2018 年 07 月 11 日
证券研究报告•动态跟踪报告
中国重汽（000951）汽车

买入（维持）
当前价：11.86 元
目标价：19.00 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

上半年增速领先行业，无惧市场短期扰动

投资要点

- **事件：**公司公布 2018 年 6 月重卡销售数据。各类重卡车型合计销售 1.35 万辆，同比下降 4.3%。今年上半年重卡累计完成销售 7.98 万辆，同比增长 21.7%。
- **近期重卡相关政策密集出炉，行业驱动力有望形成改善。**国六标准及执行时间公布、国务院推出“打赢蓝天保卫战三年行动计划”，对应目前接近 300 万辆国三重卡更新换代的需求，将对行业未来 2-3 年重卡景气度形成有力支撑；大宗货物“公转铁”推动传统道路运输行业车辆结构调整。煤炭、砂石等大宗物资的长途公路运输需求会有不断下降的趋势。而完成铁路、港口“最后一公里”集疏的接卸、配送需求将得到相应提升。
- **公司重卡销量增速领跑行业，积极布局智能卡车业务。**中国重汽上半年销量同比增长 21.7%，大幅领先行业 12.5%的增速水平。公司 6 月单月销量数据同比下滑 4.3%，主要受去年与今年产品销售结构不同的影响。公司以集团为海外市场的销售窗口，海外市场竞争赛道从发展中国家向发达地区切换。重卡需求结构的转变，有望进一步提升公司市场竞争格局。中国重汽将纯电动无人驾驶卡车投入天津港试运营，成为业界第一家实现重卡自动驾驶从 0 到 1 突破的企业。
- **公司估值历史低位，无惧短期市场扰动。**目前公司估值 8 倍处于历史低位。近期二级市场上公司股价出现较大调整。我们认为当前扰动主要来自市场交易层面而非公司基本面。从重汽 17 倍的历史估值中枢来看，公司并不一定是长期缺乏估值弹性的标的。在类似 2010 年重卡行业高景气的周期下，公司估值超过 28 倍。未来伴随二级市场行情逐步企稳，公司销售和经营数据陆续公布，业绩不确定性消除，公司或大概率向上修复估值。
- **盈利预测与估值。**预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.46 元、1.75 元、1.95 元，对应 PE 分别为 8 倍、7 倍、6 倍。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，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格或大幅上涨风险；二级市场或持续低迷。

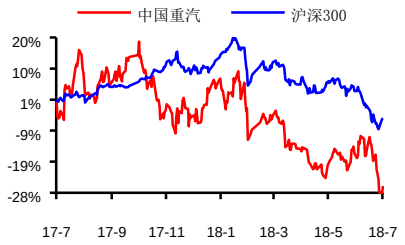
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	37310.40	42084.72	45144.85	49965.34
增长率	76.67%	12.80%	7.27%	10.68%
归属母公司净利润（百万元）	897.58	978.68	1172.13	1309.44
增长率	114.64%	9.04%	19.77%	11.71%
每股收益 EPS（元）	1.34	1.46	1.75	1.95
净资产收益率 ROE	18.32%	17.40%	17.98%	17.47%
PE	9	8	7	6
PB	1.24	1.08	0.94	0.81

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：石川
执业证号：S1250518070001
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)	11.39-19.85
总市值(亿元)	79.59
总资产(亿元)	283.59
每股净资产(元)	8.69

相关研究

1. 中国重汽（000951）：于无声处听惊雷，重卡王者犹可追 (2018-05-27)

1 近期重卡相关政策密集出炉，行业驱动力有望形成改善

国六标准及执行时间公布。2021 年 7 月 1 日起，所有生产、进口、销售和注册登记的重型柴油车应符合《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）（GB 17691—2018）》（国六）要求；7 月 3 日，国务院对外发布“打赢蓝天保卫战三年行动计划”，2019 年 7 月 1 日起，珠三角、成渝、京津冀等重点区域将提前实施国六排放标准，仅京津冀地区国三标准重卡淘汰量将超过 100 万台。2020 年底前，国三及以下排放标准的重卡将基本实现全面更换。对应目前接近 300 万辆国三重卡更新换代的需求，将对行业未来 2-3 年，年均百万辆的销量水平形成有力支撑。

政府推动大宗货物“公转铁”，传统道路运输行业车辆结构面临调整会成为长期趋势。长途运输中，大宗货物将会形成以铁路和水路运输为主导，公路运输将更多的承担物流的功能。随着“公转铁”推进，预计以集团化运营的物流企业将成为物流车的消费主力，煤炭、砂石等大宗物资的公路运力需求会呈现不断下降的趋势，物流牵引车的需求结构会向大排量、智能化的方向升级。而工程车板块，完成铁路、港口“最后一公里”集疏的接卸、配送需求将得到相应提升。

2 公司重卡销量增速领跑行业，积极布局智能卡车业务

中国重汽上半年销量同比增长 21.7%，大幅领先行业 12.5%的增速水平。比较同类重卡企业，成长属性更强。公司 6 月单月销量数据同比下滑 4.3%，主要受去年与今年产品销售结构不同的影响，月度峰值错位，高基数效应使本月同比略有回落。公司 17 年 6 月份单月销量 1.41 万台创下去年单月最高值，而 18 年上半年单月最高值为 4 月份的 1.74 万台。

公司以集团为海外市场的销售窗口，海外市场竞争赛道从发展中国家向发达地区切换。重汽集团是国内最重要的重卡出口企业，连续十三年出口稳居行业第一，而国内重卡企业出海一直以来目的地集中在东南亚、中东、非洲等发展中国家，18 年上半年中国重汽完成向香港特区政府 28 辆欧六洗街车的交付，是国产欧六重卡品牌首次在香港实现销售，也是港府首次批量采购国产重卡。

重卡需求结构的转变，有望进一步提升公司市场竞争格局。在国内五大重卡主机厂中，公司在工程车板块尤其是自卸车领域，竞争优势明显。根据第三方机构方得网行业数据，2017 年自卸车增速为 63.8%，高于重卡 52.4%的整体增速，达到约 30 万台，其中中国重汽占据接近三分之一的市场份额。

18 年上半年不管是解放、东风、福田等传统主机厂，还是京东、苏宁等产业新巨头都开始布局重卡“自动驾驶”。中国重汽集团公司和天津主线科技公司三方携手打造的全球首辆 L4 级无人驾驶电动卡车豪沃 T5G 在天津港开启试运营，是业界第一家实现重卡自动驾驶从 0 到 1 突破，并完成场景化应用的企业。

3 中国重汽：公司估值历史低位，无惧短期市场扰动

目前公司估值 8 倍处于历史低位。近期二级市场上公司股价出现较大调整。我们认为当前扰动主要来自市场交易层面而非公司基本面。本轮大盘从 5 月 23 日持续下跌至今，以 6 月 25 日为分界线划分为两个阶段，第一个阶段沪深 300 指、中小板指、创业板指区间涨跌幅分别为-7.63%、-12.12%、-16.65%，第二个阶段以上 3 个指数的涨跌幅分别为-5.49%、-4.42%、0.18%，市值大小偏好带来的影响较为明显。小市值股票经历了第一阶段的快速下跌，后续走势相对趋稳。而大市值股票尽管在调整初期展示出了更为优秀的抗波动属性，但是伴随大盘估值重心不断下移和市场预期连续走低，这类前期表现更稳健的大市值股票在后期形成了补跌行情。此外前后两个时间段对应的申万汽车零部件行业指数涨跌幅分别为-11.58%、-5.62%，申万整车行业指数涨跌幅分别为-8.60%、-4.74%。全产业链上下游波动趋势一致，整车板块由于大市值股票分布更为集中，弹性相对更小。这也表明在当前泥沙俱下的调整行情中，基本面边际变化短期并不对市场走势构成主要的影响。

对比中国重汽，前后两个阶段涨跌幅分别为 6.45%、-17.88%。我们认为第一个阶段相对强势的表现，一定程度上反映了市场对于公司 18 年重卡销售持续高景气度下预期差有望向上修复的期待。但是在当前整体市场，尤其是商用车整车板块估值不断走低的背景下，公司第一个阶段相对较强的表现，短期内缺乏了基本面进一步超预期的支撑。而公司作为一个市值规模 80 亿左右的主机厂，弹性强于一般整车企业，因此我们看到第二个阶段重汽股价回撤明显。我们认为从重汽 17 倍的历史估值中枢来看，公司并不一定是长期缺乏估值弹性的标的。在类似 2010 年重卡行业高景气的周期下，公司估值超过 28 倍。未来伴随二级市场行情逐步企稳，公司销售和经营数据陆续公布，业绩不确定性消除，公司或大概率向上修复估值。

4 盈利预测与估值

预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.46 元、1.75 元、1.95 元，对应 PE 分别为 8 倍、7 倍、6 倍。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，维持“买入”评级。

5 风险提示

原材料价格或大幅上涨风险；二级市场或持续低迷。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	37310.40	42084.72	45144.85	49965.34
营业成本	33571.48	37725.52	40442.65	44705.73
营业税金及附加	94.50	124.56	130.78	142.76
销售费用	1181.67	1333.44	1430.19	1582.98
管理费用	522.27	845.67	769.55	927.88
财务费用	255.90	245.42	249.34	268.25
资产减值损失	168.09	150.00	120.00	100.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1533.68	1660.12	2002.34	2237.74
其他非经营损益	27.98	22.74	22.65	23.57
利润总额	1561.66	1682.86	2024.99	2261.31
所得税	390.12	405.46	495.11	552.20
净利润	1171.54	1277.39	1529.89	1709.11
少数股东损益	273.96	298.71	357.76	399.67
归属母公司股东净利润	897.58	978.68	1172.13	1309.44

现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	1171.54	1277.39	1529.89	1709.11
折旧与摊销	233.50	422.61	436.63	450.76
财务费用	255.90	245.42	249.34	268.25
资产减值损失	168.09	150.00	120.00	100.00
经营营运资本变动	-955.72	-1690.49	-309.08	-1492.77
其他	13.75	-133.12	-107.84	-52.79
经营活动现金流净额	887.06	271.81	1918.94	982.57
资本支出	79.71	-150.00	-150.00	-150.00
其他	-252.28	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流净额	-172.56	-150.00	-150.00	-150.00
短期借款	2075.00	2023.46	-852.36	350.36
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
支付股利	-154.35	-331.29	-361.23	-432.63
其他	-847.17	-244.78	-249.34	-268.25
筹资活动现金流净额	1073.48	1447.39	-1462.93	-350.52
现金流量净额	1787.98	1569.20	306.01	482.05

资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2639.27	4208.47	4514.49	4996.53
应收和预付款项	13830.49	17128.41	17842.11	19926.16
存货	8122.18	8888.60	9653.23	10644.77
其他流动资产	253.40	285.83	306.61	339.35
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1413.78	1192.57	957.34	707.98
无形资产和开发支出	368.87	317.47	266.07	214.67
其他非流动资产	401.55	401.55	401.55	401.55
资产总计	27029.54	32422.90	33941.39	37231.01
短期借款	6750.00	8773.46	7921.10	8271.46
应付和预收款项	11892.88	14093.91	15150.80	16585.62
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	1993.06	2215.19	2360.49	2588.45
负债合计	20635.93	25082.56	25432.39	27445.53
股本	671.08	671.08	671.08	671.08
资本公积	432.43	432.43	432.43	432.43
留存收益	4531.94	5179.32	5990.23	6867.04
归属母公司股东权益	5634.81	6282.84	7093.74	7970.55
少数股东权益	758.80	1057.51	1415.26	1814.93
股东权益合计	6393.61	7340.34	8509.00	9785.48
负债和股东权益合计	27029.54	32422.90	33941.39	37231.01

财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
销售收入增长率	76.67%	12.80%	7.27%	10.68%
营业利润增长率	118.90%	8.24%	20.61%	11.76%
净利润增长率	117.69%	9.04%	19.77%	11.71%
EBITDA 增长率	80.83%	15.08%	15.47%	9.99%
获利能力				
毛利率	10.02%	10.36%	10.42%	10.53%
三费率	5.25%	5.76%	5.42%	5.56%
净利率	3.14%	3.04%	3.39%	3.42%
ROE	18.32%	17.40%	17.98%	17.47%
ROA	4.33%	3.94%	4.51%	4.59%
ROIC	10.60%	9.79%	10.72%	11.25%
EBITDA/销售收入	5.42%	5.53%	5.95%	5.92%
营运能力				
总资产周转率	1.58	1.42	1.36	1.40
固定资产周转率	27.65	36.34	48.68	73.06
应收账款周转率	10.10	9.92	8.82	9.24
存货周转率	5.32	4.31	4.26	4.31
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.32%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	76.35%	77.36%	74.93%	73.72%
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%
每股指标				
每股收益	1.34	1.46	1.75	1.95
每股净资产	9.53	10.94	12.68	14.58
每股经营现金	1.32	0.41	2.86	1.46
每股股利	0.23	0.49	0.54	0.64

业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
EBITDA	2023.08	2328.14	2688.31	2956.76
PE	8.87	8.13	6.79	6.08
PB	1.24	1.08	0.94	0.81
PS	0.21	0.19	0.18	0.16
EV/EBITDA	5.77	5.21	4.08	3.66
股息率	1.94%	4.16%	4.54%	5.44%

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
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn