



中信证券研究部



陈俊斌
首席制造产业分析师
S1010512070001



尹欣驰
汽车分析师
S1010519040002

核心观点

9月26日，公司发布非公开发行A股股票预案，拟发行股票不超过1.68亿股，募集资金不超过70亿元。募集资金将用于智能网联（新能源）重卡项目（47亿元）、高性能桥壳自动化智能生产线项目（3亿元）、偿还银行贷款及补充流动资金（20亿元）。定增募资有利于公司新工厂迁建稳步推进，提升生产线自动化、柔性化水平，深化新能源、智能化重卡布局，提升企业综合竞争力。维持2020/21/22年EPS预测2.25/2.15/2.33元，维持“增持”评级。

定增70亿用于智能网联重卡等项目。公司拟发行股票不超过1.68亿股，募集资金不超过70亿元。募集资金将用于智能网联（新能源）重卡项目（47亿元）、高性能桥壳自动化智能生产线项目（3亿元）、偿还银行贷款及补充流动资金（20亿元）。公司将在山东重工绿色产业城规划迁建现有16万辆重卡产能，项目总额87亿元，其中固定资产投资62.4亿元，铺底流动资金24.6亿元。定增完成后，母公司中国重汽（香港）持股比例下降至51%，仍为公司控股股东。

新厂区迁建有望提升企业竞争力。公司现厂区始建于上世纪70年代末，建线时间均达10年以上，随着公司产品结构的不断更新，尤其是新能源车型、智能网联车型不断上量，现有生产线在技术改造上的难度越来越大。同时，受厂区及周边面积、环保要求限制，已不能满足新产品的批量化生产需求。新工厂搬迁升级后，公司面临的环保压力、交通运输仓储压力等将得到有效缓解，提升生产线产品质量保证能力，满足公司智能网联汽车、新能源汽车的产能需求，提升生产线信息化、柔性化、自动化、智能化水平，提升整车产品和工艺流程中能源利用效率，改善职工工作环境、生活环境、降低劳动强度。

重卡行业高景气，明年销量不悲观。预计行业景气度有望在四季度继续维持高位，全年有望冲击140万辆以上的总销量。国三重卡替换是今年重卡行业超预期的主要因素，我们测算，2020全年淘汰国三重卡的数量约在120-130万辆，预计2021年仍将有100万辆左右的国三重卡的替换空间，预计2021年重卡销量将维持在120万辆左右的高位。此外，逆周期调节带来的工程车需求和支线治超都有望成为重卡销量超预期的因素。

风险因素：宏观经济增速下行压力持续；重卡销量提前透支；基建刺激政策落地不及预期；国三柴油重卡淘汰不达预期；新厂区搬迁导致折旧费用提高

投资建议：2020年重卡销量或将达到140万辆以上，创历史记录。在下半年基建刺激下，工程重卡销量有望进一步向好。公司工程重卡具有较强的产品竞争力，在精准降本、配套潍柴、新工厂搬迁等因素的影响下，公司整体竞争优势有望进一步提升。维持2020/21/22年EPS预测2.25/2.15/2.33元，当前股价对应2020/21/22年15.9/16.6/15.4倍PE。维持“增持”评级。

中国重汽	000951
评级	增持（维持）
当前价	35.74元
总股本	671百万股
流通股本	671百万股
52周最高/最低价	35.8/14.61元
近12月绝对涨幅	90.48%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	40,378	39,843	48,133	40,882	44,506
营业收入增长率 YoY	8.2%	-1.3%	20.8%	-15.1%	8.9%
净利润(百万元)	905	1,223	1,512	1,441	1,561
净利润增长率 YoY	0.8%	35.2%	23.6%	-4.7%	8.3%
每股收益 EPS(基本)	1.35	1.82	2.25	2.15	2.33
毛利率	8.9%	10.5%	10.7%	10.7%	11.1%
净资产收益率 ROE	14.9%	17.5%	18.6%	15.8%	15.2%
每股净资产	9.05	10.41	12.12	13.59	15.26
PE	26.5	19.6	15.9	16.6	15.4
PB	3.95	3.43	2.95	2.63	2.34

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2020年9月25日收盘价

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E	指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	40,378	39,843	48,133	40,882	44,506	货币资金	1,392	2,761	4,672	3,968	4,320
营业成本	36,801	35,658	42,973	36,515	39,585	存货	5,789	5,120	6,171	5,243	5,684
毛利率	8.86%	10.50%	10.72%	10.68%	11.06%	应收票据及应收账款	3,321	3,353	4,051	3,441	3,746
营业税金及附加	125	155	188	159	173	其他流动资产	9,398	10,594	10,646	10,597	10,619
销售费用	1,058	1,160	1,203	1,022	1,068	流动资产	19,900	21,828	25,539	23,249	24,368
营业费用率	2.62%	2.91%	2.50%	2.50%	2.40%	固定资产	1,218	1,304	1,939	4,628	7,172
管理费用	287	279	529	409	445	长期股权投资	0	0	0	0	0
管理费用率	0.71%	0.70%	1.10%	1.00%	1.00%	无形资产	364	357	350	343	336
财务费用	185	165	87	28	17	其他长期资产	574	515	571	593	626
财务费用率	0.46%	0.41%	0.18%	0.07%	0.04%	非流动资产	2,157	2,176	2,859	5,564	8,134
投资收益	0	0	0	0	0	资产总计	22,057	24,003	28,398	28,814	32,502
营业利润	1,472	2,032	2,499	2,371	2,586	短期借款	4,700	4,600	2,408	2,568	1,792
营业利润率	3.65%	5.10%	5.19%	5.80%	5.81%	应付票据及应付账款	7,563	8,423	10,615	8,383	9,405
营业外收入	102	51	61	71	61	其他流动负债	2,737	2,927	3,854	3,160	3,379
营业外支出	0	16	7	8	10	流动负债	15,000	15,950	16,876	14,112	14,576
利润总额	1,574	2,066	2,554	2,435	2,637	长期借款	0	0	0	0	0
所得税	360	475	587	560	606	其他长期负债	188	188	188	188	188
所得税率	22.90%	22.99%	22.99%	22.99%	22.99%	非流动性负债	188	188	188	188	188
少数股东损益	308	368	455	434	470	负债合计	15,188	16,138	17,064	14,300	14,764
归属于母公司股东的净利润	905	1,223	1,512	1,441	1,561	股本	671	671	671	671	671
净利率	2.24%	3.07%	3.14%	3.53%	3.51%	资本公积	432	432	432	432	432
						归属于母公司所有者权益合计	6,072	6,989	8,132	9,117	10,243
						少数股东权益	796	876	1,331	1,764	2,234
						股东权益合计	6,868	7,865	9,463	10,881	12,477
						负债股东权益总计	22,057	24,003	26,527	25,181	27,241

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	1,574	2,066	2,554	2,435	2,637
所得税支出	-360	-475	-587	-560	-606
折旧和摊销	222	236	165	311	456
营运资金的变化	-48	429	1,191	-1,228	419
其他经营现金流	483	348	158	-105	40
经营现金流合计	1,871	2,604	3,480	853	2,946
资本支出	-123	-157	-793	-2,994	-2,993
投资收益	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	7	0	0	0
投资现金流合计	-123	-150	-793	-2,994	-2,993
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	12,450	9,300	-2,192	160	-777
股息支出	-309	-369	-369	-456	-435
其他融资现金流	-15,131	-9,827	-87	-28	-17
融资现金流合计	-2,989	-896	-2,648	-324	-1,229
现金及现金等价物净增加额	-1,241	1,557	39	-2,465	-1,276

主要财务指标					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	8.22%	-1.33%	20.81%	-15.1%	8.86%
营业利润增长率	-4.03%	38.06%	22.97%	-5.12%	9.08%
净利润增长率	0.84%	35.16%	23.57%	-4.66%	8.32%
毛利率	8.86%	10.50%	10.72%	10.68%	11.06%
EBITDA Margin	4.90%	6.18%	4.88%	5.72%	5.93%
净利率	2.24%	3.07%	3.14%	3.53%	3.51%
净资产收益率	14.91%	17.50%	18.59%	15.81%	15.24%
总资产收益率	4.10%	5.10%	5.70%	5.72%	5.73%
资产负债率	68.86%	67.23%	60.09%	49.63%	45.42%
所得税率	22.90%	22.99%	22.99%	22.99%	22.99%
股利支付率	34.10%	30.17%	30.17%	30.17%	30.17%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities（Thailand）Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。