

中国重汽 (000951.SZ) 货车行业

评级: 持有 维持评级

业绩点评

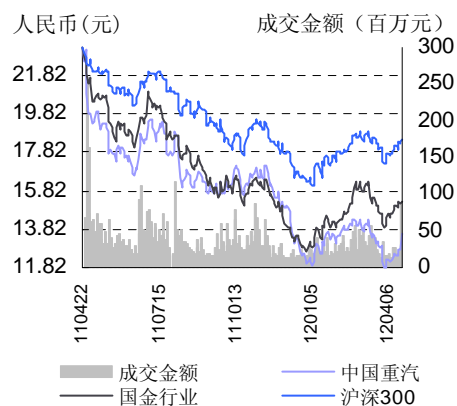
市价(人民币): 13.55元

一季度业绩大幅下滑

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	419.43
总市值(百万元)	5,683.22
年内股价最高最低(元)	23.18/11.82
沪深 300 指数	2901.22
深证成指	11568.17



相关报告

1. 《11 年业绩大幅下滑,12 年有望明显改善》, 2012.3.27

吴文利 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)61038231
wuwz@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.604	0.864	0.799	1.093	1.215
每股净资产(元)	8.31	8.93	9.60	10.56	11.64
每股经营性现金流(元)	0.74	0.81	1.98	2.23	2.71
市盈率(倍)	8.06	14.97	16.19	11.83	10.65
行业优化市盈率(倍)	32.11	21.57	21.57	21.57	21.57
净利润增长率(%)	57.21%	-46.13%	-7.54%	36.78%	11.17%
净资产收益率(%)	19.29%	9.68%	8.33%	10.35%	10.43%
总股本(百万股)	419.43	419.43	419.43	419.43	419.43

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司第一季度营收 52.59 亿元, 同比下滑 23.27%; 归属母公司股东净利润 1,316 万元, 同比下滑 85.92%, 对应 EPS 为 0.03 元, 符合此前预告。

经营分析

- **销量降幅小于行业:** 第一季度, 公司重卡销量为 20,624 辆, 同比下滑 17.8%, 略好于重卡行业 30.1% 的降幅, 市场份额从去年同期的 8.6% 回升至 10.1%, 但较 2011 年全年的 11.4% 及第四季度的 12.2% 仍有所下滑。一季度, 重汽集团销量为 37,264 辆, 同比下滑 31.9%, 市场份额从同期的 18.8% 下滑至 18.3%。
- **财务费用及营业外支出增长使业绩降幅远大于销量降幅。** 一季度公司财务费用增长 28%, 而由于缴纳税务自查税款滞纳金, 公司营业外支出达到 765.9 万元, 是去年同期的 14.72 倍, 由此导致了公司业绩降幅远大于销量及收入降幅。
- **盈利能力同比下滑, 但环比有所改善:** 2012 年第一季度, 中国重汽毛利率为 7.49%, 较 2011 年同期下滑 2.06 个百分点, 环比提升 0.75 个百分点; 公司净利率为 0.47%, 较 2011 年同期下滑 1.40 个百分点, 环比提升 1.57 个百分点。公司去年第四季度出现亏算, 本季度尽管利润微薄, 但毕竟已扭亏为盈。
- **库存营收比增加, 库存压力较大:** 第一季度, 公司重卡产销分别为 25,000 辆与 20,624 辆, 库存净增加 4,376 辆。一季度末, 公司存货总额为 54.2 亿元。按 2011 年末库存商品占 90% 的比例测算, 公司“库存商品/一季度月均营收”比例为 2.75, 即目前的整车库存需要 2.75 个月方能消化, 库存压力较大, 且较 2011 年末的 2.41 与 2011 年一季度末的 1.88 均有上升。
- **重卡行业需求有望回升, 公司业绩弹性较大:** 目前我国 M2 增速已经连续 2 月回升, 根据这一领先指标, 我们判断 5 月份起重卡销量增速有望逐渐回升。另外, 我们测算 2012 年重卡行业销量有望达 95 万辆, 同比增长 8%, 行业回暖有望带动公司业绩明显改善。特别值得说明的是, 公司业绩弹性很大。公司收入规模超过 260 亿元, 而公司综合盈利能力较差而今年却面临原材料成本大幅下降的良好局面, 若公司盈利能力有所提高, 业绩将大幅改善。我们测算, 若公司毛利率提高 1 个百分点, 归属母公司净利润将增加约 2.34 亿元或 70%, 增加 EPS 约为 0.56 元。

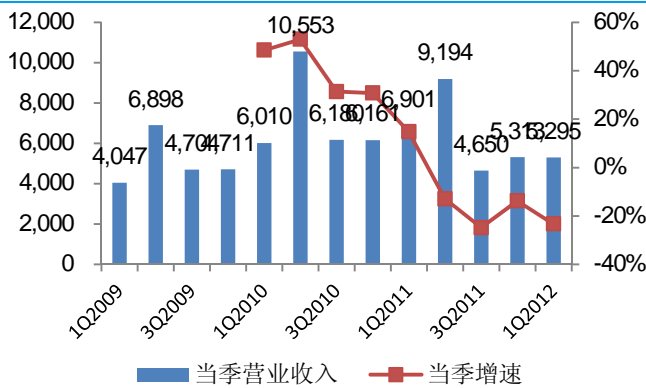
盈利调整

- 我们预测中国重汽 2012-2014 可实现归属母公司股东净利润 3.35、4.58、5.09 亿元，三年增速分别为-7.54%、36.78%与 11.17%对应的 EPS 分别为 0.80、1.09、1.22 元。

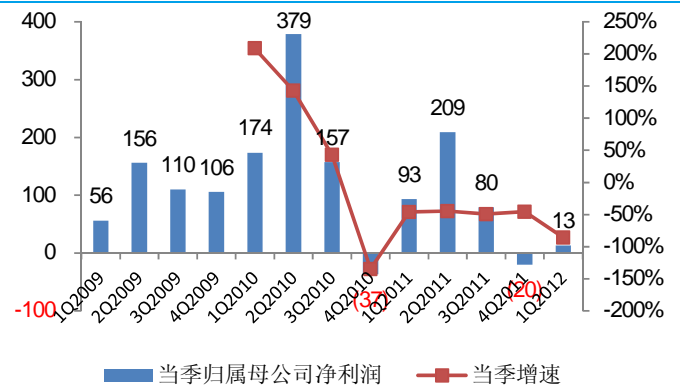
投资建议

- 公司当前股价对应 2012 年 EPS 为 16.9 倍 PE，估值暂无优势，我们维持公司“持有”评级。尽管如此，公司为重卡行业龙头企业之一且业绩弹性较大，公司仍值得重点关注。

图表1: 中国重汽分季度营收与增速 (百万元)

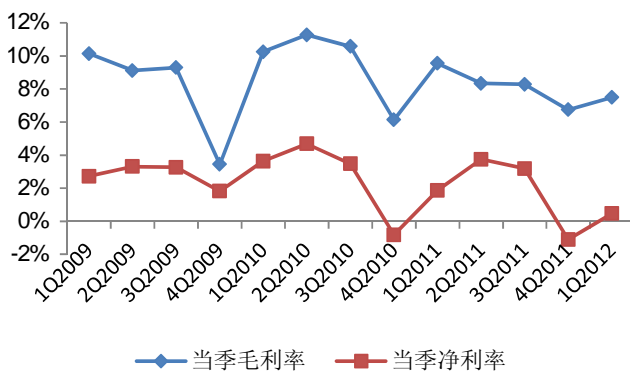


图表2: 分季度归属母公司股东净利润及增速 (百万元)

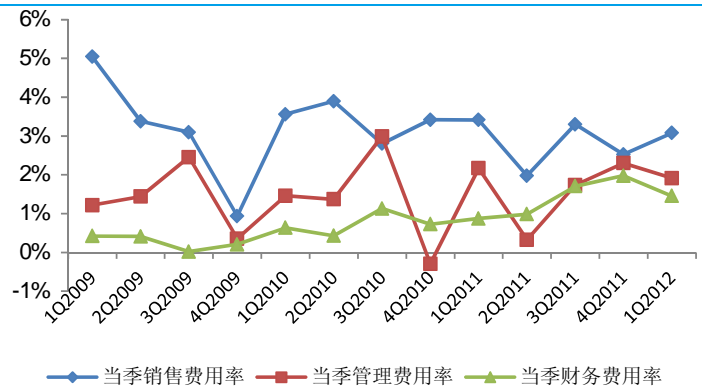


来源: 公司资料、中汽协、国金证券研究所

图表3: 中国重汽各季度毛利率与净利率

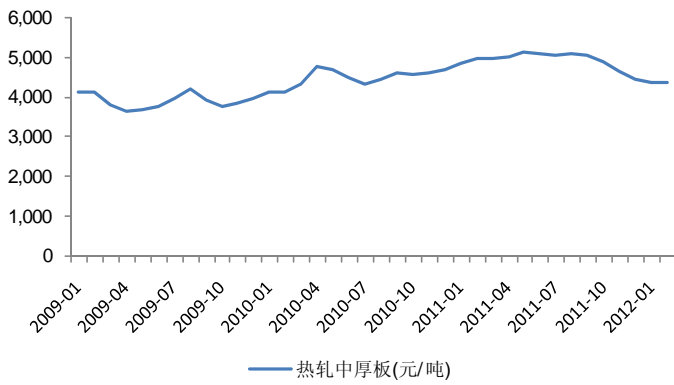


图表4: 中国重汽各季度三费比率

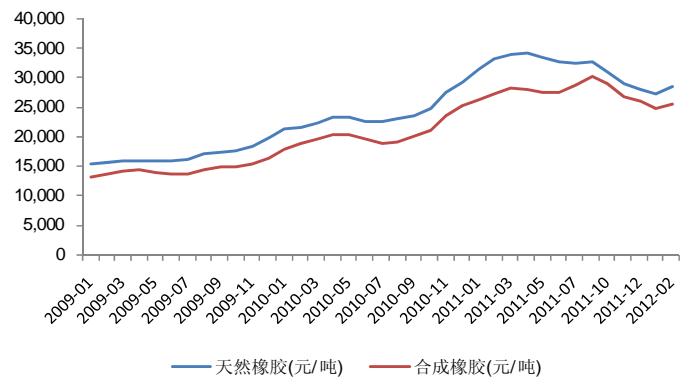


来源: 公司资料、国金证券研究所

图表5: 国内刚才月度价格走势(元/吨)



图表6: 国内橡胶月度价格走势(元/吨)



来源: 聚源数据、国金证券研究所

图表7: 中国重汽收入分拆及预测

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
整车销售收入					
平均售价 (元/件)	236,946	237,428	237,428	242,177	247,020
增长率 (YOY)	2.11%	0.20%	0.00%	2.00%	2.00%
销售数量 (件)	109,312	100,603	108,651	119,516	129,078
增长率 (YOY)	35.71%	-7.97%	8.00%	10.00%	8.00%
销售收入 (百万元)	25,901	23,886	25,797	28,944	31,885
增长率 (YOY)	38.57%	-7.78%	8.00%	12.20%	10.16%
毛利率	10.30%	8.17%	8.20%	8.40%	8.40%
销售成本 (百万元)	23,233	21,935	23,682	26,513	29,206
增长率 (YOY)	34.90%	-5.59%	7.96%	11.96%	10.16%
毛利 (百万元)	2,667.94	1,951.41	2,115.34	2,431.30	2,678.32
增长率 (YOY)	81.57%	-26.86%	8.40%	14.94%	10.16%
占总销售额比重	91.50%	93.06%	94.15%	95.00%	95.44%
占主营业务利润比重	94.86%	92.02%	92.95%	94.10%	94.61%
配件销售收入					
销售收入 (百万元)	2,403	1,781	1,603	1,523	1,523
增长率 (YOY)	110.25%	-25.88%	-10.00%	-5.00%	0.00%
毛利率	5.96%	9.49%	10.00%	10.00%	10.00%
销售成本 (百万元)	2,259.91	1,611.97	1,442.63	1,370.50	1,370.50
增长率 (YOY)	123.08%	-28.67%	-10.51%	-5.00%	0.00%
毛利 (百万元)	143.11	169.05	160.29	152.28	152.28
增长率 (YOY)	10.16%	18.12%	-5.18%	-5.00%	0.00%
占总销售额比重	8.49%	6.94%	5.85%	5.00%	4.56%
占主营业务利润比重	5.09%	7.97%	7.04%	5.89%	5.38%
其他业务收入					
销售收入 (百万元)	4.02	0.59	0.59	0.59	0.59
增长率 (YOY)	3.66%	-85.41%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	37.74%	37.13%	37.50%	37.50%	37.50%
销售成本 (百万元)	2.50	0.37	0.37	0.37	0.37
增长率 (YOY)	17.28%	-85.27%	-0.58%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	1.52	0.22	0.22	0.22	0.22
增长率 (YOY)	-13.01%	-85.65%	0.99%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
占主营业务利润比重	0.05%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
销售总收入 (百万元)	28,308	25,668	27,400	30,467	33,408
销售总成本 (百万元)	25,496	23,547	25,125	27,884	30,577
毛利 (百万元)	2,813	2,121	2,276	2,584	2,831
平均毛利率	9.94%	8.26%	8.31%	8.48%	8.47%

来源: 公司资料、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	20,361	28,904	26,059	27,400	30,467	33,408	货币资金	6,838	3,830	4,029	2,700	3,300	4,000
增长率		42.0%	-9.8%	5.1%	11.2%	9.7%	应收款项	3,113	4,858	6,547	7,174	7,940	8,666
主营业务成本	-18,723	-26,066	-23,890	-25,125	-27,884	-30,577	存货	2,973	7,442	4,771	5,792	6,377	6,943
%销售收入	92.0%	90.2%	91.7%	91.7%	91.5%	91.5%	其他流动资产	502	516	243	255	282	309
毛利	1,638	2,837	2,169	2,276	2,584	2,831	流动资产	13,426	16,647	15,590	15,921	17,899	19,918
%销售收入	8.0%	9.8%	8.3%	8.3%	8.5%	8.5%	%总资产	83.6%	84.5%	83.2%	82.8%	83.9%	84.9%
营业税金及附加	0	-3	-53	-55	-61	-67	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	2,233	2,309	2,457	2,599	2,715	2,791
营业费用	-627	-1,009	-706	-699	-792	-869	%总资产	13.9%	11.7%	13.1%	13.5%	12.7%	11.9%
%销售收入	3.1%	3.5%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%	无形资产	350	465	445	465	484	503
管理费用	-281	-399	-383	-386	-427	-468	非流动资产	2,636	3,058	3,150	3,311	3,446	3,541
%销售收入	1.4%	1.4%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	%总资产	16.4%	15.5%	16.8%	17.2%	16.1%	15.1%
息税前利润 (EBIT)	730	1,426	1,028	1,136	1,304	1,428	资产总计	16,063	19,705	18,740	19,233	21,345	23,459
%销售收入	3.6%	4.9%	3.9%	4.1%	4.3%	4.3%	短期借款	5,019	5,997	5,082	3,955	4,527	5,049
财务费用	-56	-198	-336	-345	-334	-357	应付款项	5,458	9,060	6,671	7,881	8,750	9,595
%销售收入	0.3%	0.7%	1.3%	1.3%	1.1%	1.1%	其他流动负债	816	288	558	466	492	516
资产减值损失	13	-191	8	-92	-99	-108	流动负债	11,292	15,344	12,311	12,302	13,769	15,159
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	1,260	0	1,700	1,700	1,700	1,701
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	347	363	450	450	450	450
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	12,899	15,707	14,461	14,452	15,919	17,310
营业利润	688	1,038	701	699	871	962	普通股股东权益	2,856	3,486	3,744	4,024	4,428	4,883
营业利润率	3.4%	3.6%	2.7%	2.6%	2.9%	2.9%	少数股东权益	308	512	536	756	999	1,265
营业外收支	16	29	3	-5	5	8	负债股东权益合计	16,063	19,705	18,740	19,233	21,345	23,459
税前利润	704	1,067	704	694	876	970	比率分析						
利润率	3.5%	3.7%	2.7%	2.5%	2.9%	2.9%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-126	-190	-141	-139	-175	-194	每股指标						
所得税率	17.9%	17.8%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	1.020	1.604	0.864	0.799	1.093	1.215
净利润	578	876	563	556	701	776	每股净资产	6.809	8.312	8.926	9.595	10.558	11.642
少数股东损益	150	204	200	220	243	267	每股经营现金净流	0.786	0.736	0.806	1.985	2.226	2.710
归属于母公司的净利润	428	673	362	335	458	509	每股股利	0.100	0.250	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	2.1%	2.3%	1.4%	1.2%	1.5%	1.5%	回报率						
							净资产收益率	14.98%	19.29%	9.68%	8.33%	10.35%	10.43%
							总资产收益率	2.66%	3.41%	1.93%	1.74%	2.15%	2.17%
							投入资本收益率	6.35%	11.73%	7.43%	8.71%	8.95%	8.86%
							增长率						
							主营业务收入增长率	6.08%	41.96%	-9.84%	5.15%	11.19%	9.65%
							EBIT增长率	-10.25%	95.38%	-27.94%	10.52%	14.80%	9.47%
							净利润增长率	-9.51%	57.21%	-46.13%	-7.54%	36.78%	11.17%
							总资产增长率	36.20%	22.67%	-4.89%	2.63%	10.99%	9.90%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	17.5	18.4	21.5	22.0	22.0	22.0
							存货周转天数	53.6	72.9	93.3	85.0	85.0	85.0
							应付账款周转天数	28.4	35.7	44.5	45.0	45.0	45.0
							固定资产周转天数	36.1	27.5	30.4	29.2	26.1	27.3
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-17.69%	54.18%	64.34%	61.81%	53.94%	44.72%
							EBIT利息保障倍数	13.1	7.2	3.1	3.3	3.9	4.0
							资产负债率	80.31%	79.71%	77.16%	75.14%	74.58%	73.79%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	578	876	563	556	701	776
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	166	501	266	380	424	494
非经营收益	174	45	423	420	391	424
营运资金变动	-589	-1,109	-908	-523	-582	-558
经营活动现金净流	330	313	343	832	933	1,137
资本开支	-514	-472	-434	-455	-455	-472
投资	0	0	0	0	0	0
其他	310	30	100	0	0	0
投资活动现金净流	-204	-443	-334	-455	-455	-472
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	1,204	-282	785	-1,127	573	522
其他	-224	-933	-496	-579	-451	-487
筹资活动现金净流	980	-1,215	289	-1,706	122	35
现金净流量	1,106	-1,345	298	-1,329	600	700

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	1	1	4
买入	0	3	3	3	8
持有	0	2	2	2	4
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.40	2.27	2.24	2.12

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-03-27	持有	27.67	N/A
2 2012-03-27	持有	12.93	N/A

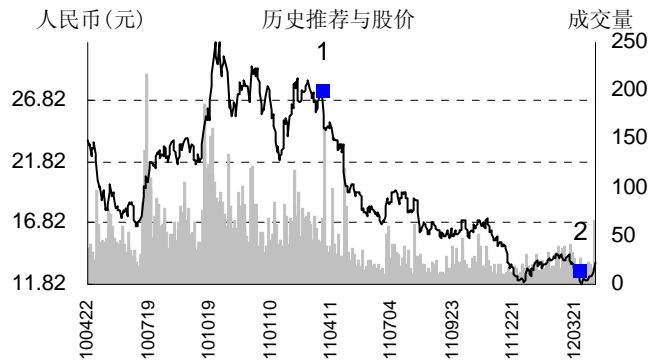
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B