

中国重汽(000951)

出口+天然气车型高增长，盈利能力超预期

事件：

公司发布 2023 年年度报告。2023 年实现收入 420.7 亿元，同比增长 46.0%，归母净利润 10.8 亿元，同比增长 405.5%。

► 受益行业底部复苏，把握结构性机会，积极提升市场份额

2023 年公司收入 420.7 亿元，同比+46.0%；四季度收入 113.1 亿元，同比+77.6%，环比+6.9%。根据中汽协数据，2023 年行业重卡销量 91.1 万辆，同比+35.6%；其中重卡出口销售 27.6 万辆，同比+58.1%，公司实现重卡销量 12.8 万辆，同比+32.8%。市场份额方面，公司重卡批发市占率为 25.7%，同比+2.1pct。零售市占率为 17.0%，同比+0.3pct。市场份额提升得益于燃气车细分市场的结构性增长，以及产品出口的积极拓展。

► 四季度计提大额资产减值，盈利能力仍超预期

2023 年公司天然气重卡零售销量为 2.44 万辆，占公司销量的 23.5%，零售市占率为 17.7%。且公司出口销量再创新高，整体盈利得到进一步提升。2023 年公司实现归母净利润 10.8 亿元，同比+405.5%；四季度归母净利润 4.25 亿，同比扭亏为盈，增长 5.68 亿元。在计提资产与信用减值损失 1.32 亿元的情况下，四季度归母净利润环比+166.6%，超市场预期。四季度毛利率为 9.4%，同比+5.9pct，环比+2.9pct，销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.17/0.25/-1.87/-0.28pct，规模效应带动整体费用率实现优化。2023H2 单车归母净利润为 0.90 万元，相较 2023H1 的 0.81 万元提升约 10% 左右。

► 产品竞争力强，未来份额有望持续提升，带动盈利向上

2018 年公司开始改革，在人员、干部、考核制度和资产包袱方面做出调整，聚焦主业发展，提高运营效率。公司批发市占率从 2017 年的 17.0% 提升到 2023 年 25.7%。公司研发费用同比+35.9%，主要是为 24/25 年新车做研发储备，有望进一步提升产品竞争力。

► 盈利预测、估值与评级

公司是优质的重卡龙头公司，未来有望受益于出海增长和燃气车渗透率的进一步提升。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 523.1/614.4/706.6 亿元，同比增速分别为 24.4%/17.5%/15.0%，归母净利润分别为 14.2/19.0/23.6 亿元，同比增速分别为 31.5%/33.6%/24.1%，EPS 分别为 1.21/1.62/2.00 元/股，3 年 CAGR 为 30%。给予公司 2024 年 16 倍 PE，目标价 19.36 元，维持为“买入”评级。

风险提示：1、宏观经济下行导致重卡销量不及预期；2、行业竞争加剧。

行业：	汽车/商用车
投资评级：	买入（维持）
当前价格：	15.90 元
目标价格：	19.36 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,174.87/1,174.87
流通 A 股市值(百万元)	18,680.42
每股净资产(元)	12.53
资产负债率(%)	57.60
一年内最高/最低(元)	18.49/12.55

股价相对走势



作者

分析师：高登
执业证书编号：S0590523110004
邮箱：gaodeng@glsc.com.cn
分析师：陈斯竹
执业证书编号：S0590523100009
邮箱：chenszh@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	28822	42070	52314	61441	70657
增长率(%)	-48.62%	45.96%	24.35%	17.45%	15.00%
EBITDA(百万元)	814	2000	3732	4614	5509
归母净利润(百万元)	214	1080	1421	1899	2355
增长率(%)	-79.41%	405.52%	31.53%	33.62%	24.05%
EPS(元/股)	0.18	0.92	1.21	1.62	2.00
市盈率(P/E)	86.6	17.1	13.0	9.8	7.9
市净率(P/B)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.5	3.3	2.6	1.8	1.1

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 03 月 29 日收盘价

相关报告

1、《中国重汽(000951)：受益产品结构改善，四季度业绩大超预期》2024.01.24
2、《中国重汽(000951)：行业受季节性影响，公司内销份额持续向上》2023.12.15

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	13154	13855	14903	18058	21881	营业收入	28822	42070	52314	61441	70657
应收账款+票据	10304	11936	16185	19009	21860	营业成本	27042	38768	47868	56034	64298
预付账款	258	312	327	384	441	营业税金及附加	98	110	173	203	233
存货	3591	4096	5340	6251	7173	营业费用	321	442	575	614	636
其他	196	167	393	462	531	管理费用	697	918	1177	1260	1378
流动资产合计	27504	30366	37148	44164	51887	财务费用	-95	-229	-50	-58	-70
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-136	-319	-288	-338	-389
固定资产	4424	4203	3303	2619	2098	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	715	499	1083	1333	1250	投资净收益	20	18	15	15	15
无形资产	850	829	659	489	319	其他	-65	15	-35	-29	-35
其他非流动资产	878	1185	1185	1185	1185	营业利润	578	1774	2264	3036	3773
非流动资产合计	6868	6717	6230	5626	4852	营业外净收益	9	38	32	32	32
资产总计	34372	37083	43378	49790	56739	利润总额	586	1812	2296	3067	3805
短期借款	501	0	0	0	0	所得税	61	381	413	552	685
应付账款+票据	12735	16255	18249	21362	24512	净利润	526	1431	1882	2515	3120
其他	6109	4725	7518	8800	10097	少数股东损益	312	351	461	616	765
流动负债合计	19345	20981	25767	30162	34610	归属于母公司净利润	214	1080	1421	1899	2355
长期带息负债	0	0	0	0	0	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	436	378	378	378	378	成长能力					
非流动负债合计	436	378	378	378	378	营业收入	-48.62%	45.96%	24.35%	17.45%	15.00%
负债合计	19780	21359	26145	30540	34988	EBIT	-75.90%	221.91%	41.80%	34.04%	24.10%
少数股东权益	851	999	1460	2077	2841	EBITDA	-64.25%	145.77%	86.63%	23.63%	19.40%
股本	1175	1175	1175	1175	1175	归属于母公司净利润	-79.41%	405.52%	31.53%	33.62%	24.05%
资本公积	4930	4930	4930	4930	4930	获利能力					
留存收益	7635	8620	9668	11068	12804	毛利率	6.18%	7.85%	8.50%	8.80%	9.00%
股东权益合计	14591	15724	17233	19250	21751	净利率	1.82%	3.40%	3.60%	4.09%	4.42%
负债和股东权益总计	34372	37083	43378	49790	56739	ROE	1.56%	7.34%	9.01%	11.06%	12.46%
现金流量表						ROIC	3.12%	25.32%	32.63%	34.64%	44.52%
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
净利润	526	1431	1882	2515	3120	资产负债率	57.55%	57.60%	60.27%	61.34%	61.66%
折旧摊销	322	416	1487	1604	1774	流动比率	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5
财务费用	-95	-229	-50	-58	-70	速动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3
存货减少(增加为“-”)	1408	-505	-1244	-911	-922	营运能力					
营运资金变动	6055	-81	-949	535	548	应收账款周转率	2.9	3.6	3.3	3.3	3.3
其它	-1186	1080	1238	905	916	存货周转率	7.5	9.5	9.0	9.0	9.0
经营活动现金流	7030	2113	2364	4590	5365	总资产周转率	0.8	1.1	1.2	1.2	1.2
资本支出	-430	-554	-1000	-1000	-1000	每股指标(元)					
长期投资	80	-2410	0	0	0	每股收益	0.2	0.9	1.2	1.6	2.0
其他	2	76	6	6	6	每股经营现金流	6.0	1.8	2.0	3.9	4.6
投资活动现金流	-349	-2888	-994	-994	-994	每股净资产	11.7	12.5	13.4	14.6	16.1
债权融资	-99	-501	0	0	0	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	86.6	17.1	13.0	9.8	7.9
其他	-1408	153	-323	-441	-549	市净率	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
筹资活动现金流	-1507	-347	-323	-441	-549	EV/EBITDA	10.5	3.3	2.6	1.8	1.1
现金净增加额	5174	-1122	1047	3155	3823	EV/EBIT	17.3	4.1	4.4	2.7	1.6

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 03 月 29 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

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；韩国市场以柯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指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及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一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