



东兴证券
DONGXING SECURITIES

重汽市场依然火爆,重头戏或持续上演

——中国重汽 (000951)

2011年2月16日

推荐/维持

中国重汽

事件点评

银国宏	策略分析师	执业证书编号: S1480207120048
联系人: 后立尧	机械行业分析师	010-66557343 hoully@dxzq.net.cn

事件:

中国重汽(000951)于2月16日公布了2011年1月产销量,1月共生产13727辆,同比增长10.7%,而销售为7892辆,同比增长73.83%。

观点:

1. 1月重汽销量增长73%,重汽市场还未退烧

根据公司公告,公司2011年1月公司同销售重汽7892辆,同比增长73.83%,我们估计销量同比大幅增长的原因有三:

一是2010年1月份销量为4540辆,基数较低;

二是2011年1月份得益于1月份重汽市场延续了去年年底的火爆行情,销量继续稳步增加;

三是公司月度销量有一定特点:那就是每季度初销量同比增幅较大,而每季度末销量增速回落,而且历年1月份的销量同比增幅都较大。如图1中所示,2010年中国重汽的月度销量增幅呈梯型走势,其中1、4、7、10月的销量同比增速最大,分别是96.2%、48.6%、45%和41.3%。

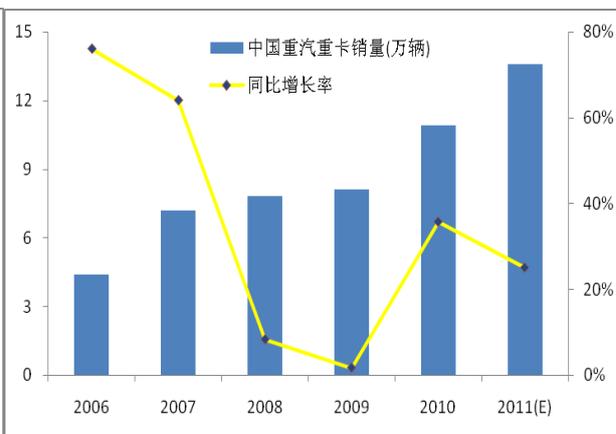
另外,我们猜测公司为了平滑业绩,将2010年12月份的部分销量放到2011年1月份确认,因为12月份的同比增速下滑较快,降至6.3%,我们估计12月实际销量增速应该在12%左右,即使这样,将12月销量重新回调计算后,2011年1月份销量约为7400辆,增速应该在64%左右,也是超出市场预期。

图1: 中国重汽单月销量



资料来源: 东兴证券研究所

图2: 中国重汽(000951)历年重汽销量



资料来源: 东兴证券研究所

2. 2011年重汽市场刮起涨价风,中国重汽转嫁成本压力能力强

据中国汽车协会统计,2010年,国内共销售重汽101.74万辆,同比增长59.93%,增幅高于同期42.22个百分点。2010年中国重汽(000951)销量同比增长35.7%达到10.9万辆,母公司中国重汽集团公司实现销量19.5万辆,中国重汽集团的市场占有率高达19%。一汽解放在2010年实现销售中重汽26万辆,市场份额达到25%。位于第二梯队的陕汽重汽2010年实现销售10万辆,市场份额达11%,销量和市场份额较2009年分别增长49%和7.8%。而位于第三梯队的北奔重汽、上汽依维柯红岩、安徽华菱则分别完成4万辆、3.3万辆和3.1万辆,全部超额完成全年销售目标。

2011年新年伊始,中国重汽在内的多家重汽企业都纷纷上调了重汽售价,尤其是行业龙头中国重汽,具有转嫁橡胶钢铁价格上涨带来的成本压力的能力。最近,中国重汽车型价格全面上涨,大众车型涨价在3000元左右,豪沃A7等一些高配车型的涨价幅度在6000-8000元。上涨的主要原因是材料价格的上涨和新技术的投入,如曼技术、高强化技术、轻量化技术等。而陕汽厂家目前把奥龙的价格整体上调了三千元,上涨的原因是原材料的涨价主要是轮胎价格与油价的上涨。

3. 2011年全国重汽销量或达120万辆,国4排放标准出台利好中国重汽

虽然市场普遍对2011年重汽市场销售持谨慎态度,但是很多重汽企业的2011年销售目标还是比较乐观。2011年主要企业计划销售的重汽就达到了120万辆左右,再加上其他企业的销量规划,2011年行业企业计划销售重汽将达到130-140万辆,本着谨慎原则,我们预计2011年中国重汽市场销量约为120万辆。2011年领跑中国重汽市场的一汽解放2011年销售目标是30万辆,同比增长15.3%,中国重汽销售目标是23万辆,同比增长18%。2011年,固定资产投资增速仍将保持高位,使得工程类重汽需求情况比较乐观。另外,在排放标准升级以及用户趋于成熟下,今年国4排放标准很可能会出台,市场对使用寿命长、油耗低的中高端重汽需求将明显提升,而中国重汽是国内唯一一家同时掌握EGR国IV和共轨国IV两套成熟方案的汽车厂,因此,拥有中高端重汽的中国重汽市场份额会有所上升。

表1: 中国重汽市场占有率排名

梯队	公司名	2010年销量 (万辆)	市场占有率	2010销量 同比增速	2011年销售目标 (万辆)
第一梯队	一汽解放	26	25%	62.5%	30
	中国重汽集团	19.5	19%	35.7%	23
第二梯队	陕汽重汽	10	11%	/	15
	北汽福田	8.4	8.3%	23%	10
第三梯队	包头北奔重汽	4	3.9%	/	5.5
	上汽依维柯红岩	3.3	3.2%	/	4.3
	安徽华菱	3.1	3%	/	4
第四梯队	其它	26.7	26.4%	/	/
	共计	101.7	100%	60%	预计为120

资料来源:东兴证券研究所

4. 公司业绩增长的新动力:十二五期间铁路+高速公路+水电工程建设

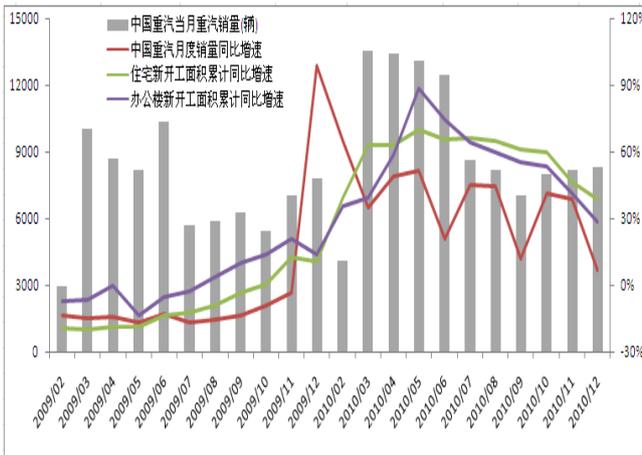
2009-2010年,随着国内宏观经济回暖以及4万亿投资的逐步释放,给重汽产品的销售带来了极大的促进作用。尤其是随着物流业的迅猛发展,使得牵引车产品供不应求,主流重汽企业均不同程度地遭遇到了产能瓶

颈。此外,自卸车、专用车等产品同样销量不俗。而在10年之前,我国的重汽车销量才仅为8万余辆。只用了10年,这一销售数字就增长了近13倍,2010年,中国国内共销售重汽101.74万辆,同比增长59.93%,重汽行业也在这一近乎疯狂的增长过程中迅速发展壮大,并且自主品牌占据了绝对的市场主导地位。目前,中国重汽保有量今年将达到约近500万辆,已经占到了全球市场总量的50%以上。重汽连续两年高速增长的主要原因是全球金融危机后的快速经济复苏以及养路费取消和计重收费政策等,其中养路费取消、计重收费与以旧换新政策的叠加使得重型卡车的报废加速。

经过我们研究发现,重汽销量与房地产市场开通面积及水泥销量都呈正相关关系。2010年,全国房地产开发企业房屋施工面积40.55亿平方米,比上年增长26.6%;房屋新开工面积16.38亿平方米,增长40.7%。2010年12月住宅新开工面积同比增了38.8%,办公楼新开工面积同比增长了28.6%。2010年4季度水泥销量为18.5亿吨,同比增长了15%。根据我们分析,一般地,水泥销量会滞后于房地产新开工面积约3-6个月,而重汽销量数据几乎与水泥销售同步。因此,中国重汽1季度的销量应该与2010年3-4季度房地产新开工面积对应,而去年3-4季度,中国的月度住宅及办公楼新开工面积同比增速都维持在50%上的高增速,以上项目的开工对重汽的需求会在今年1季度体现出来,由此来看,2011年1季度中国重汽的销量数据不会很差。

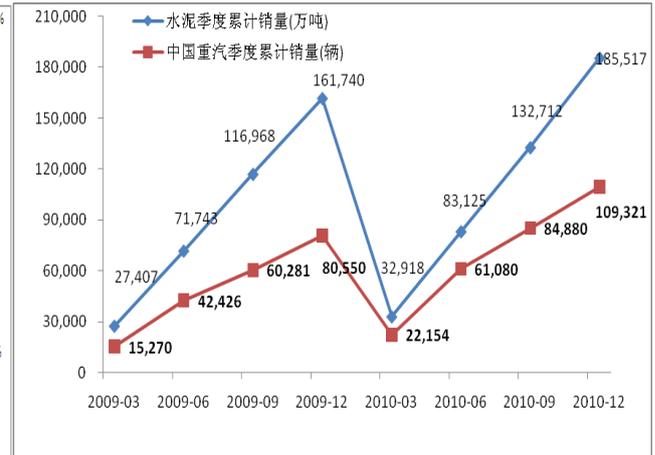
另外,虽然2011年1月份房地产开工面积及水泥销售数据还未出来,但是我们猜测肯定没有预期的那么悲观,对中国重汽的销量有一定影响,但是不会特别大。

图3: 中国重汽销量与房地产开工面积正相关



资料:东兴证券研究所

图4: 中国重汽销量与水泥销量正相关



资料:东兴证券研究所

中国重汽市场增长的60%来自基础设施建设,我们预计2011年重汽市场不会重现2010年疯狂上涨态势,但是10%-15%左右的温和上涨还是会持续的,预计2011年全国重汽销量会达到120万辆,上涨的动力来自铁路、高速公路及水电工程建设。

2011年是“十二五”的开局之年,中央政府的4万亿投资项目中还有很多新的项目要上马或延续中。如去年和今年,国家出台了一大批区域协调发展规划,几乎每个省都有一个大的发展规划,这些规划都需要大量的投资,而且很多在建项目,都是要基于50年不落后的标准,那就需要大量的投资和建设。持续不断的大规模基础建设投资,使中国处于世界经济的中心。特别是日前中央经济工作会议刚刚结束,传导的信息是(经济)投资紧缩已成大方向,然而前二年国家和各地方政府投资的4万亿基础建设工程有一大半尚未完工(一旦扩张停止或规模跟不上,容易导致烂尾工程),还有大量的高速公路、高速+普通铁路、交通、机场、矿山、油气田等需要开发建设,以及广大的中西部农村还有大量的小乡镇需要城镇化,以缓解中心城市人口膨胀、

住房紧张、道路拥堵等。在此过程中,都需要牵引车、自卸车、重型汽车的参与,作为重汽行业龙头的中国重汽将继续享受这一产业盛宴。

结论:

鉴于公司1月销售业绩超预期,在市场上作为龙头有定价权,受益于国4标准出台,因此,我们继续看好该公司,维持之前对中国重汽的盈利预测,预计10-12年EPS分别至2.06元、2.58元和2.97元,当前股价对应10-12年PE分别为12倍、10倍和8.9倍。我们维持公司“推荐”的评级,公司近期目标价为30元。

表 2: 中国重汽盈利预测表

万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	19,193.09	20,360.57	29,000.00	33,000.00	38,000.00
主营收入增长率	10.72%	6.08%	42.43%	13.79%	15.15%
EBITDA(百万元)	911.83	923.33	1,490.20	1,766.05	1,961.05
EBITDA 增长率	-36.06%	1.26%	61.39%	18.51%	11.04%
净利润(百万元)	472.87	427.90	865.95	1,083.55	1,249.30
净利润增长率	-34.09%	-9.51%	102.37%	25.13%	15.30%
ROE	18.99%	14.98%	23.88%	23.60%	21.89%
EPS(元)	1.130	1.020	2.065	2.583	2.979
P/E	22.90	25.37	12.54	10.02	8.9
P/B	4.36	3.80	2.99	2.36	1.90
EV/EBITDA	11.82	11.15	6.01	4.62	4.23

资料来源:东兴证券

表 3: 中国重汽资产负债表

资产负债表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%	2012E	增长率%
货币资金	4,347.67	6,838.33	5,695.60	-16.71%	6,345.90	11.42%	7,554.40	19.04%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	680.27	1,273.21	1,747.95	37.29%	1,989.04	13.79%	2,290.41	15.15%
预付款项	580.03	453.60	823.06	81.45%	1,243.48	51.08%	1,727.60	38.93%
存货	2,526.35	2,973.26	4,121.18	38.61%	4,689.62	13.79%	5,400.16	15.15%
流动资产合计	9,588.25	13,426.38	14,849.08	10.60%	17,066.34	14.93%	20,192.14	18.32%
非流动资产	2,205.69	2,636.43	2,398.75	-9.02%	2,144.70	-10.59%	1,890.66	-11.85%
资产总计	11,793.94	16,062.82	17,247.83	7.38%	19,211.05	11.38%	22,082.80	14.95%
短期借款	3,638.62	4,978.81	2,169.87	-56.42%	1,536.09	-29.21%	2,319.46	51.00%
应付帐款	1,339.94	1,572.13	2,169.04	37.97%	2,468.22	13.79%	1,894.79	-23.23%
预收款项	246.49	575.16	604.16	5.04%	637.16	5.46%	675.16	5.96%

流动负债合计	8,793.28	11,197.67	11,037.36	-1.43%	11,374.01	3.05%	12,419.76	9.19%
非流动负债	85.24	1,701.65	2,117.11	24.41%	2,617.11	23.62%	3,167.11	21.02%
少数股东权益	424.69	307.78	467.78	51.99%	627.78	34.20%	787.78	25.49%
母公司股东权益	2,490.73	2,855.71	3,625.58	26.96%	4,592.15	26.66%	5,708.15	24.30%
净营运资本	794.97	2,228.71	3,811.72	71.03%	5,692.33	49.34%	7,772.38	36.54%
投入资本 IC	2,842.37	2,603.97	2,187.63	-15.99%	2,530.12	15.66%	3,930.99	55.37%

资料来源: 东兴证券

分析师简介

后立尧

清华大学工科学士，韩国 POSTECH 大学管理学硕士，2007 年起从事行业研究员工作，2010 年加盟东兴证券研究所，从事机械行业（军工/高铁/船舶/汽车等）研究。

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，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。我们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。

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。