

2017年09月01日

姜以宁
C0067@capital.com.tw
目标价(元)

RMB 20

中国重汽(000951.SZ)

Buy 买入

公司上半年净利润增长 2 倍，重卡行业高景气周期将延续至下半年

公司基本资讯

产业别	汽车
A 股价(2017/8/31)	17.74
深证成指(2017/8/31)	10816.64
股价 12 个月高/低	19.99/11.08
总发行股数(百万)	671.08
A 股数(百万)	670.90
A 市值(亿元)	119.02
主要股东	中国重汽(香港)有限公司 (63.78%)
每股净值(元)	7.77
股价/账面净值	2.28
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-4.4 37.3 56.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

产品组合

销售汽车收入	94.1%
销售零配件收入	3.2%
模具及其他	0.8%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	5.4%
一般法人	67.7%

股价相对大盘走势



结论与建议:

上半年重卡行业延续去年 4Q 的高景气周期运行，公司重卡销售超预期增长，中报业绩亮眼，随着“治超”的趋严和运输总量的稳定提升，我们预计下半年行业仍将维持在高景气周期运行，公司全年业绩将保持高速增长。

我们上调公司 2017、18 年净利润分别为 8.9 亿（上浮 85%）和 9.7 亿元（上浮 86%），YOY 分别为+112%和+9%；EPS 为 1.32 元和 1.44 元，目前 A 股股价对应 2017、2018 年的 P/E 分别为 13 和 12 倍，估值合理，给予 A 股买入的投资建议。A 股目标价 20 元，对应 2018 年 PE 为 14 倍。

■ **中报业绩大幅增长:** 公司发布 2017 年中报，2017H1 实现营业收入 183 亿元，YOY+91.7%，实现净利润 4.8 亿，YOY+198.6%，折合 EPS 为 0.71 元，公司业绩符合业绩预告。分季度来看，公司 2017Q2 实现营业收入 112 亿元，YOY+96%，实现净利润 3.1 亿元，YOY+149%，Q2 业绩增速较 Q1 有所下滑（主要由于去年 Q2 基期相对提高所致）。

■ **毛利率小幅提升，经营状况良好:** 公司上半年业绩高速增长主要由于（1）受治超和上游运输总量增加提振了重卡市场需求，上半年重卡市场销售 58.1 万辆，YOY+71%，公司重卡销售量价齐升，上半年累计销售 65594 辆，YOY+78%，单车平均售价 25.67 万元，YOY+4.1%，产品综合毛利率提高 0.36 个百分点达 10.63%。（2）公司三项费用率和所得税率分别同比下降 0.9 个和 1.1 个百分点至 5.97%和 23.9%

■ **治超+更换高峰，行业高景气周期运行:** 重卡属生产类资料，增长与 GDP 吻合，受政策影响较大，上半年宏观经济稳中趋好，固定资产投资和交通货运总量同比分别增长 8.6%和 11%，同时重卡行业销量大增的主要原因是国家去年“921 治超”的影响，此外，在 2010 年重卡达到 102 万辆销量高峰后，销量逐渐下滑，目前大部分已到更换时期。多种因素的刺激使得 2016Q4 重卡销售进入高景气周期运行延续至今。8 月 24 日交通部发布治理运输车第二阶段执法检查通知，预示“治超”将会是一个长期持续的行动，政策将日益趋严，7 月重卡的淡季销售数据再创新高，月销售 9 万辆，YOY+81%，Q3 高景气周期延续已成定局，预计全年重卡销售将超 110 万辆。

■ **产品结构持续优化、高端产品竞争力强:** 公司去年底的优势产品为物流车，占比超七成，2017Q2 工程车数据慢慢回升，上半年公司物流运输车辆销售 4 万辆，占比为 53%左右，公司产品结构日益优化。公司旗下 HOWO-T 系列采用德国曼技术和同样的生产设备，自重低、载重能力强、可靠性高，售价较 HOWO-A 系列提升 20%~30%，曼技术产品已经得到市场的基本认可，树立起良好的高端品牌形象，销量大增，带动综合毛利率有所提升。目前 T 系列产品占比已近 30%，T 系列的热销将提升公司的盈利水平。

