

2018年05月27日

证券研究报告·公司研究报告

中国重汽(000951) 汽车

买入(首次)

当前价: 12.93元

目标价: 19.00元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

于无声处听惊雷，重卡王者犹可追

投资要点

- **推荐逻辑:** 重卡行业销售数据持续向好，车辆更新置换周期和治超治限的积极影响仍将延续，预计未来重卡行业将保持平稳增长。中国重汽战略格局良好，经营指标领先同梯队企业，在发挥新产品影响力和借助集团公司优质海外赛道的基础上，展现出超越重卡周期属性以外的强劲内生增长能力。公司搭载MAN技术的新一代主力车型在2013年-2016年行业需求低迷的阶段完成了市场导入和品牌口碑的树立，近一年伴随重卡需求的爆发，高增长趋势非常明确，HOWO-T/G系列产品从14年约4千台的销售规模，攀升至17年超过5万台的水平，3年10倍。目前公司估值较低，2018年动态PE仅为9倍，未来三年有望保持13%的复合增长速度。
- **重卡市场:** 2018年前四个月销售数据亮眼，高位仍有高增长。公司2018年前4个月累计完成重卡销售49899台，同比增长超过30%。2017年底存货中库存商品71.6亿元，占总资产比例较16年提高了7个百分点至26%，其中主要包含正进行改装尚未确认收入的产品，对2018年业绩形成有力支撑。公司预收/营收情况自2015年低点1.3%以来持续改善，截止17年达到4%。提升幅度领跑其他重卡企业及零部件公司。全行业18年1-4月已累计完成重卡销售44.6万台，同比增长约14.9%，2018年前四个月销量占2017年总销量的40%，预计重卡行业18年全年销售能够维持在110万辆以上的水平，车辆置换周期仍将延续。
- **重卡产业链:** 从核心零部件到整车企业，有技术产品优势的车企未来享有更好的竞争格局。重卡从萧条周期向景气周期发展的过程中，整车行业往往较零部件行业展现出更高的弹性。17年多因素共振下重卡需求大爆发，零部件供应商享受供不应求的市场溢价。而往后看整车企业更具话语权。只有能够迎合未来市场需求的整车企业完成产品卡位，才能在本轮重卡高景气周期中取得竞争优势。
- **中国重汽:** 低预期下潜伏的重卡王者。2018年公司重点布局工程车中HOWO-T/G新产品的推广，工程车部分的销售毛利率将向物流车的毛利率水平看齐。目前公司重卡整车销售结构中工程车约占70%，下半年根据行业规律属物流车销售旺季，对应工程车销售占比预计会有所回落。工程车新产品的渗透率提高和物流车占比的回升，产品结构持续改善带动毛利率提高，对公司净利润提升会有明显刺激。集团层面作为重汽主要海外市场销售的窗口，提供健全的商用车产业链支持，拥有独占的优质海外市场赛道，同类型企业中抗周期扰动能力更强。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2018-2020年EPS分别为1.46元、1.75元、1.95元，未来三年将保持13%的复合增长率，领先行业水平。给予公司2018年13倍估值，对应目标价19元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 2018年下半年物流车销售或陷入严重低迷；公司工程车HOWO-T/G系列新产品市场导入或不及预期；原材料价格或大幅上涨。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	37310.40	42084.72	45144.85	49965.34
增长率	76.67%	12.80%	7.27%	10.68%
归属母公司净利润(百万元)	897.58	978.68	1172.13	1309.44
增长率	114.64%	9.04%	19.77%	11.71%
每股收益EPS(元)	1.34	1.46	1.75	1.95
净资产收益率ROE	18.32%	17.40%	17.98%	17.47%
PE	10	9	7	7
PB	1.36	1.18	1.02	0.89

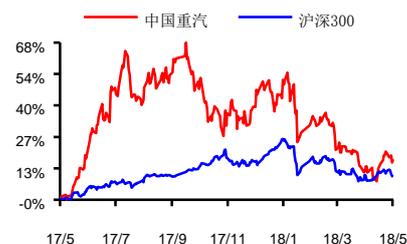
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 张荫先
 执业证号: S1250517070001
 电话: 0755-23617478
 邮箱: zyx@swsc.com.cn

联系人: 石川
 电话: 023-67898871
 邮箱: sc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.71
流通A股(亿股)	6.71
52周内股价区间(元)	11.8-19.85
总市值(亿元)	86.77
总资产(亿元)	283.59
每股净资产(元)	8.69

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 重卡的周期：影响因素与持续性正发生变化	1
2 产业链价值迁徙：从核心零部件到整车	3
3 中国重汽：新一轮重卡景气周期下的明星	6
4 盈利预测与估值	9
5 风险提示	10

图 目 录

图 1：近 3 年重卡销量分季度走势	2
图 2：重卡年销量变化情况	2
图 3：重卡物流/工程车保有量变化情况	2
图 4：重卡物流/工程车年销量	2
图 5：某重卡柴油发动机龙头企业年销量市占率情况	4
图 6：该龙头公司大客户占比及分板块年销量	4
图 7：中国重汽市占率变化情况	4
图 8：中国重汽前五大客户收入占比情况	4
图 9：重卡部分整车与零部件企业预收账款/营收情况	5
图 10：部分主要重卡企业 2017 年可比营收利润情况	5
图 11：重卡部分整车与零部件企业年固定资产周转率情况	6
图 12：中国重汽股权结构图	7
图 13：重汽集团与下属中国重汽年销售数据	8
图 14：中国重汽整车均价（营收/销量）	8
图 15：重汽集团年重卡产品出口情况	8
图 16：全国重卡行业出口情况	8
图 17：中国重汽存货变动	9
图 18：中国重汽年费用率毛利率情况	9

表 目 录

表 1：分业务收入及毛利率	10
表 2：可比公司估值情况	10
附表：财务预测与估值	11

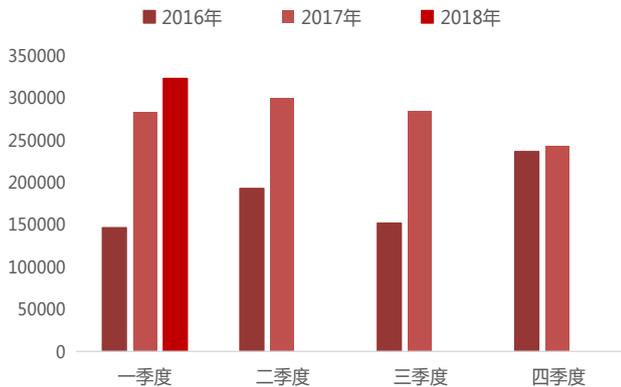
1 重卡的周期：影响因素与持续性正发生变化

重卡行业将迎来预期差持续修复的过程。商用车中重卡板块兼具生产资料的周期性与消费品的成长性。与乘用车相比，在 2010 年之前国内汽车消费市场高速繁荣发展的时期，重卡市场在内生性增长的同时受益基建投资高增速的带动，年销量保持了和乘用车大致相当的增速水平。但是在 2010 年之后，整个国内汽车消费市场转入高位缓步温和上涨通道后，重卡市场还受到基建投资规模回落的影响，销量增速大幅低于同时期乘用车增速水平。整体表现反映了重卡行业的高弹性源于成长性和周期性的叠加。自 2016 年下半年以后，伴随经济“L”型企稳，国内乃至全球大宗商品价格出现明显反转，经济复苏信号明显，投资和基建周期重回上行通道。重卡行业的弹性开始呈现持续的强势。

但是对于这一轮重卡高弹性引动的行情的持续性，市场预期存在明显分歧。2017 年全国重卡销售 111.2 万台，较 2016 年增长 52.7%，打破了 2010 年 101.74 万台的纪录创出历史新高。对于重卡销售爆发的原因市场一致性的观点是：1) 新版 GB1589 标准以及“9.21 公路治超”新政实施后持续补运力的需求；2) 2010 年重卡的销售高峰对应 7-8 年的产品换代周期叠加 2017 年 7 月 1 日开始实施重型柴油车国五标准，带动了重卡市场爆发式增长。伴随以上两个影响因素的逐渐退潮，市场对 2018 年重卡行业销售预期相对悲观，认为会有 20% 以内的负增长。

针对以上两个因素来看，第一点本质反映的是重卡行业的内生成长性，“治超限超”表现为对重卡保有量水平的提升，背后深层次的原因是国民经济向质量更高的层次迈进的基础上，对重卡“轻量化、大马力、环保智能、专业细分”的产品发展方向的必然要求。第二点反映的则是周期性，在既定保有量水平下，正常车辆使用寿命终结产生的更新，叠加调控催生的强制性政策性换代所产生的可持续市场需求。不同属性的需求对产品结构和未来重卡细分市场影响有所区别。

从短期来看，重卡需求面临承压程度未必如此前的市场预期，其中存在极大向上修复的空间和可能性。首先从数据端看，2017 年一季度是本轮重卡销售井喷的起点和重要阶段，2017 年 1-4 月整个重卡市场分别实现销售 8.3 万台、8.6 万台、11.5 万台和 10.4 万台，一季度合计 28.4 万台。而 2017 年二、三季度分别为 30 万台和 28.5 万台，与一季度基本持平，四季度开始有所松动，下滑至 24.3 万台。由于春节后基建复工的带动，一二季度普遍认为是重卡销售的传统旺季，因为 2017 年上半年旺季的高基数和四季度销售呈下滑的趋势，导致市场对 2018 年重卡市场销售信心不足。但是从中汽协最新公布的 2018 年一季度分月销售情况来看，今年 1-4 月对应重卡销售是 11 万台、7.5 万台、13.9 万台，12.3 万台，合计超过 44.6 万台，同比增长接近 15%。剔除二月份受春节因素的影响，整个重卡市场延续了强势销售的格局，销量高位增速仍然保持了上升动力。2018 年前四个月已经完成了 2017 年总销量的 40%，总销量稳中略降的判断大概率落空，需求的内生性增长和车辆更新周期延续有望继续推动重卡市场高景气。

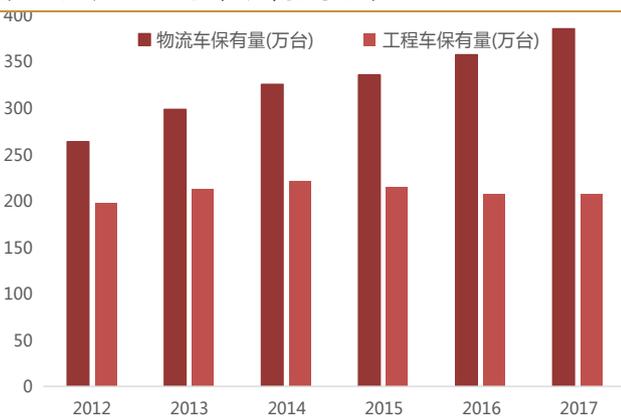
图 1: 近 3 年重卡销量分季度走势


数据来源: wind, 西南证券整理

图 2: 重卡年销量变化情况


数据来源: wind, 西南证券整理

其次从重卡的产品结构上看,以 2010 年为分界线划分重卡销售的周期,在 2010 年之前,从 2005 年重卡年销售 24 万辆攀升至 2010 年 102 万辆高点的过程中,物流车和工程车在前半程几乎保持了同步增长。而从 2010 年“4 万亿基建投资”后至今长达七八年的周期中,整个重卡市场细分产品结构发生了非常巨大的变化。根据中汽协的数据,从 2012 年到 2017 年,全国重卡保有量从大约 462 万辆增长至 593 万辆,5 年累计增幅仅为 28.4%。而其中工程车的保有量从 198 万辆增长至 207 万辆,5 年累计增幅不足 5%。物流车保有量则从 264 万辆提升至 386 万辆,同期增长了 46.2%。物流车较工程车从保有量到年销量拉开差距,背后原因是国民经济发展推动运力需求不断增长,物流车存量换代叠加增量扩张,而工程车在保有量水平基本稳定的情况下,需求主要来自存量置换,因此受周期和政策影响显著。国家统计局数据显示 2017 年全国货运总量是 479.4 亿吨,同比增长 9.3%,公路货运总量 368 亿吨,同比增长 10.1%,从规模上在各类货运方式中占据绝对主力地位,同时增速仍然领跑各类货运方式。其中快递业务量在经历了 2014、2015、2016 年三年接近 50% 的高增长后,仍然在 2017 年维持了 30% 的增长速度。

图 3: 重卡物流/工程车保有量变化情况


数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

图 4: 重卡物流/工程车年销量


数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

我们认为重卡行业本轮的增长不能简单类比 2010 年的行情。重卡销售随周期波动和受政策影响的两个属性正在发生平滑的转变。自 2016 年 10 月份以来至 2017 年前三季度,重卡的增长属于第一个阶段,重卡市场需求的爆发式反弹和增长,1) 治超新政快速释放的超

过 20% 的增量空间，这部分主要产品结构为物流车，对应 2016 年至 2017 年物流车销售 55 万辆至 75 万辆超过 36% 的增长，需求规模释放是主因，部分提前车辆置换的需求形成补充；2) 基于 2010 年基建高峰，重卡高保有量背景下产生的更新换代需求，这部分产品结构主要为工程车，对应 2016 年至 2017 年工程车销售 19 万辆至 35 万辆超过 84% 的增长。往 2018 年后半年看，重卡市场会进入第二个阶段，工程车的增速会随着更新周期的结束而放缓，但是当前政策层面对宏观经济下行风险容忍度较低，2018 年 1-2 月份全国固定资产投资 7.9% 的同比增速以及基础设施投资 16.1% 的同比增速表明了基建投资对国民经济稳定的必要性和重要性，和基建投资情况紧密挂钩的工程车销量不太可能出现断崖式下跌，在 2018 年上半年，工程车仍将延续增长态势，我们判断全年总销量将维持在 2017 年水平附近。物流车方面，剔除大约 20% 受治超带来的新增需求，剩余超过 10% 的增长部分表明了物流运输对于重卡需求的内生性增长。这一部分大概率还将在 2018 年延续，我们认为物流车方面可能会有接近 5%-10% 的增长，这一部分的增长也将推迟周期政策因素退潮后对重卡需求下降的扰动。

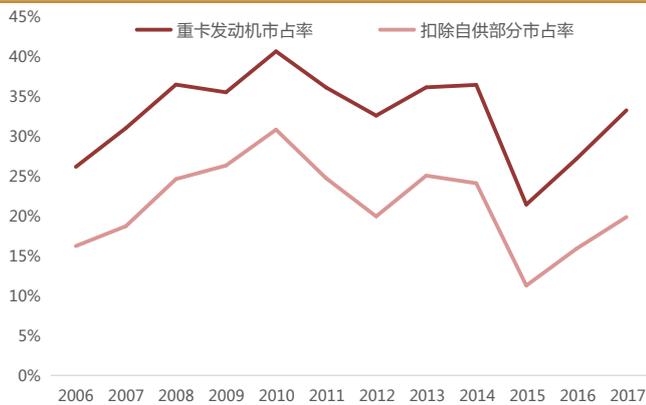
2 产业链价值迁徙：从核心零部件到整车

重卡产业链价值正逐渐发生转移。长期以来重卡产业链中，整车市场的竞争格局相对稳定，而核心零部件（发动机、柴油喷射器等）环节，相关供应商毛利率和净利润率情况较整车企业表现更好，且经过长期充分市场竞争，形成了较为稳固的行业护城河，享有高市占以及相对更高的溢价。我们认为这种局面的形成和我国重卡汽车制造水平与可靠性在相当长的一段时间内提高缓慢有着明显的关系。过去重卡需求市场对应的经济发展阶段还相对比较落后，导致国内重卡行业对核心技术的研发和投入相对缓慢，传统车企过去更多的把主要目标集中在生产以高性价比实现高市场份额制胜的产品定位上，进行深层次技术升级的动力不足。很多所谓的“新产品”都是基于老车型平台的改进升级，真正涉及到发动机、变速器、车桥等决定车辆技术与制造水平的关键总成部分提升缓慢。因此，尽管新产品层出不穷，但是真正升级换代的新产品并不多见。

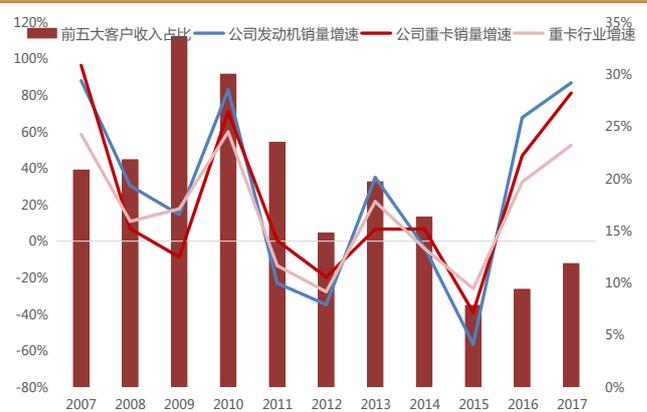
但是伴随重卡市场的不断壮大，行业竞争的完善和充分，尤其是伴随中国国民经济从重增长转向重质量，国内重卡需求市场对车辆性能、可靠性等方面的要求显著提高，对价格的敏感性有所降低。所有主流重卡企业都开始各显神通进行技术革新，推出了自己新一代的标志性平台和产品。而很多没有实力实现技术升级，依靠薄利多销争夺市场的重卡车企逐渐被市场出清。尤其是近几年，随着重卡市场从低谷走向新的上升周期，产品品质间的竞争已经替代纯低价竞争成为了各重卡企业之间的主攻方向。在这一轮的换代过程中，伴随整车企业多年的发展，规模和关键技术积累已经达到一定阶段，自建零部件体系的需求极大提升。各个整车企业也在切实的通过自研或引入合资的方式在核心零部件领域进行越来越多的布局。同时反映在核心零部件供应商方面的情况是市占率指标明显的趋势性下滑。尽管在 2017 年由于多利好因素共振导致重卡销售爆发式增长，重卡整车厂商面临整体性的产能承压，重卡核心零部件供应商市占下滑的局面得以大幅度缓解。但是往后看，随着未来整车厂商资本开支进一步增加，垂直一体化布局逐步完善，产能提升到匹配规模，重卡行业整体发展趋势对零部件供应商是有一定压力的，而能够迎合未来重卡市场需求的整车企业则有望实现卡位，在本轮重卡高景气周期中取得竞争优势。

以某龙头重卡核心零部件生产企业为例，该企业供应重卡的柴油发动机在国内长期居于龙头地位，同时旗下关联重卡公司产品搭载发动机以该企业产品为主。为实现测算，忽略旗

下重卡产品所采用的其他厂商发动机，不影响对趋势变化的结论。我们可以看到自 2010 年上一轮重卡销售高点结束以后，发动机市占率呈现持续的下降，一直到 2016-2017 年重卡市场出现突然放量之后，市占下滑的情况才有所改善，而扣除自供部分的改善幅度较自供部分弱。这种改善对应的是短时间内产能需求的突然攀升带给龙头供应商的产能外溢红利，难以长期维持。另一方面该公司销售数据中，前五大客户占比下降趋势明显，2010 年前五大客户收入占总营收 30%，之后 2015 年最低降至 8%，至 2017 年占比也只反弹到了 12%。同时，另外一个现实是该企业的重卡整车板块业务发展速度大幅超过行业水平，发动机业务的回暖也受到了自身整车业务的带动，这从侧面反映了即使作为核心零部件的龙头供应商，同样在择机谋求逆向的产品整合和终端市场。

图 5：某重卡柴油发动机龙头企业年销量市占率情况


数据来源：wind，西南证券整理

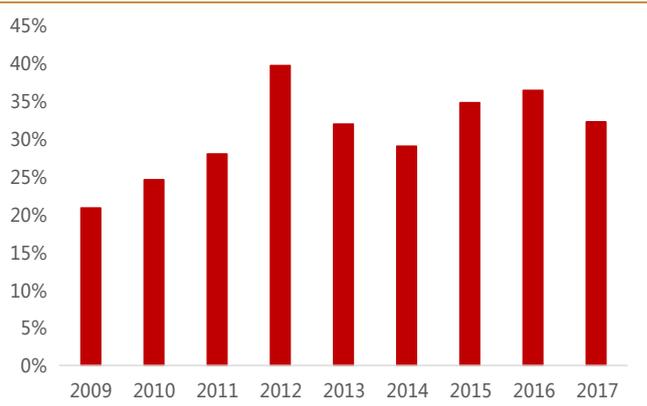
图 6：该龙头公司大客户占比及分板块年销量


数据来源：wind，西南证券整理

对比中国重汽市占率和前五大客户收入占比情况，并无明显跟随行业荣衰波动的趋势，长期维持相对稳固的市场格局。企业发展更多依靠产品升级、收入结构改善等内生性增长因素实现推动。

图 7：中国重汽市占率变化情况


数据来源：wind，西南证券整理

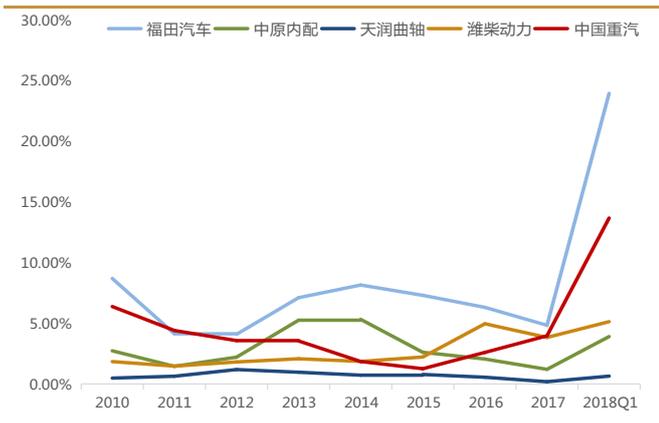
图 8：中国重汽前五大客户收入占比情况


数据来源：wind，西南证券整理

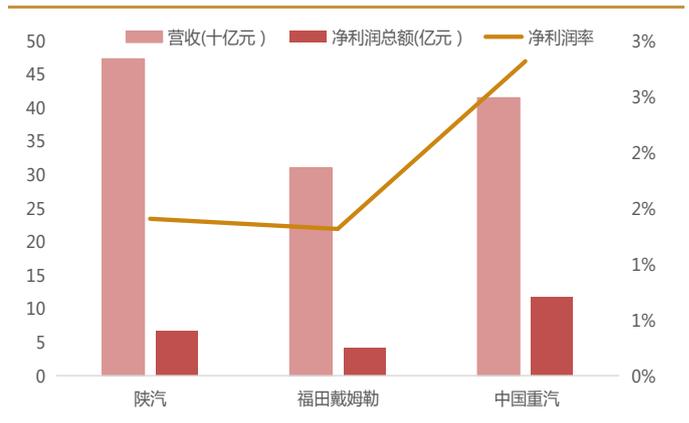
目前的重卡五强中，一汽解放用的是自主研发的锡柴发动机。东风传统采用的是玉柴发动机较多，近几年引入了雷诺合资技术。陕汽以潍柴发动机为主。福田重卡产品搭载发动机相对多元化，包含传统潍柴、康明新，以及引进的奔驰技术。中国重汽老 HOWO 系列采用

的都是国产老平台老技术，新一代 HOWO-T/G 产品已经实现 MAN 技术的导入和国产化，未来更重要的是新一代产品在市场导入和渗透。

预收账款占营收的比值高低作为短期内企业产品销售竞争力的体现，通过对比 A 股上市公司中与重卡高度相关的几家企业这一比值变化情况。可以看到在重卡从萧条周期向景气周期发展的过程中，整车行业往往较零部件行业展现出更高的业绩弹性。如中原内配、天润曲轴这类零部件企业，自 2010 市场高点向 2015 年低点衰退的周期中，预收/营收比值分别从 2.73%、0.48% 增长至期间高点 5.33% 和 0.78%。但是自 2015 年重卡销售低谷走入 2017 年新的景气阶段，零部件企业预收/营收的比值分别出现了不同程度的下降。而同期中国重汽这一比值从 1.26% 提高到了 3.97%，其他包含重卡整车业务的商用车公司如福田汽车，2017 年这一比值接近 5%，较 2012 年低点的 4% 略有企稳，但是整体呈逐年下降的趋势，弹性较中国重汽明显落后。而对于既包含零部件业务，也包含整车产品的企业，表现相对中游，如潍柴动力预收/营收从 2015 年低点 2.22%，提升至 2017 年 3.84%。此外在对比部分可比的主要重卡企业经营数据，中国重汽利润率水平有明显的领先，根据 2017 年陕汽、福田戴姆勒披露的公开数据，净利润率分别为 1.4% 和 1.3%，中国重汽为 2.8%。

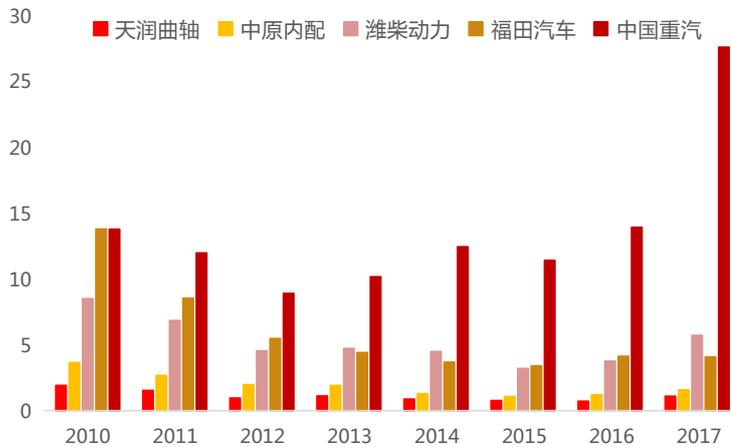
图 9：重卡部分整车与零部件企业预收账款/营收情况


数据来源：wind，西南证券整理

图 10：部分主要重卡企业 2017 年可比营收利润情况


数据来源：wind，西南证券整理

从固定资产周转率看，重卡相关公司中，中国重汽平均保持在 10 倍以上的水平。不管是对比零部件公司，或者是其他重卡整车公司，高周转特征都非常突出。同时大部分重卡相关企业固定资产周转率受行业景气度周期荣衰影响紧密，2015 年重卡行业总销售 55 万辆创 2010 年之后的最低点，对应天润曲轴、中原内配、潍柴动力、福田汽车，固定资产周转率分别是 0.77、1.08、3.21、3.41，均处在近 8 年的一个最低点。而中国重汽 15 年周转率为 11.43，高于 2012 年 8.92 的水平，2012 年之后，正是公司完成新产品技术布局，全面打造新品牌的时点。此外对比 2010 年上一轮重卡销售的高峰，以上企业在 17 年新一轮重卡行情爆发下，固定资产周转率并没有明显的超过 2010 年水平。中国重汽 17 年固定资产周转率 27.65，对比 2010 年增长超过 100%。我们认为尽管重卡行业有类周期的特征，但是中国重汽在本轮周期波动中表现出的抗周期扰动能力，逐步印证了公司目前已经具备国内其他重卡企业所稀缺的内生增长属性。未来中国重汽的成长逻辑还会随着优势产品的持续发力而不断得到加强。

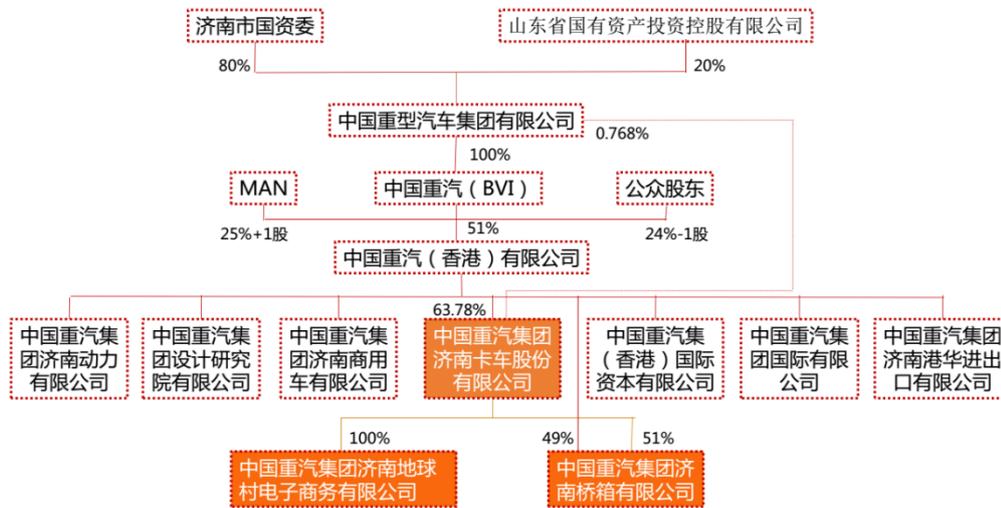
图 11: 重卡部分整车与零部件企业年固定资产周转率情况


数据来源: wind, 西南证券整理

3 中国重汽: 新一轮重卡景气周期下的明星

对于当前市场, 我们认为中国重汽目前的股价, 已经充分反映了市场对于 2017 年重卡销售实现迅猛增长后, 在 2018 年或将受制于高基数效应转向温和的预期, 但是尚未充分反应公司基本面潜在的其他边际改善因素。从远期来看, 中国重汽的胜出不会是通过依赖行业性的高速增长来实现, 而是抓住重卡企业竞争的赛道切换。经过多年的发展, 国内重卡行业竞争已经非常充分。在过去重卡行业的起落和调整中, 诸如河北长征、四川南骏、太原长安重汽、精功镇江汽车、福建新龙马、上海汇众等大批企业走向被收购兼并或者破产的道路, 行业周期和消费双重属性带来的集中度提升更加明显。目前国内前五大重卡公司一汽解放、东风、重汽、陕汽、福田牢固的占据了超过 80% 的市场份额, 其余企业要进一步参与重卡市场竞争的难度很大。

其中, 对比行业这五大重卡生产厂商, 中国重汽是唯一的重卡独立上市平台。2009 年 10 月, 全球第三大重卡制造商德国 MAN 公司斥资 5.6 亿欧元入股中国重汽集团公司, 整个重汽集团层面, 自 2010 年以来从销量上基本处于行业第三名的位置。其中中国重汽作为集团下属重卡整车业务板块的生产经营主体, 既拥有集团各个平台健全的商用车产业链支持, 又享受相对独占的国内外销售渠道资源。

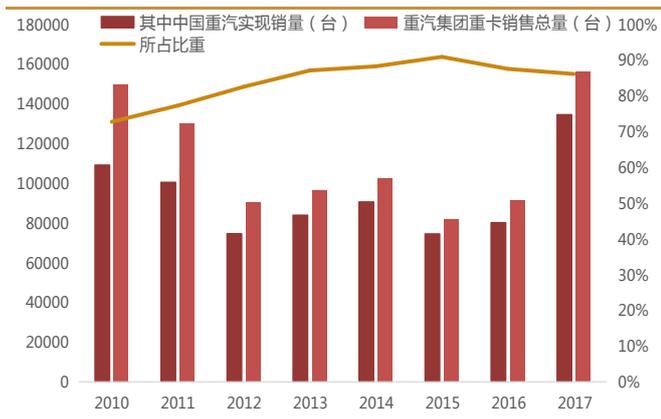
图 12: 中国重汽股权结构图


数据来源: wind, 西南证券整理

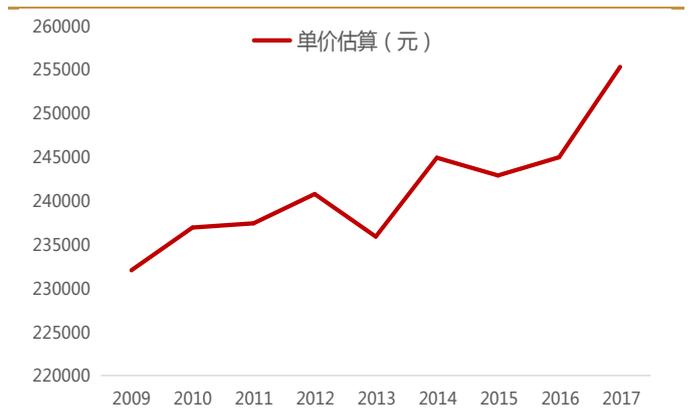
从销售结构上看, 2013 年对于重汽集团是一个非常值得关注的分水岭。重卡产品因为其生产资料属性, 对车辆性能与可靠性要求很高, 对乘用车消费市场中存在的个性化和差异化选择的偏好较少。一款产品的市场培育和认可需要时间积累。2017 年中国重汽集团实现重卡销售 156243 辆, 其中中国重汽实现销售 134731 辆, 占比 86.2%。而整个重汽集团的重卡业务主要通过三个独立的分部来实现, 1) 是济南商用车公司主打的汕德卡系列; 2) 是济宁商用车公司采用的是现在国内重卡市场上最主流的斯太尔平台的车型; 3) 即是中国重汽主打的 HOWO-系列。以上三个部分目前存在一定程度上的同业竞争, 但是追溯溯源是公司技术产品继承发展的过程。在 2010 年之前, 重汽集团主打产品以老斯太尔产品为主, 在潍柴动力没有分拆独立上市之前一直装配潍柴的发动机产品。后来由于市场竞争的升级, 公司转向搭载集团旗下杭发公司自研的发动机产品, 但是市场反响较为一般。在其后的两三年时间里, 集团公司通过引入德国 MAN 技术, 创立汕德卡品牌, 实现 TGA 国产化整车生产, 完成了包括发动机在内的 MAN 技术全套国产化。最终中国重汽承接过技术成果, 推出了 HOWO-T7H, HOWO-G5 等新一代主打产品。在 2013 年至 2015 年产品推广的初期, 因为重卡市场呈现行业性的持续低迷, 市场对于重卡产品尤其是高端重卡产品的需求量十分有限, 因此整体表现上, 不论是集团公司下属汕德卡还是上市公司中国重汽所属 HOWO 系列, 销量、市占和收入上均未产生明显的放量。

随着本轮重卡行业景气度复苏, 中国重汽实现整车销售 13.5 万台, 同比增长 68%, 高于行业 53% 的增速水平; 2018 年 1-4 月整车销售 5 万台, 同比增长 30%, 继续领先行业 15% 的增速水平。其中搭载 MAN 技术的产品开始得到市场广泛认可, 装配 MAN 技术 T/G 系列卡车 2017 年销量同比增长 93.9%, 远超行业和公司其他产品平均增速。高端品牌的影响力正在形成。未来整个重汽集团重卡业务中, 一方面相对技术落后, 且大量车型停留在国三标准的斯太尔产品将逐渐被替代和退出, 另一方面随着重汽集团层面在海外增量市场的成功拓展, 重卡出口量占国内重卡厂商出口总量已超过 50%。根据重汽香港公司的公开信息披露, 截止 2017 年重汽集团连续 13 年稳居国内重卡出口第一的位置。集团出口的产品中有超过 80% 的是由上市公司中国重汽进行输送, 中国重汽借助集团层面的优质海外赛道, 以重汽

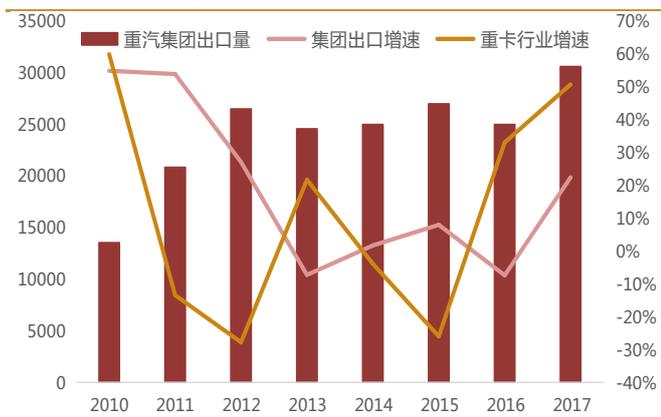
香港为窗口, 承担产品出口的主要职能。2017年集团出口重卡 30616 辆, 同比增长 22.4%, 中国重汽销售产品中超过 24000 辆对应国际市场, 占当年中国重汽总销量 17%。而国际市场较国内市场需求增长相对稳定, 受政策和周期波动影响更小, 往往能够和国内重卡市场周期波动的特征互为补充。考虑到国内其他重卡企业未来两三年内分食海外市场的难度较大, 这将显著的提升中国重汽在重卡整车企业中的竞争能力。

图 13: 重汽集团与下属中国重汽年销售数据


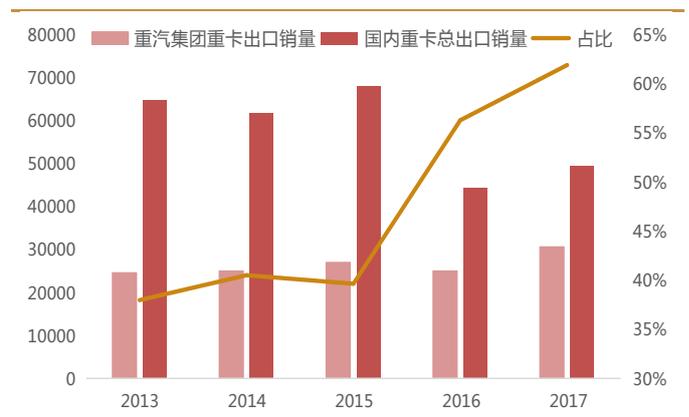
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 14: 中国重汽整车均价 (营收/销量)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 15: 重汽集团年重卡产品出口情况


数据来源: wind, 西南证券整理

图 16: 全国重卡行业出口情况


数据来源: wind, 西南证券整理

从中期看, 中国重汽各项经营指标持续向好。2017 年营收 373.1 亿元, 同比增长 76.7%; 归母 8.98 亿元, 同比增长 114.6%。而在 17 年高基数情况下, 2018 年 Q1 营收和净利润仍然实现了 29.4% 和 15.4% 的同比增长。目前因为物流车生产工艺与搭载 MAN 技术产品比例更高的两个原因, 公司物流车销售毛利率较工程车高 1-2 个百分点, 经测算公司物流车与工程车的销售占比, 当物流车每提高约 10%, 即假设物流车:工程车销量从 50%:50% 变动至 60%:40%, 公司整体毛利率水平会提升大约 0.5 个百分点。如果按照大约 370 亿的营收规模作为参考, 大致对营业利润影响规模在 1.85 亿的水平, 占 17 年营业利润的比例达 12%。存货方面, 2017 年公司存货 81.2 亿元, 其中库存商品 71.6 亿元占当年总资产比例为 26%, 2015 年这一比值是 12%, 2016 年是 19%。库存商品中包含了高比例已经达成销售意向, 正在进行改装尚未确认收入的产品, 提前锁定的部分将为 2018 年公司业绩提供一定支撑。

图 17: 中国重汽存货变动


数据来源: wind, 西南证券整理

图 18: 中国重汽车费用率毛利率情况


数据来源: wind, 西南证券整理

在当前这个时间节点, 由于 2017 年对应 2010 年 4 万亿基建高峰, 更新换代车型以工程车为主, 而延续到 2018 年初, 春节后两个月又是各地基建工程开工的密集时期, 属于传统工程车销售的旺季。中国重汽在 2018 年 1 季度实现的销售中工程车占比约达 70%, 基于前述分析, 这是 2018 年 1 季度毛利率较 2017 年整体下降 1 个百分点左右至 9% 的主要原因之一。二季度工程车部分的销售强势情况可能会有一定程度的延续。但是公司搭载 MAN 技术的新一代主力产品, 前两年主要完成了对物流牵引车的导入, 工程车的导入进度晚于物流车, 随着 2018 年公司产品重点布局工程车中 HOWO-T/G 新产品的推广, 工程车部分的销售毛利率将向物流车的毛利率水平看齐。而公司一季度营收增速维持在接近 30% 的水平, 在 2018 年下半年, 伴随工程车销售占比回落, 物流牵引车的市场需求有望接棒工程车板块。公司销售毛利率大概率将在以上两个因素的共同带动下迎来提升。而重卡整车行业的绝对净利率水平很低, 公司净利润受毛利率变动的敏感性极强, 毛利率正向改善对公司盈利水平走高会有明显刺激。我们预计公司 2018 年销量会和重卡行业整体趋势保持同步, 营收增速高于行业水平。

4 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 公司 2018 年前 4 个月累计完成重卡销售 49899 台, 同比增长超过 30%, 行业同期累计完成重卡销售 44.6 万台, 同比增长约 14.9%, 车辆置换周期仍将延续。预计重卡行业 2018 年全年销售能够维持在 110 万辆以上, 2018-2020 年公司整车销售分别为 15 万台、16 万台、17 万台。

假设 2: 我们预计随着搭载 MAN 技术的 HOWO-T/G 新产品在工程车销售中的渗透率不断提高, 公司产品结构持续优化, 公司整车均价将稳健上行, 毛利率略微提升。2018-2020 年, 整车均价分别对应 25.7 万元/每台、26 万元/每台、26.3 万元/每台。毛利率维持在 10%。

假设 3: 配件及其他业务占收入规模比重较低, 我们预计 2018-2020 年配件收入同比增速 15%、15% 和 15%, 毛利率维持在 14%。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

项目 (百万元)		2017A	2018E	2019E	2020E
整车销售	收入	34,403.06	38,741.28	41,299.90	45,543.64
	yoy	75.1%	12.6%	6.6%	10.3%
	成本	31,062.51	34,850.16	37,135.99	40,903.06
	毛利率	9.71%	10.04%	10.08%	10.19%
配件及其他	收入	2907.34	3,343.44	3,844.96	4,421.70
	yoy	98.2%	15.00%	15.00%	15.00%
	成本	2508.98	2,875.36	3,306.66	3,802.66
	毛利率	13.70%	14.00%	14.00%	14.00%

数据来源: Wind, 西南证券

公司在汽车整车板块属于市值中型的公司, 目前估值低于行业平均水平。预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.46 元、1.75 元、1.95 元, 对应估值分别为 9 倍、7 倍、7 倍。公司通过产品结构优化提升毛利率, 借道集团公司出口渠道继续稳定做大海外市场。我们给予公司 18 年 13 倍 PE, 对应目标价 19 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 2: 可比公司估值情况

代码	简称	最新市值 (亿元)	最新收盘价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
				16A	17A	18E	19E	16A	17A	18E	19E
000338.SZ	潍柴动力	685	8.57	0.61	0.85	0.92	0.98	14.0	10.1	9.3	8.7
600006.SH	东风汽车	91	4.54	0.11	0.10	0.25	0.31	41.3	45.4	18.2	14.6
600418.SH	江淮汽车	142	7.50	0.61	0.23	0.36	0.50	12.3	32.6	20.8	15.0
002448.SZ	中原内配	52	8.54	0.36	0.46	0.55	0.63	23.7	18.6	15.5	13.6
002283.SZ	天润曲轴	55	4.86	0.17	0.30	0.34	0.40	28.6	16.2	14.3	12.2
可比公司 PE 均值								24.0	24.6	15.6	12.8
可比公司 PE 中值								23.7	18.6	15.5	13.6
000951.SZ	中国重汽	89	12.93	0.62	1.34	1.46	1.75	20.9	9.6	8.9	7.4

数据来源: 西南证券整理 (注: 盈利预测来源于 wind 最新一致预期)

5 风险提示

2018 年下半年半挂牵引车销售或陷入严重低迷; 公司工程车 HOWO-T/G 系列新产品市场导入或不及预期; 原材料价格或大幅上涨。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	37310.40	42084.72	45144.85	49965.34	净利润	1171.54	1277.39	1529.89	1709.11
营业成本	33571.48	37725.52	40442.65	44705.73	折旧与摊销	233.50	422.61	436.63	450.76
营业税金及附加	94.50	124.56	130.78	142.76	财务费用	255.90	245.42	249.34	268.25
销售费用	1181.67	1333.44	1430.19	1582.98	资产减值损失	168.09	150.00	120.00	100.00
管理费用	522.27	845.67	769.55	927.88	经营营运资本变动	-955.72	-1690.49	-309.08	-1492.77
财务费用	255.90	245.42	249.34	268.25	其他	13.75	-133.12	-107.84	-52.79
资产减值损失	168.09	150.00	120.00	100.00	经营活动现金流净额	887.06	271.81	1918.94	982.57
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	79.71	-150.00	-150.00	-150.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-252.28	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-172.56	-150.00	-150.00	-150.00
营业利润	1533.68	1660.12	2002.34	2237.74	短期借款	2075.00	2023.46	-852.36	350.36
其他非经营损益	27.98	22.74	22.65	23.57	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1561.66	1682.86	2024.99	2261.31	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	390.12	405.46	495.11	552.20	支付股利	-154.35	-331.29	-361.23	-432.63
净利润	1171.54	1277.39	1529.89	1709.11	其他	-847.17	-244.78	-249.34	-268.25
少数股东损益	273.96	298.71	357.76	399.67	筹资活动现金流净额	1073.48	1447.39	-1462.93	-350.52
归属母公司股东净利润	897.58	978.68	1172.13	1309.44	现金流量净额	1787.98	1569.20	306.01	482.05
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2639.27	4208.47	4514.49	4996.53	成长能力				
应收和预付款项	13830.49	17128.41	17842.11	19926.16	销售收入增长率	76.67%	12.80%	7.27%	10.68%
存货	8122.18	8888.60	9653.23	10644.77	营业利润增长率	118.90%	8.24%	20.61%	11.76%
其他流动资产	253.40	285.83	306.61	339.35	净利润增长率	117.69%	9.04%	19.77%	11.71%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	80.83%	15.08%	15.47%	9.99%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1413.78	1192.57	957.34	707.98	毛利率	10.02%	10.36%	10.42%	10.53%
无形资产和开发支出	368.87	317.47	266.07	214.67	三费率	5.25%	5.76%	5.42%	5.56%
其他非流动资产	401.55	401.55	401.55	401.55	净利率	3.14%	3.04%	3.39%	3.42%
资产总计	27029.54	32422.90	33941.39	37231.01	ROE	18.32%	17.40%	17.98%	17.47%
短期借款	6750.00	8773.46	7921.10	8271.46	ROA	4.33%	3.94%	4.51%	4.59%
应付和预收款项	11892.88	14093.91	15150.80	16585.62	ROIC	10.60%	9.79%	10.72%	11.25%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	5.42%	5.53%	5.95%	5.92%
其他负债	1993.06	2215.19	2360.49	2588.45	营运能力				
负债合计	20635.93	25082.56	25432.39	27445.53	总资产周转率	1.58	1.42	1.36	1.40
股本	671.08	671.08	671.08	671.08	固定资产周转率	27.65	36.34	48.68	73.06
资本公积	432.43	432.43	432.43	432.43	应收账款周转率	10.10	9.92	8.82	9.24
留存收益	4531.94	5179.32	5990.23	6867.04	存货周转率	5.32	4.31	4.26	4.31
归属母公司股东权益	5634.81	6282.84	7093.74	7970.55	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.32%	—	—	—
少数股东权益	758.80	1057.51	1415.26	1814.93	资本结构				
股东权益合计	6393.61	7340.34	8509.00	9785.48	资产负债率	76.35%	77.36%	74.93%	73.72%
负债和股东权益合计	27029.54	32422.90	33941.39	37231.01	带息债务/总负债	32.71%	34.98%	31.15%	30.14%
					流动比率	1.22	1.23	1.28	1.32
					速动比率	0.82	0.87	0.90	0.93
					股利支付率	17.20%	33.85%	30.82%	33.04%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
EBITDA	2023.08	2328.14	2688.31	2956.76	每股收益	1.34	1.46	1.75	1.95
PE	9.67	8.87	7.40	6.63	每股净资产	9.53	10.94	12.68	14.58
PB	1.36	1.18	1.02	0.89	每股经营现金	1.32	0.41	2.86	1.46
PS	0.23	0.21	0.19	0.17	每股股利	0.23	0.49	0.54	0.64
EV/EBITDA	6.12	5.52	4.35	3.91					
股息率	1.78%	3.82%	4.16%	4.99%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn