中国平安 PING AN 平安证券公司

汽车

2011 年 10 月 24 日

中国重汽 (000951)

销量同比下滑，单车摊销成本提高

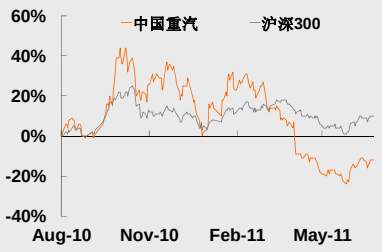
中性（维持）

现价：15.57 元

主要数据

行业	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)	274
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	70.46
流通 A 股市值(亿元)	46.07
每股净资产(元)	8.97
资产负债率(%)	81.7

行情走势图



相关研究报告

1、库存和成本压力依旧（2010.8.29）
2、销售增长VS库存与成本压力（2010.5.24）
3、盈利水平逐渐恢复（2010.3.27）

证券分析师

余兵 S1060511010004
021-33830523
yubing006@pingan.com.cn

王德安 S1060511010006
021-33830523
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。

投资要点

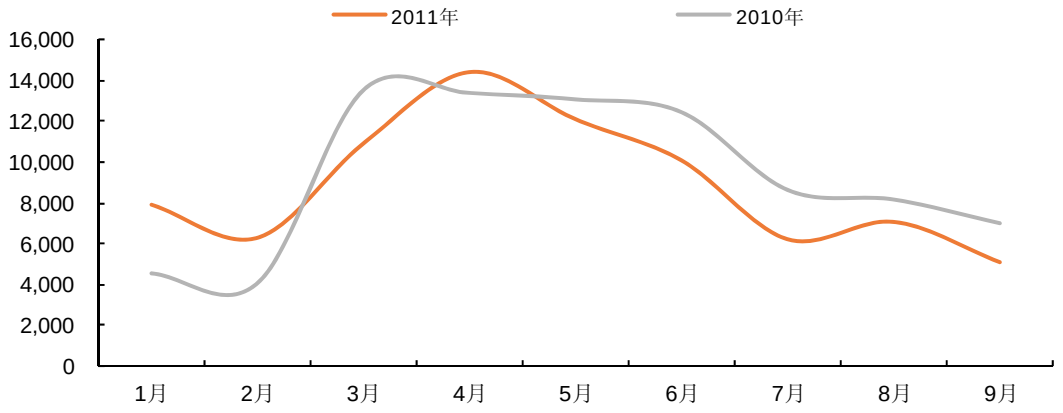
中国重汽发布 2011 年三季报：7-9 月实现营业收入 46.5 亿元，同比减少 24.8%；净利润 7962 万元，同比减少 49.3%；第三季度每股收益 0.19 元。前三季度每股收益 0.91 元，每股净资产 8.97 元。

平安观点：

- **销量与收入跟随重卡行业下滑，利润降幅更大。**3Q11 公司销量同比下滑 23.1%，与营收下滑比例相当。由于销量下滑，每辆车折旧摊销成本提高，导致利润下滑幅度远大于销量下滑幅度。
- **减产去库存，但库存水平仍较高。**我们推测公司 2Q11 末库存车辆在 2.5 万辆左右，3Q11 通过大幅减产，销量高于产量 6597 辆，降低了去库存压力，但公司现有库存车辆仍高达约一个季度销量，仍有去库存压力。
- **毛利率触底回升。**3Q11 产品综合均价 25.4 万元，同比、环比分别下降 0.6 万元、上升 0.3 万元。3Q11 毛利率同比下滑 2.3 个百分点，环比基本持平。3Q11 天然胶价格回落，轮胎价格将会逐渐回落，同期钢材价格稳定，预计后期毛利率将见底回升。
- **3Q11 营业费用率上升，预计后期将会回落。**3Q11 公司销售费用率环比和同比均有提高，我们判断 3Q11 虽然出厂价较为稳定，但公司给予经销商一定促销补贴。
- **盈利预测及投资评级。**维持 2011-2013 年盈利预测，预计 2011-2013 年每股收益分别为 1.11、1.64、1.97 元。维持“中性”投资评级。
- **风险提示：**库存压力大；原材料和人工成本继续上升；行业复苏低于预期。

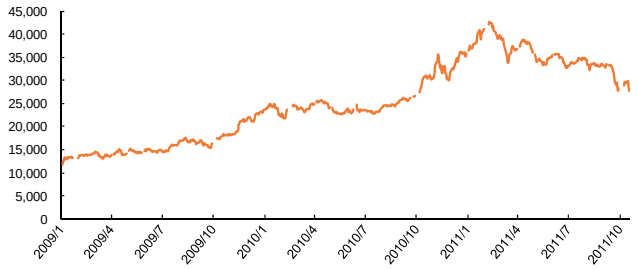
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	20,361	28,904	27,622	31,001	35,740
YoY(%)	6.1	42.0	-4.4	12.2	15.3
净利润(百万元)	428	673	465	687	827
YoY(%)	-9.5	57.2	-30.9	47.8	20.4
毛利率(%)	8.0	9.8	8.7	9.2	9.3
净利率(%)	2.1	2.3	1.7	2.2	2.3
ROE(%)	15.0	19.3	12.1	15.2	15.7
EPS(摊薄/元)	1.02	1.60	1.11	1.64	1.97

图表1 2010~2011年中国重汽月度销量 单位：辆



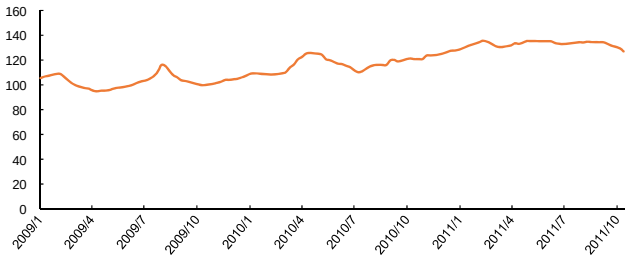
资料来源：公司公告

图表2 天然胶期货结算价格 单位：元/吨



资料来源：Wind

图表3 钢材综合价格指数



资料来源：Wind

图表4 中国重汽单季度业绩 单位：万元

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	同比增长	环比增长
营业总收入	601,030	1,055,278	617,988	616,083	690,120	919,376	465,013	-12.9%	-49.4%
营业成本	539,398	936,315	552,621	578,305	624,175	842,762	426,506	-10.0%	-49.4%
净利润	17,356	37,888	15,717	-3,692	9,348	20,936	7,962	-44.7%	-62.0%
EPS（元）	0.414	0.903	0.375	-0.09	0.223	0.499	0.190	-44.7%	-61.9%
								同比增加百分点	环比增加百分点
毛利率	10.25%	11.27%	10.58%	6.13%	9.56%	8.33%	8.28%	-2.30	-0.05
销售费用率	3.56%	3.90%	2.80%	3.42%	3.42%	1.98%	3.30%	0.50	1.32
管理费用率	1.46%	1.37%	2.99%	-0.29%	2.17%	0.33%	1.73%	-1.25	1.41
财务费用率	0.63%	0.43%	1.13%	0.73%	0.87%	0.99%	1.71%	0.58	0.72
三项费用率	5.65%	5.69%	6.92%	3.85%	6.46%	3.29%	6.74%	-0.18	3.45
净利率	2.89%	3.59%	2.54%	-0.60%	1.35%	2.28%	1.71%	-0.83	-0.56

资料来源：公司公告、平安证券研究所

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	13426	16647	17297	17717	18148
现金	6838	3830	4833	4499	4610
应收账款	1273	1638	1359	1892	2463
其他应收款	42	433	414	465	536
预付账款	454	503	605	732	843
存货	2973	7442	6756	6705	6109
其他流动资产	1846	2801	3328	3424	3588
非流动资产	2636	3058	3165	3440	3585
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2013	2175	2217	2338	2431
无形资产	350	465	572	676	781
其他非流动资产	274	418	376	426	373
资产总计	16063	19705	20461	21157	21733
流动负债	11198	15074	15386	15182	14760
短期借款	4979	4537	6263	5993	5676
应付账款	1572	3524	2144	2394	2528
其他流动负债	4647	7013	6979	6795	6556
非流动负债	1702	633	569	590	583
长期借款	1260	0	0	0	0
其他非流动负债	442	633	569	590	583
负债合计	12899	15707	15955	15773	15343
少数股东权益	308	512	659	875	1135
股本	419	419	419	419	419
资本公积	684	684	684	684	684
留存收益	1752	2383	2743	3407	4151
归属母公司股东权益	2856	3486	3846	4510	5255
负债和股东权益	16063	19705	20461	21157	21733

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	330	309	516	530	1229
净利润	578	876	613	902	1087
折旧摊销	180	310	243	275	313
财务费用	56	198	235	203	199
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-589	-1109	-633	-846	-399
其他经营现金流	105	33	59	-5	29
投资活动现金流	-204	-443	-427	-526	-466
资本支出	517	491	304	405	345
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	313	48	-123	-121	-121
筹资活动现金流	980	-1215	914	-339	-651
短期借款	1340	-442	1727	-270	-317
长期借款	1220	-1260	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1580	487	-813	-68	-334
现金净增加额	1106	-1349	1003	-334	111

利润表 单位:百万元

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	20361	28904	27622	31001	35740
营业成本	18723	26066	25222	28160	32407
营业税金及附加	0	3	2	3	3
营业费用	627	1009	967	1023	1215
管理费用	281	399	389	446	518
财务费用	56	198	235	203	199
资产减值损失	-13	191	86	93	100
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	688	1038	721	1072	1298
营业外收入	26	37	33	35	34
营业外支出	10	8	9	9	9
利润总额	704	1067	746	1098	1324
所得税	126	190	133	196	236
净利润	578	876	613	902	1087
少数股东损益	150	204	148	215	260
归属母公司净利润	428	673	465	687	827
EBITDA	923	1546	1199	1551	1810
EPS（元）	1.02	1.60	1.11	1.64	1.97

主要财务比率

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	6.1%	42.0%	-4.4%	12.2%	15.3%
营业利润	-8.0%	50.9%	-30.5%	48.7%	21.1%
归属于母公司净利润	-9.5%	57.2%	-30.9%	47.8%	20.4%
获利能力					
毛利率(%)	8.0%	9.8%	8.7%	9.2%	9.3%
净利率(%)	2.1%	2.3%	1.7%	2.2%	2.3%
ROE(%)	15.0%	19.3%	12.1%	15.2%	15.7%
ROIC(%)	6.7%	12.7%	7.8%	10.0%	11.2%
偿债能力					
资产负债率(%)	80.3%	79.7%	78.0%	74.5%	70.6%
净负债比率(%)	48.7%	38.2%	45.4%	45.3%	44.1%
流动比率	1.20	1.10	1.12	1.17	1.23
速动比率	0.93	0.61	0.68	0.72	0.81
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.6	1.4	1.5	1.7
应收账款周转率	20.3	19.5	18.1	18.8	16.2
应付账款周转率	12.9	10.2	8.9	12.4	13.2
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.02	1.60	1.11	1.64	1.97
每股经营现金流(最新摊薄)	0.79	0.74	1.23	1.26	2.93
每股净资产(最新摊薄)	6.81	8.31	9.17	10.75	12.53
估值比率					
P/E	15.3	9.7	14.0	9.5	7.9
P/B	2.3	1.9	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	10.0	6.0	7.7	5.9	5.1

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：

强烈推荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

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）

回　　避 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

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。客户并不能尽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 2011 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 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257