

进入亏损周期，市场拐点未现

核心观点：

1. 事件：公布中报

公司8月29日公布中报，2012年上半年实现收入106亿元，同比-34.19%；净利润3930万元，同比-87.02%；考虑全面摊薄EPS为0.09元；由于本报告期发生政府补贴（6990万）等因素影响，实际扣非后净利润仅为1467万元，同比-95.18%，2季度主营开始亏损，业绩低于预期。

2. 我们的分析与判断

(1) 受经济和投资下滑影响，公司中重卡销售低迷

2012年经济持续低迷，投资增速严重放缓，导致工程重卡行业需求大幅下滑，2012年中国重卡行业同比下滑31.70%；公司上半年实现中重卡销售4.03万辆，同比-30.74%，导致公司收入大幅下滑（-34.19%）。

(2) 公司经营压力加大，进入亏损周期

公司上半年综合毛利率7.59%，同比下降0.27个百分点，净利率0.37%，同比大幅下跌1.51个百分点；主要受制需求低迷，公司产品结构调整不力，成本有所上升，同时研发费用和售后维修费用有所加大，导致公司2季度实际进入主营亏损状态，预计三季度这一趋势仍将持续。

(3) 从经济运行和行业周期出发，行业仍未到底

对比过去10年的重卡周期发展规律，行业处于低谷，但是底部可能仍将下台阶，时间可能仍将拉长，过去9月形成短期底部仅发生在03年、05年、09年和10年，都是出现在经济趋势和预期较好的年份，目前经济低迷和政策不明朗状态下，重卡的恢复时机仍未到。

3. 投资建议

我们预测公司12-14年实现营业总收入194、254和266亿元，利润0.44、2.94和3.49亿元，12-14年EPS为0.10、0.70和0.83元，对应12-14年PE为91.58、13.60和11.47，PB为1.08倍，但公司基本面仍有创新低风险，建议等待政策明朗和行业自身周期触底，给予“中性”评级。

4. 风险提示

宏观经济持续低迷将压抑重卡消费需求，国四推行低于预期将打击重卡投资热情。

中国重汽（000951.SZ）

中性 首次评级

分析师

杨华超

☎：(8621) 2025 2681

✉：yanghuachao@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512050003

邓学

☎：(0755) 82837691

✉：dengxue@chinastock.com.cn

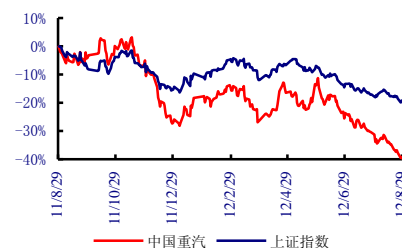
执业证书编号：S0130512080001

市场数据

时间 2012.08.29

A股收盘价(元)	9.53
A股一年内最高价(元)	17.35
A股一年内最低价(元)	9.50
上证指数	2053.24
市净率	1.07
总股本(万股)	41942.55
实际流通A股(万股)	41942.55
限售的流通A股(万股)	0.00
流通A股市值(亿元)	39.97

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

附表 1: 公司财务报表预测 (百万元)

资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E	利润表	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	15590	15990	19207	21563	营业收入	26059	19483	24551	26600
现金	4029	7706	8542	10061	营业成本	23890	18050	22591	24385
应收账款	1428	1101	1372	1487	营业税金及附加	53	40	50	54
其他应收款	84	157	201	195	营业费用	706	584	675	731
预付账款	235	234	270	300	管理费用	383	487	368	399
存货	4771	3988	5078	5359	财务费用	336	284	329	405
非流动资产	3150	2979	2839	2675	资产减值损失	-8	30	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	2169	2201	2156	2072	营业利润	701	8	537	626
无形资产	445	407	368	329	营业外收入	15	85	20	20
资产总计	18740	18969	22046	24238	营业外支出	12	15	10	11
流动负债	12136	11110	12470	12873	利润总额	704	78	547	635
短期借款	5082	4883	4891	4920	所得税	141	16	110	127
应付账款	2295	1901	2417	2565	净利润	563	62	437	508
其他流动负债	4759	4327	5161	5388	少数股东损益	200	19	143	158
非流动负债	2324	3588	5288	6988	归属母公司净利润	362	44	294	349
长期借款	1700	3400	5100	6800	EPS (元)	0.86	0.10	0.70	0.83
其他非流动负债	624	188	188	188					
负债合计	14461	14698	17758	19862	财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	536	554	697	856	成长能力				
股本	419	419	419	419	营业收入	-9.8%	-25.2%	26.0%	8.3%
资本公积	684	684	684	684	营业利润	-32.5%	-98.9%	6740.6%	16.6%
留存收益	2640	2613	2488	2418	归属于母公司净利润	-46.1%	-87.9%	573.3%	18.6%
归属母公司股东权益	3744	3716	3591	3521	获利能力				
负债和股东权益	18740	18969	22046	24238	毛利率(%)	8.3%	7.4%	8.0%	8.3%
					净利率(%)	1.4%	0.2%	1.2%	1.3%
现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E	ROE(%)	9.7%	1.2%	8.2%	9.9%
经营活动现金流	338	2086	-197	631	ROIC(%)	11.2%	4.5%	11.3%	12.8%
净利润	563	62	437	508	偿债能力				
折旧摊销	274	130	137	139	资产负债率(%)	77.2%	77.5%	80.5%	81.9%
营运资金变动	-908	2057	-1100	-426	净负债比率(%)	46.90%	59.83%	59.20%	61.56%
投资活动现金流	-334	20	20	20	流动比率	1.28	1.44	1.54	1.68
资本支出	436	0	0	0	营运能力				
长期投资	0	0	0	0	总资产周转率	1.36	1.03	1.20	1.15
其他投资现金流	102	20	20	20	每股收益(最新摊薄)	0.86	0.10	0.70	0.83
筹资活动现金流	289	1571	1013	868	估值比率				
其他筹资现金流	-1956	70	-695	-860	P/E	11.05	91.58	13.60	11.47
现金净增加额	293	3677	836	1519	P/B	1.07	1.08	1.12	1.14

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

杨华超，行业证券分析师；邓学，行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn