

2020年01月20日

中国重汽 (000951.SZ)

深度分析

风雨六十载，改革再出发

投资要点

- ◆ **不忘初心，终成重卡行业翘楚。**中国重汽集团前身为成立于1956年的济南汽车制造厂，旗下重卡业务中国重汽济南卡车股份有限公司于2004年在深交所上市，2007年中国重汽（香港）有限公司在香港上市。2019年9月，山东重工成为中国重汽集团控股股东，A股上市公司中国重汽成为山东重工的二级子公司，但控股仍为中国重汽（香港）有限公司不变。成立60多年以来，公司一直从事卡车的研发、生产和销售，其中重卡销量稳居全国前三甲。2019年中国重汽集团重卡总销量19.1万辆，同比增长0.64%；市场占比约16.3%，排名第三，是国内重卡企业龙头之一。
- ◆ **改革再出发，中长期空间开启。**2018年9月谭旭光接任董事长后，进行了降本增效、组织机构调整、人员优化等一系列改革。2019年9月中国重汽集团股权划归山东重工，有利于管理的加强。改革的实施和管理的加强，有望提升公司盈利水平；对比同类企业，公司净利润率尚有较大提升空间（今年前三季度，中国重汽净利润率3.8%，潍柴动力净利润率7.4%）。“3个20万战略目标”提出2025年前公司重卡销量为20万辆，未来市场份额有望进一步提升。
- ◆ **重卡行业高景气度有望维持。**2019年重卡销量117.4万辆，同比增长2.6%，再创历史新高。中长期来看，各地“蓝天保卫战”的打响将加速国三与国四重卡的淘汰与更新（根据方得网统计，不能升级到国六排放标准，需要在2020年底前淘汰重卡约230万辆），以及“无锡断桥”事件后全国治理超载的深化，预计2020年重卡年销量中枢在115万辆左右，较2019年不会出现大幅回落（-2.0%），行业仍可维持较高景气度。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司2019年至2021年每股收益分别为1.89元、2.19元和2.87元，净资产收益率分别为16.4%、19.0%和21.6%。维持公司“买入-A”投资评级。
- ◆ **风险提示：**重卡行业产销量增长低于预期；公司降本增效改革效果低于预期；上游原材料大幅上涨。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	37,310.4	40,377.9	40,702.5	42,635.4	44,799.1
同比增长(%)	76.7%	8.2%	0.8%	4.7%	5.1%
营业利润(百万元)	1,533.7	1,471.8	2,166.5	2,518.1	3,320.9
同比增长(%)	118.9%	-4.0%	47.2%	16.2%	31.9%
净利润(百万元)	897.6	905.1	1,271.2	1,467.3	1,923.8
同比增长(%)	114.6%	0.8%	40.4%	15.4%	31.1%
每股收益(元)	1.34	1.35	1.89	2.19	2.87
PE	15.9	15.8	11.2	9.7	7.4
PB	2.5	2.4	2.1	1.9	1.6

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

汽车 | 卡车 III

投资评级

买入-A(维持)

股价(2020-01-17)

21.00元

交易数据

总市值(百万元)	14,092.70
流通市值(百万元)	14,088.95
总股本(百万股)	671.08
流通股本(百万股)	670.90
12个月价格区间	11.66/23.68元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.36	14.86	48.32
绝对收益	-1.92	26.58	84.94

分析师

林帆

 SAC执业证书编号：S0910516040001
 linfan@huajinsec.cn
 021-20377188

相关报告

- 中国重汽：11月重卡销量高增长，中长期成长空间开启 2019-12-13
- 中国重汽：业绩高增长，重卡高景气周期下核心受益标的 2018-03-26
- 中国重汽：9月销量再创新高，全年业绩增长或超预期 2017-10-12
- 中国重汽：8月产销两旺，“金九银十”热销态势有望延续 2017-09-18
- 中国重汽：多因素共振下重卡行情超预期的整车龙头 2017-08-31

内容目录

一、不忘初心，大器方成.....	4
（一）六十载重卡业务砥砺前行	4
（二）四大品牌构成集团产品支柱.....	5
（三）新控股股东山东重工带来新机遇	6
1.山东重工资产质量优质	7
2.山东重工业务覆盖面广	8
二、改革再出发，中长期空间开启.....	9
（一）新任领航者.....	9
（二）改革再出发.....	9
1.改革策略.....	10
2.成效初现.....	10
3.目标远大.....	11
（三）对标潍柴动力，盈利能力仍有较大提升空间.....	12
（四）对标陕西重汽，单价中枢尚有提升空间.....	14
三、重卡行业高景气度有望维持	15
（一）宏观因素边际改善	15
（二）政策暖风徐徐加码.....	17
（三）行业集中度持续提升	19
四、盈利预测与投资建议.....	20
（一）可比公司财务比较	20
（二）盈利预测	22
五、风险提示.....	23

图表目录

图 1：中国重汽发展历程	4
图 2：中国重汽集团重要重卡品牌	5
图 3：公司 2018 年营收占比.....	5
图 4：集团重卡销量	5
图 5：重汽集团海外经销商分布	6
图 6：重汽集团重卡出口（辆）及同比增速	6
图 7：公司股权结构	7
图 8：山东重工业务板块.....	7
图 9：山东重工近三年资产情况	8
图 10：山东重工近三年资产负债率	8
图 11：山东重工近三年营业收入（亿元）及同比	8
图 12：山东重工近三年净利润（亿元）及同比.....	8
图 13：山东重工主要控股公司.....	9
图 14：谭旭光职业经历	9
图 15：近 10 年公司销售费用（百万元）及同比	10
图 16：近 10 年公司管理费用（百万元）及同比	10
图 17：近 10 年内公司销售费用率和管理费用率	11
图 18：近 10 年内公司销售毛利率	11

图 19: 2016 年以来公司季度存货及同比增速	11
图 20: 四个努力+一个目标	12
图 21: 潍柴动力主要业务	13
图 22: 中国重汽和潍柴动力营业收入（亿元）对比	13
图 23: 中国重汽和潍柴动力净利润（亿元）对比	13
图 24: 中国重汽和潍柴动力销售毛利率对比	14
图 25: 中国重汽和潍柴动力销售净利率对比	14
图 26: 中国重汽和潍柴动力总资产周转率对比	14
图 27: 中国重汽和潍柴动力存货周转率对比	14
图 28: 中国重汽和陕西重汽营业收入（亿元）对比	15
图 29: 中国重汽和陕西重汽净利润（亿元）、净利率对比	15
图 30: 中国重汽集团和陕西重汽重卡销量（万辆）对比	15
图 31: 中国重汽和陕西重汽重卡单价（万元）对比	15
图 32: 物流重卡和工程重卡销量占比	16
图 33: 物流重卡销量及同比	16
图 34: 公路货运载货量及同比	16
图 35: 工程重卡销量及同比	17
图 36: 2008 年-2019 年 11 月国内基建投资累计同比	17
图 37: 物流重卡更新量预测	19
图 38: 国三重卡淘汰量预测	19
图 39: 一带一路货运量指数和贸易额指数	19
图 40: 中国重卡出口量（万辆）	19
图 41: 重卡行业市占率	20
图 42: CR5 车企市占率	20
图 43: 可比公司营收规模	20
图 44: 可比公司营收增速	20
图 45: 可比公司净利润规模	21
图 46: 可比公司净利润增速	21
图 47: 可比公司毛利率	21
图 48: 可比公司净利率	21
图 49: 可比公司三项费用率合计	21
图 50: 可比公司净资产收益率	21
表 1: 改革策略	10
表 2: 超限超载政策	17
表 3: 超限超载相关标准	18
表 4: 国家轻型汽车及重型汽车国六标准实施阶段	18
表 5: 各业务盈利预测	22
表 6: 同类公司估值比较	23

一、不忘初心，大器方成

（一）六十载重卡业务砥砺前行

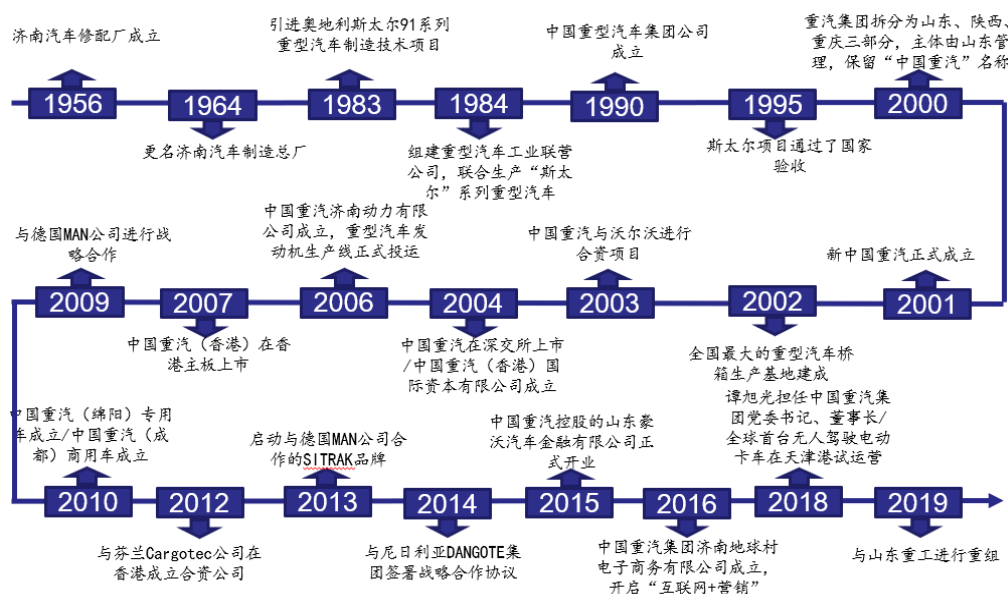
中国重汽前身为成立于 1956 年的济南汽车修配厂，2001 年中国重汽集团正式成立，旗下重卡业务中国重汽济南卡车股份有限公司于 2004 年在深交所上市，2007 年中国重汽（香港）有限公司在香港上市。2019 年山东重工成为中国重汽集团控股股东，A 股上市公司成为山东重工的二级子公司，但其直接控股股东仍为中国重汽（香港）有限公司。公司先后通过消化吸收国外先进重型汽车制造技术，深耕重卡领域。2016 年公司首款智能重卡面世，标志着公司对智能制造领域布局的开始。

中国重汽集团济南卡车股份有限公司（中国重汽 A）主要从事重型汽车及零部件的生产和销售业务。业务包括载重汽车、专用汽车、重型专用车底盘、客车底盘等。目前主要拥有“HOWO”、“HOWO-A7”、“HOWO-T 系”及“豪翰”等品牌车型产品。

公司的前身济南汽车制造厂建于 1956 年，是我国重型汽车工业的摇篮。1960 年公司生产了第一辆重型汽车——黄河牌 JN150 八吨载货汽车（也是新中国第一辆重型汽车），此举使得中国生产属于自己的重型汽车成为了可能。1976 年公司成功研制了中国第一辆 8X8 独立悬挂重型越野军车——黄河 JN252，又一次成功填补了我国重型军用越野车的空白。

通过消化吸收国外新进制造技术，深度布局重卡领域。1983 年经国家批准公司成功引进奥地利斯太尔 91 系列重型汽车制造技术项目，1984 年以济南汽车制造总厂为主体，吸收国内其它整车、发动机及零部件制造厂，组建重型汽车工业联营公司，在国内联合生产“斯太尔”系列重型汽车。2009 年德国曼公司以 60 亿港币入股中国重汽，获得 25% 股份，公司则以独占许可的方式获取 MAN 技术使用权。

图 1：中国重汽发展历程



资料来源：公司官网，华金证券研究所

（二）四大品牌构成集团产品支柱

中国重汽集团主要产品为四大品牌，分别是汕德卡、豪沃、豪瀚、斯太尔。其中豪沃和豪瀚两大品牌主要由中国重汽济南卡车股份有限公司（中国重汽A）销售。汕德和斯太尔品牌由中国重汽集团济南商用车有限公司生产及销售，济南商用车有限公司是中国重汽（香港）有限公司的控股子公司，资产业务属于港股。豪沃是公司产品规模最大的品牌，市场知名度较高。豪瀚系列具有动力强、油耗低、性能稳定等优点。汕德卡系列专注于高端市场，技术方面来源于德国MAN。斯太尔系列源于公司1983年引入的斯太尔技术，其技术成熟度高，可靠性强。

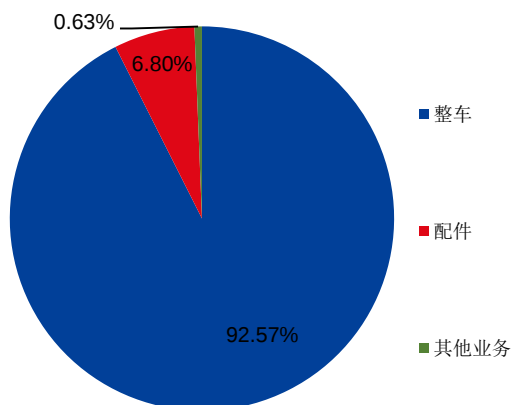
图2：中国重汽集团重要重卡品牌



资料来源：公司官网，华金证券研究所

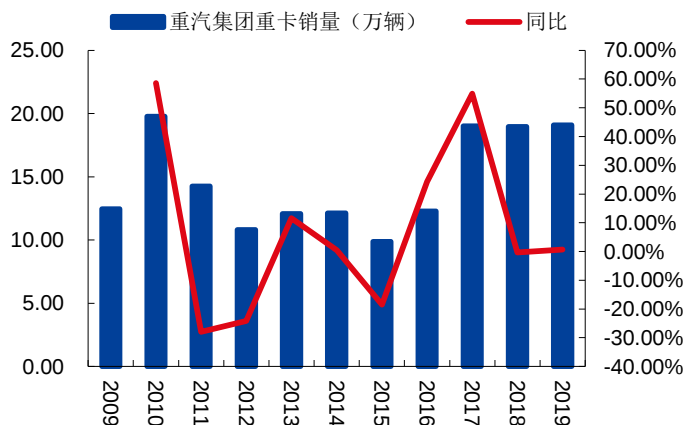
公司营收主要来源于重卡整车业务。从2018年年报可以看出，公司整车业务营收占比达到92.57%，配件和其他业务收入仅占总收入的7.43%。集团的重卡销量随行业波动相关性大，2015年销量9.88万辆为近10年来最低点，随后销量逐年攀升，至2019年销量达19.09万辆的高位，同比增长0.64%，市占率为16.26%，国内排名第三。

图3：公司2018年营收占比



资料来源：Wind，华金证券研究所

图4：集团重卡销量



资料来源：中汽协，华金证券研究所

积极发展海外业务。重汽集团在全球设立了 74 个海外代表处和办事机构，在 90 余国家设立 263 家经销商、253 个服务网点和 228 个配件网点，在 12 个国家或地区建立 16 个配件中心库，在 13 个国家和地区建立 18 个境外 KD 生产工厂。集团销售网络覆盖“一带一路”沿线国家一半以上，并覆盖中亚、中东、东南亚等新兴经济体及澳大利亚、香港等成熟市场。

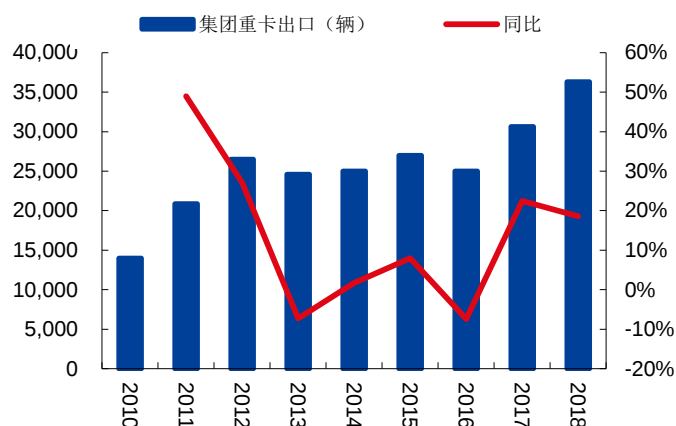
出口量连续十四年位居国内行业首位。2018 年集团的重卡出口量达到 3.63 万辆，同比增加 18.57%，占全行业出口量 6.99 万辆的 51.93%，领先优势十分明显。

图 5：重汽集团海外经销商分布



资料来源：方得网，华金证券研究所

图 6：重汽集团重卡出口（辆）及同比增速

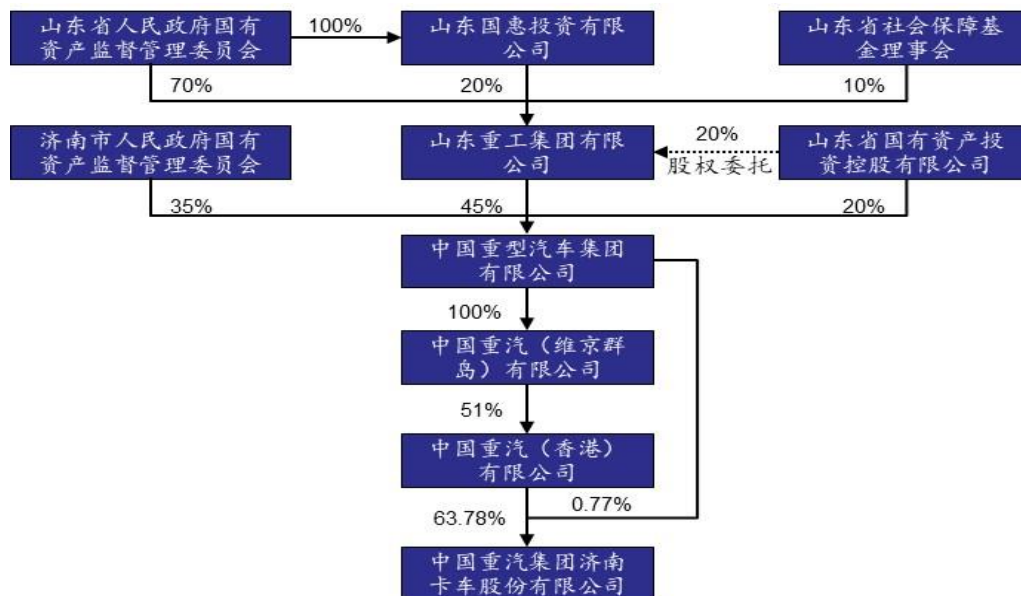


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）新控股股东山东重工带来新机遇

2019 年 9 月资产重组后，山东重工通过直接控制重汽集团 65%的股权实现对公司（中国重汽 A）的间接控制，而公司的直接控股股东仍然是中国重汽（香港）。2019 年 9 月 25 日，济南市国资委与山东重工签署了《中国重型汽车集团有限公司国有股权无偿划转协议》，济南市国资委将中国重汽集团 45%股权无偿划转至山东重工，同时山东国投将中国重汽集团 20%股权除资产收益权外的其他股东权利委托给山东重工行使，即山东重工成为重汽集团控股股东并控制及支配其 65%股权，从而导致山东重工通过中国重汽集团取得并控制上市公司 64.55%股份权益，构成对上市公司间接收购。

图 7：公司股权结构



资料来源：Wind，华金证券研究所

1. 山东重工资产质量优质

山东重工是中国领先、全球知名的国有大型汽车与装备制造集团。山东重工打造了全球首个商用车动力总成系统，拥有商用车和工程机械完整的黄金产业链，其业务涵盖动力系统、工程机械、重卡、豪华游艇、核心零部件等五大板块。

图 8：山东重工业务板块



重卡



动力系统



游艇



工程机械

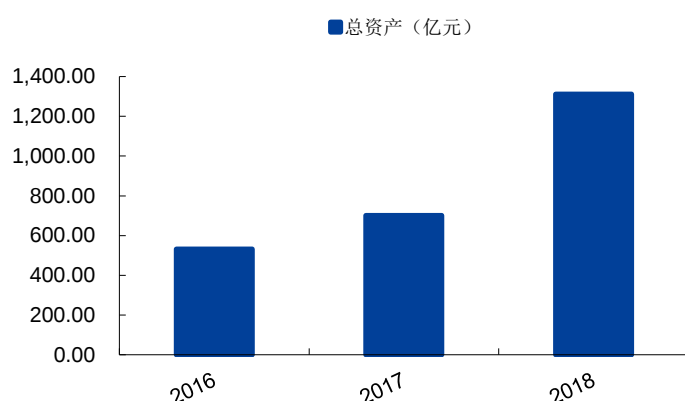


核心零部件

资料来源：公司官网，华金证券研究所

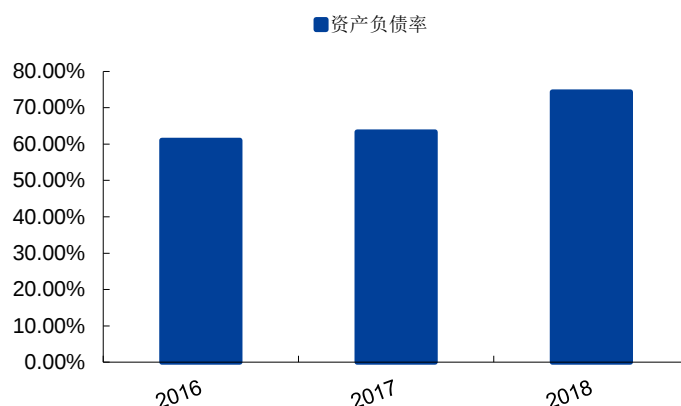
近三年山东重工资产规模逐年扩大，资产负债率保持稳定。2016 年山东重工资产规模为 532.52 亿元，至 2018 年资产规模达到 1311.49 亿元，增幅达到 146.28%。相对于其资产规模的大幅增长，资产负债率变化并不大（2016 年资产负债率为 61.05%，2018 年其资产负债率为 74.37%，增加了 13.32pct），资产质量比较优良。

图 9：山东重工近三年资产情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

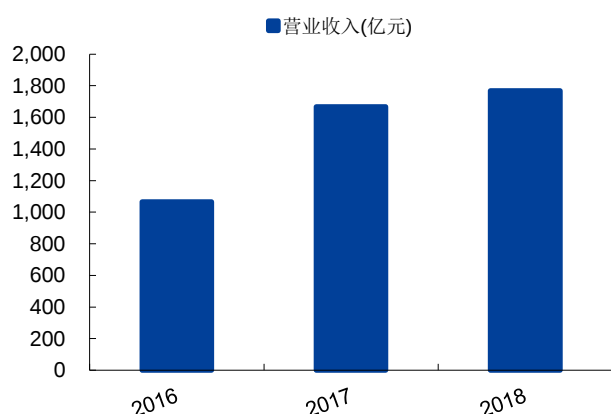
图 10：山东重工近三年资产负债率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

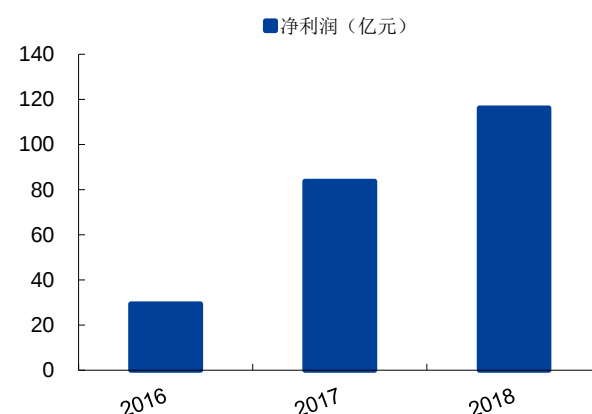
山东重工近三年营收和净利润保持稳定增长，盈利水平良好。2018 年山东重工营收为 1769.50 亿元，相较于 2016 年的 1066 亿元增长了 65.93%；2016 年山东重工净利润为 29.38 亿元，2018 年为 116.10 亿元，增幅为 295.17%；净利润率由 2016 年的 2.76% 提升到 2018 年的 9.93%。山东重工近三年盈利能力提速较快。

图 11：山东重工近三年营业收入（亿元）及同比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 12：山东重工近三年净利润（亿元）及同比

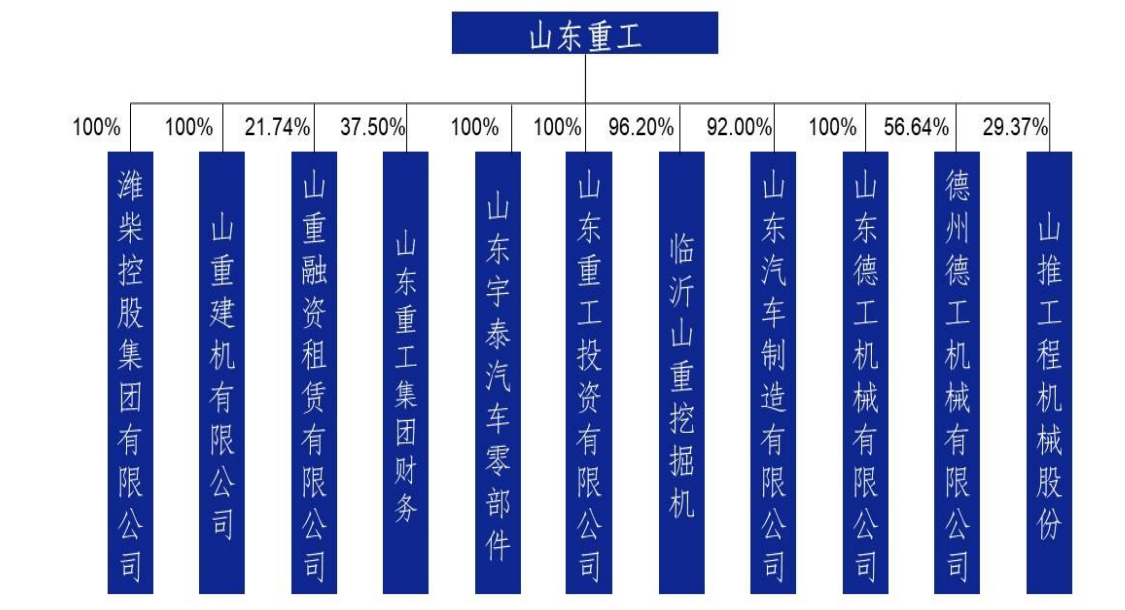


资料来源：公司公告，华金证券研究所

2. 山东重工业务覆盖面广

山东重工主要控股子公司众多，业务覆盖面广。其控股比例为 100% 的下属公司有潍柴控股集团有限公司、山重建机有限公司、山东宇泰汽车零部件有限公司、山东重工投资有限公司和山东德工机械有限公司。而且其通过控股潍柴控股集团有限公司间接持有潍柴动力股份有限公司 17.72% 股份，为其旗下最优质资产。山东重工旗下控股子公司众多，可与重汽集团发挥协同作用，从而促进上市公司的降本增效。

图 13：山东重工主要控股公司



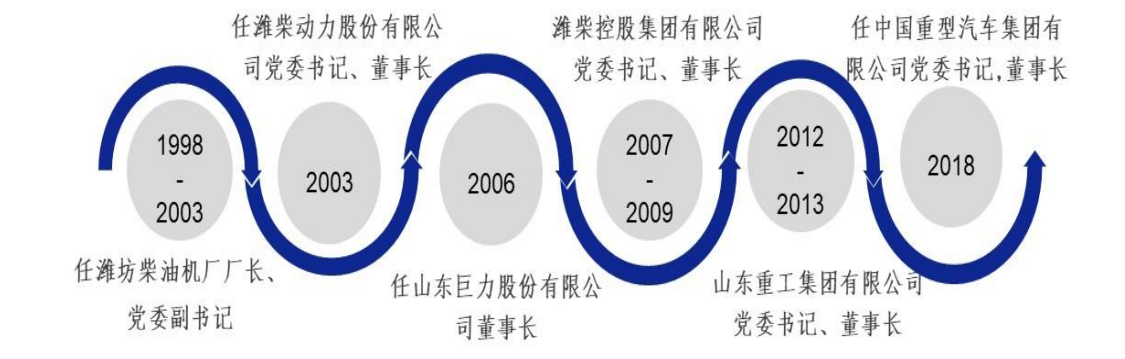
资料来源：公司公告，华金证券研究所

二、改革再出发，中长期空间开启

（一）新任领航者

2018 年 9 月 1 日，谭旭光回归中国重汽集团接任董事长职位。1998 年谭旭光受中国重汽集团任命，任潍坊柴油机厂厂长，启动了“定岗、定编、定员”的“三定”改革。2005 年，潍柴动力以现金 10.2338 亿元收购了原德隆系企业所持有的湘火炬第一大股东 28.12% 的股份，并通过换股方式合并湘火炬，实现国内上市；2006 年，潍柴战略重组山东巨力股份有限公司；2017 年潍柴集团实现汇总收入 2208 亿元。谭旭光用了 20 年时间打造出了一个世界级强大企业。2018 年谭旭光回归中国重汽，将开启一段波澜壮阔的征程。

图 14：谭旭光职业经历



资料来源：经济观察网，华金证券研究所

（二）改革再出发

1. 改革策略

谭旭光在 2019 年 11 月 24 日的“新时代·新重汽·新跨越”商务大会上表示该年中国重汽分别进行了四方面的改革措施。

改革措施包括围绕企业“止血”进行人事制度和降本增效改革，以及围绕“造血”的创新产品和生态优化改革。改革旨在优化人员结构，通过优胜劣汰选拔员工；通过降本增效强化预算管控，降低物流成本和采购成本，以此来支持进一步的新品研发；造血改革目的在于提速产品优化升级，满足消费者需求。

表 1：改革策略

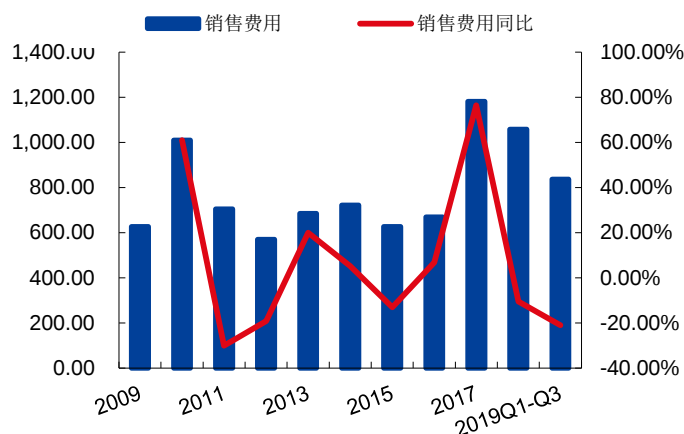
改革策略	具体内容
人事制度改革	公开招聘、优胜劣汰，打破封闭； 建成干部能上能下，员工能进能出，薪酬能高能低的市场化机制； 推动干部年轻化、知识化、国际化
降本增效改革	建立以财务为中心的管理体系，强化预算管控，费用归口管理； 降低采购成本，建立供应商优胜劣汰机制。
创新产品改革	研发系统改革： 聘请国际咨询公司，启动正向开发体系建设，大幅提升研发投入； 加快产品研发： 提速产品优化升级，创新产品型谱规划，更加适应市场需求； 推动数字化转型： 加大全价值链的信息化、大数据建设
生态优化改革	坚持客户导向、结果导向、问题导向， 全面落地“客户满意是我们的宗旨”的核心价值观； 全面落地“不争第一就是在混”的激情文化； 全面落地“一天当半天用”的效率文化

资料来源：第一商用车网，华金证券研究所

2. 成效初现

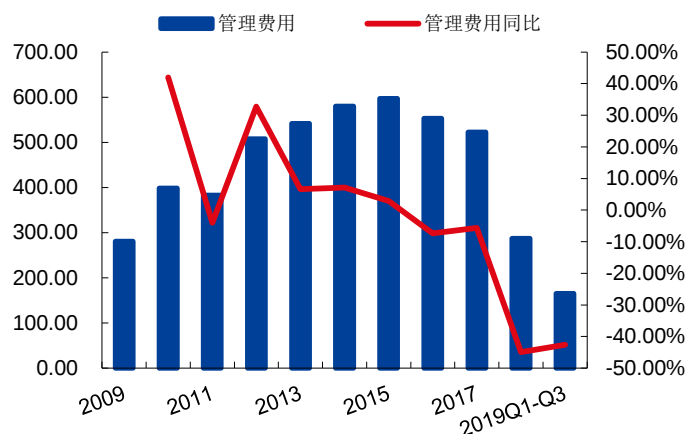
2019Q1-Q3 销售费用为 8.37 亿元，同比下降 20.91%；管理费用为 1.65 亿元，同比下降 42.61%。公司销售费用和管理费用从 2018 年开始下降，当年销售费用同比下降 10.47%，管理费用同比降幅达到 44.96%。2019 年前三季度继续维持了下降趋势。降本增效改革成果初步显现。

图 15：近 10 年公司销售费用（百万元）及同比



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 16：近 10 年公司管理费用（百万元）及同比

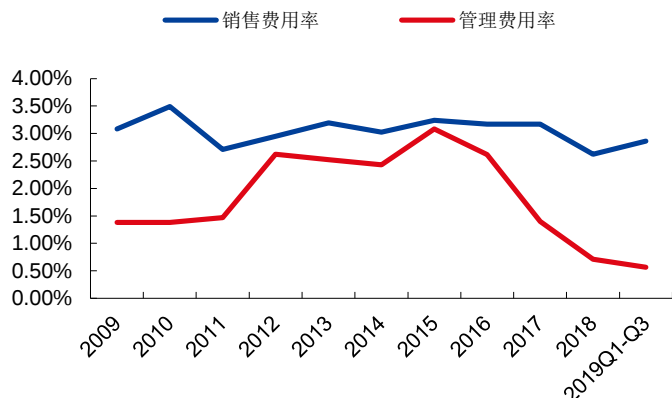


资料来源：Wind，华金证券研究所

公司销售费用率和管理费用率均显著下降。2018 年全年和 2019 年前三季度，公司的销售费用率分别为 2.62%和 2.86%，相较于 2013-2017 年 3.16%的均值，下降幅度较为明显。管理费用率至 2015 年开始呈现下降趋势，2018 年开始下降幅度较大。

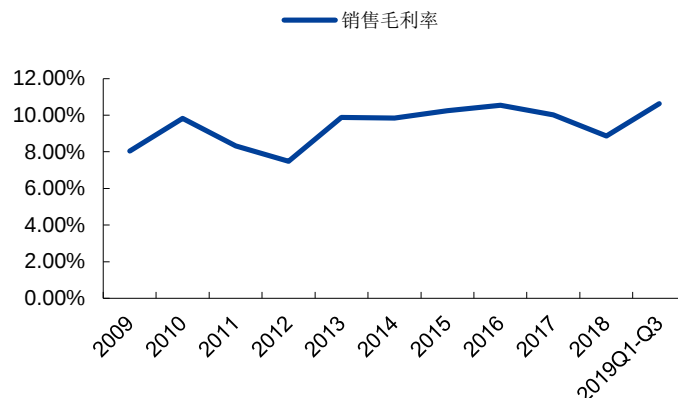
2019 年公司三季报的毛利率达到 10.63%，为 10 年来最高水平。2019 年前三季度公司毛利率为 10.63%，超过 2016 年高点的 10.54%，为 10 年来新高。改革后公司的盈利能力提升比较明显。

图 17：近 10 年内公司销售费用率和管理费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

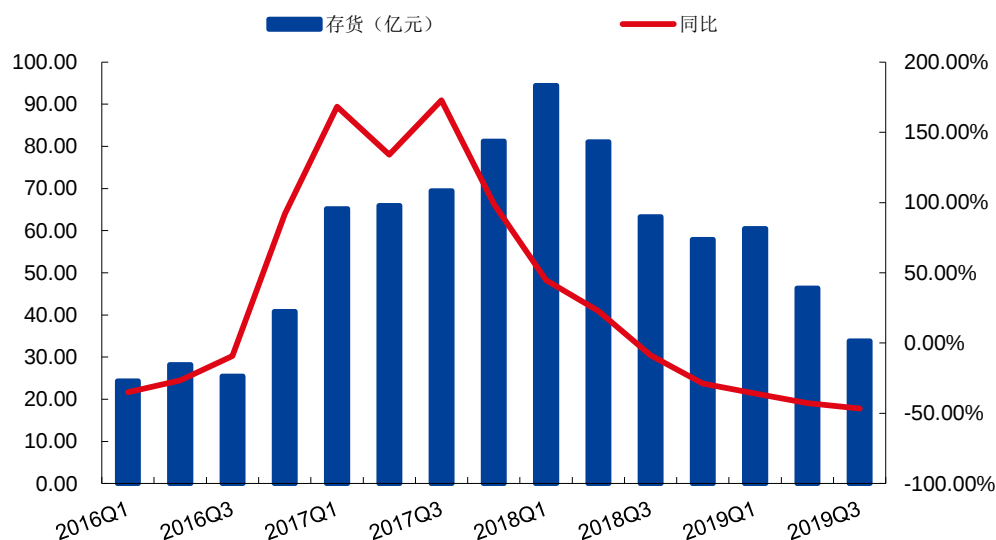
图 18：近 10 年内公司销售毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

加速去库存效果显著，2019Q1-Q3 存货持续环比三连降。2019 年 Q1 公司存货为 60.50 亿元，同比下降 35.91%；Q2 存货为 46.34 亿元，同比下降 42.82%，环比下降 23.40%；Q3 存货为 33.83 亿元，同比下降 46.52%，环比下降 27%。公司库存去化较为迅速，经营日益优化。

图 19：2016 年以来公司季度存货及同比增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

3.目标远大

中国重汽将在四个方面进行努力改善以实现“3个20万战略目标”——即到2025年，集团重卡、中轻卡以及轻型商用车国内销量分别达到20万台。

努力发挥资源优势，提供更具竞争力的高端产品。9月29日，济南市国资委将其持有的中国重型汽车集团有限公司45%的股权无偿划转给山东重工。通过与山东重工的重组，中国重汽可以获得更优质的资源配置，并将有能力投入更多的资源在产品的研发领域。

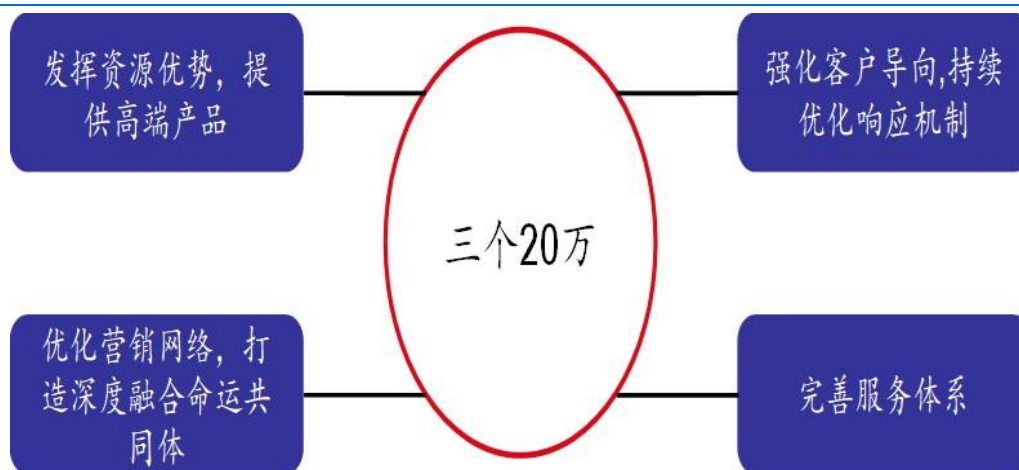
努力强化客户导向，持续优化商务政策和响应机制。未来公司产品将以客户需求为导向，更快速的掌握客户诉求并且做到快速响应，强化全价值的客户导向思维和客户考核评价机制。增加客户满意度，并且使产品更贴近客户需求。

努力优化营销网络，打造深度融合的命运共同体。公司将进行系统性地培育营销网络，改善考核制度，每年将淘汰10%的僵尸渠道，引进15%的优秀渠道，从而在增加销量的同时改善成本。

努力完善服务体系。公司将通过增加服务站数量来缩短服务半径，从而提高服务效率；并将完善备件配件体系建设，确保在第一时间满足缺货需求。完善的服务体系可以增加客户黏度以及客户满意度。

“3个20万目标”：到2025年，中国重汽全系列商用车要实现60万辆目标；其中重卡国内销售20万辆，中轻卡国内销售20万辆，轻型商务车销售20万辆。2019年，重汽集团重卡销量19.09万辆，同比增长0.64%；中轻卡销量9.55万辆，同比下降19%。重卡销量距目标差距较小，中轻卡销量还有较大提升空间。

图 20：四个努力+一个目标

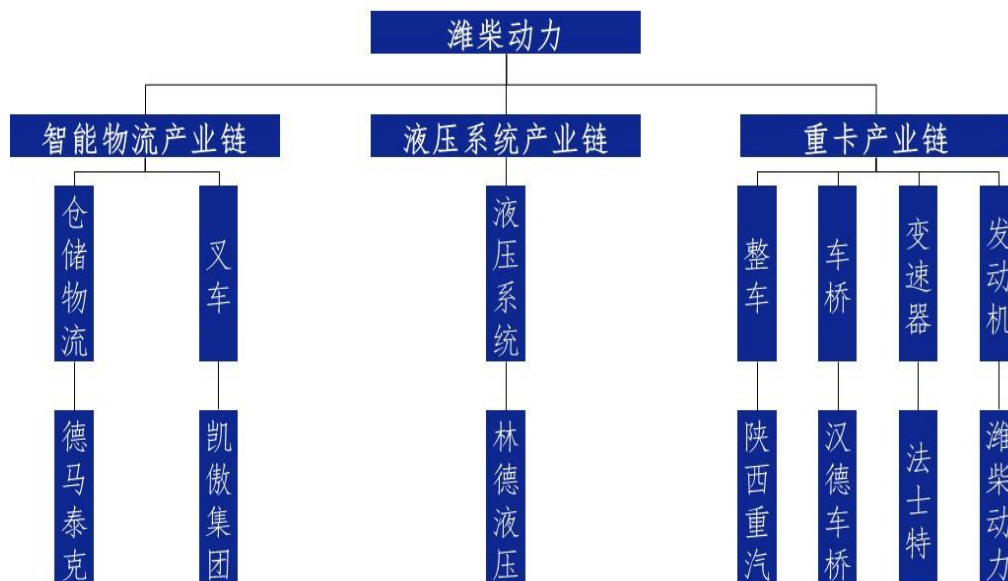


资料来源：第一商用车，华金证券研究所

（三）对标潍柴动力，盈利能力仍有较大提升空间

潍柴动力股份有限公司成立于2002年，其核心业务为商用车动力系统。潍柴动力的业务包括动力总成（发动机、变速箱、车桥）、整车机车、液压系统和汽车零部件。其拥有的品牌包括潍柴动力发动机、陕汽重卡、法士特变速器、汉德车桥等。

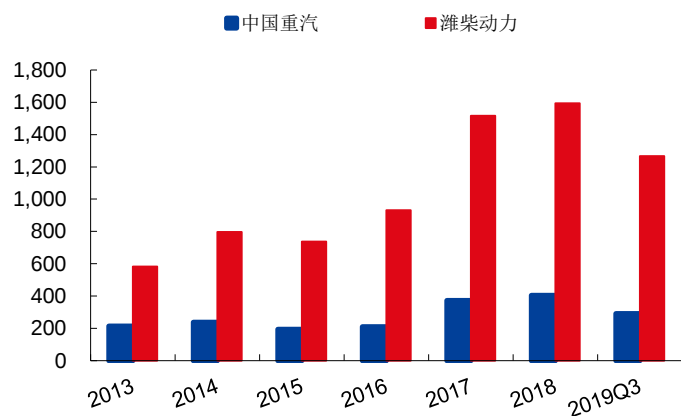
图 21：潍柴动力主要业务



资料来源：公司官网，华金证券研究所

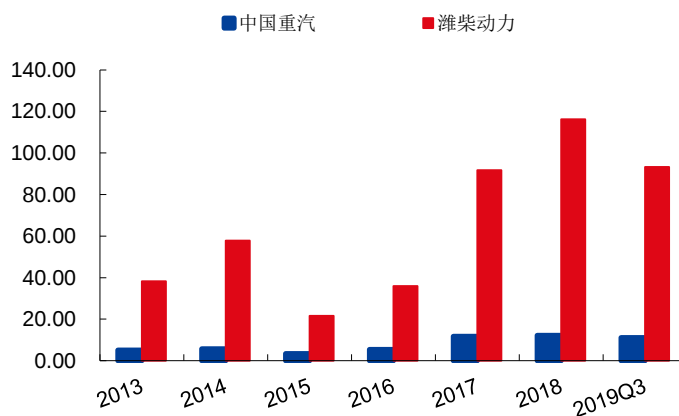
潍柴动力由于业务覆盖范围较广（涉及整车、动力系统，还包括智能物流产业链），所以其营业收入和净利润规模均大于中国重汽。2019 年前三季度中国重汽营业收入为 292.59 亿元，潍柴动力实现营收达 1267.08 亿元，是中国重汽的 4.33 倍。同时，2019 年前三季度中国重汽实现净利润 11.06 亿元，潍柴动力净利润为 93.29 亿元，是中国重汽的 8.43 倍。

图 22：中国重汽和潍柴动力营业收入（亿元）对比



资料来源：wind，华金证券研究所

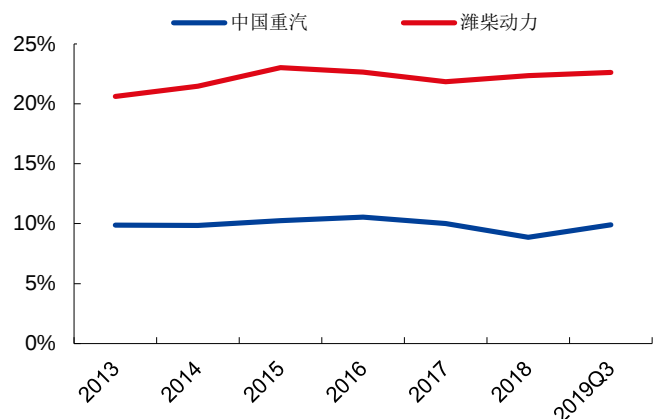
图 23：中国重汽和潍柴动力净利润（亿元）对比



资料来源：wind，华金证券研究所

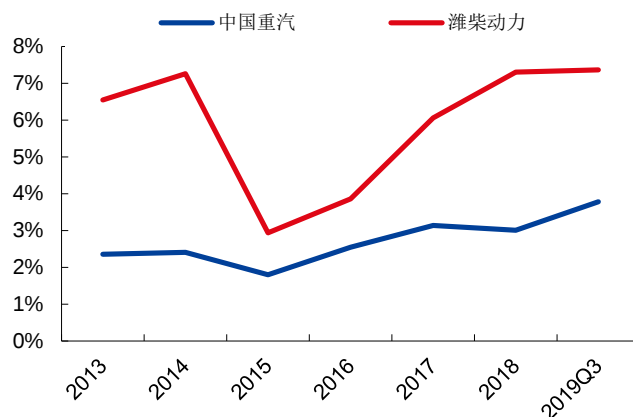
中国重汽毛利率与净利率均低于潍柴动力，仍有较大提升空间。中国重汽的销售毛利率近五年一直维持在 10% 左右（2019 前三季度毛利率为 10.63%），相对的潍柴动力毛利率由 2013 年的 20.62% 提升至 2019 年前三季度的 22.06%。从净利率来看，中国重汽 2019 前三季度为 3.78%，而潍柴动力为 7.36%。受益于谭旭光同时兼任潍柴动力以及中国重汽董事长，伴随其改革政策的开展，中国重汽的毛利率和净利率双双提升的概率较大。

图 24：中国重汽和潍柴动力销售毛利率对比



资料来源：Wind，华金证券研究所

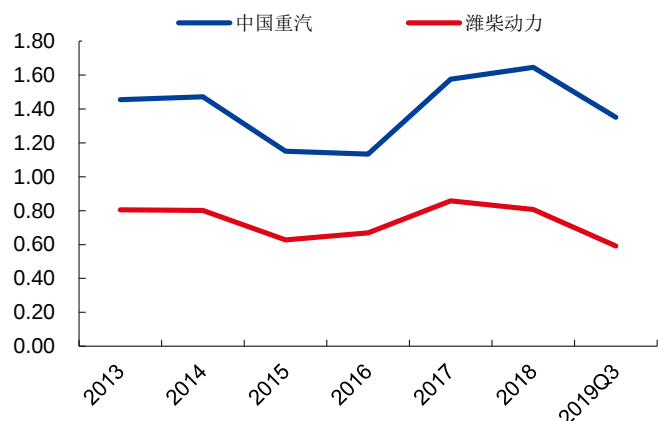
图 25：中国重汽和潍柴动力销售净利率对比



资料来源：Wind，华金证券研究所

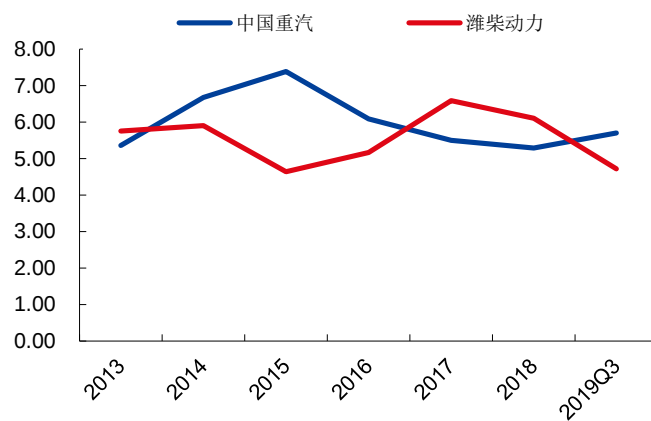
从营运能力来看，中国重汽的总资产周转率一直高于潍柴动力，存货周转率从 2018 年开始恢复上升趋势。2019 前三季度中国重汽总资产周转率为 1.35，潍柴动力为 0.59，如在同样资本规模的前提下，中国重汽的营收将远高于潍柴动力。

图 26：中国重汽和潍柴动力总资产周转率对比



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 27：中国重汽和潍柴动力存货周转率对比



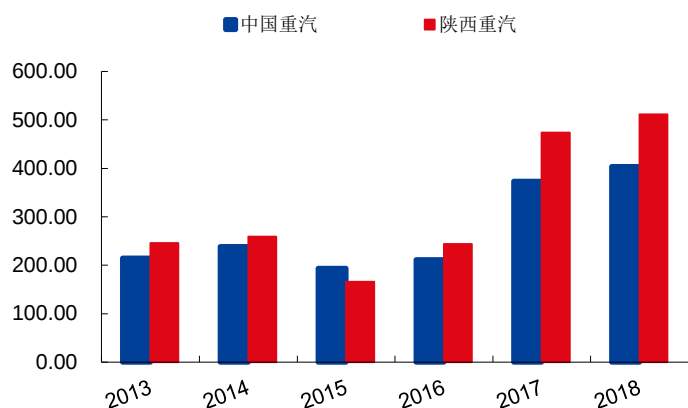
资料来源：Wind，华金证券研究所

（四）对标陕西重汽，单价中枢尚有提升空间

潍柴动力股份有限公司控股子公司陕西重型汽车有限公司（51%股权），其主要从事重卡业务，重卡销量位居国内车企销量第四位。

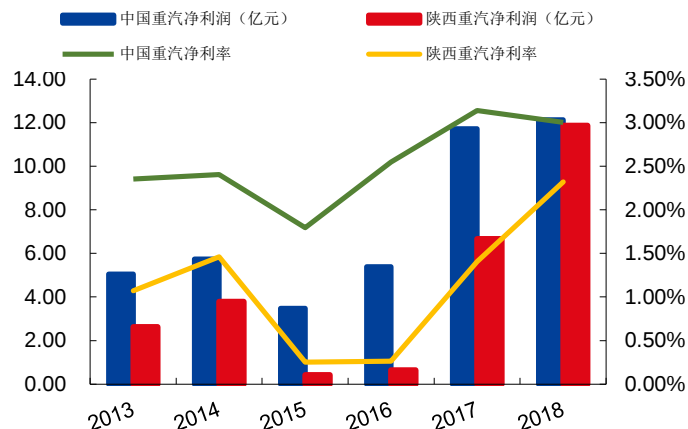
中国重汽营业收入低于陕西重汽，但其净利润率相对较高。从营业收入来看，近年来除了 2015 年中国重汽营业收入高于陕西重汽外，其余年度均是陕西重汽领先。2018 年，陕西重汽营业收入为 511.20 亿元，中国重汽为 403.78 亿元。但从净利润率来看，中国重汽一直高于陕西重汽，2018 年中国重汽实现净利润 12.13 亿元，净利率为 3.00%，而陕西重汽实现净利润 11.87 亿元，净利率为 2.32%。这表明中国重汽的盈利能力一直强于陕西重汽。

图 28：中国重汽和陕西重汽营业收入（亿元）对比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

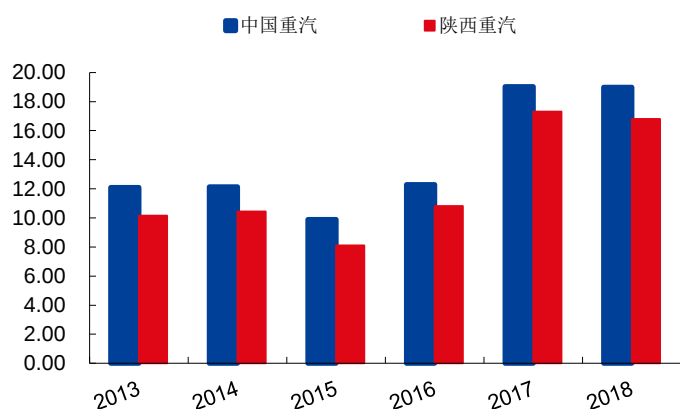
图 29：中国重汽和陕西重汽净利润（亿元）、净利率对比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

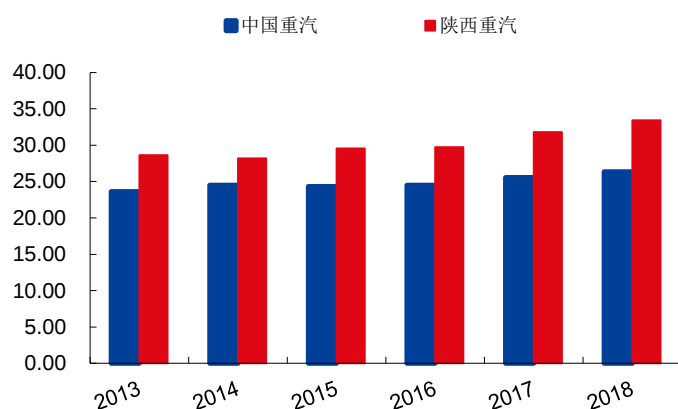
中国重汽集团销量水平一直高于陕西重汽，陕西重汽较高的营收水平源于较高的重卡单价。2018 年陕西重汽重卡销量为 16.81 万辆，中国重汽重卡销量为 18.97 万辆，是陕西重汽的 1.13 倍，所以其较高的营业收入来源于较高的重卡单价。2018 年陕西重汽的车单价为 33.41 万元，中国重汽为 26.36 万元。自从 2013 年以来，陕西重汽的重卡车单价一直在显著提升，而中国重汽的车单价提升并不明显，未来重汽的工作重点将是在高端车型产品的研发，其单价提升速度有望加快。

图 30：中国重汽集团和陕西重汽重卡销量（万辆）对比



资料来源：中汽协，华金证券研究所

图 31：中国重汽和陕西重汽重卡单价（万元）对比



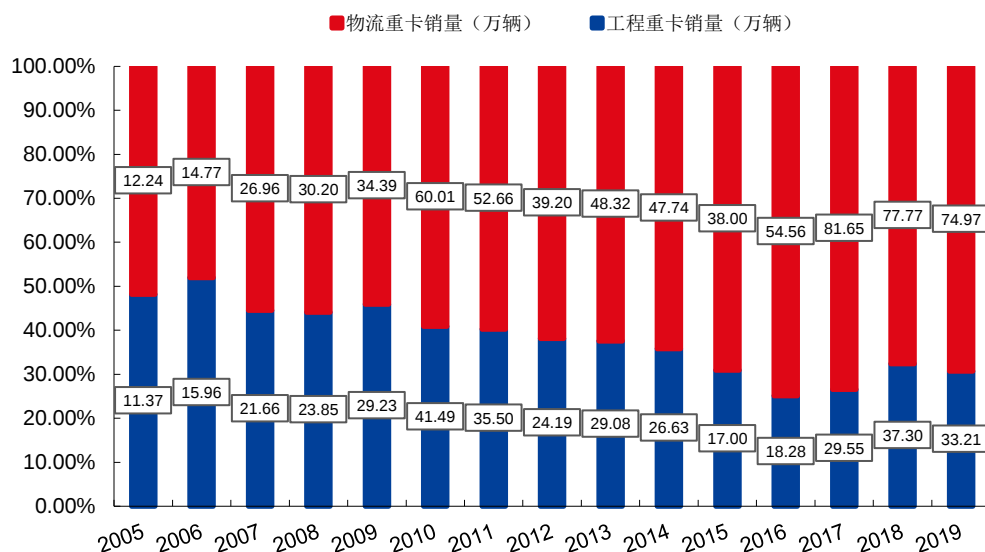
资料来源：公司公告，华金证券研究所

三、重卡行业高景气度有望维持

（一）宏观因素边际改善

重卡销量结构出现调整，物流重卡销量占比逐年提升。物流重卡销量占比从 2005 年的 51.83% 提升到 2018 年的 67.51%，相对的工程重卡销量占比则从 2005 年的 48.17% 下降到 2018 年的 32.49%，这一现象反应了国内快递物流等货运需求的快速增长。我们预计这一趋势或不再延续，但物流用重卡仍占主要市场份额的情形不会短期内改变。

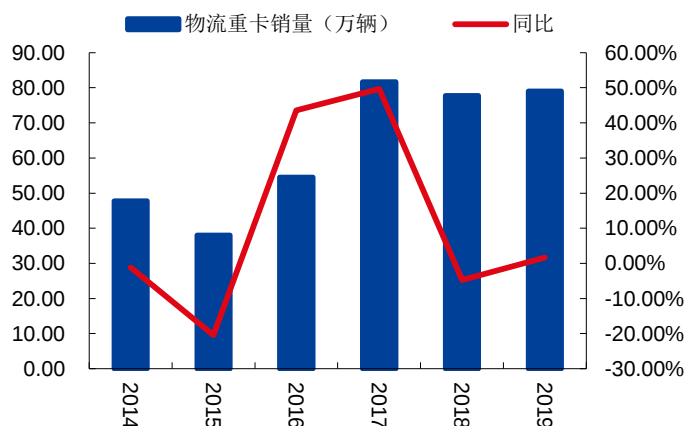
图 32：物流重卡和工程重卡销量占比



资料来源：Wind，华金证券研究所

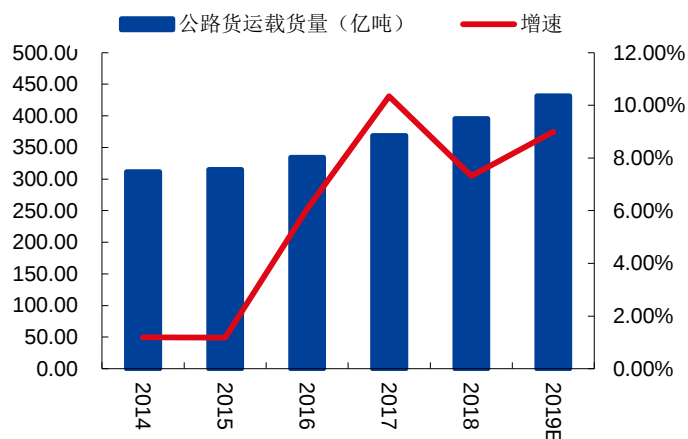
近 5 年公路货运载货量逐年增加，支撑物流重卡销量增长。伴随我国经济增长方式逐步由投资驱动转变为消费驱动，以及电商的快速发展，物流运输需求大大增加带动物流重卡销量持续较高增长。国家统计局公布的 2019 年中国人均 GDP 已经达到 1 万美元，更多的居民进入中产阶级行列，以消费驱动的国民经济增长方式只会加强，不会削弱。因此我们相信未来几年我国物流运输实现稳健增长应无大的风险，物流用重卡实现较为稳健增长的概率较大。

图 33：物流重卡销量及同比



资料来源：wind, 华金证券研究所

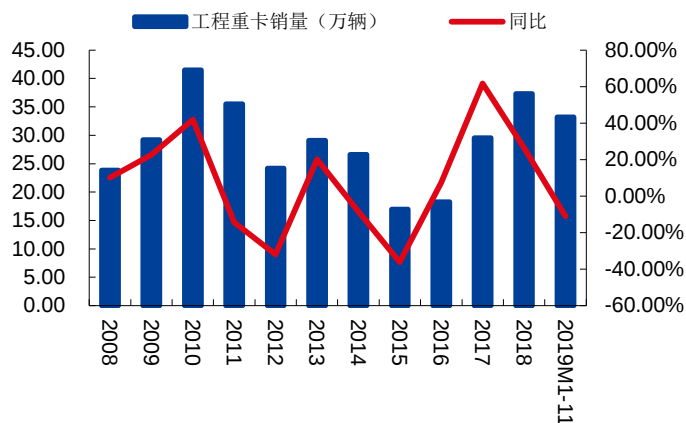
图 34：公路货运载货量及同比



资料来源：国家统计局, 华金证券研究所

基建投资发力，工程重卡销量有望提高。总体来说，工程重卡销量增速与基建投资同比增速成正向变动（2016-2018 年基建投资增速下滑，但是因为 2016 年“921”治超政策的实施带来较多新增需求，工程重卡销量不降反增）。2019 年第三季度、第四季度连续两个季度 GDP 增速已运行在 6.0% 的水平，2020 年经济“稳增长”的基调下，基建等固定资产投资增速边际改善的概率较大，对工程重卡销量的增长带来有利条件。

图 35：工程重卡销量及同比



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 36：2008 年-2019 年 11 月国内基建投资累计同比



资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）政策暖风徐徐加码

超限超载标准逐渐统一，执法标准趋严。2016 年 7 月发布新的强制性国家标准《汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限值》（GB1589-2016），重新规定了车辆的最大载荷。8 月交通部发布《整治公路货车违法超限超载行为专项行动方案》和《车辆运输车治理工作方案》，文件要求加强对货车生产、改装、销售和道路货物运输的全过程监管。

表 2：超限超载政策

时间	国家部委	政策	主要内容
2016 年 7 月 12 日	交通部、工信部、公安部、工商总局、质检总局	关于进一步做好货车非法改装和超限超载治理工作的意见	加强对货车生产、改装、销售和道路货物运输的全过程监管，通过深入持续的综合治理，基本杜绝货车非法改装现象，基本消除高速公路和国省干线公路超限超载，农村公路超限超载得到有效遏制，路网整体安全保障水平进一步提升，初步建立法规完备、权责清晰、运行顺畅、执行有力、科学长效的治超工作体系。
2016 年 7 月 26 日	质检总局、国家标准委员会	汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限值	该标准规定了汽车、挂车及汽车列车的外廓尺寸及质量限值，适用于所有在道路上使用的车辆。相比 GB1589-2004，有四个方面的变化：一是取消了车辆长度限值与最大总质量或轴数挂钩的限制，放宽了车辆宽度限值；二是增加了中路轴车辆运输挂车及列车、中轴货运挂车及列车、长头牵引铰接列车等新车型；三是增加了牵引车、半挂车匹配运输相关参数的规定；四是明确了外廓尺寸测量要求。
2016 年 8 月 18 日	交通部、工信部、公安部、工商总局、质检总局	车辆运输车治理工作方案	2017 年 9 月 21 日起所有双排车辆禁止上路，2017 年 9 月 21 日至 2018 年 6 月 30 日为不合规车辆运输车的整改期，暂时允许“单排车”过渡运行。从方案发布之日起后注册登记的不合规车辆运输车禁止在过渡期过渡运行。不合规车辆登记系统将上线。
2016 年 8 月 18 日	交通部、公安厅	整治公路货车违法超限超载行为专项行动方案	通过开展专项整治行动，进一步健全完善交通运输和公安部门治超执法联动机制，统一超限超载执法标准，严厉打击公路货车违法超限超载、强行冲卡等突出违法行为，有效预防货车道路交通事故，依法保护公路路产路权，为群众出行创造安全畅通的交通环境。
2019 年 5 月 31 日	交通部	收费公路车辆通行费车型分类	该政策规定 2020 年 1 月 1 日起，按车型收取新的通行费，新车型标准于 2019 年 11 月 1 日起正式施行。此外，自 2020 年 1 月 1 日起，禁止车货总重超过 49 吨的超限超载大货车通行全国高速公路。新车型

分类：1类：二轴车辆，总长小于6米且总重小于4.5吨；2类：二轴车辆，总长大于等于6米或者总重大于等于4.5吨；3,4,5,6类分别为三、四、五、六轴车辆。

2019年12月17日

交通部

交通运输部办公厅关于进一步规范全国高速公路入口称重检测工作的通知

严格执行全国统一的违法超限超载认定标准。其中，六轴列车驱动形式为6X4的总质量限值为49吨，6X2的总质量限值为46吨，各地不得因驱动形式为6X4的列车未办理ETC而简单按照46吨处理。

资料来源：交通部，华金证券研究所

单车实际运力下降，促进重卡更新需求。新规发布后，四轴车辆的载荷下降幅度最大，由旧版规定的40吨下降至31吨，降幅达22.5%；降幅最少的为二轴车辆，由20吨下降至18吨，降幅为10%。我们估计新规的出台导致货车单车实际运力下降15%左右，催生出较大的新车购买需求。

表 3：超限超载相关标准

		旧版标准	新版标准	下降比例
超限	长	N/A	18.1 米	N/A
	宽	N/A	2.55 米	N/A
	高	N/A	4 米	N/A
超载	二轴车辆	20 吨	18 吨	10%
	三轴车辆	30 吨	25 吨	17%
	四轴车辆	40 吨	31 吨	23%
	五轴车辆	50 吨	43 吨	14%
	六轴及以上车辆	55 吨	49 吨	11%

资料来源：交通部，华金证券研究所

国六标准实施加速国三及以下重型柴油货车淘汰。2018年6月28日，生态环境部发布《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》，规定重型车国六标准分为6a和6b两个实施阶段。国六a阶段为：燃气汽车、城市车辆、重型柴油车分别于2019年7月1日、2020年7月1日、2021年7月1日起实施；国六b阶段：燃气汽车于2021年1月1日起实施，重型柴油车于2023年7月1日起实施。2018年6月出台《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，计划中提出2020年底将淘汰京津冀及周边地区的国三及以下重型柴油货车100万辆。

表 4：国家轻型汽车及重型汽车国六标准实施阶段

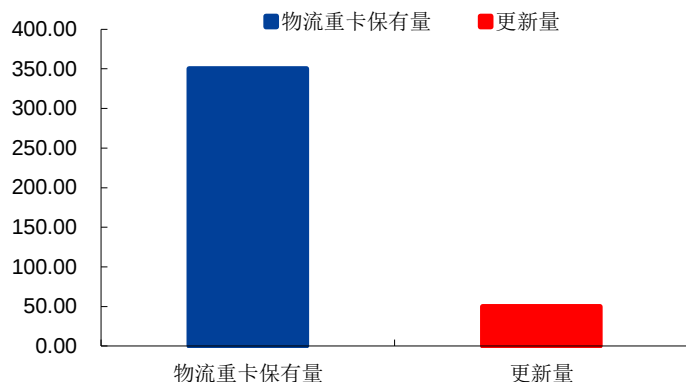
执行标准	车型分类	实施时间
第六阶段	轻型汽车	a 阶段从 2020 年 7 月 1 日起实施
		b 阶段从 2023 年 7 月 1 日起实施
	重型汽车	a 阶段燃气汽车从 2019 年 7 月 1 日起实施
		城市车辆从 2020 年 7 月 1 日起实施
		所有重型燃油车从 2021 年 7 月 1 日起实施
		b 阶段燃气汽车 2021 年 1 月 1 日起实施
		所有重型柴油车 2023 年 7 月 1 日起实施

资料来源：环保部，华金证券研究所

超限超载政策的实施以及国六标准逐渐落地将带来新的重卡更新量。原有车型单车运力下降，出现新车购买需求，新购买的大吨数重卡也会提升重卡行业平均单价。我们预测超载新规将带来

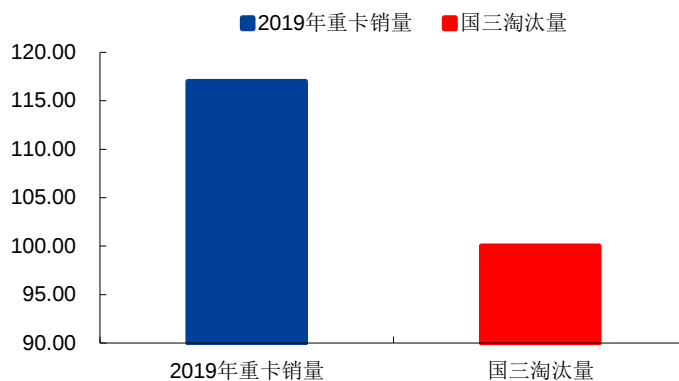
约 50 万台物流车替换需求（物流重卡保有量 350 万台 $\times$ 15%=52.5 台）。国三标准于 2010 年开始实施，所以 2009 年和 2010 年销售的重卡均为国三标准，该批重卡截止到目前已经到了更新周期。假设到 2021 年底低排放标准车辆（国三及以下）充分淘汰更新，则从今年开始平均每年更新需求量达 100 万台，有望成为重卡未来两年产销稳定的重要支撑。

