

中国重汽(000951)/汽车
Q2 业绩扭转、毛利率维持高点，业绩符合预期
评级：买入(维持)

市场价格：37.20

分析师 苏晨

执业证书编号：S0740519050003

Email: suchen@r.qlzq.com.cn

分析师 陈传红

执业证书编号：S0740519120001

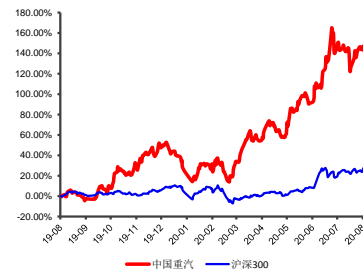
Email: chench@r.qlzq.com.cn

分析师 戴仕远

执业证书编号：S0740518070006

基本状况

总股本(百万股)	671.08
流通股本(百万股)	670.90
市价(元)	37.20
市值(百万元)	24964
流通市值(百万元)	24968

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	40378	39843	47055	43245	42213
增长率 yoy%	8.22%	-1.33%	18.10%	-8.10%	-2.39%
净利润	905	1223	1577	1738	1917
增长率 yoy%	0.84%	35.16%	28.88%	10.24%	10.30%
每股收益(元)	1.35	1.82	2.35	2.59	2.86
每股现金流量	(1.23)	2.41	0.51	(0.49)	(0.20)
净资产收益率	0.15	0.18	0.16	0.16	0.17
P/E	27.58	20.41	15.83	14.36	13.02
P/B	1.17	1.24	0.76	0.61	0.79

备注：股价取自 2020 年 08 月 28 日收盘价

投资要点

- 事件：**公司发布 2020 年中报，2020H1 年公司实现营收 266.15 亿元，同比增长 18.46%；实现归母净利润 7.28 亿元，同比增长 13.77%；实现扣非归母净利润 6.94 亿元，同比增长 16.99%。其中，Q2 实现营收 184.04 亿元，同比增长 68.20%；实现归母净利润 4.66 亿元，同比增长 41.34%；实现扣非归母净利润 4.41 亿元，同比增长 46.80%。
- Q2 业绩扭转，符合预期。**2020H1 重卡实现销量 81.4 万辆 (+24.0%)，其中 Q1 实现销量 27.4 万辆 (-15.82%)，Q2 实现销量 53.99 万辆 (+63.25%)。受益于下游行业高景气度，公司 Q2 业绩实现扭转。分季度来看，Q1 实现归母净利润 2.63 亿元 (-15.46%)；Q2 实现归母净利润 4.66 亿元 (+41.34%)，业绩扭转、符合预期。
- 毛利率维持高点，研发投入增长。**2020H1 销售毛利率为 10.69%，同比增长 0.22 个百分点。分季度来看，Q1、Q2 毛利率分别为 11.6% (+2.1%)、10.3% (-1.2%)。2020H1 公司期间费用率为 4.85%，同比增长 0.57 个百分点。其中，销售费用率为 2.20%，同比减少 0.32PCT；管理研发费用率为 2.4%，同比增长 1.05PCT，主要由于研发投入增长所致；财务费用率为 0.23%，同比减少 0.16PCT。
- 公司将受益于重卡行业高景气度。**本轮基建周期中，预计经济增长带来的货运需求将平稳增长，同时治超带来的行业扩容性需求减弱，基建投资将逐渐主导行业需求。叠加无锡国道事件带来的治超力度加强，我们预计重卡保有量将提升至 800 万辆左右，按照八年的自然使用寿命计算，每年对应的更新换代需求为 100 万辆。公司作为重卡行业龙头，将受益于重卡行业的高景气度。
- 盈利预测与估值建议：**随着政策边际转松，基建投资将主导重卡行业需求，叠加超载治理，重卡保有量将提升至 800 万辆，对应自然更新需求 100 万辆。公司将受益于重卡行业的高景气度。考虑到下游重卡行业持续高景气度，我们上调公司 2020/2021/2022 年净利润为 15.77/17.38/19.17 亿元(调整前为 12.97/14.76/17.45 亿元)，对应 EPS 为 2.35/2.59/2.86 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**国三重卡淘汰不及预期、排放标准执行力度不及预期。

1、年报业绩概览：Q2 业绩扭转，符合预期

- **事件：**公司发布 2020 年中报，2020H1 年公司实现营收 266.15 亿元，同比增长 18.46%；实现归母净利润 7.28 亿元，同比增长 13.77%；实现扣非归母净利润 6.94 亿元，同比增长 16.99%。其中，Q2 实现营收 184.04 亿元，同比增长 68.20%；实现归母净利润 4.66 亿元，同比增长 41.34%；实现扣非归母净利润 4.41 亿元，同比增长 46.80%。

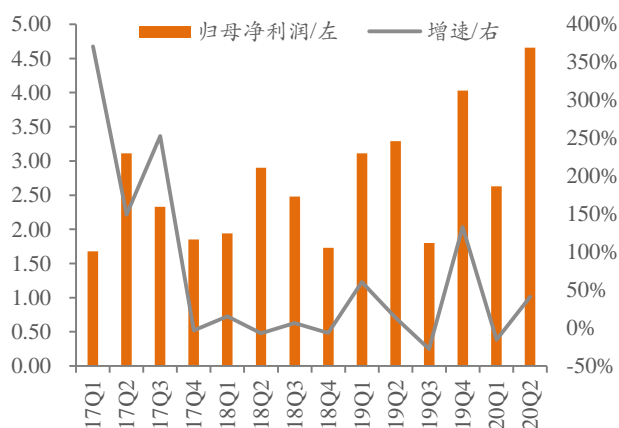
图表 1：2019 年年报概览

	2019H1	2020H1	同比	2019Q2	2020Q2	同比
营业总收入(亿元)	224.68	266.15	18.46%	109.42	184.04	68.20%
营业利润(亿元)	10.99	12.67	15.29%	5.55	8.29	49.37%
利润总额(亿元)	11.26	12.90	14.56%	5.69	8.41	47.80%
净利润(亿元)	8.72	9.80	12.39%	4.53	6.47	42.83%
归母净利润(亿元)	6.40	7.28	13.77%	3.29	4.66	41.34%
扣非归母净利润(亿元)	5.93	6.94	16.99%	3.01	4.41	46.80%
销售毛利率	10.47%	10.69%	0.22PCT	11.46%	10.29%	-3.56PCT
销售净利率	3.88%	3.68%	-0.20PCT	4.14%	3.52%	-0.55PCT

来源：Wind，中泰证券研究所

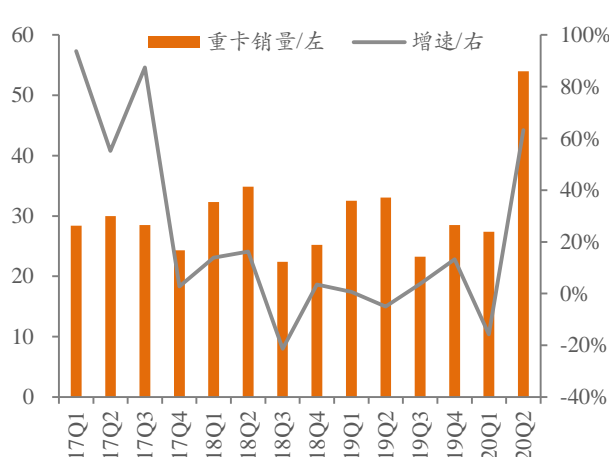
- **Q2 业绩扭转，符合预期。**2020H1 重卡实现销量 81.4 万辆 (+24.0%)，其中 Q1 实现销量 27.4 万辆 (-15.82%)，Q2 实现销量 53.99 万辆 (+63.25%)。受益于下游行业高景气度，公司 Q2 业绩实现扭转。分季度来看，Q1 实现归母净利润 2.63 亿元 (-15.46%)；Q2 实现归母净利润 4.66 亿元 (+41.34%)，业绩扭转、符合预期。

图表 2：公司单季归母净利润（亿元）、增速



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 3：重卡分季度销量（万辆）、增速

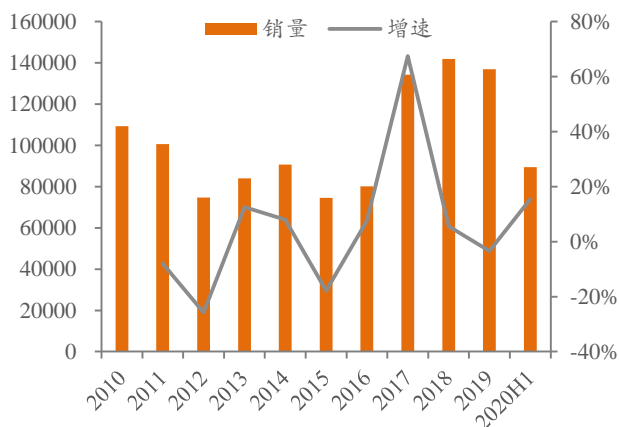


来源：WIND、中泰证券研究所

2、主营业务：重卡销量实现高增长

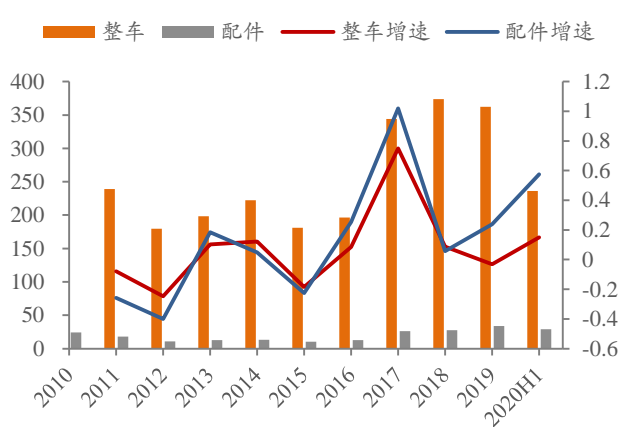
- 重卡销量实现高增长。**在有效抗疫的同时，有序快速推进复工复产，在产能提升、降本增效、信息化建设、优化营销模式、新能源项目建设等方面取得了显著成绩。公司上半年实现重卡销售 8.95 万辆，同比增长 15.45%；公司整车业务实现营收 236.04 亿元，同比增长 14.94%。

图表 4：公司重卡销量（辆）、增速



来源：公司公告、中泰证券研究所

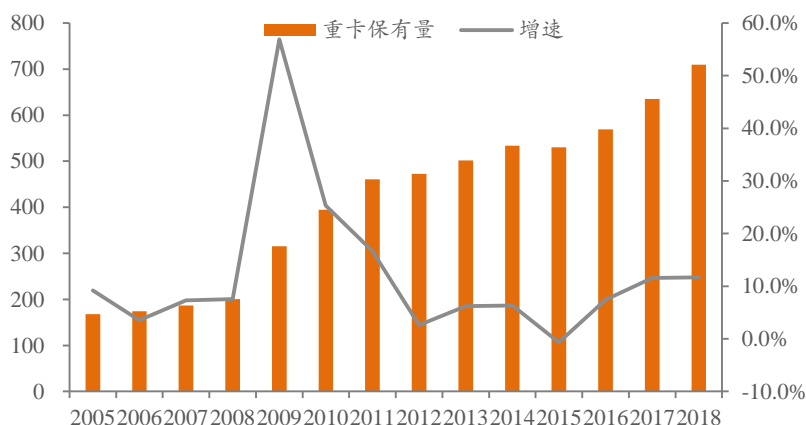
图表 5：公司分产品营收（亿元）、增速



来源：WIND、中泰证券研究所

- 公司将受益于重卡行业高景气度。**本轮基建周期中，预计经济增长带来的货运需求将平稳增长，同时治超带来的行业扩容性需求减弱，基建投资将逐渐主导行业需求。叠加无锡国道事件带来的治超力度加强，我们预计重卡保有量将提升至 800 万辆左右，按照八年的自然使用寿命计算，每年对应的更新换代需求为 100 万辆。公司作为重卡行业龙头，将受益于重卡行业的高景气度。

图表 6：重卡保有量（万辆）、增速

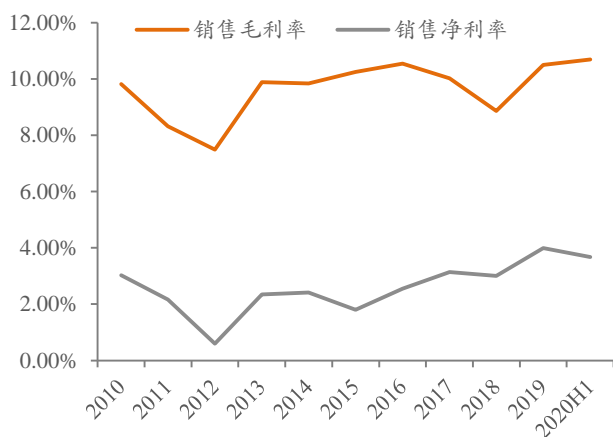


来源：方得网、中泰证券研究所

3、财务状况：毛利率维持高点，研发投入增长

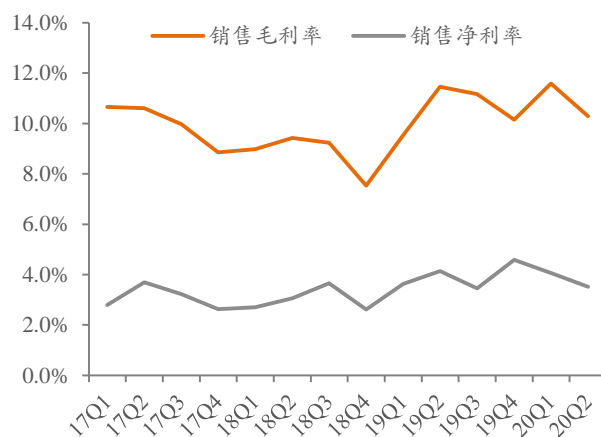
- 毛利率维持高点，研发投入增长。2020H1 销售毛利率为 10.69%，同比增长 0.22 个百分点。分季度来看，Q1、Q2 毛利率分别问 11.6%(+2.1%)、10.3% (-1.2%)。2020H1 公司期间费用率为 4.85%，同比增长 0.57 个百分点。其中，销售费用率为 2.20%，同比减少 0.32PCT)；管理研发费用率为 2.4%，同比增长 1.05PCT，主要由于研发投入增长所致；财务费用率为 0.23%，同比减少 0.16PCT。

图表 7：公司销售毛利率、销售净利率（年度）



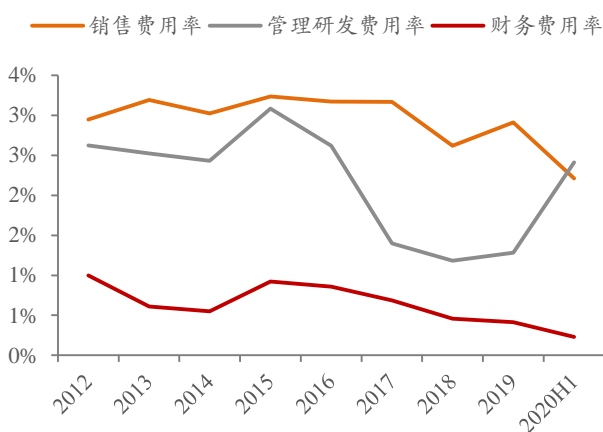
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 8：公司销售毛利率、销售净利率（季度）



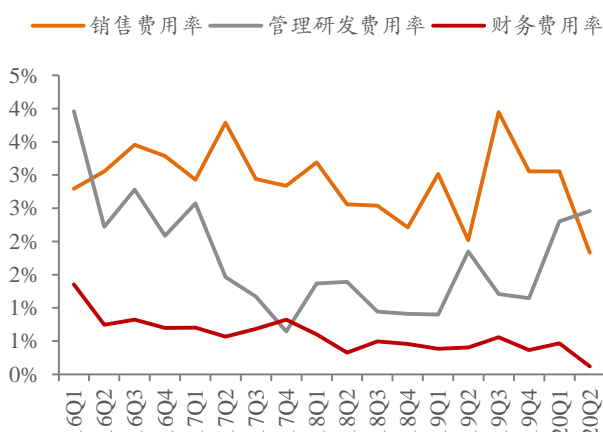
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 9：公司期间费用率（年度）



