

2021年08月29日

# 中国重汽 (000951.SZ)

## 动态分析

汽车 | 卡车 III

 投资评级 **买入-A(维持)**  
 股价(2021-08-27) **26.10 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	21,902.92
流通市值(百万元)	17,515.21
总股本(百万股)	839.19
流通股本(百万股)	671.08
12个月价格区间	22.01/47.60 元

### 一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.16	-18.57	-33.03
绝对收益	14.62	-16.64	-27.21

### 分析师

 林帆  
 SAC 执业证书编号: S0910520120001  
 linfan@huajinsec.cn  
 021-20377188

### 报告联系人

 王欢  
 wanghuan@huajinsec.cn  
 021-20655765

### 相关报告

- 中国重汽: 产品市占率持续提升, Q1 业绩高增 2021-04-29
- 中国重汽: 业绩高增长, 龙头地位稳固 2021-04-01
- 中国重汽: 定增募资, 产能升级 2020-12-23
- 中国重汽: 淡季不淡, Q3 业绩超预期 2020-10-31
- 中国重汽: 重卡持续高景气度, Q2 业绩表现亮眼 2020-08-30

## 上半年业绩大幅增长, 市占率有望进一步提升

### 投资要点

- ◆ **事件:** 公司发布 2021 年中报, 上半年实现营收 400.1 亿元, 同比增长 50.3%; 实现归母净利润 10.1 亿元, 同比增长 39.0%; 实现扣非归母净利润 9.6 亿元, 同比增长 38.6%。其中 Q2 实现营收 193.3 亿元, 同比增长 5.0%; 实现归母净利润 4.1 亿元, 同比下降 12.1%; 实现扣非归母净利润 3.8 亿元, 同比下降 14.1%。业绩符合预期。
- ◆ **公司产品加速转型升级, 市占率水平提升:** 公司 2021 年上半年实现重卡销量 14.8 万辆, 同比增长 65.6%, 市占率达到 14.39%, 提升 1.7pct。主要原因在于公司持续研发投入, 紧密围绕市场需求, 加快技术升级和产品结构调整, 持续增强产品力。公司的“黄河”重卡各项性能指标全面实现国内引领, 达到国际一流水平, 风阻系数低于 0.4, 在全球量产重型卡车中最低; 豪沃 TH7、豪沃 TX 以及焕新升级的豪沃 NX 系列产品, 以其燃油经济性、高颜值的外观内饰、独创的无忧换挡与“悦享副驾”等产品优势, 为客户带来优秀的驾乘体验, 并创造了更高的经济价值; 即将上市的 MAX 系列产品具备高品质水准的同时又将合理的轻量化, 其实用性和竞争力将得到充分体现。
- ◆ **原材料价格上涨致毛利率水平下降:** 2021 年上半年毛利率为 7.95%, 同比下降 2.74 个百分点; 其中 Q2 毛利率为 6.99%, 同比下降 3.30 个百分点。2021 年上半年净利率为 3.75%, 同比提升 0.07 个百分点; 其中 Q2 净利率为 3.37%, 同比下降 0.15 个百分点。公司毛利率下降原因主要在于上游原材料涨价, 重卡车型产品的主要原材料为钢材、其他金属以及橡胶等, 今年上半年以来大宗商品大幅涨价使得公司成本承压较大压力。
- ◆ **费用管控较好, 各项费用率均同比下降:** 公司 2021 年上半年期间费用同比下降 17.9% 至 10.6 亿元, 期间费用率为 2.65%, 比上年同期下降 2.20 个百分点。其中, 销售、管理、财务、研发费用同比分别+6.8%、-61.1%、-145.9%、+10.2% 至 6.28 亿元、1.35 亿元、-0.28 亿元和 3.25 亿元; 费用率分别下降 0.64 个百分点、下降 0.97 个百分点、下降 0.30 个百分点、下降 0.30 个百分点至 1.57%、0.34%、-0.07%、0.81%
- ◆ **投资建议:** 我们预测公司 2021 年至 2023 年归母净利润分别为 20.6 亿元、21.9 亿元和 24.7 亿元, 净资产收益率分别为 23.1%、20.5% 和 19.2%。维持“买入-A”的投资评级。

- ◆ **风险提示:** 国六排放法规实施后下半年重卡产销大幅下滑; 上游原材料涨价风险。

### 财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	39,843	59,938	62,975	67,766	73,428
YoY(%)	-1.3	50.4	5.1	7.6	8.4

净利润(百万元)	1,223	1,880	2,064	2,198	2,475
YoY(%)	35.2	53.7	9.8	6.5	12.6
毛利率(%)	10.5	9.5	10.7	11.1	11.3
EPS(摊薄/元)	1.46	2.24	2.46	2.62	2.95
ROE(%)	20.2	25.6	23.1	20.5	19.2
P/E(倍)	23.5	15.3	13.9	13.1	11.6
P/B(倍)	4.1	3.4	2.9	2.5	2.1
净利率(%)	3.1	3.1	3.3	3.2	3.4

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

## 内容目录

一、2021H1 营收同比大幅增长 .....	4
二、重卡有望延续高景气度 .....	6
三、盈利预测与投资建议 .....	8
四、风险提示 .....	8

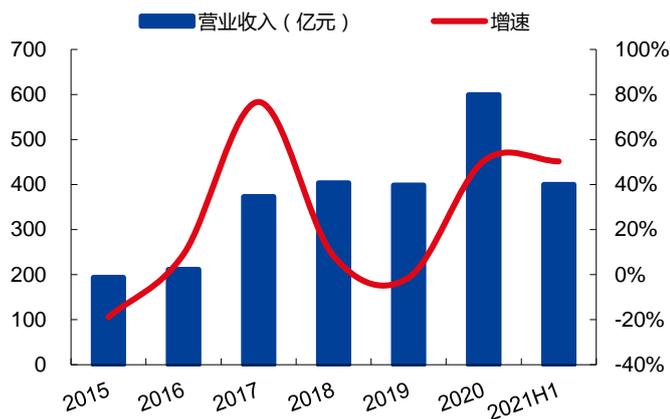
## 图表目录

图 1：营收（亿元）及增速 .....	4
图 2：公司单季度营收（亿元）及增速 .....	4
图 1：净利润（亿元）及增速 .....	4
图 2：公司单季度净利润（亿元）及增速 .....	4
图 3：公司毛利率和净利率（半年度） .....	5
图 4：公司单季度毛利率和净利率 .....	5
图 3：期间费用（亿元）和费用率 .....	5
图 4：期间费用（亿元）和费用率（单季度） .....	5
图 5：销售、管理、财务和研发费用率（半年） .....	6
图 6：销售、管理、财务和研发费用率（季度） .....	6
图 15：重卡行业销量及增速 .....	6
图 15：重卡行业月度销量及增速 .....	7
图 13：基建投资累计同比 .....	7
图 14：公路货运载货量及同比 .....	7
图 11：公司重卡销量及增速 .....	8
图 12：公司重卡市占率逐年攀升 .....	8

## 一、2021H1 营收同比大幅增长

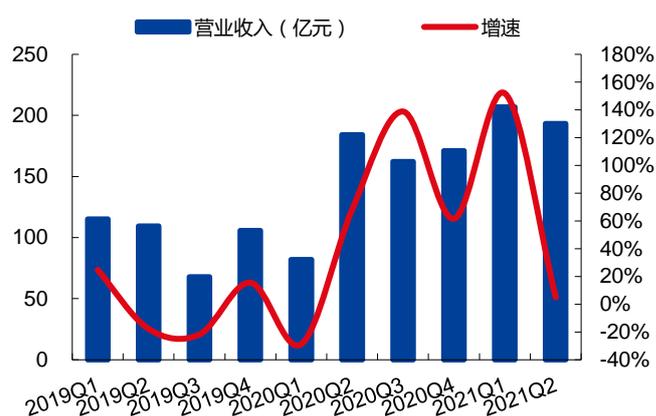
公司 2021 年上半年实现营收 400.1 亿元，同比增长 50.3%；实现归母净利润 10.1 亿元，同比增长 39.0%；实现扣非归母净利润 9.6 亿元，同比增长 38.6%。其中 Q2 实现营收 193.3 亿元，同比增长 5.0%；实现归母净利润 4.1 亿元，同比下降 12.1%；实现扣非归母净利润 3.8 亿元，同比下降 14.1%。业绩符合预期。