图 37：物流重卡更新量预测



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

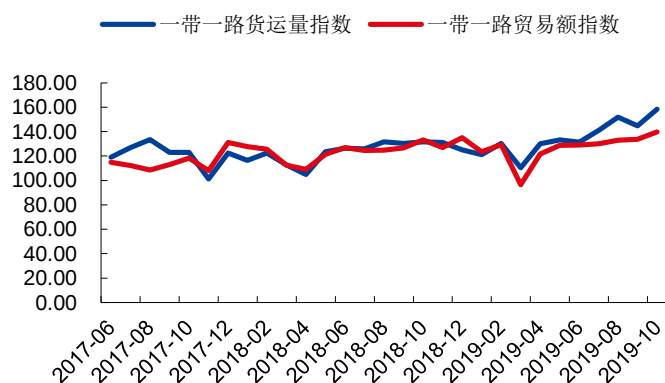
图 38：国三重卡淘汰量预测



资料来源：中汽协，华金证券研究所

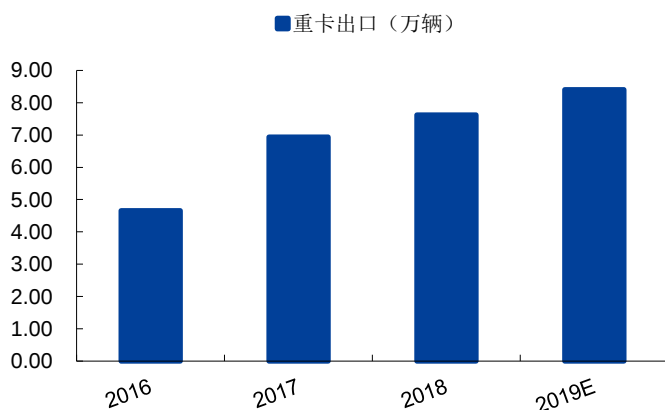
“一带一路”项目带来更多基建投资机会，促进重卡出口。“一带一路”项目覆盖区域众多，包括欧亚大陆和半个非洲及附近海域，涉及 70 余个国家。“一带一路”贸易额指数自 2015 年起一直稳步增长，从 2015 年的 89.39 增长至 2019 年的 139.80；与此同时，“一带一路”货运量指数从 2017 年的 119.11 增长至 2019 年的 139.66。贸易以及基础建设投资的增加均将促进我国重卡对该地区的出口，行业出口量的增加将促进公司出口销量的增长。

图 39：一带一路货运量指数和贸易额指数



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 40：中国重卡出口量（万辆）



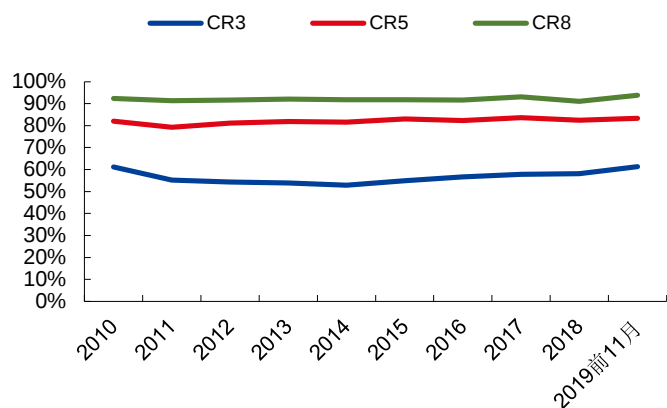
资料来源：卡车之家，华金证券研究所

（三）行业集中度持续提升

重卡行业市场集中度一直维持高位，头部企业有较强优势。2010-2019 年，我国重卡行业前五企业（CR5）销量占比一直维持在 82%-83%，前八企业（CR8）销量占比从 2010 年的 92% 提升到 2019 年的 94%，行业集中度较高。自 2014 年后，重卡前三企业（CR3）市场占比在快

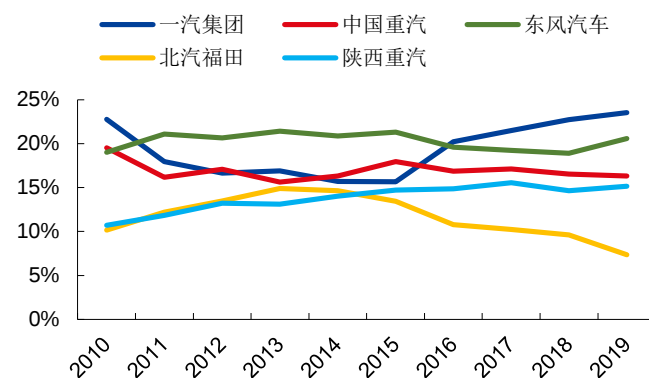
速提升（从 2014 年的 53% 提升至 2019 年的约 61%），公司做为前三强企业，将受益于行业集中度的提升。

图 41：重卡行业市占率



资料来源：中汽协，华金证券研究所

图 42：CR5 车企市占率



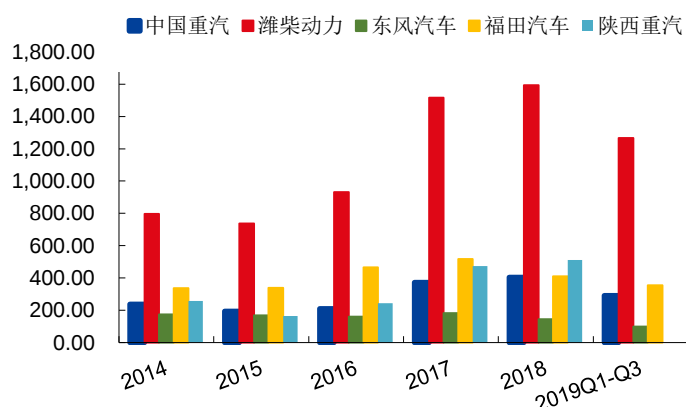
资料来源：中汽协，华金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

（一）可比公司财务比较

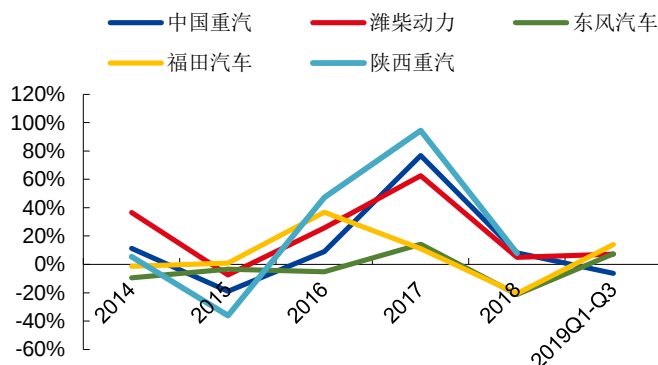
我们选取了国内四家同类型整车及零部件企业进行对比，分别是潍柴动力、东风汽车、福田汽车、陕西重汽。根据最新的 2019 年三季报数据，潍柴动力营收规模排在第一位，并且具有较大的领先优势，中国重汽的营收规模仅大于东风汽车。从营收增速来看，可比各企业自 2017 年高点后均下滑，但 2019 年前三季度除重汽外其它企业均恢复正增长，显示出公司改革调整对经营带来一定压力，随时间推移影响将逐步消除。

图 43：可比公司营收规模



资料来源：Wind，华金证券研究所

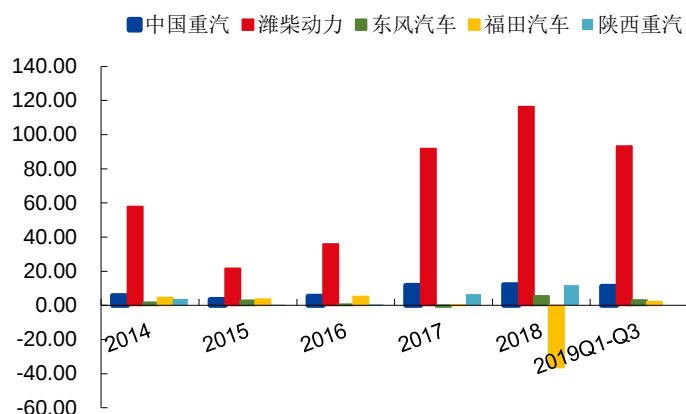
图 44：可比公司营收增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

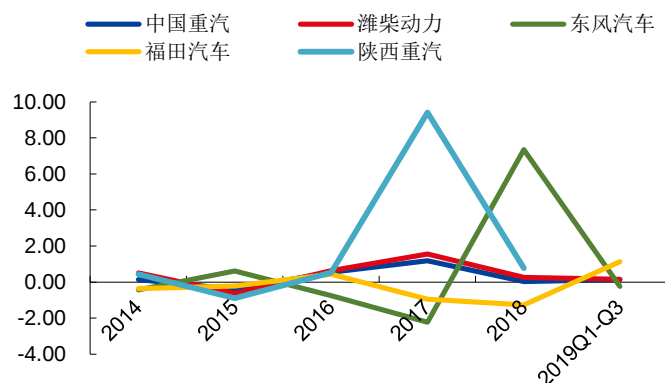
在可比公司中重汽的营收规模较小，但自 2016 年后净利润规模可排名第二，且净利润增速显示较强的稳定性（与规模较大的潍柴动力趋同），表明公司经营质量较为优良。

图 45：可比公司净利润规模



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 46：可比公司净利润增速

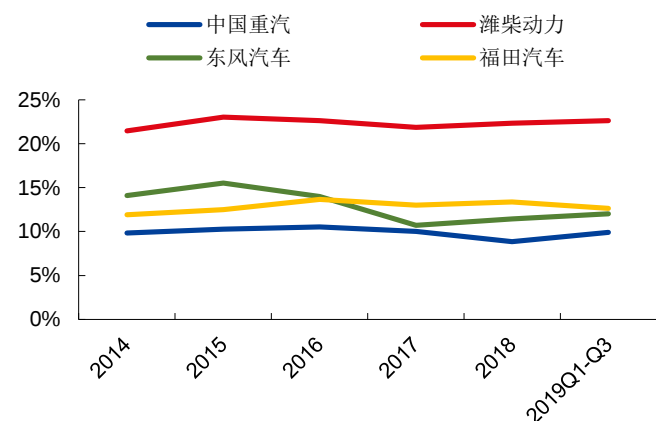


资料来源：Wind，华金证券研究所

从盈利能力来看，中国重汽毛利率较其他三家上市企业均低，但净利率高于东风汽车和福田汽车。

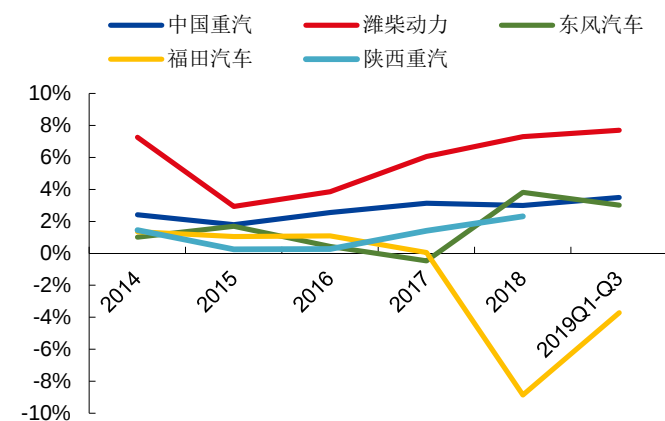
从三费情况看，中国重汽的三项费用率一直处于低位，而且伴随集团降本增效改革逐步实施，其费用率有望进一步下降。从净资产收益率来看，中国重汽仅次于潍柴动力。

图 47：可比公司毛利率



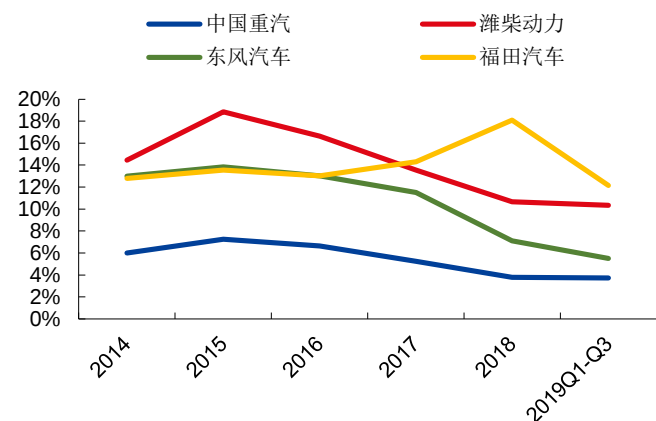
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 48：可比公司净利率



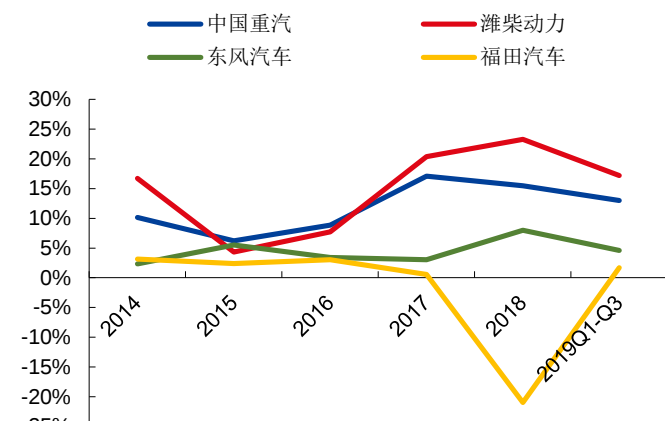
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 49：可比公司三项费用率合计



