



东兴证券
DONGXING SECURITIES

降本增效成果显著

——中国重汽（000951）2013年半年度财报点评

2013年08月28日

推荐/维持

中国重汽

财报点评

张洪磊

分析师

执业证书编号: S1480512100001

zhanghl@dxzq.net.cn 010-66554014

事件:

公司2013年上半年实现营业收入102.72亿元,同比减少3.02%;实现利润总额3.20亿元,同比增长205.47%;实现归属于母公司所有者的净利润1.85亿元,同比增长370.51%;实现基本每股收益0.44元。

公司分季度财务指标

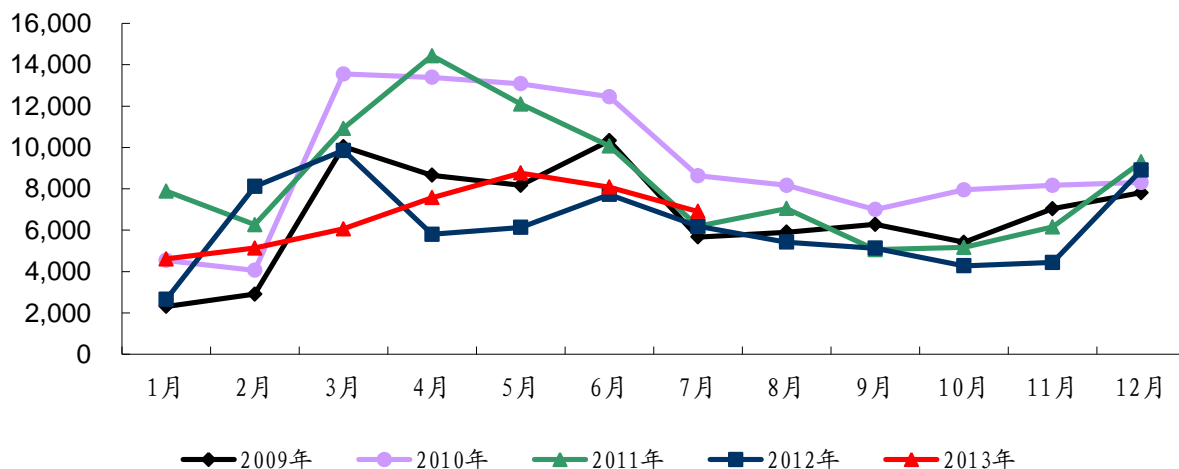
指标	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2
营业收入(百万元)	5313.47	5295.38	5297.06	4346.77	4430.33	4005.24	6266.87
增长率(%)	-13.75%	-23.27%	-42.38%	-6.52%	-16.62%	-24.36%	18.31%
毛利率(%)	6.74%	7.49%	7.68%	6.31%	8.42%	9.64%	10.70%
期间费用率(%)	6.80%	6.45%	6.91%	6.03%	6.84%	8.22%	6.07%
营业利润率(%)	-0.90%	0.94%	-0.29%	-0.32%	0.18%	0.61%	4.43%
净利润(百万元)	-58.56	24.89	44.61	-16.15	63.00	37.61	218.51
增长率(%)	14.69%	-80.67%	-87.05%	-110.90%	-207.57%	51.08%	389.86%
每股盈利(季度,元)	-0.05	0.03	0.06	-0.04	0.06	0.04	0.40
资产负债率(%)	77.16%	77.41%	74.36%	70.59%	69.32%	71.05%	72.85%
净资产收益率(%)	-1.37%	0.58%	1.04%	-0.38%	1.49%	0.88%	4.90%
总资产收益率(%)	-0.31%	0.13%	0.27%	-0.11%	0.46%	0.26%	1.33%

观点:

- **毛利率持续反弹实现业绩大幅反弹符合预期,下半年毛利率有望保持稳定。**2013年公司综合毛利率为10.29%,同比提升2.70个百分点,其中2季度毛利率更是达到了10.70%,同比大幅增加3.02个百分点,环比也增加1.06个百分点,符合我们之前对公司毛利率持续反弹的预期,这也是上半年公司盈利同比大幅增加的主要原因,由于下半年公司月销量有望持续稳定在6-7千辆左右,虽然毛利率难以维持在2季度的水平,但全年仍有望保持在10%的水平。公司产品毛利率仍低于行业水平,在公司新管理层去年调整战略把“提升效益作为中心环节”后,未来两年毛利率继续反弹的可能性较大。
- **2季度期间费用率环比大幅下降导致盈利反弹幅度超预期,下半年或略有反弹。**2013年上半年公司期间费用率为6.91%,虽然同比仍小幅上升0.24个百分点,但2季度期间费用率仅为6.07%,环比大幅下降2.15个百分点,同比也下降0.83个百分点,其中销售费用率同比增0.63个百分点,管理费用率同比下降0.79个百分点,财务费用率同比下降0.67个百分点,财务费用率的下降符合我们的预期,管理费用率下降幅度超出了预期,主要是由于研发费同比减少1,300多万元,减少11.90%,而一季度公司研发费用还是同

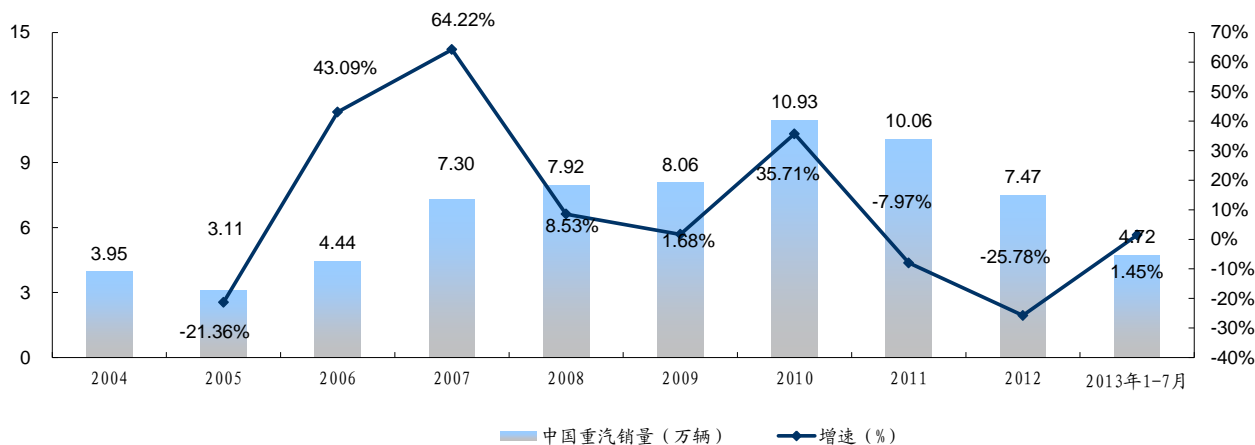
比大幅增加，2季度管理费用率同比减少的幅度很难延续，预计下半年期间费用率或有小幅反弹。

图 1: 2009 年至今中国重汽月度销量



资料来源: 中国汽车工业协会, 东兴证券研究所

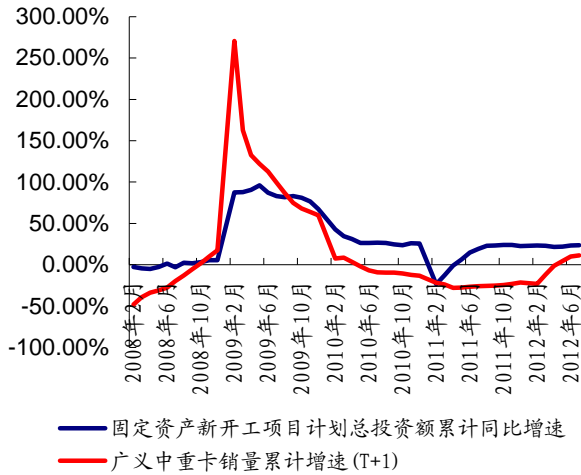
图 2: 2004 年至今中国重汽年度销量及增速



资料来源: 中国汽车工业协会, 东兴证券研究所

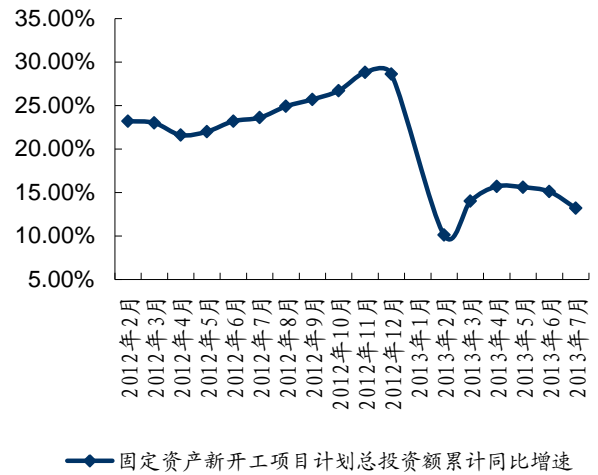
➤ **政府已下决心“调结构”，公司长期发展主要靠产品结构和服务品质的提升增强品牌溢价能力。**今年上半年以来固定资产投资新开工项目计划总额增速始终在百分之十几的低位徘徊，并且4月份以来发改委核准通过的固定资产投资项目（月度）数量持续在10以内，政府“调结构”的决心已经非常明显，未来固定资产投资增速或将持续低迷、难以再度出现大幅反弹，在此背景下重卡行业的销量规模已经难以再持续增长，公司未来的成长主要靠产品结构和服务品质提升来拉升利润水平，公司新的管理层已经在成本控制方面做出了成果，期待能够通过提高公司的产品和服务品质提升品牌溢价能力，以持续提升公司盈利能力。

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: 2012 年至今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

结论:

由于固定资产投资增速已经难以出现大幅反弹重卡行业销量规模受到制约, 公司的长期发展将主要依靠提升产品和服务品质提升盈利能力, 预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.82、0.93 和 1.06 元, 对应 PE 分别为 12.60、11.22 和 9.82 倍, 维持“推荐”评级。



公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	15,590	10,736	11,209	11,476	12,026	营业收入	26,059	19,370	20,587	20,847	21,192
货币资金	4,029	1,256	1,647	2,085	2,543	营业成本	23,890	17,919	18,527	18,702	18,954
应收账款	1,428	1,540	1,805	1,713	1,568	营业税金及附加	53	71	62	63	64
其他应收款	84	34	55	56	57	营业费用	706	571	690	698	699
预付款项	235	101	119	138	157	管理费用	383	508	531	542	532
存货	4,771	3,348	3,350	3,484	3,635	财务费用	336	193	134	112	117
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-8	80	64	89	98
非流动资产合计	3,150	3,010	2,858	2,852	2,769	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	2,169	2,175	2,119	2,136	2,109	营业利润	701	28	581	642	728
无形资产	445	425	408	391	374	营业外收入	15	157	45	49	52
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	12	11	10	11	11
资产总计	18,740	13,746	14,066	14,328	14,795	利润总额	704	174	615	680	768
流动负债合计	12,136	7,482	7,504	7,538	7,717	所得税	141	57	123	136	154
短期借款	5,082	1,696	2,487	1,929	2,042	净利润	563	116	492	544	615
应付账款	2,295	1,905	1,929	1,845	1,714	少数股东损益	200	70	147	156	171
预收款项	1,149	692	569	777	883	归属母公司净利润	362	46	345	388	444
一年内到期的非流	0	500	0	0	0	EBITDA	1,310	508	888	953	1,089
非流动负债合计	2,324	2,047	2,026	1,904	1,798	BPS(摊薄,元)	0.86	0.11	0.82	0.93	1.06
长期借款	1,700	1,600	1,500	1,400	1,300	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	14,461	9,529	9,530	9,442	9,515	成长能力					
少数股东权益	536	498	645	800	972	营业收入增长	-9.84%	-25.67	6.29%	1.26%	1.66%
实收资本(或股本)	419	419	419	419	419	营业利润增长	-32.48%	-95.96	1953.86	10.48%	13.46%
资本公积	684	684	684	684	684	归属于母公司净利润	-46.13%	-87.17	643.42%	12.35%	14.27%
未分配利润	2,172	2,148	2,286	2,441	2,618	获利能力					
归属母公司股东权	3,744	3,719	3,892	4,086	4,308	毛利率(%)	8.32%	7.49%	10.01%	10.29%	10.56%
负债和所有者权益	18,740	13,746	14,066	14,328	14,795	净利率(%)	2.16%	0.60%	2.39%	2.61%	2.90%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	1.93%	0.34%	2.46%	2.71%	3.00%
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE(%)	9.68%	1.25%	8.88%	9.50%	10.30%
经营活动现金流	338	1,096	675	1,622	1,115	偿债能力					
净利润	563	116	492	544	615	资产负债率(%)	77%	69%	68%	66%	64%
折旧摊销	274	286	305	234	231	流动比率	1.28	1.43	1.49	1.52	1.56
财务费用	336	193	134	112	117	速动比率	0.89	0.99	1.05	1.06	1.09
应付帐款的变化	210	-113	-265	91	146	营运能力					
预收帐款的变化	-697	-456	-124	208	106	总资产周转率	1.36	1.19	1.48	1.47	1.46
投资活动现金流	-334	-95	-147	-289	-298	应收账款周转率	17.00	13.05	12.31	11.85	12.92
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.96	9.22	10.74	11.05	11.91
长期股权投资减少	0	-17	17	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.86	0.11	0.82	0.93	1.06
筹资活动现金流	289	-3,535	-137	-896	-359	每股净现金流(最新)	0.70	-6.04	0.93	1.04	1.09
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	8.93	8.87	9.28	9.74	10.27
长期借款增加	1,700	-100	-100	-100	-100	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	12.07	94.36	12.60	11.22	9.82
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	1.16	1.17	1.12	1.07	1.01
现金净增加额	293	-2,534	391	438	458	EV/EBITDA	5.42	13.58	7.54	5.88	4.73

资料来源:东兴证券研究所



分析师简介

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。

联系人简介

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。