

中国重汽 (000951.SZ)

风口上的鹰

● 事件：公司 12 月重卡销量同比增长 16.7%

公司发布 12 月产销快报，12 月销售重卡 9201 辆，同比增长 16.7%；14 年累计销售重卡 90735 辆，同比增长 8.0%。

● 油价下跌有利于稳定商用车需求

油费占商用车使用者总支出的比重较大，我们估计 14 年 7 月至今柴油价格下跌导致的年油费大幅下降不仅可以完全抵消国 4 升级带来的购置成本提升，并且提升用户盈利能力。未来一定期间内油价有望维持低位，商用车需求有望保持平稳。

● 公司出口在国内卡车企业中领先，具有“一带一路”概念

重汽集团前 11 个月累计出口 21607 辆，同比增长 1.4%，基本为上市公司贡献。由于国内乘用车合资公司对出口的限制，未来汽车行业出口的增长点在商用车，而中重卡出口的龙头是中国重汽。

● 成本、费用改善将为公司带来巨大的业绩弹性

根据我们的原材料成本指数模型，1-11 月原材料价格下降可为公司毛利率提供 2-3 个百分点的提升空间。公司目前库存水平合理，有利于降低销售和财务费用。公司 14 年前三季度净利率为 2.7%，在商用车需求平稳的情况下，成本、费用改善或为公司带来巨大的业绩弹性。

● 投资建议

公司是重卡行业 2015 年弹性最大确定性最高且中周期向上的公司，短期来看，原材料成本、费用端改善弹性巨大，中期来看，公司产品力提升将提升公司竞争力和盈利水平，中长周期来看，公司还具有国企改革预期和“一带一路”概念。2015 年公司已经迎来新周期的起点，我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 1.01 元、1.32 元、1.76 元，超预期概率较大，维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济增速不及预期；重卡销量大幅下滑。

盈利预测：

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	19,369.54	21,453.51	24,316.56	26,149.89	28,120.30
增长率(%)	-25.67%	10.76%	13.35%	7.54%	7.54%
EBITDA(百万元)	587.10	1,134.74	1,297.59	1,468.56	1,727.69
净利润(百万元)	46.47	380.63	423.08	554.49	737.39
增长率(%)	-87.17%	719.03%	11.15%	31.06%	32.99%
EPS(元/股)	0.111	0.908	1.009	1.322	1.758
市盈率(P/E)	115.79	12.61	20.40	15.57	11.71
市净率(P/B)	1.45	1.17	1.91	1.70	1.49
EV/EBITDA	13.49	6.45	8.14	6.64	5.20

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格

20.58 元

前次评级

买入

报告日期

2015-01-08

相对市场表现



分析师：

张乐 S0260512030010



021-60750618



gfzhangle@gf.com.cn

相关研究：

中国重汽：公司已经迎来发展的拐点 2014-12-09

联系人：

闫俊刚 021-60750621

yanjungang@gf.com.cn

联系人：

唐哲 021-60750618

tangzhe@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

事件：公司 12 月重卡销量同比增长 16.7%

公司发布12月产销快报，12月销售重卡9201辆，同比增长16.7%；14年累计销售重卡90735辆，同比增长8.0%。

图1：公司重卡销量（辆）及增速情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

油价下跌有利于稳定商用车需求

油费占商用车使用者总支出的比重较大，我们估计14年7月至今柴油价格下跌导致的年油费大幅下降不仅可以完全抵消国4升级带来的购置成本提升，并且提升了用户盈利能力。未来一定期间内油价有望维持低位，商用车需求有望保持平稳。

表 1：分车型油费下降幅度测算

	年里程 (公里)	油耗 (升/百公里)	油价下降幅度 (元/升)	油费下降幅度 (元)
重卡				
平板	110000	35	2.03	78155
牵引	110000	40	2.03	89320
自卸	83000	42	2.03	70766

数据来源：专家交流、广发证券发展研究中心

公司出口在国内卡车企业中领先，具有“一带一路”概念

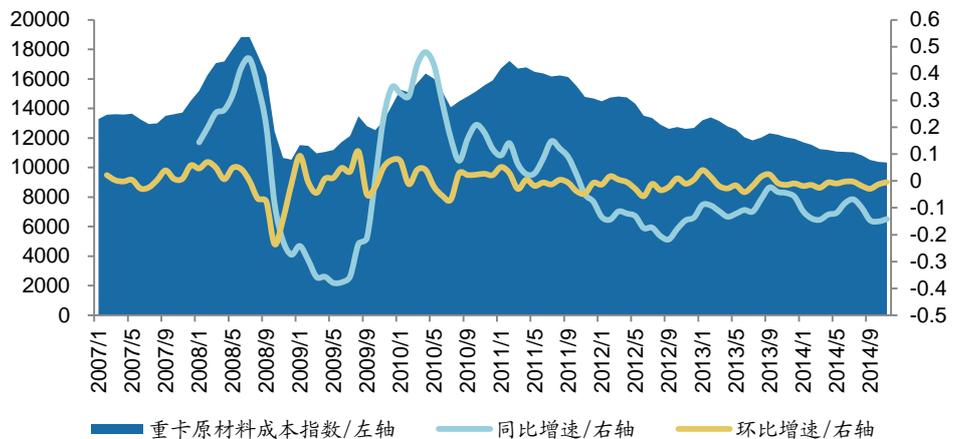
重汽集团前11个月累计出口21607辆，同比增长1.4%，基本为上市公司贡献。由于国内乘用车合资公司对出口的限制，未来汽车行业出口的增长点在商用车，而中重卡出口的龙头是中国重汽。

成本、费用改善将为公司带来巨大的业绩弹性

根据我们的原材料成本指数模型，1-11月原材料价格下降可为公司毛利率提供2-3个百分点的提升空间。公司目前库存水平合理，有利于降低销售和财务费用。

公司14年前三季度净利率为2.7%，在商用车需求平稳的情况下，成本、费用改善或为公司带来巨大的业绩弹性。

图2：重卡原材料成本指数



数据来源：广发证券发展研究中心

投资建议

公司是重卡行业2015年弹性最大确定性最高且中周期向上的公司，短期来看，库存周期、原材料成本端改善弹性巨大，中期来看，公司产品力提升将提升公司竞争力和盈利水平，中长周期来看，公司还具有国企改革预期和“一带一路”概念。2015年公司已经迎来新周期的起点，我们预计公司14-16年EPS分别为1.01元、1.32元、1.76元，超预期概率较大，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济增速不及预期；重卡销量大幅下滑。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	10736	13023	13779	14968	16054
货币资金	1256	1397	1336	1586	1710
应收及预付	6130	7757	7829	8576	9237
存货	3348	3866	4611	4803	5104
其他流动资产	2	3	3	3	3
非流动资产	3010	2725	2438	1972	1518
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2175	2037	1714	1386	1061
在建工程	135	26	-54	-156	-252
无形资产	425	406	369	333	299
其他长期资产	274	256	410	410	410
资产总计	13746	15749	16217	16941	17573
流动负债	7482	9960	9777	9731	9346
短期借款	1696	2414	2535	1968	1361
应付及预收	5281	6734	6913	7432	7986
其他流动负债	505	812	330	330	0
非流动负债	2047	1079	1143	1143	1143
长期借款	1600	700	700	700	700
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	447	379	443	443	443
负债合计	9529	11039	10920	10874	10489
股本	419	419	419	419	419
资本公积	684	684	684	684	684
留存收益	2616	2984	3407	3961	4699
归属母公司股东权益	3719	4087	4510	5065	5802
少数股东权益	498	622	787	1002	1281
负债和股东权益	13746	15749	16217	16941	17573

现金流量表

单位: 百万元

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	1096	112	469	702	614
净利润	116	505	588	770	1016
折旧摊销	286	302	273	265	254
营运资金变动	331	-1056	-499	-513	-789
其它	362	361	107	180	133
投资活动现金流	-95	-24	223	271	276
资本支出	-95	-24	223	271	276
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-3535	-184	-753	-723	-766
银行借款	4545	4854	120	-566	-608
债券融资	-7532	-4735	-706	0	-30
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-549	-303	-168	-157	-128
现金净增加额	-2534	-97	-61	250	124
期初现金余额	4029	1256	1397	1336	1586
期末现金余额	1494	1158	1336	1586	1710

主要财务比率

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力(%)					
营业收入增长	-25.7	10.8	13.3	7.5	7.5
营业利润增长	-96.0	1,801.7	34.2	34.0	32.5
归属母公司净利润增长	-87.2	719.0	11.2	31.1	33.0
获利能力(%)					
毛利率	7.5	9.9	10.5	10.9	11.4
净利率	0.6	2.4	2.4	2.9	3.6
ROE	1.2	9.3	9.4	10.9	12.7
ROIC	3.0	8.7	10.7	12.5	14.9
偿债能力					
资产负债率(%)	69.3	70.1	67.3	64.2	59.7
净负债比率	0.6	0.5	0.4	0.2	-
流动比率	1.43	1.31	1.41	1.54	1.72
速动比率	0.97	0.91	0.92	1.03	1.16
营运能力					
总资产周转率	1.19	1.45	1.52	1.58	1.63
应收账款周转率	12.95	11.05	12.37	11.98	11.94
存货周转率	4.41	5.35	4.72	4.86	4.89
每股指标(元)					
每股收益	0.11	0.91	1.01	1.32	1.76
每股经营现金流	2.61	0.27	1.12	1.67	1.46
每股净资产	8.87	9.74	10.75	12.08	13.83
估值比率					
P/E	115.8	12.6	20.4	15.6	11.7
P/B	1.4	1.2	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	13.5	6.4	8.1	6.6	5.2

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	19370	21454	24317	26150	28120
营业成本	17919	19335	21759	23298	24919
营业税金及附加	71	59	72	79	83
销售费用	571	685	836	900	956
管理费用	508	541	625	670	689
财务费用	193	131	154	143	113
资产减值损失	80	164	149	94	80
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	28	538	722	967	1281
营业外收入	157	136	65	80	84
营业外支出	11	8	9	9	9
利润总额	174	666	777	1038	1356
所得税	57	162	190	268	340
净利润	116	505	588	770	1016
少数股东损益	70	124	165	216	279
归属母公司净利润	46	381	423	554	737
EBITDA	587	1135	1298	1469	1728
EPS(元)	0.11	0.91	1.01	1.32	1.76

广发汽车行业研究小组

- 张乐：首席分析师，华中科技大学发动机专业学士、暨南大学企业管理专业硕士，5年半汽车相关产业工作经历，5年卖方研究经验。2014年新财富最佳汽车行业分析师第五名，2011、2012、2013年“新财富”最佳汽车行业分析师第七名；水晶球公募基金最佳汽车行业分析师2012年、2014年第五名、2013年第四名；2013年、2014年金牛奖第三名；2012年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚：联系人，吉林工业大学汽车专业学士，13年汽车产业工作经历，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 唐哲：联系人，复旦大学金融学硕士，浙江大学金融学学士，CPA，2014年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018 号安联大厦15楼A座 03-04	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。