

商用载货车

陈光明

0755-82026708

chengguangming@cjis.cn

中国重汽

000951

推荐

市场领先地位将进一步巩固

2009 年 7 月 15 日，中国重汽（香港）与德国 MAN 公司签署了包括认购协议、技术许可协议、购股协议以及股东协议等在内的交易文件。

投资要点：

- **合作将加快重汽技术升级、提升市场竞争力。**曼是全球领先的商用车（包括卡车及客车）、柴油内燃机及汽轮机制造商之一。此次合作，将大幅加快重汽集团的技术升级，提升产品品质并进一步多元化，有助于集团打造世界级重卡设计及制造平台，稳定并扩大集团在国内与国际的市场份额。
- **重卡行业趋势转好，下半年月度增速有望回升至 40% 左右。**09 年下半年至明年，国内强劲的固定资产投资增速仍将维持，这继续拉动对工程自卸车的需求；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恢复。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。我们预计重卡全年销售 50 万辆，同比下滑约 8%。其中，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%。
- **重汽上半年销售表现优于同业，市场份额进一步提升。**2009 年前 5 个月在国内重卡销量下滑 31% 的情况下，公司销量下滑约 17%，销量表现明显好于同业，集团的市场份额由 07、08 年的 20% 进一步提升至 26% 左右。公司 6、7 月份销量回升至 1 万辆左右的较高水平，保守预计公司 09 年全年完成销售 8 万辆，较上年略有增长。1 季度公司毛利率环比回升 6 个百分点，由于公司目前为抢占更大的市场份额销售政策相对激进，短期内影响了单车盈利。但我们应该看到，在目前这样的产销规模下，上半年不足 0.4 万元的单车盈利应该很难再差了。
- **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 元的预测。此次的合作将进一步提升公司产品竞争力、巩固公司在国内重卡市场的领导地位，估值理应得到提升，我们将公司 6-12 个月目标价由 26 元提高到 32 元，对应 2010 年 25 倍 P/E，维持“推荐”评级。

6-12 个月目标价： 32.00 元

当前股价： 26.99 元

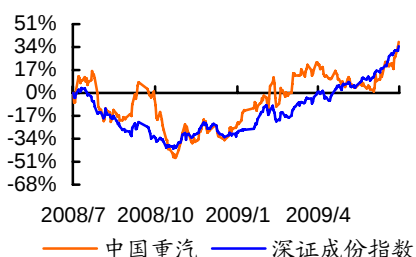
评级调整： 维持

基本资料

深证成份指数	13079.26
总股本(百万)	419
流通股本(百万)	152
流通市值(亿)	41
EPS (09E)	
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	35.61	14.86	77.54
深证成份指数	21.45	34.50	92.38



相关报告

《中国重汽-中期业绩略低预期，但行业趋势向好》2009-6-19

《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

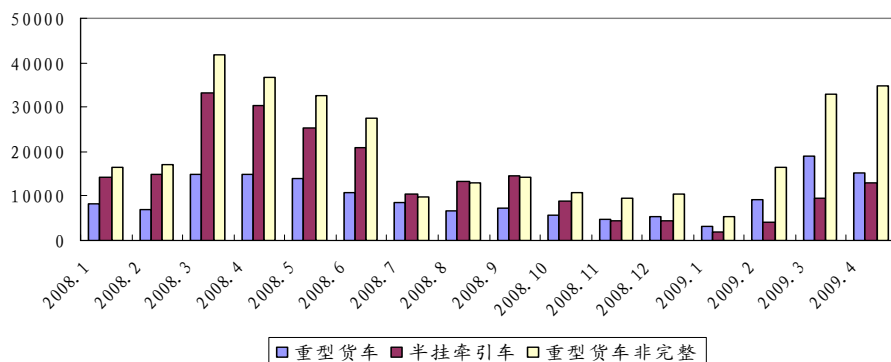
主要财务指标

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	27.95	21.32	16.67
P/B	3.54	4.00	3.39	2.85
EV/EBITDA	13	13	10	8

附:

合作项目主要包括: MAN 同意以总代价 4.86 亿欧元(约 52.49 亿港元)认购公司一项 2012 年到期的可转股票据;同时斥资 7397.9 万欧元(约 7.99 亿港元)认购公司已发行股本约 4.2%或 9,118.5 万股股份。MAN 授予中国重汽一项有关完整 TGA 卡车、符合欧 III、欧 IV 及欧 V 排放标准的 D08、D20 及 D26 发动机及相关零部件的在中国的独家及不可转让权利使用许可技术和专门技术,以及相关的分销、售后维护及服务使用许可技术和专门技术的权利。

图表 1: 重卡分类产品月度销售走势 (单位: 辆)



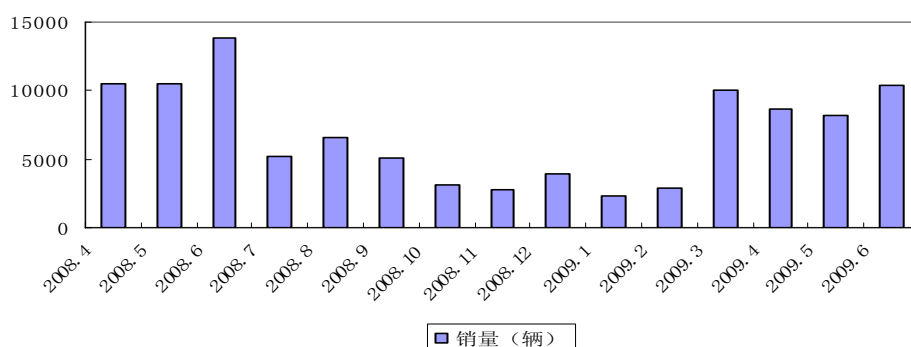
资料来源: 中汽协, 中投证券研究所

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	27156
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	0.39
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	主要财务比率				
负债合计	8879	8584	9058	9698	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	425	565	735	952	成长能力				
股本	419	419	419	419	营业收入	10.7%	-1.8%	7.4%	14.8%
资本公积	684	684	684	684	营业利润	-36.8%	-1.5%	21.5%	28.0%
留存收益	1387	1729	2233	2871	净利润	-34.1%	-14.4%	31.1%	27.9%
归属母公司股东权益	2491	2833	3337	3975	获利能力				
负债和股东权益	11794	11981	13130	14625	毛利率	8.6%	10.0%	10.4%	10.9%
现金流量表					净利率	2.5%	2.1%	2.6%	2.9%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	19.0%	14.3%	15.9%	17.1%
经营活动现金流	-88	1616	1067	1197	ROIC	26.1%	29.4%	24.2%	25.7%
净利润	619	589	716	916	偿债能力				
折旧摊销	140	139	225	306	资产负债率	75.3%	71.6%	69.0%	66.3%
财务费用	24	55	46	40	净负债比率				
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.09	1.05	1.02	1.01
营运资金变动	1234	1662	889	906	速动比率	0.80	0.72	0.70	0.68
其它	445	-829	-808	-971	营运能力				
投资活动现金流	-755	-870	-972	-988	总资产周转率	1.79	1.59	1.61	1.67
资本支出	756	867	963	974	应收账款周转率	29.3	28.4	31.1	31.2
长期投资	0	6	-3	1	应付账款周转率	13.13	12.24	12.41	12.99
其他	0	3	-12	-13	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	1599	-1230	487	-169	每股收益	1.13	0.97	1.27	1.62
短期借款	1967	-742	645	116	每股经营现金流	-0.21	3.96	2.48	2.85
长期借款	-616	-99	-156	-214	每股净资产	5.94	6.75	7.96	9.48
普通股增加	97	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-97	0	0	0	P/E	6.73	27.95	21.32	16.67
其他	247	-388	-2	-71	P/B	3.54	4.00	3.39	2.85
现金净增加额	755	-345	34	40	EV/EBITDA	13	13	10	8

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