



业绩符合预期

——中国重汽（000951）2013年3季度财报点评

2013年10月31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1-9月实现营业收入158.82亿元,同比减少6.31%;实现利润总额4.86亿元,同比增长419.17%;实现归属于母公司所有者的净利润2.65亿元,同比增长1082.35%;实现基本每股收益0.63元。

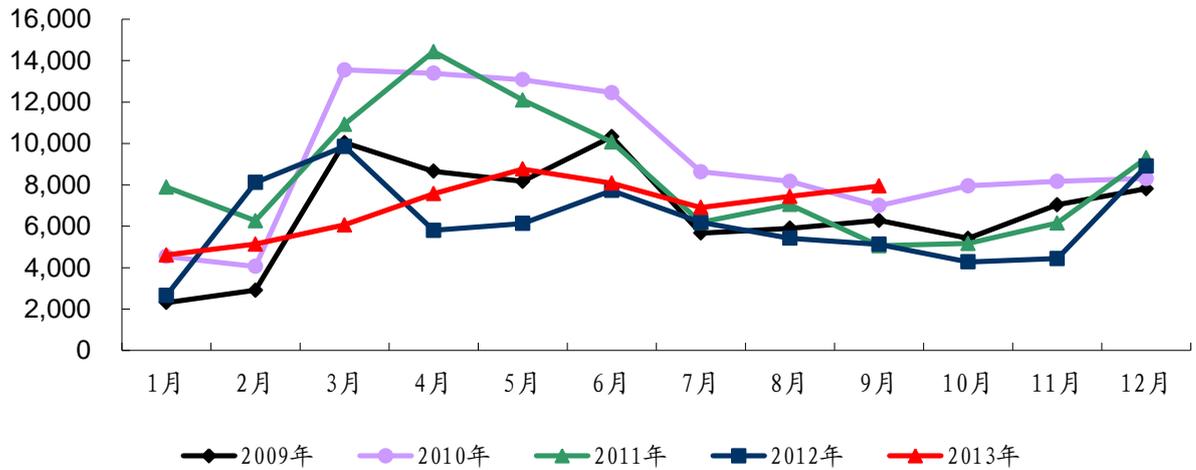
公司分季度财务指标

指标	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
营业收入(百万元)	5295.38	5297.06	4346.77	4430.33	4005.24	6266.87	5609.61
增长率	-23.27%	-42.38%	-6.52%	-16.62%	-24.36%	18.31%	29.05%
毛利率	7.49%	7.68%	6.31%	8.42%	9.64%	10.70%	9.23%
期间费用率	6.45%	6.91%	6.03%	6.84%	8.22%	6.07%	6.44%
营业利润率	0.94%	-0.29%	-0.32%	0.18%	0.61%	4.43%	2.20%
净利润(百万元)	24.89	44.61	-16.15	63.00	37.61	218.51	116.25
增长率	-80.67%	-87.05%	-110.90%	-207.57%	51.08%	389.86%	-
每股盈利(季度,元)	0.03	0.06	-0.04	0.06	0.04	0.40	0.19
资产负债率	77.41%	74.36%	70.59%	69.32%	71.05%	72.85%	72.07%
净资产收益率	0.58%	1.04%	-0.38%	1.49%	0.88%	4.90%	2.57%
总资产收益率	0.13%	0.27%	-0.11%	0.46%	0.26%	1.33%	0.72%

观点:

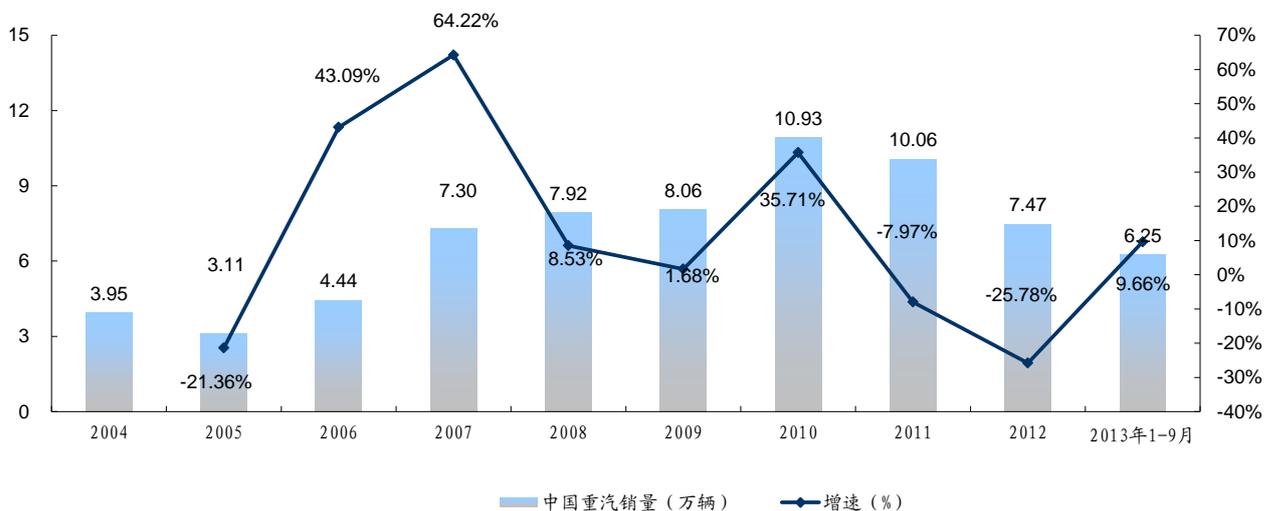
- **毛利率平稳符合预期。**2013年1-9月公司综合毛利率为9.91%，同比提升2.70个百分点，其中3季度毛利率为9.23%，同比大幅增加2.92个百分点，但环比下降1.47个百分点，由于4季度销量将环比3季度提升，预计公司4季度毛利率将恢复到10%左右，全年毛利率也将在10%左右，符合我们之前对“公司毛利率难以维持在2季度的水平但全年仍有望保持在10%水平”的预期。公司产品毛利率仍低于行业水平，在公司新管理层去年调整战略把“提升效益作为中心环节”后，未来两年毛利率继续反弹的概率较大。
- **3季度期间费用率环比反弹符合预期，4季度有望保持稳定。**2013年1-9月公司期间费用率为6.75%，同比小幅增加0.26个百分点，其中3季度期间费用率为6.44%，环比小幅反弹0.37个百分点，同比也增加0.42个百分点，其中销售费用率同比减少0.28个百分点，管理费用率同比增加0.29个百分点，财务费用率同比增加0.40个百分点，由于2季度管理费用率大幅下降主要是由于研发费同比减少1,300多万元，3季度管理费用率同比反弹符合预期，预计4季度期间费用率将与3季度基本持平。

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

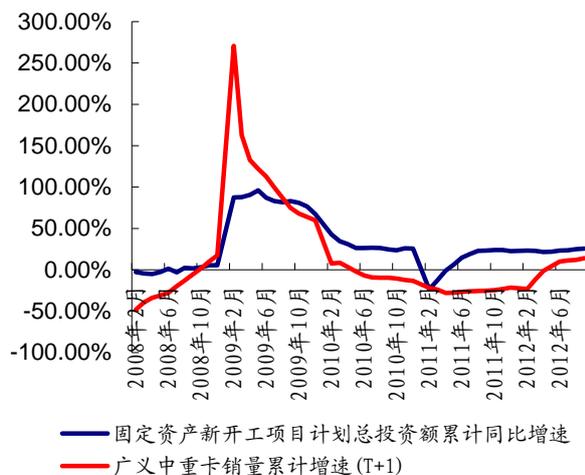
图 2：2004 年至今中国重汽年度销量及增速



资料来源：中国汽车工业协会、东兴证券研究所

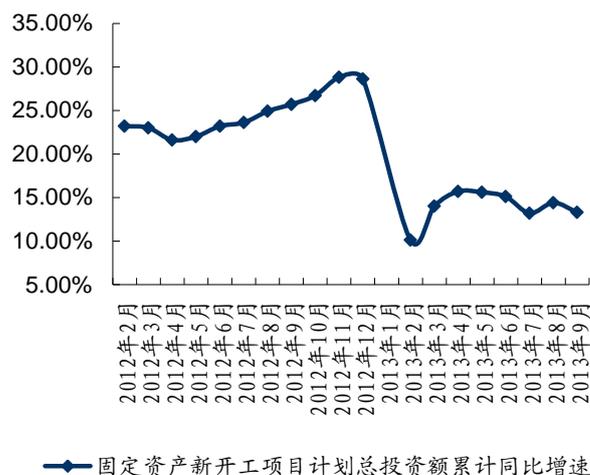
- **公司长期发展主要靠产品结构和服务品质的提升增强品牌溢价能力。**今年以来固定资产投资新开工项目计划总额增速始终在百分之十几的低位徘徊，并且2月份之后发改委核准通过的固定资产投资项目(月度)数量保持在10个左右(去年同期多在100个以上)，政府“调结构”的决心已经非常明显，未来固定资产投资增速或将持续低迷、难以再度出现大幅反弹，在此背景下重卡行业的销量规模已经难以再持续增长，公司未来的成长主要靠产品结构和服务品质提升来提高利润水平。2013年10月，公司在江西吉安市区举办了重汽HOWO-T7H新品推介大会，又与深圳市海格物流签订了10台LNG牵引车的订单，体现出了公司在开拓市场方面的努力，公司新的管理层已经在成本控制方面做出了成果，期待能够看到公司在树立品牌方面更多的行动。

