

## 国企改革再出发, 核心资产业绩受益估值向上

### 投资要点

- **事件:** 公司公布2018年年报, 实现营业收入403.8亿元, +8.22%; 实现归母净利润9.1亿元, 同比+0.8%。
- **集团董事长履新国企改革再出发。** 18年9月重汽集团董事长履新, 全面开启国企改革创新大幕。围绕“山东重工”+“重汽集团”打造世界一流商用车集团的高层意志明确。步入2019年以来, 重汽集团自上而下全方位推进市场化考核管理办法, 降本提效、结构治理、优化产品布局一直处于超市场预期的推进过程中。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。
- **重卡销量数据持续向好, 行业维持高位。** 本轮重卡行业自2016年10月治超治限开始, 销量在2017、2018年分别为110.5万台、114.8万台, 行业景气周期未来仍将延续: a) 国内重卡保有量约600万, 置换周期7-8年对应约300万辆换代车辆将在未来继续释放需求; b) 国六排放标准将在2021年7月全面实施, 京津冀、珠三角、长三角等核心区域将提前1-2年率先执行, 排放国标升级将形成持续2-3年的更新周期; c) 国内2019年固定资产投资增速持续回升。
- **本轮景气周期下, 公司增长动力强劲。** 公司2018年实现销量14.2万台, 再创新高, 同比增速5.3%, 高于行业2个百分点。市占率达到12.4%, 自2016年起连续两年回升。单车均价达到26.4万, 较2017年提升约8000元, 产品结构向上趋势明确。2019年重汽集团和公司分别定下20万、14.5台的销量目标, 量升价增格局仍然维持。
- **财务指标稳健, 2018年提前释放经营压力。** 2018年公司利润增速低于收入增速源自, 1) 应收账款坏账计提增加, 减值较2017年增加1.6亿元至2.7亿, 其中Q4为1.2亿单季同比增加102%; 2) 毛利率同比下降1.2个百分点至8.9%, 其中4季度毛利率环比下降1.7个百分点。国五向国六过渡的周期内, 公司加大经销商返利进行清库存, 2018年库存水平从年初81.2亿元下降至年底57.9亿元。费用率方面整体继续优化, 2018年同比改善1个百分点降低至4.3%。
- **盈利预测与投资建议。** 业绩和估值角度来看, 公司历史估值中枢17.3倍。我们预计2019-2021年中国重汽归母净利润分别为13亿元、14.9亿元、16.4亿元, 当前市值129亿元对应2021年PE为8倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济或大幅波动, 行业销量或大幅下滑。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	40377.88	41984.08	42045.52	41407.81
增长率	8.22%	3.98%	0.15%	-1.52%
归属母公司净利润(百万元)	905.14	1300.90	1492.01	1637.38
增长率	0.84%	43.72%	14.69%	9.74%
每股收益EPS(元)	1.35	1.94	2.22	2.44
净资产收益率ROE	17.66%	20.28%	18.87%	17.16%
PE	14	10	9	8
PB	1.88	1.50	1.22	1.01

数据来源: Wind, 西南证券

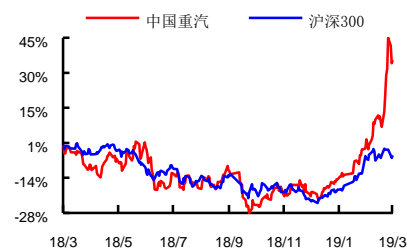
### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘洋  
执业证号: S1250518090002  
电话: 021-58351909  
邮箱: liuyqc@swsc.com.cn

联系人: 宋伟健  
电话: 021-58351812  
邮箱: swj@swsc.com.cn

联系人: 冯未然  
邮箱: fwr@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)	10.04-20.27
总市值(亿元)	129.38
总资产(亿元)	220.57
每股净资产(元)	9.05

### 相关研究

1. 中国重汽(000951): 重卡行业前所未遇超长景气周期, 重汽估值筑底业绩向上(2019-02-19)
2. 中国重汽(000951): 降本增效逆势增长, 集团董事长履新注入改革预期(2018-10-29)
3. 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)
4. 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)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

1) 假设 2019-2021 年，受益于国六抢装和存量车，19、20 年重卡市场需求维持在 100-120 万台的高位不变，2021 年行业或出现 5-10% 的回落；

2) 假设 2019-2021 年，商用车其他配件市场供需基本稳定，无明显波动；

3) 假设 2019-2021 年，公司受益国企改革和降本增效，综合毛利率有 0.5-1 个百分点的持续改善。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
重卡整车销售	收入	37,379.46	38,985.67	39,047.10	38,409.39
	增速	8.7%	4.3%	0.2%	-1.6%
	毛利率	8.47%	9.54%	10.34%	10.89%
配件及其他	收入	2,998.42	2,998.42	2,998.42	2,998.42
	增速	3.1%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	13.63%	14.00%	14.00%	14.00%
合计	收入	40,377.88	41,984.08	42,045.52	41,407.81
	增速	8.22%	3.98%	0.15%	-1.52%
	毛利率	8.86%	9.86%	10.60%	11.12%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2019-2021 年归母净利润 13 亿元、14.9 亿元、16.4 亿元，对应 EPS 分别为 1.94 元、2.22 元、2.44 元，对应估值 10 倍、9 倍、8 倍，维持“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	40377.88	41984.08	42045.52	41407.81	净利润	1213.24	1743.71	1999.87	2194.72
营业成本	36801.34	37844.93	37589.57	36804.06	折旧与摊销	222.30	154.65	161.10	164.33
营业税金及附加	124.98	124.47	123.46	123.07	财务费用	184.68	242.72	247.04	267.47
销售费用	1057.90	1099.99	1101.60	1035.20	资产减值损失	105.73	105.73	105.73	105.73
管理费用	287.45	335.87	336.36	269.15	经营营运资本变动	298.66	-377.70	-168.06	-118.43
财务费用	184.68	242.72	247.04	267.47	其他	-153.37	-117.87	-91.17	-113.81
资产减值损失	105.73	105.73	105.73	105.73	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1871.25</b>	<b>1751.25</b>	<b>2254.51</b>	<b>2500.02</b>
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	14.09	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-136.91	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-122.82</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>1471.80</b>	<b>2230.37</b>	<b>2541.76</b>	<b>2803.13</b>	短期借款	-2050.00	1313.01	-2001.33	-2296.32
其他非经营损益	101.72	62.14	69.64	72.49	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1573.53</b>	<b>2292.51</b>	<b>2611.40</b>	<b>2875.62</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	360.28	548.80	611.53	680.90	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1213.24	1743.71	1999.87	2194.72	其他	-939.22	-257.74	-247.04	-267.47
少数股东损益	308.10	442.81	507.86	557.34	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-2989.22</b>	<b>1055.26</b>	<b>-2248.37</b>	<b>-2563.79</b>
归属母公司股东净利润	905.14	1300.90	1492.01	1637.38	<b>现金流量净额</b>	<b>-1240.79</b>	<b>2806.51</b>	<b>6.14</b>	<b>-63.77</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1391.90	4198.41	4204.55	4140.78	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	3491.08	3722.93	3705.82	3641.25	销售收入增长率	8.22%	3.98%	0.15%	-1.52%
存货	5789.27	7026.84	6606.56	6596.45	营业利润增长率	-4.03%	51.54%	13.96%	10.28%
其他流动资产	9227.35	9594.41	9608.45	9462.72	净利润增长率	3.56%	43.72%	14.69%	9.74%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-7.13%	39.86%	12.26%	9.66%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1399.32	1279.29	1152.80	1023.09	毛利率	8.86%	9.86%	10.60%	11.12%
无形资产和开发支出	364.38	329.77	295.15	260.53	三费率	3.79%	4.00%	4.01%	3.80%
其他非流动资产	393.23	393.23	393.23	393.23	净利率	3.00%	4.15%	4.76%	5.30%
<b>资产总计</b>	<b>22056.53</b>	<b>26544.88</b>	<b>25966.58</b>	<b>25518.05</b>	ROE	17.66%	20.28%	18.87%	17.16%
短期借款	4700.00	6013.01	4011.68	1715.36	ROA	5.50%	6.57%	7.70%	8.60%
应付和预收款项	7878.48	10320.60	9753.38	9436.05	ROIC	9.24%	13.42%	15.02%	16.55%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	4.65%	6.26%	7.02%	7.81%
其他负债	2609.67	1614.19	1604.57	1574.97	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>15188.15</b>	<b>17947.80</b>	<b>15369.63</b>	<b>12726.38</b>	总资产周转率	1.65	1.73	1.60	1.61
股本	671.08	671.08	671.08	671.08	固定资产周转率	32.45	34.88	36.62	39.29
资本公积	432.43	432.43	432.43	432.43	应收账款周转率	11.55	11.19	11.03	10.92
留存收益	4953.96	6254.87	7746.88	9384.26	存货周转率	5.16	5.79	5.39	5.45
归属母公司股东权益	6072.50	7358.38	8850.39	10487.78	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.72%	—	—	—
少数股东权益	795.88	1238.69	1746.55	2303.89	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>6868.38</b>	<b>8597.07</b>	<b>10596.95</b>	<b>12791.67</b>	资产负债率	68.86%	67.61%	59.19%	49.87%
负债和股东权益合计	22056.53	26544.88	25966.58	25518.05	带息债务/总负债	30.95%	33.50%	26.10%	13.48%
					流动比率	1.33	1.38	1.59	1.90
					速动比率	0.94	0.99	1.15	1.38
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.35	1.94	2.22	2.44
					每股净资产	10.23	12.81	15.79	19.06
					每股经营现金	2.79	2.61	3.36	3.73
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1878.78	2627.74	2949.90	3234.93					
PE	14.29	9.95	8.67	7.90					
PB	1.88	1.50	1.22	1.01					
PS	0.32	0.31	0.31	0.31					
EV/EBITDA	8.44	5.46	4.19	3.13					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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	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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@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
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@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	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn