

商用载货车

署名人: 邢卫军

S0960513070005

0755-82026562

xingweijun@china-invs.cn

中国重汽

000951

强烈推荐

## 公司降本提效凸显业绩弹性

公司开展“质量效益提升年”活动，加强生产流程管理和产品成本控制，盈利水平明显提升。当前宏观经济企稳回升，重卡需求持续复苏；未来两年，在国四切换+黄标车淘汰加快背景下，重卡有望维持10%左右的平稳增长。公司当前1.2倍PB、12.5倍PE具有较高安全边际，未来向上业绩弹性巨大，给予15元目标价，“强烈推荐”评级。

### 投资要点:

- **公司战略由追求速度规模型向追求质量效益型转变。**公司应对重卡行业调整，以产品升级和降本增效作为公司转型突破口。上半年公司加强流程管控，主要原材料成本下降，使得毛利率提升2.7个百分点至10.3%，净利率提升1.4个百分点至1.8%，盈利能力改善显著。
- **原材料价格处于低位，毛利率有望维持。**公司主要业务为重卡整车组装，毛利率受钢材、轮胎等原材料价格波动影响较大。今年钢材和橡胶价格有10-20%下滑，为公司控制成本提供有利条件；目前主要原材料价格仍维持低位，且公司开展“质量效益提升年”活动，毛利率有望维持较高水平。
- **不断提升技术水平，持续优化产品结构。**母公司与曼合作，使公司获得先进的D系列发动机和TGA整车技术，提升产品技术水平和竞争优势；12年底推出HOWO-T系列重卡，以轻量化和高端化为卖点，摆脱目前重卡同质化恶性竞争，占领高端重卡市场，顺应重卡未来发展方向。
- **宏观经济企稳回升，重卡行业持续复苏。**3季度以来，我国宏观数据企稳回升，固定资产投资、基础设施建设稳步推进，重卡需求平稳恢复。12年3季度重卡行业去库存致同比基数较低，预计3季度重卡同比增长接近30%，全年增长10%+；14-15年宏观经济有望持续复苏，国四切换+黄标车淘汰加快重卡换车潮力度，预计行业维持10%左右的平稳增长。
- **投资建议：**我们预计公司13-15年实现收入212亿元、236亿元和257亿元，净利润为3.86亿元、5.36亿元和6.12亿元，每股EPS为0.92元、1.28元和1.46元。公司降本增效措施显著，重卡复苏后业绩弹性巨大，当前1.2倍PB和12.5倍PE安全边际较高，给予“强烈推荐”评级。

**风险提示：**原材料价格大幅上升、宏观经济再度下滑

### 主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	19370	21233	23593	25677
收入同比(%)	-26%	10%	11%	9%
归属母公司净利润	46	386	536	612
净利润同比(%)	-87%	730%	39%	14%
毛利率(%)	7.5%	10.9%	11.8%	11.8%
ROE(%)	1.2%	9.4%	11.6%	11.7%
每股收益(元)	0.11	0.92	1.28	1.46
P/E	104.69	12.61	9.07	7.94
P/B	1.31	1.19	1.05	0.93
EV/EBITDA	16	7	5	5

资料来源: 中投证券研究所

6-12个月目标价: 15.00元

当前股价: 11.60元

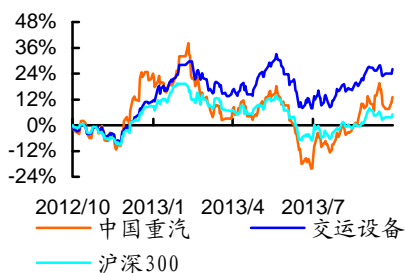
评级调整: 首次

### 基本资料

上证综合指数	2198.20
总股本(百万)	419
流通股本(百万)	419
流通市值(亿)	49
EPS	0.44
每股净资产(元)	9.28
资产负债率	72.9%

### 股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国重汽	4.79%	41.98%	9.82%
交运设备	2.41%	16.82%	10.28%
沪深300	3.56%	12.86%	-1.23%



### 相关报告

## 一、公司战略由速度规模向质量效益转变

面对严峻的市场形势，公司大力开展“质量效益提升年”活动，由追求速度规模型向追求质量效益型转变，以产品升级和降本增效作为公司转型突破口，实现公司盈利能力显著改善。上半年公司成本控制显著，使得毛利率提升2.7个百分点至10.3%，净利率提升1.4个百分点至1.8%，季度盈亏平衡点由原先的近2万辆降低到1.5万辆。

表 1 公司主要子公司基本情况

	11-2Q	11-3Q	11-4Q	12-1Q	12-2Q	12-3Q	12-4Q	13-1Q	13-2Q
收入(百万)	9193.76	4650.13	5313.47	5295.38	5297.06	4346.77	4430.32	4005.24	6266.87
净利(百万)	209.36	79.62	-20.10	13.16	26.14	-16.91	24.08	18.78	166.13
销量(辆)	36603	18297	20627	20624	19664	16743	17639	15819	24421
单价(万元)	23.36	23.64	23.96	23.88	25.05	24.14	23.36	23.55	23.87
净利率(%)	2.28	1.71	-0.38	0.25	0.49	-0.39	0.54	0.47	2.65
毛利率(%)	8.33	8.28	6.74	7.49	7.68	6.31	8.42	9.64	10.70
营业费用率	1.98	3.30	2.53	3.08	2.40	2.82	3.56	3.84	3.03
管理费用率	0.33	1.73	2.30	1.91	3.46	2.98	2.12	3.35	2.67
财务费用率	0.99	1.71	1.98	1.46	1.05	0.22	1.16	1.03	0.37
EPS(元)	0.50	0.19	-0.05	0.03	0.06	-0.04	0.06	0.04	0.40

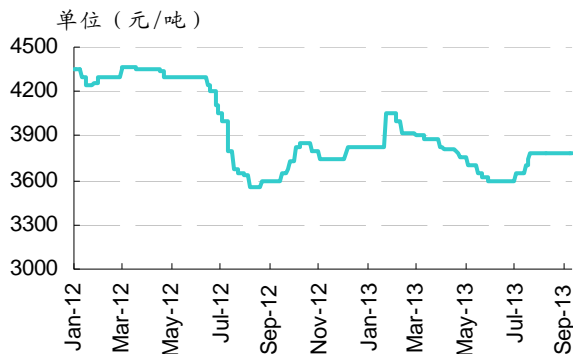
资料来源：公司公告，中投证券研究所

对比历史季度财务数据可以看出，11-12年，公司单季盈亏平衡销量在1.9万-2万辆，单车净利约1.2-1.3万元，长期运营在盈亏平衡点附近；今年上半年，公司单季盈亏平衡销量降低到1.5万辆左右，单车净利提升到1.7万元左右，使得在销量基本持平的情况下，公司盈利大幅增加。公司当前以“质量效益”为战略，着重控制产品成本，因此单车盈利能力有望维持高位。

## 二、原材料成本保持低位

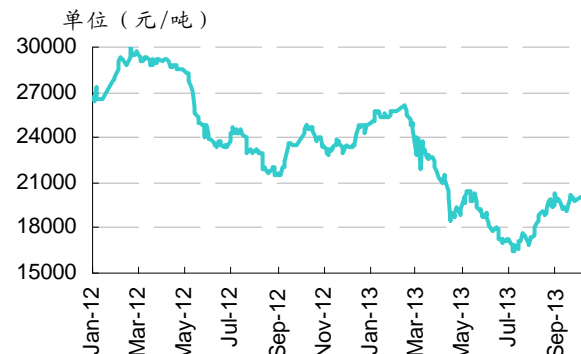
公司主要业务为重卡整车组装，原材料在成本中占比较高，综合毛利率偏低，毛利率受钢材、轮胎等原材料价格波动影响较大。今年钢材和橡胶价格有10-20%下滑，为公司控制成本提供有利条件；目前主要原材料价格仍维持低位，且公司开展“质量效益提升年”活动，毛利率有望维持较高水平

图 1 济南工字钢价格变化



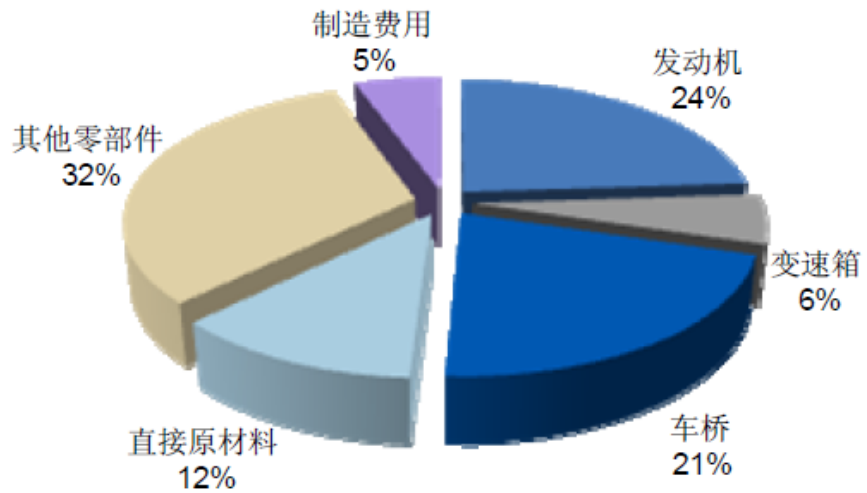
资料来源：Wind、中投证券研究所

图 2 山东天然橡胶价格变化



资料来源：Wind、中投证券研究所

图 3 重卡成本构成



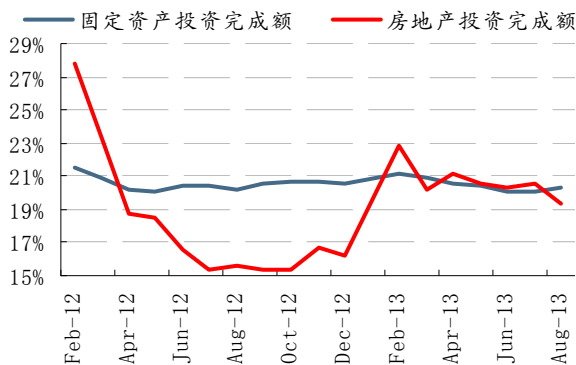
资料来源：行业资料，中投证券研究所

### 三、投资建议：强烈推荐

宏观经济企稳回升，重卡行业持续复苏。3 季度以来，我国宏观数据企稳回升，固定资产投资、基础设施及房地产建设稳步推进，重卡需求平稳恢复。11 年下半年到 12 年底，重卡行业经历了长达 1 年半的去库存，行业厂家和渠道库存目前均保持在较低水平；重卡换车周期一般为 3-4 年，10-11 年销售高峰将迎来换车需求释放高峰。

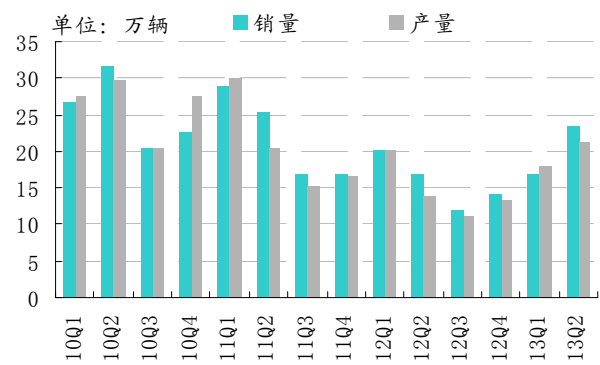
12 年 3 季度重卡行业去库存致同比基数较低，预计 3 季度重卡同比增长接近 30%，全年增长 10%+；14-15 年宏观经济有望持续复苏，国四切换+黄标车淘汰加快重卡换车潮力度，预计行业维持 10%左右的平稳增长

图 4 固定资产投资及房地产投资完成额同比数据



资料来源：Wind、中投证券研究所

图 5 重卡行业季度产销量



资料来源：Wind、中投证券研究所

公司降本增效措施显著，重卡复苏后业绩弹性巨大，我们预计 14-15 年公司销量与行业增速同步，业绩弹性将使净利增速明显高于销量增速。我们预计公司 13-15 年实现收入 212 亿元、236 亿元和 257 亿元，净利润为 3.86 亿元、5.36 亿元和 6.12 亿元，每股 EPS 为 0.92 元、1.28 元和 1.46 元。当前 1.2 倍 PB 和 12.5 倍 PE 安全边际较高，给予“强烈推荐”评级。

**表 2 公司当前盈利水平下 EPS 随销量的变化**

季度销量 (辆)	15000	18000	21000	24000	27000	30000	33000	36000
收入 (亿)	36.0	43.2	50.4	57.6	64.8	72.0	79.2	86.4
净利 (亿)	0.00	0.53	1.05	1.58	2.10	2.63	3.15	3.68
<b>EPS (元)</b>	0.00	0.13	0.25	0.38	0.50	0.63	0.75	0.88

资料来源：公司公告，中投证券研究所

**附：财务预测表**

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	10736	11508	13014	14583	<b>营业收入</b>	19370	21233	23593	25677
现金	1256	1742	2103	2659	营业成本	17919	18915	20801	22641
应收账款	1540	1430	1634	1806	营业税金及附加	71	78	86	94
其它应收款	34	106	86	97	营业费用	571	637	701	767
预付账款	101	133	136	152	管理费用	508	573	637	693
存货	3348	3944	4177	4556	财务费用	193	145	131	115
其他	4457	4153	4877	5313	资产减值损失	80	0	0	0
<b>非流动资产</b>	3010	2854	2704	2549	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	2175	2133	2053	1956	<b>营业利润</b>	28	885	1236	1367
无形资产	425	386	347	308	营业外收入	157	30	30	30
其他	410	335	303	285	营业外支出	11	10	10	10
<b>资产总计</b>	13746	14361	15717	17132	<b>利润总额</b>	174	905	1256	1387
<b>流动负债</b>	7482	7831	8283	8688	所得税	57	208	251	277
短期借款	1696	1696	1696	1696	<b>净利润</b>	116	697	1005	1109
应付账款	1905	2099	2286	2511	少数股东损益	70	311	469	497
其他	3881	4037	4301	4481	<b>归属母公司净利润</b>	46	386	536	612
<b>非流动负债</b>	2047	1629	1529	1429	EBITDA	508	1160	1499	1616
长期借款	1600	1500	1400	1300	EPS (元)	0.11	0.92	1.28	1.46
其他	447	129	129	129					
<b>负债合计</b>	9529	9460	9811	10116					
少数股东权益	498	809	1278	1775	<b>主要财务比率</b>				
股本	419	419	419	419	<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
资本公积	684	684	684	684	<b>成长能力</b>				
留存收益	2616	2989	3525	4138	营业收入	-25.7%	9.6%	11.1%	8.8%
归属母公司股东权益	3719	4092	4629	5241	营业利润	-96.0%	3028.8	39.7%	10.6%
<b>负债和股东权益</b>	13746	14361	15717	17132	归属于母公司净利润	-87.2%	730.0%	39.0%	14.2%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率	7.5%	10.9%	11.8%	11.8%
					净利率	0.2%	1.8%	2.3%	2.4%
					ROE	1.2%	9.4%	11.6%	11.7%
					ROIC	2.1%	12.2%	15.3%	15.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	69.3%	65.9%	62.4%	59.0%
					净负债比率	39.83	36.42%	35.38	32.70%
					流动比率	1.43	1.47	1.57	1.68
					速动比率	0.97	0.96	1.06	1.14
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.19	1.51	1.57	1.56
					应收账款周转率	13	14	15	15
					应付账款周转率	8.53	9.45	9.49	9.44
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.11	0.92	1.28	1.46
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.61	2.24	1.11	1.92
					每股净资产(最新摊薄)	8.87	9.76	11.04	12.50
					<b>估值比率</b>				
					P/E	104.69	12.61	9.07	7.94
					P/B	1.31	1.19	1.05	0.93
					EV/EBITDA	16	7	5	5

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

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