

# 中国重汽 (000951)

## 库存和成本压力依旧

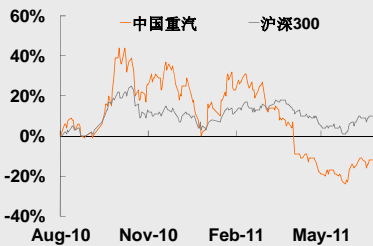
**中性 (维持)**

**现价: 16.80 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)	8.78
资产负债率(%)	81.7

### 行情走势图



### 相关研究报告

- 1、销售增长VS库存与成本压力 (2010.5.24)
- 2、盈利水平逐渐恢复 (2010.3.27)

### 证券分析师

余兵	S1060511010004 021-33830530 yubing006@pingan.com.cn
王德安	S1060511010006 021-33830392 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 年中报: 实现营业收入 160.9 亿元, 同比减少 2.8%; 净利润 3.0 亿元, 同比减少 45.2%; 每股收益 0.72 元; 每股净资产 8.78 元。

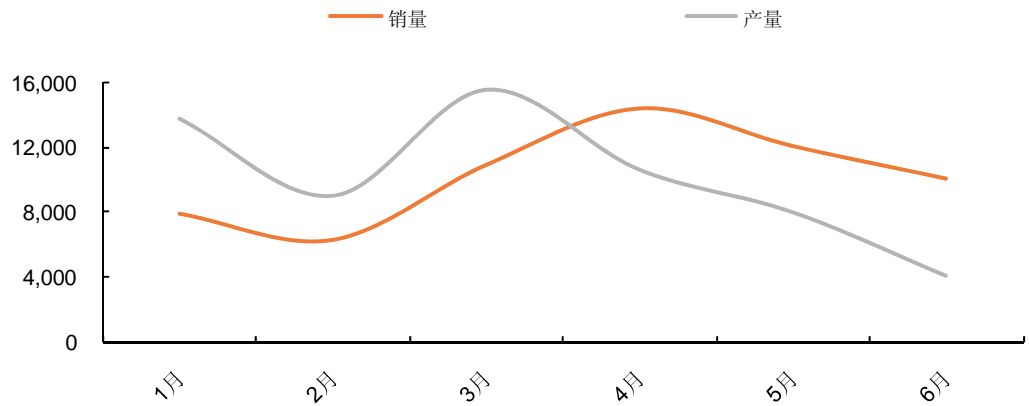
### 平安观点:

- **销量未下滑, 主要得益于公司优势产品下滑幅度小。**1H11 重卡整车行业销量增长 25%左右, 重卡底盘行业下滑较少 (-5%), 半挂牵引车下滑幅度较大 (30%以上)。而公司优势产品为重卡整车和重卡底盘, 因此其销量较 1H10 还有近 1%的增长。
- **库存仍处于高位。**公司年中存货较 1Q11 有了较大的减少, 但我们测算公司库存车辆仍高达 3 万辆左右, 未来去库存压力依然存在。2Q11 公司实施控产计划, 产量同比减少。上半年公司销量增长约 1%, 产量下降 21.7%。
- **成本压力依旧, 毛利率继续下滑。**2Q11 产品综合均价 25.1 万元, 同比、环比分别下降 2.0 万元、2.4 万元。2Q11 毛利率同比下滑 2.9 个百分点, 环比继续下滑 1.2 个百分点。毛利率下滑主要是因轮胎等材料价格上涨, 而这部分增加成本未能有效转嫁, 同时 2Q11 产量下滑导致单车固定成本摊销上升。此外, 我们推测公司促销力度加大、将返利从销售费用中重分类到主营业务收入, 也是毛利率下降的重要原因。
- **2Q11 费用率大幅下降, 预计未来将会回升。**2Q11 公司销售费用率和管理费用率均有大幅下滑, 我们估计 2Q11 销售费用率下降是因返利从销售费用中重分类到主营业务收入; 管理费用可能计提水平较低, 预计在三、四季度会回升。
- **公司经营压力释放需要行业恢复稳定增长。**由于前期重卡销量快速增长带来的运力过剩和下游运价长期低位运行, 导致上半年重卡市场需求不振。预计随着保障房建设和水利建设投资力度加大, 4Q11 重卡行业有望出现复苏, 行业增长有助于降低公司经营压力。

	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
P/E(倍)	16.5	10.5	15.2	10.3	8.5

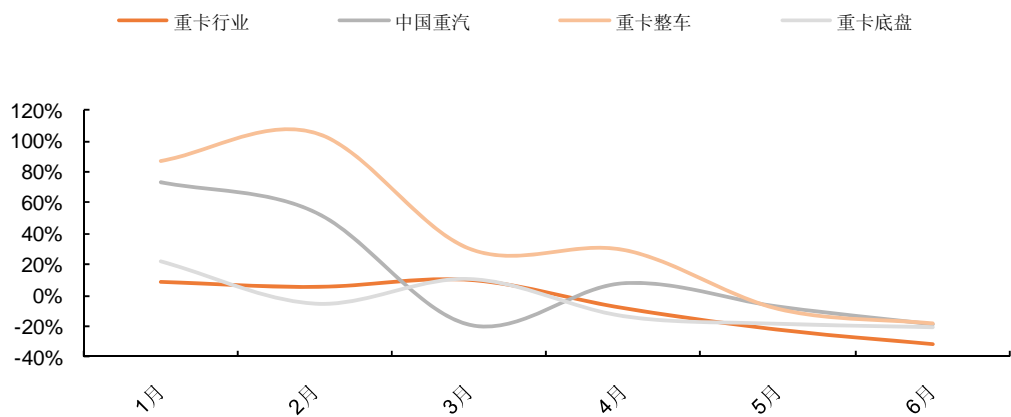
- **盈利预测及投资评级。**考虑到公司成本和库存压力依旧，我们适当调低公司盈利预测。预计 2011-2013 年每股收益分别为 1.11、1.64、1.97 元。维持“中性”投资评级。
- **风险提示：** 库存压力大；原材料和人工成本继续上升；行业复苏低于预期。

**图表1 2011年1-6月份中国重汽产销量 单位：辆**



资料来源：公司公告

**图表2 2011年1-6月份中国重汽、重卡行业和重卡底盘销量单月同比增幅**



资料来源：公司公告、汽车工业协会

图表3 中国重汽单季度业绩 单位：万元

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	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	-12.9%	33.2%
营业成本	539,398	936,315	552,621	578,305	624,175	842,762	-10.0%	35.0%
净利润	17,356	37,888	15,717	-3,692	9,348	20,936	-44.7%	124.0%
EPS (元)	0.414	0.903	0.375	-0.09	0.223	0.499	-44.7%	124.0%
							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%	-2.94	-1.22
销售费用率	3.56%	3.90%	2.80%	3.42%	3.42%	1.98%	-1.92	-1.44
管理费用率	1.46%	1.37%	2.99%	-0.29%	2.17%	0.33%	-1.04	-1.85
财务费用率	0.63%	0.43%	1.13%	0.73%	0.87%	0.99%	0.56	0.11
三项费用率	5.65%	5.69%	6.92%	3.85%	6.46%	3.29%	-2.40	-3.17
净利率	2.89%	3.59%	2.54%	-0.60%	1.35%	2.28%	-1.31	0.92

资料来源：公司公告

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	13426	16647	17297	17717	18148	<b>营业收入</b>	20361	28904	27622	31001	35740
现金	6838	3830	4833	4499	4610	营业成本	18723	26066	25222	28160	32407
应收账款	1273	1638	1359	1892	2463	营业税金及附加	0	3	2	3	3
其他应收款	42	433	414	465	536	营业费用	627	1009	967	1023	1215
预付账款	454	503	605	732	843	管理费用	281	399	389	446	518
存货	2973	7442	6756	6705	6109	财务费用	56	198	235	203	199
其他流动资产	1846	2801	3328	3424	3588	资产减值损失	-13	191	86	93	100
<b>非流动资产</b>	2636	3058	3165	3440	3585	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	2013	2175	2217	2338	2431	<b>营业利润</b>	688	1038	721	1072	1298
无形资产	350	465	572	676	781	营业外收入	26	37	33	35	34
其他非流动资产	274	418	376	426	373	营业外支出	10	8	9	9	9
<b>资产总计</b>	16063	19705	20461	21157	21733	<b>利润总额</b>	704	1067	746	1098	1324
<b>流动负债</b>	11198	15074	15386	15182	14760	所得税	126	190	133	196	236
短期借款	4979	4537	6263	5993	5676	<b>净利润</b>	578	876	613	902	1087
应付账款	1572	3524	2144	2394	2528	少数股东损益	150	204	148	215	260
其他流动负债	4647	7013	6979	6795	6556	<b>归属母公司净利润</b>	428	673	465	687	827
<b>非流动负债</b>	1702	633	569	590	583	EBITDA	923	1546	1199	1551	1810
长期借款	1260	0	0	0	0	EPS (元)	1.02	1.60	1.11	1.64	1.97
其他非流动负债	442	633	569	590	583						
<b>负债合计</b>	12899	15707	15955	15773	15343	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	308	512	659	875	1135	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
股本	419	419	419	419	419	<b>成长能力</b>					
资本公积	684	684	684	684	684	营业收入	6.1%	42.0%	-4.4%	12.2%	15.3%
留存收益	1752	2383	2743	3407	4151	营业利润	-8.0%	50.9%	-30.5%	48.7%	21.1%
归属母公司股东权益	2856	3486	3846	4510	5255	归属于母公司净利润	-9.5%	57.2%	-30.9%	47.8%	20.4%
<b>负债和股东权益</b>	16063	19705	20461	21157	21733	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	8.0%	9.8%	8.7%	9.2%	9.3%
<b>现金流量表</b>						净利率(%)	2.1%	2.3%	1.7%	2.2%	2.3%
						ROE(%)	15.0%	19.3%	12.1%	15.2%	15.7%
单位:百万元						ROIC(%)	6.7%	12.7%	7.8%	10.0%	11.2%
<b>会计年度</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>偿债能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	330	309	516	530	1229	资产负债率(%)	80.3%	79.7%	78.0%	74.5%	70.6%
净利润	578	876	613	902	1087	净负债比率(%)	48.7%	38.2%	45.4%	45.3%	44.1%
折旧摊销	180	310	243	275	313	流动比率	1.20	1.10	1.12	1.17	1.23
财务费用	56	198	235	203	199	速动比率	0.93	0.61	0.68	0.72	0.81
投资损失	0	0	0	0	0	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	-589	-1109	-633	-846	-399	总资产周转率	1.5	1.6	1.4	1.5	1.7
其他经营现金流	105	33	59	-5	29	应收账款周转率	20.3	19.5	18.1	18.8	16.2
<b>投资活动现金流</b>	-204	-443	-427	-526	-466	应付账款周转率	12.9	10.2	8.9	12.4	13.2
资本支出	517	491	304	405	345	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.02	1.60	1.11	1.64	1.97
其他投资现金流	313	48	-123	-121	-121	每股经营现金流(最新摊薄)	0.79	0.74	1.23	1.26	2.93
<b>筹资活动现金流</b>	980	-1215	914	-339	-651	每股净资产(最新摊薄)	6.81	8.31	9.17	10.75	12.53
短期借款	1340	-442	1727	-270	-317	<b>估值比率</b>					
长期借款	1220	-1260	0	0	0	P/E	16.5	10.5	15.2	10.3	8.5
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	2.5	2.0	1.8	1.6	1.3
资本公积增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	10.5	6.3	8.1	6.3	5.4
其他筹资现金流	-1580	487	-813	-68	-334						
<b>现金净增加额</b>	1106	-1349	1003	-334	111						

## 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  $\pm 10\%$ 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  $\pm 5\%$ 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：

此报告旨在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 PINGAN

## 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