证券研究报告—动态报告

汽车汽配

汽车

中国重汽(000951)

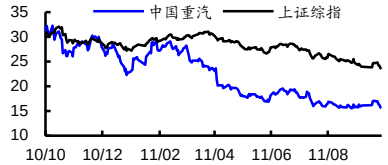
2011 年三季报点评

谨慎推荐

（维持评级）

2011 年 10 月 24 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本（百万股）	419.4/419.4
总市值（百万元）	6,530.5/6,530.5
沪深 300/深圳成指	2,317.28/9,697.21
12 个月最高/最低（元）	32.25/15.55

相关研究报告:

《中国重汽-000951-大幅计提坏账导致业绩低于预期》——2011-3-27

《中国重汽 09 年 3 季报点评: 市场份额受到蚕食》——2009-10-29

《中国重汽中报点评: 2Q09 业绩大幅上升》——2009-8-25

《中国重汽: 中国重汽与 MAN 携手 长期竞争力提升》——2009-7-17

证券分析师: 左涛

电话: 021-60933164

E-mail: zuotao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120011

季报点评

销量平淡 坏账冲回增厚盈利

●3Q11 业绩略低于预期

2011 年前三季度，公司实现净利 3.82 亿元，同比下滑 46.1%，对应 EPS 0.91 元; 3Q 单季实现收入 46.5 亿元、净利 7962 万元、同比分别下滑 24.8%、49.3%，折合 EPS 0.19 元，业绩略低于预期，主要原因是重卡销量表现平淡。

●销量表现平淡，坏账准备冲回增厚业绩

销量表现平淡: 3Q11 公司销售重卡 18297 辆，环比、同比分别下滑 50.0%、23.1%，同比下滑幅度超越重卡行业（YoY -17.5%），市场份额有所下滑。主要原因是 3 季度重卡行业整体低迷，公司优势产品工程车表现较物流车更差。

坏账准备冲回: 桥箱公司在伪造金融票证案涉案存款 5 亿元收回，3Q11 公司资产减值准备转回 1.02 亿元，增厚当期盈利。

●整车盈利能力有所下滑

本部重卡整车业务、持股 51%的桥箱厂是公司主要盈利来源。1-3Q11，整车业务单季分别贡献净利 5700、6900、800 万元，单车净利分别为 2260、1880、450 元，整车业务盈利贡献度在降低，盈利能力处于历史较低水平且逐季下滑。

●重卡行业有望逐步恢复，公司竞争优势仍在

重卡行业有望逐步恢复: 重卡销量低迷但已企稳，去库存接近尾声，需求环境逐步向好，政策刺激将逐步向批发量传递，重卡行业销量、盈利有望逐步恢复;

公司竞争优势仍在: 未来重卡排放、轻量化方面技术升级是大势所趋，进入“由量到质”的提升阶段，公司与曼的全面合作将带来先发竞争优势。

●风险提示

重卡行业恢复时间、力度低于预期，原材料价格波动影响盈利。

●维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2011-13 年净利分别为 4.78、6.68、7.78 亿元，对应 EPS 1.14（13.7x）、1.59（9.8x）、1.86（8.4x）元，维持对公司“谨慎推荐”的投资评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	20,361	28,904	26,418	29,113	31,878
(+/-%)	*6.1%*	*42.0%*	*-8.6%*	*10.2%*	*9.5%*
净利润(百万元)	428	673	478	668	778
(+/-%)	*-9.5%*	*57.2%*	*-29.0%*	*39.9%*	*16.5%*
每股收益（元）	1.02	1.60	1.14	1.59	1.86
EBIT Margin	4.2%	4.6%	3.5%	4.2%	4.4%
净资产收益率（ROE）	15.0%	19.3%	12.5%	15.6%	16.1%
市盈率（PE）	15.3	9.7	13.7	9.8	8.4
EV/E ITDA	12.4	6.7	17.2	13.1	11.3
市净率（PB）	2.3	1.9	1.71	1.52	1.35

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	3830	4500	4500	4500
应收款项	4858	3981	4387	4804
存货净额	7442	6032	5736	5484
其他流动资产	516	528	582	638
流动资产合计	**16647**	**15042**	**15205**	**15425**
固定资产	2309	2557	2774	2930
无形资产及其他	465	446	427	409
投资性房地产	284	284	284	284
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**19705**	**18329**	**18690**	**19047**
短期借款及交易性金融负债	5997	6479	5571	4497
应付款项	6521	5246	5736	6267
其他流动负债	2556	1766	1930	2109
流动负债合计	**15074**	**13490**	**13237**	**12873**
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)
其他长期负债	633	633	633	633
长期负债合计	**633**	**403**	**403**	**403**
负债合计	**15707**	**13893**	**13640**	**13276**
少数股东权益	512	615	761	938
股东权益	3486	3821	4289	4833
负债和股东权益总计	**19705**	**18329**	**18690**	**19047**

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.60	1.14	1.59	1.86
每股红利	2.22	0.34	0.48	0.56
每股净资产	8.31	9.11	10.22	11.52
ROIC	13%	7%	10%	11%
ROE	19%	13%	16%	16%
毛利率	10%	8%	9%	9%
EBIT Margin	5%	3%	4%	4%
EBITDA Margin	6%	5%	5%	6%
收入增长	42%	-9%	10%	10%
净利润增长率	57%	-29%	40%	16%
资产负债率	82%	79%	77%	75%
息率	14.3%	2.2%	3.1%	3.6%
P/E	9.7	13.7	9.8	8.4
P/B	1.9	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	12.8	17.2	13.1	11.3

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	**28904**	**26418**	**29113**	**31878**
营业成本	26066	24186	26458	28911
营业税金及附加	3	3	3	3
销售费用	1009	898	961	1068
管理费用	399	415	455	481
财务费用	198	165	139	94
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(191)	20	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	1038	772	1097	1322
营业外净收支	29	0	0	0
利润总额	**1067**	**772**	**1097**	**1322**
所得税费用	190	147	219	291
少数股东损益	204	147	210	252
归属于母公司净利润	**673**	**478**	**668**	**778**

现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	**673**	**478**	**668**	**778**
资产减值准备	204	27	14	13
折旧摊销	310	274	308	340
公允价值变动损失	191	(20)	0	0
财务费用	198	165	139	94
营运资本变动	(3165)	236	504	503
其它	(283)	77	133	164
经营活动现金流	**(2070)**	**1071**	**1628**	**1798**
资本开支	(383)	(510)	(520)	(490)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(383)**	**(510)**	**(520)**	**(490)**
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(1260)	(230)	0	0
支付股利、利息	(933)	(143)	(200)	(234)
其它融资现金流	3830	482	(907)	(1074)
融资活动现金流	**(555)**	**109**	**(1108)**	**(1308)**
现金净变动	**(3008)**	**670**	**0**	**0**
货币资金的期初余额	6838	3830	4500	4500
货币资金的期末余额	3830	4500	4500	4500
企业自由现金流	(2066)	743	1282	1457
权益自由现金流	504	861	263	309

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10％之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观
周炳林 0755-82130638
林松立 010-66026312
崔 嵘 021-60933159

固定收益
李怀定 021-60933152
侯慧娣 021-60875161
张 旭 010-66026340

策略
黄学军 021-60933142
林丽梅 021-60933157

技术分析
闫 莉 010-88005316

交通运输
郑 武 0755- 82130422
陈建生 0755- 82133766
岳 鑫 0755- 82130432
周 俊 0755-82130833-6215
糜怀清 021-60933167

银行
邱志承 021- 60875167
黄 飙 0755-82133476

房地产
方 焱 0755-82130648
区瑞明 0755-82130678
黄道立 0755- 82133397

商业贸易
孙菲菲 0755-82130722
祝 彬 021-60933156
常 伟

汽车及零配件
左 涛 021-60933164

钢铁及新材料
郑 东 010- 66025270
秦 波 010-66026317
郭 莹 010-88005303

机械
郑 武 0755- 82130422
陈 玲 0755-82130646
杨 森 0755-82133343
后立尧 010-88005327

基础化工
刘旭明 010-66025272
张栋梁 0755-82130532
罗 洋 0755-82150633
吴琳琳 0755-82130833-1867
梁 丹 0755- 82134323

医药
贺平鸽 0755-82133396
丁 丹 0755- 82139908
杜佐远 0755-82130473
胡博新 0755-82133263
刘 勍 0755-82130833-1845

电力设备与新能源
杨敬梅 021-60933160
张 弢 010-88005311

传媒
陈财茂 010-88005322
刘 明 010-88005319

有色金属
彭 波 0755-82133909
龙 飞

电力与公用事业
谢达成 021-60933161

非银行金融
邵子钦 0755- 82130468
田 良 0755-82130513
童成敦 0755-82130513

通信
严 平 021-60875165
唐俊杰 021-60875160

造纸
李世新 0755-82130565
邵 达 0755-82130706

家电
王念春 0755-82130407
朱少凌 0755-82130646

计算机
段迎晟 0755- 82130761
欧阳仕华 0755-82151833

电子元器件
段迎晟 0755- 82130761
高耀华 010-88005321
熊 丹 0755-82133528

纺织服装
方军平 021-60933158

农业
张 如 021-60933151

建材
郑 东 010- 66025270
马 彦 010-88005304

旅游
曾 光 0755-82150809
钟 潇 0755-82132098

食品饮料
黄 茂 0755-82138922

建筑
邱 波 0755-82133390
刘 萍 0755-82130678

新兴产业
陈 健 010-66022025
李筱筠 010-66026326
孙 伟 010- 66026320

研究支持
沈 瑞 0755-82132998
余 辉 0755-82130741
王越明 0755-82130478

数量化投资产品
焦 健 0755-82133928
阳 璀 0755-82133538
周 琦 0755-82133568
邓 岳 0755- 82150533

基金评价与研究
杨 涛 0755-82133339
康 亢 010-66026337
刘舒宇 0755-82133568
李 腾 0755-82130833-6223
刘 洋 0755-82150566
潘小果 0755-82130843
蔡乐祥 0755-82130833-1368
钱 晶 0755-82130833-1367

量化投资策略
葛新元 0755-82133332
董艺婷 021-60933155
郑 云 021-60875163
毛 甜 021-60933154
李荣兴 021-60933165
郑亚斌

量化交易策略与技术
戴 军 0755-82133129
黄志文 0755-82133928
彭甘霖 0755-82133259

数据与系统支持
赵斯尘 021-60875174
徐左乾 0755-82133090
李扬之 0755-82136165

秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦　敏	0755-82130833-3772	袁　剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏　宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	林　莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
焦　戬	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑　毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘　塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘　墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@ guosen.com.cn
原　祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐　冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑　灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn