

盈利能力有望继续回升

——中国重汽（000951）财报点评

2014年03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年实现营业收入214.54亿元，同比增长10.76%；实现利润总额6.66亿元，同比增长283.75%；实现归属于母公司所有者的净利润3.81亿元，同比增长719.03%；实现基本每股收益0.91元。

公司分季度财务指标

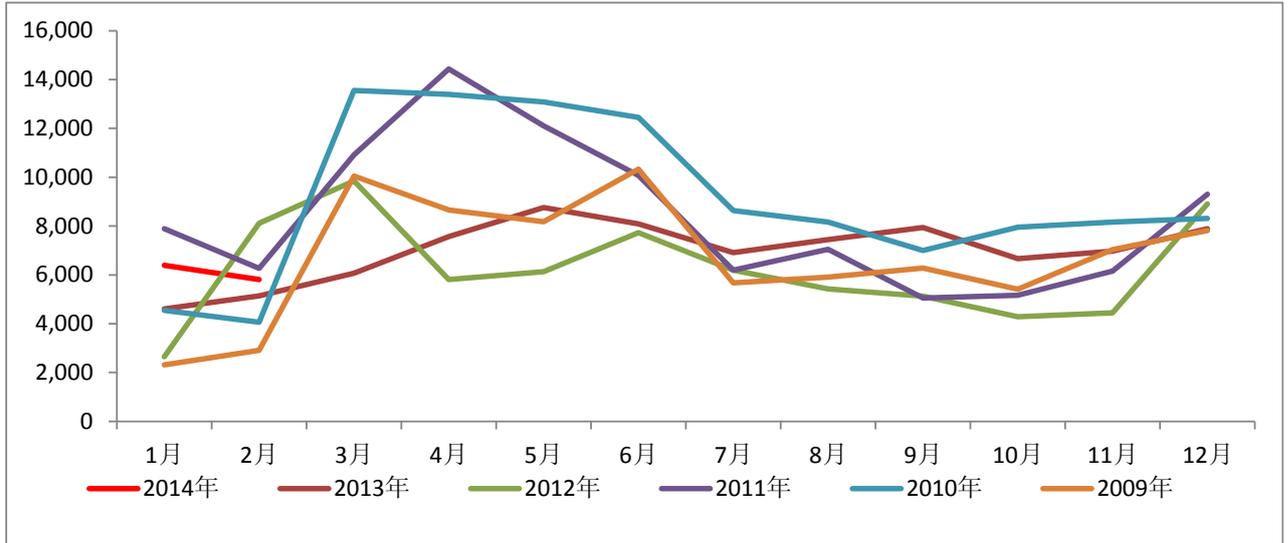
指标	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
营业收入（百万元）	5297.06	4346.77	4430.33	4005.24	6266.87	5609.61	5571.79
增长率（%）	-42.38%	-6.52%	-16.62%	-24.36%	18.31%	29.05%	25.76%
毛利率（%）	7.68%	6.31%	8.42%	9.64%	10.70%	9.23%	9.77%
期间费用率（%）	6.91%	6.03%	6.84%	8.22%	6.07%	6.44%	5.13%
营业利润率（%）	-0.29%	-0.32%	0.18%	0.61%	4.43%	2.20%	2.02%
净利润（百万元）	44.61	-16.15	63.00	37.61	218.51	116.25	132.21
增长率（%）	-87.05%	-110.90%	-207.57%	51.08%	389.86%	-819.73%	109.86%
每股盈利（季度，元）	0.06	-0.04	0.06	0.04	0.40	0.19	0.28
资产负债率（%）	74.36%	70.59%	69.32%	71.05%	72.85%	72.07%	70.10%
净资产收益率（%）	1.04%	-0.38%	1.49%	0.88%	4.90%	2.54%	2.81%
总资产收益率（%）	0.27%	-0.11%	0.46%	0.26%	1.33%	0.71%	0.84%

观点：

- 业绩符合预期，公司盈利能力持续改善。2013年公司综合毛利率为9.88%，同比提升2.39个百分点，其中四季度毛利率为9.77%，同比提升1.35个百分点，毛利率持续回升符合我们的预期，在公司持续“降本增效”的努力下，预计公司2014年毛利率仍将回升，但回升幅度将缩小。2013年，公司期间费用率为6.33%，同比下降0.24个百分点，其中研发支出为1.92亿元，占营业收入的比例为0.89%，同比基本持平，四季度期间费用率为5.13%，同比大幅下降1.70个百分点，主要是管理费用率下降1.11个百分点。
- 公司依靠产品结构和服务质量的提升提升公司的长期经营能力。借助于公司大股东所拥有的国家级技术研发中心，公司已在适应未来发展、节能环保的新能源汽车和轻量化汽车实现了新突破，形成了国内最完善的卡车整车产品系列型谱。最新推出的HOWO-T7H和HOWO-T5G系列产品，从先期策划到每种产品件的严苛试验、验证和释放均遵循了国际先进重卡企业规范化的产品开发流程。目前公司拥有近900家营销网络单位，1200余家服务站点，形成了覆盖全国各大省市的区域经销网络、配件供应网络和售后服务维修网络，并且拥有在国内重汽行业中独树一帜的注册“亲人”服务品牌。随着产品开发能力和售

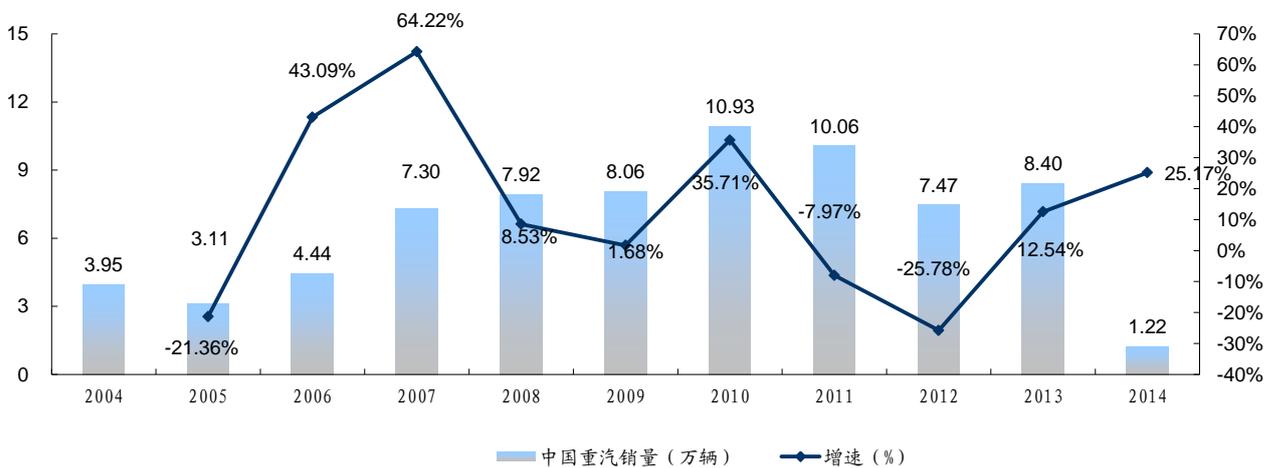
后服务能力的不断提升提升公司的盈利能力。

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

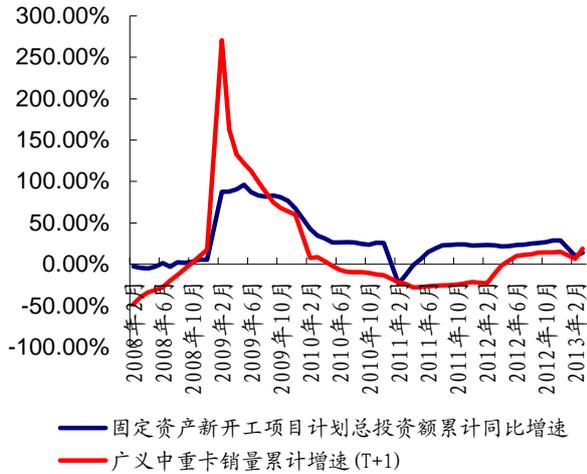
图 2: 2004 年至今中国重汽年度销量及增速



资料来源: 中国汽车工业协会, 东兴证券研究所

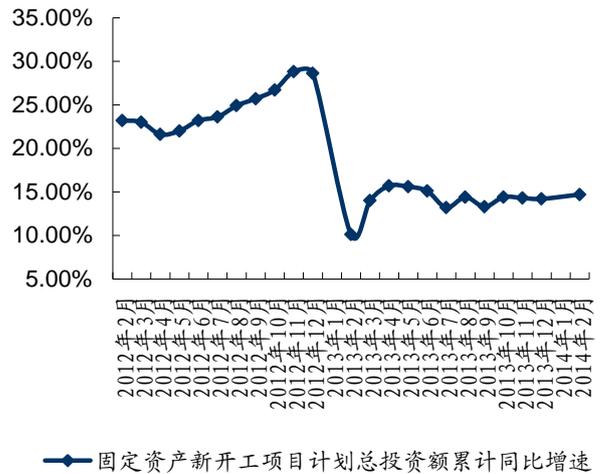
- **固定资产投资增速难以大幅反弹, 公司未来销量增长将主要依靠市场份额的提升, 增速将进入一段低增长时期。**2013年以来固定资产投资新开工项目计划总额增速始终在百分之十几的低位徘徊, 并且2013年2月份之后发改委核准通过的固定资产投资项目(月度)数量保持在10个以内(2012年多在100个以上), 2014年一季度更是下降到5个以内, 本届政府“调结构”的决心已经非常明显, 未来固定资产投资增速或将持续低迷、难以再度出现大幅反弹, 因此重卡行业的销量规模已经难以再持续增长, 公司未来销量增长将主要依靠从弱势品牌手中抢夺市场份额, 但通过激烈竞争抢夺份额的过程将较为缓慢, 公司销量将进入一段低增长时期。

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, 我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 1.06、1.17 和 1.33 元, 对应 PE 分别为 11.00、10.01 和 8.81 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				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	10,736	13,023	13,512	12,823	12,632	营业收入	19,370	21,454	23,004	23,298	24,120
货币资金	1,256	1,397	1,495	1,514	1,568	营业成本	17,919	19,335	20,658	20,852	21,515
应收账款	1,540	2,324	2,206	1,915	1,784	营业税金及附加	71	59	64	65	68
其他应收款	34	52	56	57	59	营业费用	571	685	713	711	724
预付款项	101	97	118	138	160	管理费用	508	541	575	571	579
存货	3,348	3,866	3,962	3,770	3,772	财务费用	193	131	145	153	160
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	80	164	126	133	139
非流动资产合计	3,010	2,725	2,662	2,621	2,598	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	2,175	2,037	1,997	1,947	1,972	营业利润	28	538	722	814	935
无形资产	425	406	390	374	358	营业外收入	157	136	71	55	42
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	11	8	8	6	5
资产总计	13,746	15,749	16,173	15,445	15,231	利润总额	174	666	785	863	973
流动负债合计	7,482	9,960	10,246	9,342	8,907	所得税	57	162	196	216	243
短期借款	1,696	2,414	2,418	1,993	1,640	净利润	116	505	589	647	730
应付账款	1,905	2,674	2,490	2,285	2,122	少数股东损益	70	124	143	157	172
预收款项	692	761	876	992	1,113	归属母公司净利润	46	381	447	491	557
一年内到期的非流	500	800	0	0	0	EBITDA	508	971	1,024	1,133	1,287
非流动负债合计	2,047	1,079	963	860	769	BPS (元)	0.11	0.91	1.06	1.17	1.33
长期借款	1,600	700	600	500	400	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	9,529	11,039	11,210	10,202	9,676	成长能力					
少数股东权益	498	622	765	921	1,094	营业收入增长	-25.67%	10.76%	7.23%	1.28%	3.53%
实收资本(或股本)	419	419	419	419	419	营业利润增长	-95.96%	1801.6	34.30%	12.78%	14.86%
资本公积	684	684	684	684	684	归属于母公司净利润	-87.17%	719.03	17.31%	9.86%	13.59%
未分配利润	2,148	2,516	2,583	2,656	2,740	获利能力					
归属母公司股东权	3,719	4,087	4,199	4,321	4,461	毛利率(%)	7.49%	9.88%	10.20%	10.50%	10.80%
负债和所有者权	13,746	15,749	16,173	15,445	15,231	净利率(%)	0.60%	2.35%	2.56%	2.78%	3.03%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	13.37%	0.34%	2.42%	2.76%	3.18%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	1.25%	9.31%	10.63%	11.35%	12.49%
经营活动现金流	1,096	112	1,710	1,267	1,436	偿债能力					
净利润	116	505	589	647	730	资产负债率(%)	69%	70%	69%	66%	64%
折旧摊销	286	302	221	167	173	流动比率	1.43	1.31	1.32	1.37	1.42
财务费用	193	131	145	153	160	速动比率	0.99	0.92	0.93	0.97	0.99
应付帐款的变化	-113	-783	118	291	131	营运能力					
预收帐款的变化	-456	68	115	116	121	总资产周转率	1.19	1.45	1.44	1.47	1.57
投资活动现金流	-95	-24	-217	-233	-339	应收账款周转率	13.05	11.10	10.16	11.31	13.04
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.22	9.37	8.91	9.76	10.95
长期股权投资减少	-17	7	10	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.11	0.91	1.06	1.17	1.33
筹资活动现金流	-3,535	-184	-1,395	-1,016	-1,043	每股净现金流(最新)	-6.04	-0.23	0.23	0.05	0.13
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	8.87	9.74	10.01	10.30	10.64
长期借款增加	-100	-900	-100	-100	-100	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	106.45	12.87	11.00	10.01	8.81
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	1.32	1.20	1.17	1.14	1.10
现金净增加额	-2,534	-97	98	19	53	EV/EBITDA	14.68	7.65	6.28	5.20	4.18

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。