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，维持对公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.82、0.93 和 1.06 元的预测，对应 PE 分别为 14.15、12.46 和 10.97 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	11,782	12,059	12,628	营业收入	26,059	19,370	21,645	21,915	22,271
货币资金	4,029	1,256	1,732	2,192	2,672	营业成本	23,890	17,919	19,494	19,660	19,897
应收账款	1,428	1,540	1,898	1,801	1,647	营业税金及附加	53	71	59	59	60
其他应收款	84	34	58	58	59	营业费用	706	571	649	668	690
预付款项	235	101	120	140	160	管理费用	383	508	664	640	624
存货	4,771	3,348	3,525	3,663	3,816	财务费用	336	193	137	144	151
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-8	80	52	73	80
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	590	671	769
无形资产	445	425	408	391	374	营业外收入	15	157	82	75	68
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	12	11	12	11	10
资产总计	18,740	13,746	14,639	14,911	15,397	利润总额	704	174	660	734	827
流动负债合计	12,136	7,482	8,061	8,099	8,295	所得税	141	57	166	185	208
短期借款	5,082	1,696	2,870	2,300	2,434	净利润	563	116	494	550	619
应付账款	2,295	1,905	2,030	1,939	1,799	少数股东损益	200	70	150	159	175
预收款项	1,149	692	563	782	893	归属母公司净利润	362	46	344	391	444
一年内到期的非流	0	500	0	0	0	EBITDA	1,310	508	900	1,014	1,164
非流动负债合计	2,324	2,047	2,040	1,918	1,812	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	10,100	10,017	10,107	成长能力					
少数股东权益	536	498	648	807	983	营业收入增长	-9.84%	-25.67	11.75%	1.25%	1.62%
实收资本(或股本)	419	419	419	419	419	营业利润增长	-32.48%	-95.96	1986.14	13.72%	14.60%
资本公积	684	684	684	684	684	归属于母公司净利润	-46.13%	-87.17	639.65%	13.62%	13.59%
未分配利润	2,172	2,148	2,285	2,441	2,619	获利能力					
归属母公司股东权	3,744	3,719	3,891	4,086	4,308	毛利率(%)	8.32%	7.49%	9.94%	10.29%	10.66%
负债和所有者权益	18,740	13,746	14,640	14,911	15,397	净利率(%)	2.16%	0.60%	2.28%	2.51%	2.78%
现金流量表						总资产净利润(%)	1.93%	1.93%	0.34%	2.35%	2.62%
						ROE(%)	9.68%	1.25%	8.83%	9.56%	10.30%
经营活动现金流	338	1,096	354	1,674	1,132	偿债能力					
净利润	563	116	494	550	619	资产负债率(%)	77%	69%	69%	67%	66%
折旧摊销	274	286	305	234	231	流动比率	1.28	1.43	1.46	1.49	1.52
财务费用	336	193	137	144	151	速动比率	0.89	0.99	1.02	1.04	1.06
应付帐款的变化	210	-113	-357	96	154	营运能力					
预收帐款的变化	-697	-456	-130	219	111	总资产周转率	1.36	1.19	1.53	1.48	1.47
投资活动现金流	-334	-95	-135	-273	-280	应收账款周转率	17.00	13.05	12.59	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	11.00	11.04	11.92
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	257	-941	-371	每股净现金流(最新)	0.70	-6.04	1.13	1.10	1.15
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	13.49	105.45	14.15	12.46	10.97
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	1.30	1.31	1.25	1.19	1.13
现金净增加额	293	-2,534	476	460	481	EV/EBITDA	5.81	14.59	8.34	6.29	5.09

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。