

# 中国重汽 (000951.SZ)

19年3季报点评: 短期利空基本释放, 长期弹性可期

## 核心观点:

### ● 公司19年前3季度营收同比下滑6.3%, 归母净利润同比增长12.0%

根据财报, 公司19年前3季度实现营收292.6亿元, 同比下滑6.3%; 实现扣非前后归母净利润8.2/7.7亿元, 同比增长12.0%/9.1%; 经营性净现金流为24.2亿元, 为上市来同期最高值。公司第3季度分别实现营收、归母净利润67.9亿、1.8亿元, 同比分别下滑21.7%、27.5%。公司第3季度营收、利润下滑主要受重卡生产一致性监管升级带来的短期负面影响, 但长期来看, 单车运力下降利好重卡销量的提升, 随着公司产品调整到位, 短期的负面影响已经基本消化, 4季度环比、同比均有望改善。

### ● 公司毛利率、合并净利率双创近9年同期新高, 存货周转率创上市来新高

前3季度, 公司毛利率、合并净利率分别为10.6%/3.8%, 较18年同期分别提升1.4/0.7pct, 均创近9年同期新高, 存货周转率创上市来同期新高。前3季度, 在研发费用率同比提升0.23pct至0.77%情况下, 公司期间费用率较去年同期仅提升0.16pct, 销售/管理/财务费用率变动0.12/-0.16/-0.03pct。

### ● 重卡行业稳定性超预期, T系列车是公司长期看点

16年921新政加速了重卡行业过剩保有量出清, 行业供需格局显著改善。虽受工程车整治拖累, 我国3季度重卡销量同比仍增长3.7%, 韧性凸显; 而工程车整治的逻辑是“短空长多”, 治理超载有利于行业长期销量中枢的提升和产品品质的提高。中长期来看, 公司源自曼技术平台的T系列车在未来5-8年内仍将维持竞争力, 中高端产品爬坡期较长, 但13年至今其销量已超20万辆, 爬坡期已平稳过渡, 用户口碑的积累将助推其销量的提升, 公司有望提高其市占率, 产品结构上移或带动公司盈利水平进一步提升。

### ● 投资建议

长期来看, 在重卡大功率化、中高端化趋势下, T系列车将提升公司市占率, 业绩富有弹性; 今年以来的治超升级将提升未来行业销量中枢, 对工程车弹性更大, 公司尤为利好。我们预计公司19-21年EPS分别为1.79/2.32/2.79元, 对应当前股价的PE为9.3/7.2/6.0倍。考虑到国外卡车龙头近年15倍左右的PE估值中枢, 结合公司历史估值及可比公司估值, 我们给予19年15倍PE, 合理价值为26.9元/股, 维持“买入”评级。

### ● 风险提示

宏观经济不及预期; 重卡行业景气度不及预期; 公司销量不及预期。

## 盈利预测:

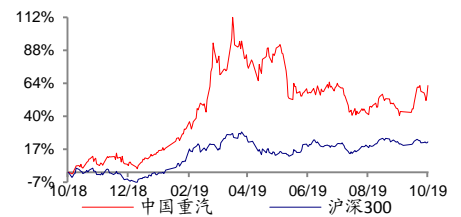
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	37,310	40,378	39,401	43,813	47,897
增长率(%)	76.7	8.2	-2.4	11.2	9.3
EBITDA(百万元)	2,174	2,139	2,548	3,145	3,628
净利润(百万元)	898	905	1,204	1,556	1,873
增长率(%)	114.6	0.8	33.0	29.3	20.3
EPS(元/股)	1.34	1.35	1.79	2.32	2.79
市盈率(P/E)	13.03	8.26	9.25	7.15	5.95
市净率(P/B)	2.08	1.23	1.63	1.42	1.21
EV/EBITDA	7.27	5.04	5.57	4.04	3.04

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	16.6元
合理价值	26.9元
前次评级	买入
报告日期	2019-10-27

## 相对市场表现



## 分析师:

张乐



SAC 执证号: S0260512030010



021-60750618



gfzhangle@gf.com.cn

## 分析师:

闫俊刚



SAC 执证号: S0260516010001



021-60750621



yanjungang@gf.com.cn

## 分析师:

刘智琪



SAC 执证号: S0260518080002



SFC CE No. BOT241



021-60750604



liuzhiqi@gf.com.cn

## 分析师:

邓崇静



SAC 执证号: S0260518020005



SFC CE No. BEY953



020-66335145



dengchongjing@gf.com.cn

## 分析师:

李爽



SAC 执证号: S0260519070003



021-60750604



fzlishuang@gf.com.cn

请注意, 张乐, 闫俊刚, 李爽并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

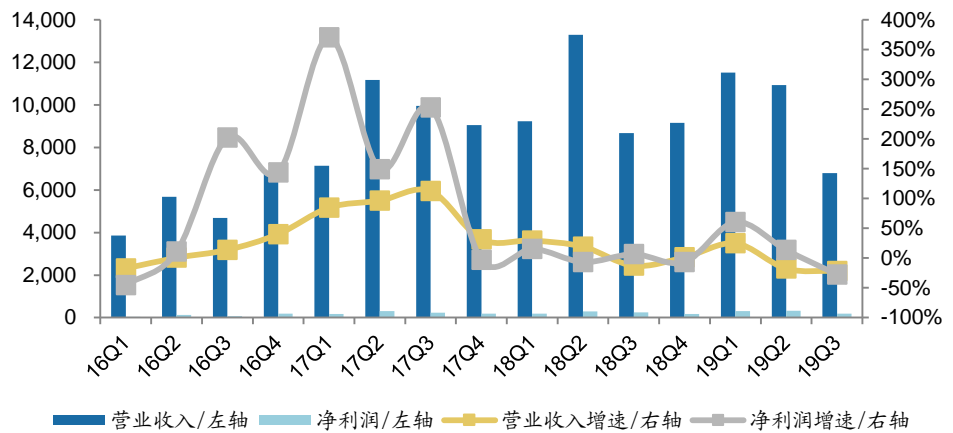
## 相关研究:

中国重汽19年中报点评: 归母净利润、经营性净现金流双创上市来新高 2019-09-01

## 公司 19 年前 3 季度营收同比下滑 6.3%，归母净利润同比增长 12.0%

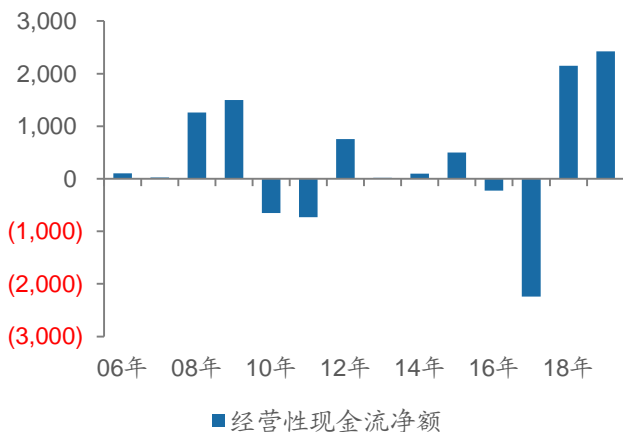
根据财报，公司19年前3季度实现营收292.6亿元，同比下滑6.3%；实现扣非前后归母净利润8.2/7.7亿元，同比增长12.0%/9.1%；经营性净现金流为24.2亿元，为上市来同期最高值。公司第3季度分别实现营收、归母净利润67.9亿、1.8亿元，同比分别下滑21.7%、27.5%。公司第3季度营收、利润下滑主要受重卡生产一致性监管升级带来的短期负面影响，但长期来看，单车运力下降利好重卡销量的提升，随着公司产品调整到位，短期的负面影响已经基本消化，4季度环比、同比均有望改善。

