

治理成效初步验证, 看高后续改革进程

投资要点

- **事件:** 公司公布2019年一季报。实现营业收入115.3亿元, 同比增长24.8%; 归母净利润3.1亿元, 同比增长60.5%。
- **公司营收增速超行业水平, 二季度销量预期向好。** 2019Q1重卡行业销量32.5万台, 同比增长0.7%。公司营收同比增长24.8%, 创一季度历史最高记录, 远超行业增长水平。表明在行业景气高位, 公司产品从量价到结构保持了领先行业的良好态势。随着春节后停产复工, 3月份宏观经济数据转好带动重卡行业销量增长, 而从历史规律看2季度是工程车带动的重卡销售传统旺季, 叠加2019年7月份部分地区开始实施国六带动的抢装行情, 二季度重卡需求端整体无虞, 大概率打破同比下滑的预期。
- **成本端改善验证治理成效, 未来边际改善仍将继续。** 19Q1公司综合毛利率为9.5%, 同比提升0.6个百分点, 季度环比提升2个百分点, 比2018年整体水平高出0.7个百分点。费用率水平稳中有降, 销售费用、管理费用、财务费用同比分别变动-0.2、-0.9、-0.2个百分点, 最终净利润率实现3.6%, 超过过去十年任何一年的历史同期水平。改善的核心驱动力源自19年以来, 重汽集团明确打造世界一流商用车企业的战略目标, 自上而下全方位推进经营治理的改革。一季度财务指标全面向好验证了公司在成本端通过供应链体系调整, 降本提效取得了较好的效果。我们认为, 一方面伴随4月22日公司层面人事安排落地, 后续将在各部门间市场化管理考核办法、产品布局优化、结构治理等更多环节深化改革步伐, 治理改善程度较一季度有望继续扩大; 另一方面进入Q2以后公司销量和收入还将向上步入全年环比高位, 未来公司边际提升的空间还将继续释放。
- **经营状况稳健, 财务指标向好。** 公司应收账款和存货, 继2018年底清收释放后, 分别保持在55亿元和60.5亿元的较低区间, 占资产比分别为21.9%、24.1%, 从绝对值和比例看均明显好于2018年Q1同期136亿元和94.4亿元; 48%、33.3%的水平, 2018年公司全年应收账款坏账计提减值达2.7亿元, 未来该部分压力预计有望得到缓解。2019Q1销售所得现金/营收达到95.8%, 反映公司目前销售回款情况可控。
- **盈利预测与投资建议。** 基于重卡行业销量持续向好, 公司治理改革对业绩的提升持续超预期, 叠加未来重汽集团国企改革催化不断落地, 公司作为集团最核心的重卡整车制造资产, 有望充分受益。我们预计2019-2021年公司归母净利润分别为15.1亿元、18亿元、19.7亿元, 当前市值125亿元对应2019年PE为8.3倍, 目前公司估值处于历史底部, 业绩处于持续释放的轨道, 估值还将向上修复, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济或大幅波动, 行业销量或大幅下滑。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	40377.88	45984.80	48277.66	48960.76
增长率	8.22%	13.89%	4.99%	1.41%
归属母公司净利润(百万元)	905.14	1505.03	1797.45	1973.54
增长率	0.84%	66.28%	19.43%	9.80%
每股收益EPS(元)	1.35	2.24	2.68	2.94
净资产收益率ROE	17.66%	23.99%	23.96%	22.44%
PE	14	8	7	6
PB	1.82	1.48	1.24	1.06

数据来源: Wind, 西南证券

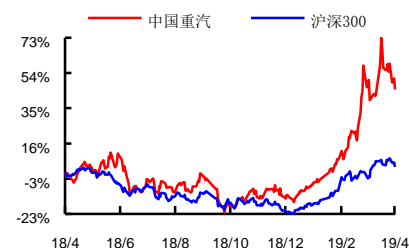
西南证券研究发展中心

分析师: 刘洋
 执业证号: S1250518090002
 电话: 021-58351909
 邮箱: liuyqc@swsc.com.cn

联系人: 宋伟健
 电话: 021-58351812
 邮箱: swj@swsc.com.cn

联系人: 冯未然
 邮箱: fwr@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.71
流通A股(亿股)	6.71
52周内股价区间(元)	10.04-22.21
总市值(亿元)	124.82
总资产(亿元)	251.32
每股净资产(元)	9.51

相关研究

1. 中国重汽(000951): 业绩超预期, 内部改革增效逐步释放 (2019-04-10)
2. 中国重汽(000951): 国企改革再出发, 核心资产业绩受益估值向上 (2019-03-28)
3. 中国重汽(000951): 重卡行业前所未遇超长景气周期, 重汽估值筑底业绩向上 (2019-02-19)
4. 中国重汽(000951): 降本增效逆势增长, 集团董事长履新注入改革预期 (2018-10-29)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	40377.88	45984.80	48277.66	48960.76	净利润	1213.24	2017.32	2409.28	2645.30
营业成本	36801.34	41497.18	43214.81	43592.95	折旧与摊销	222.30	434.33	440.78	444.00
营业税金及附加	124.98	136.33	141.76	145.52	财务费用	184.68	239.52	243.50	262.98
销售费用	1057.90	1149.62	1206.94	1224.02	资产减值损失	105.73	80.00	80.00	50.00
管理费用	287.45	327.37	343.69	318.24	经营营运资本变动	298.66	-1236.49	-672.18	-453.75
财务费用	184.68	239.52	243.50	262.98	其他	-153.37	-62.98	-46.54	-46.87
资产减值损失	105.73	80.00	80.00	50.00	经营活动现金流净额	1871.25	1471.69	2454.84	2901.67
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	14.09	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-136.91	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-122.82	0.00	0.00	0.00
营业利润	1471.80	2554.79	3046.97	3367.04	短期借款	-2050.00	2449.61	-1216.88	-1656.54
其他非经营损益	101.72	97.45	99.03	98.95	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1573.53	2652.23	3146.00	3465.99	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	360.28	634.92	736.72	820.69	支付股利	-456.33	-460.18	-765.16	-913.83
净利润	1213.24	2017.32	2409.28	2645.30	其他	-482.88	-254.54	-243.50	-262.98
少数股东损益	308.10	512.29	611.83	671.76	筹资活动现金流净额	-2989.22	1734.89	-2225.55	-2833.36
归属母公司股东净利润	905.14	1505.03	1797.45	1973.54	现金流量净额	-1240.79	3206.58	229.29	68.31
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1391.90	4598.48	4827.77	4896.08	成长能力				
应收和预付款项	3491.08	4077.83	4255.28	4305.66	销售收入增长率	8.22%	13.89%	4.99%	1.41%
存货	5789.27	7720.65	7619.00	7840.92	营业利润增长率	-4.03%	73.58%	19.26%	10.50%
其他流动资产	9227.35	10508.67	11032.65	11188.75	净利润增长率	3.56%	66.28%	19.43%	9.80%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-7.13%	71.85%	15.57%	9.19%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1399.32	1016.87	627.96	235.83	毛利率	8.86%	9.76%	10.49%	10.96%
无形资产和开发支出	364.38	312.51	260.65	208.78	三费率	3.79%	3.73%	3.72%	3.69%
其他非流动资产	393.23	393.23	393.23	393.23	净利率	3.00%	4.39%	4.99%	5.40%
资产总计	22056.53	28628.26	29016.53	29069.25	ROE	17.66%	23.99%	23.96%	22.44%
短期借款	4700.00	7149.61	5932.73	4276.19	ROA	5.50%	7.05%	8.30%	9.10%
应付和预收款项	7878.48	11316.33	11212.65	11176.18	ROIC	9.24%	14.66%	16.38%	17.72%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	4.65%	7.02%	7.73%	8.32%
其他负债	2609.67	1751.82	1816.55	1830.80	营运能力				
负债合计	15188.15	20217.76	18961.92	17283.17	总资产周转率	1.65	1.81	1.68	1.69
股本	671.08	671.08	671.08	671.08	固定资产周转率	32.45	42.88	63.99	123.03
资本公积	432.43	432.43	432.43	432.43	应收账款周转率	11.55	11.69	11.29	11.08
留存收益	4953.96	5998.81	7031.10	8090.80	存货周转率	5.16	6.03	5.52	5.53
归属母公司股东权益	6072.50	7102.33	8134.61	9194.32	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.72%	—	—	—
少数股东权益	795.88	1308.17	1920.00	2591.77	资本结构				
股东权益合计	6868.38	8410.50	10054.61	11786.08	资产负债率	68.86%	70.62%	65.35%	59.46%
负债和股东权益合计	22056.53	28628.26	29016.53	29069.25	带息债务/总负债	30.95%	35.36%	31.29%	24.74%
					流动比率	1.33	1.34	1.48	1.65
					速动比率	0.94	0.96	1.07	1.19
					股利支付率	50.42%	30.58%	42.57%	46.30%
					每股指标				
					每股收益	1.35	2.24	2.68	2.94
					每股净资产	10.23	12.53	14.98	17.56
					每股经营现金	2.79	2.19	3.66	4.32
					每股股利	0.68	0.69	1.14	1.36
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1878.78	3228.63	3731.25	4074.02					
PE	13.79	8.29	6.94	6.32					
PB	1.82	1.48	1.24	1.06					
PS	0.31	0.27	0.26	0.25					
EV/EBITDA	8.20	4.53	3.54	2.82					
股息率	3.66%	3.69%	6.13%	7.32%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn