

盈利迎来向上拐点

——中国重汽（000951）中报点评

2012年8月29日

强烈推荐/维持

中国重汽

财报点评

王明德

执业证书编号：S1480511100001

张洪磊

zhanghl@dxzq.net.cn 010-66554014

事件：

公司 2012 年上半年实现营业收入 105.92 亿元，同比减少 34.19%，实现利润总额 1.05 亿元，同比减少 81.97%；实现归属于母公司所有者的净利润 0.39 亿元，同比减少 87.02%；实现基本每股收益 0.09 元，同比减少 87.50%。

公司分季度财务指标

指标	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
营业收入（百万元）	6160.83	6901.20	9193.76	4650.13	5313.47	5295.38	5297.06
增长率（%）	30.77	14.82	-12.88	-24.75	-13.75	-23.27	-42.38
毛利率（%）	6.13	9.56	8.33	8.28	6.74	7.49	7.68
期间费用率（%）	3.85	6.46	3.29	6.74	6.80	6.45	6.91
营业利润率（%）	-0.69	2.76	4.25	3.59	-0.90	0.94	-0.29
净利润（百万元）	-51.06	128.77	344.46	148.14	-58.56	24.89	44.61
增长率（%）	-159.47	-41.02	-30.35	-30.97	-14.69	-80.67	-87.05
每股盈利（季度，元）	-0.09	0.22	0.50	0.19	-0.05	0.03	0.06
资产负债率（%）	79.71	81.73	81.82	77.77	77.16	77.41	74.36
净资产收益率（%）	-1.27	3.17	8.11	3.34	-1.33	0.58	1.04
总资产收益率（%）	-0.26	0.58	1.47	0.74	-0.30	0.13	0.27

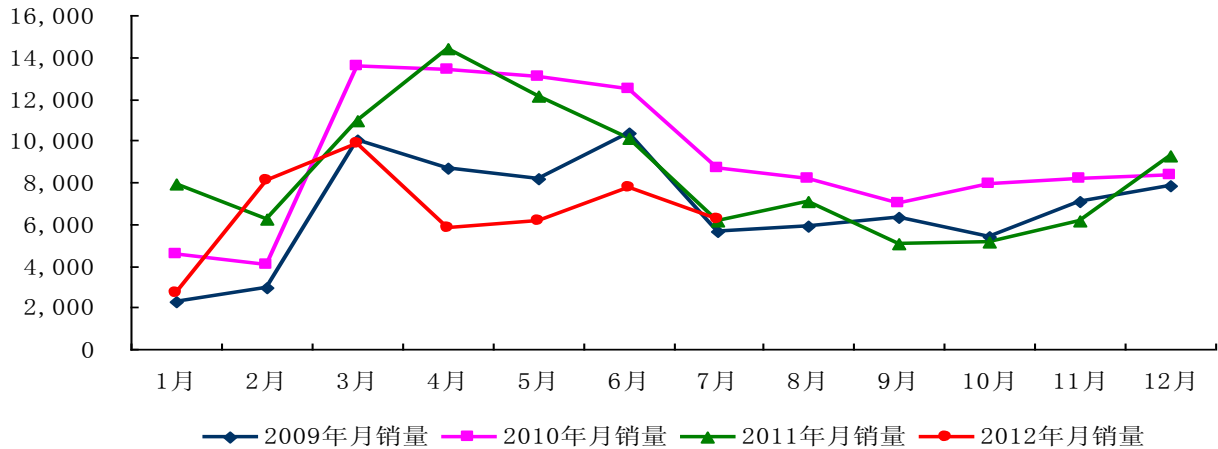
评论：

积极因素：

- **出口持续增长，下半年销量增速将转正。**上半年公司实现出口收入（进出口公司）26.32亿元，同比增长27.32%，公司最近正与以色列的经销商协商合作，预计公司在中东地区的销量仍将保持快速增长。虽然上半年公司整车销量同比下降34.68%，但7月公司销量同比增速已经转正，由于去年下半年基数较低，预计今年下半年公司销量可持续正增长，全年销量同比降幅有望收窄到15%左右。
- **毛利率环比上升，管理费用大幅上升主要是研发费用增长。**上半年公司综合毛利率为7.59%，同比下降1.27个百分点，但2季度毛利率为7.68%，环比提升0.18个百分点，由于目前钢材等主要原材料价格持续低迷且下半年月销量将稳定回升，公司下半年毛利率有望继续提升。上半年公司期间费用率为6.68%，同比大幅增加2.03个百分点，其中管理费用同比大幅增加1.57个百分点，主要是今年发生1.11亿元的研发费用，同比大幅增加8,300万元，剔除此影响管理费用同比只增加0.79个百分点，这部分主要是营收同比大幅下

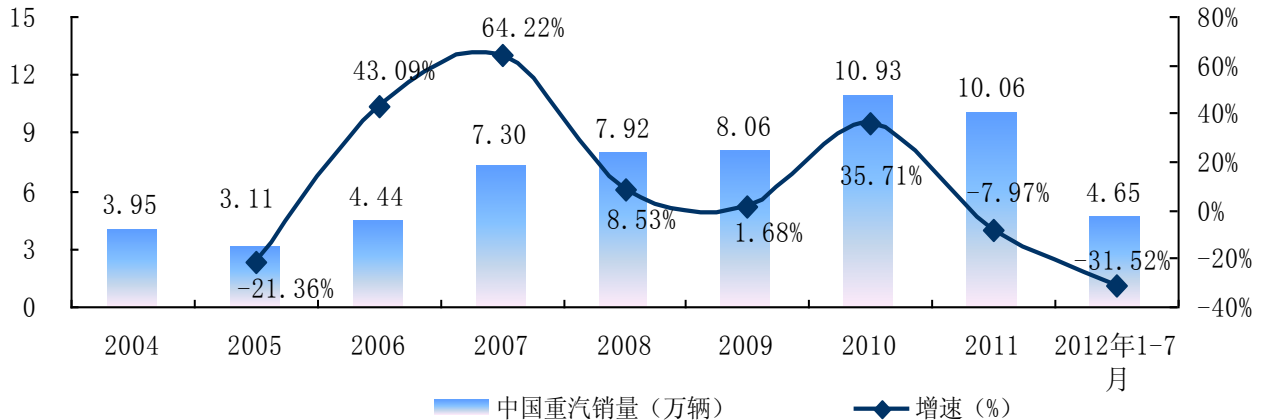
降造成的。

图 1: 2009 年至今公司月度销量



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 2: 2004 年至今公司年度销量及增速



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

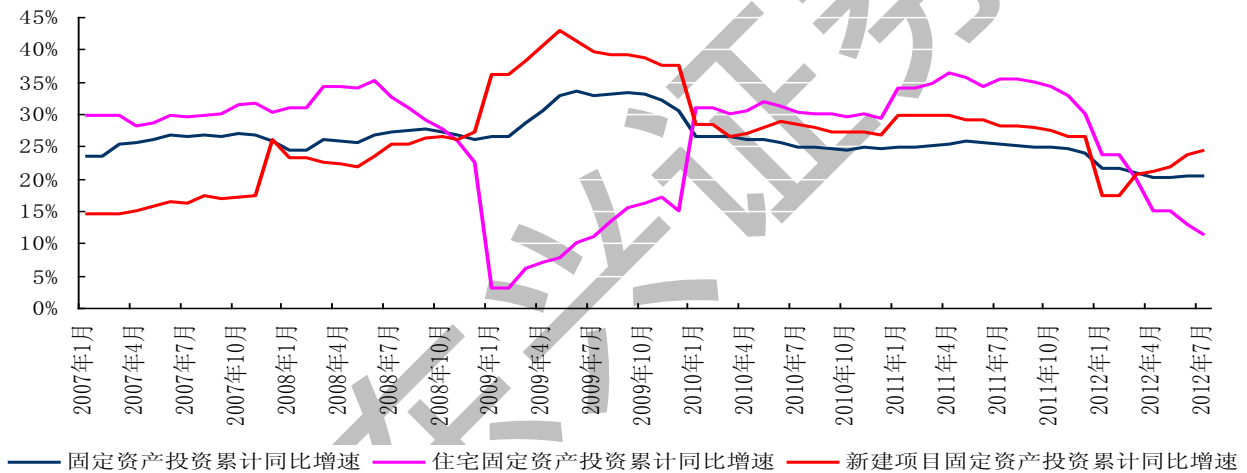
- **产品结构调整, 已经取得成效。** 尽管工程车销量大幅下降, 但是公司一些新车型的销售已经开始快速增长。今年上半年LNG车型的销量已经接近3,000辆, 同比增长一倍以上。另外, 上半年公司的70矿用自卸车也已经销售了3,000多辆, 公司的最新高端产品A7车系的销量占比也超过了20%。
- **更换董事长, 管理或有改善。** 公司董事长王浩涛于8月14日向董事会递交了辞职报告, 集团副总经理于有德接任董事长职务。在公司主营业务经历持续下降的背景下, 更换管理层或将对公司未来的经营管理产生积极影响。

消极因素:

- **固定资产投资增速虽有反弹, 但力度有限。** 虽然固定资产投资增速在5月份之后已经开始企稳回升, 但受

受制于地方政府财力有限，很多拉动投资项目的资金难以落实，固定资产投资反弹力度有限。

图 3：2007 年至固定资产投资累计同比增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

业务展望：

➤ **短期内公司销量难有大幅好转，但看好公司更换管理层给公司带来的重整机会：**在我国经济发展面临转型的大背景下，投资拉动动力不足，短期内公司销量难有大幅好转，但公司目前估值较低且管理层正在调整，未来在公司战略和管理方面或有较大调整，向好的概率较大。

盈利预测与投资评级：

我们认为公司已渡过最困难的时期，未来持续向好的概率较大。预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.63、0.88 和 1.37 元，对应 PE 分别为 15、11 和 7 倍，同时考虑到公司目前 PB 只有 1.1，PS 只有 0.15、市值与重置成本相当，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

公司更换管理层后经营管理改善低于预期。

表 1：投资组合盈利预测和估值

万元	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	28,903.80	26,058.56	22,745.49	27,082.84
(+/-)%	41.96%	-9.84%	-12.71%	19.07%
经营利润 (EBIT)	1235.64	1036.29	885.60	1116.13
(+/-)%	66.19%	-16.13%	-14.54%	26.03%
净利润	876.42	562.81	454.83	598.52
(+/-)%	51.72%	-35.78%	-19.18%	31.59%
每股净收益 (元)	1.60	0.86	0.63	0.88

资料来源：东兴证券

利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	28,903.80	26,058.56	22,745.49	27,082.84	33,137.42
营业收入增长率	41.96%	-9.84%	-12.71%	19.07%	22.36%
营业成本	26,066.39	23,889.56	20,909.93	24,848.51	30,310.80
营业费用	1,009.05	705.53	580.01	685.20	825.12
管理费用	398.70	382.61	313.89	365.62	430.79
财务费用	197.81	335.56	352.56	405.44	466.25
资产减值损失	190.68	-8.46	10.58	13.22	16.53
营业利润	1,037.83	700.73	533.04	710.70	1,021.66
EBITDA	1545.79	1310.40	1126.62	1335.35	1730.88
归属母公司净利润	672.69	362.36	263.93	369.43	574.03
净利润增长率	57.21%	-46.13%	-27.16%	39.98%	55.38%
EPS (元)	1.60	0.86	0.63	0.88	1.37
资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	3,830.27	4,028.55	4,094.19	4,739.50	5,136.30
应收账款	1,637.64	1,427.78	1,370.96	1,409.79	1,634.17
预付款项	502.68	235.07	255.98	280.83	311.14
存货	7,442.08	4,771.39	4,640.28	4,765.47	5,231.73
非流动资产	3,057.58	3,149.64	2,891.55	2,851.87	2,740.31
资产总计	19,704.57	18,740.03	18,007.83	18,965.50	20,615.44
应付账款	3,524.36	2,295.06	1,890.49	1,838.11	2,076.08
预收款项	1,845.63	1,148.80	1,205.66	1,273.37	1,356.22
流动负债	15,073.59	12,136.15	11,037.42	11,474.66	12,491.22
非流动负债	633.01	2,324.36	2,326.37	2,359.12	2,344.46
少数股东权益	511.51	535.56	726.46	955.55	1,230.46
母公司股东权益	3,486.46	3,743.96	3,928.71	4,187.31	4,560.43
ROIC	19.47%	10.95%	9.28%	10.81%	12.99%
现金流量表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	876.42	562.81	454.83	598.52	848.94
折旧摊销	310.15	274.11	252.16	219.22	242.96
经营活动产生现金流	308.50	337.93	854.75	895.97	815.33
投资活动产生现金流	-442.78	-334.02	-160.58	-213.22	-166.53
融资活动产生现金流	-1,214.79	288.88	-628.54	-37.44	-252.01
现金净增(减)	-1,349.07	292.79	65.63	645.31	396.80

资料来源：东兴证券

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

张洪磊

对外经贸大学金融学硕士，工学学士，具有四年汽车行业从业经验，2012年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券