

买入 (维持)

3808.HK 中国重汽

港股通(沪、深)

目标价: 25.30 港元

现价: 19.42 港元

市占率持续提升, 海外明年有望高速增长

2020年11月17日

预期升幅: 30.3%

主要财务指标

| 会计年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 62,227 | 93,975 | 85,740 | 89,185 |
| 同比增长 | -0.8% | 51.0% | -8.8% | 4.0% |
| 归母净利润(百万元) | 3,334 | 5,929 | 5,944 | 6,420 |
| 同比增长 | -23.3% | 77.8% | 0.2% | 8.0% |
| 净利润率 | 5.4% | 6.3% | 6.9% | 7.2% |
| 净资产收益率 | 12.2% | 18.9% | 16.7% | 16.0% |
| 总资产收益率 | 5.7% | 7.7% | 7.3% | 7.3% |
| 每股收益(元) | 1.21 | 2.15 | 2.15 | 2.32 |

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

市场数据

| 日期 | 2020.11.16 |
|-----------|------------|
| 收盘价(港元) | 19.42 |
| 总股本(百万股) | 2,761 |
| 总市值(百万港元) | 53,619 |
| 净资产(百万元) | 28,253 |
| 总资产(百万元) | 89,845 |
| 每股净资产(元) | 10.2 |

数据来源: Wind

相关报告

中国重汽(3808.HK)曼技术构建核心竞争力, 全系列商用车龙头整装待发-20200906

海外汽车研究

分析师:

余小丽

兴业证券经济与金融研究院

yuxiaoli@xyzq.com.cn

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

投资要点

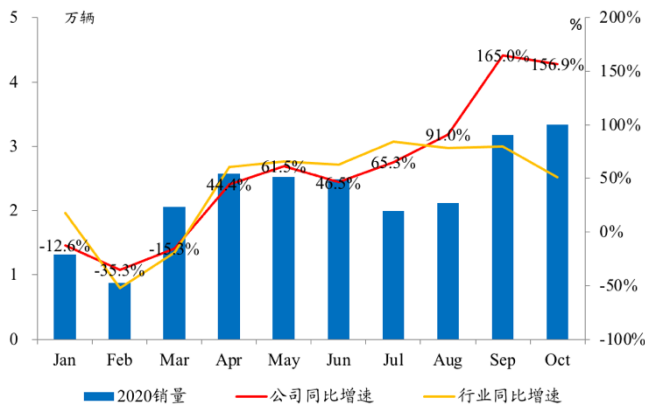
- **公司重卡销量增速大幅高于行业, 市占率持续提升。**根据中汽协数据, 10月重卡销量达到13.8万辆, 环比下降8.4%, 同比增长50.6%; 1-10月, 重卡销量为137.4万辆, 同比增长40.2%。10月, 中国重汽重卡销量达到3.34万辆, 环比增长5.0%, 同比增长158%, 增速大幅高于行业; 1-10月, 中国重汽重卡累计销量为22.72万辆, 同比增长50%, 累计销量增速高于行业10个百分点。公司市占率持续提升, 上半年累计市场份额为14.8%, 10月单月市场份额达到24.3%, 1-10月累计市场份额达到16.54%, 同比增加1.1个百分点。
- **重卡高增速主要源自牵引车销量的大幅增长, 10月市占率位居行业第一。**10月, 牵引车总销量为7.11万辆, 同比增长54%; 1-10月, 牵引车累计销量为46.37%, 同比增长54%。10月, 中国重汽牵引车销量为2.15万辆, 占公司重卡销量的64.4%, 同比增长254%, 市占率为30.2%; 1-10月, 重汽牵引车累计销量为6.02万辆, 同比增长95%。受益于物流行业的快速发展, 近年来物流重卡是重卡主要增长动力, 牵引车是物流重卡最重要的车型。作为传统的工程重卡龙头, 中国重汽过去在物流重卡领域竞争力较弱。自引进曼技术后, 公司物流重卡进步显著。我们认为, 未来伴随物流重卡需求的快速增长, 公司重卡市占率有望持续提升。
- **海外市场销量下滑但市占率提升, 明年有望引来高速增长。**中国重汽是我国最早走向世界的重卡企业, 重卡产品广泛销往东南亚、非洲、中亚、中东等欠发达地区。公司海外重卡销量近年来稳定增长, 市场份额超过40%, 位居行业第一。今年以来, 受全球公共卫生事件影响, 上半年公司出口销量同比减少30%, 自三季度开始降幅有所收窄, 市场份额提升至50%以上。全年公司海外重卡销量降幅可能超过20%。伴随海外卫生事件影响的逐步缓和以及持续受抑制需求的爆发, 我们认为公司海外市场有望在明年迎来较高增长速度。
- **我们的观点:**中国重汽是具有自主研发和制造能力、产业链完整的优秀卡车制造商。我们认为我国重卡高保有量将大幅抬升行业销量中枢, 行业周期性将明显减弱。轻卡及海外业务的快速增长有望助力公司穿越重卡行业周期, 保持业绩稳定性。我们预测公司2020-2022年收入分别为939.75亿元、857.40亿元及891.85亿元, 2020-2022年利润分别为59.29亿元、59.44亿元及64.20亿元, 给予公司10倍2021年市盈率, 目标价25.3港元, 给予“买入”评级。

风险提示: 重卡销量大幅下滑; 当前事件持续; 海外市场恢复不及预期。

报告正文

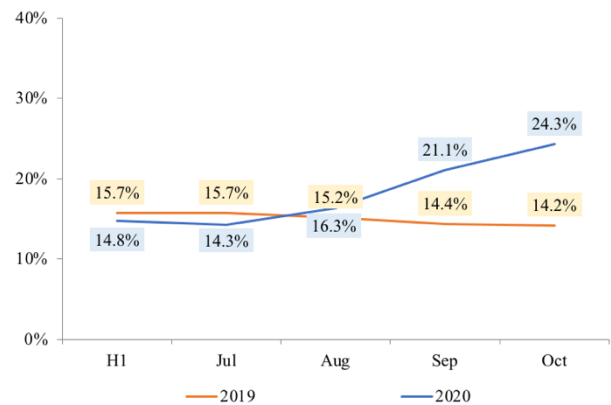
公司重卡销量增速大幅高于行业，市占率持续提升。根据中汽协数据，10月重卡销量达到13.8万辆，环比下降8.4%，同比增长50.6%；1-10月，重卡销量为137.4万辆，同比增长40.2%。10月，中国重汽重卡销量达到3.34万辆，环比增长5.0%，同比增长158%，增速大幅高于行业；1-10月，中国重汽重卡累计销量为22.72万辆，同比增长50%，累计销量增速高于行业10个百分点。公司市占率持续提升，上半年累计市场份额为14.8%，10月单月市场份额达到24.3%，1-10月累计市场份额达到16.54%，同比增加1.1个百分点。

图1、重汽重卡2020年销量、增速及行业增速



资料来源：汽车工业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

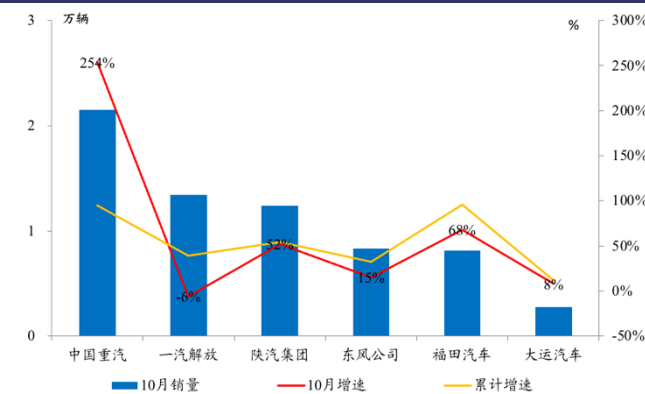
图2、重汽重卡2020年市占率变化



资料来源：汽车工业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

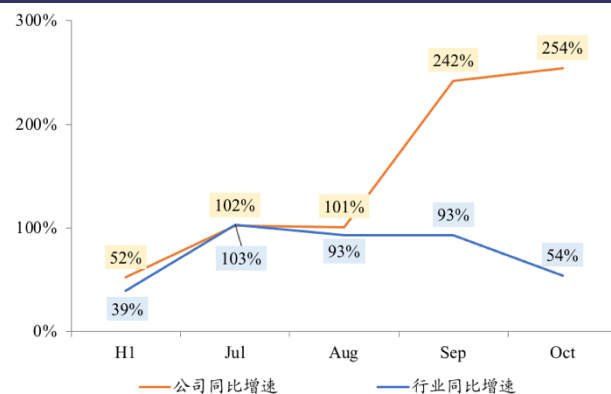
重卡高增速主要源自牵引车销量的大幅增长，10月市占率位居行业第一。10月，牵引车总销量为7.11万辆，同比增长54%；1-10月，牵引车累计销量为46.37%，同比增长54%。10月，中国重汽牵引车销量为2.15万辆，占公司重卡销量的64.4%，同比增长254%，市占率为30.2%；1-10月，重汽牵引车累计销量为6.02万辆，同比增长95%。受益于物流行业的快速发展，近年来物流重卡是重卡主要增长动力，牵引车是物流重卡最重要的车型。作为传统的工程重卡龙头，中国重汽过去在物流重卡领域竞争力较弱。自引进曼技术后，公司物流重卡进步显著。我们认为，未来伴随物流重卡需求的快速增长，公司重卡市占率有望持续提升。

图3、10月牵引车市场销量排行及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、重汽牵引车销量增速与行业增速



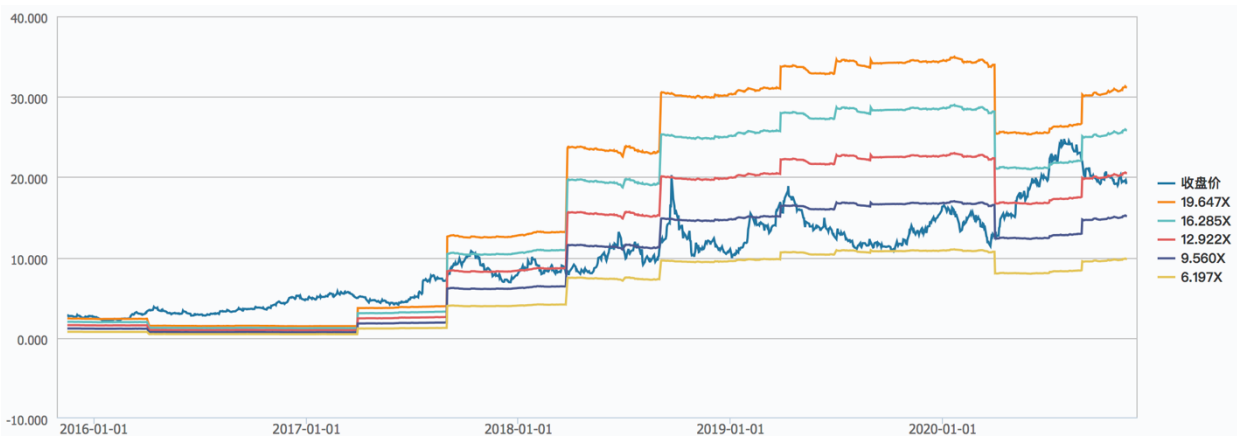
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

海外市场销量下滑但市占率提升，明年有望引来高增长。中国重汽是我国最早走向世界的重卡企业，重卡产品广泛销往东南亚、非洲、中亚、中东等欠发达地区。公司海外重卡销量近年来稳定增长，市场份额超过 40%，位居行业第一。今年以来，受全球公共卫生事件影响，上半年公司出口销量同比减少 30%，自三季度开始降幅有所收窄，市场份额提升至 50% 以上。全年公司海外重卡销量降幅可能超过 20%。伴随海外卫生事件影响的逐步缓和以及持续受抑制需求的爆发，我们认为公司海外市场有望在明年迎来较高增长速度。

我们的观点：中国重汽是具有自主研发和制造能力、产业链完整的优秀卡车制造商。我们认为我国重卡高保有量将大幅抬升行业销量中枢，行业周期性将明显减弱。轻卡及海外业务的快速增长有望助力公司穿越重卡行业周期，保持业绩稳定性。我们预测公司 2020-2022 年收入分别为 939.75 亿元、857.40 亿元及 891.85 亿元，2020-2022 年利润分别为 59.29 亿元、59.44 亿元及 64.20 亿元，给予公司 10 倍 2021 年市盈率，目标价 25.3 港元，给予“买入”评级。

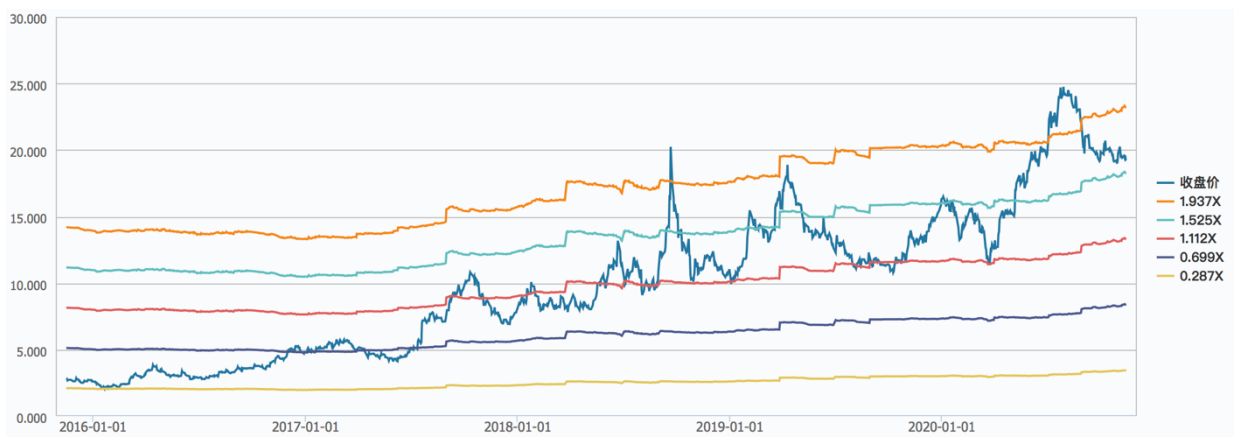
风险提示：重卡销量大幅下滑；当前事件持续；海外市场恢复不及预期。

图 5、中国重汽历年 PE band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、中国重汽历年 PB band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

附表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 单位: 百万元 | | | | | 单位: 百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 会计年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 48,210 | 68,148 | 72,124 | 77,019 | 营业收入 | 62,227 | 93,975 | 85,740 | 89,185 |
| 存货 | 9,721 | 12,637 | 11,373 | 10,805 | 营业成本 | (50,380) | (75,369) | (68,678) | (71,348) |
| 应收款项及其他资产 | 16,051 | 18,281 | 18,336 | 19,253 | 分销成本 | (3,400) | (4,680) | (4,073) | (4,159) |
| 其他金融资产 | 3,977 | 7,293 | 8,142 | 8,832 | 行政开支 | (3,406) | (5,731) | (5,060) | (5,160) |
| 应收关联方结余 | 271 | 430 | 433 | 468 | 金融资产的净减值损失 | (832) | (434) | (234) | (187) |
| 现金及银行结余 | 18,191 | 29,507 | 33,838 | 37,661 | 其他收益-净额 | 631 | 791 | 846 | 880 |
| 非流动资产 | 17,741 | 20,115 | 21,657 | 24,037 | 经营溢利 | 4,839 | 8,552 | 8,542 | 9,211 |
| 使用权资产 | 1,629 | 1,924 | 1,939 | 1,997 | 财务费用净额 | (96) | 82 | 95 | 108 |
| 物业、厂房及设备 | 9,906 | 10,584 | 12,065 | 14,086 | 资溢利减亏损份额 | 61 | 58 | 62 | 65 |
| 投资物业 | 797 | 777 | 784 | 799 | 税前利润 | 4,805 | 8,692 | 8,699 | 9,384 |
| 无形资产 | 279 | 297 | 299 | 305 | 所得税开支 | (1,029) | (1,861) | (1,863) | (2,010) |
| 应收款项及其他资产 | 2,907 | 3,699 | 3,710 | 3,895 | 年度利润 | 3,776 | 6,830 | 6,836 | 7,375 |
| 其他非流动资产 | 2,223 | 2,835 | 2,861 | 2,954 | 非控制性权益 | 442 | 901 | 892 | 955 |
| 总资产 | 65,951 | 88,264 | 93,781 | 101,055 | 本公司拥有人 | 3,334 | 5,929 | 5,944 | 6,420 |
| 流动负债 | 35,175 | 51,765 | 52,596 | 54,407 | 每股收益(元) | 1.21 | 2.15 | 2.15 | 2.32 |
| 贸易应付款项及其他负债 | 31,455 | 46,944 | 47,413 | 48,835 | | | | | |
| 借款 | 1,000 | 1,400 | 1,512 | 1,588 | 主要财务比率 | | | | |
| 应付关联方结余 | 1,085 | 713 | 785 | 847 | 会计年度 | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
| 其他流动负债 | 1,636 | 2,709 | 2,886 | 3,136 | 成长性(%) | | | | |
| 非流动负债 | 347 | 1,322 | 1,335 | 1,441 | 营业收入增长率 | -0.8% | 51.0% | -8.8% | 4.0% |
| 离职及退休后福利义务 | 7 | 871 | 880 | 950 | 归母净利润增长率 | -23.3% | 77.8% | 0.2% | 8.0% |
| 递延收益 | 286 | 400 | 404 | 437 | | | | | |
| 其他负债 | 55 | 51 | 51 | 55 | 盈利能力分析(%) | | | | |
| 总负债 | 35,523 | 53,087 | 53,931 | 55,848 | 毛利率 | 19.0% | 19.8% | 19.9% | 20.0% |
| 股东权益总额 | 27,261 | 31,411 | 35,572 | 40,066 | 税前利润率 | 7.7% | 9.2% | 10.1% | 10.5% |
| 少数股东权益 | 438 | 526 | 531 | 574 | 年度利润率 | 6.1% | 7.3% | 8.0% | 8.3% |
| 所有者权益合计 | 30,428 | 35,340 | 40,107 | 45,274 | 归母净利润率 | 5.4% | 6.3% | 6.9% | 7.2% |
| 负债及所有者权益 | 65,951 | 88,427 | 94,038 | 101,121 | 净资产收益率 | 12.2% | 18.9% | 16.7% | 16.0% |
| | | | | | 资产收益率 | 5.7% | 7.7% | 7.3% | 7.3% |
| | | | | | | | | | |
| 现金流量表 | 单位: 百万元 | | | | | | | | |
| 会计年度 | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 偿债能力(%) | | | | |
| 经营活动现金流 | 8,634 | 17,110 | 9,127 | 9,009 | 资产负债率 | 53.9% | 60.1% | 57.5% | 55.3% |
| 税前利润 | 4,805 | 8,692 | 8,699 | 9,384 | 速动比率 | 1.1 | 1.1 | 1.2 | 1.2 |
| 折旧及摊销 | 1,629 | 1,698 | 1,913 | 2,221 | 流动比率 | 1.4 | 1.3 | 1.4 | 1.4 |
| 营运资本变动 | 2,664 | 8,401 | 411 | (477) | | | | | |
| 其他营业资产及负债变动 | (463) | (1,681) | (1,895) | (2,120) | 营运能力(天) | | | | |
| 投资活动现金流 | (29) | (1,035) | (1,793) | (2,490) | 平均资产周转天数 | 387 | 343 | 399 | 414 |
| 购买物业、厂房及设备 | (1,370) | (786) | (1,424) | (1,429) | 平均存货周转天数 | 57 | 49 | 48 | 44 |
| 赎回金融资产所得款项 | 34,974 | 39,781 | 39,228 | 42,238 | 平均应收账款天数 | 94 | 71 | 78 | 79 |
| 其他投资活动现金流 | (33,632) | (40,030) | (39,597) | (43,299) | 平均应付账款天数 | 185 | 182 | 202 | 200 |
| 融资活动现金流 | (5,708) | (2,353) | (3,037) | (2,733) | | | | | |
| 偿还计息银行及其他借款 | (4,340) | (2,821) | (2,680) | (2,546) | 每股资料(元) | | | | |
| 已付本公司拥有人股息 | (1,555) | (994) | (1,779) | (1,783) | 每股收益 | 1.21 | 2.15 | 2.15 | 2.32 |
| 新增银行贷款 | 654 | 1,635 | 1,741 | 1,915 | 每股净资产 | 9.87 | 11.37 | 12.88 | 14.51 |
| 其它长期资产变动 | (468) | (173) | (319) | (319) | | | | | |
| 现金及现金等价物变动 | 2,897 | 13,722 | 4,298 | 3,786 | 估值比率(倍) | | | | |
| 外汇变动影响 | 28 | 33 | 34 | 36 | PE | 13.7 | 7.7 | 7.7 | 7.1 |
| 期初现金 | 12,827 | 15,752 | 29,507 | 33,838 | PB | 1.7 | 1.5 | 1.3 | 1.1 |
| 期末现金 | 15,752 | 29,507 | 33,838 | 37,661 | 股息率(%) | 1.9% | 3.3% | 3.3% | 3.6% |

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|------|------|--|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15% |
| | | 审慎增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | | 无评级 | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。