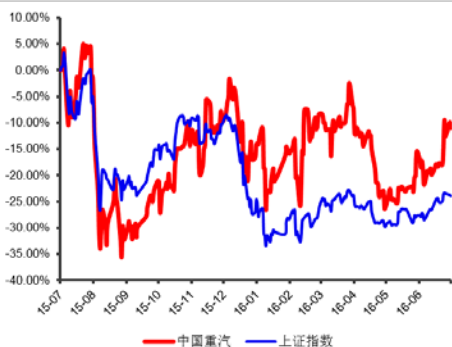


2016年7月20日

## ——中国重汽（000951）调研纪要

评级：推荐（首次）

### 最近 52 周走势：



### 相关研究报告：

#### 报告作者：

分析师：马松

执业证书编号：S0590515090002

#### 联系人：

郇莉

电话：0510-85613713

Email: ll@glsc.com.cn

#### 独立性申明

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，特此申明。国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

事件：近日我们实地调研中国重汽，与公司管理层就当前经营状况和未来的发展规划进行了充分沟通。

#### 点评：

- 国内重卡领先者，受益于行业复苏。今年 2 月以来，受到物流行业高景气和基建房地产复苏的带动，重卡销售一扫去年的低迷，已连续 5 个月实现同比正增长。16 年上半年实现重卡销售 34 万辆，同比增长 15%，行业复苏迹象明显。公司所在的中国重汽集团处于国内重卡行业的前三名，显著受益于行业整体的复苏。公司原本在自卸车领域优势明显，近年来，通过不断加强在牵引车上的布局，以适应下游需求的结构性变化。目前公司产品的销售结构调整已取得明显进展，牵引车+载货车占比已提升至一半。公司自 5 月开始，连续两个月重卡销量实现了同比增长，考虑到公司去年第三季度的低基数，公司的销售和业绩向好趋势有望获得延续。
- 借力 MAN 集团，产品竞争力突出。近年来公司通过与德国 MAN 集团深入合作，推出了定位高端的 T 系列车型，与其它竞品相比，性能和质量上都具有极强的竞争力，T 系列的销量已占据了公司整体销量的 30%。目前受到物流行业高景气度的带动，下游对于牵引车的需求向高端化发展，有利于公司 T 系列产品的进一步放量，随着量的提升，也可以进一步降低成本，T 系列的盈利水平也有望获得进一步提升。
- 国企改革助力公司提高经营效率。公司隶属于济南市国资委，通过国企改革，公司可以提升管理效率，降低各项费用成本，从而有效改善公司的盈利能力，增厚公司业绩。
- 首次覆盖，给予“推荐”评级。我们预计公司 2016 年-2018 年 EPS 分别为 0.48、0.55、0.61 元，市盈率分别为 22 倍、19 倍、17 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险因素：（1）宏观经济下行；（2）公司产品推广不及预期；

(3) 国企改革进度不及预期。

单位：百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	19,363.7	20,137.7	21,367.9	21,828.6
YOY	-18.86%	4.00%	6.11%	2.16%
归属母公司净利润	278.5	321.7	369.9	408.0
EPS(元)	0.42	0.48	0.55	0.61
P/E	25.2	21.8	19.0	17.2
P/B	1.5	1.5	1.4	1.3