图 1：公司营业收入、归母净利润（百万元）及同比增速



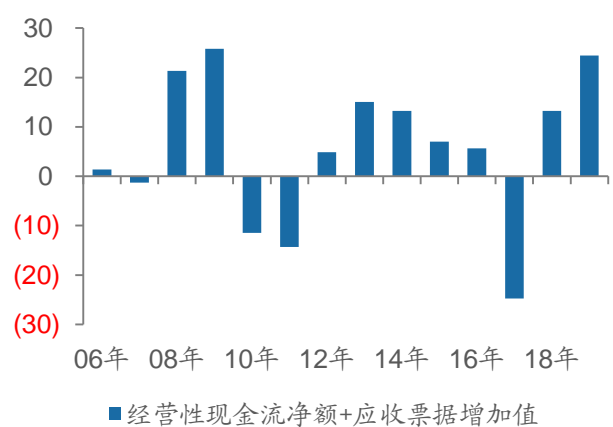
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 2：公司历年前3季度经营性净现金流变化情况（百万元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 3：公司历年前3季度经营性现金流净额及应收票据增加值（亿元）

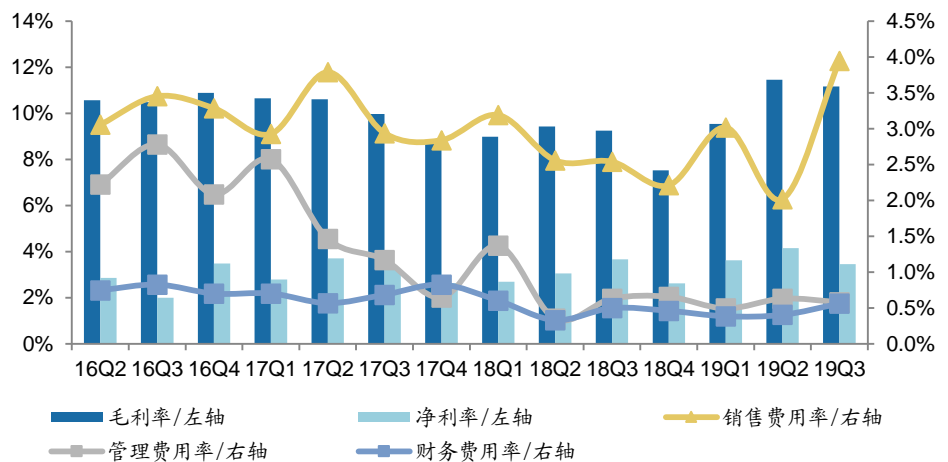


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

## 公司毛利率、合并净利率双创近9年同期新高，存货周转率创上市来新高

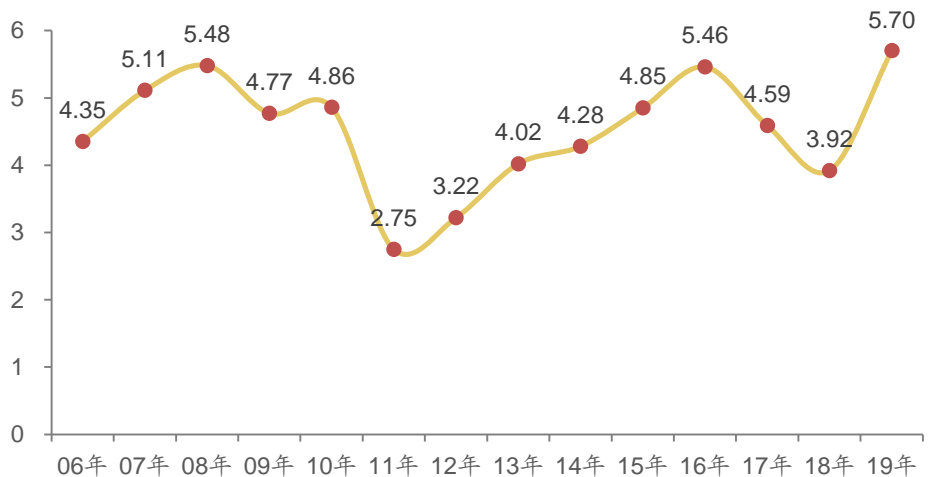
19年前3季度，公司毛利率、合并净利率分别为10.6%/3.8%，较18年同期分别提升1.4/0.7pct，均创近9年同期新高，存货周转率创上市来同期新高。前3季度，在研发费用率同比提升0.23pct至0.77%情况下，公司期间费用率较去年同期仅提升0.16pct，销售/管理/财务费用率变动0.12/ -0.16/-0.03pct。

图 4：公司各季度合并净利率、毛利率及期间费用率变动情况



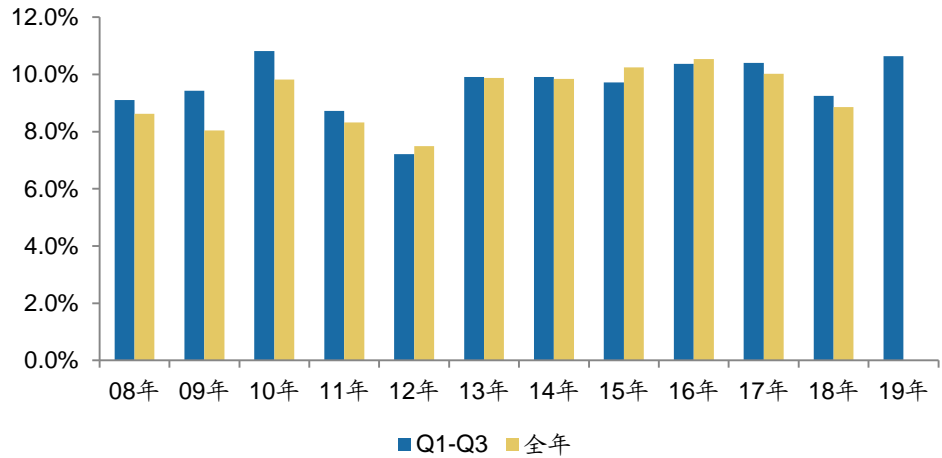
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 5：公司前3季度存货周转率变动情况 (%)



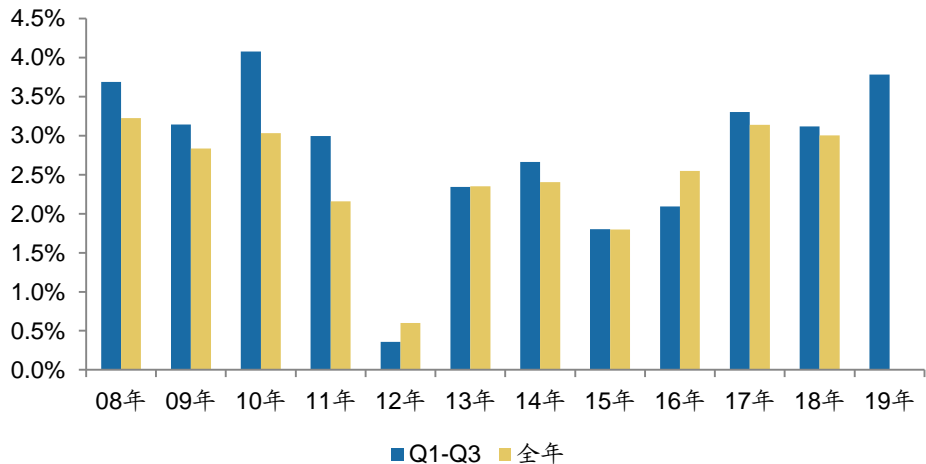
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 6: 公司近年前3季度及全年毛利率变动情况 (%)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 7: 公司近年前3季度及全年合并净利率变动情况 (%)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

## 重卡行业稳定性超预期，T 系列车是公司长期看点

16年921新政加速了重卡行业过剩保有量出清，行业供需格局显著改善。虽受工程车整治拖累，我国3季度重卡销量同比仍增长3.7%，韧性凸显；而工程车整治的逻辑是“短空长多”，治理超载有利于行业长期销量中枢的提升和产品品质的提高。中长期来看，公司源自曼技术平台的T系列车在未来5-8年内仍将维持竞争力，中高端产品爬坡期较长，但13年至今其销量已超20万辆，爬坡期已平稳过渡，用户口碑的积累将助推其销量的提升，公司有望提高其市占率，产品结构上移或带动公司盈利水平进一步提升。

## 投资建议

长期来看，在重卡大功率化、中高端化趋势下，T系列车将提升公司市占率，业绩富有弹性；今年以来的治超升级将提升未来行业销量中枢，对工程车弹性更大，公司尤为利好。我们预计公司19-21年EPS分别为1.79/2.32/2.79元，对应当前股价的PE为9.3/7.2/6.0倍。考虑到国外卡车龙头近年15倍左右的PE估值中枢，结合公司历史估值及可比公司估值，我们给予19年15倍PE，合理价值为26.9元/股，维持“买入”评级。

图 8: 公司PE TTM估值



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心；备注：考虑到12年10月26日与13年8月28日间中国重汽PE TTM估值在约70-2000多倍影响图表显示，暂予以剔除

图 9: 帕卡、五十铃、日野PE TTM估值



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

## 风险提示

宏观经济不及预期；重卡行业景气度不及预期；公司销量不及预期。

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>24,845</b>	<b>19,900</b>	<b>22,516</b>	<b>23,730</b>	<b>24,932</b>
货币资金	2,639	1,392	1,500	1,500	1,500
应收及预付	13,748	3,420	4,993	5,539	6,053
存货	8,122	5,789	6,703	7,364	8,044
其他流动资产	335	9,298	9,320	9,327	9,335
<b>非流动资产</b>	<b>2,184</b>	<b>2,157</b>	<b>2,116</b>	<b>2,114</b>	<b>2,146</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,270	1,218	1,140	1,102	1,100
在建工程	144	181	237	291	342
无形资产	369	364	346	328	311
其他长期资产	402	393	393	393	393
<b>资产总计</b>	<b>27,030</b>	<b>22,057</b>	<b>24,632</b>	<b>25,843</b>	<b>27,078</b>
<b>流动负债</b>	<b>20,438</b>	<b>15,000</b>	<b>16,453</b>	<b>16,103</b>	<b>15,406</b>
短期借款	6,750	4,700	4,550	3,069	1,390
应付及预收	11,529	7,563	8,975	10,025	10,766
其他流动负债	2,160	2,737	2,927	3,010	3,249
<b>非流动负债</b>	<b>198</b>	<b>188</b>	<b>188</b>	<b>188</b>	<b>188</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	198	188	188	188	188
<b>负债合计</b>	<b>20,636</b>	<b>15,188</b>	<b>16,641</b>	<b>16,291</b>	<b>15,594</b>
股本	671	671	671	671	671
资本公积	432	432	432	432	432
留存收益	4,532	4,954	5,708	6,764	8,087
归属母公司股东权益	5,635	6,072	6,811	7,868	9,190
少数股东权益	759	796	1,180	1,684	2,293
<b>负债和股东权益</b>	<b>27,030</b>	<b>22,057</b>	<b>24,632</b>	<b>25,843</b>	<b>27,078</b>

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>37,310</b>	<b>40,378</b>	<b>39,401</b>	<b>43,813</b>	<b>47,897</b>
营业成本	33,571	36,801	35,456	39,209	42,690
营业税金及附加	95	125	117	131	144
销售费用	1,182	1,058	1,064	1,095	1,173
管理费用	326	287	256	263	287
研发费用	196	190	197	216	236
财务费用	255.90	184.68	209.86	169.76	93.13
资产减值损失	168.09	105.73	43.70	54.47	52.65
公允价值变动收益	0.	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1,534</b>	<b>1,472</b>	<b>2,066</b>	<b>2,681</b>	<b>3,229</b>
营业外收支	27.98	101.72	20.00	20.00	20.00
<b>利润总额</b>	<b>1,562</b>	<b>1,574</b>	<b>2,086</b>	<b>2,701</b>	<b>3,249</b>
所得税	390	360	497	641	768
<b>净利润</b>	<b>1,172</b>	<b>1,213</b>	<b>1,588</b>	<b>2,061</b>	<b>2,482</b>
少数股东损益	274	308	384	504	609
<b>归属母公司净利润</b>	<b>898</b>	<b>905</b>	<b>1,204</b>	<b>1,556</b>	<b>1,873</b>
EBITDA	21748	2139	2548	31445	3628
EPS (元)	1.34	1.35	1.79	2.32	2.79

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>887</b>	<b>1,871</b>	<b>1,124</b>	<b>2,391</b>	<b>2,609</b>
净利润	1,172	1,213	1,588	2,061	2,482
折旧摊销	234	222	237	247	261
营运资金变动	-805	-55	-950	-136	-274
其它	287	491	248	219	141
<b>投资活动现金流</b>	<b>-173</b>	<b>-123</b>	<b>-177</b>	<b>-225</b>	<b>-273</b>
资本支出	-173	-123	-177	-225	-273
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,073</b>	<b>-2,989</b>	<b>-839</b>	<b>-2,167</b>	<b>-2,336</b>
银行借款	1,575	-2,050	-150	-1,482	-1,678
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-502	-939	-689	-685	-658
<b>现金净增加额</b>	<b>1,788</b>	<b>-1,241</b>	<b>108</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>652</b>	<b>2,440</b>	<b>1,392</b>	<b>1,500</b>	<b>1,500</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>2,440</b>	<b>1,199</b>	<b>1,500</b>	<b>1,500</b>	<b>1,500</b>

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	76.7%	8.2%	-2.4%	11.2%	9.3%
营业利润增长	119.1%	-4.0%	40.3%	29.8%	20.4%
归母净利润增长	114.6%	0.8%	33.0%	29.3%	20.3%
<b>获利能力</b>					
毛利率	10.0%	8.9%	10.0%	10.5%	10.9%
净利率	3.1%	3.0%	4.0%	4.7%	5.2%
ROE	15.9%	14.9%	17.7%	19.8%	20.4%
ROIC	13.9%	14.5%	15.9%	19.9%	22.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	76.3%	68.9%	67.6%	63.0%	57.6%
净负债比率	25.0%	21.3%	18.5%	11.9%	5.1%
流动比率	1.22	1.33	1.37	1.47	1.62
速动比率	0.81	0.93	0.95	1.01	1.09
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.58	1.65	1.69	1.74	1.81
应收账款周转率	2.83	4.77	8.11	8.11	8.11
存货周转率	5.50	5.29	5.29	5.32	5.31
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.34	1.35	1.79	2.32	2.79
每股经营现金流	1.32	2.79	1.67	3.56	3.89
每股净资产	8.40	9.05	10.15	11.72	13.69
<b>估值比率</b>					
P/E	13.03	8.26	9.25	7.15	5.95
P/B	2.08	1.23	1.63	1.42	1.21
EV/EBITDA	7.27	5.04	5.57	4.04	3.04

## 广发汽车行业研究小组

- 张乐**：首席分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，5年半汽车产业工作经历，9年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名，2015 年第四名，2014 年第五名，2011、2012、2013 年入围；中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2018、2017、2016 年第一名，2014、2015 年第三名；水晶球 2018 年第一名；金牛奖评比中多次上榜和入围。2012 年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚**：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，13 年汽车产业工作经历，5 年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名、2015 年第四名、2014 年第五名团队成员；中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2018、2017、2016 年第一名；水晶球 2018 年第一名。2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 刘智琪**：资深分析师，复旦大学资产评估硕士，复旦大学金融学学士，新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名团队成员，水晶球 2018 年第一名，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 李爽**：资深分析师，复旦大学金融硕士，南京大学理学学士，新财富最佳汽车行业分析师 2017 年第一名团队成员，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 邓崇静**：海外汽车行业高级分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，2017 年《亚洲货币》（Asiamoney）香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016 年《亚洲货币》（Asiamoney）中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有**：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
- 卖出**：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。
- 增持**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有**：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。
- 卖出**：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。



## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。