

重卡海外业务稳居榜首

——中国重汽（3808.HK）事件点评

2019年01月15日

推荐/首次

中国重汽 | 事件点评

事件：

根据中国重汽商务年会上公布的销量数据，2018年公司重卡销量为16.9万辆，同比增长7.7%。公司重卡出口3.63万辆，占据国内重卡出口50%份额，连续14年排名全国第一，同比增长约10%。

主要观点：

1. 重卡国内份额稳步提升

根据我们的测算，2018年公司在国内重卡市场的份额为14.5%，同比提升0.5%。公司与MAN公司合作的汕德卡品牌中高端重卡，在牵引车方面较有优势。而参考发达国家的重卡市场结构，国内重卡市场未来的增长将以牵引车为主。

2. 海外业务优势明显，重卡周期性将逐渐减弱

公司近年在中国重卡行业出口中的份额稳居50%左右。即使在2013-2015年中国汽车全行业出口的低潮时期，公司年重卡出口量也稳定在2.5万辆左右，未随市场大幅下滑。公司2018年海外重卡销售约占全部重卡业务的21%。未来随着“一带一路”项目的陆续开展，各沿线国家的基建需求将带动对中国重卡的需求。同时，相比中国，广大第三世界国家的人均物流量仍有较大的提升空间。公司截止2017年已在约90个国家设有逾260个一级经销商，且在埃塞俄比亚等国家建有10余个KD工厂实施本地化生产。

我们对公司未来的海外业务增长强烈看好，预计到2022年海外重卡销售达到11.7万辆，2018-2022 CAGR=34%。届时，海外重卡业务在公司的占比将相比2018年翻一番达到42%。

分析师：陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517080001

研究助理：

刘一鸣

010-66554026

liu_y_m@dxzq.net.cn

王紫

010-66554104

wang-zi@dxzq.net.cn

相关研究报告

3、轻卡业务成后起之秀

公司 2018 年销售轻卡 13.4 万辆，同比增长 24.5%，远超行业增速，市占率达到 7%。轻卡业务可以分摊一定的费用率，并起到分散风险的作用。

结论：

我们认为广大第三世界国家的重卡消费能力将逐步得到释放，未来将成为公司业务增长的主要引擎。同时海外业务的开展有望减弱公司重卡业务的周期属性。公司与潍柴动力的主营业务有一定的重叠，未来随着领导团队的整合，费用率有望进一步降低。我们预测公司 2018-2021 年的 EPS 分别为 1.41/1.39/1.37/1.35 人民币，对应 PE 分别为 6.95/7.02/7.15/7.23。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：

宏观经济弱于预期；商用车领域出现价格战。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	33808	44411	44990	49867	54895	营业收入	32959	55458	61968	67513	75556
货币资金	9188	12417	19803	20985	21009	营业成本	27141	45430	50777	55320	61911
应收账款	14030	15151	9569	11350	13737	营业费用	2395	3229	3098	3713	4533
其他应收款	415	353	394	429	481	管理费用	2586	2952	3098	3713	4533
存货	8372	13246	11915	13739	16224	财务费用	251	262	-41	-204	-210
其他流动资产	1802	3244	3309	3364	3445	投资净收益	60	45	45	45	45
非流动资产合计	15678	16772	16396	15968	16496	营业利润	701	1534	5081	5016	4834
长期股权投资	0	0	0	0	0	营业外收入	275	424	424	462	517
固定资产	10165	9938	9554	9122	9618	利润总额	922	4055	5505	5478	5351
无形资产	350	357	363	368	401	所得税	259	720	1283	1262	1143
其他非流动资产	1656	1654	1654	1654	1654	净利润	663	3336	4222	4215	4208
资产总计	49485	61183	61386	65835	71391	少数股东损益	131	313	337	369	429
流动负债合计	26771	35325	33382	35672	39040	归属母公司净利润	532	3023	3885	3847	3779
短期借款	4512	3990	0	0	0	EBITDA	1527	2375	6037	5859	5746
应付账款	20811	28546	31469	33526	36673	EPS (元)	0.19	1.09	1.41	1.39	1.37
非流动负债合计	375	427	427	427	427	主要财务比率					
						2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	27146	35752	33809	36098	39466	成长能力					
少数股东权益	2427	2673	3010	3379	3808	营业收入增长	16.44%	68.26%	11.74%	8.95%	11.91%
实收资本(或股	16717	16717	16717	16717	16717	归属于母公司净利润	28.51%	-0.99%	28.51%	-0.99%	-1.76%
未分配利润	4083	6617	8426	10217	11976	获利能力					
归属母公司股东			24566	26357	28117	净利率(%)	2.01%	6.02%	6.81%	6.24%	5.57%
负债和所有者权益	49485	61183	61386	65835	71391	总资产净利润(%)	2.01%	6.02%	6.81%	6.24%	5.57%
现金流量表	单位:百万元					总资产	1.08%	4.94%	6.33%	5.84%	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	2.71%	14.17%	15.81%	14.59%	13.44%
经营活动现金流	-308	887	13985	3608	3438	偿债能力					
净利润	663	3336	4222	4215	4208	资产负债率(%)	55%	58%	55%	55%	55%
折旧摊销	575.85	579.62	0.00	931.97	1004.87	流动比率		1.35	1.40	1.41	
财务费用	251	262	-41	-204	-210	速动比率		0.99	1.01	0.99	
应收账款减少			5582	-1781	-2387	营运能力					
预收账款增加						总资产周转率	0.72	1.00	1.01	1.06	1.10
投资活动现金流	-64	-173	-575	-575	-1605	应收账款周转率	2.4	3.8	5.0	6.5	6.0
						应付账款周转率	1.92	2.25	2.07	2.08	2.15
						每股指标(元)					
投资收益	60	45	45	45	45	每股收益(最新摊薄)	0.19	1.09	1.41	1.39	1.37
筹资活动现金流	-187	1073	-6025	-1852	-1810	每股净现金流(最新)	-0.03	0.11	0.44	0.07	0.00
						每股净资产(最新摊)		1.47	1.58	1.68	
						估值比率					
						P/E	62.09	12.48	6.95	7.02	7.15
						P/B	0.67	1.00	1.10	1.02	0.96
现金净增加额	-559	1788	7386	1181	24	EV/EBITDA	104.01	65.31	1.19	24.33	24.81

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，7年国内外汽车零部件行业项目管理及技术开发经验。2018年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

王紫

对外经济贸易大学管理学学士，法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018年5月加入东兴证券研究所海外组，从事港股大消费领域研究及部分港股策略研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。