



**持有**

**0% ↑**

目标价格: 人民币12.80

000951.SZ

价格: 人民币 12.75

目标价格基础: 23倍 2012年市盈率

板块评级: 中立

# 中国重汽

## 调研更新

由于终端需求持续低迷, 2季度公司重卡销售呈现“旺季不旺”特征, 我们判断公司2季度销量同比下滑50%以上; 另外, 2季度公司降价促销力度仍较大, 毛利率未见明显改观; 预计短期内公司业绩难以改善。如下半年宏观经济政策出现放松, 有望提振公司自卸车需求, 我们预计下半年公司销量有望逐月好转。考虑到公司当前盈利能力薄弱, 我们暂维持公司持有评级和12.80元目标价。

### 支撑评级的要点

- **销售情况:** 5月份销售未见起色, 我们预计公司5月销量环比继续下滑, 6月份也未出现明显改善迹象。2季度作为公司传统销售旺季, 并未体现出旺季特征, 我们预计2季度销量在17,000-18,000台区间, 同比下降51%-54%。预计公司全年销量为8.2万台, 同比下滑18.5%。
- **车型:** 自卸车在公司重卡销量中的占比高达70%, 主要应用于矿山、基建和房地产三个领域; 另外30%是物流用车。今年以来, 矿山和物流用车表现较差。
- **促销力度:** 我们认为, 1季度以来, 为提振销量, 公司加大整车降价促销力度, 我们预计部分车型降价幅度达到5%-10%。但10%的降幅是公司降价的上限, 如车价降幅进一步加大, 将会出现亏损。
- **库存水平:** 我们测算公司重卡库存水平(指公司内部库存和在途车辆)在1万台以上, 以4月份销量计算, 相当于约2个月的销量。
- **盈利能力:** 虽然原材料采购成本有所下降, 但公司销量和价格均明显下降; 我们预计2季度公司毛利率较1季度基本持平。此外, 公司财务费用率居高不下。我们认为上半年公司业绩压力较大。

### 评级面临的主要风险

- 重卡终端需求持续乏力;
- 政策放松力度低于预期;

### 估值

- 基于下半年公司销量逐月好转的预期, 我们维持公司2012年每股收益0.56元不变, 预计公司2013年每股收益0.9元。我们维持公司目标价12.80元不变, 相当于2012年23倍市盈率。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	28,904	26,059	21,096	26,252	29,881
变动(%)	42	(10)	(19)	24	14
净利润(人民币 百万)	673	362	233	377	637
全面摊薄每股收益(人民币)	1.604	0.864	0.557	0.900	1.520
变动(%)	57.2	(46.1)	(35.6)	61.6	68.9
核心每股收益(人民币)	1.616	0.865	0.566	0.909	1.529
变动(%)	57.3	(46.5)	(34.6)	60.6	68.2
全面摊薄市盈率(倍)	7.9	14.8	22.9	14.2	8.4
核心市盈率(倍)	7.9	14.7	22.5	14.0	8.3
每股现金流量(人民币)	0.74	0.81	4.09	2.97	3.66
价格/每股现金流量(倍)	17.3	15.8	3.1	4.3	3.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.2	6.6	7.2	5.8	4.0
每股股息(人民币)	0.250	0.170	0.111	0.180	0.304
股息率(%)	2.0	1.3	0.9	1.4	2.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	7	(3)	(8)	(28)
相对新华富时A50指数	0	4	(3)	(15)

发行股数(百万)	419
流通股(%)	36
流通股市值(人民币 百万)	5,348
3个月日均交易额(人民币 百万)	33
净负债比率(%) (2012E)	39
主要股东(%)	
中国重汽香港有限公司	64

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2012年6月8日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车

王玉笙

(8621) 2032 8523

yusheng.wang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120041

胡文洲, CFA

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120004

\* 宋佳佳为本报告重要贡献者

## 销量分析

2012年1-4月，中国重汽累计销售重卡26,430台，同比下滑33.1%。其中4月单月销量仅5,806台，同比下滑59.8%。公司销量表现低于行业水平，前4个月，公司市场份额下降为10%，是2005年以来的最低水平。

我们预计，5月销量环比4月份可能继续下滑；6月份至今，公司销售情况未出现明显改善。我们预计公司2季度重卡销量在17,000-18,000台区间，同比下降51%-54%。

价格方面，我们认为，1季度以来，为提振销量，公司加大整车降价促销力度，我们预计部分车型降价幅度达到5%-10%。但10%的降幅是公司降价的上限，如车价降幅进一步加大，将会出现亏损。

当前重卡行业正处于低谷之中，市场预期如宏观经济政策出现放松，可能会刺激重卡销量反弹。我们认为，基建项目从国家批准到资金到位，再到正式开工，需要一个过程。即使宏观经济政策如市场预期的放松，反映到重卡销量上也需2个月左右的时间。加上7、8月份本身就是淡季，因此我们预计4季度重卡板块将明显回升。

我们预计，公司重卡销量下半年有望逐月改善。预计公司全年销量有望达到82,000台，同比下滑18.5%。预计2013年公司销量达到10万台，同比增长22%。

## 盈利预测和估值

2012年1季度，由于受销量下滑、产能利用率降低及平均销售单价走低等拖累，公司盈利能力下滑严重，公司1季度毛利率仅为7.5%，净利润率为0.2%，较去年同期分别下滑2.1、1.1个百分点。1季度公司销售费用率及管理费用率均比去年同期下降了0.3个百分点，但由于借款规模增加及利率攀升，公司财务费用率同比提升0.6个百分点。

我们预计，公司2季度销量环比1季度将下滑13%-18%。我们判断，2季度以来公司降价促销力度仍较大，预计2季度毛利率水平难以改善。我们认为2季度公司业绩压力较大。

基于下半年公司销量逐月好转的预期，我们维持公司2012年每股收益0.56元不变。维持公司目标价12.80元不变，相当于2012年约23倍市盈率。

图表 1. 中国重汽4月销量

(台)	2012年4月	同比(%)	环比(%)	累计销量	累计同比(%)
中国重汽	5,806	(59.8)	(41.1)	26,430	(33.1)

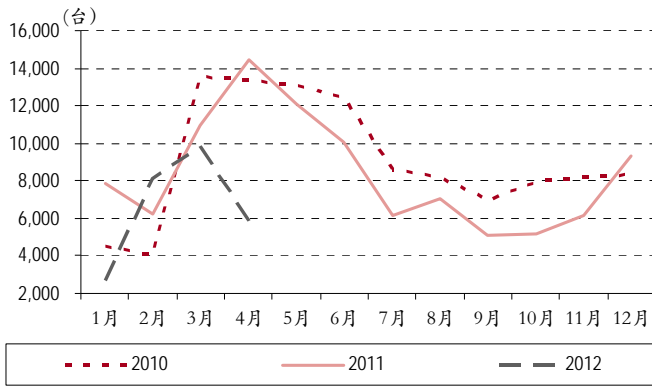
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 2. 中国重汽季度月均销量

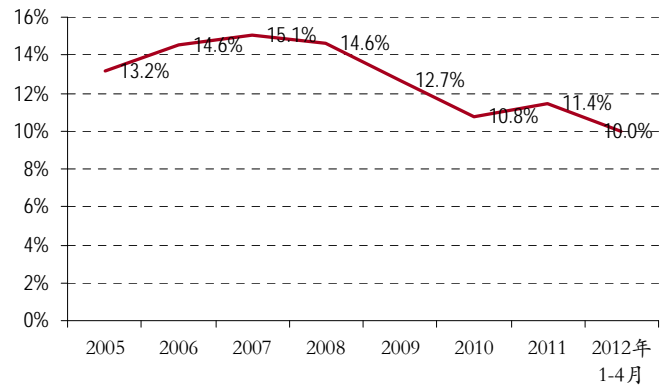
(台)	10年 1季度 月均	10年 2季度 月均	10年 3季度 月均	10年 4季度 月均	11年 1季度 月均	11年 2季度 月均	11年 3季度 月均	11年 4季度 月均	12年 1季度 月均	12年 2季度 月均
中国重汽	7,385	12,975	7,933	8,144	8,359	12,201	6,099	6,876	6,875	5,806

资料来源：公司数据，中银国际研究

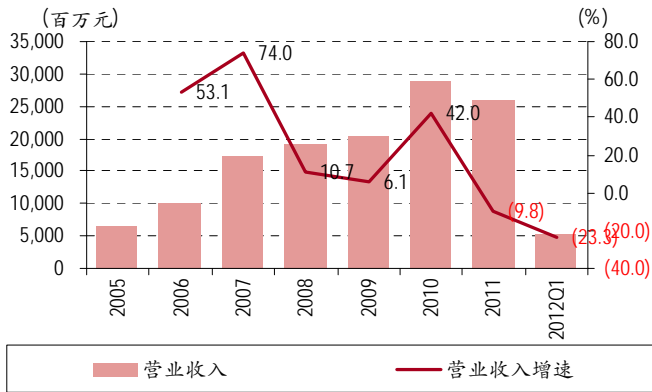
\*12年2季度月均销量为4月数据

**图表 3. 中国重汽月度销量情况 (2010.01-2012.04)**


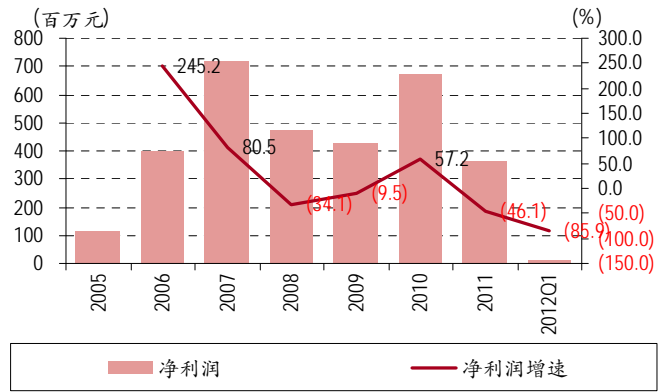
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**图表 4. 中国重汽重卡市场份额情况 (年度)**


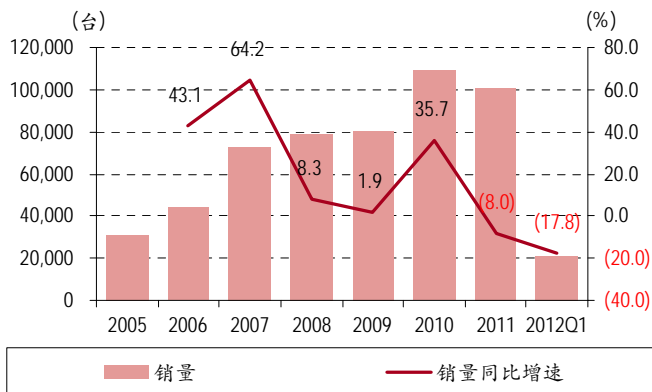
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**图表 5. 营业收入及增速 (年度)**


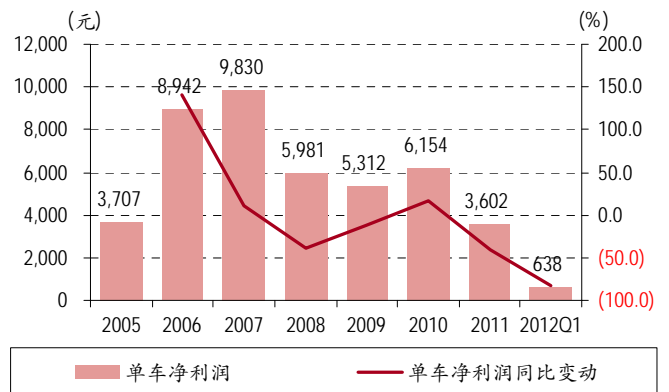
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**图表 6. 归属于母公司净利润及增速 (年度)**


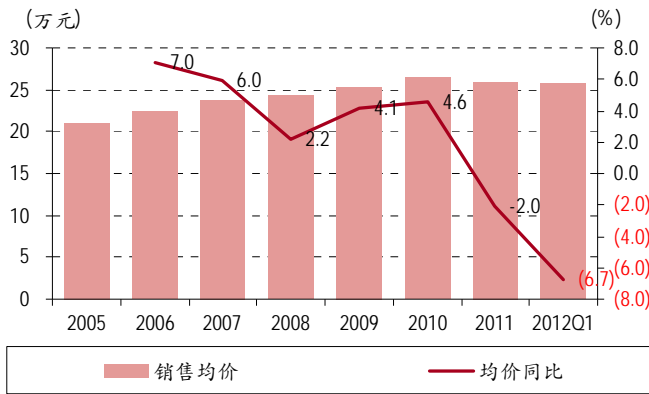
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**图表 7. 中国重汽销量及增速 (年度)**


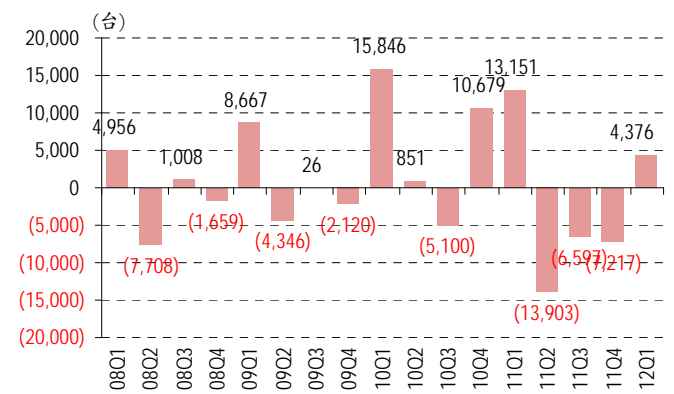
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**图表 8. 单车归属于母公司净利润及同比变动情况 (年度)**


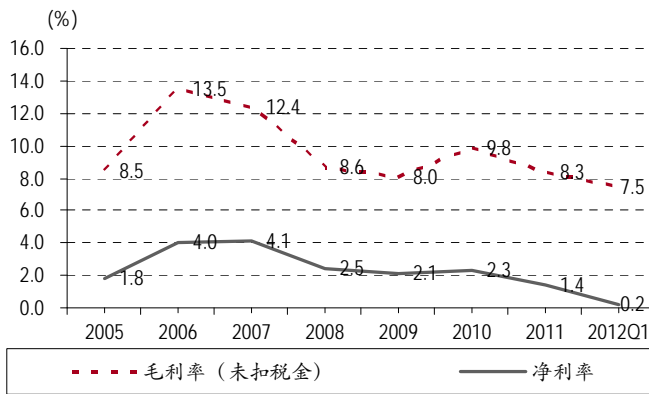
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**图表 9. 销售均价及同比变动情况 (年度)**


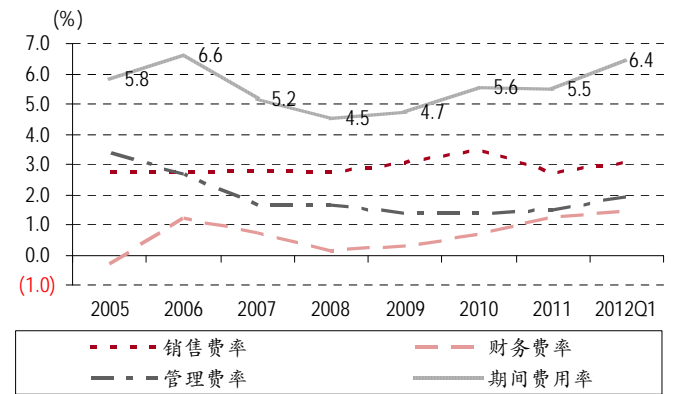
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**图表 10. 库存变动情况 (季度)**


资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**图表 11. 毛利率、净利率情况 (年度)**


资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**图表 12. 期间费用率情况 (年度)**


资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	28,904	26,059	21,096	26,252	29,881
销售成本	(26,070)	(23,943)	(19,420)	(24,059)	(27,142)
经营费用	(1,288)	(806)	(597)	(918)	(1,032)
息税折旧前利润	1,546	1,310	1,079	1,275	1,706
折旧及摊销	(310)	(274)	(310)	(342)	(372)
经营利润(息税前利润)	1,236	1,036	769	933	1,334
净利息收入/(费用)	(198)	(336)	(340)	(254)	(173)
其他收益/(损失)	29	3	20	20	20
税前利润	1,067	704	449	699	1,181
所得税	(190)	(141)	(90)	(140)	(236)
少数股东权益	(204)	(200)	(126)	(182)	(307)
净利润	673	362	233	377	637
核心净利润	678	363	237	381	641
每股收益(人民币)	1.604	0.864	0.557	0.900	1.520
核心每股收益(人民币)	1.616	0.865	0.566	0.909	1.529
每股股息(人民币)	0.250	0.170	0.111	0.180	0.304
收入增长(%)	42	(10)	(19)	24	14
息税前利润增长(%)	66	(16)	(26)	21	43
息税折旧前利润增长(%)	67	(15)	(18)	18	34
每股收益增长(%)	57	(46)	(36)	62	69
核心每股收益增长(%)	57	(46)	(35)	61	68

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	1,067	704	449	699	1,181
折旧与摊销	310	274	310	342	372
净利息费用	198	336	340	254	173
运营资本变动	3,445	(3,495)	(997)	854	556
税金	(190)	(141)	(90)	(140)	(236)
其他经营现金流	(4,521)	2,660	1,704	(765)	(508)
经营活动产生的现金流	309	338	1,716	1,244	1,537
购买固定资产净值	(491)	(436)	(390)	(390)	(392)
投资减少/增加	2	0	0	0	0
其他投资现金流	46	102	0	0	0
投资活动产生的现金流	(443)	(334)	(390)	(390)	(392)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(282)	785	(2,019)	(1,553)	(896)
支付股息	(42)	(105)	(71)	(47)	(75)
其他融资现金流	(345)	60	(264)	(254)	(173)
融资活动产生的现金流	(669)	740	(2,354)	(1,854)	(1,145)
现金变动	(803)	744	(1,029)	(1,000)	0
期初现金	4,633	3,284	4,029	3,000	2,000
公司自由现金流	(134)	4	1,326	854	1,145
权益自由现金流	(614)	454	(1,033)	(953)	75

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	3,830	4,029	3,000	2,000	2,000
应收帐款	2,071	1,512	1,216	1,513	1,723
库存	7,442	4,771	3,130	3,901	4,414
其他流动资产	3,304	5,279	5,000	5,000	5,000
流动资产总计	16,647	15,590	12,346	12,414	13,136
固定资产	2,309	2,457	2,367	2,257	2,131
无形资产	749	692	862	1,020	1,166
其他长期资产	0	0	0	0	0
长期资产总计	3,058	3,150	3,229	3,277	3,297
总资产	19,705	18,740	15,575	15,692	16,433
应付帐款	8,381	6,261	4,844	6,002	6,771
短期债务	5,997	5,082	3,063	1,510	614
其他流动负债	696	794	700	700	700
流动负债总计	15,074	12,136	8,608	8,212	8,085
长期借款	0	1,700	1,700	1,700	1,700
其他长期负债	633	624	700	700	700
股本	419	419	419	419	419
储备	3,067	3,325	3,487	3,817	4,379
股东权益	3,486	3,744	3,906	4,237	4,799
少数股东权益	512	536	661	843	1,150
总负债及权益	19,705	18,740	15,575	15,692	16,433
每股帐面价值(人民币)	8.31	8.93	9.31	10.10	11.44
每股有形资产(人民币)	6.53	7.28	7.26	7.67	8.66
每股净负债/(现金)(人民币)	5.16	6.56	4.20	2.89	0.75

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	5.3	5.0	5.1	4.9	5.7
息税前利润率(%)	4.3	4.0	3.6	3.6	4.5
税前利润率(%)	3.7	2.7	2.1	2.7	4.0
净利率(%)	2.3	1.4	1.1	1.4	2.1
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.1	1.3	1.4	1.5	1.6
利息覆盖率(倍)	6.2	3.1	2.3	3.7	7.7
净权益负债率(%)	54.2	64.3	38.6	23.8	5.3
速动比率(倍)	0.6	0.9	1.1	1.0	1.1
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	7.9	14.8	22.9	14.2	8.4
核心业务市盈率(倍)	7.9	14.7	22.5	14.0	8.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	7.9	14.8	22.6	14.1	8.4
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.5	1.4	1.4	1.3	1.1
价格/现金流(倍)	17.3	15.8	3.1	4.3	3.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.2	6.6	7.2	5.8	4.0
<b>周转率</b>					
存货周转天数	72.9	93.1	74.3	48.9	50.8
应收帐款周转天数	21.4	25.1	23.6	19.0	19.8
应付帐款周转天数	85.2	102.5	96.1	75.4	78.0
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	15.6	19.7	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	21.2	10.0	6.1	9.3	14.1
资产收益率(%)	5.7	4.3	3.6	4.8	6.6
已运用资本收益率(%)	12.7	9.8	7.5	10.6	16.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371