中国平安 PING AN 平安证券公司

平安汽车
2014 年 3 月 28 日

中国重汽 (000951)

降本提业绩，未来看结构改善

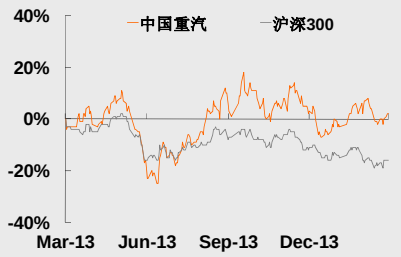
推荐(上调)

现价：11.9 元

主要数据

行业	平安汽车
公司网址	www.jntruck.com
大股东/持股	中国重汽(香港)有限公司/63.78%
实际控制人/持股	山东省政府/32.53%
总股本(百万股)	419
流通 A 股(百万股)	419
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	49.91
流通 A 股市值(亿元)	49.91
每股净资产(元)	9.74
资产负债率(%)	72.1

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

彭勇 投资咨询资格编号 S1060513050002
021-38632725
pengyong060@pingan.com.cn

余兵 投资咨询资格编号 S1060511010004
021-38636729
yubing006@pingan.com.cn

王德安 投资咨询资格编号 S1060511010006
021-38638428
wangdean002@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

事项：

公司发布 2013 年报：2013 年实现营业收入 214.5 亿元，同比增长 10.8%；净利润 3.8 亿元，同比增长 719.0%；每股收益 0.91 元；每股净资产 9.74 元。拟每 10 股派发现金 2.7 元（含税）。

平安观点:

2013 年公司累计销售汽车 8.4 万辆，同比增长 12.5%。公司重卡销量占重汽集团重卡总销量的 70%，公司仍是集团主要的重卡生产基地。

- **降本增效助业绩大幅改善。**2013 年公司收入增长 10.8%，略低于销量增速，业绩大幅改善来自利润率大幅提升。2013 年公司净利率较 2012 年提高了 1.5 个百分点至 1.8%，净利率大幅提升助公司业绩增长 7 倍。生产成本降低是公司净利率大幅提升的主因，2013 年公司毛利率较 2012 年增加了 2.4 个百分点。

- **降本同时严控费用，三项费用率略有下降。**在降低生产成本同时，公司严控费用，2013 年公司三项费用率较 2012 年减少了 0.2 个百分点，其中销售费用率增加 0.2 个百分点，财务费用率下降了 0.4 个百分点。公司通过压缩长期借款规模来降低财务费用。

- **结构改善将有望提升公司产品盈利能力。**重汽集团与德国 MAN 进行合资合作后，引进了 MAN 全套重卡技术和产品，公司也使用 MAN 技术，2013 年上半年推出 T7H 和 T5G 两款中高端产品。这两款产品使用 MAN 技术发动机和车桥，产品动力性能、燃油经济性和可靠性均高于国内竞争对手的产品。随着这两款产品销量占比提升，将促使公司产品结构改善，大幅提升公司产品的盈利能力。重汽集团引进 MAN 技术的车桥全部由公司下属的济南桥箱生产，2013 年济南桥箱收入和净利分别同比增长 24.6%和 169.3%。2013 年济南桥箱贡献的利润达 1.4 亿元，占公司当期净利润的 37%。

- **盈利预测及投资评级。**考虑到公司成本和费用控制有效，我们上调公司盈利预测，预计 2014-2015 年每股收益分别为 1.04 元和 1.12 元（原预测为 0.98 元和 1.00 元）。考虑到公司未来产品结构有望改善，产品盈利也将得

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入(百万元)	26,059	19,370	21,454	24,088	25,325
YoY(%)	-9.8	-25.7	10.8	12.3	5.1
净利润(百万元)	362	46	381	438	469
YoY(%)	-46.1	-87.2	719.0	15.1	7.1
毛利率(%)	8.3	7.5	9.9	10.2	10.3
净利率(%)	1.4	0.2	1.8	1.8	1.9
ROE(%)	9.7	1.2	10.2	10.5	10.2
EPS(摊薄/元)	0.86	0.11	0.91	1.04	1.12
P/E(倍)	13.3	107.4	13.1	11.4	10.6
P/B(倍)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1

到提升，我们将公司投资评级由“中性”上调至“推荐”。

- **风险提示：**行业景气度大幅下行；原材料和人工成本大幅上升。

图表1 中国重汽单季度业绩

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	同比增长	环比增长
营业收入（亿元）	53.0	53.0	43.5	44.3	40.1	62.7	56.1	55.7	25.8%	-0.7%
净利润（万元）	1,316	2,614	-1,691	2,408	1,878	16,613	7,984	11,588	381.2%	45.1%
EPS（元）	0.03	0.06	-0.04	0.06	0.04	0.40	0.19	0.28	381.2%	45.1%
									同比增加百分点	环比增加百分点
毛利率	7.5%	7.7%	6.3%	8.4%	9.6%	10.7%	9.2%	9.8%	1.4	0.5
销售费用率	3.1%	2.4%	2.8%	3.6%	3.8%	3.0%	2.5%	3.6%	0.0	1.0
管理费用率	1.9%	3.5%	3.0%	2.1%	3.4%	2.7%	3.3%	1.0%	-1.1	-2.3
财务费用率	1.5%	1.0%	0.2%	1.2%	1.0%	0.4%	0.6%	0.6%	-0.6	-0.1
三项费用率	6.4%	6.9%	6.0%	6.8%	8.2%	6.1%	6.4%	5.1%	-1.7	-1.3
净利率	0.2%	0.5%	-0.4%	0.5%	0.5%	2.7%	1.4%	2.1%	1.5	0.7

资料来源：公司公告

资产负债表				单位:百万元
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
流动资产	15590	10736	15447	15566
现金	4029	1256	5132	5307
应收账款	1428	1540	1175	1531
其他应收款	84	34	39	41
预付账款	235	101	519	591
存货	4771	3348	5689	5308
其他流动资产	5044	4457	2893	2788
非流动资产	3150	3010	2950	2968
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2169	2175	2139	2170
无形资产	445	425	386	347
其他非流动资产	536	410	425	451
资产总计	18740	13746	18396	18534
流动负债	12136	7482	11379	10809
短期借款	5082	1696	3298	3061
应付账款	2295	1905	1838	1932
其他流动负债	4759	3881	6243	5816
非流动负债	2324	2047	2106	2087
长期借款	1700	1600	1600	1600
其他非流动负债	624	447	506	487
负债合计	14461	9529	13485	12896
少数股东权益	536	498	754	1033
股本	419	419	419	419
资本公积	684	684	684	684
留存收益	2640	2616	3054	3501
归属母公司股东权益	3744	3719	4157	4604
负债和股东权益	18740	13746	18396	18534

现金流量表				单位:百万元
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
经营活动现金流	1096	112	2857	897
净利润	116	505	694	748
折旧摊销	286	302	325	368
财务费用	193	131	133	133
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	443	-944	1627	-346
其他经营现金流	57	118	78	-7
投资活动现金流	-95	-24	-284	-386
资本支出	99	43	304	405
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	4	18	20	19
筹资活动现金流	-3535	-184	1304	-337
短期借款	545	-3386	1602	-237
长期借款	1700	-100	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-5780	3302	-298	-100
现金净增加额	-2534	-97	3877	174

利润表				单位:百万元
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	19370	21454	24088	25325
营业成本	17919	19335	21621	22728
营业税金及附加	71	59	72	89
营业费用	571	685	771	734
管理费用	508	541	602	608
财务费用	193	131	133	133
资产减值损失	80	164	107	107
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	28	538	781	926
营业外收入	157	136	140	80
营业外支出	11	8	9	8
利润总额	174	666	913	998
所得税	57	162	219	249
净利润	116	505	694	748
少数股东损益	70	124	256	279
归属母公司净利润	46	381	438	469
EBITDA	508	971	1239	1427
EPS（元）	0.11	0.91	1.04	1.12

主要财务比率				
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	-25.7%	10.8%	12.3%	5.1%
营业利润	-96.0%	1801.7%	45.3%	18.6%
归属于母公司净利润	-87.2%	719.0%	15.1%	7.1%
获利能力				
毛利率(%)	7.5%	9.9%	10.2%	10.3%
净利率(%)	0.2%	1.8%	1.8%	1.9%
ROE(%)	1.2%	10.2%	10.5%	10.2%
ROIC(%)	1.4%	7.2%	7.7%	8.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	77.2%	69.3%	73.3%	69.6%
净负债比率(%)	46.9%	39.8%	38.8%	39.2%
流动比率	1.28	1.43	1.36	1.44
速动比率	0.88	0.97	0.84	0.94
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.3	1.5	1.4
应收账款周转率	12.4	14.1	17.3	18.3
应付账款周转率	6.2	9.2	11.6	12.1
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.91	1.04	1.12
每股经营现金流(最新摊薄)	2.61	0.27	6.81	2.14
每股净资产(最新摊薄)	8.93	8.87	9.91	10.98
估值比率				
P/E	107.4	13.1	11.4	10.6
P/B	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	15.8	8.3	6.5	5.6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257