

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

年报点评

中国重汽 (000951)

强烈推荐 (维持)

## 2009 年调整期已过，2010 年业绩增长弹性大

2010 年 3 月 22 日	余 兵 汽车行业高级研究员	86-21-62078960	yubing006@pingan.com.cn
	王德安 汽车行业研究员	86-21-62078709	Wangdean002@pingan.com.cn

### 事项

中国重汽披露 2009 年报：实现营业收入 203.61 亿元，同比增长 6.08%；净利润 4.28 亿元，下降 9.51%。每股收益 1.02 元，每股净资产 6.81 元。利润分配预案为：每 10 股派送现金 1 元（含税）。

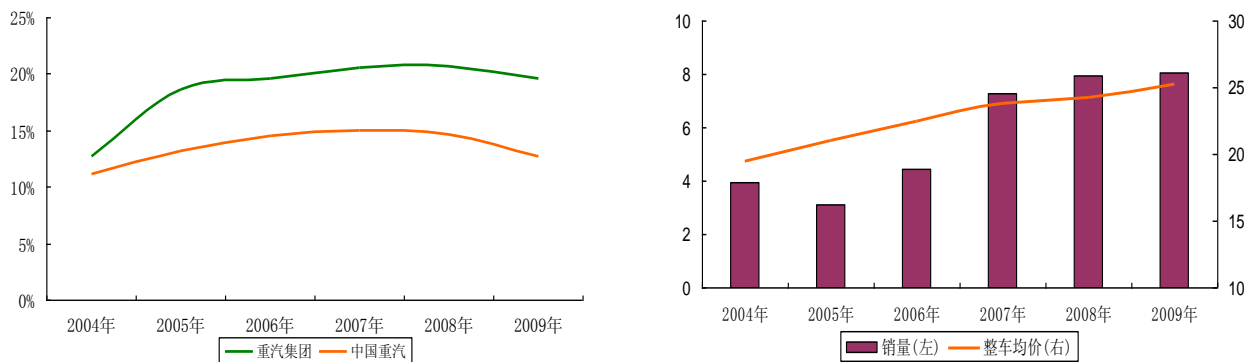
### 主要观点

2009 年为中国重汽的调整期。随着产品技术质量的改善和商务政策的回归正常，2010 年业绩弹性较大。长期看，重汽集团与 MAN 的合资使公司发展前景更加明朗。

1、市场占有率有所下滑。2009 年公司销售重卡 80550 辆，同比增长 1.68%，增长速度低于行业 17.7% 的平均水平。我们推测公司报告期表现弱于竞争对手的主要原因是其 EGR 发动机属于新产品，在推向市场初期会出现一定技术稳定性问题，造成市场认可度有所下降；另外竞争对手积极的市场策略也分流公司部分订单。

图表1 中国重汽市场占有率、销量及均价

单位：辆、万元



资料来源：平安证券研究所

2、产品销售综合均价提高。2009 年销售均价提高 1.05 万元达 25.28 万元。实现销售收入 203.61 亿元，同比增长 6.1%。我们判断随着国民经济的发展，重卡售价有不断提高的趋势，重卡企业盈利能力将稳中有升。

3、商务政策影响盈利水平。公司 2009 年初制定的促销政策较为宽松，对客户返利较多。

全年毛利率 8.05%，较上年下降 0.5 个百分点。2009 年原材料成本下降改善了汽车行业经营环境，企业毛利水平普遍提高，但中国重汽对客户的返利基本抵消了成本下降的积极影响。

全年净利率在 2.1% 左右。如扣除返利因素，公司净利率可达到 3% 左右的正常水平。

**4、2010 年展望。**公司判断固定资产投资、物流行业的复苏等利好因素对重卡行业产生了积极影响。根据我们调研掌握的情况，2010 年一季度重卡业迎来开门红，重卡企业订单普遍十分饱满，主要由于 2010 年施工高峰提前来临，物流需求强劲。全年看，投资施工高峰、整体经济复苏、出口回暖等利好因素将确保工程类、物流类重卡保持高景气度。长期看，重卡将受益于经济总量和质量的提升及卡车结构变迁。我们预计 2010 年重卡行业销量在 75 万辆左右，增长 18% 左右，行业表现出较好的成长性。

2010 年公司的经营目标是：销售整车 8.3 万辆，实现销售收入 210 亿人民币。我们认为该目标较为谨慎。

**6、盈利预测与投资建议。**公司是重卡行业综合技术实力最强的企业。2010 年公司对 EGR 发动机的改进、引进 MAN 的技术和产品，将改善产品技术和质量，其技术优势将逐步转化为市场优势。我们判断其市场占有率有望回升。

预计公司 2010 年销量在 9.25 万辆左右，增长 15% 左右。提高 2010 年、2011 年业绩预测分别为 1.76 元、2.25 元。2010 年利润增长幅度在 70% 左右，即业绩弹性较大。按 20 倍 PE 计算，其合理价格在 35 元左右，维持“强烈推荐”投资评级。

#### **风险提示：**

工程类重卡受宏观经济调控影响较大；钢材等原材料价格上涨对公司毛利水平有一定影响。

图表2 中国重汽单季度业绩

单位：辆、万元

	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
营业收入	404,707	689,817	470,423	471,111
销量	15270	27156	17,855	20,269
均价	26.50	25.40	26.35	23.24
毛利率	10.13%	9.12%	9.30%	3.43%
销售费用率	5.05%	3.38%	3.10%	0.93%
管理费用率	1.22%	1.44%	2.45%	0.35%
财务费用率	0.42%	0.41%	0.02%	0.21%
期间费用率合计	6.69%	5.23%	5.57%	1.49%
净利润	5,622	15,607	10,982	10,579
净利率	1.39%	2.26%	2.33%	2.25%
EPS (元)	0.134	0.372	0.262	0.252

资料来源：平安证券研究所

图表3 中国重汽盈利预测表

单位：万元

	2007年	2008年	2009年	2010E	2011E
一、营业总收入	1,733,452	1,919,309	2,036,057	2,405,000	2,696,375
二、营业总成本	1,615,157	1,844,567	1,967,292	2,286,760	2,542,495
营业成本	1,518,884	1,753,760	1,872,252	2,174,120	2,413,256
营业税金及附加	1,365	28	17	10	10
销售费用	48,209	52,858	62,707	67,340	75,499
管理费用	28,888	31,321	28,080	36,075	43,142
财务费用	12,815	2,420	5,585	7,215	8,089
资产减值损失	4,996	4,181	-1,349	2,000	2,500
三、其他经营收益		0	0	0	0
公允价值变动净收益					
投资净收益					
汇兑净收益					
四、营业利润	118,294	74,742	68,765	118,240	153,880
加：营业外收入	1,081	2,984	2,631	1,300	1,400
减：营业外支出	550	405	1,028	800	900
五、利润总额	118,825	77,322	70,368	118,740	154,380
减：所得税	25,896	15,444	12,602	17,811	23,157
六、净利润	92,929	61,878	57,767	100,929	131,223
减：少数股东损益	21,180	14,591	14,977	27,251	36,742
归属于母公司所有者净利润	71,748	47,287	42,790	73,678	94,480
七、每股收益(元)	1.71	1.13	1.02	1.76	2.25

资料来源：平安证券研究所

## 近期相关报告

重卡行业跟踪报告——长期增长动力与短期有利因素叠加（2010年1月13日）

国家调整汽车以旧换新补贴标准述评——补贴标准提高，大型商用车受益明显（2010年1月3日）

汽车行业2010年投资策略——减档前行、耐力致胜（2009年12月7日）

中国重汽2009年三季度报点评——商务政策拖累利润增长（2009年10月30日）

## 研究员简介：

余兵：内燃机专业学士，经济管理专业硕士。工程师，经济师。10年技术经济工作经验，6年证券研究经历。现为平安证券综合研究所汽车行业高级分析师。

王德安：机械专业学士，产业经济学硕士。现为平安证券研究所汽车行业分析师。

平安证券汽车研究团队分别入围2009年“新财富”、证券市场周刊“水晶球”最佳分析师评选（汽车与零部件行业）。

## 平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

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2010版权所有。保留一切权利。

## 平安证券有限责任公司

### 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：（0755）22200900      传真：（0755）82449257