图 1：营收（亿元）及增速



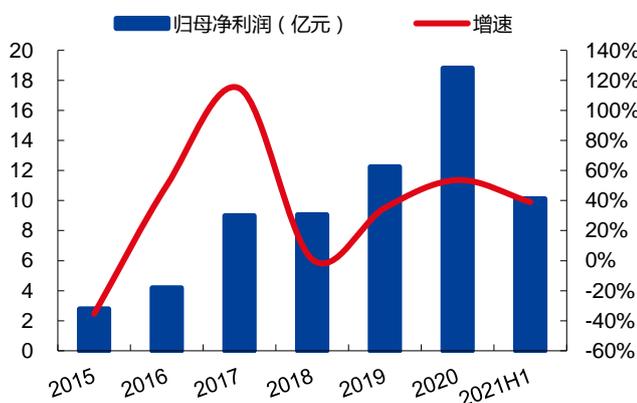
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 2：公司单季度营收（亿元）及增速



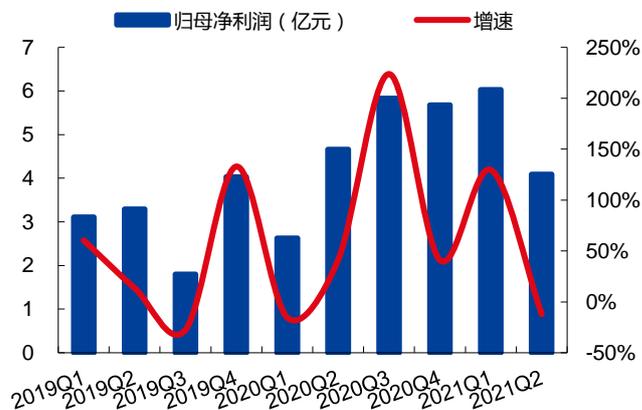
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 3：净利润（亿元）及增速



资料来源：Wind, 华金证券研究所

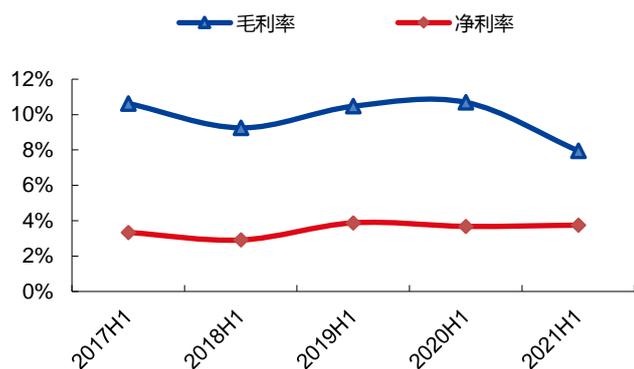
图 4：公司单季度净利润（亿元）及增速



资料来源：Wind, 华金证券研究所

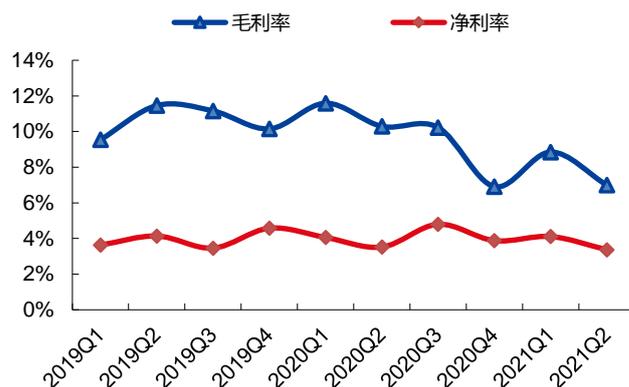
原材料价格上涨致毛利率水平下降。2021 年上半年毛利率为 7.95%，同比下降 2.74 个百分点；其中 Q2 毛利率为 6.99%，同比下降 3.30 个百分点。2021 年上半年净利率为 3.75%，同比提升 0.07 个百分点；其中 Q2 净利率为 3.37%，同比下降 0.15 个百分点。公司毛利率下降原因主要在于上游原材料涨价，重卡车型产品的主要原材料为钢材、其他金属以及橡胶等，今年上半年以来大宗商品涨价使得公司成本承压较大。

图 5：公司毛利率和净利率（半年度）



资料来源：Wind, 华金证券研究所

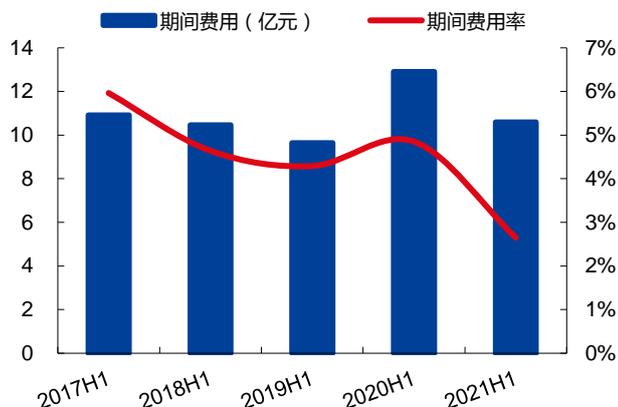
图 6：公司单季度毛利率和净利率



资料来源：Wind, 华金证券研究所

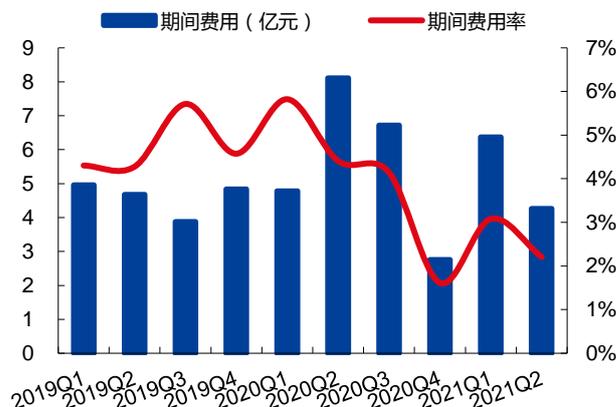
费用管控较好，各项费用率均同比下降。公司 2021 年上半年期间费用同比下降 17.9%至 10.6 亿元，期间费用率为 2.65%，比上年同期下降 2.20 个百分点。其中，销售、管理、财务、研发费用同比分别+6.8%、-61.1%、-145.9%、+10.2%至 6.28 亿元、1.35 亿元、-0.28 亿元和 3.25 亿元；费用率分别下降 0.64 个百分点、下降 0.97 个百分点、下降 0.30 个百分点、下降 0.30 个百分点至 1.57%、0.34%、-0.07%、0.81%。

图 7：期间费用（亿元）和费用率



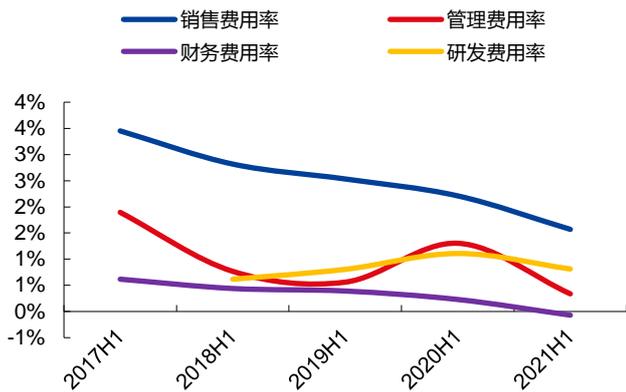
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 8：期间费用（亿元）和费用率（单季度）



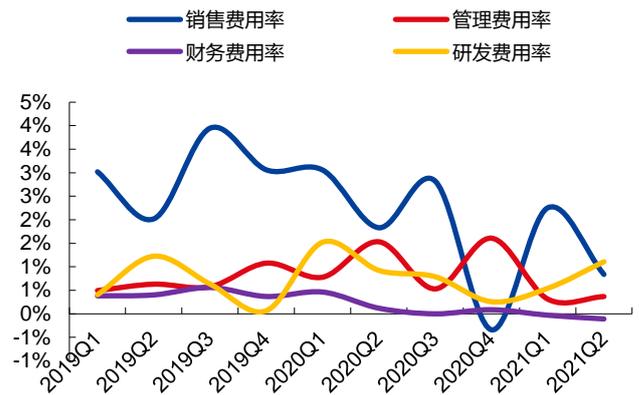
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 9：销售、管理、财务和研发费用率（半年）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：销售、管理、财务和研发费用率（季度）

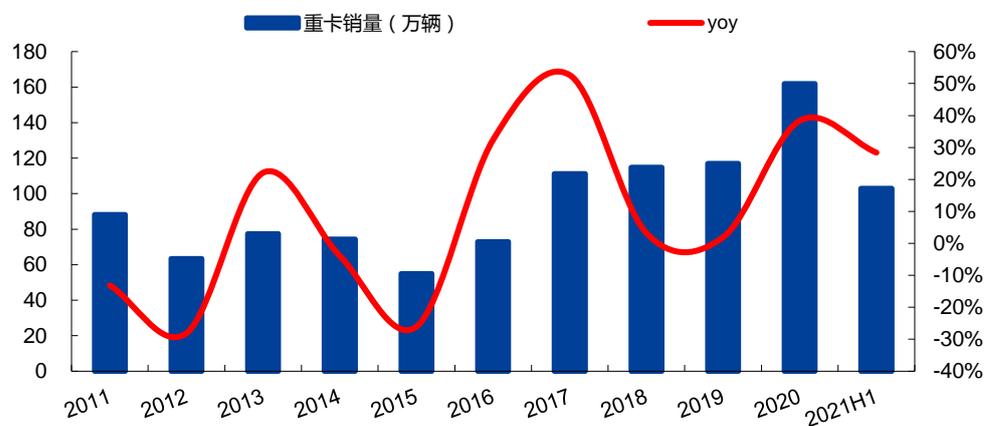


资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、重卡有望延续高景气度

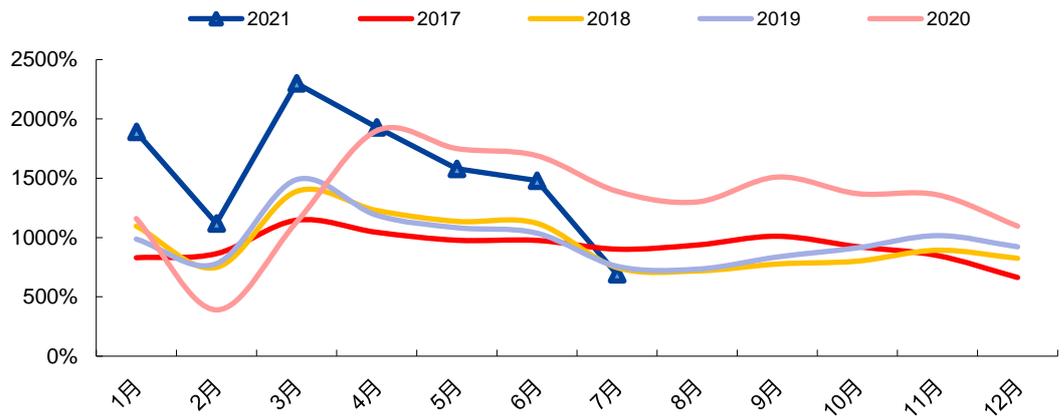
受排放新规影响，上半年行业重卡销量呈前高后低状态。2021年1-6月重卡行业销量103万辆，同比增长28.4%，增幅较2021年1-5月回落8.7个百分点。由于重型柴油货车国六排放法规于2021年7月1日正式实施，各企业上半年全力抢装，下半年行业产销量或将出现较大幅度的回落。

图 11：重卡行业销量及增速



资料来源：中汽协，华金证券研究所

图 12: 重卡行业月度销量及增速



资料来源: 中汽协, 华金证券研究所

公路货运量维持高增长, 物流重卡销量有支撑。工程重卡销量增速与基础建设投资规模正相关, 2021 年 1-7 月基建投资累计同比+4.2%, 增速有所回落; 物流重卡销量与公路货运载货量协同变化, 2020 年受疫情影响, 公路货运载货量同比下降 17.6%, 2021 年 1-7 月公路货运载货量同比+25.7%, 经济复苏趋势明显, 支撑物流重卡销量增长。

图 13: 基建投资累计同比



资料来源: Wind, 华金证券研究所

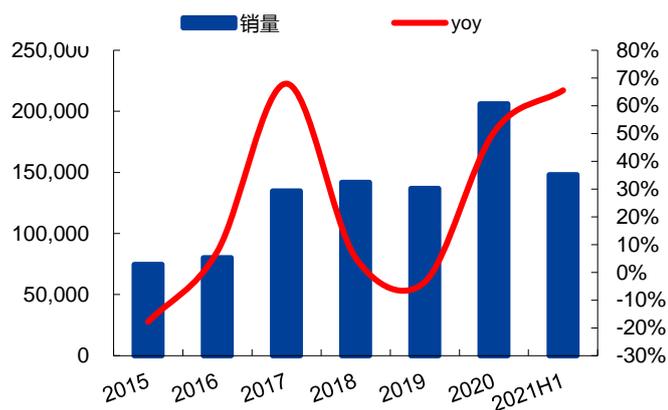
图 14: 公路货运载货量及同比



资料来源: 国家统计局, 华金证券研究所

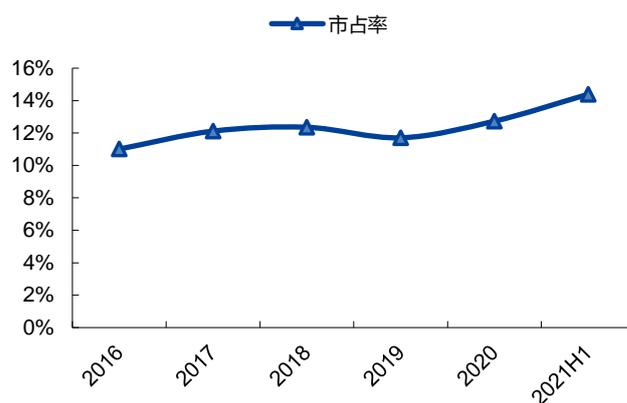
公司重卡市占率逐年攀升, 龙头地位稳固。公司 2021 年上半年实现重卡销量 14.8 万辆, 同比增长 65.6%, 市占率达到 14.39%, 持续增长。主要原因在于公司持续研发投入, 紧密围绕市场需求, 加快技术升级和产品结构调整, 持续增强产品力。公司的“黄河”重卡各项性能指标全面实现国内引领, 达到国际一流水平, 风阻系数低于 0.4, 在全球量产重型卡车中最低; 豪沃 TH7、豪沃 TX 以及焕新升级的豪沃 NX 系列产品, 以其燃油经济性、高颜值的外观内饰、独创的无忧换挡与“悦享副驾”等产品优势, 为客户带来优秀的驾乘体验, 并创造了更高的经济价值; 即将上市的 MAX 系列产品具备高品质水准的同时又将合理的轻量化, 其实用性和竞争力将会得到充分的体现。

图 15: 公司重卡销量及增速



资料来源: 第一商用车网, 华金证券研究所

图 16: 公司重卡市占率逐年攀升



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

### 三、盈利预测与投资建议

我们预测公司 2021 年至 2023 年归母净利润分别为 20.6 亿元、21.9 亿元和 24.7 亿元，净资产收益率分别为 23.1%、20.5%和 19.2%。维持“买入-A”的投资评级。

### 四、风险提示

国六排放法规实施后下半年重卡产销大幅下滑；上游原材料涨价风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	21828	32654	25035	39679	31716	<b>营业收入</b>	39843	59938	62975	67766	73428
现金	2761	2805	0	8069	4567	营业成本	35658	54252	56228	60273	65163
应收票据及应收账款	3353	3838	3718	4413	4397	营业税金及附加	155	130	189	271	294
预付账款	102	199	117	223	146	营业费用	1160	988	1826	1965	2129
存货	5120	10158	5677	11297	7054	管理费用	279	708	472	813	881
其他流动资产	10492	15653	15523	15678	15552	研发费用	231	467	504	542	661
<b>非流动资产</b>	2176	4463	4481	4512	4544	财务费用	165	76	146	72	-25
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-52	-200	126	136	147
固定资产	1304	1188	1457	1637	1735	公允价值变动收益	0	-13	-3	-4	-5
无形资产	357	898	976	1073	1193	投资净收益	0	-8	-2	-3	-3
其他非流动资产	515	2377	2048	1801	1616	<b>营业利润</b>	2032	3104	3478	3687	4170
<b>资产总计</b>	24003	37117	29516	44191	36260	营业外收入	51	86	68	77	50
<b>流动负债</b>	15950	27297	17284	29578	18905	营业外支出	16	1	5	6	7
短期借款	4600	1500	2638	1500	1500	<b>利润总额</b>	2066	3189	3541	3758	4214
应付票据及应付账款	8423	20207	9466	22341	12047	所得税	475	767	840	880	992
其他流动负债	2927	5590	5180	5737	5358	<b>税后利润</b>	1591	2422	2700	2878	3221
<b>非流动负债</b>	188	373	373	373	373	少数股东损益	368	542	637	680	746
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	1223	1880	2064	2198	2475
其他非流动负债	188	373	373	373	373	EBITDA	2499	3409	3846	4050	4465
<b>负债合计</b>	16138	27669	17656	29950	19277	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	876	1057	1694	2373	3120	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	671	671	839	839	839	<b>成长能力</b>					
资本公积	432	432	432	432	432	营业收入(%)	-1.3	50.4	5.1	7.6	8.4
留存收益	5869	7379	9345	11482	13850	营业利润(%)	38.1	52.8	12.1	6.0	13.1
归属母公司股东权益	6989	8390	10166	11867	13863	归属于母公司净利润(%)	35.2	53.7	9.8	6.5	12.6
<b>负债和股东权益</b>	24003	37117	29516	44191	36260	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	10.5	9.5	10.7	11.1	11.3
						净利率(%)	3.1	3.1	3.3	3.2	3.4
						ROE(%)	20.2	25.6	23.1	20.5	19.2
						ROIC(%)	14.9	23.7	21.3	21.2	20.2
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	67.2	74.5	59.8	67.8	53.2
						流动比率	1.4	1.2	1.4	1.3	1.7
						速动比率	0.4	0.3	0.2	0.4	0.5
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.7	2.0	1.9	1.8	1.8
						应收账款周转率	11.9	16.7	16.7	16.7	16.7
						应付账款周转率	4.5	3.8	3.8	3.8	3.8
						<b>估值比率</b>					
						P/E	23.5	15.3	13.9	13.1	11.6
						P/B	4.1	3.4	2.9	2.5	2.1
						EV/EBITDA	12.6	8.4	8.7	6.1	6.5

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：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)