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 10：公司期间费用率（季度）



来源：WIND、中泰证券研究所

4、盈利预测与投资建议

- 盈利预测与估值建议:** 随着政策边际转松, 基建投资将主导重卡行业需求, 叠加超载治理, 重卡保有量将提升至 800 万辆, 对应自然更新需求 100 万辆。公司将受益于重卡行业的高景气度。考虑到下游重卡行业持续高景气度, 我们上调公司 2020/2021/2022 年净利润为 15.77/17.38/19.17 亿元 (调整前为 12.97/14.76/17.45 亿元), 对应 EPS 为 2.35/2.59/2.86 元, 维持“买入”评级。

图表 11: 可比公司估值 (20200828)

股票代码	简称	市值	股价	EPS				PE			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
600166	福田汽车	166	2.53	0.03	0.16	0.24	0.22	69.7	15.8	10.5	11.5
600031	三一重工	1,894	22.35	1.33	1.65	1.85	2.02	12.6	13.5	12.1	11.1
000425	徐工机械	508	6.49	0.46	0.61	0.71	0.78	11.8	10.6	9.1	8.3
	平均值							31.3	13.3	10.6	10.3
000951	中国重汽	250	37.20	1.82	2.35	2.59	2.86	12.1	15.8	14.4	13.0

来源: WIND、中泰证券研究所 备注: 可比公司盈利预测来源于 WIND 一致预期

5、风险提示

- **国三重卡淘汰不及预期：**公司业绩和重卡销量高度相关，国三重卡淘汰不及预期将影响重卡行业销量，从而影响公司业绩。
- **排放标准执行力度不及预期：**重卡排放标准执行力度也影响重卡行业销量从而影响公司业绩。

图表 12: 财务摘要 (万元)

利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,037,787.9	3,984,282.0	4,705,526.9	4,324,530.5	4,221,321.5	成长性					
减: 营业成本	3,680,134.2	3,565,751.4	4,197,365.8	3,807,084.8	3,680,134.9	营业收入增长率	8.2%	-1.3%	18.1%	-8.1%	-2.4%
营业税金	12,498.4	15,530.2	18,341.5	16,856.4	16,454.1	营业利润增长率	-4.0%	38.1%	29.2%	10.8%	9.9%
销售费用	105,790.4	116,023.5	137,026.4	125,931.7	122,926.2	净利润增长率	0.8%	35.2%	28.9%	10.2%	10.3%
管理费用	28,745.1	27,889.9	32,938.5	30,271.6	29,549.1	EBITDA增长率	10.9%	29.5%	-3.9%	10.6%	15.0%
财务费用	18,468.0	16,507.4	19,495.6	17,917.0	17,489.4	EBIT增长率	12.9%	32.1%	-4.0%	11.5%	16.2%
资产减值损失	10,573.3	-5,247.9	10,573.3	10,573.3	10,573.3	NOPLAT增长率	-4.9%	32.5%	28.3%	9.5%	9.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-3.2%	-5.0%	74.6%	-35.3%	0.1%
投资收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	7.4%	14.5%	16.8%	17.8%	18.5%
营业利润	147,180.4	203,193.8	262,466.6	290,788.5	319,686.5	利润率					
加: 营业外净收支	10,172.1	3,453.6	6,812.8	6,812.8	6,812.8	毛利率	8.9%	10.5%	10.8%	12.0%	12.8%
利润总额	157,352.5	206,647.3	269,279.5	297,601.3	326,499.3	营业利润率	3.6%	5.1%	5.6%	6.7%	7.6%
减: 所得税	36,028.4	47,510.7	61,910.5	68,422.1	75,066.1	净利润率	2.2%	3.1%	3.4%	4.0%	4.5%
净利润	90,514.3	122,338.6	157,667.7	173,805.2	191,715.3	EBITDA/营业收入	5.5%	7.2%	7.1%	8.2%	9.1%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	5.0%	6.6%	6.5%	7.6%	8.5%
货币资金	139,189.7	276,095.8	313,842.2	297,523.0	309,632.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	11	11	9	8	6
应收账款	339,134.8	343,272.8	482,150.7	251,902.6	474,773.2	流动资产周转天数	75	72	104	118	89
应收票据	-	-	1,223,787.5	375,274.1	234,890.5	总资产周转天数	199	189	241	255	219
预付账款	9,972.8	10,201.6	17,649.5	6,107.9	16,627.4	应收账款周转天数	29	31	32	31	31
存货	578,926.6	512,007.4	953,572.7	357,497.4	888,589.7	存货周转天数	62	49	56	55	52
其他流动资产	922,735.2	1,041,216.2	663,097.1	875,682.8	859,998.7	总资产周转天数	219	208	260	273	234
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	89	86	117	130	98
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	14.9%	17.5%	16.4%	16.3%	16.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.5%	6.6%	5.2%	8.2%	8.6%
固定资产	121,825.5	130,397.5	108,586.8	86,776.0	64,965.2	ROIC	12.6%	17.3%	23.4%	12.4%	22.4%
在建工程	18,107.0	10,146.2	10,146.2	10,146.2	10,146.2	费用率					
无形资产	36,438.3	35,675.9	34,652.3	33,628.8	32,605.2	销售费用率	2.6%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
其他非流动资产	39,323.5	41,330.5	40,269.7	40,307.9	40,636.1	管理费用率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
资产总额	2,205,653.2	2,400,344.0	3,259,468.8	2,378,331.9	2,655,064.9	财务费用率	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
短期债务	470,000.0	460,000.0	787,169.6	306,689.0	120,071.3	二费/营业收入	3.8%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
应付账款	536,229.0	706,401.4	828,891.2	524,416.9	787,841.6	偿债能力					
应付票据	289,441.2	209,699.7	525,427.8	108,681.8	482,203.9	资产负债率	68.9%	67.2%	71.6%	54.5%	51.7%
其他流动负债	204,336.5	218,919.3	283,945.8	237,584.5	219,706.2	负债权益比	221.1%	205.2%	254.8%	119.7%	106.9%
长期借款	-	-	272,485.5	-	-	流动比率	1.33	1.37	1.50	1.73	1.85
其他非流动负债	18,808.3	18,778.9	19,124.7	18,904.0	18,935.8	速动比率	0.94	1.05	1.15	1.40	1.33
负债总额	1,518,815.0	1,613,799.4	2,340,754.8	1,295,673.6	1,372,110.9	利息保障倍数	10.83	16.01	15.61	18.36	20.51
少数股东权益	79,588.4	87,625.3	137,326.6	192,700.7	252,418.7	分红指标					
股本	67,108.1	67,108.1	67,108.1	67,108.1	67,108.1	DPS(元)	0.46	0.55	0.90	0.89	0.98
留存收益	538,639.7	630,108.6	723,092.0	840,002.5	985,939.3	分红比率	34.1%	30.2%	38.4%	34.2%	34.3%
股东权益	686,838.2	786,544.7	918,714.0	1,082,658.2	1,282,953.9	股息收益率	1.2%	1.5%	2.4%	2.4%	2.6%
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	121,324.1	159,136.7	157,667.7	173,805.2	191,715.3	EPS(元)	1.35	1.82	2.35	2.59	2.86
加: 折旧和摊销	22,230.0	23,612.6	22,834.3	22,834.3	22,834.3	BVPS(元)	9.05	10.41	11.78	13.52	15.69
资产减值准备	26,995.4	18,726.6	-	-	-	PE(X)	27.6	20.4	15.8	14.4	13.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.1	3.6	2.0	1.7	1.5
财务费用	20,858.2	19,065.2	19,495.6	17,917.0	17,489.4	P/FCF	-30.2	15.5	46.3	-48.6	-118.7
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6
少数股东损益	30,809.8	36,798.1	49,701.3	55,374.1	59,718.0	EV/EBITDA	5.0	6.0	8.7	5.7	4.5
营运资金的变动	-769,178.5	-63,069.9	-905,147.9	688,957.6	22,991.4	CAGR(%)	23.6%	16.5%	21.0%	23.6%	16.5%
经营活动产生现金	187,124.8	260,368.0	-507,224.7	782,771.6	243,337.5	PEG	1.2	1.2	0.8	0.6	0.8
投资活动产生现金	-12,282.1	-14,982.1	-	-	-	ROIC/WACC	1.7	2.3	2.5	1.6	3.0
融资活动产生现金	-298,921.6	-89,646.4	544,971.1	-799,090.7	-231,227.6	REP	0.7	0.8	0.6	1.0	0.5

来源: WIND、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。