

2021年10月27日

# 中国重汽 (000951.SZ)

## 公司快报

汽车 | 卡车 III

 投资评级 **买入-A(维持)**  
 股价(2021-10-27) **13.68 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	16,072.21
流通市值(百万元)	16,070.93
总股本(百万股)	1,174.87
流通股本(百万股)	1,174.78
12个月价格区间	13.65/47.60 元

### 一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.43	-15.29	-53.25
绝对收益	-11.94	-15.88	-44.87

### 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: 上半年业绩大幅增长, 市占率有望进一步提升 2021-08-29

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

## 排放法规切换影响重卡需求, 三季度公司业绩承压

### 投资要点

- ◆ **事件:** 公司发布 2021 年三季报, 2021Q1-Q3 实现营收 489.4 亿元, 同比+14.3%; 实现归母净利润 11.5 亿元, 同比-12.3%; 扣非归母净利润 10.9 亿元, 同比-14.5%。业绩低于预期。
- ◆ **排放法规切换影响重卡行业需求, 公司三季度营收下滑:** 重型柴油货车国六排放法规于 2021 年 7 月 1 日正式实施后, 市场需求波动较大, 重卡行业全年呈现明显的前高后低现象。2021 年上半年重卡行业增速较高, 1-6 月重卡销量 104 万辆, 同比+27.7%。但排放法规切换后, 呈现明显的下滑趋势, 2021 年 Q3 重卡行业销量 18.6 万辆, 同比-55.7%。中国重汽集团 Q3 重卡销量 4.9 万辆, 同比-23.8%。销量下滑致使公司三季度营收下滑, 公司 Q3 实现营收 89.3 亿元, 同比-44.9%。
- ◆ **原材料价格上涨, 毛利率继续承压:** Q3 公司毛利率为 6.60%, 比去年同期下降 3.63pct, 毛利率下降主要系上游原材料涨价所致。Q3 公司净利率为 2.14%, 比去年同期下降 2.66pct。费用率方面, Q3 公司销售费用率、管理费用率和研发费用率分别为 0.87%、0.54%、和 2.10%, 同比分别-1.95pct、-0.18pct 和+1.32pct。综合看来, Q3 公司期间费用为 2.98 亿元, 同比-55.7%; 期间费用率为 3.34%, 比去年同期-0.81pct。
- ◆ **投资建议:** 由于重卡国六排放法规于 2021 年下半年切换, 行业需求波动较大, 叠加上游原材料涨价因素, 公司三季度业绩低于预期, 我们下调公司盈利预测。我们预测公司 2021 年至 2023 年归母净利润分别为 12.2 亿元、15.7 亿元和 18.3 亿元, 净资产收益率分别为 15.1%、17.2% 和 17.4%。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	58,775	63,397	68,885
YoY(%)	-1.3	50.4	-1.9	7.9	8.7
净利润(百万元)	1,223	1,880	1,221	1,572	1,832
YoY(%)	35.2	53.7	-35.1	28.8	16.5
毛利率(%)	10.5	9.5	9.3	11.1	11.3
EPS(摊薄/元)	1.04	1.60	1.04	1.34	1.56
ROE(%)	20.2	25.6	15.1	17.2	17.4
P/E(倍)	13.1	8.6	13.2	10.2	8.8
P/B(倍)	2.3	1.9	1.8	1.6	1.4
净利率(%)	3.1	3.1	2.1	2.5	2.7

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

## 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	23674	37469	27327	<b>营业收入</b>	39843	59938	58775	63397	68885
现金	2761	2805	0	6174	1606	营业成本	35658	54252	53338	56341	61074
应收票据及应收账款	3353	3838	3214	4393	3872	营业税金及附加	155	130	176	254	276
预付账款	102	199	96	222	124	营业费用	1160	988	1704	1839	1998
存货	5120	10158	4863	11004	6196	管理费用	279	708	470	761	827
其他流动资产	10492	15653	15501	15677	15529	研发费用	231	467	764	1331	1447
<b>非流动资产</b>	2176	4463	4301	4348	4398	财务费用	165	76	168	122	43
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-52	-200	118	127	138
固定资产	1304	1188	1306	1498	1610	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	2019	1777	1595	<b>营业利润</b>	2032	3104	2032	2617	3076
<b>资产总计</b>	24003	37117	27976	41817	31726	营业外收入	51	86	68	77	50
<b>流动负债</b>	15950	27297	16511	28991	17185	营业外支出	16	1	5	6	7
短期借款	4600	1500	3495	1500	1500	<b>利润总额</b>	2066	3189	2094	2688	3119
应付票据及应付账款	8423	20207	7940	21792	10438	所得税	475	767	497	629	735
其他流动负债	2927	5590	5075	5699	5247	<b>税后利润</b>	1591	2422	1597	2058	2384
<b>非流动负债</b>	188	373	373	373	373	少数股东损益	368	542	376	486	553
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	1223	1880	1221	1572	1832
其他非流动负债	188	373	373	373	373	EBITDA	2499	3409	2414	3011	3419
<b>负债合计</b>	16138	27669	16884	29363	17558						
少数股东权益	876	1057	1434	1920	2472	<b>主要财务比率</b>					
股本	671	671	1175	1175	1175	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	432	432	432	432	432	<b>成长能力</b>					
留存收益	5869	7379	8542	10070	11823	营业收入(%)	-1.3	50.4	-1.9	7.9	8.7
归属母公司股东权益	6989	8390	9658	10534	11696	营业利润(%)	38.1	52.8	-34.5	28.8	17.5
<b>负债和股东权益</b>	24003	37117	27976	41817	31726	归属于母公司净利润(%)	35.2	53.7	-35.1	28.8	16.5
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	10.5	9.5	9.3	11.1	11.3
						净利率(%)	3.1	3.1	2.1	2.5	2.7
						ROE(%)	20.2	25.6	15.1	17.2	17.4
						ROIC(%)	14.9	23.7	12.9	17.7	18.1
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	67.2	74.5	60.4	70.2	55.3
						流动比率	1.4	1.2	1.4	1.3	1.6
						速动比率	0.4	0.3	0.2	0.4	0.3
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.7	2.0	1.8	1.8	1.9
						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	13.1	8.6	13.2	10.2	8.8
						P/B	2.3	1.9	1.8	1.6	1.4
						EV/EBITDA	7.6	4.7	8.8	4.5	5.5

现金流量表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	2604	4153	-4626	9305	-3470
净利润	1591	2422	1597	2058	2384
折旧摊销	236	213	210	264	326
财务费用	165	76	168	122	43
投资损失	0	8	2	3	3
营运资金变动	429	1420	-6607	6854	-6231
其他经营现金流	182	14	3	4	5
<b>投资活动现金流</b>	-150	-851	-54	-318	-384
<b>筹资活动现金流</b>	-896	-3604	-121	-818	-713

每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.04	1.60	1.04	1.34	1.56
每股经营现金流(最新摊薄)	2.22	3.54	-3.94	7.92	-2.95
每股净资产(最新摊薄)	5.95	7.14	7.79	8.54	9.53

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