

三季度营收承压不改治理成色, 股权划转落地利好后市经营

投资要点

- **事件:** 公司发布2019年3季报, 前三季度累计实现营收292.6亿元, 同比-6.3%; 实现归母净利润8.2亿元, 同比+12%; 其中2019Q3单季度实现营收67.9亿元, 同比-21.8%; 归母净利润1.8亿元, 同比-27.5%。
- **公司三季度营收承压, 销量下滑主要原因系重卡行业需求结构性变化。** 根据中汽协和第一商用车数据, 2019Q3国内重卡行业销量23.3万台, 同比增长3.7%, 其中增长主要推动力源自半挂牵引车部分, 销量达到10.7万台, 同比增长13.4%。表明当前景气度继续保持强势的重要原因大概率是“国三”车的更新替换需求; 另一方面重汽集团在三季度重卡销量约3.5万台, 同比下滑超过7%。中国重汽作为集团公司旗下最核心的重卡整车制造资产, 产品竞争力更多集中在工程车领域, 在物流车需求表现更强劲的周期内一定程度跑输行业, 导致单三季度公司营收规模出现同比下降。
- **核心财务指标毛利率水平继续维持高位, 公司改革成效依然处于持续释放过程中。** 2019Q3公司综合毛利率11.2%, 环比2季度略降0.3个百分点, 考虑到公司三季度产销规模有一定程度降低, 综合毛利率仍维持在11%以上的历史最好区间运行, 表明公司降本增效取得的成效可持续释放, 并未因供需周期波动而受到明显扰动。销售、管理、研发费用率分别为4%、0.6%、0.6%, 环比2季度变动1.4、-0.1、0.3个百分点, 其中销售费用存在一定波动或与公司在3季度开始主动调整产品结构清库存, 并着手补短板推新产品有关。经营性现金流方面, 2019Q3销售商品收到现金/营业收入比达到131.3%, 存货较2019Q2末46.4亿元进一步降低至33.8亿元, 资产负债率65.3%, 较上季度末继续改善4.8个百分点, 各项财务指标均处于全面向好的趋势中。
- **突发事件强化治超监管, 公司国企改革不断深入, 未来仍然充满期待。** “无锡事件”挑战监管容忍底线, 治超治限历来是物流运输行业监管重点内容, 亦是影响行业需求重要变量, 重卡产业链上过硬优质的产品或企业或受到更多关注。此外近期公司股东重汽集团完成股权由济南市国资委向山东省属企业山东重工的划转, 高层打造世界一流商用车集团的意志明确, 未来伴随公司治理关系进一步理顺, 物流车板块产品竞争力补短板取得效果, 一线员工激励机制进一步强化, 展望2019年4季度以及2020年, 公司业绩有望重返升势, 行业地位有望迎来进一步巩固提高。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2019-2021年EPS分别为1.82元、2.03元、2.16元, 对应PE分别为9倍、8倍、8倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 重卡行业需求或出现较大幅度下滑, 公司新产品推进或不及预期。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	40377.88	41139.93	40267.86	41302.86
增长率	8.22%	1.89%	-2.12%	2.57%
归属母公司净利润(百万元)	905.14	1218.79	1359.10	1449.46
增长率	0.84%	34.65%	11.51%	6.65%
每股收益EPS(元)	1.35	1.82	2.03	2.16
净资产收益率ROE	17.66%	20.35%	19.74%	18.54%
PE	12	9	8	8
PB	1.62	1.39	1.21	1.06

数据来源: Wind, 西南证券

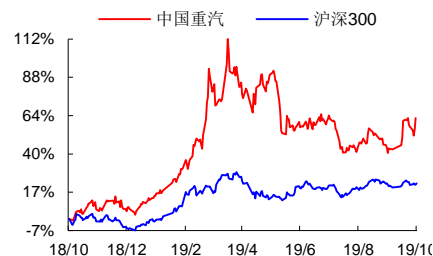
西南证券研究发展中心

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

分析师: 宋伟健
执业证号: S1250519070001
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)	10.39-22.21
总市值(亿元)	111.33
总资产(亿元)	212.65
每股净资产(元)	9.81

相关研究

1. 中国重汽(000951): 治理成效持续验证, 销量维持高位运行 2019-09-01
2. 中国重汽(000951): 治理成效初步验证, 看后续改革进程 2019-04-25
3. 中国重汽(000951): 业绩超预期, 内部改革增效逐步释放 2019-04-09
4. 中国重汽(000951): 国企改革再出发, 核心资产业绩受益估值向上 2019-03-28

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	41139.93	40267.86	41302.86	净利润	1213.24	1633.65	1821.72	1942.84
营业成本	36801.34	37029.24	35996.98	36809.46	折旧与摊销	222.30	434.33	440.78	444.00
营业税金及附加	124.98	121.97	118.24	122.76	财务费用	184.68	240.36	245.75	265.73
销售费用	1057.90	1190.69	1146.95	1167.04	资产减值损失	105.73	105.73	105.73	105.73
管理费用	287.45	387.21	348.22	367.70	经营营运资本变动	298.66	-201.51	45.80	-474.73
财务费用	184.68	240.36	245.75	265.73	其他	-153.37	-124.03	-98.73	-100.92
资产减值损失	105.73	105.73	105.73	105.73	经营活动现金流净额	1871.25	2088.53	2561.06	2182.65
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	投资活动现金流净额	-122.82	0.00	0.00	0.00
营业利润	1471.80	2064.73	2305.97	2464.44	短期借款	-2050.00	1349.13	-1782.87	-1122.45
其他非经营损益	101.72	73.97	83.38	80.69	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1573.53	2138.70	2389.36	2545.13	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	360.28	505.05	567.63	602.30	支付股利	-456.33	-460.18	-619.64	-690.98
净利润	1213.24	1633.65	1821.72	1942.84	其他	-482.88	-255.38	-245.75	-265.73
少数股东损益	308.10	414.86	462.62	493.38	筹资活动现金流净额	-2989.22	633.56	-2648.27	-2079.15
归属母公司股东净利润	905.14	1218.79	1359.10	1449.46	现金流量净额	-1240.79	2722.10	-87.21	103.50
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	4113.99	4026.79	4130.29	成长能力				
应收和预付款项	3491.08	3647.90	3549.13	3632.32	销售收入增长率	8.22%	1.89%	-2.12%	2.57%
存货	5789.27	6871.89	6319.93	6597.44	营业利润增长率	-4.03%	40.29%	11.68%	6.87%
其他流动资产	9227.35	9401.50	9202.21	9438.73	净利润增长率	3.56%	34.65%	11.51%	6.65%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-7.13%	45.81%	9.24%	6.07%
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	1399.32	1016.87	627.96	235.83	毛利率	8.86%	9.99%	10.61%	10.88%
无形资产和开发支出	364.38	312.51	260.65	208.78	三费率	3.79%	4.42%	4.32%	4.36%
其他非流动资产	393.23	393.23	393.23	393.23	净利率	3.00%	3.97%	4.52%	4.70%
资产总计	22056.53	25757.89	24379.90	24636.61	ROE	17.66%	20.35%	19.74%	18.54%
短期借款	4700.00	6049.13	4266.25	3143.81	ROA	5.50%	6.34%	7.47%	7.89%
应付和预收款项	7878.48	10098.48	9340.17	9436.85	ROIC	9.24%	12.80%	14.53%	15.83%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	4.65%	6.66%	7.43%	7.69%
其他负债	2609.67	1583.46	1544.56	1575.17	营运能力				
负债合计	15188.15	17731.06	15150.98	14155.84	总资产周转率	1.65	1.72	1.61	1.69
股本	671.08	671.08	671.08	671.08	固定资产周转率	32.45	38.37	53.37	103.79
资本公积	432.43	432.43	432.43	432.43	应收账款周转率	11.55	11.08	10.91	11.15
留存收益	4953.96	5712.57	6452.04	7210.53	存货周转率	5.16	5.73	5.33	5.57
归属母公司股东权益	6072.50	6816.09	7555.55	8314.04	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	1210.74	1673.36	2166.74	资本结构				
股东权益合计	6868.38	8026.83	9228.92	10480.78	资产负债率	68.86%	68.84%	62.15%	57.46%
负债和股东权益合计	22056.53	25757.89	24379.90	24636.61	带息债务/总负债	30.95%	34.12%	28.16%	22.21%
					流动比率	1.33	1.37	1.54	1.70
					速动比率	0.94	0.98	1.12	1.23
					股利支付率	50.42%	37.76%	45.59%	47.67%
					每股指标				
					每股收益	1.35	1.82	2.03	2.16
					每股净资产	10.23	11.96	13.75	15.62
					每股经营现金	2.79	3.11	3.82	3.25
					每股股利	0.68	0.69	0.92	1.03
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1878.78	2739.42	2992.50	3174.17					
PE	12.30	9.13	8.19	7.68					
PB	1.62	1.39	1.21	1.06					
PS	0.28	0.27	0.28	0.27					
EV/EBITDA	7.48	4.63	3.67	3.07					
股息率	4.10%	4.13%	5.57%	6.21%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

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
	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
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@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
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn