

公司中报点评

汽车行业

中国重汽 (000951)

推荐

(维持评级)

2007年8月24日

汽车行业首席分析师: 赵雪桂

电话: 021-68866238

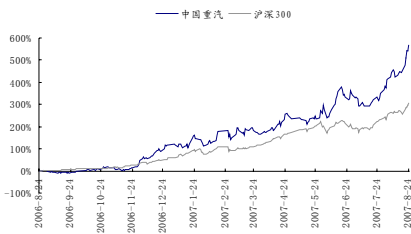
E-mail: zhaoxg@guosen.com.cn

汽车行业分析师: 李君

电话: 021-68866235

E-mail: lijun2@guosen.com.cn

近1年收益率比较



资料来源: 国信证券经济研究所

市场与公司重要数据 (8月24日)

上证综合指数	5033
换手率(3个月)(%)	147.0
52周价格波动(元)	10.26-75.49
总股本(百万股)	323
流通股(百万股)	117
息率(%)	0

资料来源: 国信证券经济研究所

相关研究报告:

- 《预计1Q07业绩100%以上预增》
--2007年2月1日
- 《中国重汽: 双因素驱动盈利增长》
--2006年10月31日
- 《中国重汽: 跨越阶梯》
--2006年8月10日
- 《车桥资产走向决定公司投资价值》
--2004年10月25日
- 《车桥资产盈利能力是多少》
--2004年10月5日

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。

中期业绩回顾

中报凸显两个重要变化

● 中期业绩超出预期

1H07, 公司实现主营业务收入 85.3 亿元, 净利润 3.4 亿元, 对应 EPS 1.05 元。中期业绩超出我们预期, 体现了行业景气下, 规模效应带来的高业绩弹性。

● 中报凸显两个重要变化

➢ 变化1: “整车与车桥盈利之比”发生较大变化

2004-2005, 整车净利、车桥的利润总额比例大致在 1: 2 左右(该时间区域内, 之所以不讨论“二者净利”之比, 是因为二者有效税率不同), 而 1H07, 整车、车桥净利比, 接近 1: 1。我们注意到, 报告期内, 车桥公司实现净利 21914 万元, 整车实现净利 22813 万元。就上述变化, 我们同公司沟通后, 倾向认定: 前期“1: 2”的比例未体现“合并报表抵消”的影响, 后期接近“1: 1”体现了上述影响。

➢ 变化2: 整车单车盈利能力显著改善

1H07, 整车毛利率水平从 8.0% 上升至 9.59% (反映在 0951 的“母公司”报表中), 整车单车净利从去年的 3800 元升至 6500 元。整车单车盈利能力的提升, 主要来自: 【1】产品结构优化导致 ASP 提高。公司高端重卡 HOWO 系列销量占比已超过 60%, 1H07 公司整车销售均价为 22.58 万元, 同比上升 12%; 【2】规模效应降低单位固定成本, 整车销量同比增长 55%, 相应单车折旧、摊销都有较大幅度降低。

● 赴港红筹上市箭在弦上 “税率下降”可以预期

年初以来, 中国重汽集团赴港上市进程不断加快: 首先将包括中国重汽(000951) 63.78% 股权在内的资产注入到重汽 BVI, 再由重汽 BVI 注入重汽香港, 同时分别由重汽 BVI 向重汽集团及由重汽香港向重汽 BVI 相应增发股份。我们预计集团红筹有望在今年 10 月左右上市。因集团注册地变更, 0951 变为外资控股, 预计所得税率将从由 33% 降至 25%。假定 2H07 开始受益, 且 2H07 盈利较 1H07 下降 10%、2008 盈利较 2007 盈利下降 5% 左右的假设下, 预计 2H07、2008 年税率下降带来的利润增量分别是 3653 万、7325 万元, 对应 EPS 0.11、0.22 元。

- **上调 2007、2008 年业绩预测至 2.11、2.13 元**

在 2H07 盈利较 1H07 下降 10%、2008 盈利较 2007 盈利下降 5% 左右的假设下，并考虑税收优惠后，我们将 2007、2008 年 EPS 提升至 2.11 元、2.13 元。另外需要一提的是，相关销量假设是：2007、2008 年整车销量预测分别为 69000、70000 辆。继续维持“推荐”评级。

- **重要备考 1：对重卡行业的讨论**

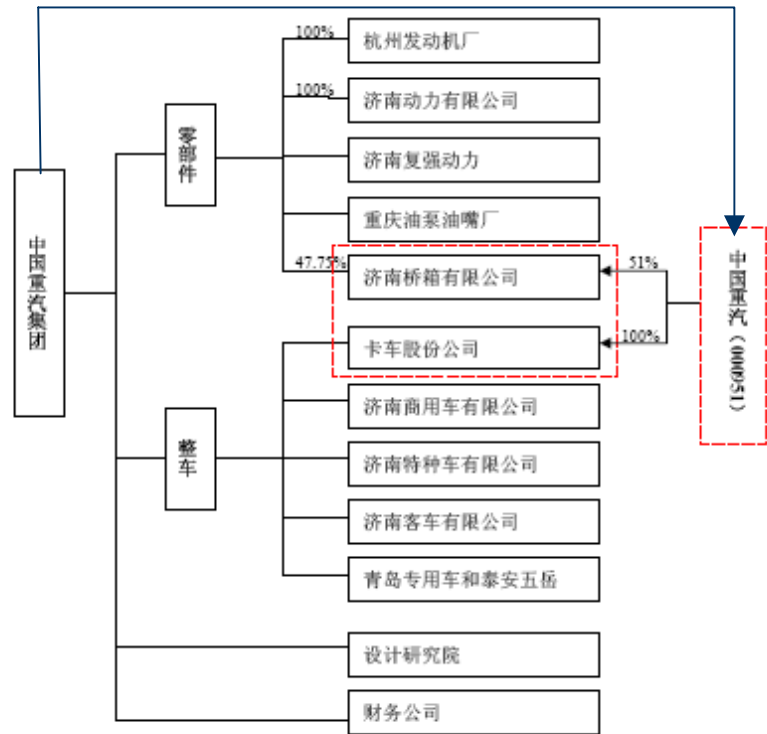
我们认为，重卡行业 2007 年将持续超预期，而 2H08 压力将陡然增大。1-7 月，重卡行业销量累计同比增长 70.4%，并且，2 月份以来，重卡当月销量同比增素持续上升，从 32% 升至 7 月份的 93%。在计重收费范围扩大、动车组推行、固定资产投资高位运行等要素影响下，短期内看不到改变重卡销量增长趋势的力量。但对 2008 年下半年，我们持谨慎态度。

- **重要备考 2：对国 III 排放标准实施的讨论**

我们认为，国 III 实施初期，执行力度难免打折扣；但随时间推移，“国 III”因素将成为中短期影响重卡行业走势的主要因素。

根据《车用压燃式、气体燃料点燃式发动机与汽车排气污染物排放限值及测量方法(中国 III、IV、V 阶段)》，2007 年 1 月 1 日、2008 年 1 月 1 日分别是国 II 标准重型车用发动机停止“型式核准”、停止“销售和注册登记”的期限。目前市场对相关标准能否按期执行的争论在于：受中石油、中石化炼油技术所限，短期内，无法供应符合国 III 标准的燃油，因而国 III 标准难以真正推行。我们认为，即便国家环保总局立场坚定，国 III 标准能够如期执行，即 2008 年 1 月 1 日执行，但执行力度也难免大打折扣。但随时间推移，“国 III”因素将成为影响重卡行业走势的主要因素：重卡行业销量、盈利表现将有类似“过山车”的表现，“过山车的幅度”取决于“国 III 标准严格执行的强度”。

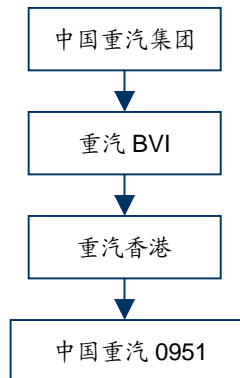
图 1: 中国重汽集团资产结构 (原)



资料来源: 光大证券研究所

资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

图 2: 中国重汽集团部分资产结构 (新)



资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

表 1: 中国重汽净利分拆 (2006-2008E)

万元	2006	2007E	2008E
一、整车净利	16870	43344	41177
销量	44447	69000	70000
单车净利	0.38	0.63	0.59
二、51%车桥净利	5571	21235	20173
三、小计	22441	64579	61350
四、红筹上市税收下降		3653	7325
五、净利润合计	22441	68232	68676
总股本	32264	32264	32265
六、EPS	0.70	2.11	2.13

数据来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

表 2: 中国重汽集团整车、车桥盈利比例 (2006-2008E)

万元	2004	2005	2006	2007E	2008E
整车	17391	15064	15270	43344	41177
车桥	33558	28731	27770	41637	39555
整车盈利占比 (见注 1)	34.1%	34.4%	35.5%	51.0%	51.0%
车桥盈利占比 (见注 1)	65.9%	65.6%	64.5%	49.0%	49.0%

数据来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

注 1: 2004-2005, 利润总额之比 (有效税率不同); 2006 - 2008E, 净利之比 (有效税率相同)

注 2: 表 2 盈利与表 1 盈利相互对应, 即表 2 盈利未考虑“红筹上市税收优惠”

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

免责条款:

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。