

# 中国重汽 (03808)

证券研究报告  
2020年04月01日

## 短期因素影响 19 年业绩，20 年利润有望反弹

### 事件：

公司发布 19 年年报，实现营收 622 亿元，同比下滑 1%（18 年营收重述至 627 亿元），归母净利润 33.3 亿元，同比下滑 23%。

### 点评：

**重卡分部表现出色，发动机分部利润率有所下滑。**19 年重卡分部营业收入 511 亿元，同比增长 4.7%；同时受益于排放标准升级以及产品高端化趋势，单车均价明显提升，从 18 年的 29.0 万元提升至 19 年的 30.2 万元。重卡分部的经营溢利率从 18 年的 4.6% 大幅提升至 19 年的 6.6%，主要受益于公司的降本降费成效显著。但发动机分部经营溢利率从 18 年的 15.7% 下降到 19 年的 13.1%，主要是研发投资费用增加。

**金融资产减值损失较多，影响了 19 年的业绩。**公司 19 年金融资产的净减值损失为 8.3 亿，比 18 年的 3.1 亿增加了 5.2 亿，主要是对应收账款计提了 7.6 亿元的减值准备。

**大吨小标对 19 年业绩影响较大，20 年市场份额大概率回升。**去年大吨小标事件直接使得（1）轻卡销售受到较大的负面影响，轻卡也是重汽的主要业务之一，该部分影响无论是销量还是盈利能力都受到较大影响，轻卡分部经营溢利率从 18 年的 3.7% 下降到 19 年的 -10.9%，19 年上半年分别为 -1.2% 和 -10.0%，下半年主要是受大吨小标的影响。同时大吨小标也间接影响了（2）工程重卡的上牌，使得工程重卡在 19Q3 受到影响。重汽以及陕汽都以工程重卡见长，因此去年受到的影响较大，市占率均出现阶段性下滑。而目前大吨小标的问题基本已经解决，20 年工程重卡大概率回暖，重汽份额大概率也能回升，盈利能力有望得到改善。

**新冠疫情对 20 年重卡市场影响有限。**我们认为新冠疫情对重卡有负面影响，但影响程度有限。根据我们的草根调研，目前终端的销售边际改善明显，2、3 月被压制的需求一部分都会在 4 月份之后回补，4 月份销量同比增速大概率转正。全年来看，伴随（1）国三重卡淘汰加速；（2）基建逆周期调节加码，我们沿用保有量销量测算模型预测 20 年和 21 年的销量均将超过 100 万辆，20 年销量同比降幅小于 10%。

### 投资建议：

对比以康明斯为代表的海外重卡标的，PE 大部分时间都在 15-20 倍范围内，市场的预期差将逐步缩窄，同时伴随着重汽的经营管理水平改善，重汽的 PE 有望逐步回升。

由于新冠疫情，重卡需求将受到负面影响，我们下调 20-21 年的归母净利润预测至 40.8 亿和 45.4 亿（此前预期分别为 54.7 亿和 58.9 亿），同时引入 22 年归母净利润预测为 49.6 亿，对应 PE 分别为 8.0、7.2 和 6.5 倍，给予 20 年 11 倍 PE，对应目标价下调至 16.20 港元（此前目标价为 24.50 港元），维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济不及预期，市占率提升不及预期，海外疫情影响出口超预期

### 投资评级

行业	工业/工业工程
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	12.9 港元
目标价格	16.2 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股)	2,760.99
港股总市值(百万港元)	35,616.81
每股净资产(港元)	9.54
资产负债率(%)	55.67
一年内最高/最低(港元)	20.40/10.90

### 作者

<b>邓学</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518010001	
dengxue@tfzq.com	
<b>文康</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519040002	
wenkang@tfzq.com	

### 股价走势

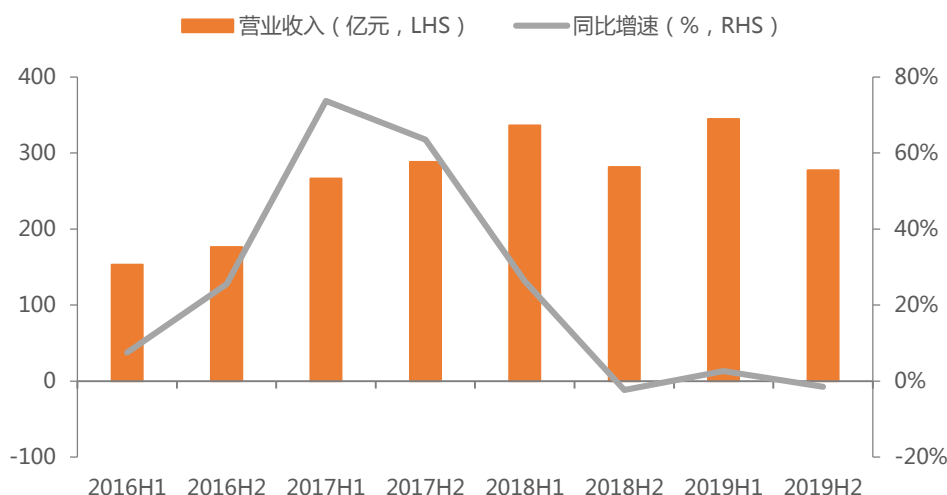


资料来源：贝格数据

### 相关报告

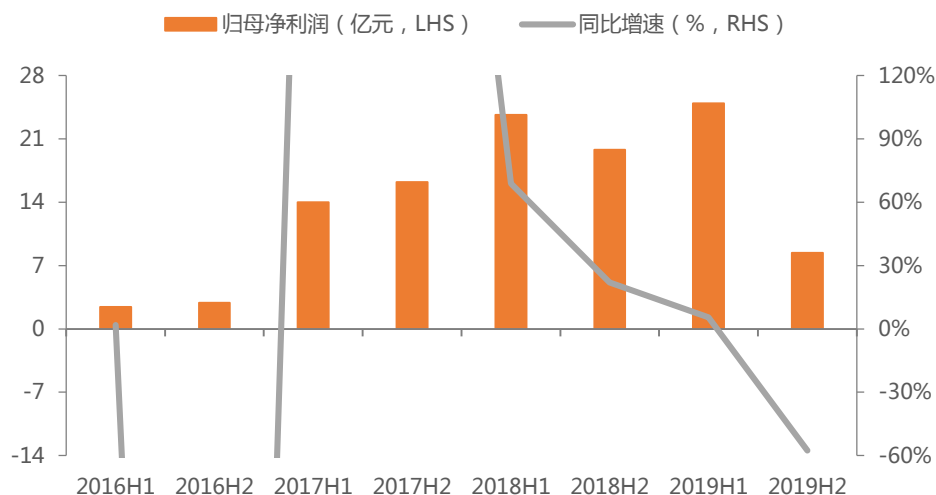
- 《中国重汽-公司点评:受行业结构性影响，利润增速略低于预期》  
2019-08-31
- 《中国重汽-公司深度研究:市占率向上，费用率向下，商用车巨头再起航》  
2019-05-16

图 1：中国重汽 H 16 年至今营业收入及同比（亿元，%）



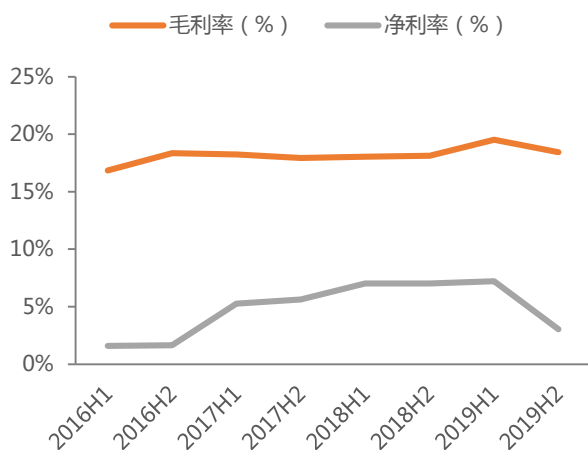
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：中国重汽 H 16 年至今归母净利润及同比（亿元，%）



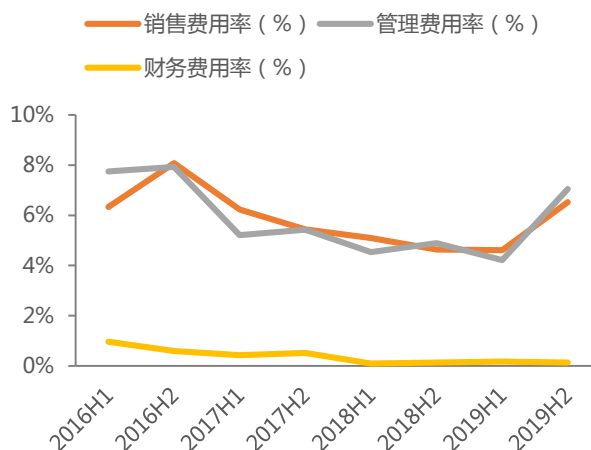
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：中国重汽 H 16 年至今毛利率及净利率（%）



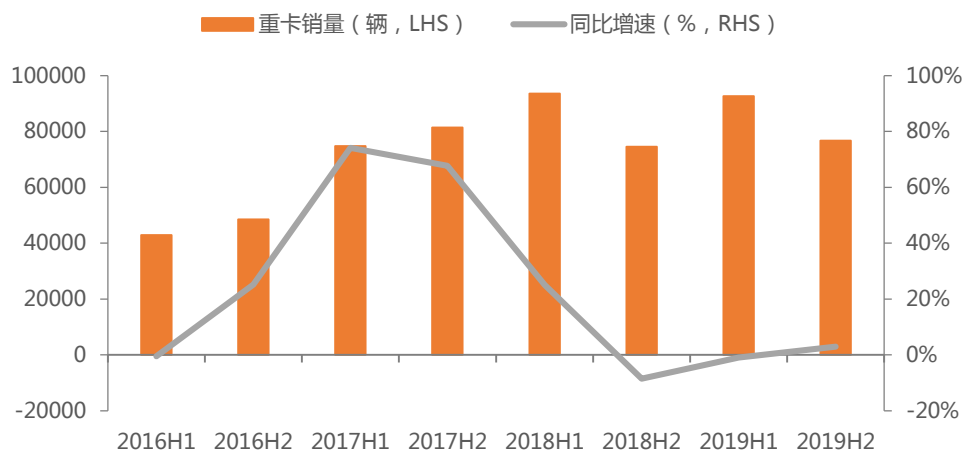
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：中国重汽 H 16 年至今三费率（%）



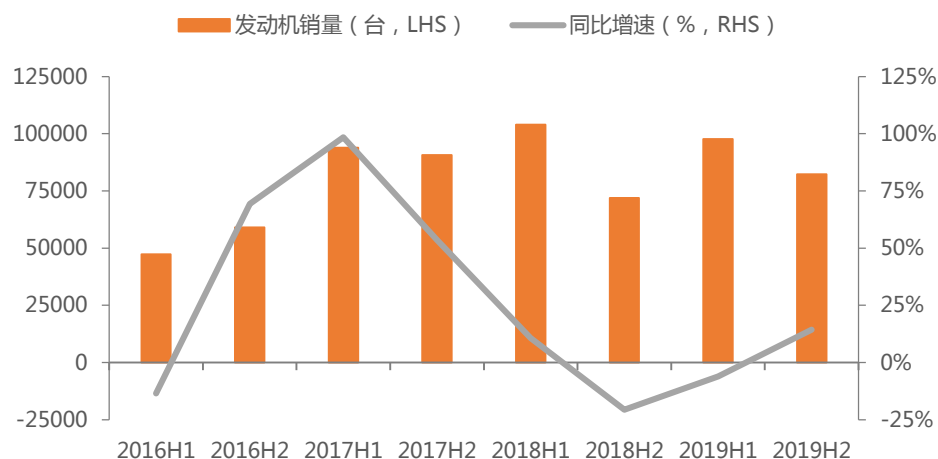
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：中国重汽 H 16 年至今重卡销量及同比（辆，%）



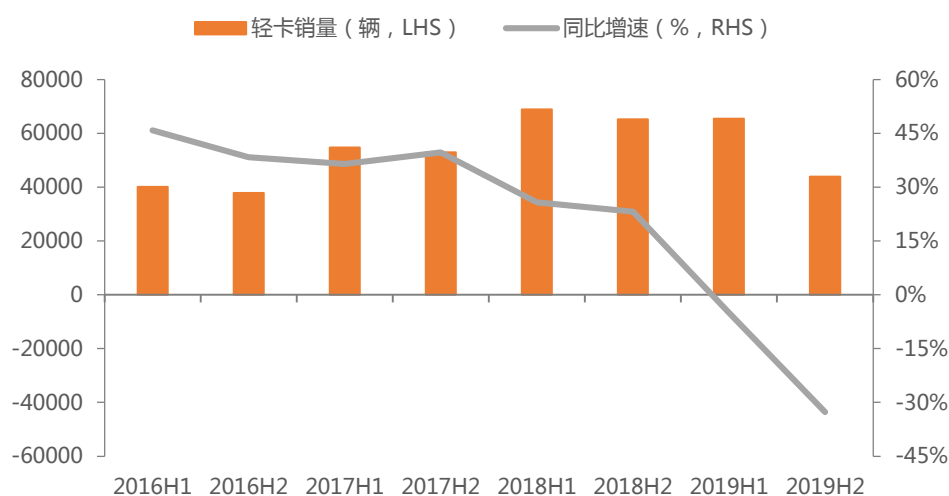
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：中国重汽 H 16 年至今发动机销量及同比（台，%）



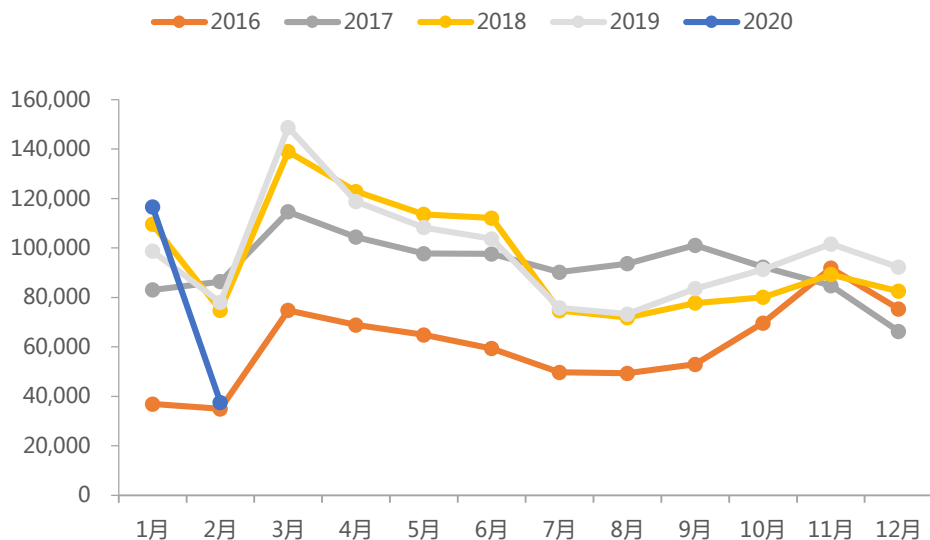
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：中国重汽 H 16 年至今轻卡销量及同比（辆，%）



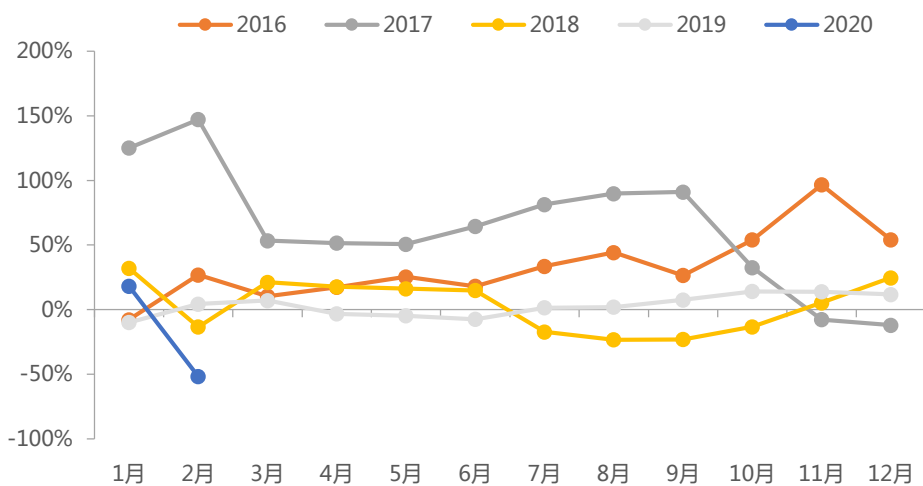
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：重卡 16 年至今月度销量（辆）



资料来源：中国汽车工业协会，天风证券研究所

图 9：重卡 16 年至今月度销量同比（%）



资料来源：中国汽车工业协会，天风证券研究所

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

#### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

#### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

#### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

#### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

#### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000

电话: (8627)-87618889  
传真: (8627)-87618863  
邮箱: research@tfzq.com

电话: (8621)-68815388  
传真: (8621)-68812910  
邮箱: research@tfzq.com

电话: (86755)-23915663  
传真: (86755)-82571995  
邮箱: research@tfzq.com