数据来源：国联证券研究所

**财务报表预测与财务指标**

单位: 百万

利润表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	资产负债表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	23,866.0	19,363.7	20,137.7	21,367.9	21,828.6	现金	754.3	1,192.8	2,013.8	2,136.8	2,182.9
YOY(%)	11.2%	-18.9%	4.0%	6.1%	2.2%	交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业成本	21,516.5	17,379.4	18,011.2	19,107.2	19,501.7	应收款项净额	10,435.2	10,982.2	10,383.9	11,089.0	9,812.1
营业税金及附加	78.6	63.7	66.5	70.5	72.0	存货	2,579.0	2,128.2	3,017.9	2,441.3	3,130.6
销售费用	721.4	627.0	644.4	679.5	692.0	其他流动资产	0.0	31.9	30.0	30.0	30.0
占营业收入比(%)	3.0%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	<b>流动资产总额</b>	<b>13,768.5</b>	<b>14,335.0</b>	<b>15,445.6</b>	<b>15,697.1</b>	<b>15,155.6</b>
管理费用	580.0	596.8	600.1	615.4	617.8	固定资产净值	2,037.0	1,790.4	1,598.7	1,352.7	1,093.8
占营业收入比(%)	2.4%	3.1%	3.0%	2.9%	2.8%	减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBIT</b>	<b>920.0</b>	<b>609.3</b>	<b>722.6</b>	<b>790.3</b>	<b>833.2</b>	固定资产净额	2,037.0	1,790.4	1,598.7	1,352.7	1,093.8
财务费用	131.6	178.3	163.4	147.1	101.7	工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	0.6%	0.9%	0.8%	0.7%	0.5%	在建工程	25.9	43.9	59.9	60.0	60.0
资产减值损失	113.0	108.7	115.0	125.0	130.0	固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>固定资产总额</b>	<b>2,062.9</b>	<b>1,834.3</b>	<b>1,658.6</b>	<b>1,412.7</b>	<b>1,153.8</b>
<b>营业利润</b>	<b>724.8</b>	<b>409.7</b>	<b>537.2</b>	<b>623.2</b>	<b>713.5</b>	无形资产	396.4	387.1	357.0	327.0	297.0
营业外净收入	65.0	29.0	30.0	30.0	30.0	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>利润总额</b>	<b>789.9</b>	<b>438.7</b>	<b>567.2</b>	<b>653.2</b>	<b>743.5</b>	其他长期资产	0.0	3.2	2.1	1.1	0.0
所得税	215.7	90.9	130.5	163.3	185.9	<b>资产总额</b>	<b>15,999.2</b>	<b>16,383.9</b>	<b>17,217.5</b>	<b>17,179.0</b>	<b>16,339.5</b>
所得税率(%)	27.3%	20.7%	23.0%	25.0%	25.0%	循环贷款	2,481.7	3,173.2	3,469.0	2,831.6	1,449.2
<b>净利润</b>	<b>574.2</b>	<b>347.8</b>	<b>436.7</b>	<b>489.9</b>	<b>557.6</b>	应付款项	6,916.0	6,402.4	6,600.0	6,820.0	6,950.0
占营业收入比(%)	2.4%	1.8%	2.2%	2.3%	2.6%	预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	142.9	69.3	115.0	120.0	150.0	其他流动负债	0.0	500.0	800.0	700.0	800.0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>431.3</b>	<b>278.5</b>	<b>321.7</b>	<b>369.9</b>	<b>407.6</b>	<b>流动负债</b>	<b>9,397.6</b>	<b>10,075.6</b>	<b>10,869.0</b>	<b>10,351.6</b>	<b>9,199.2</b>
YOY(%)	13.3%	-35.4%	15.5%	15.0%	10.2%	长期借款	800.0	700.0	700.0	700.0	700.0
<b>EPS (元)</b>	<b>0.64</b>	<b>0.42</b>	<b>0.48</b>	<b>0.55</b>	<b>0.61</b>	应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>主要财务比率</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>负债总额</b>	<b>11,077.0</b>	<b>11,242.4</b>	<b>11,735.7</b>	<b>11,318.3</b>	<b>10,066.0</b>
<b>成长能力</b>						少数股东权益	622.1	511.1	580.4	695.4	815.4
营业收入	11.2%	-18.9%	4.0%	6.1%	2.2%	股东权益	4,916.4	5,138.1	5,478.3	5,857.2	6,292.6
营业利润	1054.2%	-43.5%	31.1%	16.0%	14.5%	<b>负债和股东权益</b>	<b>15,993.4</b>	<b>16,380.4</b>	<b>17,214.0</b>	<b>17,175.5</b>	<b>16,358.5</b>
净利润	13.3%	-35.4%	15.5%	15.0%	10.2%						
<b>获利能力</b>						<b>现金流量表</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
毛利率(%)	9.8%	10.2%	10.6%	10.6%	10.7%	税后利润	574.2	347.8	436.7	489.9	557.6
净利率(%)	2.4%	1.8%	2.2%	2.3%	2.6%	加: 少数股东损益	142.9	69.3	115.0	120.0	150.0
ROE(%)	9.8%	6.1%	6.7%	7.3%	7.7%	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	5.8%	3.7%	4.2%	4.6%	5.1%	折旧和摊销	302.2	275.1	222.0	225.0	228.0
<b>偿债能力</b>						营运资金的变动	(827.5)	(375.2)	155.3	331.0	914.8
流动比率	1.36	1.38	1.42	1.50	1.65	<b>经营活动现金流</b>	<b>48.8</b>	<b>247.7</b>	<b>814.0</b>	<b>1,046.0</b>	<b>1,700.4</b>
速动比率	1.11	1.17	1.14	1.27	1.30	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率%	69.2%	68.6%	68.2%	65.9%	61.6%	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>营运能力</b>						固定资产投资	(56.6)	(65.8)	(36.9)	(37.5)	(60.0)
总资产周转率	149.2%	118.2%	117.0%	124.4%	133.6%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(56.6)</b>	<b>(65.8)</b>	<b>(36.9)</b>	<b>(37.5)</b>	<b>(60.0)</b>
应收账款周转天数	158.5	204.8	187.3	188.5	163.1	股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	43.7	44.7	61.2	46.6	58.6	长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>						公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股收益	0.64	0.42	0.48	0.55	0.61	股利分配	71.3	12.6	113.2	56.5	96.5
每股净资产	5.58	5.54	6.09	6.56	6.79	计入循环贷款前融资活动	(258.1)	(199.4)	(234.2)	(186.6)	(267.1)
<b>估值比率</b>						循环贷款的增加(减少)	(5.4)	563.6	278.0	(698.8)	(1,327.2)
P/E	16.3	25.2	21.8	19.0	17.2	<b>融资活动现金流</b>	<b>(263.5)</b>	<b>364.2</b>	<b>43.9</b>	<b>(885.4)</b>	<b>(1,594.4)</b>
P/B	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3	<b>现金净变动额</b>	<b>(271.4)</b>	<b>546.1</b>	<b>821.0</b>	<b>123.0</b>	<b>46.1</b>

数据来源: 国联证券研究所

### 无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

### 上海

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

### 北京

国联证券股份有限公司研究所

北京市海淀区首体南路9号主楼国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

### 深圳

国联证券股份有限公司研究所

广东省深圳市福田区福华三路卓越世纪中心1号楼2401室

电话: 0755-82556064

传真: 0755-82556064

### 国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

### 免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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和询价。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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。