

## 四季度费用率下降显著

## 谨慎推荐

分析师：李丹 邮箱：[lidan@chinastock.com.cn](mailto:lidan@chinastock.com.cn) 电话：010-66568293 执业证书编号：S0130108023471

### 1. 事件

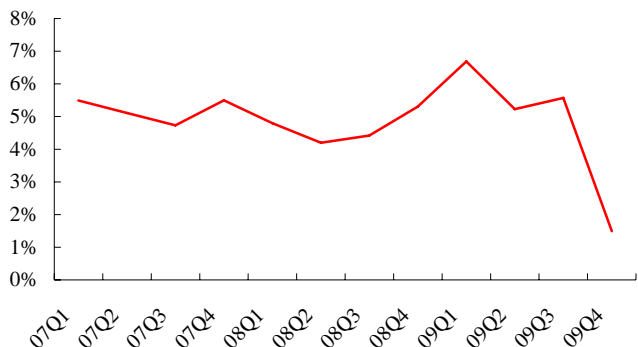
今日，中国重汽发布2009年业绩报告。09年公司实现营业收入203.6亿元，较2008年增长6.08%，归属母公司所有者净利润4.28亿元，同比下降9.51%，基本每股收益1.02元。

### 2. 我们的分析与判断

#### 四季度三项费用率大幅下降

2009年公司由于销售政策的问题，出现销售费用率偏高的问题，然而市场普遍担忧的费用率居高问题在四季度得到了根本扭转，公司销售费用率由一季度时的5.05%下降至四季度单季的0.93%，此外，管理费用率也较二、三季度显著下降。

图1：公司单季三项费用率变动情况

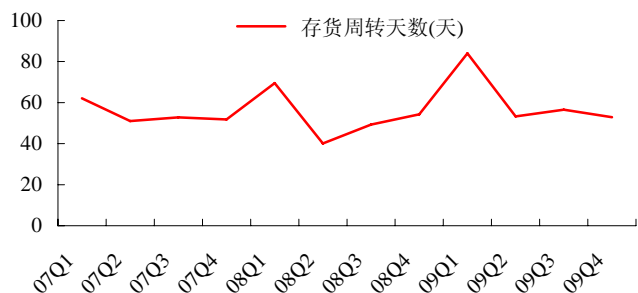


资料来源：中国银河证券研究所

#### 消化库存导致09年毛利率偏低，盈利能力未能恢复至最佳

由于2008年下半年至09年初的低迷，公司从原材料、在产品至产成品的库存都较高，也就是说在2009年公司存在消化2008年高成本原材料的问题，这导致了公司2009年全年的盈利能力相对重卡行业龙头公司较弱。

图2：公司单季库存变化

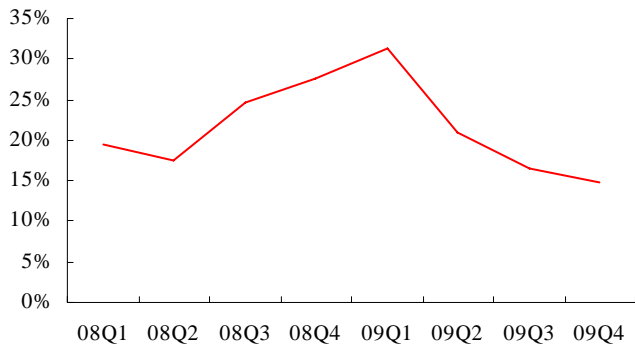


资料来源：中国银河证券研究所

**2010 年改善空间来自市场份额的提升、三项费用率保持低位**

2009年二季度后，重卡行业经历了快速而持续的恢复，重卡行业2-4季度销量同比增长42.5%，而中国重汽集团销量仅增长17.7%，大幅低于行业增速，集团的市场份额由2008年的20.54%，下降至2-4季度的17.4%，出现了显著下滑。应当说这与市场流传的EGR问题不无关系。从逻辑上讲，这一问题在2010年若得到根本解决，公司市场份额应当触底反弹，恢复至正常水平。

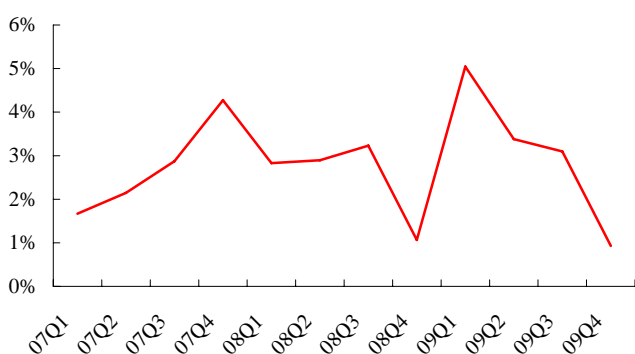
**图 3：2009 年中国重汽市场份额经历了显著下降**



资料来源：中国银河证券研究所

此外，公司 2009 年公司前三季度出现销售费用率显著偏高的问题。我们认为公司 2009 年执行了过于保守的销售政策，2010 年销售政策整体导向将朝着有利于公司的方向发展。我们认为公司的销售政策按照销售对象的不同可以分成两大类。由于公司工程用车的占比较高，而这部分用车基本都要经过改装厂，因此出现了两种情况，一是有公司进入经销商渠道，再由经销商转到改装厂，经改装后返至经销商进行销售，另一种是由公司直接进入改装厂，改装完成后进入经销商。2009 年公司为了鼓励后种方式，加大了对改装厂的返点，我们认为这一销售政策有利于公司产品毛利率，应该会在 2010 年得到延续。而销售政策的改善将主要体现在对经销商的返点上，这是 2009 年销售政策真正的不足之处。

**图 4：公司单季销售费用率变动情况**



资料来源：中国银河证券研究所

**中长期看与曼合作的成效**

公司与曼的合作正稳步推进，装载曼发动机的豪 7 已于 2009 年底上市销售，从目前的销售情况来看，该产品应仍处于市场导入期。我们预计未来两年，随着公司与曼合作的深化以及公司对先进技术的吸收消化，合作项目产品的国产化率会逐步提升，公司新产品及发动机有望推出，届时公司在半挂牵引车领域的实力将得到增强，在国内外市场的竞争力也将得到有效提高。

### 3. 投资建议

我们维持对公司 2010 年、2011 年每股收益 1.62、1.98 元的预测，给予公司谨慎推荐的投资评级。

公司未来主要的风险因素来自以下几方面，第一，国内宏观经济增长低于预期，导致重卡行业销量增长不达预期；第二，钢材价格出现超预期上涨。

**公司报表及主要财务指标预测**
**表 1: 三大财务报表预测**

| 资产负债表    | 2007        | 2008        | 2009        | 2010E        | 2011E        | 利润表 (百万元) | 2007        | 2008        | 2009        | 2010E        | 2011E        |
|----------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-----------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 货币资金     | 3517.9      | 4347.7      | 6838.3      | 5231.5       | 8160.6       | 营业收入      | 17334.5     | 19193.1     | 20360.6     | 22745.7      | 26212.9      |
| 应收票据     | 856.9       | 1354.3      | 1797.9      | 2008.5       | 1795.4       | 营业成本      | 15188.8     | 17537.6     | 18722.5     | 20544.2      | 23610.3      |
| 应收账款     | 561.0       | 680.3       | 1273.2      | 1422.4       | 1639.2       | 营业税金及附加   | 13.6        | 0.3         | 0.2         | 0.2          | 39.3         |
| 预付款项     | 228.8       | 580.0       | 453.6       | 314.9        | 155.4        | 销售费用      | 482.1       | 528.6       | 627.1       | 750.6        | 865.0        |
| 其他应收款    | 40.9        | 21.6        | 41.9        | 46.9         | 54.0         | 管理费用      | 288.9       | 313.2       | 280.8       | 313.7        | 361.5        |
| 存货       | 2766.1      | 2526.4      | 2973.3      | 2814.3       | 3234.3       | 财务费用      | 128.2       | 24.2        | 55.8        | 0.0          | 0.0          |
| 其他流动资产   | 0.0         | 0.0         | 0.0         | -0.1         | -0.1         | 资产减值损失    | 50.0        | 41.8        | -13.5       | 0.0          | 0.0          |
| 长期股权投资   | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 公允价值变动收益  | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          |
| 固定资产     | 912.4       | 1064.3      | 2012.7      | 1384.4       | 1832.0       | 投资收益      | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          |
| 在建工程     | 404.5       | 871.3       | 220.5       | 552.9        | 576.5        | 汇兑收益      | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          |
| 工程物资     | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 营业利润      | 1182.9      | 747.4       | 687.7       | 1137.0       | 1336.7       |
| 无形资产     | 223.5       | 209.6       | 349.7       | 156.5        | 134.1        | 营业外收支净额   | 5.3         | 25.8        | 16.0        | 0.0          | 0.0          |
| 长期待摊费用   | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 税前利润      | 1188.3      | 773.2       | 703.7       | 1137.0       | 1336.7       |
| 资产总计     | 9605.0      | 11793.9     | 16062.8     | 13932.1      | 17581.3      | 减: 所得税    | 259.0       | 154.4       | 126.0       | 261.5        | 307.4        |
| 短期借款     | 1671.6      | 3638.6      | 4978.8      | 949.1        | 0.0          | 净利润       | 929.3       | 618.8       | 577.7       | 875.5        | 1029.3       |
| 应付票据     | 2228.1      | 2464.0      | 2802.8      | 3075.5       | 5174.9       | 归属于母公司净利润 | 717.5       | 472.9       | 427.9       | 678.2        | 828.8        |
| 应付账款     | 1330.9      | 1339.9      | 1572.1      | 1701.5       | 1617.1       | 少数股东损益    | 211.8       | 145.9       | 149.8       | 197.3        | 200.5        |
| 预收款项     | 378.6       | 246.5       | 575.2       | 942.3        | 1365.5       | 基本每股收益    | 2.22        | 1.13        | 1.02        | 1.62         | 1.98         |
| 应付职工薪酬   | 116.0       | 106.1       | 53.6        | 53.6         | 53.6         | 稀释每股收益    | 2.22        | 1.13        | 1.02        | 1.62         | 1.98         |
| 应交税费     | -51.8       | -64.7       | 110.7       | 110.7        | 110.7        | 财务指标      | <b>2007</b> | <b>2008</b> | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> |
| 其他应付款    | 225.3       | 214.9       | 507.6       | 507.6        | 507.6        | 成长性       |             |             |             |              |              |
| 其他流动负债   | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 营收增长率     | 74.0%       | 10.7%       | 6.1%        | 11.7%        | 15.2%        |
| 长期借款     | 656.0       | 40.0        | 1260.0      | 1360.0       | 1460.0       | EBIT 增长率  | 75.5%       | -40.2%      | -10.3%      | 55.7%        | 17.6%        |
| 预计负债     | 43.8        | 45.2        | 94.5        | 94.5         | 94.5         | 净利润增长率    | 81.0%       | -34.1%      | -9.5%       | 58.5%        | 22.2%        |
| 负债合计     | 7058.5      | 8878.5      | 12899.3     | 9893.2       | 12513.1      | 盈利性       |             |             |             |              |              |
| 股东权益合计   | 2546.5      | 2915.4      | 3163.5      | 4039.0       | 5068.2       | 销售毛利率     | 12.4%       | 8.6%        | 8.0%        | 9.7%         | 9.9%         |
| 现金流量表    | <b>2007</b> | <b>2008</b> | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | 销售净利率     | 4.1%        | 2.5%        | 2.1%        | 3.0%         | 3.2%         |
| 净利润      | 929         | 619         | 578         | 875          | 1029         | ROE       | 28.2%       | 16.2%       | 13.5%       | 16.8%        | 16.4%        |
| 折旧与摊销    | 115         | 140         | 83          | 117          | 151          | ROIC      | 19.96%      | 9.05%       | 6.35%       | 13.70%       | 15.67%       |
| 经营活动现金流  | -38         | -88         | 1393        | 1950         | 4378         | 估值倍数      |             |             |             |              |              |
| 投资活动现金流  | -369        | -755        | -500        | -600         | -600         | PE        | 11.9        | 23.4        | 25.8        | 16.3         | 13.3         |
| 融资活动的现金流 | 998         | 1599        | 646         | -3930        | -849         | P/S       | 0.5         | 0.6         | 0.5         | 0.5          | 0.4          |
| 现金净变动    | 591         | 755         | 1539        | -2579        | 2929         | P/B       | 3.3         | 3.8         | 3.5         | 2.7          | 2.2          |
| 期初现金余额   | 3939        | 3518        | 4348        | 6838         | 5232         | 股息收益率     | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%         | 0.0%         |
| 期末现金余额   | 4529        | 4273        | 5887        | 4259         | 8161         | EV/EBITDA | 5.6         | 12.0        | 13.3        | 6.9          | 3.4          |

资料来源: 中国银河证券研究所

## 评级标准

---

**银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避**

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

**中国银河证券股份有限公司 研究所**

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

**机构请致电：**

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908