

商用载货车

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 邢卫军

S0960111080510

0755-82026562

xingweijun@cjis.cn

6-12个月目标价: 12.00元

当前股价: 9.90元

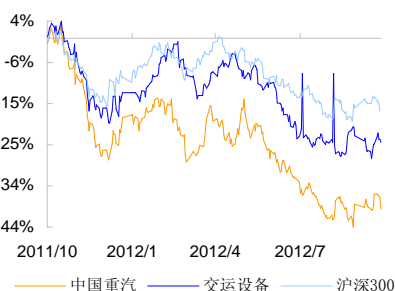
评级调整: 调高

基本资料

上证综合指数	2066.21
总股本(百万)	419
流通股本(百万)	419
流通市值(亿)	41
EPS	0.86
每股净资产(元)	8.93
资产负债率	77.16%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国重汽	2.80	-11.13	-28.61
交运设备	1.70	-2.93	-20.45
沪深300指数	1.71	-4.75	-14.40



相关报告

- 中国重汽-需求谷底徘徊,旺季未能旺销——二月产销点评 2012-03-09
- 中国重汽-春节提前备货,销量超预期——十二月产销点评 2012-01-16
- 去库存化渐进尾声,需求恢复还需等待——十月产销点评 2011-11-09

中国重汽

000951

强烈推荐

销量谷底徘徊,需求有望探底回升—— 三季度报点评

公司29日公告三季度报: 1-9月实现收入149.39亿,同比-28.0%,归属于母公司净利润0.23亿,同比-94.15%,EPS 0.05元; 3季度实现收入43.47亿(同比-6.5%,环比-17.9%),净利润亏损0.17亿。

我们认为,随着我国经济持续下滑,政府对高铁、基建等大型固定资产投资项目审批加快。目前新建工程投资增速已触底回升,预计重卡需求随重点项目陆续开工将在4季度回暖,公司盈利也将随之改善,建议提早布局。

投资要点:

- 三季度销量继续下滑,单季亏损0.17亿。公司1-9月实现收入149.39亿,同比-28.0%,归属于母公司净利润0.23亿,同比-94.15%; 3季度实现收入43.17亿元(同比-6.5%,环比-17.9%),亏损0.17亿,环比下降明显。销量规模减小使毛利率下降明显。
- 重卡未来发展趋势:技术和品质双重提升,高档化提升盈利潜力。对比欧洲重卡发展路径,随着排放、油耗等监管法规不断升级,以及人们对使用舒适性、安全性等需求增多,重卡将向重型化、轻量化、环保节能方向发展。中国重卡行业即将进入重“质”不重“量”的阶段,发动机、变速箱、标载量将升级换代,技术品质推动附加值提升。
- 公司与曼全面合作将提升公司未来竞争实力和盈利能力。与曼合作,公司获得先进的D系列发动机和TGA整车技术;先进技术的新产品满足国四排放法规并增强产品竞争优势;新产品摆脱目前同质化产品的恶性竞争环境,单价和毛利率将实现较大提升,未来的市场前景和盈利空间值得期待!
- 投资建议:我们预计公司12-14年实现收入208亿元、288亿元和342亿元,净利润为0.48亿元、1.87亿元和3.93亿元,每股EPS为0.11元、0.45元和0.94元。公司处于业绩低谷,1.1倍PB估值较低,基建项目开工正常后,公司将重回快速增长,给予“强烈推荐”评级。

风险提示:

- 投资情绪下降,原材料价格上升等将影响公司未来盈利水平。

主要财务指标

单位:百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	26059	20833	28851	34197
收入同比(%)	-10%	-20%	38%	19%
归属母公司净利润	362	48	187	393
净利润同比(%)	-46%	-87%	294%	110%
毛利率(%)	8.3%	7.5%	8.1%	9.0%
ROE(%)	9.7%	1.3%	4.8%	9.1%
每股收益(元)	0.86	0.11	0.45	0.94
P/E	11.46	87.31	22.17	10.56
P/B	1.11	1.12	1.06	0.97
EV/EBITDA	6	15	9	6

资料来源:中投证券研究所

公司 12 年 1-9 月实现收入 149.39 亿，同比下降 28.0%，归属于母公司净利润 0.23 亿，同比下降 94.15%，EPS 0.05 元；3 季度实现收入 43.47 亿，同比下降 6.5%，环比下降 17.9%，净利润亏损 0.17 亿。由于重卡行业整体低迷，公司随行业向下，季度销量处于历史低位，单季毛利率环比下降约 1.4 个百分点。

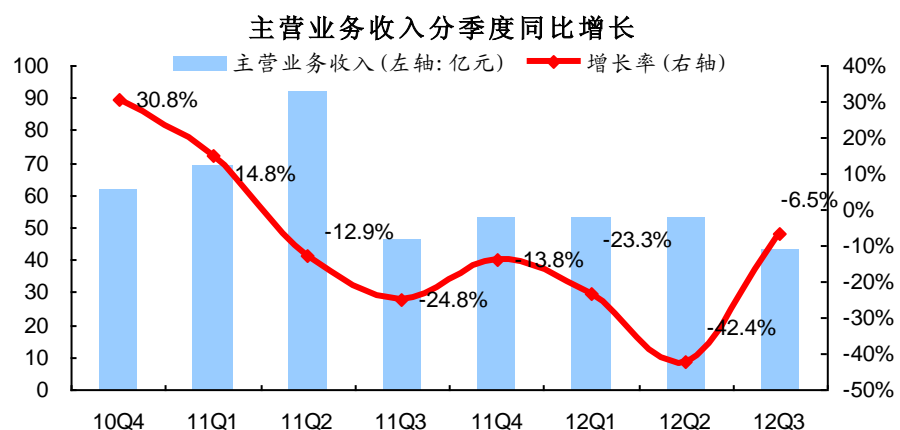
中投观点：公司是重卡整车龙头，市场份额约 20%，随行业景气波动明显。12 年投资下降、信贷收缩、运价低迷等因素打击重卡终端消费情绪，使重卡行业需求持续低迷，前三季度重卡销售下滑明显。随着我国经济数据的继续下滑，政府对高铁、基建等大型固定资产投资项目审批加快。目前新建工程投资增速已触底回升，预计重卡需求随重点项目陆续开工将在 4 季度回暖，公司盈利也将随之改善。

表 1 中国重汽的季度盈利性数据 (10Q4-12Q3)

财务指标(百万)	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	环比	同比
营业总收入	6160.8	6901.2	9193.8	4650.1	5313.5	5295.4	5297.1	4346.8	-17.9%	-6.5%
营业成本	5783.1	6241.8	8427.6	4265.1	4955.1	4898.6	4890.4	4072.5	-16.7%	-4.5%
营业费用	210.6	235.8	181.9	153.5	134.3	162.9	127.3	122.7	-3.6%	-20.1%
管理费用	(18.2)	149.8	29.9	80.6	122.3	101.3	183.1	129.7	-29.2%	60.9%
财务费用	44.8	60.3	90.8	79.4	105.0	77.1	55.4	9.5	-82.9%	-88.1%
营业利润	(42.6)	190.7	390.8	167.1	(47.9)	49.6	(15.5)	(13.9)	-10.5%	-108.3%
利润总额	(28.2)	194.2	386.7	169.0	(46.2)	45.4	59.3	(11.1)	-118.6%	-106.5%
所得税	22.9	65.4	42.2	20.9	12.4	20.5	14.7	5.1	-65.2%	-75.6%
净利润	(36.9)	93.5	209.4	79.6	(20.1)	13.2	26.1	(16.9)	-164.7%	-121.2%
EPS	-0.09	0.22	0.50	0.19	-0.05	0.03	0.06	-0.04	-166.7%	-121.1%
毛利率	6.1%	9.6%	8.3%	8.3%	6.7%	7.5%	7.7%	6.3%	-17.8%	-23.8%
营业费用率	3.4%	3.4%	2.0%	3.3%	2.5%	3.1%	2.4%	2.8%	17.5%	-14.5%
管理费用率	-0.3%	2.2%	0.3%	1.7%	2.3%	1.9%	3.5%	3.0%	-13.7%	72.1%
营业利润率	-0.7%	2.8%	4.3%	3.6%	-0.9%	0.9%	-0.3%	-0.3%	9.0%	-108.9%
实际所得税率	-81.0%	33.7%	10.9%	12.3%	-26.8%	45.2%	24.8%	-46.2%	-286.5%	-473.8%

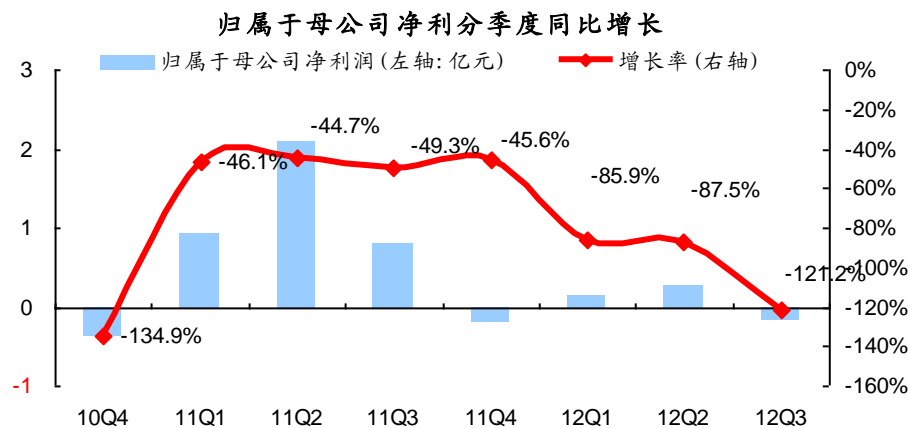
资料来源：公司资料，中投证券研究所

图 1 中国重汽营业收入分季度数据



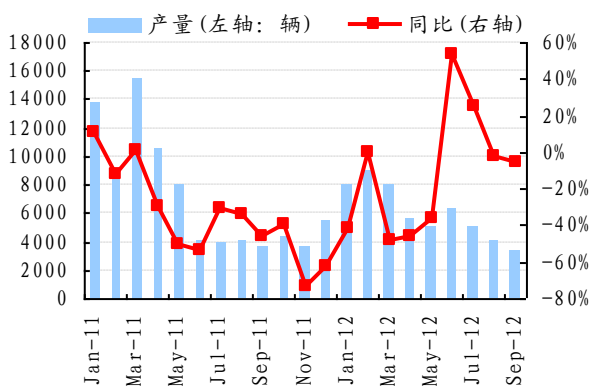
资料来源：中国重汽历年报表、中投证券研究所

图 2 中国重汽净利润分季度数据



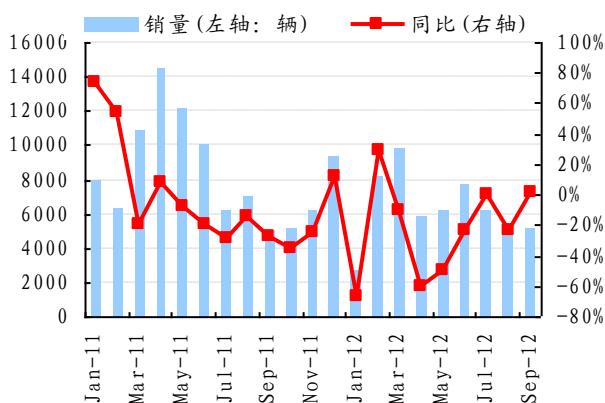
资料来源：中国重汽历年报表、中投证券研究所

图 3 公司月度产量



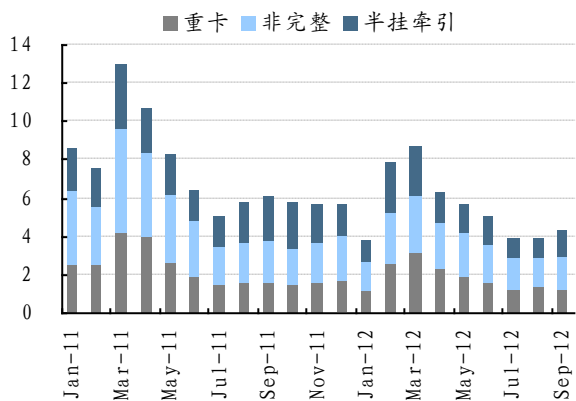
资料来源：公司产销快报、中投证券研究所

图 4 公司月度销量



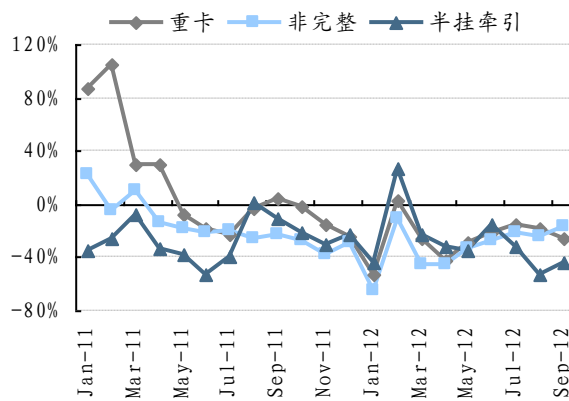
资料来源：公司产销快报、中投证券研究所

图 5 重卡行业月度销量（万辆）



资料来源：CAAM、中投证券研究所

图 6 重卡行业月度销量同比（11.1-12.9）



资料来源：CAAM、中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	15590	16326	20542	24154
现金	4029	7478	8018	9424
应收账款	1428	1177	1612	1912
其他应收款	84	168	236	250
预付账款	235	250	317	382
存货	4771	4255	5960	6838
其他流动资产	5044	2997	4400	5348
非流动资产	3150	2979	2839	2675
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2169	2201	2156	2072
无形资产	445	407	368	329
其他非流动资产	536	372	316	275
资产总计	18740	19305	23381	26829
流动负债	12136	11441	13539	14716
短期借款	5082	4883	4891	4920
应付账款	2295	2032	2841	3297
其他流动负债	4759	4526	5807	6498
非流动负债	2324	3588	5288	6988
长期借款	1700	3400	5100	6800
其他非流动负债	624	188	188	188
负债合计	14461	15029	18827	21704
少数股东权益	536	556	647	825
股本	419	419	419	419
资本公积	684	684	684	684
留存收益	2640	2617	2804	3197
归属母公司股东权益	3744	3720	3907	4301
负债和股东权益	18740	19305	23381	26829

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	338	1861	-905	111
净利润	563	68	278	572
折旧摊销	274	130	137	139
财务费用	336	287	338	418
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-908	1818	-1669	-1033
其他经营现金流	73	-441	11	16
投资活动现金流	-334	20	20	20
资本支出	436	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	102	20	20	20
筹资活动现金流	289	1569	1424	1275
短期借款	545	-199	9	29
长期借款	1700	1700	1700	1700
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1956	68	-285	-454
现金净增加额	293	3450	539	1406

利润表

会计年度	2011	2012	2013	2014
营业收入	26059	20833	28851	34197
营业成本	23890	19260	26516	31114
营业税金及附加	53	42	59	70
营业费用	706	562	780	924
管理费用	383	562	779	923
财务费用	336	287	338	418
资产减值损失	-8	50	50	50
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	701	69	330	698
营业外收入	15	24	26	26
营业外支出	12	8	8	9
利润总额	704	85	348	715
所得税	141	17	70	143
净利润	563	68	278	572
少数股东损益	200	20	91	178
归属母公司净利润	362	48	187	393
EBITDA	1310	486	804	1255
EPS (元)	0.86	0.11	0.45	0.94

主要财务比率

会计年度	2011	2012	2013	2014
成长能力				
营业收入	-9.8%	-20.1	38.5	18.5
营业利润	-32.5	-90.2	379.0	111.6
归属于母公司净利润	-46.1	-86.9	293.8	109.9
获利能力				
毛利率	8.3%	7.5%	8.1%	9.0%
净利率	1.4%	0.2%	0.6%	1.1%
ROE	9.7%	1.3%	4.8%	9.1%
ROIC	11.2%	5.2%	7.7%	11.4%
偿债能力				
资产负债率	77.2	77.9	80.5	80.9
净负债比率	46.90	58.51	55.84	56.34
流动比率	1.28	1.43	1.52	1.64
速动比率	0.88	1.05	1.07	1.17
营运能力				
总资产周转率	1.36	1.10	1.35	1.36
应收账款周转率	17	16	20	19
应付账款周转率	8.21	8.90	10.88	10.14
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.86	0.11	0.45	0.94
每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	4.44	-2.16	0.27
每股净资产(最新摊薄)	8.93	8.87	9.32	10.25
估值比率				
P/E	11.46	87.31	22.17	10.56
P/B	1.11	1.12	1.06	0.97
EV/EBITDA	6	15	9	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

邢卫军, 中投证券研究所汽车行业分析师, 2011 年获得中国科学院电工研究所博士学位, 2006 年获得清华大学汽车工程系学士学位。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434