

商用载货车

陈光明

0755-82026708

chengguangming@cjis.cn

中国重汽

000951

推荐

中期业绩略低预期，但行业趋势向好

中国重汽发布中期业绩预告，2009 年上半年公司实现净利润约 1.6 亿元，同比下滑幅度在 50-60%，业绩略低于预期。

投资要点：

6-12 个月目标价：26.00 元

当前股价：21.50 元

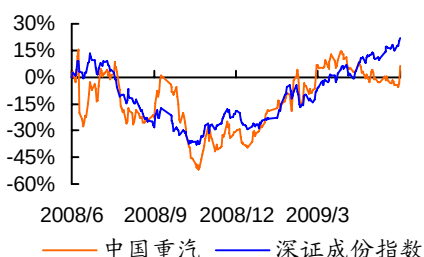
评级调整：维持

基本资料

深证成份指数	11151.63
总股本(百万)	419
流通股本(百万)	152
流通市值(亿)	34
EPS (09E)	0.97
每股净资产(元)	6.95
资产负债率	75.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国重汽	2.96	-0.76	52.29
深证成份指数	8.12	31.72	50.44



相关报告

《中国重汽-1 季度毛利率环比如期回升》

2009-4-29

《中国重汽-季度盈利低点已过，环比回升可期》2009-4-21

《中国重汽：重卡结构性增长的主要受益者》2008-3-12

■ 2009 年前 5 个月，公司销量表现好于同业。受经济增长放缓、出口市场低迷以及上年同期基数较高等因素的影响，国内重卡市场 2009 年前 5 个月销量增速同比下滑 31%。公司 2009 年前 5 个月销售 3.2 万辆，同比下滑约 17%，销量表现好于同业，集团的市场份额由 07、08 年的 20%提升至 26%。我们预计公司全年销量 8 万辆，与上年持平。

■ 毛利率如期回升，但销售费用增加使得单车利润未能明显提高。在钢价下跌及公司零部件采购成本有效控制等基础上，公司 2009 年 1 季度毛利率由去年 4 季度的 4.7%环比提升至 10.1%，毛利率回升符合我们前期的判断。在产销恢复的背景下，09 年公司毛利率水平达到 10%以上的概率较大。但从公司披露的中期报告数据看，我们判断公司目前可能依然保持激进的销售政策，抢占更大的市场份额，从而使得单车利润未能明显提高。

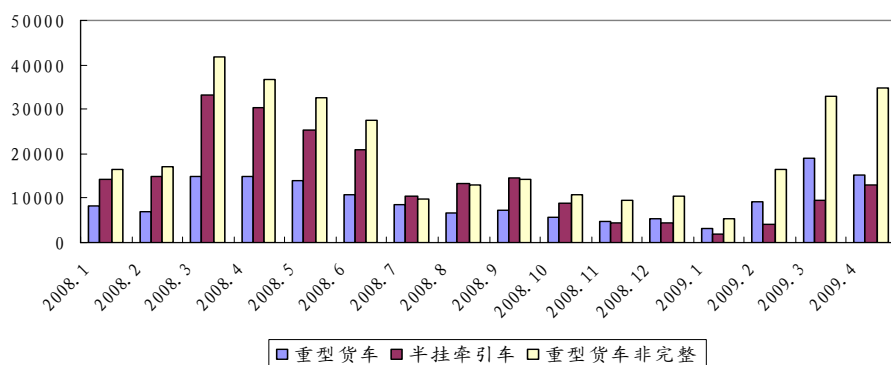
■ 重卡行业趋势转好，下半年月度增速有望回升至 40%左右。上半年，国内重卡市场在 4 万亿投资项目带动下，需求增长实际上要远远好于年初大家的预期。重卡市场也表现出一种结构性增长，与固定资产投资密切相关的重卡整车和重卡底盘需求要明显好于与外贸进出口相关的半挂牵引车。09 年下半年至明年，国内强劲的固定资产投资仍将维持，同时随着全球经济的触底回升，进出口市场将逐步好转，这又将带动牵引车需求的回复。实际上从最近几个月的数据看，牵引车销量环比增长在明显加快。我们预计下半年重卡有望销售 23 万辆，行业月度销量同比增速有望达到 40%左右。

■ 维持“推荐”评级。维持中国重汽 2009-2011 年每股收益分别为 0.97 元、1.27 元和 1.62 元，给予公司 6-12 个月目标价 26 元，对应 2010 年 20 倍 P/E，维持“推荐”评级。

主要财务指标

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入	19193	18842	20231	23232
同比(%)	11%	-2%	7%	15%
净利润	473	405	531	679
同比(%)	-34%	-14%	31%	28%
毛利率(%)	8.6%	10.0%	10.4%	10.9%
ROE(%)	19.0%	14.3%	15.9%	17.1%
每股收益(元)	1.13	0.97	1.27	1.62
P/E	19.12	22.38	17.07	13.35
P/B	3.54	3.20	2.72	2.28
EV/EBITDA	10	10	8	6

图表 1: 重卡分类产品月度销售走势 (单位: 辆)



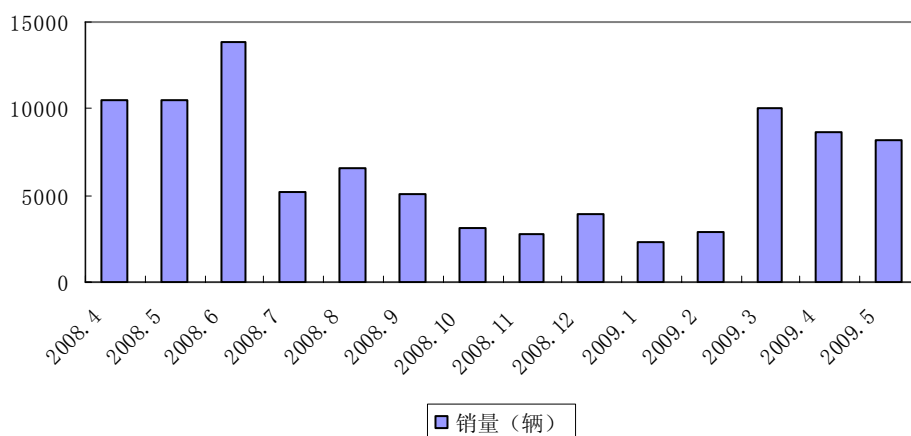
资料来源: 中汽协, 中投证券研究所

图表 2: 中国重汽季度财务指标 (单位: 万元)

	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2
销量	18471	37889	18545	33972	16902	9799	15270	25000?
营业收入	438,207	442,398	470,950	825,369	415,955	207,035	404,707	
毛利率 (%)	10.8	11.5	10.8	9.4	6.6	4.7	10.1	
均价	23.7	11.7	25.4	24.3	24.6	21.1	26.5	
净利润	16,625	21,134	15,430	28,957	4,650	-1,750	5,622	10,500
单车净利	0.90	0.56	0.83	0.85	0.28	-0.18	0.37	0.40?
EPS (元)	0.4	0.5	0.37	0.69	0.11	-0.04	0.13	0.25

资料来源: 公司财务报告, 中投证券研究所

图表 3: 中国重汽月度销量变化



资料来源: 公司财务报告, 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	9588	9019	9420	10238	营业收入	19193	18842	20231	23232
现金	4348	4003	4037	4077	营业成本	17538	16958	18117	20699
应收账款	680	576	658	752	营业税金及附加	0	0	0	0
其它应收款	22	40	37	42	营业费用	529	829	890	1022
预付账款	580	402	460	540	管理费用	313	264	283	325
存货	2526	2781	2905	3288	财务费用	24	55	46	40
其他	1432	1217	1323	1539	资产减值损失	42	0	0	0
非流动资产	2206	2962	3710	4387	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	6	3	4	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1064	2063	2924	3661	营业利润	747	736	895	1145
无形资产	210	225	218	215	营业外收入	30	0	0	0
其他	932	669	564	507	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	11794	11981	13130	14625	利润总额	773	736	895	1145
流动负债	8793	8610	9233	10088	所得税	154	147	179	229
短期借款	3639	2896	3542	3658	净利润	619	589	716	916
应付账款	1340	1430	1490	1696	少数股东损益	146	140	170	218
其他	3815	4284	4202	4734	归属母公司净利润	473	405	531	679
非流动负债	85	22	34	58	EBITDA	912	930	1165	1492
长期借款	40	0	0	0	EPS (元)	1.13	0.97	1.27	1.62
其他	45	22	34	58					
负债合计	8879	8584	9058	9698	主要财务比率				
少数股东权益	425	565	735	952	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	419	419	419	419	成长能力				
资本公积	684	684	684	684	营业收入	10.7%	-1.8%	7.4%	14.8%
留存收益	1387	1729	2233	2871	营业利润	-36.8%	-1.5%	21.5%	28.0%
归属母公司股东权益	2491	2833	3337	3975	净利润	-34.1%	-14.4%	31.1%	27.9%
负债和股东权益	11794	11981	13130	14625	获利能力				
					毛利率	8.6%	10.0%	10.4%	10.9%
					净利率	2.5%	2.1%	2.6%	2.9%
					ROE	19.0%	14.3%	15.9%	17.1%
					ROIC	26.1%	29.4%	24.2%	25.7%
					偿债能力				
					资产负债率	75.3%	71.6%	69.0%	66.3%
					净负债比率				
					流动比率	1.09	1.05	1.02	1.01
					速动比率	0.80	0.72	0.70	0.68
					营运能力				
					总资产周转率	1.79	1.59	1.61	1.67
					应收账款周转率	29.3	28.4	31.1	31.2
					应付账款周转率	13.13	12.24	12.41	12.99
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.13	0.97	1.27	1.62
					每股经营现金流	-0.21	3.96	2.48	2.85
					每股净资产	5.94	6.75	7.96	9.48
					估值比率				
					P/E	6.73	22.38	17.07	13.35
					P/B	3.54	3.20	2.72	2.28
					EV/EBITDA	10	10	8	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

陈光明, 中投证券研究所汽车行业分析师, 管理学硕士, 4 年行业经历, 5 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 上海汽车、长安汽车、一汽轿车、宇通客车、金龙汽车、江铃汽车、江淮汽车、潍柴动力、中国重汽、威孚高科等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434