

卡车

中国重汽 (000951.SZ)

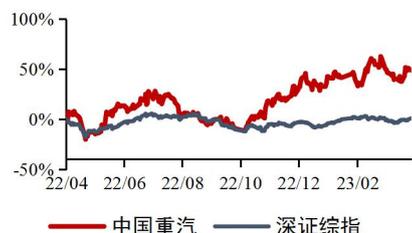
买入-A(维持)

业绩创近十年来新低，静待行业复苏反转

2023年4月4日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年4月3日

收盘价(元):	16.66
年内最高/最低(元):	18.49/8.95
流通A股/总股本(亿):	11.75/11.75
流通A股市值(亿):	195.72
总市值(亿):	195.73

基础数据：2022年12月31日

基本每股收益:	0.18
摊薄每股收益:	0.18
每股净资产(元):	12.42
净资产收益率:	3.60

资料来源：最闻

分析师：

林帆

执业登记编码：S0760522030001

邮箱：linfan@sxzq.com

研究助理：

张子峰

邮箱：zhangzifeng@sxzq.com

事件描述

公司发布 2022 年年报，全年实现营收 288.22 亿元，同比-48.62%；实现归母净利润 2.14 亿元，同比-79.41%；实现扣非后归母净利润 1.85 亿元，同比-80.97%。其中 2022 年第四季度实现营收 63.67 亿元，同比-11.10%；实现归母净利润-1.43 亿元，同比-27.06%；实现扣非后归母净利润-1.49 亿元，同比-27.02%。

事件点评

受重卡行业景气度严重下行影响，公司净利润创近 10 年来新低。在排放标准升级提前透支消费、库存高企等不利因素影响下，2022 年我国重卡销量仅为 67.20 万辆，同比-51.76%。根据中国重汽（3808.HK）年报公布数据，重汽集团 2022 年重卡销量为 15.88 万辆（根据中汽协和第一商用车网统计，其中第四季度销售约 3.31 万辆，同比-22.48%，环比-10.54%），市占率提升至 23.64%，同比+3.12pct；A 股上市公司主体 2022 年重卡销量为 9.6 万辆，同比-52.50%，下降幅度与重卡行业销量降幅接近。随着经济逐渐企稳及去年同期基数较低，根据第一商用车网的统计，2023 年 2 月重卡销量约为 6.80 万辆，环比+51.11%，同比+15.25%，终结了重卡市场自 2021 年 5 月份以来连续 21 个月的下降，重卡行业有望迎来复苏翻转。

公司 2022 年毛利率和净利率有所下滑，但费用管控能力良好。2022 年公司毛利率为 6.18%，同比-1.20pct，净利率为 1.82%，同比-1.15pct，主要系销量下降导致规模效应减弱影响。全年销售/管理/研发/财务费用率为 1.11%/0.92%/1.50%/-0.33%，同比分别-0.65pct/+0.40pct/+0.43pct/-0.25pct。总费用率在 2022 年略微下降，费用管控能力良好，其中第四季度研发费用率为 3.40%，同比+2.15pct，主要系本年增加多个新产品开发项目，加大了在新能源、智能驾驶、人工智能等技术的研发投入，在第四季度集中结算的影响。目前行业复苏确定性不断增强，随着重卡销量增长和竞争格局的优化，公司盈利能力有望明显改善。

补齐细分市场产品短板，新能源业务不断加码，海外出口实现新突破。公司在细分市场内取得全面突破，在长途物流运输、快递、危险品、500 马力以上等多个细分市场销量领先：载货车市场销量占比不断提升首次进入行业前列；搅拌车市场占有率连续多年行业第一；专用车市场实现细分全覆盖，尤其是冷藏车市场占有率显著提升。在产品结构不断优化调整后，公司抗市场波动能力大幅提高。公司新产品新黄河重卡逐步推向市场，氢燃料电池重卡也在多场景批量应用。新能源重卡销量迅速提升至 485 辆，对应收入 2.92 亿元，平均单价 60.25 万元，与公司传统重卡均价 23.28 万元相比单价明显提高，在碳达峰、碳中和的大背景下，公司新能源重卡业务有望成为新的业绩增长点。2022 年重汽集团全年出口重卡 8.85 万辆创历史新高，同比+63.8%，连续 18 年保持行业出口第一。其中，高端产品占



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1





出口总量的 22.2%，同比+13.7pct。据第一商用车网数据，2023 年 1-2 月重汽集团累计销售重卡约 3.3 万辆，市场占有率进一步提升至 27.90%，单 2 月份海外出口同比大幅增长 70%左右。

#### 投资建议

➤ 公司作为国内重卡整车公司龙头，在疫情压制的换车需求开始释放叠加经济企稳回暖的背景下，销量有望快速提升，业绩弹性或将加速释放。预计公司 2023-2025 年净利润分别为 10.06/14.63/17.69 亿元，EPS 分别为 0.86/1.25/1.51 元，对应 4 月 3 日收盘价 16.66 元，PE 分别为 19.5\13.4\11.1 倍。我们维持公司“买入-A”的投资评级。

#### 风险提示

➤ 重卡行业复苏不及预期；重卡出口销量不及预期。

#### 财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	56,099	28,822	41,063	55,066	65,066
YoY(%)	-6.4	-48.6	42.5	34.1	18.2
净利润(百万元)	1,038	214	1,006	1,463	1,769
YoY(%)	-44.8	-79.4	370.8	45.4	20.9
毛利率(%)	7.4	6.2	8.5	9.8	9.7
EPS(摊薄/元)	0.88	0.18	0.86	1.25	1.51
ROE(%)	11.1	3.6	11.9	16.4	15.9
P/E(倍)	18.9	91.6	19.5	13.4	11.1
P/B(倍)	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
净利率(%)	1.9	0.7	2.5	2.7	2.7

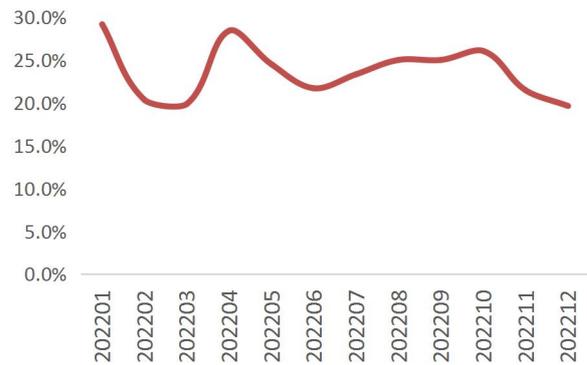
资料来源：最闻，山西证券研究所

图 1：最近一年重汽集团销量及增速



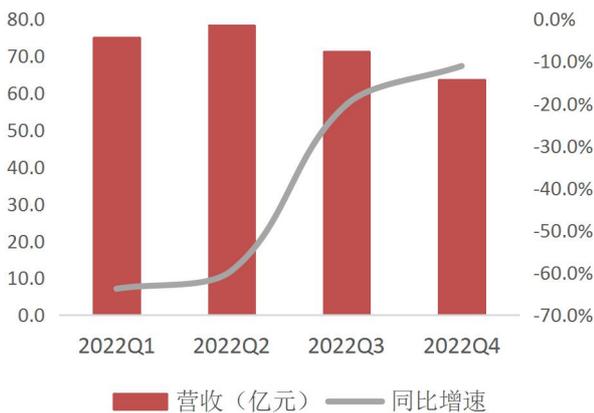
资料来源：中汽协，第一商用车网，山西证券研究所

图 2：最近一年集团重卡市场占有率



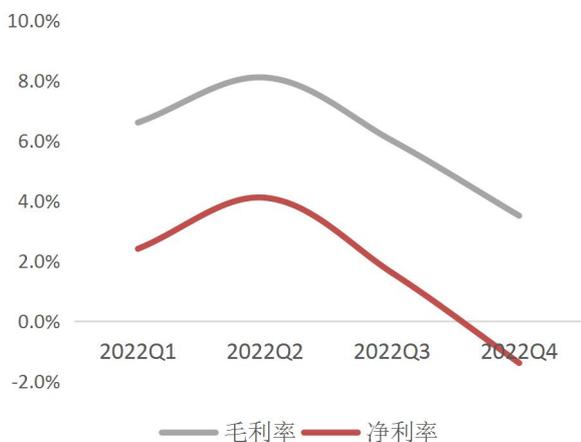
资料来源：中汽协，第一商用车网，山西证券研究所

图 3：最近四个季度公司营收及增速



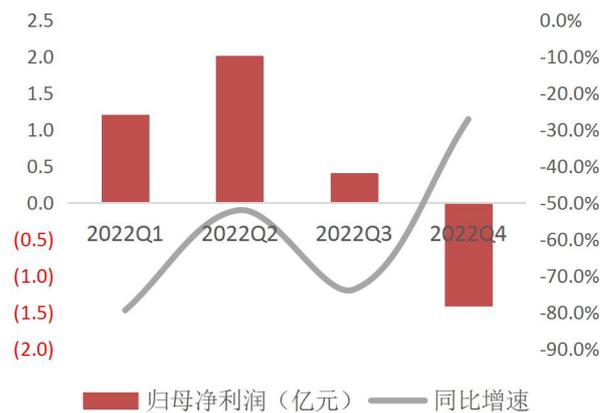
资料来源：WIND，山西证券研究所

图 5：最近四个季度公司毛利率及净利率



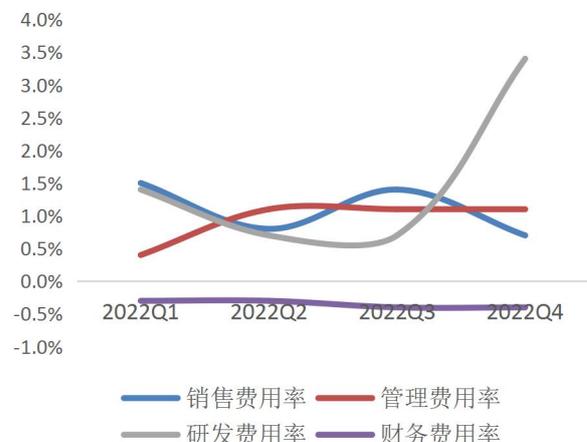
资料来源：WIND，山西证券研究所

图 4：最近四个季度公司净利润及增速



资料来源：WIND，山西证券研究所

图 6：最近四个季度公司费用率



资料来源：WIND，山西证券研究所

**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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	29791	27504	31187	47260	41597	<b>营业收入</b>	56099	28822	41063	55066	65066
现金	7820	13154	11700	19605	19385	营业成本	51957	27042	37573	49675	58774
应收票据及应收账款	6435	6440	4226	13863	5013	营业税金及附加	219	98	144	193	228
预付账款	133	258	81	484	111	营业费用	990	321	493	716	911
存货	5000	3591	7837	7601	10468	管理费用	287	264	411	551	651
其他流动资产	10404	4060	7343	5707	6620	研发费用	602	433	616	826	976
<b>非流动资产</b>	5687	6868	7790	9295	9825	财务费用	-46	-95	-65	-90	-114
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-100	-215	-205	-275	-325
固定资产	3222	4424	5437	6835	7439	公允价值变动收益	31	0	15	8	12