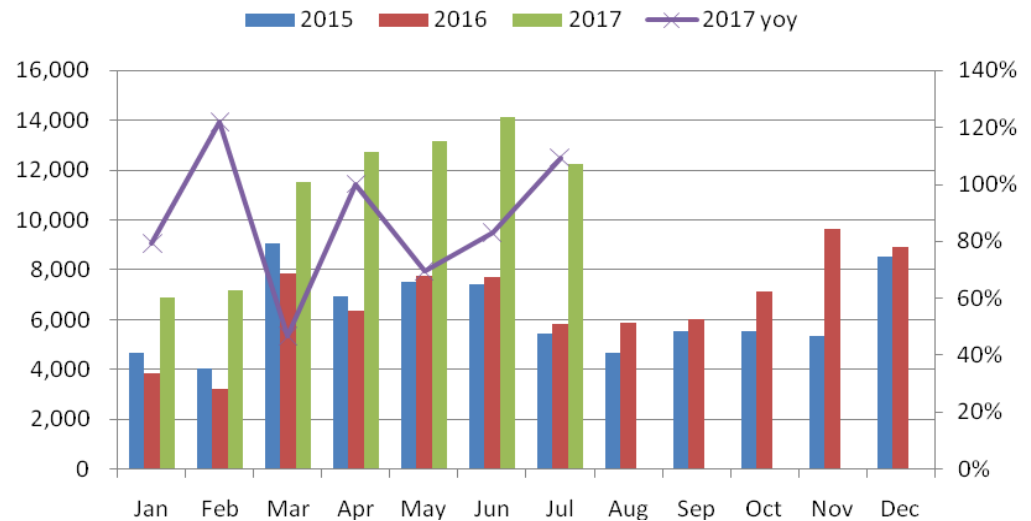
■ **盈利预期:** 我们预计公司全年重卡销售将超过 12 万辆，YOY+50%以上，我们上调公司 2017、18 年净利润分别为 8.9 亿（上浮 85%）和 9.7 亿元（上浮 86%），YOY 分别为+112%和+9%；EPS 为 1.32 元和 1.44 元，目前 A 股股价对应 2017、2018 年的 P/E 分别为 13 和 12 倍，估值合理，给予 A 股买入的投资建议。A 股目标价 20 元，对应 2018 年 PE 为 14 倍。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2014	2015	2016F	2017F	2018F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	431	279	418	887	967
同比增减	%	13.31%	-35.42%	50.14%	112.18%	9.03%
每股盈余(EPS)	RMB 元	1.030	0.664	0.620	1.322	1.442
同比增减	%	13.19%	-35.53%	-6.63%	113.26%	9.03%
A 股市盈率(P/E)	X	17.22	26.72	28.61	13.42	12.31
股利(DPS)	RMB 元	0.300	0.200	0.230	0.280	0.300
股息率(Yield)	%	1.69%	1.13%	1.30%	1.58%	1.69%

图表一：中国重汽近三年月度销量及 YoY

(单位：辆)



资料来源：公司公告，群益金鼎证券

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 StrongBuy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2014	2015	2016F	2017F	2018F
营业收入	23866	19364	21119	32666	35244
经营成本	21517	17379	18894	29058	31344
营业税金及附加	79	64	73	82	99
销售费用	721	627	670	1101	1181
管理费用	580	597	553	614	677
财务费用	132	178	181	196	204
资产减值损失	113	109	48	140	130
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	725	410	701	1475	1610
营业外收入	71	32	31	22	23
营业外支出	6	3	19	2	2
利润总额	790	439	712	1495	1631
所得税	216	91	174	358	391
少数股东损益	143	69	120	250	273
归属于母公司所有者的净利润	431	279	418	887	967

附二：合并资产负债表

百万元	2014	2015	2016F	2017F	2018F
货币资金	1197	1551	989	23530	47779
应收帐款	3543	4693	3885	4118	4365
存货	2579	2128	4082	4205	4331
流动资产合计	14214	14696	18198	20382	22828
长期投资净额	1790	1599	1429	1572	1729
固定资产合计	396	387	378	416	457
在建工程	251	217	246	256	266
无形资产	2482	2266	2119	1362	444
资产总计	16696	16962	20317	21744	23271
流动负债合计	10642	10819	14708	15738	16839
长期负债合计	1137	1005	163	180	198
负债合计	11779	11824	14871	15917	17037
少数股东权益	511	580	553	565	576
股东权益合计	4916	5138	5445	5826	6234
负债和股东权益总计	16696	16962	20317	21744	23271

附三：合并现金流量表

百万元	2014	2015	2016F	2017F	2018F
经营活动产生的现金流量净额	25756	22184	22567	23244	23941
投资活动产生的现金流量净额	-57	-66	-64	-77	-92
筹资活动产生的现金流量净额	-264	364	-187	-290	401
现金及现金等价物净增加额	-273	538	-559	22877	24250

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。