

商用载货车

陈光明

0755-82026708

chengguangming@cjis.cn

中国重汽

000951

推荐

业绩基本符合预期，维持“推荐”评级

中国重汽 2009 年实现收入 203.6 亿元，同比增长 6.1%，实现净利润约 4.3 亿元，同比下滑 9.5%，每股收益 1.02 元，分配预案为每 10 股派现金 1 元（含税）。

投资要点：

- **2009 年公司重卡销售 8 万辆，增长 1.7%，符合我们此前预测。**2009 年重卡市场虽然出口有所下滑，但在国内强劲的固定资产投资推动下，整体表现不错，全年销量增速超过 17%。重汽股份公司 09 年的销售增速低于行业，主要原因为 09 年下半年起重卡市场整体销售结构发生改变，牵引车比重提升，这块占比较高的一汽、东风市场份额有所提高，在自卸车领域具有明显优势的重汽股份公司份额有所下降。
- **09 年钢价低位运行，毛利率有所回升，2010 年压力加大。**09 年在钢价下跌及公司零部件采购成本有效控制等基础上，公司产品毛利率在前 3 个季度均能保持在 9-10%的水平，但 3 季度钢价的那一波上涨给公司 4 季度成本带来较大压力，4 季度公司产品毛利率显著回落（回落幅度超出预期），得益于三项费用的大幅降低，4 季度盈利相对稳定。2010 年，国内钢价在铁矿石成本推动下的上涨几乎是确定无疑的，重汽的成本压力也将明显加大，我们预计钢价上涨 15%将导致公司毛利率下降 2 个百分点左右，但存货以及钢材的采购周期使得 1、2 季度所受的影响较小。
- **2010 年重卡行业增长趋势向好。**在国内投资维持高位、物流业复苏以及出口市场进一步好转的推动下，重卡行业增长趋势向好，今年 1-2 月，国内重卡销售近 15 万辆，而上年同期仅为 4 万辆。我们估计今年重卡有望销售 75 万辆，增长 15%以上。公司在年报中披露的 2010 年经营目标为销售 8.3 万辆，实现收入 210 亿元，我们认为公司销量有望超过 9 万辆，实现收入超过 230 亿元。
- **维持“推荐”评级。**预测中国重汽 2010-2012 年每股收益分别为 1.34 元、1.60 元和 1.90 元，未来三年业绩复合增长约 20%。重卡是我国具有全球比较优势的行业，公司是国内重卡市场龙头，与曼的合作将进一步巩固公司重卡行业领导地位同时提升其海外市场的开拓能力，给予公司 6-12 个月目标价 32 元，对应 2011 年 20 倍 P/E，维持“推荐”评级。

6-12 个月目标价： 32.00 元

当前股价： 28.04 元

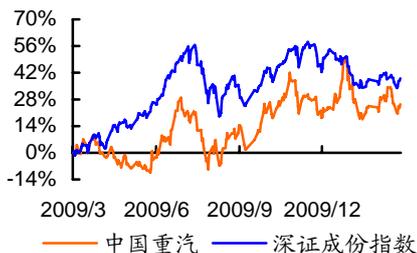
评级调整： 维持

基本资料

深证成份指数	12352
总股本(百万)	419
流通股本(百万)	258
流通市值(亿)	72
EPS (09 年)	1.02
每股净资产 (元)	6.95
资产负债率	75.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国重汽	2.45	7.15	10.83
深证成份指数	1.14	-2.33	4.56



相关报告

- 《中国重汽-销售费用率下降、单车盈利提升》2009-10-30
- 《中国重汽-静待从“量”到“利”的转变》2009-8-25
- 《中国重汽-市场领先地位将进一步巩固》2009-7-15

主要财务指标

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入	20361	23732	26615	30576
同比(%)	6%	17%	12%	15%
净利润	428	560	670	797
同比(%)	-10%	31%	20%	19%
毛利率(%)	8.0%	8.4%	8.6%	8.7%
ROE(%)	15.0%	16.6%	16.8%	16.9%
每股收益(元)	1.02	1.34	1.60	1.90
P/E	19.12	20.99	17.54	14.75
P/B	3.54	3.49	2.95	2.49
EV/EBITDA	12	10	8	7

图表 1: 中国重汽季度财务数据 (单位: 万元)

	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2009	同比 (%)
营业收入	470,950	825,369	415,955	207,035	404,707	689,817	470,423	471,110	2,036,057	6.1
营业成本	420,286	747,517	388,649	197,308	363,691	626,935	426,697	454,929	1,872,252	6.8
毛利	50,663	77,853	27,306	9,727	41,016	62,882	43,726	16,181	163,805	-1.1
销售费用	13,332	23,883	13,439	2,204	20,422	23,314	14,571	4,400	62,707	18.6
管理费用	7,196	10,807	5,003	8,315	4,931	9,936	11,545	1,668	28,080	-10.3
财务费用	2,063	-40	-65	462	1,716	2,821	79	969	5,585	130.8
资产减值损失	-945	-1,701	0	6,827	-670	-497		-182	-1,349	-132.3
利润总额	29,036	44,843	9,238	-5,795	14,773	27,261	17,960	10,374	70,368	-9.0
所得税	7,737	9,635	2,566	-4,494	3,755	4,440	2,619	1,788	12,602	-18.4
少数股东损益	5,869	6,250	2,023	449	5,396	7,215	4,358	-1,992	14,977	2.6
净利润	15,430	28,957	4,650	-1,750	5,622	15,607	10,982	10,579	42,790	-9.5
EPS (元)	0.37	0.69	0.11	-0.04	0.13	0.38	0.26	0.25	1.02	-9.5
毛利率 (%)	10.8	9.4	6.6	4.7	10.1	9.1	9.3	3.4	8.0	
销售费用率 (%)	2.8	2.9	3.2	1.1	5.0	3.4	3.1	0.9	3.1	
管理费用率 (%)	1.5	1.3	1.2	4.0	1.2	1.4	2.5	0.4	1.4	
财务费用率 (%)	0.4	0.0	0.0	0.2	0.4	0.4	0.0	0.2	0.3	
所得税率 (%)	26.6	21.5	27.8	77.5	25.4	16.3	14.6	17.2	17.9	

资料来源: 公司财务报告, 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	13426	13487	15673	18180	营业收入	20361	23732	26615	30576
现金	6838	6460	7681	8952	营业成本	18723	21730	24317	27905
应收账款	1273	1144	1351	1585	营业税金及附加	0	0	0	0
其它应收款	42	43	47	56	营业费用	627	712	798	917
预付账款	454	557	642	720	管理费用	281	332	373	428
存货	2973	3429	3789	4380	财务费用	56	55	46	40
其他	1846	1855	2162	2487	资产减值损失	-13	0	0	0
非流动资产	2636	2972	3196	3329	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	2013	2460	2750	2902	营业利润	688	904	1081	1286
无形资产	350	397	458	524	营业外收入	26	0	0	0
其他	274	115	-12	-98	营业外支出	10	0	0	0
资产总计	16063	16460	18869	21509	利润总额	704	904	1081	1286
流动负债	11198	10590	11576	12564	所得税	126	163	195	231
短期借款	4979	3981	4256	4285	净利润	578	741	887	1054
应付账款	1572	1783	1988	2294	少数股东损益	150	181	216	257
其他	4647	4826	5331	5984	归属母公司净利润	428	560	670	797
非流动负债	1702	22	34	58	EBITDA	923	1155	1368	1603
长期借款	1260	0	0	0	EPS (元)	1.02	1.34	1.60	1.90
其他	442	22	34	58					
负债合计	12899	12597	14172	15826					
少数股东权益	308	489	705	962	主要财务比率				
股本	419	419	419	419	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
资本公积	684	684	684	684	成长能力				
留存收益	1752	2271	2889	3618	营业收入	6.1%	16.6%	12.1%	14.9%
归属母公司股东权益	2856	3374	3992	4721	营业利润	-8.0%	31.4%	19.7%	18.9%
负债和股东权益	16063	16460	18869	21509	净利润	-9.5%	30.9%	19.7%	18.9%
					获利能力				
					毛利率	8.0%	8.4%	8.6%	8.7%
					净利率	2.1%	2.4%	2.5%	2.6%
					ROE	15.0%	16.6%	16.8%	16.9%
					ROIC	21.8%	24.8%	25.9%	27.9%
					偿债能力				
					资产负债率	80.3%	76.5%	75.1%	73.6%
					净负债比率				
					流动比率	1.20	1.27	1.35	1.45
					速动比率	0.93	0.95	1.02	1.09
					营运能力				
					总资产周转率	1.46	1.46	1.51	1.51
					应收账款周转率	20.3	19.1	20.6	20.2
					应付账款周转率	12.86	12.95	12.90	13.03
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.02	1.34	1.60	1.90
					每股经营现金流	0.79	3.96	2.48	2.68
					每股净资产	6.81	8.04	9.52	11.26
					估值比率				
					P/E	6.73	20.99	17.54	14.75
					P/B	3.54	3.49	2.95	2.49
					EV/EBITDA	12	10	8	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

陈光明, 中投证券研究所汽车行业分析师, 管理学硕士, 4 年行业经历, 5 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 上海汽车、长安汽车、一汽轿车、宇通客车、金龙汽车、江铃汽车、江淮汽车、潍柴动力、中国重汽、威孚高科等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434