



**谨慎
买入**

17% ↑

目标价格: 人民币12.73

原评级: 买入

000951.CH

价格: 人民币 10.85

目标价格基础: 17倍13年市盈率

板块评级: 增持

中国重汽

2013年经营形势有望明显改善

2012年,中国重汽实现净利润4,647万元,同比下滑87.2%,折合每股收益0.11元,业绩符合市场预期。展望2013年,我们认为,国内重卡市场有望逐步走出低谷,公司销量和收入有望实现恢复性增长。同时,随着库存压力和财务压力大幅减轻,未来公司经营形势有望明显改善。我们维持公司2013年每股收益预测0.75元不变,维持公司目标价12.73元,将公司评级由买入下调至谨慎买入。

支撑评级的要点

- 2012年,公司销售重卡74,670台,同比下滑25.8%,公司市场份额略有提升。公司销售收入同比下滑25.7%至193.7亿元,收入下滑幅度与销量下滑幅度相当。
- 2012年,受产销规模大幅缩减、人工成本提升以及公司针对部分产品降价促销等因素影响,公司毛利率由2011年的8.3%下降至7.5%。
- 2012年,公司管理费用较去年同期增加1.25亿元至5.08亿元,主要是由于济南港信盘式制动器研发支出规模较大,公司计入管理费用的研发费用大幅增加9,063万元。
- 2012年,公司销售费用较去年同期减少1.35亿元至5.71亿元。销售费用下降主要是由于随销量下降公司承担的运输费用及质量索赔费用均明显下降。
- 2012年,公司大幅压缩借款规模,短、长期借款规模由2011年末的67.8亿元下降至12年末的33亿元,资产负债率由2011年的77.2%下降至69.3%。受此影响,公司财务费用由2011年的3.36亿元下降至1.93亿元。
- 同时,公司存货规模由2011年末的47.7亿元下降至2012年末的33.5亿元,存货压力得到一定程度的缓解。

评级面临的主要风险

- 重卡终端需求持续低迷。
- 重卡行业竞争进一步加剧。

估值

- 我们维持2013-14年公司每股收益预测0.75元、0.98元不变。基于2013年17倍预期市盈率,我们维持公司目标价12.73元不变,我们将公司评级由买入下调为谨慎买入。

投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	26,059	19,370	22,459	25,139	27,665
变动(%)	(10)	(26)	16	12	10
净利润(人民币 百万)	362	46	314	409	532
全面摊薄每股收益(人民币)	0.864	0.111	0.748	0.976	1.268
变动(%)	(46.1)	(87.2)	575.1	30.5	29.9
市场预期每股收益(人民币)		0.085	0.464	0.740	
全面摊薄市盈率(倍)	12.6	97.9	14.5	11.1	8.6
每股现金流量(人民币)	0.81	2.61	4.48	1.91	2.57
价格/每股现金流量(倍)	13.5	4.2	2.4	5.7	4.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.0	15.0	6.7	5.6	4.5
每股股息(人民币)	0.170	0.030	0.187	0.244	0.317
股息率(%)	1.6	0.3	1.7	2.2	2.9

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	(13)	(11)	(14)	(16)
相对新华富时A50指数	(11)	(10)	(17)	(19)

发行股数(百万)	419
流通股(%)	36
流通股市值(人民币 百万)	4,551
3个月日均交易额(人民币 百万)	19
净负债比率(%) (2013E)	67
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2013年3月26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: 重型汽车

胡文洲, CFA

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120004

王玉笙

(8621) 2032 8523

yusheng.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120041

* 宋佳佳为本报告重要贡献者

图表 1. 中国重汽 2012 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年	2012 年	同比 增长(%)	2012 年 4 季度	同比 增长(%)	环比 增长(%)
营业收入	26,059	19,370	(25.7)	4,430	(16.6)	1.9
营业成本	23,890	17,919	(25.0)	4,057	(18.1)	(0.4)
营业税金及附加	53	71	33.7	23	(30.6)	(12.3)
主营业务利润	2,116	1,380	(34.8)	350	7.6	41.1
销售费用	706	571	(19.1)	158	17.5	28.5
管理费用	383	508	32.7	94	(23.3)	(27.7)
财务费用	336	193	(42.4)	51	(51.0)	443.8
资产减值损失	(8)	80	(1,039.9)	39	239.8	-
营业利润	701	28	(96.0)	8	(116.7)	(157.7)
营业外收入	15	157	964.1	69	1,383.0	1,168.7
营业外支出	12	11	(4.4)	(3)	(212.5)	(228.0)
利润总额	704	174	(75.3)	80	(273.1)	(823.9)
所得税	141	57	(59.3)	17	37.2	232.6
少数股东损益	200	70	(65.1)	39	(201.2)	5,043.0
净利润	362	46	(87.2)	24	(219.8)	(242.4)
每股收益(元)	0.86	0.11		0.06		

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

图表 2. 中国重汽 2012 年销量数据

(台)	2011 年	2012 年	同比增长(%)
中国重汽销量合计	100,603	74,670	(25.8)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 3. 中国重汽 2013 年 1-2 月销量

(台)	2013 年 2 月	同比(%)	环比(%)	2013 年 1-2 月累计销量	累计同比(%)
中国重汽	5,136	(36.7)	11.3	9,750	(9.5)

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	26,059	19,370	22,459	25,139	27,665
销售成本	(23,943)	(17,990)	(20,669)	(23,078)	(25,347)
经营费用	(806)	(872)	(841)	(969)	(1,040)
息税折旧前利润	1,310	508	948	1,093	1,278
折旧及摊销	(274)	(286)	(315)	(339)	(357)
经营利润(息税前利润)	1,036	222	633	754	921
净利息收入/(费用)	(336)	(193)	(133)	(80)	(54)
其他收益/(损失)	3	145	51	32	50
税前利润	704	174	550	706	917
所得税	(141)	(57)	(99)	(120)	(156)
少数股东权益	(200)	(70)	(138)	(176)	(229)
净利润	362	46	314	409	532
核心净利润	363	94	323	415	540
每股收益(人民币)	0.864	0.111	0.748	0.976	1.268
核心每股收益(人民币)	0.865	0.225	0.770	0.989	1.289
每股股息(人民币)	0.170	0.030	0.187	0.244	0.317
收入增长(%)	(10)	(26)	16	12	10
息税前利润增长(%)	(16)	(79)	185	19	22
息税折旧前利润增长(%)	(15)	(61)	87	15	17
每股收益增长(%)	(46)	(87)	575	31	30
核心每股收益增长(%)	(46)	(74)	242	28	30

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	704	174	550	706	917
折旧与摊销	274	286	315	339	357
净利息费用	336	193	133	80	54
运营资本变动	(3,495)	(908)	1,155	155	239
税金	(141)	(57)	(99)	(120)	(156)
其他经营现金流	2,660	1,408	(177)	(360)	(334)
经营活动产生的现金流	338	1,096	1,877	799	1,077
购买固定资产净值	(436)	(99)	(389)	(292)	(292)
投资减少/增加	4	0	0	0	0
其他投资现金流	98	4	0	0	0
投资活动产生的现金流	(334)	(95)	(389)	(292)	(292)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	785	(2,986)	(1,652)	(148)	(528)
支付股息	(105)	(71)	(13)	(78)	(102)
其他融资现金流	60	(265)	(80)	(80)	(54)
融资活动产生的现金流	740	(3,322)	(1,745)	(307)	(685)
现金变动	744	(2,321)	(256)	200	100
期初现金	3,284	3,577	1,256	1,000	1,200
公司自由现金流	4	1,001	1,489	507	785
权益自由现金流	454	(2,179)	(296)	278	202

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	4,029	1,256	1,000	1,200	1,300
应收帐款	1,512	1,575	1,467	1,642	1,694
库存	4,771	3,348	3,646	4,082	4,493
其他流动资产	5,279	4,558	4,233	4,445	4,667
流动资产总计	15,590	10,736	10,346	11,370	12,155
固定资产	2,457	2,311	2,311	2,196	2,066
无形资产	692	683	756	824	889
其他长期资产	0	17	17	17	17
长期资产总计	3,150	3,010	3,084	3,037	2,972
总资产	18,740	13,746	13,430	14,407	15,128
应付帐款	6,261	3,868	4,682	5,228	5,742
短期债务	5,082	2,196	844	1,296	967
其他流动负债	794	1,418	1,448	1,520	1,596
流动负债总计	12,136	7,482	6,974	8,043	8,305
长期借款	1,700	1,600	1,300	700	500
其他长期负债	624	447	500	500	500
股本	419	419	419	419	419
储备	3,325	3,300	3,601	3,932	4,362
股东权益	3,744	3,719	4,020	4,351	4,781
少数股东权益	536	498	636	812	1,042
总负债及权益	18,740	13,746	13,430	14,407	15,128
每股帐面价值(人民币)	8.93	8.87	9.59	10.37	11.40
每股有形资产(人民币)	7.28	7.24	7.78	8.41	9.28
每股净负债/(现金)(人民币)	6.56	6.06	2.73	1.90	0.40

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	5.0	2.6	4.2	4.3	4.6
息税前利润率(%)	4.0	1.1	2.8	3.0	3.3
税前利润率(%)	2.7	0.9	2.5	2.8	3.3
净利率(%)	1.4	0.2	1.4	1.6	1.9
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.4	1.5	1.4	1.5
利息覆盖率(倍)	3.1	1.1	4.8	9.4	17.1
净权益负债率(%)	64.3	60.2	24.6	15.4	2.9
速动比率(倍)	0.9	1.0	1.0	0.9	0.9
估值					
市盈率(倍)	12.6	97.9	14.5	11.1	8.6
核心业务市盈率(倍)	12.5	48.2	14.1	11.0	8.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	14.7	56.5	16.5	12.9	9.9
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0
价格/现金流(倍)	13.5	4.2	2.4	5.7	4.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.0	15.0	6.7	5.6	4.5
周转率					
存货周转天数	93.1	82.4	56.8	56.1	56.6
应收帐款周转天数	25.1	29.1	24.7	22.6	22.0
应付帐款周转天数	102.5	95.4	69.5	71.9	72.4
回报率					
股息支付率(%)	19.7	27.1	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	10.0	1.2	8.1	9.8	11.7
资产收益率(%)	4.3	0.9	3.8	4.5	5.2
已运用资本收益率(%)	9.8	2.3	8.5	10.8	12.7

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。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

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