

产品端红利逐步释放, 短期综合因素压制业绩

投资要点

- **事件:** 公司公布2018年半年报。实现营业收入225.4亿元, 同比增长23.1%; 归母净利润4.8亿元, 同比增长1%。
- **原材料价格上涨压制毛利率, 应收账款坏账计提扰动利润。** 18h1公司重卡整车板块毛利率同比降低1.6个百分点至8.13%, 零配件毛利率提升了2.95个百分点至25.08%。变动趋势分化, 整车毛利率下降的核心因素源自今年上半年钢材, 尤其是特钢等原材料价格的持续攀升。重卡主机厂市场格局稳定, ToB端属性受价格敏感性不强, 短期内成本扰动或无法及时传导, 长期来看不会对毛利率造成持续冲击。此外公司对两家客户约4.6亿的应收账款进行了约1.5亿元的资产减值损失确认, 影响净利润约1.1亿元。剔除该部分影响, 公司归母净利润同比增速大约在25%的水平, 略超收入增速, 未来以上两家客户的后续回款情况取决于其实际经营状况。公司2018h1销售所得现金/营收达到117.2%, 超过去年同期102%的水平, 反映公司目前现金流状况可控, 销售回款情况持续优化。
- **公司重卡增速超行业水平, 重卡市场增速低谷或迎来翘尾。** 公司上半年重卡销量增速21.7%, 领先行业15.1%的增长水平, 份额保持提升。整车收入增速24.6%, 搭载MAN技术的新一代HOWO-T/G系列等高端产品结构占比提升, 市场导入效果符合预期, 高端产品渗透率有望继续提高。18年下半年地方“国三”标准和实施时间陆续出台, 17年年底重卡销量基数并不高, 7月份行业向下拐点出现之后, 或在年底迎来一定程度反弹。
- **目前公司9倍估值处于历史低位, 重卡高位运行周期下释放产品α。** 依托集团完善的重卡整车产业链和销售渠道优势, 公司区别于一般重卡整车制造企业, 轻资产、高周转的属性更加突出, 兼具成长属性。历史估值中枢17.3倍, 类似2010年重卡景气周期下, 公司估值超过28倍, 近几年公司受益产品出海加速和MAN系列技术导入国产化, 竞争力更显强势。估值有望向上修复。
- **盈利预测与评级。** 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, 维持“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; 原材料价格或大幅上涨。

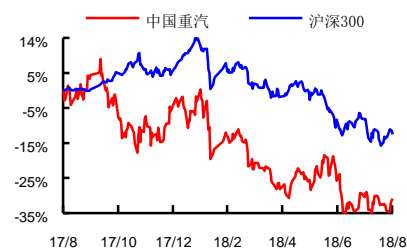
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	37310.40	42084.72	45144.85	49965.34
增长率	76.67%	12.80%	7.27%	10.68%
归属母公司净利润(百万元)	897.58	978.68	1172.13	1309.44
增长率	114.64%	9.04%	19.77%	11.71%
每股收益EPS(元)	1.34	1.46	1.75	1.95
净资产收益率ROE	18.32%	17.40%	17.98%	17.47%
PE	9	8	7	6
PB	1.27	1.11	0.95	0.83

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
联系人: 刘洋
电话: 021-58351909
邮箱: liuyqc@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)	11.38-19.85
总市值(亿元)	81.20
总资产(亿元)	278.43
每股净资产(元)	0.00

相关研究

1. 中国重汽(000951): 上半年增速领先行业, 不惧市场短期扰动 (2018-07-11)
2. 中国重汽(000951): 于无声处听惊雷, 重卡王者犹可追 (2018-05-27)

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	9.05	8.30	6.93	6.20	每股净资产	9.53	10.94	12.68	14.58
PB	1.27	1.11	0.95	0.83	每股经营现金	1.32	0.41	2.86	1.46
PS	0.22	0.19	0.18	0.16	每股股利	0.23	0.49	0.54	0.64
EV/EBITDA	5.85	5.28	4.14	3.72					
股息率	1.90%	4.08%	4.45%	5.33%					

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
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@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	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn