

买入 (维持)

03808.HK 中国重汽

港股通 (沪、深)

目标价: 13.36 港元

现价: 9.93 港元

重卡行业有望触底回升, 公司市场份额逆势增长

2022年11月28日

预期升幅: 34.6%

主要财务指标

市场数据

日期	2022.11.25
收盘价(港元)	9.93
总股本(百万股)	2,761
总市值(百万港元)	27,417
净资产(百万元)	35,393
总资产(百万元)	101,339
每股净资产(元)	12.82

数据来源: Wind

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	93,357	62,894	75,915	96,169
同比增长	-4.9%	-32.6%	20.7%	26.7%
归母净利润(百万元)	4,322	3,068	4,214	5,945
同比增长	-36.9%	-29.0%	37.4%	41.1%
归母净利润率	4.6%	4.9%	5.6%	6.2%
每股收益(元)	1.57	1.11	1.53	2.15

数据来源: Wind、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **重卡销量有望触底回升, 公司市占率逆势提升。** 根据第一商用车数据, 2022年10月重卡销量约为4.82万辆, 同比降幅收窄至10%; 1-10月, 重卡销量约为57.12万辆, 同比减少56%。10月, 中国重汽重卡销量约为1.25万辆, 同比下降21%; 1-10月, 中国重汽重卡累计销量为13.82万辆, 同比下降47%, 累计销量降幅低于行业9个百分点。公司市占率持续提升, 1-10月累计市场份额达到24.19%, 同比增加4.11个百分点。我们认为, 10月重卡销量已基本探底, 伴随行业旺季在年底体现, 11、12月销量有望触底回升。此外, 基于2022年超低基数及国内经济持续增长, 我们预计2023年重卡销量有望实现大幅增长。
- **逆境中稳步发展, 细分板块表现出色, 毛利率逆势提升。** 2022上半年, 从细分产品来看, 重汽牵引车、自卸车、载货车、专用车等细分板块产品市占率均实现大幅提升。此外, 面对行业下滑的严峻形势, 中国重汽通过大力开拓海外市场、积极拓展金融服务业务、调整优化产品结构、优化供应链管理实现精准降本、对生产端开展降本控费等开源节流的措施实现了上半年毛利率的同比提升。
- **海外市场表现优异, 全年销量有望同比高增并创历史新高。** 中国重汽是我国最早走向世界的重卡企业, 截至2020年底, 公司全球拥有完善的经销、服务及配件网点, 在多个国家和地区合作建立了境外配件工厂, 基本覆盖中东、中南美、中亚、东南亚、新西兰等等新兴和发达市场。公司海外重卡销售份额始终保持行业第一。2022年, 公司在海外市场表现优异, 10月单月出口量超过1万辆, 预计全年有望实现同比高速增长, 海外销量创历史新高。
- **我们的观点:** 中国重汽是具有自主研发和制造能力、产业链完整的优秀卡车制造商。我们认为我国重卡高保有量将大幅抬升行业销量中枢, 行业周期性将明显减弱。轻卡及海外业务的快速增长有望助力公司穿越重卡行业周期, 保持业绩稳定性。我们预测公司2022-2024年收入分别为628.94亿元、759.15亿元及961.69亿元, 2022-2024年归母净利润分别为30.68亿元、42.14亿元及59.45亿元, 给予公司8倍2023年PE, 目标价13.36港元, 维持“买入”评级。

风险提示: 重卡需求恢复不及预期; 公共卫生事件持续; 海外市场增长不及预期。

相关报告

【兴证海外汽车】中国重汽(03808.HK)市占率持续提升, 海外明年有望高增长-20201117

【兴证海外汽车】中国重汽(03808.HK)2020年业绩超预期, 订单充足持续增长可期-20210126

【兴证海外汽车】中国重汽(03808.HK)市占率持续提升, 海外明年有望高增长-20201117

【兴证海外汽车】中国重汽(03808.HK)曼技术构建核心竞争力, 全系列商用车龙头整装待发-20200906

海外汽车研究

分析师:

余小丽

兴业证券经济与金融研究院

yuxiaoli@xydq.com.cn

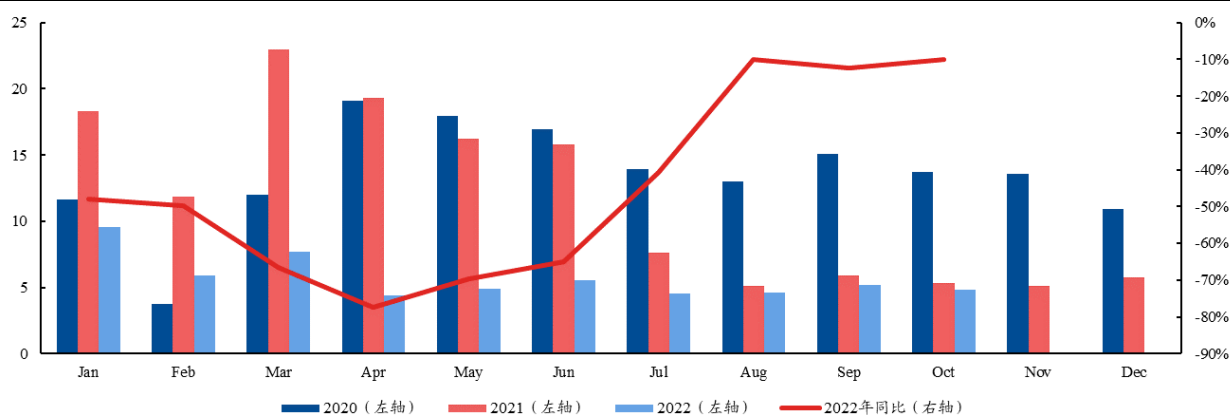
SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

报告正文

重卡销量有望触底回升，公司市占率逆势提升。根据第一商用车数据，2022年10月重卡销量约为4.82万辆，同比降幅收窄至10%；1-10月，重卡销量约为57.12万辆，同比减少56%。10月，中国重汽重卡销量约为1.25万辆，同比下降21%；1-10月，中国重汽重卡累计销量为13.82万辆，同比下降47%，累计销量降幅低于行业9个百分点。公司市占率持续提升，1-10月累计市场份额达到24.19%，同比增加4.11个百分点。我们认为，10月重卡销量已基本探底，伴随行业旺季在年底体现，11、12月销量有望触底回升。此外，基于2022年超低基数及国内经济持续增长，我们预计2023年重卡销量有望实现大幅增长。

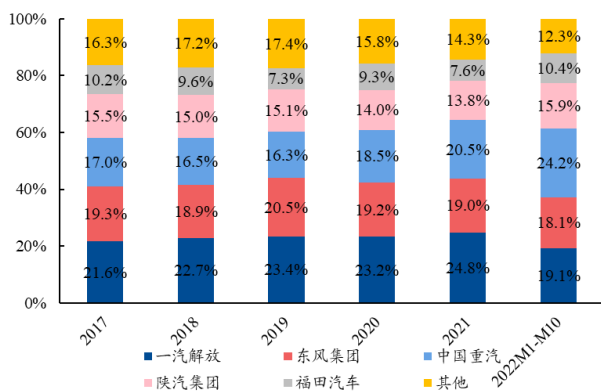
图 1、2020-2022 重卡月度销量（单位：万辆）及 2022 年同比增速



资料来源：第一商用车，兴业证券经济与金融研究院整理

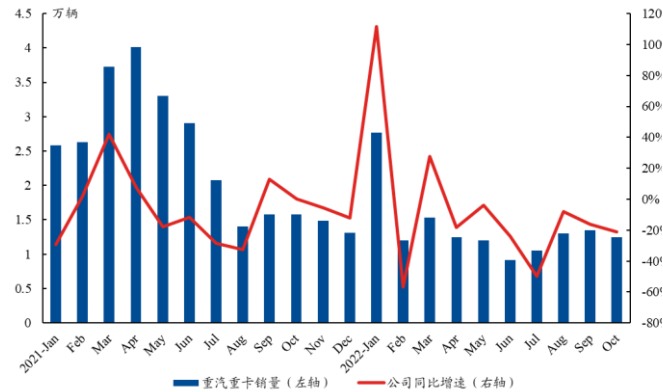
逆境中稳步发展，细分板块表现出色，毛利率逆势提升。2022上半年，从细分产品来看，重汽牵引车、自卸车、载货车、专用车等细分板块产品市占率均实现大幅提升。此外，面对行业下滑的严峻形势，中国重汽通过大力开拓海外市场、积极拓展金融服务业务、调整优化产品结构、优化供应链管理实现精准降本、对生产端开展降本控费等开源节流的措施实现了上半年毛利率的同比提升。

图 2、重卡企业 2017-2022 年市占率变化



资料来源：第一商用车，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、中国重汽月度销量及增速



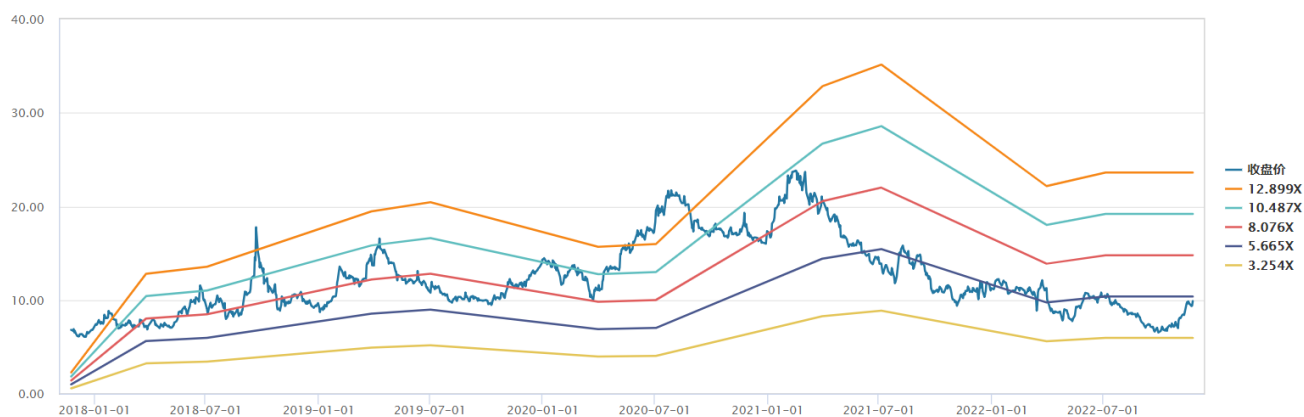
资料来源：第一商用车，兴业证券经济与金融研究院整理

海外市场表现优异，全年销量有望同比高增并创历史新高。中国重汽是我国最早走向世界的重卡企业，截至 2020 年底，公司全球拥有完善的经销、服务及配件网点，在多个国家和地区合作建立了境外配件工厂，基本覆盖中东、中南美、中亚、东南亚、新西兰等等新兴和发达市场。公司海外重卡销售份额始终保持行业第一。2022 年，公司在海外市场表现优异，10 月单月出口量超过 1 万辆，预计全年有望实现同比高速增长，海外销量创历史新高。

我们的观点：中国重汽是具有自主研发和制造能力、产业链完整的优秀卡车制造商。我们认为我国重卡高保有量将大幅抬升行业销量中枢，行业周期性将明显减弱。轻卡及海外业务的快速增长有望助力公司穿越重卡行业周期，保持业绩稳定性。我们预测公司 2022-2024 年收入分别为 628.94 亿元、759.15 亿元及 961.69 亿元，2022-2024 年归母净利润分别为 30.68 亿元、42.14 亿元及 59.45 亿元，给予公司 8 倍 2023 年 PE，目标价 13.36 港元，给予“买入”评级。

风险提示：重卡需求恢复不及预期；公共卫生事件持续；海外市场增长不及预期。

图 4、中国重汽历史 PE band



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、中国重汽历史 PB band



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表					利润表				
单位: 人民币百万元					单位: 人民币百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	79,984	83,217	87,242	92,442	营业收入	93,357	62,894	75,915	96,169
存货	16,667	15,834	15,042	14,290	营业成本	-77,693	-52,202	-62,630	-78,907
应收款项及其他资产	27,975	29,374	30,843	32,385	分销成本	-4,540	-2,736	-3,219	-3,885
其他金融资产	7,035	7,035	7,035	7,035	行政开支	-6,285	-4,465	-5,193	-6,386
应收关联方结余	0	0	0	0	金融资产的净减值损失	-156	-125	-100	-80
现金及银行结余	28,306	30,974	34,323	38,732	其他收益-净额	1,076	861	895	931
非流动资产	27,036	28,074	29,131	30,210	经营溢利	5,760	4,227	5,669	7,843
使用权资产	2,554	2,554	2,554	2,554	财务费用净额	109	110	111	112
物业、厂房及设备	14,215	15,252	16,310	17,389	投资溢利减亏损份额	-6	-6	-6	-6
投资物业	754	754	754	754	税前利润	5,863	4,331	5,774	7,949
无形资产	270	270	270	270	所得税开支	-1,153	-868	-1,157	-1,593
应收款项及其他资产	5,530	5,530	5,530	5,530	年度利润	4,709	3,463	4,617	6,356
其他非流动资产	3,715	3,715	3,715	3,715	非控制性权益	387	395	403	411
总资产	107,020	111,290	116,374	122,652	本公司拥有人	4,322	3,068	4,214	5,945
流动负债	62,889	64,770	66,711	68,714	每股收益(元)	1.57	1.11	1.53	2.15
贸易应付款项及其他负债	19,378	19,960	20,558	21,175	主要财务比率				
借款	3,511	3,511	3,686	3,870	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
应付关联方结余	0	0	0	0	成长性				
其他流动负债	2,521	2,521	2,521	2,521	营业收入增长率	-4.9%	-32.6%	20.7%	26.7%
非流动负债	1,363	1,363	1,363	1,363	归母净利润增长率	-36.9%	-29.0%	37.4%	41.1%
离职及退休后福利义务	578	578	578	578	盈利能力分析				
递延收益	657	657	657	657	毛利率	19.8%	17.0%	17.5%	18.0%
其他负债	1	1	1	1	税前利润率	6.3%	6.9%	7.6%	8.3%
总负债	64,252	66,133	68,074	70,077	年度利润率	5.0%	5.5%	6.1%	6.6%
股东权益总额	35,671	37,665	40,404	44,268	归母净利润率	4.6%	4.9%	5.6%	6.2%
少数股东权益	2,763	2,763	2,763	2,763	净资产收益率	12.1%	8.1%	10.4%	13.4%
所有者权益合计	42,768	45,157	48,299	52,575	资产收益率	4.4%	3.1%	4.0%	5.2%
负债及所有者权益	107,020	111,290	116,374	122,652	偿债能力				
现金流量表					营运能力(天)				
单位: 人民币百万元					平均资产周转天数				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	平均存货周转天数	418	646	560	466
经营活动现金流	-3,211	6,012	7,135	8,844	平均应收账款天数	65	92	72	54
税前利润	5,863	4,331	5,774	7,949	平均应收账款天数	109	170	148	123
折旧及摊销	1,519	1,530	1,561	1,592	平均应付账款天数	76	116	99	80
营运资本变动	-7,832	1,140	1,080	1,020	每股资料(元)				
其他营业资产及负债变动	-2,762	-989	-1,280	-1,717	每股收益	1.57	1.11	1.53	2.15
投资活动现金流	-37	-2,446	-2,496	-2,547	每股净资产	12.92	13.64	14.63	16.02
购买物业、厂房及设备	-1,037	-2,517	-2,567	-2,618	估值比率(倍)				
赎回金融资产所得款项	27,738	0	0	0	PE	5.8	8.2	5.9	4.2
其他投资活动现金流	-26,737	71	71	71	PB	0.7	0.7	0.6	0.6
融资活动现金流	1,958	-898	-1,291	-1,887	股息率(%)	5.5%	3.9%	5.4%	7.6%
偿还计息银行及其他借款	-412	176	184	194					
已付本公司拥有人股息	-2,413	-1,074	-1,475	-2,081					
新增银行贷款	0	0	0	0					
其它长期资产变动	4,783	0	0	0					
现金及现金等价物变动	-1,289	2,668	3,349	4,409					
外汇变动影响	-67	0	0	0					
期初现金	26,049	24,692	27,360	30,709					
期末现金	24,692	27,360	30,709	35,118					

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与信银（香港）投资有限公司、泰安市泰山财金投资集团有限公司、常德市经济建设投资集团有限公司、宜昌高新投资开发有限公司、无锡惠山高科有限公司、湖南湘江新区发展集团有限公司、华鲁控股集团有限公司、远东宏信有限公司、湖州南洋旅游投资发展集团有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、邳州市交通控股集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、中国光大银行股份有限公司香港分行、南京溧水城市建设集团有限公司、华立大学集团有限公司、旷世控股有限公司、宁波旷世智源工艺设计股份有限公司、尚普（国际）控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、建发物业发展集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、涪博医疗控股有限公司、郑州航空港兴港投资集团有限公司、和誉开曼有限责任公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、武汉金融控股（集团）有限公司、河南铁路投资有限责任公司、青岛开发区投资建设集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、环龙控股有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、交运燃气有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、东台市交通投资建设集团有限公司、江苏阜开投资发展集团有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、珠海华发实业股份有限公司、泰兴市智光环保科技有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、周口市城建投资发展有限公司、丹阳投资集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、兴业银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、珠海华发集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、中原证券股份有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、湖州吴兴经开投资建设发展集团有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、临沂投资发展集团有限公司、江苏腾海投资控股集团有限公司、集友银行有限公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、南京未来科技城经济发展有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、南洋商业银行有限公司、中国长城资产（国际）控股有限公司、China Great Wall International Holdings VI Limited、浙江长兴金融控股集团集团有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、重庆市南岸区城市建设发展（集团）有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、四海国际投资有限公司、无锡恒廷实业有限公司、重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、太原国有投资集团有限公司、山东高速集团有限公司、Coastal Emerald Limited、新奥能源控股有限公司、新奥天然气股份有限公司、湖州燃气股份有限公司、溧源国际有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、临沂城市发展国际有限公司、临沂城市发展集团有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、青岛城市建设投资（集团）有限责任公司、香港國際（青島）有限公司、西安市灞桥投资控股集团有限公司、山东仙境控股有限公司、蓬莱阁（烟台市蓬莱区）旅游有限责任公司、宁波市海曙开发建设投资集团有限公司、恒源国际发展有限公司、绍兴市柯桥区建设集团有限公司、江苏句容投资集团有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、广州产业投资基金管理有限公司、Higher Key Management Limited、镇江交通产业集团有限公司、天津滨海新区建设投资集团有限公司、兆海投资(BVI)有限公司、漳州圆山发展有限公司、山海（香港）国际投资有限公司、连云港港口集团、厦门象屿集团有限公司、香港象屿投资有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、邵东市城市发展集团有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、郑州城建集团投资有限公司、镇江文化旅游产业集团有限责任公司、晋城市国有资本投资运营有限公司、郑州地产集团有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司、江苏中关村控股集团（国际）有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、济南市中财

金投资集团有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、润歌互动有限公司、东方资本有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、历城国际发展有限公司、济南历城控股集团有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、多想云控股有限公司、嵊州市交通投资发展集团有限公司、长沙先导投资控股集团有限公司、新昌县交通投资集团有限公司、龙口市城乡建设投资发展有限公司、XL(BVI) INTERNATIONAL DEVELOPMENT LIMITED、杭州上城区国有资本运营集团有限公司、Zhejiang Kunpeng(BVI) Company Limited有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层

邮编：200135

邮箱：research@xyzq.com.cn

深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼

邮编：518035

邮箱：research@xyzq.com.cn

北京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元

邮编：100020

邮箱：research@xyzq.com.cn

香港(兴证国际)

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层

传真：(852) 35095929

邮箱：ir@xyzq.com.hk