

中国重汽 (000951.SZ)

19 年年报点评：业绩大幅增长，净利率创近 12 年新高

核心观点：

- **19 年公司归母净利润同比增长 35.2%**。根据年报，公司 19 年实现营业收入 398.4 亿元，同比下降 1.33%；实现归母净利润 12.23 亿元，同比增长 35.2%；实现扣非后归母净利润 11.54 亿元，同比增长 48.4%。19 年公司销售重卡 13.7 万辆，同比下降 3.45%，作为国内工程重卡龙头，销量下降主要受工程重卡治超影响，19 年 Q1-Q4 公司营收同比增速分别为 24.8%/-17.8%/-21.7%/15.6%，治超的短期负面影响已逐渐消化。根据年报，公司计划 20 年销售整车 14.2 万辆，实现销售收入 450 亿元。
- **净利率创 08 年以来新高，经营性现金流净额创历史新高**。19 年公司毛利率、净利率分别为 10.50%/3.99%，较 18 年分别提升 1.6/1.0pct，在治超短期负面影响下，净利率逆势创 08 年以来新高；19 年公司经营性现金流净额为 26.0 亿元，创历史新高。
- **短期来看公司疫情影响下回暖超预期，长期看点是 T 系列车**。近期疫情影响下重卡行业回暖超预期，3 月 11-20 日我国重卡合格证产量同比增速为 5.6%，而公司表现明显好于行业，我们估计重卡行业全年销量仍有望保持增长，公司工程车恢复下增速有望高于行业。中长期来看，19 年工程车整治的逻辑是“短空长多”，公司将显著受益于重卡销量中枢的上移；此外，重卡中高端趋势下源自曼技术平台的 T 系列车有望提升公司市占率及产品结构，带来量价齐升：公司重卡单价 15 年来连续 4 年提升。
- **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；19 年 521 大吨小标的治理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。短期来看，疫情影响下重卡行业回暖超预期，而公司表现好于行业。我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 2.10/2.52/2.99 元/股，对应当前股价的 PE 为 9.7/8.0/6.8 倍。结合公司历史估值及可比公司估值，我们给予 20 年 15 倍 PE，合理价值为 31.4 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示**：宏观经济、重卡行业景气度不及预期；疫情影响超预期等。

盈利预测：

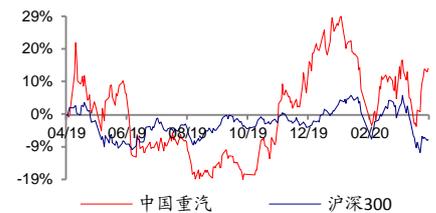
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	40,378	39,843	45,232	49,425	54,001
增长率(%)	8.2	-1.3	13.5	9.3	9.3
EBITDA(百万元)	2,139	2,596	2,973	3,363	3,831
归母净利润(百万元)	905	1,223	1,407	1,691	2,007
增长率(%)	0.8	35.2	15.0	20.2	18.6
EPS(元/股)	1.35	1.82	2.10	2.52	2.99
市盈率(P/E)	8.26	12.34	9.65	8.03	6.77
市净率(P/B)	1.23	2.16	1.71	1.49	1.28
EV/EBITDA	5.04	6.53	6.02	4.64	3.57

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	20.2 元
合理价值	31.4 元
前次评级	买入
报告日期	2020-04-01

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：

李爽



SAC 执证号：S0260519070003



021-60750604



fzlishuang@gf.com.cn

分析师：

邓崇静



SAC 执证号：S0260518020005



SFC CE No. BEY953



020-66335145



dengchongjing@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：

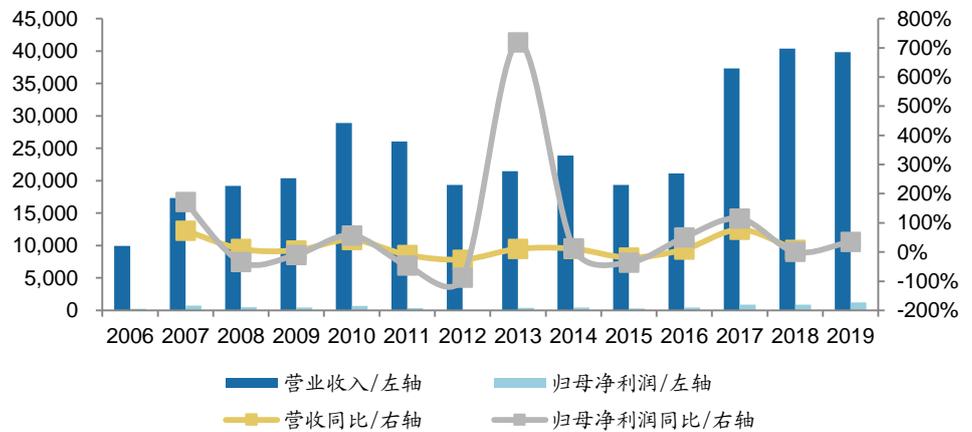
中国重汽 (000951.SZ)：19 年 3 季报点评：短期利空基本释放，长期弹性可期

