

业绩高速增长, 内部改革见成效

投资要点

- **业绩总结:** 公司公布2019年年报, 2019年实现营收398亿元, 同比下滑1.3%, 实现归母净利润12.2亿元, 同比增长35%。
- **重卡景气度维持, 公司改革见成效。** 2019年国内重卡销量为117万辆, 同比增长2%, 公司销量为13.7万辆, 同比下滑3%, 市占率为11.7%, 较2018年下滑0.7个百分点。同时, 受益于公司降本增效稳步推进, 公司毛利率为10.5%, 较2018年提升1.6个百分点, 拆分成本看, 公司内部采购成本保持稳定, 外部采购成本较2018年同比下降12.5%, 外部采购成本的下降对公司毛利率的提升贡献较大。2019年公司期间费用率为4.6%, 较2018年提升0.4个百分点, 其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为2.9%、1.3%和0.4%, 分别同比变动+0.3%、+0.1%和0%。
- **重卡景气度有望持续, 国改深化值得期待。** 我们预估2019年底仍旧存在180万左右的国三重卡, 近两年在政策的刺激下国三车型进入淘汰的集中期。同时, “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, 重卡景气度有望持续。2020年一季度受疫情影响, 重卡销量大幅下滑, 3月份以来随着复工复产的推进, 行业排产逐步进入高峰。报告期内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, 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2020-2022年EPS分别为1.95元、1.99元、2.00元, 公司对应2020年PE仅为10倍, 当前重卡产业链复工稳步提进, 年内景气度高点即将到来, 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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	39842.82	41383.38	41389.51	41252.89
增长率	-1.33%	3.87%	0.01%	-0.33%
归属母公司净利润(百万元)	1223.39	1308.92	1337.35	1342.58
增长率	35.16%	6.99%	2.17%	0.39%
每股收益EPS(元)	1.82	1.95	1.99	2.00
净资产收益率ROE	20.23%	17.83%	15.41%	13.40%
PE	11	10	10	10
PB	1.73	1.42	1.20	1.04

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 宋伟健
执业证号: S1250519070001
电话: 021-58351812
邮箱: swj@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)	14.38-22.99
总市值(亿元)	135.76
总资产(亿元)	240.03
每股净资产(元)	10.41

相关研究

1. 中国重汽(000951): 拟投建全新重卡产能, 竞争力有望迎来全面提升 (2019-12-25)
2. 中国重汽(000951): 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 (2019-10-27)
3. 中国重汽(000951): 治理成效持续验证, 销量维持高位运行 (2019-09-01)
4. 中国重汽(000951): 治理成效初步验证, 看高后续改革进程 (2019-04-26)
5. 中国重汽(000951): 业绩超预期, 内部改革增效逐步释放 (2019-04-10)

关键假设：

假设 1：预计 2020-2022 年重卡销量同比增速分别为 1.0%、-2.4%和-4.9%；

假设 2：预计 2020-2022 年公司市占率分别为 12.0%、12.3%和 13.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 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		2019A	2020E	2021E	2022E
整车销售	收入	36,299.8	37,734.1	37,630.7	37,381.3
	增速	-2.9%	4.0%	-0.3%	-0.7%
	毛利率	10.3%	10.5%	10.5%	10.6%
配件及其他	收入	3,543.0	3,649.3	3,758.8	3,871.6
	增速	18.2%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	12.4%	14.0%	14.0%	14.0%
合计	收入	39,842.8	41,383.4	41,389.5	41,252.9
	增速	-1.3%	3.9%	0.0%	-0.3%
	毛利率	10.5%	10.8%	10.8%	10.9%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	39842.82	41383.38	41389.51	41252.89	净利润	1591.37	1702.63	1739.61	1746.41
营业成本	35657.51	36921.27	36912.06	36748.45	折旧与摊销	236.13	33.89	33.89	33.89
营业税金及附加	155.30	140.82	145.55	146.13	财务费用	165.07	233.61	231.06	245.16
销售费用	1160.24	1241.50	1203.34	1212.43	资产减值损失	-52.48	100.00	100.00	100.00
管理费用	278.90	579.37	579.45	577.54	经营营运资本变动	971.51	8172.32	-86.62	62.93
财务费用	165.07	233.61	231.06	245.16	其他	-307.91	137.43	-141.93	-119.12
资产减值损失	-52.48	100.00	100.00	100.00	经营活动现金流净额	2603.68	10379.88	1876.01	2069.27
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	1394.39	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1544.21	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	-149.82	0.00	0.00	0.00
营业利润	2031.94	2166.81	2218.06	2223.18	短期借款	-100.00	-4600.00	0.00	0.00
其他非经营损益	34.54	59.06	52.31	53.49	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2066.47	2225.87	2270.37	2276.68	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	475.11	523.24	530.76	530.26	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1591.37	1702.63	1739.61	1746.41	其他	-796.46	-250.63	-231.06	-245.16
少数股东损益	367.98	393.71	402.26	403.83	筹资活动现金流净额	-896.46	-4850.63	-231.06	-245.16
归属母公司股东净利润	1223.39	1308.92	1337.35	1342.58	现金流量净额	1557.40	5529.25	1644.96	1824.11
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2760.96	8290.21	9935.16	11759.28	成长能力				
应收和预付款项	3455.35	3570.03	3548.65	3562.21	销售收入增长率	-1.33%	3.87%	0.01%	-0.33%
存货	5120.07	5425.97	5379.54	5379.59	营业利润增长率	38.06%	6.64%	2.37%	0.23%
其他流动资产	10491.55	140.69	140.71	140.25	净利润增长率	31.17%	6.99%	2.17%	0.39%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	29.51%	0.05%	2.00%	0.77%
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	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	10.50%	10.78%	10.82%	10.92%
无形资产和开发支出	356.76	322.87	288.98	255.08	三费率	4.03%	4.96%	4.87%	4.93%
其他非流动资产	1818.74	1818.74	1818.74	1818.74	净利率	3.99%	4.11%	4.20%	4.23%
资产总计	24003.44	19568.51	21111.78	22915.15	ROE	20.23%	17.83%	15.41%	13.40%
短期借款	4600.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.63%	8.70%	8.24%	7.62%
应付和预收款项	8811.55	9107.17	8911.01	8971.17	ROIC	13.17%	23.77%	51.72%	52.16%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	6.11%	5.88%	6.00%	6.07%
其他负债	2726.44	910.29	910.11	906.91	营运能力				
负债合计	16137.99	10017.46	9821.12	9878.07	总资产周转率	1.73	1.90	2.03	1.87
股本	671.08	671.08	671.08	671.08	固定资产周转率	65.41	—	—	—
资本公积	432.43	432.43	432.43	432.43	应收账款周转率	11.29	11.93	11.59	11.61
留存收益	5868.65	7177.57	8514.92	9857.51	存货周转率	6.48	6.95	6.75	6.76
归属母公司股东权益	6989.19	8281.09	9618.44	10961.02	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.10%	—	—	—
少数股东权益	876.25	1269.96	1672.22	2076.06	资本结构				
股东权益合计	7865.45	9551.05	11290.66	13037.07	资产负债率	67.23%	51.19%	46.52%	43.11%
负债和股东权益合计	24003.44	19568.51	21111.78	22915.15	带息债务/总负债	28.50%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.37	1.77	1.97	2.15
					速动比率	1.05	1.22	1.41	1.60
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	1.82	1.95	1.99	2.00
					每股净资产	11.72	14.23	16.82	19.43
					每股经营现金	3.88	15.47	2.80	3.08
					每股股利	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
	持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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
	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
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn