



销量筑底、品质提升， 价值回归可期

——中国重汽（000951）调研快报

2012年7月31日

强烈推荐/维持

中国重汽

调研快报

王明德 执业证书编号：S1480511100001
张洪磊 zhanghl@dxzq.net.cn 010-66554014

事件：

我于7月27日调研了中国重汽，与公司管理人员进行了交流。

1. 公司学习国外先进经验，重点提升产品、服务品质以提升盈利能力。

目前国外知名品牌的重卡产品在不出现交通事故的情况下很少需要维修，而且一旦需要维修都会享受到制造企业的拖车、检测和维修等全方位高品质服务，因而也保持了较高的产品毛利率，毛利率一般在15-20%，个别甚至超过20%，比国产重卡毛利率高一倍左右。在国内重卡销量增长空间相对有限的情况下，如何提升毛利率就成为关键问题，公司已经把提升产品、服务品质并借此提升利润率作为战略目标，借助集团的大平台公司积极向包括MAN在内的国际企业学习先进管理、技术和服务经验，并继续加强网络建设，目前公司网络已经覆盖了江北和西南（除西藏外）的绝大部分区域并仍在积极扩展，售后服务的能力不断加强。

2. 出口销量稳定增长、LNG重卡销量快速增长促使市占率小幅提升。

公司4月份之后销量出现逐月反弹，与往年重卡月销量走势相反，并且上半年公司市场占有率小幅提升0.2个百分点，主要是公司出口销量稳定增长和LNG重卡销量快速增长。今年上半年实现出口已经超过1万辆，预计全年可保持稳定增长。同时公司也在积极推动LNG重卡的销售，上半年LNG重卡销量已达2,000辆左右，超过了去年全年的销量，预计全年销量将超过4,000辆。

3. 集团与德国MAN（曼）的合作将提升公司的综合竞争力。

集团与MAN公司的合作一方面引进了先进发动机，将提升公司的产品品质。根据中国重汽集团与德国MAN的合作协议，重汽集团将引入MAN的D08、D20和D26三款发动机，并且这几款发动机与同档次国内发动机相比价格差别不大，目前的进口价格大约贵3万元，而集团公司已经做好了国产化的准备，未来一旦国产化价格将与国内发动机十分接近。目前相关整车产品正处于实验验证阶段，预计未来一年内将陆续有相关产品上市，将提升公司产品的竞争力。另一方面，公司引进了先进的管理理念和技术装备，提升了公司的管理和技术水平。目前国内重卡的生产工艺与国外差距较大，MAN帮助公司培训员工，引进自动化生产设备，优化生产组织管理，提升了公司的综合竞争力。

4. 公司已价值被低估迹象。

公司目前的市净率只有1.2，市销率更是已经不足0.2，并且公司市值与新建20万产能重卡工厂的投资额相当，加上公司的品牌价值和遍布全国的市场渠道，公司价值应远大于当前市值。

结论:

短期来看，公司重卡销量已经开始触底反弹，并且在国家稳增长经济背景下，工程类重卡销量有望稳步回升。中长期来看，随着集团与德国 MAN 合作的不断深入，公司的综合竞争力将不断加强，市场份额有望持续增长。预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.78、1.13 和 1.50 元，对应 PE 分别为 14、10 和 7 倍，维持公司“强烈推荐”的评级。

表：盈利预测及相关指标

利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	28,903.80	26,058.56	24,182.25	29,903.20	36,197.11
营业收入增长率	41.96%	-9.84%	-7.20%	23.66%	21.05%
营业成本	26,066.39	23,889.56	22,184.80	27,406.28	33,160.17
营业费用	1,009.05	705.53	616.65	756.55	901.31
管理费用	398.70	382.61	333.72	403.69	470.56
财务费用	197.81	335.56	374.82	423.55	487.08
资产减值损失	190.68	-8.46	10.58	13.22	16.53
营业利润	1,037.83	700.73	613.33	840.09	1,089.06
EBITDA	1545.64	1310.29	1217.08	1482.87	1819.10
归属母公司净利润	672.69	362.36	328.15	472.95	627.95
净利润增长率	57.21%	-46.13%	-9.44%	44.12%	32.77%
EPS (元)	1.60	0.86	0.78	1.13	1.50
资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	3,830.27	4,028.55	4,352.81	5,233.06	5,610.55
应收账款	1,637.64	1,427.78	1,457.56	1,556.60	1,785.06
预付款项	502.68	235.07	257.25	284.66	317.82
存货	7,442.08	4,771.39	4,923.20	5,256.00	5,723.54
非流动资产	3,057.58	3,149.64	2,891.55	2,851.87	2,740.31
资产总计	19,704.57	18,740.03	18,937.08	20,611.56	22,251.86
应付账款	3,524.36	2,295.06	2,005.75	2,027.31	2,271.24
预收款项	1,845.63	1,148.80	1,209.26	1,284.01	1,374.51
流动负债	15,073.59	12,136.15	11,909.14	12,812.99	13,960.98
非流动负债	633.01	2,324.36	2,327.81	2,361.94	2,347.52
少数股东权益	511.51	535.56	726.46	955.55	1,230.46
母公司股东权益	3,486.46	3,743.96	3,973.67	4,481.09	4,712.90
ROIC	19.47%	10.95%	9.84%	11.28%	12.78%
现金流量表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	876.42	562.81	519.06	702.04	902.86
折旧摊销	310.15	274.11	241.02	219.22	242.97
经营活动产生现金流	308.51	337.93	518.04	708.27	896.97
投资活动产生现金流	-442.78	-334.02	-160.58	-213.22	-166.53
融资活动产生现金流	-1214.79	288.88	-33.21	385.21	-352.95
现金净增 (减)	-1,349.07	292.79	324.25	880.26	377.49

资料来源：东兴证券

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

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。

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。