

2019年12月13日

# 中国重汽 (000951.SZ)

## 公司快报

汽车 | 卡车 III

投资评级

**买入-A(维持)**

股价(2019-12-12)

21.18 元

### 交易数据

总市值(百万元)	14,213.49
流通市值(百万元)	14,209.71
总股本(百万股)	671.08
流通股本(百万股)	670.90
12个月价格区间	10.64/23.68 元

### 一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.65	38.18	64.8
绝对收益	13.02	35.51	86.36

分析师

林帆

 SAC 执业证书编号: S0910516040001  
 linfan@huajinsec.cn  
 021-20377188

### 相关报告

中国重汽: 业绩高增长, 重卡高景气周期下核心受益标的 2018-03-26

中国重汽: 9月销量再创新高, 全年业绩增长或超预期 2017-10-12

中国重汽: 8月产销两旺, “金九银十”热销态势有望延续 2017-09-18

中国重汽: 多因素共振下重卡行情超预期的整车龙头 2017-08-31

中国重汽: 7月销量再超预期, 周期的狂欢仍在继续 2017-08-09

### 投资要点

#### ◆ 11月公司重卡销量18668辆, 环比增长44.27%, 同比增长24.30%, 实现高增长。

据中汽协数据, 公司11月份卡车总销量29313辆, 环比增长39.61%, 同比增长1.54%。其中重卡销量18668辆, 环比增长44.27%, 同比增长24.30%; 中轻卡销量10645辆, 环比增长32.14%, 同比减少23.13%。1-11月公司累计销量26.28万辆, 同比减少10.97%。其中重卡累计销量17.00万辆, 同比减少2.90%; 中轻卡累计销量92826辆, 同比减少22.73%。公司前11月累计销量下降较多主要由中轻卡销量减少所致, 收入占比大的重卡销量减少幅度较小, 且11月份恢复较高的环比和同比增长。公司Q1-Q3累计实现营收292.59亿元, 同比减少6.28%; 归母净利润8.20亿元, 同比增长12.03%, 较为稳健。公司第三季度销量及净利润下降较多, 或因内部机构改革所致; 第四季度销量改善明显, 预计将带来营收和净利润的较大改善, 降本增效等一系列改革成果将逐步见成效。

#### ◆ “3个20万”战略目标实施, 公司中长期成长空间将开启。11月24日, 董事长谭旭光在中国重汽集团2020年商务大会上提出“3个20万战略目标”-即2025年前公司销量目标为重卡20万辆、中轻卡20万辆和轻型商用车20万辆。这表明到2025年集团中轻卡销量将会较2019年增长约1倍, 而轻型商用车则为完全新增销量, 将增加业绩弹性。

#### ◆ 重卡行业前11月销量同比增长13.8%, 全年或创历史新高。中汽协数据, 1-11月中重卡累计销量108.2万辆, 同比增长13.8%, 超市场预期。重卡行业延续高景气度势头, 预计2019年全年销量有望达到约118万辆, 创历史新高几成定局。

#### ◆ 投资建议: 公司降本增效等改革成效将逐步显现, 中长期空间开启。我们预测公司2019年至2021年每股收益分别为1.64元、2.13元和2.80元, 净资产收益率分别为16.4%、19.0%和21.6%。维持公司“买入-A”的投资评级。

#### ◆ 风险提示: 公司中轻卡销量不及预期; 公司轻型商用车销量不及预期。

### 财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	37,310.4	40,377.9	39,729.5	41,615.8	43,811.3
同比增长(%)	76.7%	8.2%	-1.6%	4.7%	5.3%
营业利润(百万元)	1,533.7	1,471.8	1,868.4	2,456.3	3,244.6
同比增长(%)	118.9%	-4.0%	26.9%	31.5%	32.1%
净利润(百万元)	897.6	905.1	1,100.6	1,432.2	1,880.5
同比增长(%)	114.6%	0.8%	21.6%	30.1%	31.3%
每股收益(元)	1.34	1.35	1.64	2.13	2.80
PE	15.9	15.8	13.0	10.0	7.6
PB	2.5	2.4	2.1	1.9	1.6

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	37,310.4	40,377.9	39,729.5	41,615.8	43,811.3	年增长率					
减:营业成本	33,571.5	36,801.3	35,975.0	37,245.3	38,712.3	营业收入增长率	76.7%	8.2%	-1.6%	4.7%	5.3%
营业税费	94.5	125.0	120.0	120.0	131.4	营业利润增长率	118.9%	-4.0%	26.9%	31.5%	32.1%
销售费用	1,181.7	1,057.9	1,112.4	1,082.0	1,171.2	净利润增长率	114.6%	0.8%	21.6%	30.1%	31.3%
管理费用	522.3	287.5	202.6	216.4	254.4	EBITDA 增长率	79.5%	10.9%	9.7%	25.1%	19.8%
财务费用	255.9	184.7	343.8	368.8	184.2	EBIT 增长率	100.9%	12.9%	10.6%	27.7%	21.4%
资产减值损失	168.1	105.7	107.1	127.0	113.3	NOPLAT 增长率	101.5%	-4.9%	29.9%	27.7%	21.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	7.7%	-3.2%	107.2%	-39.6%	5.0%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	17.4%	7.4%	14.3%	16.4%	19.2%
营业利润	1,533.7	1,471.8	1,868.4	2,456.3	3,244.6	盈利能力					
加:营业外净收支	28.0	101.7	54.6	61.4	72.6	毛利率	10.0%	8.9%	9.5%	10.5%	11.6%
利润总额	1,561.7	1,573.5	1,923.1	2,517.8	3,317.2	营业利润率	4.1%	3.6%	4.7%	5.9%	7.4%
减:所得税	390.1	360.3	480.8	629.4	829.3	净利润率	2.4%	2.2%	2.8%	3.4%	4.3%
净利润	897.6	905.1	1,100.6	1,432.2	1,880.5	EBITDA/营业收入	5.4%	5.5%	6.1%	7.3%	8.3%
						EBIT/营业收入	4.8%	5.0%	5.6%	6.8%	7.8%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	76.3%	68.9%	81.4%	65.4%	68.2%
货币资金	2,639.3	1,391.9	3,178.4	3,329.3	3,504.9	负债权益比	322.8%	221.1%	436.8%	189.1%	214.3%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.22	1.33	1.39	1.45	1.42
应收帐款	3,171.5	3,320.6	6,858.5	1,595.5	7,460.8	速动比率	0.82	0.94	1.15	1.06	1.09
应收票据	10,522.2	-	19,761.5	8,861.6	8,427.4	利息保障倍数	6.93	10.83	6.43	7.66	18.62
预付帐款	136.8	99.7	180.6	93.0	185.3	营运能力					
存货	8,122.2	5,789.3	7,044.9	6,590.7	7,615.0	固定资产周转天数	13	11	10	8	6
其他流动资产	253.4	9,298.1	3,226.4	4,259.3	5,594.6	流动营业资本周转天数	78	75	123	130	95
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	208	199	273	281	236
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	35	29	46	37	37
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	59	62	58	59	58
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	228	219	291	297	249
固定资产	1,270.3	1,218.3	1,000.9	783.6	566.3	投资资本周转天数	94	89	136	141	103
在建工程	143.5	181.1	181.1	181.1	181.1	费用率					
无形资产	368.9	364.4	355.0	345.7	336.3	销售费用率	3.2%	2.6%	2.8%	2.6%	2.7%
其他非流动资产	401.6	393.2	346.9	380.6	373.6	管理费用率	1.4%	0.7%	0.5%	0.5%	0.6%
资产总额	27,029.5	22,056.5	42,134.1	26,420.2	34,245.2	财务费用率	0.7%	0.5%	0.9%	0.9%	0.4%
短期债务	6,750.0	4,700.0	10,562.1	6,754.7	5,763.3	三费/营业收入	5.3%	3.8%	4.2%	4.0%	3.7%
应付帐款	7,597.2	4,668.8	10,003.3	6,140.4	8,317.6	投资回报率					
应付票据	3,897.6	2,894.4	5,155.5	2,407.8	5,481.6	ROE	15.9%	14.9%	16.4%	19.0%	21.6%
其他流动负债	2,193.3	2,736.8	3,158.7	1,790.1	3,601.0	ROA	4.3%	5.5%	3.4%	7.1%	7.3%
长期借款	-	-	5,222.8	-	-	ROIC	14.3%	12.6%	17.0%	10.5%	21.0%
其他非流动负债	197.9	188.1	183.1	189.7	186.9	分红指标					
负债总额	20,635.9	15,188.1	34,285.5	17,282.7	23,350.6	DPS(元)	0.68	0.46	0.67	0.89	1.09
少数股东权益	758.8	795.9	1,137.6	1,593.8	2,201.1	分红比率	50.8%	34.1%	40.6%	41.9%	38.9%
股本	671.1	671.1	671.1	671.1	671.1	股息收益率	3.2%	2.2%	3.1%	4.2%	5.1%
留存收益	4,964.4	5,386.4	6,039.9	6,872.7	8,022.4						
股东权益	6,393.6	6,868.4	7,848.6	9,137.5	10,894.6						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,171.5	1,213.2	1,100.6	1,432.2	1,880.5	EPS(元)	1.34	1.35	1.64	2.13	2.80
加:折旧和摊销	233.5	222.3	226.7	226.7	226.7	BVPS(元)	8.40	9.05	10.00	11.24	12.95
资产减值准备	168.1	270.0	-	-	-	PE(X)	15.9	15.8	13.0	10.0	7.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.5	2.4	2.1	1.9	1.6
财务费用	276.2	208.6	343.8	368.8	184.2	P/FCF	8.1	-17.3	7.7	43.5	48.9
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
少数股东损益	274.0	308.1	341.7	456.2	607.4	EV/EBITDA	9.3	8.1	11.4	6.2	5.0
营运资金的变动	-749.4	-7,069.1	-10,672.0	7,776.6	-835.3	CAGR(%)	17.2%	27.0%	38.9%	17.2%	27.0%
经营活动产生现金流量	1,373.9	-4,846.9	-8,659.2	10,260.5	2,063.4	PEG					
投资活动产生现金流量	887.1	1,871.2	-8,659.2	10,260.5	2,063.4	ROIC/WACC	0.9	0.6	0.3	0.6	0.3
融资活动产生现金流量	-172.6	-122.8	-	-	-						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)