

2019年09月01日

严控成本费用 盈利持续改善

中国重汽(000951)

事件概述

公司发布2019年半年报,2019H1实现营收224.68亿元,同比下滑0.3%;归母净利润6.40亿元,同比增长32.3%;扣非后归母净利润5.93亿元,同比增长29.1%。分季度来看,2019Q2实现营收109.42亿元,同比下滑17.8%;归母净利润3.29亿元,同比增长13.5%;扣非后归母净利润3.01亿元,同比增长9.7%。

分析判断:

► 工程车需求下降导致营收下滑,二季度受“大吨小标”拖累较大

2019H1公司重卡销量7.75万辆,同比下滑2.86%,略逊于行业销量同比下滑2.3%的表现,这主要受下游需求变化影响,上半年国内物流需求维持较快增长,牵引车、载货车销量表现平稳,而公司销量占比较高的工程车受基建投资放缓影响需求出现下滑。销量下滑导致2019H1公司营收下滑0.3%。分季度来看,2019Q1/Q2公司营收分别增长24.8%/下滑17.8%,一方面是因为二季度重卡行业销量整体下滑;另一方面严查“大吨小标”导致公司市场地位领先的水泥搅拌车、自卸车上牌短期受到负面影响,公司重卡销量下滑幅度超过行业平均水平。

► 毛利率上升叠加费用率下降,盈利能力恢复到历史较高水平

2019H1公司毛利率10.47%,同比提升1.22pct,其中2019Q2毛利率达到11.46%,已经超过2010年上轮重卡景气度高点时公司的毛利率水平。费用率方面,2019H1公司销售费用率2.53%,同比下降0.29pct,为过去10年中最低水平,管理费用率0.56%,同比下降0.21pct,财务费用率0.39%,同比下降0.05pct,研发费用率0.81%,同比增长0.19pct,四项费用率中除研发外全面下降,合计4.29%,同比下降0.36pct。我们判断公司毛利率上升和费用率下降与新任管理层对成本、费用管控力度加大有关。2019H1公司净利率3.88%,盈利能力恢复到历史较高水平。

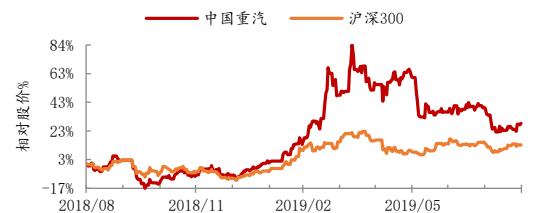
► 看好重卡板块高景气度的可持续性,“大吨小标”短空长多,看好公司盈利继续改善

“蓝天保卫战”要求2020年底前京津冀及周边地区、汾渭平原淘汰国三及以下中重型柴油车100万辆以上,目前全国范围内国三重卡保有量仍有100万辆左右,排放升级将保障重卡板块高景气度至少持续到2020年以后。“大吨小标”事件短期内对自卸车、水泥搅拌车上牌造成负面影响,但长期来看单车运力下降将带动保有量提升,从而带动更新需求提升,公司作为

评级及分析师信息

评级: 增持
上次评级: 首次覆盖
目标价格: 17.34
最新收盘价: 15.12

股票代码: 000951
52周最高价/最低价: 22.21/10.04
总市值(亿): 101.47
自由流通市值(亿): 101.44
自由流通股数(百万): 670.90



分析师: 崔琰
邮箱: cuiyan@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080006

联系人: 刘静远
邮箱: liujy1@hx168.com.cn

行业中市场地位领先的生产企业将持续受益。目前潍柴已经重新进入公司配套体系，我们预计潍柴 WP 系列发动机将逐步替代基于斯太尔平台、技术落后的 D 系列发动机，WP 系列发动机性价比优势突出，与曼技术 MC 系列发动机高低搭配，将进一步提升公司整车产品的竞争力，长期来看公司盈利有望继续提升。

投资建议

我们认为重卡板块的高景气度仍有后劲，同时看好新管理层上任后公司成本费用管控力度加强、潍柴进入配套体系后整车竞争力提升所带来的盈利持续改善。预计公司 2019-21 年的 EPS 为 1.81/2.02/2.25 元，对应 PE 为 8.3/7.5/6.7x，公司过去 5 年 PB 大致在 1.1~2.3x 之间，预计公司 2019 年末每股净资产达到 10.20 元，按照历史中枢给予公司 1.7 倍 PB，对应目标价 17.34 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

重卡行业销量低于预期；工程车销量占比下滑。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	37310.40	40377.88	42530.02	44609.74	46911.60
YoY (%)	76.67	8.22	5.33	4.89	5.16
归母净利润(百万元)	897.58	905.14	1216.41	1357.46	1512.54
YoY (%)	114.64	0.84	34.39	11.59	11.42
毛利率 (%)	10.02	8.86	10.06	10.21	10.36
每股收益 (元)	1.34	1.35	1.81	2.02	2.25
ROE (%)	15.93	14.91	17.76	17.59	17.41
市盈率	11.30	11.21	8.34	7.47	6.71

资料来源：公司公告，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	40377.88	42530.02	44609.74	46911.60	净利润	1213.24	1656.34	1848.39	2059.55
YoY (%)	8.22%	5.33%	4.89%	5.16%	折旧和摊销	222.30	220.72	228.55	236.39
营业成本	36801.34	38253.34	40056.64	42051.74	营运资金变动	-55.44	-1405.30	-234.35	-258.83
营业税金及附加	124.98	174.92	183.48	192.95	经营活动现金流	1871.25	753.34	2042.69	2189.73
销售费用	1057.90	1097.27	1139.42	1186.23	资本开支	-122.82	-137.25	-131.70	-125.63
管理费用	287.45	237.67	246.80	256.94	投资	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	184.68	148.74	81.53	8.47	投资活动现金流	-122.82	-137.25	-131.70	-125.63
资产减值损失	105.73	167.21	183.56	202.53	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	债务募资	-2050.00	-2015.98	-2085.94	-598.08
营业利润	1471.80	2094.57	2338.29	2606.26	筹资活动现金流	-2989.22	-2622.74	-2648.31	-1155.86
营业外收支	101.72	53.63	58.99	64.89	现金净流量	-1240.79	-2006.65	-737.32	908.24
利润总额	1573.53	2148.20	2397.28	2671.16	主要财务指标				
所得税	360.28	491.87	548.90	611.60	成长能力 (%)				
净利润	1213.24	1656.34	1848.39	2059.55	营业收入增长率	8.22%	5.33%	4.89%	5.16%
归属于母公司净利润	905.14	1216.41	1357.46	1512.54	净利润增长率	0.84%	34.39%	11.59%	11.42%
YoY (%)	0.84%	34.39%	11.59%	11.42%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.35	1.81	2.02	2.25	毛利率	8.86%	10.06%	10.21%	10.36%
资产负债表 (百万元)					净利率	3.00%	3.89%	4.14%	4.39%
货币资金	1391.90	-614.76	-1352.08	-443.84	总资产收益率 ROA	4.10%	5.31%	5.97%	6.24%
预付款项	99.73	103.66	108.55	113.96	净资产收益率 ROE	14.91%	17.76%	17.59%	17.41%
存货	5789.27	7230.16	7571.00	7948.09	偿债能力 (%)				
其他流动资产	12618.70	14085.20	14322.78	14585.74	流动比率	1.33	1.42	1.58	1.70
流动资产合计	19899.59	20804.27	20650.25	22203.94	速动比率	0.93	0.92	0.99	1.08
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.09	-0.04	-0.10	-0.03
固定资产	1218.26	1144.06	1062.03	972.16	资产负债率	68.86%	64.74%	58.46%	54.79%
无形资产	364.38	369.32	374.26	379.20	经营效率 (%)				
非流动资产合计	2156.94	2125.23	2085.69	2038.31	总资产周转率	1.65	1.89	1.95	2.00
资产合计	22056.53	22929.50	22735.94	24242.25	每股指标 (元)				
短期借款	4700.00	2684.02	598.08	0.00	每股收益	1.35	1.81	2.02	2.25
应付账款及票据	7563.24	9152.75	9584.22	10061.58	每股净资产	9.05	10.20	11.50	12.94
其他流动负债	2736.83	2820.55	2921.59	3033.38	每股经营现金流	2.79	1.12	3.04	3.26
流动负债合计	15000.07	14657.32	13103.89	13094.96	每股股利	0.00	0.63	0.73	0.81
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	188.08	188.08	188.08	188.08	PE	11.21	8.34	7.47	6.71
非流动负债合计	188.08	188.08	188.08	188.08	PB	1.23	1.48	1.31	1.17
负债合计	15188.15	14845.41	13291.98	13283.05					
股本	671.08	671.08	671.08	671.08					
少数股东权益	795.88	1235.81	1726.74	2273.76					
股东权益合计	6868.38	8084.10	9443.96	10959.20					
负债和股东权益合计	22056.53	22929.50	22735.94	24242.25					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。