

## 证券研究报告

## 公司研究——中报点评

## 中国重汽 (000951.sz)

|    |    |    |    |
|----|----|----|----|
| 买入 | 增持 | 持有 | 卖出 |
|----|----|----|----|

上次评级: 增持, 2018.03.27

## 范海波 行业分析师

执业编号: S1500510120021

联系电话: +86 10 83326800

邮箱: fanhaibo@cindasc.com

## 丁士涛 行业分析师

执业编号: S1500514080001

联系电话: +86 10 83326718

邮箱: dingshitao@cindasc.com

## 杜煜明 研究助理

联系电话: +86 10 83326727

邮箱: duyuming@cindasc.com

## 相关研究

《17年业绩如期实现, 18年实现开门红》

2018.03.27

《上半年业绩亮眼, 全年高增长无虞》2017.09.01

《业绩如期高增长, 行业景气有望持续》

2017.03.31

《暖风劲吹, 龙头受益》2017.01.05

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 公司表现优于行业, 毛利率下滑致使利润增速较低

2018年8月31日

**事件:** 中国重汽近日发布2018年中报, 2018年上半年公司实现营业收入225.41亿元, 同比增长23.10%; 实现归属于母公司净利润4.84亿元, 同比增长1.01%, 实现扣非后归属于母公司净利润4.59亿元, 同比减少2.01%; 对应EPS为0.72元, 业绩符合我们的预期。

## 点评:

- **2018年上半年行业增速达15%, 下半年可能略有降温, 全年销量有望维持在100万辆左右。** 根据中国汽车工业协会统计数据, 2018年上半年我国重卡销量达到67.18万辆, 同比增长15.11%, 上半年合计销量持续创历史新高。我们认为, “治超令” 从严实施、基建回暖、“国 III” 车辆淘汰、轿运车治理等因素是2018年上半年重卡行业持续景气的主要原因。展望2018年下半年, 我们判断“治超令” 有望持续深化施行、“国 III” 车辆有望加速淘汰, 但大宗商品价格的持续上涨可能难以重现、伴随着发改委对PPP项目的从严管理, 全年来看基建投资整体对重卡销量的拉动可能作用有所减弱。7月以来, 重卡销量增速由正转负, 同比减少17%, 我们认为主因是上半年销量可能较高, 部分透支了重卡行业下半年的销售, 此外2017年下半年基数亦较高, 导致2018年下半年月度增速出现了下降。历史上看, 我国重卡行业上半年的销量约占全年销量的60%-70%, 结合以上因素和我国整体的经济规模, 我们认为2018年重卡行业相比于2017年可能略有降温, 全年销量有望维持在100万辆左右。
- **上半年公司销售增速优于行业, 市占率有所上升。** 2018年上半年, 中国重汽累计销售重卡7.98万辆, 同比增长21.67%, 增速超越行业6.56pct, 市占率有所上升, 我们认为, 公司销量表现优异的主因是重卡行业需求结构的内生变化(物流车占比下降, 工程车占比有所上升), 而公司的工程类用车销量增速较快, 截止至2018年8月, 公司在手订单中工程车占比约为60%。
- **高毛利曼技术系列重卡销售占比提升。** 中国重汽曼技术系列重卡是利用和德国曼相同的生产设备、采用与德国曼相同的出厂检验标准的新产品。目前, 该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。该系列产品引领国内重卡升级, 在快递快运、危化品运输、高附加值产品运输等高端物流卡车市场产生了一定的影响力。此外, 集防追尾、防侧翻、防蹿道、防溜车、自适应巡航等功能于一身的I代智能重卡批量投放市场, 得到市场广泛认可。欧VI香港特区政府洗街车实现交付, 标志着内地品牌欧VI重卡首次在香港市场实现销售新突破。我们认为, 高端车

型占比提升将有助于公司业绩提升。

- **原材料价格维持高位致使公司毛利率下降，精益化管理降低三项费用率。** 值得关注的是，2017年由于原材料价格的持续上涨，公司毛利率从2016年的10.54%下降到10.02%，2018年原材料价格维持高位，公司毛利率持续下滑，2018H1公司毛利率为9.25%，同比下滑1.38pct。上半年，公司持续优化生产组织模式，持续贯彻落实降本增效的方针，三项费用率为4.64%，较去年同期下降1.33pct。但由于上半年新增信用减值损失1.16亿元，公司净利率为2.91%，下滑0.43pct。
- **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9.15亿元、9.41亿元和9.80亿元，对应的EPS为1.36元/股、1.40元/股和1.46元/股。我们维持对中国重汽的“增持”评级。
- **风险因素：**“超限令”实施持续性减弱；大宗商品价格下行导致运输费用下降，影响重卡行业景气度；基建投资增速放缓；公司产品销售不及预期。

|                | 2016A     | 2017A     | 2018E     | 2019E     | 2020E     |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)      | 21,118.99 | 37,310.40 | 41,636.57 | 43,731.45 | 43,909.83 |
| 增长率 YoY %      | 9.07%     | 76.67%    | 11.60%    | 5.03%     | 0.41%     |
| 归属母公司净利润(百万元)  | 418.18    | 897.58    | 914.68    | 941.32    | 979.54    |
| 增长率 YoY%       | 50.14%    | 114.64%   | 1.90%     | 2.91%     | 4.06%     |
| 毛利率%           | 10.54%    | 10.02%    | 9.27%     | 9.23%     | 9.35%     |
| 净资产收益率 ROE%    | 8.85%     | 17.05%    | 15.60%    | 14.34%    | 13.02%    |
| 每股收益 EPS(元，摊薄) | 0.62      | 1.34      | 1.36      | 1.40      | 1.46      |
| 市盈率 P/E(倍)     | 19        | 9         | 9         | 9         | 8         |
| 市净率 P/B(倍)     | 1.64      | 1.42      | 1.31      | 1.14      | 1.00      |

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为2018年8月31日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

| 会计年度           | 2016A     | 2017A     | 2018E     | 2019E     | 2020E     |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>流动资产</b>    | 18,198.13 | 24,845.34 | 27,111.11 | 29,106.56 | 30,281.14 |
| 货币资金           | 988.50    | 2,639.27  | 1,934.19  | 1,837.89  | 3,199.98  |
| 应收票据           | 8,865.39  | 10,522.22 | 13,323.70 | 14,098.23 | 13,957.58 |
| 应收账款           | 3,885.14  | 3,089.38  | 8,327.31  | 7,651.12  | 7,497.61  |
| 预付账款           | 125.73    | 136.82    | 168.23    | 182.51    | 179.79    |
| 存货             | 4,082.31  | 8,122.18  | 3,022.20  | 5,001.34  | 5,110.71  |
| 其他             | 251.06    | 335.47    | 335.47    | 335.47    | 335.47    |
| <b>非流动资产</b>   | 2,118.61  | 2,184.20  | 2,253.04  | 2,239.20  | 2,273.00  |
| 长期投资           | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      |
| 固定资产           | 1,428.94  | 1,270.26  | 1,351.53  | 1,389.56  | 1,401.00  |
| 无形资产           | 377.84    | 368.87    | 377.84    | 381.47    | 379.85    |
| 其他             | 311.83    | 545.08    | 523.67    | 468.17    | 492.15    |
| <b>资产总计</b>    | 20,316.74 | 27,029.54 | 29,364.14 | 31,345.76 | 32,554.14 |
| <b>流动负债</b>    | 14,708.20 | 20,438.07 | 22,085.66 | 22,890.62 | 22,874.58 |
| 短期借款           | 4,675.00  | 6,750.00  | 6,750.00  | 6,750.00  | 6,750.00  |
| 应付账款           | 3,990.71  | 6,149.82  | 6,970.49  | 7,419.77  | 7,406.55  |
| 其他             | 6,042.49  | 7,538.24  | 8,365.17  | 8,720.86  | 8,718.04  |
| <b>非流动负债</b>   | 163.28    | 197.87    | 196.79    | 196.79    | 196.79    |
| 长期借款           | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      |
| 其他             | 163.28    | 197.87    | 196.79    | 196.79    | 196.79    |
| <b>负债合计</b>    | 14,871.48 | 20,635.93 | 22,282.45 | 23,087.42 | 23,071.38 |
| 少数股东权益         | 553.44    | 758.80    | 987.46    | 1,222.79  | 1,467.68  |
| 归属母公司股东权益      | 4,891.82  | 5,634.81  | 6,094.23  | 7,035.54  | 8,015.09  |
| <b>负债和股东权益</b> | 20316.74  | 27029.54  | 29364.14  | 31345.76  | 32554.14  |

**重要财务指标**

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2016A     | 2017A     | 2018E     | 2019E     | 2020E     |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入      | 21,118.99 | 37,310.40 | 41,636.57 | 43,731.45 | 43,909.83 |
| 同比        | 9.07%     | 76.67%    | 11.60%    | 5.03%     | 0.41%     |
| 归属母公司净利润  | 418.18    | 897.58    | 914.68    | 941.32    | 979.54    |
| 同比        | 50.14%    | 114.64%   | 1.90%     | 2.91%     | 4.06%     |
| 毛利率       | 10.54%    | 10.02%    | 9.27%     | 9.23%     | 9.35%     |
| ROE       | 8.85%     | 17.05%    | 15.60%    | 14.34%    | 13.02%    |
| 每股收益(元)   | 0.62      | 1.34      | 1.36      | 1.40      | 1.46      |
| P/E       | 19        | 9         | 9         | 9         | 8         |
| P/B       | 1.64      | 1.42      | 1.31      | 1.14      | 1.00      |
| EV/EBITDA | 11.43     | 7.13      | 7.14      | 6.92      | 6.81      |

**利润表**

单位:百万元

| 会计年度            | 2016A     | 2017A     | 2018E     | 2019E     | 2020E     |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>营业收入</b>     | 21,118.99 | 37,310.40 | 41,636.57 | 43,731.45 | 43,909.83 |
| 营业成本            | 18,893.99 | 33,571.48 | 37,777.49 | 39,695.15 | 39,806.32 |
| 营业税金及附加         | 72.56     | 94.50     | 112.36    | 120.52    | 119.78    |
| 营业费用            | 669.71    | 1,181.67  | 1,207.46  | 1,268.21  | 1,317.29  |
| 管理费用            | 553.13    | 522.27    | 749.46    | 787.17    | 746.47    |
| 财务费用            | 181.42    | 255.90    | 275.38    | 288.67    | 290.06    |
| 资产减值损失          | 47.54     | 168.09    | 34.62     | 43.21     | 40.16     |
| 公允价值变动收益        | 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      |
| <b>营业利润</b>     | 700.64    | 1,533.68  | 1,479.80  | 1,528.52  | 1,589.75  |
| 营业外收入           | 30.92     | 31.43     | 20.86     | 22.93     | 23.57     |
| 营业外支出           | 19.18     | 3.45      | 8.40      | 10.34     | 7.40      |
| <b>利润总额</b>     | 712.38    | 1,561.66  | 1,492.26  | 1,541.11  | 1,605.93  |
| 所得税             | 174.21    | 390.12    | 348.92    | 364.46    | 381.50    |
| <b>净利润</b>      | 538.17    | 1,171.54  | 1,143.34  | 1,176.65  | 1,224.43  |
| 少数股东损益          | 119.99    | 273.96    | 228.67    | 235.33    | 244.89    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 418.18    | 897.58    | 914.68    | 941.32    | 979.54    |
| EBITDA          | 1,153.84  | 2,071.38  | 2,067.43  | 2,133.89  | 2,168.44  |
| EPS (摊薄)        | 0.62      | 1.34      | 1.36      | 1.40      | 1.46      |

**现金流量表**

单位:百万元

| 会计年度           | 2016A     | 2017A    | 2018E     | 2019E     | 2020E    |
|----------------|-----------|----------|-----------|-----------|----------|
| <b>经营活动现金流</b> | -308.43   | 887.06   | 391.71    | 478.42    | 1,952.36 |
| 净利润            | 538.17    | 1,171.54 | 1,143.34  | 1,176.65  | 1,224.43 |
| 折旧摊销           | 236.70    | 233.50   | 251.17    | 268.79    | 238.52   |
| 财务费用           | 204.75    | 276.22   | 324.00    | 324.00    | 324.00   |
| 投资损失           | 0.00      | 0.00     | 0.00      | 0.00      | 0.00     |
| 营运资金变动         | -1,313.01 | -797.04  | -1,357.87 | -1,330.00 | 131.31   |
| 其它             | 24.95     | 2.85     | 31.08     | 38.99     | 34.10    |
| <b>投资活动现金流</b> | -63.77    | -172.56  | -316.46   | -250.72   | -266.27  |
| 资本支出           | -63.77    | -172.56  | -316.46   | -250.72   | -266.27  |
| 长期投资           | 490.00    | 0.00     | 0.00      | 0.00      | 0.00     |
| 其他             | -490.00   | 0.00     | 0.00      | 0.00      | 0.00     |
| <b>筹资活动现金流</b> | -186.59   | 1,073.48 | -780.33   | -324.00   | -324.00  |
| 吸收投资           | 0.00      | 0.00     | 0.00      | 0.00      | 0.00     |
| 借款             | 501.79    | 1,575.00 | 0.00      | 0.00      | 0.00     |
| 支付利息或股息        | 688.39    | 501.52   | 780.33    | 324.00    | 324.00   |
| <b>现金净增加额</b>  | -558.80   | 1787.98  | -705.08   | -96.29    | 1362.09  |

## 研究团队简介

**范海波** 信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

**丁士涛** 有色金属行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验，2012 年 2 月加盟信达证券研究开发中心，从事有色金属行业研究。

**杜煜明** 研究助理。中国人民大学国际贸易学硕士，大连理工大学化工机械专业学士。2016 年 7 月加入信达证券研发中心，从事机械军工行业研究。

## 机构销售联系人

| 区域 | 姓名  | 办公电话         | 手机          | 邮箱                       |
|----|-----|--------------|-------------|--------------------------|
| 华北 | 袁 泉 | 010-83252068 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com        |
| 华北 | 张 华 | 010-83252088 | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com    |
| 华北 | 巩婷婷 | 010-83252069 | 13811821399 | gongtingting@cindasc.com |
| 华东 | 王莉本 | 021-61678580 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com    |
| 华东 | 文襄琳 | 021-61678586 | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com  |
| 华东 | 洪 辰 | 021-61678568 | 13818525553 | hongchen@cindasc.com     |
| 华南 | 袁 泉 | 010-83252068 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com        |
| 国际 | 唐 蕾 | 010-83252046 | 18610350427 | tanglei@cindasc.com      |

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准   | 股票投资评级                        | 行业投资评级                  |
|---|-------------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；   | <b>看好：</b> 行业指数超越基准；    |
|   | <b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%； | <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； |
|   | <b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；   | <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。    |
|   | <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。    |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。