

机械、汽车

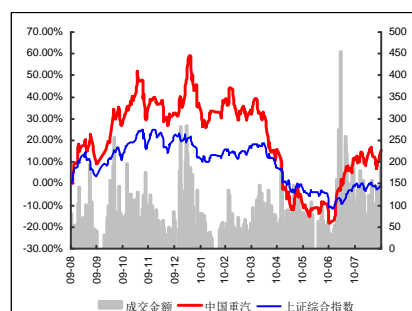
报告原因：中报点评

2010年8月31日

市场数据：2010年8月30日

收盘价	74.40
52周内高	109.30
52周内低	109.30
总市值(百万元)	61978.60
流通市值(百万元)	25709.17

一年股价走势



研究员

白宇

执业证书编号：S0760210080006

电话：010-82190365

Email: baiyu@sxzq.com

MSN: ericbai1982@yahoo.com.cn

联系人

张小玲

孟军

0351-8686990

010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

## 中国重汽 (000338)

重卡高端化的主要受益者

增持

维持评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	毛利率	净利润	净利润增长	每股收益	市盈率
2008A	19193	11%	9%	619	-33%	1.13	21
2009A	20361	6%	8%	578	-7%	1.02	23
2010E	28098	38%	11%	1271	120%	2.24	11
2011E	30907	10%	11%	1631	28%	2.88	8

### 投资要点：

- ◆ **高基数致使公司销量增速略低于行业。**半年报显示，公司营收达到167亿元，同比增长51%，营收增长率低于重卡行业水平，但盈利能力提升较好，毛利率较09年提升将近两个百分点，净利润达到7.1亿元，同比增长111%。公司上半年重卡销售达到6.1万辆，同比增长44%，销售增长低于行业的主要原因是公司去年上半年领先重卡行业复苏，因此基数较高。实际上，公司上半年销量、产能利用率等都达到了历史最高水平。
- ◆ **产品结构、盈利能力将继续上行。**上半年，公司营收增长快于销量增长，主要源于在高档车型带动下，产品结构上行明显。上半年，公司产品均价达到了27万元，较08年全年上升将近2万元。公司高端车型HOWOA7预计全年销量可以达到1万辆以上，其系列均价达到30万元左右，是国产品牌重卡产品当中最贵的。未来我们认为公司产品结构将继续上行，目前国内重卡在50万左右的区间存在一定的空档，国外沃尔沃、曼等品牌产品均价超过80万，而国内品牌产品一般在30万以下。随着国内物流运输行业的成熟发展，越来越多的用户对高端产品有着更大的需求，在国外品牌价格难以降低的情况下，高端的国产品牌重卡占比将越来越大。作为国内重卡技术的领先企业，公司将受益于这一发展趋势。此外，公司核心件外购比率持续降低，在集团公司收购了大同齿轮（同齿）后，同齿产能不断放大，目前同齿和綦江齿轮对公司的供应量已经达到60%左右。综合来看，在钢材成本不发生较大变化的情况下，产品结构上行和核心件外购成本下降将使公司的盈利能力继续向上。
- ◆ **重卡行业回归正常化发展。**我们认为在经历了上半年异常的高增长后，下半年整个重卡行业将回归正常化发展，因此增速回落不可避免。但我们对行业销量的绝对值保持乐观，我们预计下半年整个行业重卡销量应能维持在25万辆以上，全年将有可能达到80万辆的销量。落

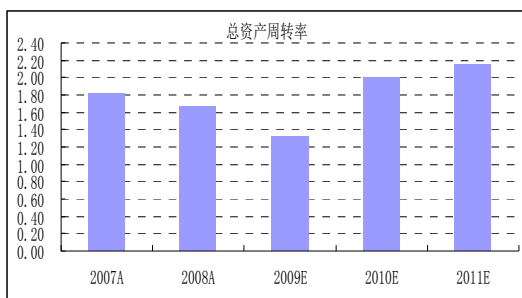
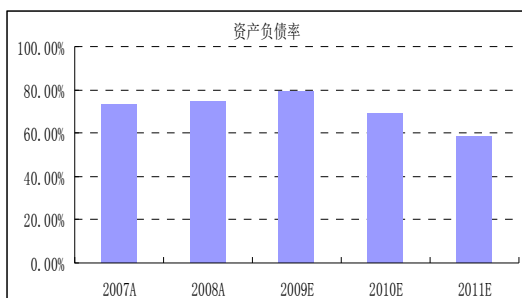
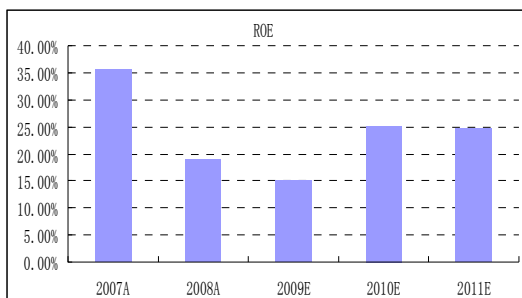
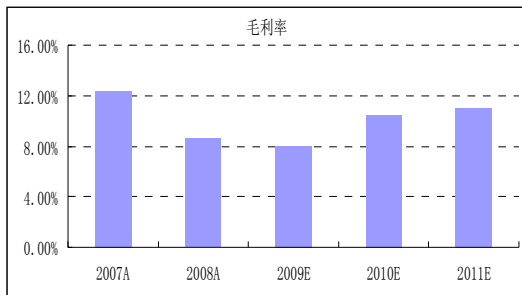
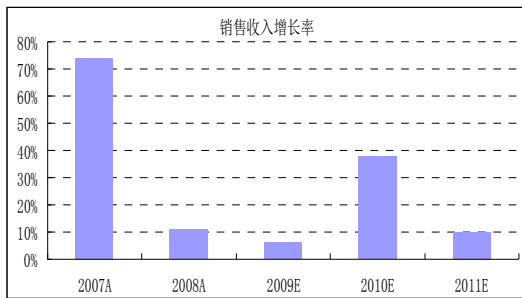


脚到公司来看，我们预计公司下半年应能有 4 万辆以上的销量。同时，我们预计 11 年全行业的重卡销量仍将维持 80-90 万辆左右，但高端重卡的占比将由今年的 15% 上升到 20%。因此，从行业的角度来看，虽然行业进入了短周期下行，但是公司仍然可能有超越行业的增长。

- ◆ **投资策略。**我们预计公司 10 年、11 年营收分别同比增长 38%、10%，对应 EPS 分别为：2.2、2.8 元。我们认为市场过分担心行业整体的下滑对公司产生的影响，公司在重卡整车技术领域仍处于国内领先，将持续受益于我国重卡行业量和质两方面的发展，因此我们继续维持对公司的“**增持**”评级。



报表预测



利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	19193.09	20360.57	28097.59	30907.35	33998.09
减: 营业成本	17537.60	18722.52	25147.34	27507.54	30258.30
营业税金及附加	0.28	0.17	0.23	0.25	0.28
营业费用	528.58	627.07	983.42	1081.76	1189.93
管理费用	313.21	280.80	393.37	432.70	475.97
财务费用	24.20	55.85	78.31	-33.53	-75.54
资产减值损失	41.81	-13.49	0.00	0.00	0.00
营业利润	747.42	687.65	1494.92	1918.63	2149.15
加: 其他非经营损益	25.80	16.03	0.00	0.00	0.00
利润总额	773.22	703.68	1494.92	1918.63	2149.15
减: 所得税	154.44	126.02	224.24	287.79	322.37
净利润	618.78	577.67	1270.68	1630.83	1826.78
减: 少数股东损益	145.91	149.77	329.44	422.82	473.62
归属母公司股东净利润	472.87	427.90	941.24	1208.01	1353.16
资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	4192.83	6218.70	5021.18	4410.40	8755.82
应收和预付款项	2636.25	3566.68	2210.97	4138.96	2845.97
存货	2526.35	2973.26	4428.67	3667.96	5238.33
固定资产和在建工程	1935.62	2233.24	2039.72	1836.19	1622.67
无形资产和开发支出	209.58	349.71	308.87	268.03	227.19
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	11500.66	15341.59	14009.40	14321.54	18689.97
短期借款	3638.62	4978.81	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	4265.38	5457.64	7879.71	6620.22	9228.19
长期借款	40.00	1260.00	1260.00	1260.00	1260.00
其他负债	641.24	481.65	481.65	481.65	481.65
负债合计	8585.24	12178.10	9621.36	8361.87	10969.84
股本	419.43	419.43	419.43	419.43	419.43
资本公积	684.09	684.09	684.09	684.09	684.09
留存收益	1387.22	1752.20	2647.31	3796.12	5082.96
归属母公司股东权益	2490.73	2855.71	3750.82	4899.63	6186.47
少数股东权益	424.69	307.78	637.22	1060.04	1533.66
股东权益合计	2915.42	3163.49	4388.04	5959.67	7720.13
负债和股东权益合计	11500.66	15341.59	14009.40	14321.54	18689.97
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	-54.03	357.86	4005.73	-485.10	4436.19
投资性现金净流量	-755.36	-204.19	-100.00	-100.00	-100.00
筹资性现金净流量	1598.52	980.31	-5103.26	-25.68	9.23
现金流量净额	788.79	1133.99	-1197.53	-610.78	4345.42

## 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

## 免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。