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 50：可比公司净资产收益率



资料来源：Wind，华金证券研究所

(二) 盈利预测

各业务盈利预测：

1) 整车业务：

假设 1：伴随国六切换、超限超载治理带来的重卡更新需求，2019 年重卡全行业实现销量 117.4 万辆，同比增长 2.6%，再创历史新高。在宏观因素改善、超限超载治理深化及基建等固定投资增长边际改善等有利因素驱动下，我们认为 2020 年重卡销量为 115 万辆左右，将维持较高的景气度。我们预计公司 2019~2021 年公司重卡销量分别为 14.27 万辆、14.83 万辆和 15.43 万辆。

假设 2：伴随公司降本增效改革初见成效，毛利率水平逐步提升。预计 2019~2021 年毛利率分别为 9.78%、10.20%和 11.41%。

假设 3：随着 HOWO-T/G 新产品渗透率提升，以及单车运力下降带来的车型替换，重卡销售均价将逐渐提升。预计 2019~2021 年公司重卡均价分别为 26.39 万元、26.59 万元和 26.82 万元。

所以，我们计算得出 2019~2021 年公司整车业务营收分别为 376.49 亿元、394.49 亿元和 413.67 亿元。

2) 配件等其他业务：以上业务在公司总营收中占比仅有 7%左右，我们按照历史趋势做出简单预测。我们预测 2019~2021 年该块业务营收分别为 30.54 亿元、31.87 亿元和 34.32 亿元

综上，我们预计公司 2019~2021 年营业收入分别为 407.02 亿元、426.35 亿元和 447.99 亿元，增速分别为 0.80%、4.75%和 5.07%，毛利率分别为 10.06%、10.49%和 11.63%。

表 5：各业务盈利预测

业务	分类	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
整车	销量（万辆）	7.46	8.02	13.47	14.18	14.27	14.83	15.43
	YOY	-17.78%	7.52%	67.96%	5.26%	0.60%	3.97%	4.00%
	单价（万元）	24.29	24.50	25.53	26.36	26.39	26.59	26.82
	YOY	-0.83%	0.86%	4.23%	3.22%	0.12%	0.78%	0.83%
	营业收入（亿元）	181.22	196.52	344.03	373.79	376.49	394.49	413.67
	YOY	-18.00%	8.44%	75.06%	8.65%	0.72%	4.78%	4.86%
	营业成本（亿元）	166.93	176.32	310.63	342.12	339.67	354.25	366.47
	毛利率	7.89%	10.28%	9.71%	8.47%	9.78%	10.20%	11.41%
配件	营业收入（亿元）	10.26	12.86	25.97	27.45	27.97	29.19	31.58
	YOY	-22.63%	25.35%	102.00%	5.69%	1.92%	4.32%	8.21%
	营业成本（亿元）	5.01	10.95	22.14	23.61	24.06	24.91	26.90
	毛利率	51.14%	14.80%	14.77%	13.98%	14.00%	14.66%	14.81%
其他业务	营业收入（亿元）	2.16	1.81	3.10	2.53	2.56	2.68	2.74
	YOY	-31.70%	-16.05%	71.40%	-18.29%	1.00%	4.70%	2.10%
	营业成本（亿元）	1.85	1.67	2.95	2.29	2.34	2.45	2.50
	毛利率	14.17%	7.80%	4.79%	9.81%	8.45%	8.54%	8.78%

	营业收入 (亿元)	193.64	211.19	373.10	403.78	407.02	426.35	447.99
合计	YOY	-18.86%	9.07%	76.67%	8.22%	0.80%	4.75%	5.07%
	营业成本 (亿元)	173.79	188.94	335.71	368.01	366.07	381.61	395.87
	毛利率	10.25%	10.54%	10.02%	8.86%	10.06%	10.49%	11.63%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 1.89 元、2.19 元和 2.87 元, 净资产收益率分别为 18.7%、19.1%和 21.8%。维持对公司“买入-A”的投资评级。

表 6: 同类公司估值比较

证券代码	公司名称	收盘价		EPS (元)					PE	
		2020/1/17	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
000951.SZ	中国重汽	21.00	1.35	1.89	2.19	2.87	15.56	11.11	9.59	7.32
000338.SZ	潍柴动力	14.71	1.08	1.22	1.32	1.43	13.62	12.06	11.14	10.29
600006.SH	东风汽车	4.64	0.28	0.26	0.28	0.27	16.57	17.85	16.57	17.19
600166.SH	福田汽车	2.03	-0.54	0.08	0.10	0.11	-3.76	25.38	20.30	18.45
						平均值	10.50	16.60	14.40	13.31

资料来源: Wind 一致预期, 华金证券研究所

五、风险提示

1.重卡行业产销量增长低于预期: 如果基建投资增速和治超效果低于预期, 或国六排放政策落地时间晚于预期, 将会导致重卡行业销量增长低于预期。

2.公司降本增效改革效果低于预期: 经过 2019 年的一系列改革, 降本增效的效果已经开始显现, 但盈利改善的“天花板”尚存在一定不确定性, 不排除低于预期的可能。

3.上游原材料价格大幅上涨的风险: 成本占比较大的钢材、橡胶等, 不排除价格大幅上涨的可能, 将给公司盈利带来较大压力。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	37,310.4	40,377.9	40,702.5	42,635.4	44,799.1
减:营业成本	33,571.5	36,801.3	36,607.2	38,160.9	39,587.3
营业税费	94.5	125.0	123.0	122.9	134.4
销售费用	1,181.7	1,057.9	1,139.7	1,108.5	1,197.6
管理费用	522.3	287.5	207.6	221.7	260.1
财务费用	255.9	184.7	351.5	376.3	185.4
资产减值损失	168.1	105.7	107.1	127.0	113.3
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-
营业利润	1,533.7	1,471.8	2,166.5	2,518.1	3,320.9
加:营业外净收支	28.0	101.7	54.6	61.4	72.6
利润总额	1,561.7	1,573.5	2,221.2	2,579.6	3,393.5
减:所得税	390.1	360.3	555.3	644.9	848.4
净利润	897.6	905.1	1,271.2	1,467.3	1,923.8

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,639.3	1,391.9	3,256.2	3,410.8	3,583.9
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	3,171.5	3,320.6	7,107.8	1,553.3	7,707.2
应收票据	10,522.2	-	20,245.5	9,078.7	8,600.1
预付帐款	136.8	99.7	185.6	94.8	189.8
存货	8,122.2	5,789.3	7,270.4	6,700.4	7,826.4
其他流动资产	253.4	9,298.1	3,226.4	4,259.3	5,594.6
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	1,270.3	1,218.3	1,000.9	783.6	566.3
在建工程	143.5	181.1	181.1	181.1	181.1
无形资产	368.9	364.4	355.0	345.7	336.3
其他非流动资产	401.6	393.2	346.9	380.6	373.6
资产总额	27,029.5	22,056.5	43,175.7	26,788.2	34,959.2
短期债务	6,750.0	4,700.0	10,823.7	6,773.6	5,868.1
应付帐款	7,597.2	4,668.8	10,261.2	6,255.3	8,529.6
应付票据	3,897.6	2,894.4	5,297.0	2,452.3	5,615.5
其他流动负债	2,193.3	2,736.8	3,200.4	1,793.9	3,638.1
长期借款	-	-	5,407.5	-	-
其他非流动负债	197.9	188.1	183.1	189.7	186.9
负债总额	20,635.9	15,188.1	35,172.8	17,464.7	23,838.2
少数股东权益	758.8	795.9	1,190.6	1,657.9	2,279.3
股本	671.1	671.1	671.1	671.1	671.1
留存收益	4,964.4	5,386.4	6,141.3	6,994.4	8,170.6
股东权益	6,393.6	6,868.4	8,002.9	9,323.4	11,121.0

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,171.5	1,213.2	1,271.2	1,467.3	1,923.8
加:折旧和摊销	233.5	222.3	226.7	226.7	226.7
资产减值准备	168.1	270.0	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	276.2	208.6	351.5	376.3	185.4
投资损失	-	-	-	-	-
少数股东损益	274.0	308.1	394.7	467.4	621.4
营运资金的变动	-749.4	-7,069.1	-11,194.8	8,176.2	-964.2
经营活动产生现金流量	1,373.9	-4,846.9	-8,950.8	10,713.8	1,993.0
投资活动产生现金流量	887.1	1,871.2	-8,950.8	10,713.8	1,993.0
融资活动产生现金流量	-172.6	-122.8	-	-	-

财务指标

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年增长率					
营业收入增长率	76.7%	8.2%	0.8%	4.7%	5.1%
营业利润增长率	118.9%	-4.0%	47.2%	16.2%	31.9%
净利润增长率	114.6%	0.8%	40.4%	15.4%	31.1%
EBITDA 增长率	79.5%	10.9%	23.5%	13.7%	19.6%
EBIT 增长率	100.9%	12.9%	25.9%	14.9%	21.1%
NOPLAT 增长率	101.5%	-4.9%	47.9%	14.9%	21.1%
投资资本增长率	7.7%	-3.2%	112.6%	-40.6%	6.0%
净资产增长率	17.4%	7.4%	16.5%	16.5%	19.3%
盈利能力					
毛利率	10.0%	8.9%	10.1%	10.5%	11.6%
营业利润率	4.1%	3.6%	5.3%	5.9%	7.4%
净利率	2.4%	2.2%	3.1%	3.4%	4.3%
EBITDA/营业收入	5.4%	5.5%	6.7%	7.3%	8.3%
EBIT/营业收入	4.8%	5.0%	6.2%	6.8%	7.8%
偿债能力					
资产负债率	76.3%	68.9%	81.5%	65.2%	68.2%
负债权益比	322.8%	221.1%	439.5%	187.3%	214.4%
流动比率	1.22	1.33	1.40	1.45	1.42
速动比率	0.82	0.94	1.15	1.06	1.09
利息保障倍数	6.93	10.83	7.16	7.69	18.91
营运能力					
固定资产周转天数	13	11	10	8	5
流动营业资本周转天数	78	75	122	130	94
流动资产周转天数	208	199	271	280	235
应收帐款周转天数	35	29	46	37	37
存货周转天数	59	62	58	59	58
总资产周转天数	228	219	288	295	248
投资资本周转天数	94	89	135	140	102
费用率					
销售费用率	3.2%	2.6%	2.8%	2.6%	2.7%
管理费用率	1.4%	0.7%	0.5%	0.5%	0.6%
财务费用率	0.7%	0.5%	0.9%	0.9%	0.4%
三费/营业收入	5.3%	3.8%	4.2%	4.0%	3.7%
投资回报率					
ROE	15.9%	14.9%	18.7%	19.1%	21.8%
ROA	4.3%	5.5%	3.9%	7.2%	7.3%
ROIC	14.3%	12.6%	19.3%	10.4%	21.3%
分红指标					
DPS(元)	0.68	0.46	0.77	0.92	1.11
分红比率	50.8%	34.1%	40.6%	41.9%	38.9%
股息收益率	3.2%	2.2%	3.6%	4.3%	5.2%

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	1.34	1.35	1.89	2.19	2.87
BVPS(元)	8.40	9.05	10.15	11.42	13.18
PE(X)	15.9	15.8	11.2	9.7	7.4
PB(X)	2.5	2.4	2.1	1.9	1.6
P/FCF	8.1	-17.3	7.3	42.6	48.8
P/S	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	9.3	8.1	10.3	6.1	5.0
CAGR(%)	18.2%	28.0%	45.7%	18.2%	28.0%
PEG					
ROIC/WACC	0.9	0.6	0.2	0.5	0.3

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn