

拐点已现但持续性存疑

——中国重汽（000951）2012 年年报点评

2013 年 03 月 27 日

推荐/下调

中国重汽

财报点评

张洪磊 zhanghl@dxzq.net.cn 010-66554014

执业证书编号: S1480512100001

事件:

公司 2012 年实现营业收入 193.70 亿元, 同比减少 25.67%, 实现利润总额 1.74 亿元, 同比减少 75.33%; 实现归属于母公司所有者的净利润 4,647 万元, 同比减少 87.17%; 实现基本每股收益 0.11 元, 同比减少 87.21%。

公司分季度财务指标

指标	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
营业收入(百万元)	6,901.20	9,193.76	4,650.13	5,313.47	5,295.38	5,297.06	4,346.77	4,430.33
增长率(%)	14.82	-12.88	-24.75	-13.75	-23.27	-42.38	-6.52	-16.62
毛利率(%)	9.56	8.33	8.28	6.74	7.49	7.68	6.31	8.42
期间费用率(%)	6.46	3.29	6.74	6.80	6.45	6.91	6.03	6.84
营业利润率(%)	2.76	4.25	3.59	-0.90	0.94	-0.29	-0.32	0.18
净利润(百万元)	128.77	344.46	148.14	-58.56	24.89	44.61	-16.15	63.00
增长率(%)	-41.02	-30.35	-30.97	-14.69	-80.67	-87.05	-110.90	207.57
每股盈利(季度, 元)	0.22	0.50	0.19	-0.05	0.03	0.06	-0.04	0.06
资产负债率(%)	81.73	81.82	77.77	77.16	77.41	74.36	70.59	69.32
净资产收益率(%)	3.17	8.11	3.34	-1.33	0.58	1.04	-0.38	0.65
总资产收益率(%)	0.58	1.47	0.74	-0.30	0.13	0.27	-0.11	0.20

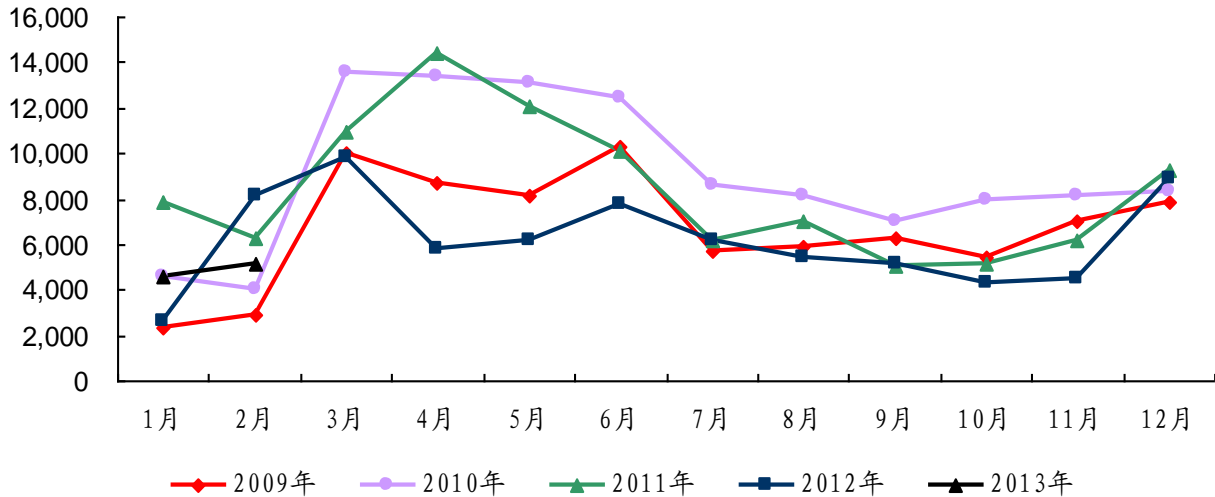
评论:

积极因素:

- **4季度依靠毛利率反弹实现反转符合预期, 未来有望延续。**2012年公司综合毛利率为7.49%, 同比下降0.83个百分点, 不过4季度毛利率快速反弹达到8.42%, 同比增加1.67个百分点, 环比增加2.11个百分点, 符合我们之前对公司4季度毛利率触底反弹的预期。2012年公司期间费用率为6.57%, 同比上升1.10个百分点, 其中管理费用率同比上升1.15个百分点, 主要是今年研发费用里包含了与MAN合作开发车桥的费用, 导致技术开发费用同比增加一倍以上。4季度期间费用率为6.84%, 同比增加0.04个百分点, 主要是销售费用率增加1.03个百分点, 而财务费用减少0.82个百分点。公司产品毛利率明显低于行业水平, 在公司新管理层调整战略把“提升效益作为中心环节”后, 未来毛利率持续反弹的可能性较大。
- **去年下半年固定资产新开工项目计划总额增速持续反弹, 预示今年下半年重卡销量增速将反弹, 全年销量增速或可达到15%以上。**固定资产新开工项目计划总额同比增速是重卡销量同比增速的领先指标(约领先一年), 从历史数据看两者的相关系数高达0.86。2012年5月之后固定资产新开工项目计划总额累

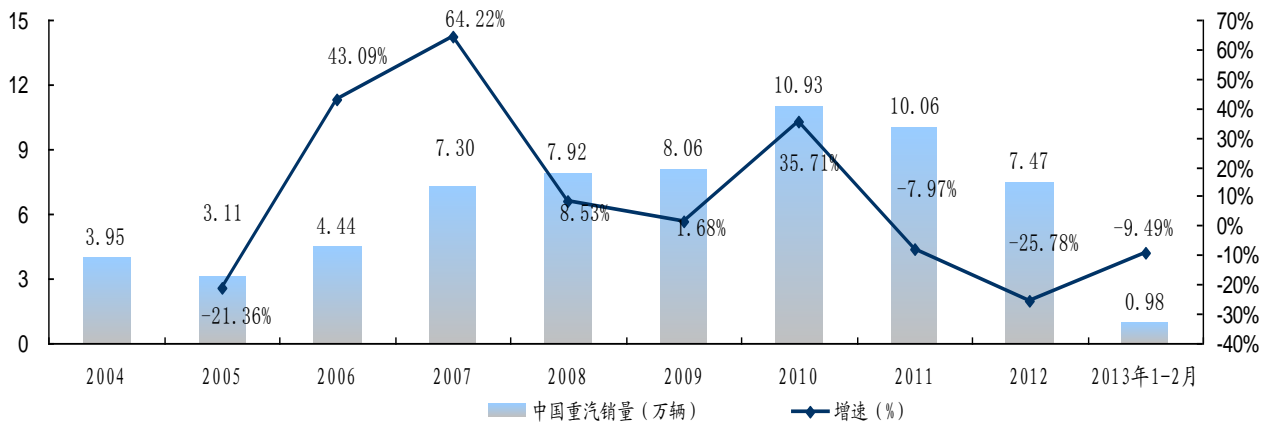
计同比增速出现了持续半年的持续反弹，预计今年5月之后重卡行业销量增速将出现好转。

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



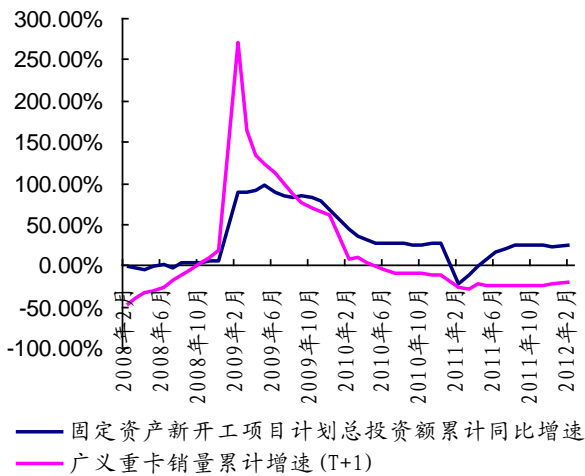
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

- **经营性现金流大幅改善，财务风险下降。**年初公司资产负债率高达77%，下半年公司通过提升存货和应收票据周转率等方式使得经营性现金流入大幅增加，3、4季度经营性现金流量净额分别多达3.02和3.41亿元，继上半年偿还了9亿元长期借款后，下半年公司又偿还了多达11.54亿元短期借款，资产负债率大幅下降到不足70%。
- **新车型销量占比快速提升。**2012年LNG车型的销量超过5,000辆，同比增长一倍以上。另外，公司的高端产品A7车系的销量占比也达到了20%。

消极因素：

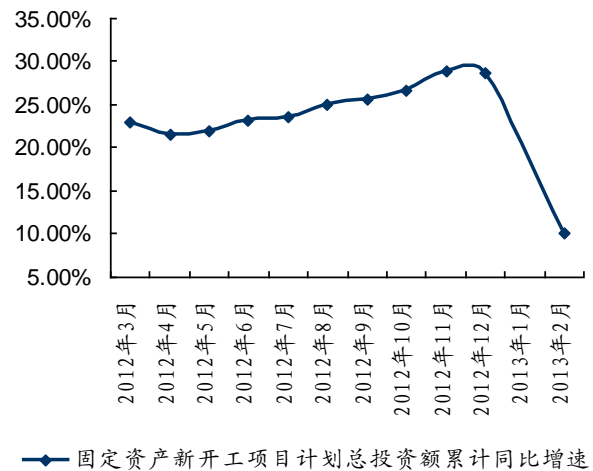
- 年初固定资产投资新开工项目计划总额增速下滑，预示“调结构”或已开始加快。虽然固定资产投资新开工项目计划总额增速在去年下半年快速回升，但今年年初又出现大幅下滑，预计新政府上台后，“调结构”步伐正在加快，未来固定资产投资增速或将难以再度出现大幅反弹。

图 3：新开工项目计划总额增速与一年后重卡销量增速



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图 4：最近一年固定资产新开工项目计划总额增速



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

业务展望：

- 二季度之后销量增速将有好转，且公司资产负债表改善，更换管理层后或为公司带来重整机遇：虽然近期国内投资拉动动力仍不足，但7月1日起重卡行业将执行国IV标准，二季度重卡行业存在“提前购买”机会，并且公司资产负债表已经在改善，更换管理层后公司迎来重整机遇，向好的概率较大。

盈利预测与投资评级：

我们认为公司虽已渡过最困难的时期，但由于固定资产投资增速的反弹力度和持续性都存在疑问，公司盈利反弹的持续性或低于预期，预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.53、0.62 和 0.66 元，对应 PE 分别为 21、17 和 16 倍，暂时下调至“推荐”评级。

风险提示：

- (1) 2013年下半年重卡行业销量增速低于预期；
- (2) 公司毛利率提升的进度低于预期。

表：盈利预测及相关指标

利润表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	26,058.56	19,369.54	22,312.21	23,081.91	22,614.04
营业收入增长率	-9.84%	-25.67%	15.19%	3.45%	-2.03%
营业成本	23,889.56	17,918.87	20,513.85	21,117.64	20,594.60
营业费用	705.53	570.68	635.90	646.29	587.96
管理费用	382.61	507.90	557.81	553.97	520.12
财务费用	335.56	193.37	178.50	162.27	186.61
资产减值损失	-8.46	79.53	87.48	118.10	135.81
营业利润	700.73	28.28	256.99	399.13	506.13
EBITDA	1310.40	507.58	765.19	763.63	926.97
归属母公司净利润	362.36	46.47	220.49	260.68	278.80
净利润增长率	-46.13%	-87.17%	374.45%	18.23%	6.95%
EPS (元)	0.86	0.11	0.53	0.62	0.66
资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	4,028.55	1,255.77	1,784.98	2,308.19	2,713.68
应收账款	1,427.78	1,540.29	1,528.23	1,391.24	1,363.04
预付款项	235.07	100.56	121.07	142.19	162.78
存货	4,771.39	3,347.63	3,709.35	3,934.24	3,949.65
非流动资产	3,149.64	3,010.40	2,832.55	2,858.64	3,072.47
资产总计	18,740.03	13,746.46	14,603.07	15,104.73	15,641.29
应付账款	2,295.06	1,904.70	2,135.69	2,082.84	1,861.98
预收款项	1,148.80	692.38	915.51	973.21	1,029.75
流动负债	12,136.15	7,481.88	8,213.29	8,609.67	8,947.68
非流动负债	2,324.36	2,047.29	2,048.27	1,927.05	1,820.34
少数股东权益	535.56	498.16	512.13	608.29	774.16
母公司股东权益	3,743.96	3,719.13	3,829.38	3,959.72	4,099.12
ROIC	10.95%	2.20%	5.32%	7.36%	8.46%
现金流量表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	562.81	116.35	234.47	356.84	444.67
折旧摊销	274.11	285.93	329.70	202.23	234.23
经营活动产生现金流	337.93	1,095.54	804.14	1,309.84	1,015.72
投资活动产生现金流	-334.02	-94.77	-170.72	-318.10	-635.81
融资活动产生现金流	288.88	-3,535.08	-104.22	-468.53	25.58
现金净增 (减)	292.79	-2,534.32	529.21	523.21	405.49

资料来源：东兴证券

分析师简介

张洪磊

对外经贸大学金融学硕士，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强烈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。