

中国重汽 (000951.SZ)

## 需求仍处低谷，3 月份实质性回暖

### ——中国重汽 1 月份产销数据点评

姓名 张立平  
86-10-5836 2780  
zhanglp@bhq.com

#### 投资要点:

- 公司 13 日发布 1 月份产销数据,1 月份生产重卡 2837 辆,销售 2314 辆,集团层面生产 4278 辆,销售 4067 辆。

#### 1. 产销量仍在底部徘徊。

08 年 1 月份公司未公布产销数据,从集团层面看,1 月份销量同比下降 52%,环比下降 40%,销量下降的主要原因:春节所在的月份是重卡传统的销售淡季,如果考虑到工作日的差别,1 月份日均销量跟 12 月份基本持平。

#### 2. 2 月份销量环比将有所增长,3 月份实质性转暖

在正月十五(2 月 9 日)之前,重卡都处于销售淡季,所以 2 月份重卡销量仍会处于低位,但我们相信随着 3 月份销售旺季的到来、大规模固定资产投资项目的开工,3 月份重卡行业将迎来实质性转暖。

#### 3. 09 年销量下降 15%,业绩略有增长

预计公司 09 年全年公司重卡销量将达到 68000 辆,同比下降 14%,由于钢铁等原材料价格的大幅下降,在充分考虑市场竞争加剧导致的产品价格下降后,我们认为公司产品毛利率将从 9.1%提高至 9.54%,在销量下降的情况下,公司 09 年业绩仍会略有增长。

#### 4. 调整公司盈利预测,维持买入评级,目标价 26 元

调整公司 08-10 年 EPS1.42、1.35、1.9 元至 1.25、1.3、1.84 元,维持买入评级,目标价从 20 元上调至 26 元。

| 财务摘要 (百万元)  | 2006   | 2007   | 2008E  | 2009E  | 2010E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入        | 9,963  | 17,335 | 21,207 | 19,077 | 21,904 |
| (+/-)%      |        | 74%    | 22%    | -10%   | 15%    |
| 经营利润 (EBIT) | 776    | 1361   | 883    | 884    | 1162   |
| (+/-)%      |        | 75%    | -35%   | 0%     | 31%    |
| 净利润         | 264    | 717    | 524    | 546    | 771    |
| (+/-)%      |        | 172%   | -27%   | 4%     | 41%    |
| 每股净收益 (元)   | 0.82   | 2.22   | 1.25   | 1.30   | 1.84   |
| 每股股利 (元)    | 0      | 0      | 0      | 0.31   | 0.33   |
| 利润率和估值指标    | 2006   | 2007   | 2008E  | 2009E  | 2010E  |
| 销售毛利率 (%)   | 13.47% | 12.38% | 9.06%  | 9.54%  | 10.21% |
| ROE (%)     | 16.31% | 28.17% | 17.24% | 15.51% | 18.12% |
| ROIC (%)    | 17.55% | 19.96% | 11.21% | 13.23% | 15.83% |
| PE          | 22.69  | 8.34   | 14.85  | 14.24  | 10.10  |
| PB          | 3.70   | 2.35   | 2.56   | 2.21   | 1.83   |
| EV/EBITDA   | 4.30   | 3.92   | 7.04   | 6.05   | 4.21   |

评级: 买入  
上次评级: 买入  
目标价: ¥26  
格: ¥20  
上次预测: ¥20  
当前价格: ¥18.55  
2009.2.13

| 单季度业绩   | 元/股  |
|---------|------|
| 1Q/2008 | 0.48 |
| 2Q/2008 | 0.58 |
| 3Q/2008 | 0.11 |
| 4Q/2008 | 0.08 |

最近 52 周股价走势



#### 公司简介

公司是国内最早的重卡生产商,目前已成为国内最大的重卡生产商,并逐渐成长为国际重卡市场的有力竞争者。

#### 相关报告

| 资产负债表   | 2006   | 2007   | 2008E   | 2009E   | 2010E   | 利润表（百万元）   | 2006   | 2007    | 2008E   | 2009E   | 2010E   |
|---------|--------|--------|---------|---------|---------|------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金    | 3938.7 | 3517.9 | 4241.4  | 3815.4  | 4380.7  | 营业收入       | 9962.9 | 17334.5 | 21207.2 | 19076.9 | 21903.7 |
| 应收票据    | 617.5  | 856.9  | 1048.3  | 943.0   | 1082.8  | 营业成本       | 8621.3 | 15188.8 | 19285.4 | 17257.7 | 19668.0 |
| 应收账款    | 124.1  | 561.0  | 686.4   | 617.4   | 708.9   | 营业税金及附加    | 27.5   | 13.6    | 42.4    | 38.2    | 43.8    |
| 预付款项    | 111.5  | 228.8  | 421.6   | 473.4   | 532.4   | 销售费用       | 271.3  | 482.1   | 636.2   | 572.3   | 657.1   |
| 其他应收款   | 44.8   | 40.9   | 84.8    | 76.3    | 87.6    | 管理费用       | 267.2  | 288.9   | 360.5   | 324.3   | 372.4   |
| 存货      | 1605.8 | 2766.1 | 3512.2  | 3142.9  | 3581.8  | 财务费用       | 121.9  | 128.2   | 127.3   | 96.6    | 51.2    |
| 其他流动资产  |        |        |         |         |         | 资产减值损失     |        |         |         |         |         |
| 产       | 0.1    | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |            | -14.9  | 50.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 长期股权投资  |        |        |         |         |         | 公允价值变动收益   |        |         |         |         |         |
| 资       | 0.0    | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |            | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 固定资产    | 948.4  | 912.4  | 1021.8  | 1146.8  | 1235.0  | 投资收益       | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 在建工程    | 42.2   | 404.5  | 327.3   | 263.6   | 241.3   | 汇兑收益       | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 工程物资    | 0.0    | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 营业利润       | 668.6  | 1182.9  | 755.4   | 787.9   | 1111.2  |
| 无形资产    | 237.4  | 223.5  | 201.2   | 178.8   | 156.5   | 营业外收支净额    | -4.0   | 5.3     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 长期待摊费用  |        |        |         |         |         | 税前利润       |        |         |         |         |         |
| 用       | 0.0    | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |            | 664.6  | 1188.3  | 755.4   | 787.9   | 1111.2  |
| 资产总计    | 7774.7 | 9605.0 | 11545.0 | 10657.7 | 12007.1 | 减：所得税      | 210.7  | 259.0   | 166.2   | 173.3   | 244.5   |
| 短期借款    | 1341.0 | 1671.6 | 1888.5  | 376.6   | 59.1    | 净利润        | 453.9  | 929.3   | 589.2   | 614.5   | 866.8   |
| 应付票据    | 3214.4 | 2228.1 | 2829.0  | 2531.6  | 2885.2  | 归属于母公司的净利润 | 263.8  | 717.5   | 523.8   | 546.4   | 770.6   |
| 应付账款    | 874.7  | 1330.9 | 1743.6  | 1891.3  | 2155.4  | 少数股东损益     | 57.5   | 211.8   | 65.4    | 68.2    | 96.1    |
| 预收款项    | 205.0  | 378.6  | 590.6   | 781.4   | 1000.4  | 基本每股收益     | 0.82   | 2.22    | 1.25    | 1.30    | 1.84    |
| 应付职工薪酬  |        |        |         |         |         | 稀释每股收益     |        |         |         |         |         |
| 酬       | 112.7  | 116.0  | 116.0   | 116.0   | 116.0   |            | 0.82   | 2.22    | 1.25    | 1.30    | 1.84    |
| 应交税费    | 148.6  | -51.8  | -51.8   | -51.8   | -51.8   | 财务指标       | 2006   | 2007    | 2008E   | 2009E   | 2010E   |
| 其他应付款   | 175.3  | 225.3  | 225.3   | 225.3   | 225.3   | 成长性        |        |         |         |         |         |
| 其他流动负债  |        |        |         |         |         |            |        |         |         |         |         |
| 债       | 0.0    | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 营收增长率      | 53.1%  | 74.0%   | 22.3%   | -10.0%  | 14.8%   |
| 长期借款    | 60.0   | 656.0  | 756.0   | 856.0   | 956.0   | EBIT 增长率   | 428.3% | 75.5%   | -35.1%  | 0.2%    | 31.4%   |
| 预计负债    | 25.8   | 43.8   | 43.8    | 43.8    | 43.8    | 净利润增长率     | 75.1%  | 172.0%  | -27.0%  | 4.3%    | 41.0%   |
| 负债合计    | 6157.5 | 7058.5 | 8601.1  | 7230.2  | 7849.4  | 盈利性        |        |         |         |         |         |
| 股东权益合计  |        |        |         |         |         |            |        |         |         |         |         |
| 计       | 1617.2 | 2546.5 | 3038.9  | 3522.5  | 4252.7  | 销售毛利率      | 13.5%  | 12.4%   | 9.1%    | 9.5%    | 10.2%   |
| 现金流量表   | 2006   | 2007   | 2008E   | 2009E   | 2010E   | 销售净利率      | 2.6%   | 4.1%    | 2.5%    | 2.9%    | 3.5%    |
| 净利润     | 454    | 929    | 589     | 615     | 867     | ROE        | 16.3%  | 28.2%   | 17.2%   | 15.5%   | 18.1%   |
| 折旧与摊销   |        |        |         |         |         |            |        |         |         |         |         |
| 销       | 100    | 115    | 145     | 161     | 175     | ROIC       | 17.55% | 19.96%  | 11.21%  | 13.23%  | 15.83%  |
| 经营活动现金流 |        |        |         |         |         |            |        |         |         |         |         |
| 金流      | 504    | -38    | 881     | 1413    | 1190    | 估值倍数       |        |         |         |         |         |
| 投资活动现金流 |        |        |         |         |         |            |        |         |         |         |         |
| 金流      | -58    | -369   | -250    | -200    | -219    | PE         | 22.7   | 8.3     | 14.9    | 14.2    | 10.1    |
| 融资活动现金流 |        |        |         |         |         |            |        |         |         |         |         |
| 金流      | 640    | 998    | 93      | -1639   | -405    | P/S        | 0.6    | 0.3     | 0.4     | 0.4     | 0.4     |
| 现金净变动   | 1086   | 591    | 724     | -426    | 565     | P/B        | 3.7    | 2.4     | 2.6     | 2.2     | 1.8     |
| 期初现金余额  |        |        |         |         |         |            |        |         |         |         |         |
| 额       | 2821   | 3939   | 3518    | 4241    | 3815    | 股息收益率      | 0.0%   | 0.0%    | 0.0%    | 1.7%    | 1.8%    |
| 期末现金余额  |        |        |         |         |         |            |        |         |         |         |         |
| 额       | 3908   | 4529   | 4241    | 3815    | 4381    | EV/EBITDA  | 4.3    | 3.9     | 7.0     | 6.0     | 4.2     |

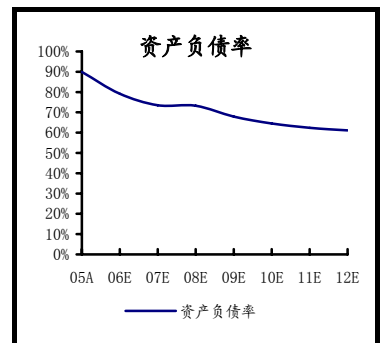
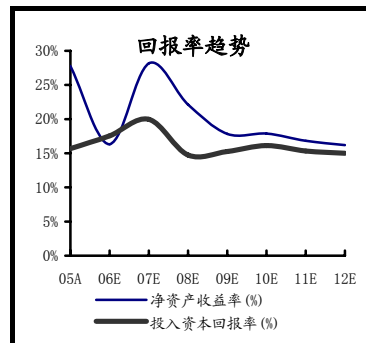
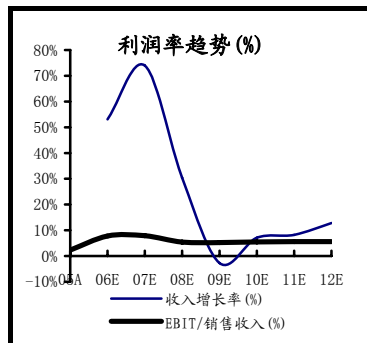
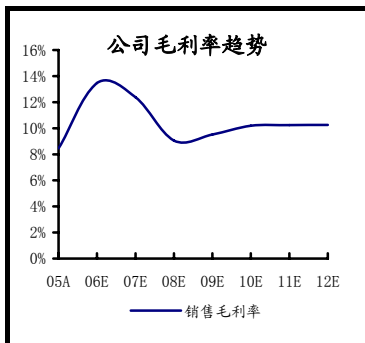
## DCF—WACC 输

出

| 万元      | 2007A     | 2008E     | 2009E    | 2010E    | 2011E    | 2012E    | 2013E    | 2014E    | 2015E    | 2016E    | 2017E   |
|---------|-----------|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|---------|
| EBIT    | 136105.5  | 88266.7   | 88444.8  | 116244.0 | 131967.2 | 143934.2 | 156254.1 | 163668.4 | 166718.7 | 169919.2 | #####   |
| 所得税     | 29662.2   | 19418.7   | 19457.9  | 25573.7  | 32991.8  | 35983.6  | 39063.5  | 40917.1  | 41679.7  | 42479.8  | 43309.3 |
| NOPLAT  | 52971.3   | 106443.2  | 68848.0  | 68986.9  | 90670.3  | 98975.4  | 107950.7 | 117190.6 | 122751.3 | 125039.0 | #####   |
| 营运资金净变动 | -4927.6   | -245672.3 | -5617.3  | 54123.0  | 9627.8   | 337.1    | 1992.8   | -3549.9  | -1686.6  | 743.9    | 1220.1  |
| 资本支出    | -32630.8  | -25000.0  | -20000.0 | -21903.7 | -24645.5 | -26813.5 | -29128.7 | -30489.1 | -31045.0 | -31633.7 | #####   |
| 自由现金流   | -160354.5 | 52748.3   | 119209.3 | 95941.9  | 93677.8  | 103676.9 | 106700.8 | 114500.1 | 120461.5 | 124598.1 | #####   |

|          |            |         |        |
|----------|------------|---------|--------|
| WACC     | 8.94%      | Ke      | 11.86% |
| 永续增长率    | 1.00%      | Kd      | 5.85%  |
| 终值       | 59319.22   | t       | 22.00% |
| 企业价值     | 1838723.07 | Rf      | 3.80%  |
| 非核心资产价值  | 424144.50  | E(Rm)   | 10.00% |
| 债务价值     | 310446.48  | Rm - Rf | 6.20%  |
| 股权价值     | 1528276.60 | D/A     | 28.52% |
| 股本       | 41942.55   | E/A     | 71.48% |
| 每股价值 (元) | 36.44      | Beta    | 1.30   |

| 估值   |        |       |       |       |       |       |
|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |        |       | 0.0%  | 0.5%  | 1.0%  | 1.5%  |
| WACC | 7.44%  | 40.97 | 42.52 | 44.31 | 46.40 | 48.88 |
|      | 7.94%  | 38.51 | 39.81 | 41.30 | 43.02 | 45.03 |
|      | 8.44%  | 36.36 | 37.46 | 38.71 | 40.13 | 41.78 |
|      | 8.94%  | 34.45 | 35.39 | 36.44 | 37.64 | 39.01 |
|      | 9.44%  | 32.75 | 33.56 | 34.46 | 35.47 | 36.62 |
|      | 9.94%  | 31.23 | 31.92 | 32.70 | 33.56 | 34.53 |
|      | 10.44% | 29.86 | 30.46 | 31.13 | 31.87 | 32.70 |



### 渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

### 渤海证券行业投资评级说明

- 1、增 持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减 持：行业股票指数明显弱于大盘。

**重要声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

|                                        |                                       |                                               |                                      |
|----------------------------------------|---------------------------------------|-----------------------------------------------|--------------------------------------|
| 所长·研究策划<br>周华敏<br>+86 22 2845 1869     | 副所长·基金<br>谢富华<br>+86 22 2845 1985     | 副所长·宏观策略<br>马静如<br>+86 22 2845 1665           | 副所长·行业<br>吴鹏飞<br>+86 10 5836 2786    |
| 商业旅游行业研究<br>陈慧<br>+86 22 2845 1135     | 电力行业研究<br>崔健<br>+86 22 2845 1618      | 交通运输行业研究<br>齐艳莉<br>+86 22 2845 1132           | 食品饮料行业研究<br>闫亚磊<br>+86 22 2845 1975  |
| 煤炭行业研究<br>张顺<br>+86 22 2845 1625       | 机械行业研究<br>李强<br>+86 22 5836 2766      | 石化行业研究<br>张延明<br>+86 22 2845 1653             | 化工行业研究<br>刘威<br>+86 10 5836 2155     |
| 医药行业研究<br>马霏霏<br>+86 22 2845 1945      | 金融行业研究<br>张继袖<br>+86 22 2845 1849     | 房地产行业研究<br>周户<br>+86 10 5836 2768             | 有色行业研究<br>靳海明<br>+86 10 5836 2778    |
| 汽车、航空制造行业研究<br>张立平<br>+86 10 5836 2780 | IT 行业研究<br>张晓亮<br>+86 10 5836 2156    | 电力设备行业研究<br>李新渠<br>+86 10 5836 2760           | 钢铁行业研究<br>马涛<br>+86 10 5836 2789     |
| 建筑建材行业研究<br>唐笑<br>+86 10 5836 2159     | 金融工程与权证研究<br>何翔<br>+86 22 2845 1808   | 股指期货与衍生产品研究<br>徐莉莉<br>+86 22 2845 1659        | 产品设计和可转债研究<br>章辉<br>+86 22 2845 1977 |
| 债券研究<br>徐华<br>+86 22 2845 1137         | 宏观策略研究<br>黄锋<br>+86 22 2845 1131      | 金融策略与创新、证券理论<br>研究<br>吕玉忠<br>+86 22 2845 1857 | 策略研究<br>周喜<br>+86 22 2845 1972       |
| 营销主管<br>郭靖<br>+86 22 2845 1879         |                                       |                                               |                                      |
| <b>博士后工作站:</b>                         |                                       |                                               |                                      |
| 资产证券化研究<br>刘惠杰博士<br>+86 22 2845 1632   | 私募股权基金研究<br>黄亚玲博士<br>+86 22 2836 5293 |                                               |                                      |

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)