	31.41	20.54	13.51	1.11	4.80	无
平均		9.80						15.53	3.40	4.59	
中国重汽	20.06	17.05	1.34	1.35	1.86	14.97	14.86	10.78	2.28	8.80	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 潍柴动力、三一重工、恒立液压和中联重科为 Wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1392	9727	10467	11286	营业收入	40378	42902	44543	45714
应收款项	3391	4114	4271	4383	营业成本	36801	38903	40187	41118
存货净额	5789	6179	6382	6529	营业税金及附加	125	137	143	146
其他流动资产	9327	2145	2227	2286	销售费用	1058	1158	1203	1234
流动资产合计	19900	22164	23347	24484	管理费用	287	315	326	335
固定资产	1399	1284	1184	1080	财务费用	185	196	126	114
无形资产及其他	364	350	335	321	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	393	393	393	393	资产减值及公允价值变动	(106)	(50)	(50)	(50)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(344)	0	0	0
资产总计	22057	24192	25260	26278	营业利润	1472	2143	2508	2716
短期借款及交易性金融负债	4700	4800	4800	4800	营业外净收支	102	30	20	20
应付款项	7563	8522	8802	9006	利润总额	1574	2173	2528	2736
其他流动负债	2737	3227	3334	3411	所得税费用	360	500	581	629
流动负债合计	15000	16550	16936	17217	少数股东损益	308	426	495	536
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	905	1248	1452	1571
其他长期负债	188	188	188	188					
长期负债合计	188	188	188	188					
负债合计	15188	16738	17124	17405					
少数股东权益	796	945	1118	1306					
股东权益	6072	6509	7017	7567					
负债和股东权益总计	22057	24192	25260	26278					

现金流量表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	905	1248	1452	1571
资产减值准备	102	8	(19)	(22)
折旧摊销	222	172	184	191
公允价值变动损失	106	50	50	50
财务费用	185	196	126	114
营运资本变动	411	7527	(75)	(60)
其它	(113)	141	192	210
经营活动现金流	1632	9146	1784	1940
资本开支	(195)	(100)	(100)	(100)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(195)	(100)	(100)	(100)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(939)	(811)	(944)	(1021)
其它融资现金流	(807)	100	0	0
融资活动现金流	(2685)	(711)	(944)	(1021)
现金净变动	(1247)	8335	741	819
货币资金的期初余额	2639	1392	9727	10467
货币资金的期末余额	1392	9727	10467	11286
企业自由现金流	2062	9439	2076	2249
权益自由现金流	1256	9388	1979	2161

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	1.35	1.86	2.16	2.34
每股红利	1.40	1.21	1.41	1.52
每股净资产	9.05	9.70	10.46	11.28
ROIC	13%	24%	53%	58%
ROE	15%	19%	21%	21%
毛利率	9%	9%	10%	10%
EBIT Margin	5%	6%	6%	6%
EBITDA Margin	6%	6%	6%	7%
收入增长	8%	6%	4%	3%
净利润增长率	1%	38%	16%	8%
资产负债率	72%	73%	72%	71%
息率	7.0%	6.0%	7.0%	7.6%
P/E	14.9	10.8	9.3	8.6
P/B	2.2	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	12.3	11.8	10.7	10.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032