无形资产	876	850	806	760	715	投资净收益	8	20	20	20	20
其他非流动资产	1589	1593	1548	1699	1672	<b>营业利润</b>	2039	578	2145	3512	4010
<b>资产总计</b>	35478	34372	38977	56555	51422	营业外收入	53	12	33	22	28
<b>流动负债</b>	20093	19345	22103	36722	28123	营业外支出	5	4	4	4	4
短期借款	600	501	550	525	538	<b>利润总额</b>	2087	586	2174	3530	4033
应付票据及应付账款	13169	12735	16160	26220	21323	所得税	419	61	217	353	403
其他流动负债	6323	6109	5392	9976	6262	<b>税后利润</b>	1669	526	1957	3177	3630
<b>非流动负债</b>	410	436	423	429	426	少数股东损益	631	312	950	1714	1861
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	1038	214	1006	1463	1769
其他非流动负债	410	436	423	429	426	EBITDA	2316	880	2643	4149	4795
<b>负债合计</b>	20502	19780	22525	37151	28549						
少数股东权益	1063	851	1802	3516	5377	<b>主要财务比率</b>					
股本	1175	1175	1175	1175	1175	<b>会计年度</b>	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	4930	4930	4930	4930	4930	<b>成长能力</b>					
留存收益	7847	7708	8882	10788	12966	营业收入(%)	-6.4	-48.6	42.5	34.1	18.2
归属母公司股东权益	13912	13740	14650	15888	17497	营业利润(%)	-34.3	-71.7	271.3	63.7	14.2
<b>负债和股东权益</b>	35478	34372	38977	56555	51422	归属于母公司净利润(%)	-44.8	-79.4	370.8	45.4	20.9
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	7.4	6.2	8.5	9.8	9.7
						净利率(%)	1.9	0.7	2.5	2.7	2.7
						ROE(%)	11.1	3.6	11.9	16.4	15.9
						ROIC(%)	11.2	3.4	12.4	18.7	19.4
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	57.8	57.5	57.8	65.7	55.5
						流动比率	1.5	1.4	1.4	1.3	1.5
						速动比率	0.7	1.0	0.7	0.9	0.9
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.5	0.8	1.1	1.2	1.2
						应收账款周转率	10.9	4.5	7.7	6.1	6.9
						应付账款周转率	3.1	2.1	2.6	2.3	2.5
						<b>估值比率</b>					
						P/E	18.9	91.6	19.5	13.4	11.1
						P/B	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
						EV/EBITDA	5.9	9.3	4.0	1.1	1.4

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话：010-83496336

