

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

汽车

中国重汽(000951)

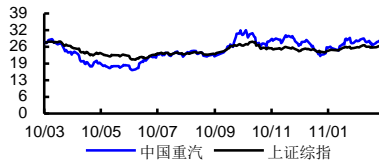
2010 年年报点评

谨慎推荐

(维持评级)

2011 年 3 月 28 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本(百万股)	419.4/274.2
总市值(百万元)	11,844.6/7,743.6
沪深 300/深圳成指	2,977.81/12,942.07
12 个月最高/最低(元)	32.25/16.80

相关研究报告:

《中国重汽 09 年 3 季报点评: 市场份额受到蚕食》——2009-10-29

《中国重汽中报点评: 2Q09 业绩大幅上升》——2009-8-25

《中国重汽: 中国重汽与 MAN 携手 长期竞争力提升》——2009-7-17

《中国重汽: 整车下滑、车桥支撑》——2009-4-29

证券分析师: 左涛

电话: 021-60933164

E-mail: zuotao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120011

年报点评

大幅计提坏账导致业绩低于预期

●2010 年业绩低于预期

2010 年公司实现收入 289.03 亿, 净利 6.73 亿, 同比分别增长 42.0%、57.2%, 折合 EPS 1.60 元, 业绩低于预期, 主要原因是 2010 年四季度大幅计提坏账导致业绩低于预期。公司拟每 10 股派发现金 2.50 元。

●4Q10 计提其他应收款坏账准备是业绩低于预期主因

2010 年四季度公司微幅亏损, 主要原因: 【1】计提其他应收款坏账 1 亿: 公司子公司济南桥箱 5 亿元银行存款与伪造金融票证按关联, 公司计提坏账准备 1 亿元, 影响 EPS 0.24 元(税前), 是四季度亏损主因。【2】4Q10 毛利率下滑: 受原材料价格上涨等因素影响, 公司 4Q10 毛利率下滑至 6.13%。

●市场份额保持稳定, 毛利率有所上升

市场份额保持稳定: 2010 年公司销售整车 10.9 万辆, 同比增长 35.7%, 集团口径销量 20 万辆, 同比增长 58.2%, 市场份额 19.6%, 与 2009 年水平持平;

毛利率有所上升: 尽管 4Q10 毛利率有所下滑, 公司 2010 年毛利率仍较 2009 年上升 1.7 个百分点至 9.8%, 另外单车净利 4214 元, 同比上升 24.8%;

●风险提示

重卡行业销量增长低于预期, 原材料价格上涨。

●预计 2011 年公司市场占有率将有所提升

我们对 2011 年重卡行业销量增速比较谨慎, 但我们认为公司销量表现将超越行业, 主要基于受投资、基建需求拉动, 工程用重卡表现将好于物流用重卡, 而公司在自卸车、水泥搅拌车等工程车领域具有传统优势。

●维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.84 (15.3x)、2.12 (13.3x)、2.52 (11.2x) 元, 基于公司在工程用重卡领域的优势, 维持对公司“谨慎推荐”的投资评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	20,360.57	28,903.80	32,372	36,581	42,068
(+/-%)	6.08%	41.96%	12.0%	13.0%	15.0%
净利润(百万元)	427.90	672.69	773	890	1056
(+/-%)	-9.51%	57.21%	15.0%	15.0%	18.7%
每股收益(元)	1.02	1.60	1.84	2.12	2.52
EBIT Margin	4.17%	4.17%	4.3%	4.3%	4.5%
净资产收益率 (ROE)	14.98%	19.29%	19.2%	19.1%	19.6%
市盈率 (PE)	27.68	17.61	15.3	13.3	11.2
EV/EBITDA	17.56	17.56	15.7	14.4	12.6
市净率 (PB)	4.15	3.40	2.94	2.55	2.20

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	3830	4500	4500	4500
应收款项	4858	4878	5512	6339
存货净额	7442	5598	6321	7256
其他流动资产	516	647	732	841
流动资产合计	16647	15624	17065	18936
固定资产	2309	2539	2755	2911
无形资产及其他	465	446	427	409
投资性房地产	284	284	284	284
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	19705	18892	20531	22540
短期借款及交易性金融负债	5997	5235	4950	4552
应付款项	6521	6398	7224	8292
其他流动负债	2556	2150	2430	2790
流动负债合计	15074	13783	14604	15634
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)
其他长期负债	633	633	633	633
长期负债合计	633	403	403	403
负债合计	15707	14186	15007	16037
少数股东权益	512	679	874	1114
股东权益	3486	4028	4651	5390
负债和股东权益总计	19705	18892	20531	22540

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.60	1.84	2.12	2.52
每股红利	2.22	0.55	0.64	0.76
每股净资产	8.31	9.60	11.09	12.85
ROIC	13%	12%	13%	14%
ROE	19%	19%	19%	20%
毛利率	10%	9%	9%	9%
EBIT Margin	5%	4%	4%	4%
EBITDA Margin	6%	5%	5%	5%
收入增长	42%	12%	13%	15%
净利润增长率	57%	15%	15%	19%
资产负债率	82%	79%	77%	76%
息率	7.9%	2.0%	2.3%	2.7%
P/E	17.6	15.3	13.3	11.2
P/B	3.4	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA	15.9	15.7	14.4	12.6

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	28904	32372	36581	42068
营业成本	26066	29443	33244	38151
营业税金及附加	3	3	4	4
销售费用	1009	1068	1207	1409
管理费用	399	472	567	629
财务费用	198	137	97	82
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(191)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	1038	1250	1461	1793
营业外净收支	29	0	0	0
利润总额	1067	1250	1461	1793
所得税费用	190	237	292	394
少数股东损益	204	239	279	342
归属于母公司净利润	673	773	890	1056

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	673	773	890	1056
资产减值准备	204	25	14	13
折旧摊销	310	274	308	340
公允价值变动损失	191	0	0	0
财务费用	198	137	97	82
营运资本变动	(3165)	1189	(321)	(430)
其它	(283)	142	182	227
经营活动现金流	(2070)	2403	1072	1205
资本开支	(383)	(510)	(520)	(490)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(383)	(510)	(520)	(490)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(1260)	(230)	0	0
支付股利、利息	(933)	(232)	(267)	(317)
其它融资现金流	3830	(761)	(285)	(398)
融资活动现金流	(555)	(1224)	(552)	(715)
现金净变动	(3008)	670	0	0
货币资金的期初余额	6838	3830	4500	4500
货币资金的期末余额	3830	4500	4500	4500
企业自由现金流	(2066)	2076	713	882
权益自由现金流	504	973	351	420

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	闫 莉	010-88005316
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	吴土金	0755-82130833-1332
		刘子宁	021-60933145		
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343				
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	邱 斌	0755-82130532	杜佐远	0755-82130473
		罗 洋	0755-82150633		
		吴琳琳	0755-82130833-1867		
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
严蓓娜	021-60933165	杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	陈财茂	021-60933163	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
				邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				温馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn