国联证券 GUOLIAN SECURITIES

2018 年 03 月 26 日

中国重汽（000951）\汽车

——17 年业绩符合预期，18 年行业下行压力加大

投资建议：	谨慎推荐
当前价格：	14.47 元
目标价格：	元

事件：

中国重汽发布2017年报：2017年，全年实现重卡销售134731辆，同比增长67.96%；实现营业收入373亿元，同比增长76.67%；实现归属于母公司净利润8.98亿元，同比增长114.64%。

投资要点：

➢ **17重卡销量见顶，18年销量或将回落10%-15%**

2017年我国重卡销量达到111.7万辆，同比增长52.38%，创历史新高。从行业形势看，18年仍是重卡置换大年，受环保治理，国III限行，非标车辆查处等因素影响，重卡销量总体是有支撑的。但由于基建投资增速趋缓、北方环保限产节后开工不及预期，且治超新政影响渐趋式微。春节后重卡销量整体呈疲软之势，预计4月起重卡行业销量增速同比将持续下降。

从分类车型来看，18年牵引车下滑明显，按照披露的重卡分类车型销量数据，1-2月牵引车销量同比下滑20%左右，考虑到部分车企将17年订单预留至18年，预计牵引车市场销量同比下滑幅度超过20%。

工程车销量，由于18年仍处于国家三年重大项目投资周期，大型基建项目的落地和建设仍会支撑工程车的增长，尤其是精准扶贫相关的项目建设，将带来部分区域市场快速上量。城镇化建设也将使冷链、危化、环卫、消防等专用车需求有所增长。因此重卡工程车和专用车仍会保持较快增速。总体来看，18年重卡销量或将回落10%-15%。

库存增加影响公司毛利，从wind上的数据显示，商用车库存从17年10月的20万辆迅速上升至目前的35万辆左右，库存高企和原材料价格上涨影响公司的毛利，年报中全年公司毛利率为10.02%，同比下降0.54%，主要是四季度毛利下降；销售净利率为3.14%，同比提升0.59个百分点，净利率提升主要与期间费用率同比下降1.73个点有关。

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	21,118.99	37,310.40	39,175.92	39,567.68	37,589.30
增长率（%）	9.07%	76.67%	5.00%	1.00%	-5.00%
EBITDA（百万元）	1,128.10	2,033.27	2,135.43	2,064.45	1,816.27
净利润（百万元）	418.18	897.58	971.78	942.97	850.74
增长率（%）	50.14%	114.64%	8.27%	-2.97%	-9.78%
EPS（元/股）	0.62	1.34	1.45	1.41	1.27
市盈率（P/E）	23.22	10.82	9.99	10.30	11.41
市净率（P/B）	1.99	1.72	1.51	1.34	1.23
EV/EBITDA	13.24	8.47	7.55	8.64	6.91

数据来源：公司公告，国联证券研究所

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	671/671
流通 A 股市值（百万元）	9,708
每股净资产（元）	8.40
资产负债率（%）	76.35
一年内最高/最低（元）	19.99/11.47

一年内股价相对走势

马松　　分析师
执业证书编号：S0590515090002
电话：0510-85613713
邮箱：mas@glsc.com.cn

彭福宏　　研究助理
电话：0510-85613713
邮箱：pengfh@glsc.com.cn

相关报告

请务必阅读报告末页的重要声明

➢ **出口和工程车销量增长对冲牵引车销量下滑，公司业绩将保持平稳**

2018年1-2月，重汽重卡销量累计约3.3万辆，同比去年的2.7万辆增长19%，超过行业前2月的累计增幅（7%），其累计增幅同样在重卡前5强排名第一。主要原因得益于公司工程车和出口销量的持续增长。公司2017年工程类用车重卡销量占比为50%左右，工程车辆手持订单超过60%。

出口方面，公司是国内重卡企业出口布局最早的企业之一，出口产品大多是一路一带沿线国家，一路一带沿线国家大部分处于起步期和快速发展期，其国内汽车市场仍有较大的发展空间。2017年全年实现重卡出口3.37万辆，同比增长26.8%，18年有望延续较快增长。公司工程车和出口车辆销量快速增长将对冲牵引车销量下滑，预计公司业绩将保持平稳。

➢ **高毛利T型车销售占比提升**

中国重汽T系列重卡采用德国曼技术、利用和德国曼的生产设备、采用与德国曼的出厂检验标准的新产品。其间隔故障里程长达2万公里以上（行业平均水平为5000-8000公里），B10寿命为150万公里，中国重汽测算其可靠性比同类产品高87.5%，产品品质已初步达到发达国家标准要求。目前，该系列产品已得到市场用户的广泛认可，产品出口量继续保持国内领先，产品批量进入爱尔兰等发达国家和地区，单车最长运营里程已超过100万公里，且单车运营里程超百万公里无大修的车辆逐年增加。此外，该系列重卡还具有安全性好、故障率低、油耗低、自重低等优势。2017年全年，T型车销量占比逾 40%，目前的在手订单中，T型车占比逾50%。我们认为，高端车型占比提升将有助于公司业绩提升。

➢ **盈利预测及评级**

我们预计公司2018年至2020年中国重汽的归属母公司净利润分别为9.72亿元、9.43亿元和8.51亿元，对应的EPS为1.45元/股、1.41元/股和1.27元/股。考虑到行业存在下行压力，我们给予公司“谨慎推荐”评级。

➢ **风险提示**

1）重卡行业下滑超预期；

2）公司产品销量不及预期。

图表 1：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	880.06	2,540.74	3,917.59	3,956.77	3,758.93
应收账款+票据	12,873.8	13,693.6	15,502.6	15,129.0	13,990.7
预付账款	125.73	136.82	138.00	145.00	140.00
存货	4,082.31	8,122.18	4,491.07	7,818.57	3,513.35
其他	126.21	252.83	260.00	240.00	230.00
流动资产合计	18,088.1	24,746.2	24,309.2	27,289.4	21,633.0
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,428.94	1,270.26	1,108.61	828.43	558.26
在建工程	64.55	143.52	0.00	0.00	0.00
无形资产	377.84	368.87	358.04	347.22	336.40
其他非流动资产	1.38	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1,872.71	1,782.65	1,466.65	1,175.66	894.66
资产总计	19,960.8	26,528.8	25,775.9	28,465.0	22,527.7
短期借款	4,675.00	6,750.00	5,351.38	6,773.82	1,227.40
应付账款+票据	6,836.93	10,047.4	9,917.43	10,262.7	8,955.17
其他	2,967.48	3,269.09	2,940.58	2,790.58	2,740.58
流动负债合计	**14,479.4**	**20,066.5**	**18,209.3**	**19,827.1**	**12,923.1**
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
其他	**34.64**	**67.70**	**67.70**	**67.70**	**67.70**
非流动负债合计	34.64	67.70	67.70	67.70	67.70
负债合计	14,514.0	20,134.2	18,277.0	19,894.8	12,990.8
少数股东权益	553.44	758.80	1,058.27	1,348.87	1,611.04
股本	671.08	671.08	671.08	671.08	671.08
资本公积	432.43	432.43	432.43	432.43	432.43
留存收益	3,788.31	4,531.30	5,335.97	6,116.79	6,821.24
股东权益合计	5,445.26	6,393.61	7,497.76	8,569.17	9,535.79
负债和股东权益总	19,960.8	26,528.8	25,775.9	28,465.0	22,527.7

现金流量表

单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	551.56	1,169.79	1,252.65	1,214.95	1,094.31
折旧摊销	236.70	233.50	275.99	275.99	275.99
财务费用	204.75	276.22	166.33	145.61	58.29
存货减少	-1,950.32	-4,216.39	3,631.11	-3,327.51	4,305.23
营运资金变动	637.30	3,419.35	-2,275.79	581.83	-204.26
其它	**13.97**	**5.20**	**40.00**	**15.00**	**5.00**
经营活动现金流	-306.03	887.66	3,090.30	-1,094.12	5,534.56
资本支出	64.49	176.24	0.00	0.00	0.00
长期投资	490.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	**490.71**	**3.67**	**18.61**	**18.61**	**18.61**
投资活动现金流	-63.77	-172.56	18.61	18.61	18.61
债权融资	501.79	1,575.00	-1,398.62	1,422.44	-5,546.42
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-688.39	-501.52	-333.44	-307.76	-204.59
筹资活动现金流	-186.59	1,073.48	-1,732.06	1,114.68	-5,751.01
现金净增加额	-556.39	1,788.58	2,540.74	3,917.59	3,956.77

利润表

单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	**21,118.9**	**37,310.4**	**39,175.9**	**39,567.6**	**37,589.3**
营业成本	18,893.9	33,571.4	35,317.1	35,697.9	33,995.7
营业税金及附加	72.56	94.50	101.86	106.83	105.25
营业费用	669.71	1,181.67	1,253.63	1,270.12	1,214.13
管理费用	553.13	522.27	626.81	712.22	751.79
财务费用	181.42	255.90	166.33	145.61	58.29
资产减值损失	47.54	168.09	40.00	15.00	5.00
公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	700.64	1,516.49	1,670.20	1,619.94	1,459.08
营业外净收益	11.74	27.98	22.91	22.91	22.91
利润总额	712.38	1,544.47	1,693.10	1,642.85	1,481.98
所得税	174.21	381.53	421.84	409.28	369.06
净利润	538.17	1,162.94	1,271.26	1,233.57	1,112.92
少数股东损益	119.99	273.96	299.48	290.60	262.17
归属于母公司净	418.18	897.58	971.78	942.97	850.74

主要财务比率

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	9.07%	76.67%	5.00%	1.00%	-5.00%
EBIT	46.30%	101.90%	3.32%	-3.82%	-13.88%
EBITDA	31.14%	80.24%	5.02%	-3.32%	-12.02%
归属于母公司净	-35.42%	114.64%	8.27%	-2.97%	-9.78%
获利能力					
毛利率	10.54%	10.02%	9.85%	9.78%	9.56%
净利率	2.55%	3.12%	3.25%	3.12%	2.96%
ROE	8.55%	15.93%	15.09%	13.06%	10.74%
ROIC	7.36%	13.18%	10.49%	10.32%	7.43%
偿债能力					
资产负债	72.71%	75.90%	70.91%	69.89%	57.67%
流动比率	1.25	1.23	1.33	1.38	1.67
速动比率	0.96	0.82	1.07	0.97	1.38
营运能力					
应收账款周转率	1.66	2.74	2.54	2.63	2.71
存货周转率	4.63	4.13	7.86	4.57	9.68
总资产周转率	1.06	1.41	1.52	1.39	1.67
每股指标（元）					
每股收益	0.62	1.34	1.45	1.41	1.27
每股经营现金流	-0.46	1.32	4.60	-1.63	8.25
每股净资产	7.29	8.40	9.60	10.76	11.81
估值比率					
市盈率	23.22	10.82	9.99	10.30	11.41
市净率	1.99	1.72	1.51	1.34	1.23
EV/EBITDA	13.24	8.47	7.55	8.64	6.91
EV/EBIT	16.76	9.57	8.67	9.97	8.15

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

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

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

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

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064