请务必阅读末页的免责声明

一、19年公司归母净利润同比增长35.2%

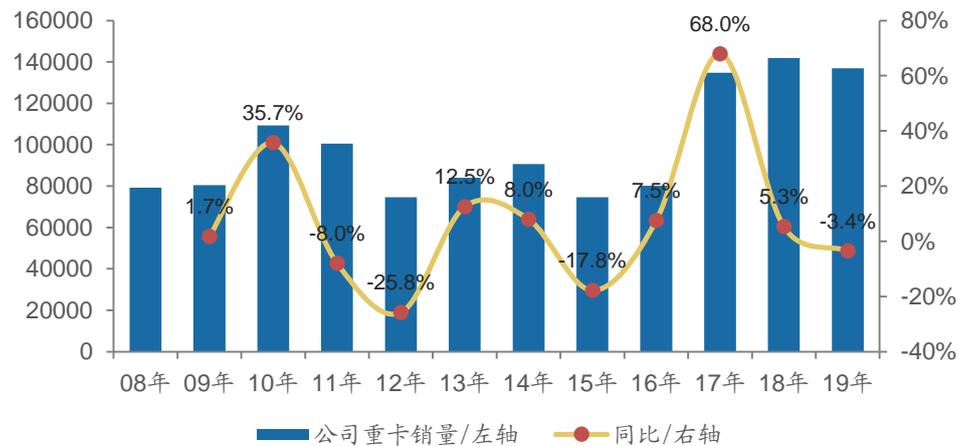
根据年报，公司19年实现营业收入398.4亿元，同比下降1.33%；实现归母净利润12.23亿元，同比增长35.2%；实现扣非后归母净利润11.54亿元，同比增长48.4%。19年公司销售重卡13.7万辆，同比下降3.45%，作为国内工程重卡龙头，销量下降主要受工程重卡治超影响，19年Q1-Q4公司营收同比增速分别为24.8%/-17.8%/-21.7%/15.6%，治超的短期负面影响已逐渐消化。根据年报，公司计划20年销售整车14.2万辆，实现销售收入450亿元。

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：公司重卡年销量及同比增速（辆）

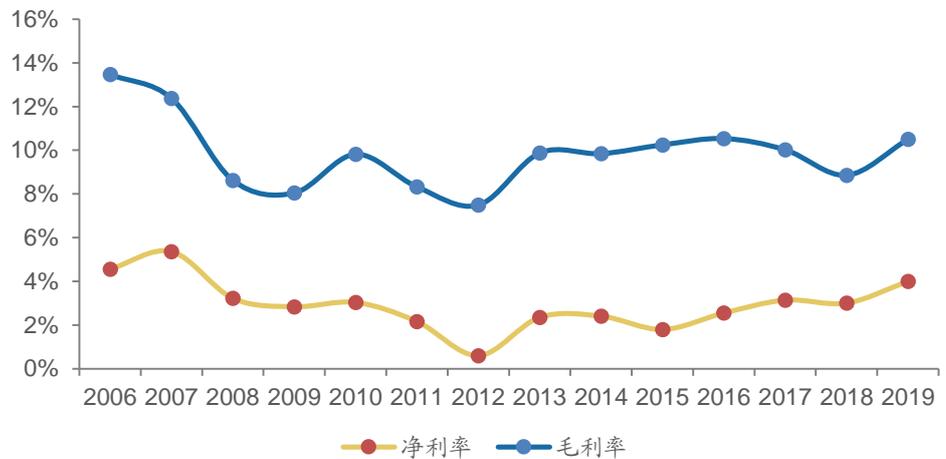


数据来源：公司财报、公司产销快报、广发证券发展研究中心

二、净利率创 08 年以来新高，经营性现金流净额创历史新高

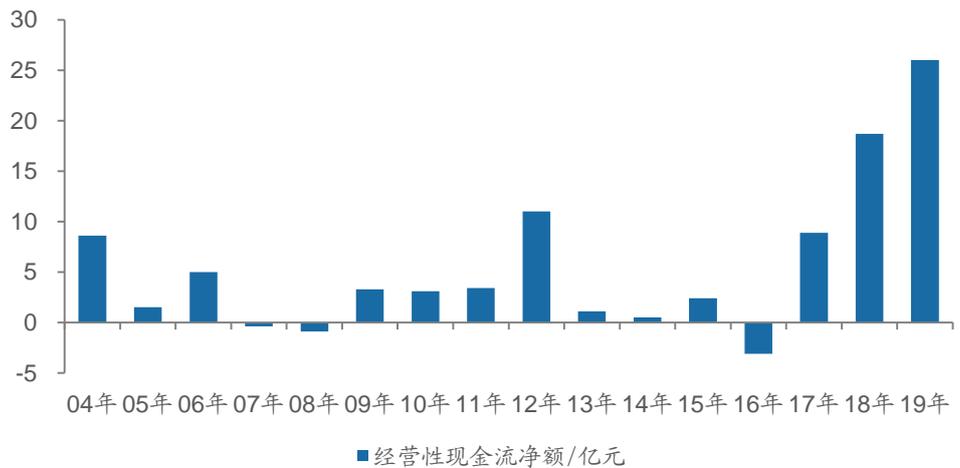
19年公司毛利率、净利率分别为10.50%/3.99%，较18年分别提升1.6/1.0pct，在治超短期负面影响下，净利率逆势创08年以来新高；19年公司经营性现金流净额为26.0亿元，创历史新高；19年公司期间费用率同比提升0.35pct至4.61%，主要与促销费较18年增加1.36亿元有关。

图 3：公司净利率、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 4：公司经营性现金流净额变动情况

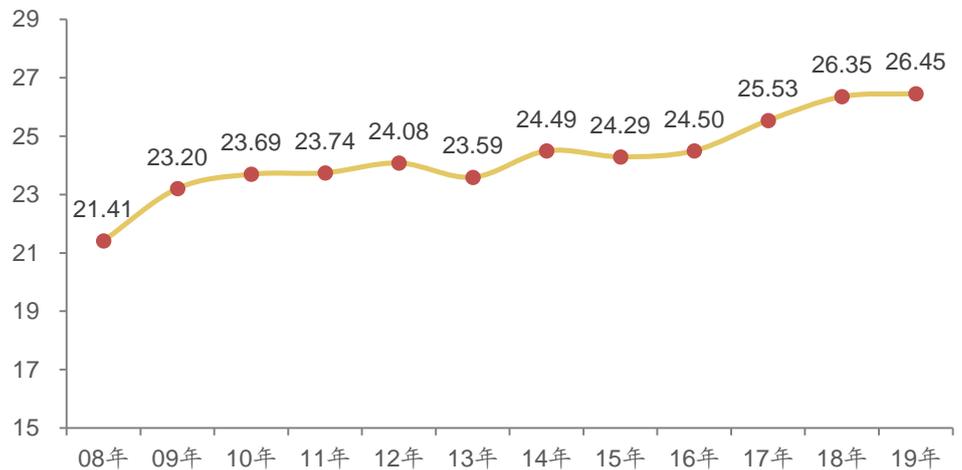


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

三、短期来看公司疫情影响下回暖超预期，长期看点是T系列车

近期疫情影响下重卡行业回暖超预期，3月11-20日我国重卡合格证产量同比增速为5.6%，已实现转正，而公司表现明显好于行业，我们估计重卡行业全年销量仍有望保持增长，公司工程车恢复下增速有望高于行业。中长期来看，19年工程车整治的逻辑是“短空长多”，公司作为国内工程重卡龙头将显著受益于重卡特别是工程车销量中枢的上移；此外，重卡中高端趋势下源自曼技术平台的T系列车有望提升公司市占率及产品结构，带来量价齐升：根据公司年报，公司重卡单价15年来连续4年提升。

图 5：公司重卡售价变动情况（万元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

四、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；19年521大吨小标的治理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。短期来看，疫情影响下重卡行业回暖超预期，而公司表现好于行业。我们预计公司20-22年EPS分别为2.10/2.52/2.99元/股，对应当前股价的PE为9.7/8.0/6.8倍。结合公司历史估值及可比公司估值，我们给予20年15倍PE，合理价值为31.4元/股，维持“买入”评级。

图 6: 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

五、风险提示

宏观经济不及预期; 重卡行业景气度不及预期; 疫情影响超预期; 公司销量不及预期。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	19,900	21,828	25,348	26,048	27,340	经营活动现金流	1,871	2,604	-1,648	3,169	2,809
货币资金	1,392	2,761	1,500	1,500	1,500	净利润	1,213	1,591	1,849	2,222	2,633
应收及预付	3,420	3,455	5,699	6,222	6,799	折旧摊销	222	236	241	252	267
存货	5,789	5,120	7,657	7,823	8,530	营运资金变动	-55	421	-4,088	451	-252
其他流动资产	9,298	10,492	10,492	10,503	10,510	其它	491	355	351	243	161
非流动资产	2,157	2,176	2,072	1,989	1,938	投资活动现金流	-123	-150	-118	-149	-196
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-123	-150	-118	-149	-196
固定资产	1,218	1,304	1,223	1,180	1,172	投资变动	0	0	0	0	0
在建工程	181	101	98	76	51	其他	0	0	0	0	0
无形资产	364	357	338	320	301	筹资活动现金流	-2,989	-896	504	-3,020	-2,614
其他长期资产	393	413	413	413	413	银行借款	-2,050	-100	1,224	-2,293	-1,939
资产总计	22,057	24,003	27,420	28,037	29,278	股权融资	0	0	0	0	0
流动负债	15,000	15,950	17,985	16,880	16,038	其他	-939	-796	-720	-727	-674
短期借款	4,700	4,600	5,824	3,531	1,592	现金净增加额	-1,241	1,557	-1,261	0	0
应付及预收	7,563	8,423	9,080	10,018	10,864	期初现金余额	2,440	1,199	2,761	1,500	1,500
其他流动负债	2,737	2,927	3,081	3,330	3,582	期末现金余额	1,199	2,757	1,500	1,500	1,500
非流动负债	188	188	188	188	188						
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	188	188	188	188	188						
负债合计	15,188	16,138	18,173	17,067	16,226						
股本	671	671	671	671	671						
资本公积	432	432	432	432	432						
留存收益	4,954	5,869	6,825	8,016	9,473						
归属母公司股东权益	6,072	6,989	7,929	9,120	10,576						
少数股东权益	796	876	1,319	1,850	2,476						
负债和股东权益	22,057	24,003	27,420	28,037	29,278						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	40,378	39,843	45,232	49,425	54,001
营业成本	36,801	35,658	40,505	44,193	48,190
营业税金及附加	125	155	163	178	194
销售费用	1,058	1,160	1,267	1,334	1,404
管理费用	287	279	303	321	335
研发费用	189	231	262	287	313
财务费用	185	165	231	212	109
资产减值损失	106	-52	118	36	57
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,472	2,032	2,390	2,871	3,406
营业外收支	102	35	20	20	20
利润总额	1,574	2,066	2,410	2,891	3,426
所得税	360	475	561	669	793
净利润	1,213	1,591	1,849	2,222	2,633
少数股东损益	308	368	442	531	626
归属母公司净利润	905	1,223	1,407	1,691	2,007
EBITDA	2,139	2,596	2,973	3,363	3,831
EPS (元)	1.35	1.82	2.10	2.52	2.99

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	8.2%	-1.3%	13.5%	9.3%	9.3%
营业利润增长	-4.0%	38.1%	17.6%	20.1%	18.6%
归母净利润增长	0.8%	35.2%	15.0%	20.2%	18.6%
获利能力					
毛利率	8.9%	10.5%	10.5%	10.6%	10.8%
净利率	3.0%	4.0%	4.1%	4.5%	4.9%
ROE	14.9%	17.5%	17.7%	18.5%	19.0%
ROIC	14.5%	18.7%	15.4%	18.4%	20.8%
偿债能力					
资产负债率	68.9%	67.2%	66.3%	60.9%	55.4%
净负债比率	21.3%	19.2%	21.2%	12.6%	5.4%
流动比率	1.33	1.37	1.41	1.54	1.70
速动比率	0.93	1.04	0.98	1.07	1.16
营运能力					
总资产周转率	1.65	1.73	1.76	1.78	1.88
应收账款周转率	4.77	11.94	8.11	8.11	8.11
存货周转率	5.29	6.54	5.29	5.65	5.65
每股指标 (元)					
每股收益	1.35	1.82	2.10	2.52	2.99
每股经营现金流	2.79	3.88	-2.46	4.72	4.19
每股净资产	9.05	10.41	11.81	13.59	15.76
估值比率					
P/E	8.26	12.34	9.65	8.03	6.77
P/B	1.23	2.16	1.71	1.49	1.28
EV/EBITDA	5.04	6.53	6.02	4.64	3.57

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，10年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2016-2019 年连续四年第一名，2015 年第四名，2014 年第五名，2011-2013 年入围；中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2016-2018 年连续三年第一名；水晶球 2018-2019 年第一名。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，6 年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2016-2019 年连续四年第一名、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 2016-2018 年第一名；水晶球 2018-2019 年第一名；2019 年新财富汽车和汽车零部件行业第一名，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 2016-2019 年第一名团队成员，水晶球 2018-2019 年第一名团队成员。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 2017-2019 年第一名团队成员，水晶球 2018-2019 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**：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，新财富最佳汽车行业分析师 2019 年第一名团队成员，水晶球 2019 年第一名团队成员，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。