2018 年 10 月 28 日
证券研究报告•2018 年三季报点评
中国重汽（000951）汽车

买入（维持）
当前价：10.50 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

降本增效逆势增长，集团董事长履新注入改革预期

投资要点

- **事件：**公司公布 2018 年三季报。第三季度实现营业收入 86.8 亿元，同比-12.8%；归母净利润 2.5 亿元，同比+6.5%。前三季度累计实现营业收入 312.2 亿元，同比+10.5%，累计实现归母净利润 7.3 亿元，同比+2.8%。

- **生产成本高位毛利率窄幅波动，控费增效利好业绩。**2018Q3 公司整体毛利率为 10.2%，同比降低 0.9 个百分点。三季度存货减少 17.8 亿元，公司前期原材料和库存商品储备较深，在生产成本持续维持高位，重卡市场需求走低的周期下，去库存有利于保持毛利率在稳定水平。利润端 3 季度公司净利润率约 2.9%，同比提高约 0.5 个百分点，公司利润率绝对水平较低，业绩对利润率变动敏感，营收下行周期，费用率降低幅度超过收入降低幅度，仍然能明显增厚利润。公司前期销售研发等投入开支较大，市场需求转弱以后，降低费用控制成本增效明显，叠加报告期内职工内退承担福利减少等非偶然性因素影响，3 季度费用同比减少了 27.5%，达到 1.3 亿元。实现了归母净利润单季逆势增长。

- **公司重卡销量稳定优于行业水平，工程车市场有机会迎来翘尾。**9 月重卡市场整体需求滑坡较为明显，销量同比减少 24.6%。2018 年 1-9 月行业合计销量约 88.4 万台，销量同比增幅缩小至 1.6%。公司 1-9 月累计销量增幅在 8%以上，销量表现继续优于行业。从行业一般规律看，下半年一般为工程车需求淡季。不过 2018 年年底，受进入 2019 年基建投资逐渐开工，国标排放升级分地区政策逐渐明朗等因素影响，行业或有机会迎来翘尾行情。公司新一代 HOWO-T/G 系列高端产品渗透率保持稳定增长，产品力向上趋势不变。去年 4 季度单季归母净利润 1.9 亿，低基数下业绩同比增长压力不大。

- **公司 8 倍估值安全边际较强，集团董事长履新注入改革预期。**依托集团完善的重卡整车产业链和销售渠道优势，公司轻资产、高周转的属性更为突出。18 年 9 月潍柴动力董事长正式兼任重汽集团董事长，打造重卡乃至商用车全产业链的高层意志明确，公司作为重汽集团旗下最核心的重卡整车制造资产有望从中受益。公司历史估值中枢 17.3 倍，未来行情企稳，估值或有望向上修复。

- **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，对应估值 7 倍、6 倍、5 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**2018 年底重卡销售或严重低迷；应收账款或大幅计提坏账。

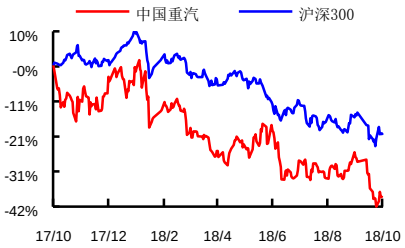
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	37310.40	42084.72	45144.85	49965.34
增长率	76.67%	12.80%	7.27%	10.68%
归属母公司净利润（百万元）	897.58	978.68	1172.13	1309.44
增长率	114.64%	9.04%	19.77%	11.71%
每股收益 EPS（元）	1.34	1.46	1.75	1.95
净资产收益率 ROE	18.32%	17.40%	17.98%	17.47%
PE	8	7	6	5
PB	1.10	0.96	0.83	0.72

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：刘洋
执业证号：S1250518090002
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)	10.04-18.3
总市值(亿元)	70.46
总资产(亿元)	244.05
每股净资产(元)	8.80

相关研究

1. 中国重汽（000951）：产品端红利逐步释放，短期综合因素压制业绩 (2018-08-31)
2. 中国重汽（000951）：上半年增速领先行业，无惧市场短期扰动 (2018-07-11)
3. 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）	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	7.85	7.20	6.01	5.38
PB	1.10	0.96	0.83	0.72
PS	0.19	0.17	0.16	0.14
EV/EBITDA	5.32	4.81	3.74	3.35
股息率	2.19%	4.70%	5.13%	6.14%

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn