



东兴证券
DONGXING SECURITIES

中国重汽：销量快速增长，毛利率维持高位

——中国重汽（000951）调研简报

2017年03月15日

推荐/维持

中国重汽

调研简报

报告摘要：

中国重汽重卡领军厂商。

销售端：公司全年预计销量达到 8.8 万辆，同比增长 10%。

- ◆原因一：中国重汽直接受益于 3-5 月的自卸车行情。工程类重卡销量有明显的季节性特征，随着 3-5 月节后迎来项目开工高峰，工程类重卡采购将明显提速，迎来销量波峰。重汽在工程车领域都保持着绝对的优势。
- ◆原因二：半挂牵引车销量持续高景气度，中国重汽依旧受益。中国重汽引进德国曼技术，改善产品结构，半挂牵引车占总销量的 50%。2016 年 9 月《超限运输车辆行驶公路管理规定》的发布，重卡单台运力降低 10%-15% 左右，宏观经济企稳、基础设施投资增加、城乡物流规模化整合、电子商务火爆、重卡更新换代等因素都将助力运输类重卡增长势头。
- ◆原因三：一带一路助推重汽出口海外。中国重汽全球网点布局，树立了 sinotruk 品牌。以曼技术为代表的高端重卡产品开始突破发达国家和地区。以“一带一路”战略为契机，中国重汽海外销量再创新高。

毛利率端：维持高位，达到历史高位。

- ◆原因一：打造重卡黄金产业链。中国重汽产品自制率行业最高，重卡产业链完整，关键零部件全部产自集团内部。集团自主性高，抗压能力强，有利于控制成本，增厚利润。
- ◆原因二：中国重汽坚持降本增效。

风险提示：重卡销量增速不及预期

盈利预测与估值：2017 年销量上涨 10%，净利润预计达 5.5 亿，同比增 30%。

预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.48/0.63/0.51 元，对应 PE 分别为 31/24/30 倍。我们选取了 5 家主业与公司相仿的企业进行比较，2017 年 4 家公司平均市盈率为 27 倍，对应的股价为 17 元，给予公司“推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	23,865.9	19,363.6	21,257.2	23,471.2	23,471.2
增长率(%)	11.24%	-18.86%	9.78%	10.42%	0.00%
净利润(百万元)	574.17	347.84	424.64	552.60	460.29
增长率(%)	13.79%	-39.42%	22.08%	30.14%	-16.71%
净资产收益率(%)	9.79%	6.11%	6.70%	8.65%	6.92%
每股收益(元)	1.03	0.66	0.48	0.63	0.51
PE	14.84	23.17	31.61	24.28	30.15
PB	1.46	1.41	2.12	2.10	2.09

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

联系人：孙浩然

010-66554045

sunhr@dxzq.net.cn

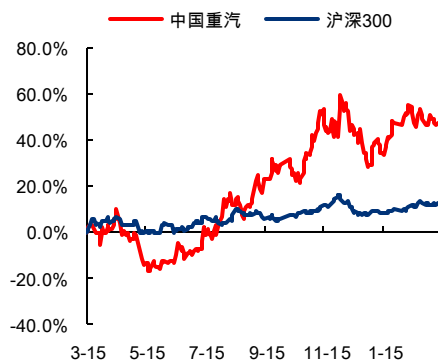
执业证书编号：

S1480116070027

交易数据

52 周股价区间(元)	15.35-17.35
总市值(亿元)	103.01
流通市值(亿元)	102.97
总股本/流通 A 股(万股)	67108/67084
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	0.89

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《中国重汽（000951）：盈利能力有望继续回升》2014-04-01
- 2、《中国重汽（000951）：业绩符合预期》2013-11-04
- 3、《中国重汽（000951）：降本增效成果显著》2013-08-29
- 4、《中国重汽（000951）2012 年年报点评：拐点已现但持续性存疑》2013-03-28

目 录

1. 中国重汽：重卡领军厂商	3
2. 2017重卡销量同比增长10%	4
3. 中国重汽毛利率高位上行	5
4. 盈利预测与估值	7

表格目录

表 1:同类型商用车上市公司市盈率比较（元/股）	8
表 2: 公司盈利预测表	9

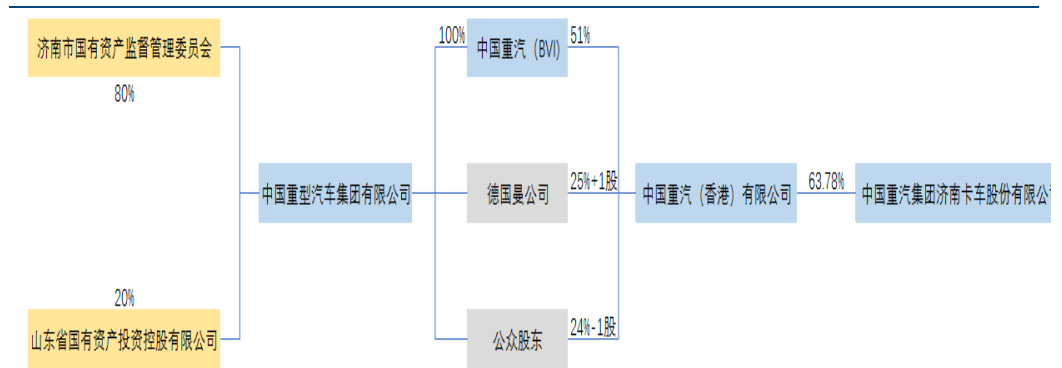
插图目录

图 1: 中国重汽股权结构	3
图 2: 中国重汽重卡产品	3
图 3:中国重汽重卡出口销量（单位：辆）	5
图 4:中国重汽毛利率高位上行	5
图 5: 重汽、陕重汽、福田重卡毛利率对比	6
图 6: 中国重汽产业链	7
图 7:中国重汽重卡销量（单位：辆）与净利润（百万）	7

1. 中国重汽: 重卡领军厂商

2003年9月, 重汽集团对同属济南市的上市公司“小鸭电器”实施了以“收购前两名大股东股权, 实施100%重大资产置换”为核心内容的收购重组。获中国证监会的批准后, 2003年12月31日完成资产交割, 同时变更了公司名称、注册地址、经营范围、证券简称等。2007年, 中国重汽以红筹股的形式赴港上市。2009年, 中国重汽与德国曼集团战略合作。曼集团斥资5.6亿欧元入股25%+1股。中国重汽以独占许可的方式获取曼集团技术使用权。

图 1: 中国重汽股权结构



资料来源: 上市公司年报、东兴证券研究所

公司以销售重卡整车为主营业务, 2015年整车销售占比为94.64%; 2016年上半年为94.90%。公司目前的产品有HOWO系列, HOWO-A7系列, HOWO-T系列。其中HOWO-T系列是采用德国曼技术、利用和德国曼相同的生产设备、采用德国曼相同的出场检验标准, 结合中国国情, 凭借公司多年成熟的重卡制造经验, 生产而出的新一代高安全、高可靠、高经济性产品。

图 2: 中国重汽重卡产品

HOWO 系列	HOWO-A7 系列	HOWO-T 系列
低端车型	HOWO-T 问世前的高端车采用曼核心总成技术的高端车型	
 自卸车	 自卸车	 自卸车
 载货车（适用于公路长途运输）	 载货车（适用于集装箱运输）	 载货车

资料来源：上市公司网站、东兴证券研究所

截止 2016 年，中国重汽连续 12 年中国重汽在整个中国行业出口第一，出口占比达到行业 40%以上。

2. 2017 重卡销量同比增长 10%

我们认为，中国重汽全年销量同比增长 10%。

原因一：中国重汽将直接受益于 3-5 月的自卸车行情。工程类重卡销量有明显的季节性特征，随着 3-5 月节后迎来项目开工高峰，工程类重卡采购将明显提速，迎来销量波峰。一直以来重汽在工程车领域都保持着绝对的优势，当前自卸车在中国重汽产品结构中占比 50%，3-5 月自卸车销售上涨，中国重汽最为受益。

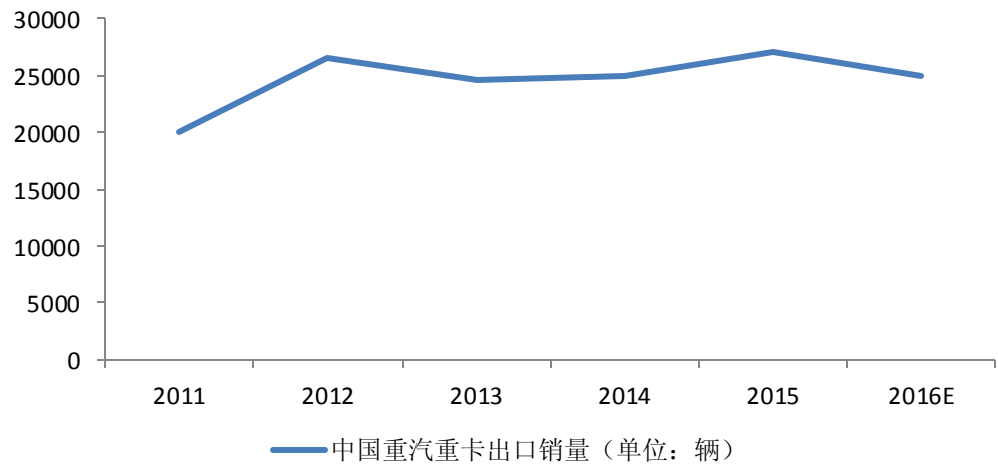
原因二：半挂牵引车销量持续高景气度，中国重汽依旧受益。中国重汽引进德国曼技术，改善产品结构，半挂牵引车占总销量的 50%。2016 年 9 月《超限运输车辆行驶公路管理规定》的发布，将重卡单台运力降低 10%-15%左右，若市场运力总需求不变，仍将存在 10%以上的物流运输类重卡需求缺口。宏观经济企稳、基础设施投资增加、城乡物流规模化整合、电子商务火爆、重卡更新换代等因素都将助力运输类重卡增长势头。

原因三：一带一路战略助推重卡海外销量再创新高。

◆ **sinotruk 品牌优势明显：**2016 年出口整车 2.5 万辆，占全国重卡行业出口总量的 40.2%，连续 12 年位居中国重卡行业出口首位。

- ◆ **产品打入发达国家和地区:** 以曼技术为代表的重卡产品开始进入新西兰、中国香港、台湾等发达国家和地区, 实现了中国高端重卡出口的新突破。
- ◆ **重卡向一带一路国家渗透:** 以“一带一路”战略为契机, 中国重汽将进一步发挥东南亚和南亚区域重卡 KD 组装项目的作用, 推动重汽重卡海外销量再创新高。

图 3:中国重汽重卡出口销量 (单位: 辆)

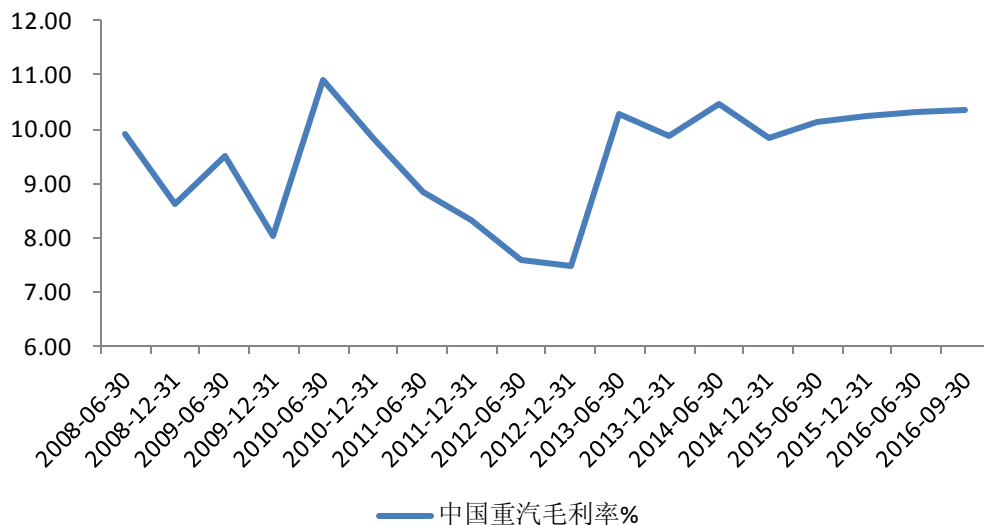


资料来源: 网络资料, 东兴证券研究所

3. 中国重汽毛利率高位上行

纵向上看, 中国重汽毛利率达到历史高位。中国重汽 2016 年 3 季度毛利率达到 10.37%, 达到了金融危机以来历史高点。我们认为 2017 年公司毛利率有望保持高位。

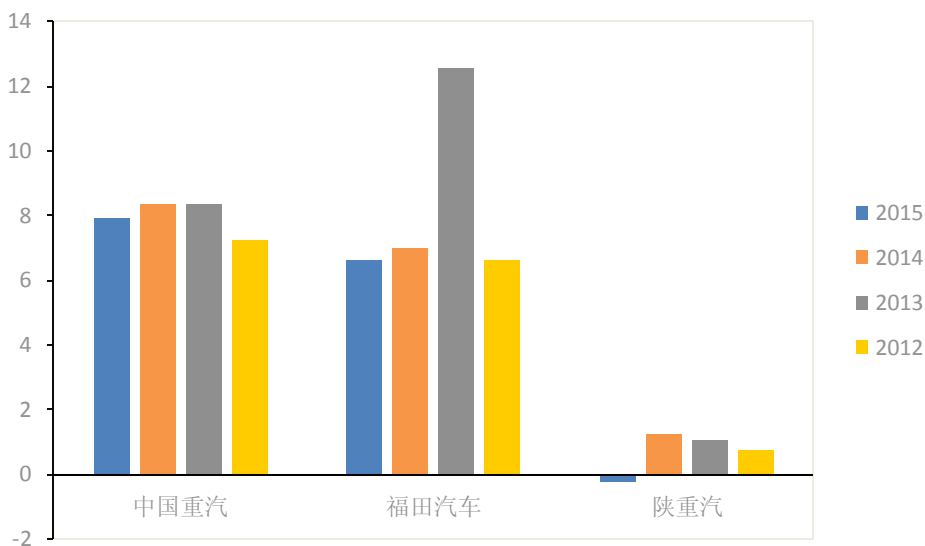
图 4:中国重汽毛利率高位上行



资料来源：wind、东兴证券研究所

从横向看，中国重汽毛利率最高。相对于陕重汽和福田汽车，中国重汽的重卡整车在三家上市重卡生产公司中毛利率最高，达8%左右。

图 5：重汽、陕重汽、福田重卡毛利率对比



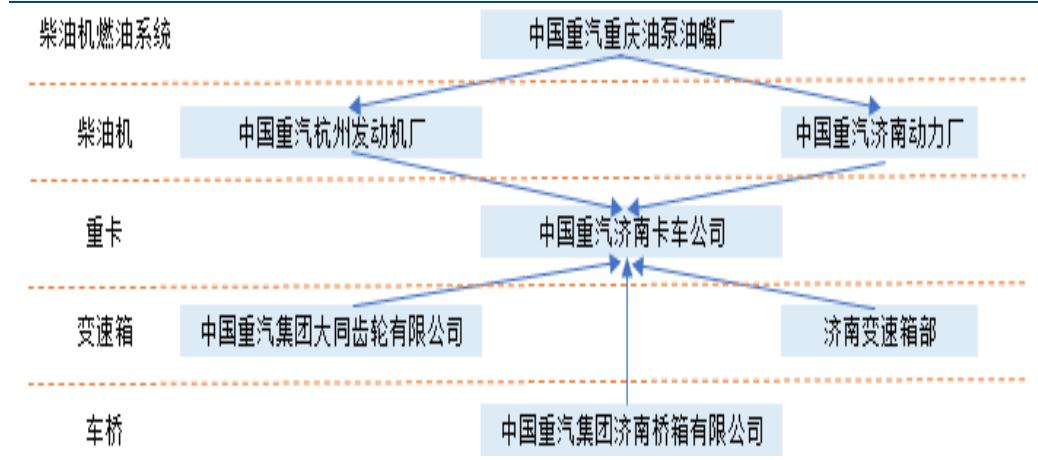
资料来源：WIND 资讯，上市公司年报，东兴证券研究所

原因之一：中国重汽有完整的黄金产业链。

中国重汽是重卡行业中产品自制率最高的公司，自有完整产业链。中国重汽重庆油泵油嘴厂供应柴油机燃油系统，柴油机由中国重汽杭州发动机厂、中国重汽济南动力厂

提供。中国重汽济南卡车公司生产底盘, 车桥由中国重汽体内的中国重汽集团济南桥箱有限公司提供。中国重汽集团大同齿轮有限公司、济南变速箱部生产变速箱为整车配套, 关键零部件全部产自集团内部。

图 6: 中国重汽产业链



资料来源: 上市公司年报, 东兴证券研究所

完整的产业链使得中国重汽的生产具有极高的自主性, 全面布局中下游产业增强了企业的抗风险能力, 更有利于整车成本的降低, 保持较高毛利率, 提高盈利能力, 同时在实际生产中不断解决技术难题, 推动技术不断革新进步, 从而使理论技术更贴合实际生产。

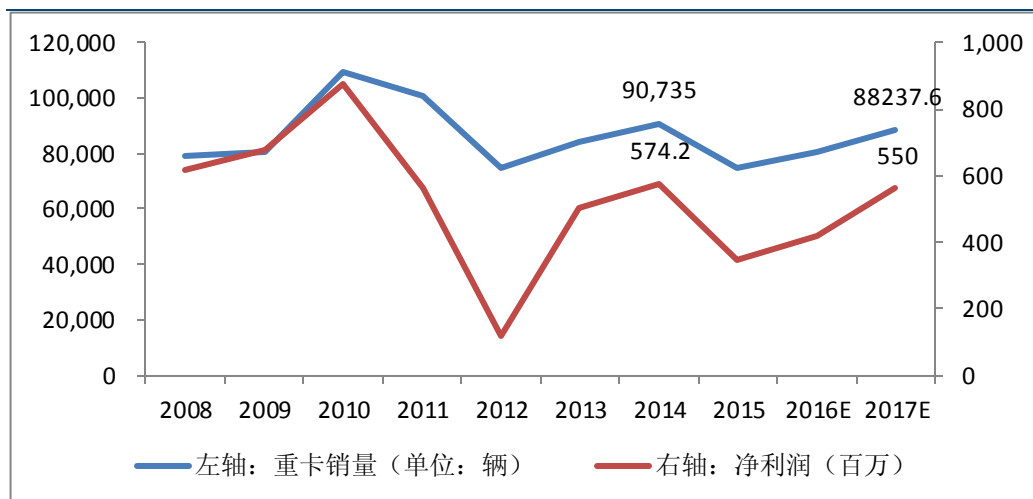
原因之二: 中国重汽多年来坚持降本增效。

同时重汽近年来通过提升管理水平, 降本增效成果显著, 盈利能力增强, 且重卡单价由 2013 年 25.5 万/辆升至 2016 年前三季度的 26.8 万/辆, 为营业收入提高提供动力, 重卡毛利率稳中有升。

4. 盈利预测与估值

工程类重卡+半挂牵引车+出口共同带动公司预期营业收入增长, 预计 2017 年销量提高 10%, 则销售量预计达到 8.8 万辆, 与 2014 年 9 万辆销量几乎持平; 鉴于 2014 年净利润为 5.742 亿元, 估计 2017 年净利润可升至 5.5 亿左右。

图 7: 中国重汽重卡销量 (单位: 辆) 与净利润 (百万)



资料来源：wind、东兴证券研究所

公司是重卡生产领域的领军企业，看好公司在 2017 年全年的重卡销量表现。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.48、0.63、0.51 元，对应 PE 分别为 31.61、24.28、30.15。我们选取了 4 家主业与公司相仿的企业进行比较，2017 年 4 家公司平均市盈率为 27.06 倍，对应的股价为 17.05 元，给予公司“推荐”评级。

表 1:同类型商用车上市公司市盈率比较 (元/股)

代码	公司	EPS				PE			
		2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
600166	中国重汽	0.66	0.48	0.63	0.51	23.17	31.61	24.28	30.15
	行业均值	0.45	0.19	0.52	0.68	38.53	15.11	27.06	20.86
600006	东风汽车	0.17	0.20	0.31	0.39	61.80	36.98	24.10	18.99
600805	悦达投资	0.15	0.27	0.35	0.43	23.37	31.49	24.10	19.68
601127	小康股份	0.50	0.57	0.70	0.93		46.42	37.80	28.41
600686	金龙汽车	0.97	-0.29	0.70	0.96	30.43	-54.45	22.25	16.34

资料来源：wind、东兴证券研究所

表 2: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	14214	14696	15658	17585	17500	营业收入	23866	19364	21257	23471	23471
货币资金	1197	1551	1382	1643	1643	营业成本	21517	17379	19053	20990	21077
应收账款	3543	4693	5242	5787	5787	营业税金及附	79	64	70	77	77
其他应收款	16	72	79	87	87	营业费用	721	627	689	704	704
预付款项	57	47	47	47	47	管理费用	580	597	638	676	676
存货	2579	2128	2453	2703	2714	财务费用	132	178	189	252	282
其他流动资产	0	32	32	32	32	资产减值损失	113.01	108.73	110.00	100.00	100.00
非流动资产合计	2482	2266	2142	2017	1892	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1790.42	1598.73	1572.70	1486.77	1400.84	营业利润	725	410	508	671	555
无形资产	396	387	348	310	271	营业外收入	70.60	31.56	31.56	31.56	31.56
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	5.59	2.56	4.30	6.00	6.00
资产总计	16696	16962	17800	19602	19392	利润总额	790	439	536	697	581
流动负债合计	10642	10819	11546	13176	12811	所得税	216	91	111	144	120
短期借款	2482	3173	4493	5691	5708	净利润	574	348	425	553	460
应付账款	2541	2440	2819	3105	3118	少数股东损益	143	69	100	130	120
预收款项	442	243	-8	-267	-535	归属母公司净	431	279	325	423	340
一年内到期的	700	800	0	0	0	EBITDA	1518	1214	822	1048	961
非流动负债合计	1137	1005	700	700	700	BPS (元)	1.03	0.66	0.48	0.63	0.51
长期借款	800	700	700	700	700	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	11779	11824	12246	13876	13511	成长能力					
少数股东权益	511	580	680	810	930	营业收入增长	11.24%	-18.86%	9.78%	10.42%	0.00%
实收资本(或股	419	419	671	671	671	营业利润增长	34.80%	-43.48%	24.07%	32.09%	-17.34%
资本公积	684	684	684	684	684	归属于母公司	16.56%	30.18%	16.56%	30.18%	-19.48%
未分配利润	2834	2986	2597	2090	1681	获利能力					
归属母公司股	4405	4558	4842	4884	4918	毛利率(%)	0.00%	0.00%	10.37%	10.57%	10.20%
负债和所有者	16696	16962	17768	19570	19360	净利率(%)	2.41%	1.80%	2.00%	2.35%	1.96%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元						总资产净利润	2.58%	1.64%	1.82%	2.16%	1.75%
2014A						ROE(%)					
2015A						9.79%					
2016E						6.11%					
2017E						6.70%					
2018E						8.65%					
2018E						6.92%					
经营活动现金	47	240	-63	-204	671	营运能力					
净利润	574	348	425	553	460	总资产周转率	1.47	1.15	1.22	1.26	1.21
折旧摊销	661.37	626.38	0.00	124.63	124.63	应收账款周转	8	5	4	4	4
财务费用	132	178	189	252	282	应付账款周转	9.15	7.78	8.08	7.92	7.54
应收账款减少	0	0	-549	-546	0	每股指标(元)					
预收帐款增加	0	0	-251	-259	-268	每股收益(最新)	1.03	0.66	0.48	0.63	0.51
投资活动现金	-57	-66	-107	-100	-100	每股净现金流	-0.65	1.28	-0.09	0.39	0.00
公允价值变动	0	0	0	0	0	每股净资产(最	10.50	10.87	7.22	7.28	7.33
长期股权投资	0	0	0	0	0	估值比率					
投资收益	0	0	0	0	0	P/E	14.84	23.17	31.61	24.28	30.15
筹资活动现金	-264	364	107	565	-571	P/B	1.46	1.41	2.12	2.10	2.09
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	6.06	7.85	17.11	14.32	15.63
长期借款增加	0	0	0	0	0						
普通股增加	0	0	252	0	0						
资本公积增加	0	0	0	0	0						
现金净增加额	-273	538	-63	261	0						

资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

孙浩然

中国人民大学金融研究生，曾任职于中国出口信用保险公司，2016年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。