

中国重汽 (000951.SZ)

大集团小公司，国企改革值得期待

投资评级：增持（首次）

2016年9月16日

盈利预测与估值

| | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 19,364 | 20,144 | 22,787 | 24,396 |
| 同比（%） | -18.9 | 4.03 | 13.12 | 7.06 |
| 净利润（百万元） | 279 | 342 | 418 | 484 |
| 同比（%） | -35.4 | 22.76 | 22.12 | 15.80 |
| 毛利率（%） | 10.2 | 10.3 | 10.5 | 10.7 |
| ROE（%） | 6.1 | 7.1 | 8.2 | 8.9 |
| 每股收益（元） | 0.42 | 0.51 | 0.62 | 0.72 |
| P/E | 31 | 25 | 20 | 18 |
| P/B | 1.9 | 1.8 | 1.7 | 1.6 |

首席证券分析师 高登

执业资格证书号码：S0600516070003

gaod@dwzq.com.cn

010-66573557

投资要点

公司产品结构持续优化，市场竞争力持续提升。2015年公司销售74,605辆，市场份额13.7%，同比提升1.5个百分点；其中T系列重卡销量1.5万辆左右，占比提升至20%。公司产品结构更加平衡，2015年牵引车销量逆势增长，销量占比上升至40%。公司2009年与MAN开启全面战略合作，基于MAN的技术开发的产品销量稳步提升，公司逐步成为竞争力最强的重卡企业之一，在行业销量下滑的背景下仍能保持毛利率相对稳定。

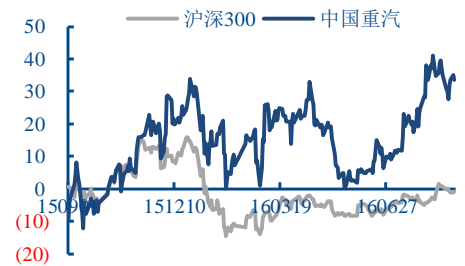
管理层增持彰显长期信心，国企改革值得期待。2015年12月以来，公司的管理层陆续增持公司股票，合计持有137万股；2016年6月，公司控股股东增持515.5万股，体现管理层对公司的信心。2016年4月1日，山东省政府新闻办召开新闻发布会深入解读《关于省属国有企业发展混合所有制经济的意见》。山东将积极推进国有资本证券化、引进各类社会资本参与国企改革、稳妥实施员工持股、推动国有资本参与非国有经济发展。公司未来国企改革方案值得期待，有利于理顺长期激励机制，提升企业经营效率。

设立电子商务平台，发力零配件售后市场。公司设立电子商务平台，通过互联网实现商品和服务的展示、销售，强化线下体验，提升配送和售后等服务效率，形成O2O闭环。在公司运营初期将为用户提供配件在线购买、配件防伪、一键报修、服务预约、用车宝典、智能通等服务。我们认为，公司电子商务平台有利于提升公司售后服务水平，同时增加公司售后零部件销售收入。

投资建议：预计公司2016/17/18年EPS至0.51/0.62/0.72元（2015年EPS为0.42元）。当前价12.75元，对应2016/17/18年25/20/18倍PE。考虑公司业绩和估值均处于历史低位，重卡行业景气向上，公司合理估值为2017年20倍PE。综合考虑公司属于大集团小公司，国企改革预期提升公司估值，给予公司20%估值溢价。首次给予“增持”评级，目标价15.5元。

风险因素：宏观经济持续低迷，导致重卡需求不达预期；市场竞争加剧导致公司市场份额下降。

股价走势



市场数据

| | |
|-------------|------------|
| 收盘价（元） | 12.75 |
| 一年最高价/最低价 | 19.30/8.54 |
| 市净率 | 1.85 |
| 流通A股市值（百万元） | 8,553 |

基础数据

| | |
|-----------|------|
| 每股净资产（元） | 6.89 |
| 资产负债率（%） | 69% |
| 总股本（百万股） | 671 |
| 流通A股（百万股） | 671 |

| 资产负债表(百万元) | | | | | 利润表(百万元) | | | | |
|------------------|--------|--------|--------|--------|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 流动资产 | 14,696 | 14,495 | 16,387 | 17,535 | 营业收入 | 19,364 | 20,144 | 22,787 | 24,396 |
| 现金 | 1,551 | 2,014 | 2,279 | 2,440 | 营业成本 | 17,379 | 18,069 | 20,394 | 21,785 |
| 应收款项 | 4,693 | 3,968 | 4,489 | 4,806 | 营业税金及附加 | 64 | 66 | 75 | 80 |
| 存货 | 2,128 | 2,326 | 2,625 | 2,804 | 营业费用 | 597 | 665 | 661 | 707 |
| 其他 | 6,324 | 6,187 | 6,994 | 7,485 | 管理费用 | 597 | 665 | 661 | 707 |
| 非流动资产 | 2,266 | 2,308 | 2,338 | 2,364 | 财务费用 | 178 | 269 | 320 | 364 |
| 长期股权投资 | - | - | - | - | 投资净收益 | - | - | - | - |
| 固定资产 | 1,599 | 1,655 | 1,701 | 1,742 | 其他 | -139 | 132 | -57 | -56 |
| 无形资产 | 387 | 372 | 357 | 342 | 营业利润 | 410 | 542 | 620 | 696 |
| 其他 | 281 | 281 | 281 | 281 | 营业外净收支 | 29 | -8 | 33 | 60 |
| 资产总计 | 16,962 | 16,803 | 18,725 | 19,899 | 利润总额 | 439 | 534 | 653 | 756 |
| 流动负债 | 10,819 | 10,525 | 12,053 | 12,780 | 所得税费用 | 91 | 107 | 131 | 151 |
| 短期借款 | 3,173 | 3,794 | 4,771 | 5,176 | 少数股东损益 | 69 | 85 | 104 | 121 |
| 应付账款 | 2,440 | 1,807 | 2,039 | 2,179 | 归属母公司净利润 | 279 | 342 | 418 | 484 |
| 其他 | 5,206 | 4,924 | 5,243 | 5,425 | EBIT | 548 | 718 | 868 | 999 |
| 非流动负债 | 1,005 | 838 | 838 | 838 | EBITDA | 685 | 609 | 734 | 843 |
| 长期借款 | 700 | 700 | 700 | 700 | | | | | |
| 其他 | 305 | 138 | 138 | 138 | | | | | |
| 负债总计 | 11,824 | 11,363 | 12,891 | 13,618 | 重要财务与估值指标 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 少数股东权益 | 580 | 666 | 770 | 891 | 每股收益(元) | 0.42 | 0.51 | 0.62 | 0.72 |
| 归属母公司股东权益 | 4,558 | 4,774 | 5,063 | 5,390 | 每股净资产(元) | 6.79 | 7.11 | 7.54 | 8.03 |
| 负债和股东权益总计 | 16,962 | 16,803 | 18,725 | 19,899 | 发行在外股份(百万股) | 671 | 671 | 671 | 671 |
| | | | | | ROIC(%) | 5.15% | 6.20% | 6.59% | 7.09% |
| | | | | | ROE(%) | 6.11% | 7.16% | 8.25% | 8.97% |
| | | | | | 毛利率(%) | 10.25% | 10.30% | 10.50% | 10.70% |
| | | | | | EBIT Margin(%) | 2.83% | 3.56% | 3.81% | 4.09% |
| | | | | | 销售净利率(%) | 1.44% | 1.70% | 1.83% | 1.98% |
| | | | | | 资产负债率(%) | 69.71% | 67.63% | 68.85% | 68.43% |
| | | | | | 收入增长率(%) | -18.86% | 4.03% | 13.12% | 7.06% |
| | | | | | 净利润增长率(%) | -35.42% | 22.79% | 22.13% | 15.80% |
| | | | | | P/E | 30.72 | 25.02 | 20.49 | 17.69 |
| | | | | | P/B | 1.88 | 1.79 | 1.69 | 1.59 |
| | | | | | EV/EBITDA | 25.04 | 28.18 | 23.39 | 20.35 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在5%以上;

中性:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

