

中国重汽 000951.SZ

真正的重卡行业龙头即将诞生

事件：中国重汽（000951）公告了重汽香港（3808.HK）和德国 MAN 公司的战略合作内容。根据该项合作中双方签署的《技术许可协议》，中国重汽（000951）（以下简称公司）将无偿获得如下授权：

1) 于上述战略合作项目正式实施后，公司将获授权装配包含引进技术的技术提升性重卡；2) 公司控股子公司济南桥箱有限公司将获授权在中国境内使用引进技术生产车桥等合同产品；3) 本公司将有权在其生产的除技术提升型重卡之外的其它车辆上安装利用引进技术国产化生产的 D20、D26 和 D08 三种先进的发动机。

我们的观点

- **公司的发动机技术将获得全面提升。**由于历史原因，公司的重卡产品的发动机技术和整车产品的市场地位并不匹配。公司获得授权使用 MAN 公司的国产化的 D 系列发动机，有利于提升公司的发动机的产品竞争力，有利于进一步提升公司的市场地位。
- **公路货运行业用重卡产品竞争力相对较弱的历史将结束。**长期以来，公司的重卡产品以坚固耐用著称，所以重卡产品的自重高于竞争产品。在高速公路计重收费和燃油税改革的政策环境下，公司的重卡产品在公路货运行业不具备竞争优势；而 MAN 公司的主要产品在公路货运行业具备很强的竞争力。通过本次合作，公司将获授权生产技术提升型重卡，有利于提升公司在公路货运行业用重卡市场的竞争地位，未来有望在该市场上获得目前公司在土建类重卡市场上的龙头地位。
- **在行业即将到来的内涵式增长中奠定领先优势。**我们认为，随着未来两年国家重大基础设施建设的逐渐完成，以及铁路客运专线在 2011 以后的投入使用，重卡行业高速增长的阶段即将告一段落。重卡行业将进入内涵式增长的阶段。届时，行业内公司的盈利增长将无法依靠销量的高速增长，而取决于产品的附加值。重汽香港和 MAN 的本次合作，有利于成就中国重汽集团在重卡行业的领导地位，而公司也将在重卡整车行业成为真正的王者，产品附加值得到明显提升，进而提升盈利能力。
- **短期内对公司的业绩没有实质性的影响。**作为一个世界一流的重卡公司，MAN 的发动机产品的国产化过程，以及技术提升性重卡产品匹配、标定试验等产品开发过程将是非常严谨的。根据 MAN 和重汽香港的合作进程，已及发动机国产化需要的时间，我们预计大约在 2011 年底，相关产品将可能推向市场。
- **投资评级。**预计 09 年、10 年公司实现每股盈利 0.98 元、1.52 元。鉴于重汽香港和 MAN 的合作有利于成就公司重卡行业领导地位的前景，以及重卡行业复苏的前景不断明朗，我们依然维持对公司买入的投资评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

秦绪文

汽车行业高级分析师
8621-63325888×6097
qinxuwen@orientsec.com.cn

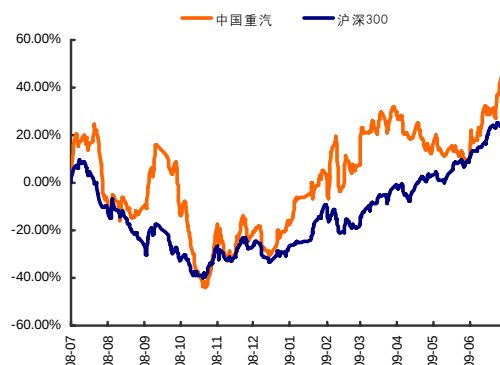
周凤武

机械行业资深分析师
8621-63325888×6010
zhoufw@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持（维持）

股价（2009 年 7 月 15 日） 26.99 元
目标价格（6 个月） 35.00 元
总股本/A 股（万股） 41943/41943
A 股市值（百万元） 11320
国家/地区 中国
行业 汽车及零部件
报告日期 2009 年 7 月 15 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	31.46	142.80	48.90
相对表现 (%)	12.29	((16.20))	20.07

资料来源：WIND

财务预测

单位：百万元				
主要财务指标	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	17335	19193	20664	25830
同比 (%)	74%	17%	2%	25%
归属母公司净利润	717	473	413	639
同比 (%)	172%	-32%	-16%	55%
毛利率 (%)	12.4%	9.0%	8.1%	9.0%
ROE (%)	35.6%	19.5%	14.4%	18.3%
每股收益 (元)	2.22	1.13	0.98	1.52
P/E	12.14	23.09	27.42	17.72
P/B	4.32	4.51	3.96	3.24
EV/EBITDA	7.80	11.33	12.23	8.49

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表：公司财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	会计年度	2007	2008	2009E	2010E
流动资产	7989	9049	9907	12069	营业收入	17335	19193	20664	25830
现金	3518	5215	5941	6674	营业成本	15189	17538	18990	23505
应收账款	561	662	668	838	营业税金及附加	14	0	0	0
其它应收款	41	90	112	140	营业费用	482	529	517	659
预付账款	229	238	245	303	管理费用	289	313	351	439
存货	2766	1811	1886	2795	财务费用	128	24	-44	43
其他	875	1034	1055	1318	资产减值损失	50	42	-12	25
非流动资产	1616	1994	2104	2093	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	912	1057	1138	1145	营业利润	1183	747	861	1159
无形资产	224	214	208	202	营业外收入	11	30	25	27
其他	480	722	758	746	营业外支出	6	4	6	9
资产总计	9605	11043	12010	14162	利润总额	1188	773	880	1177
流动负债	6359	7125	7491	8481	所得税	259	154	158	212
短期借款	1672	1659	1709	2115	净利润	929	619	722	966
应付账款	1331	1475	1424	1645	少数股东损益	212	146	250	292
其他	3356	3991	4358	4720	归属母公司净利润	717	473	413	639
非流动负债	700	686	687	917	EBITDA	1426	981	909	1310
长期借款	656	596	596	796	EPS (元)	2.22	1.13	0.98	1.52
其他	44	90	91	121	主要财务比率				
负债合计	7058	7811	8178	9398	会计年度	2007	2008	2009E	2010E
少数股东权益	529	724	974	1267	成长能力				
股本	323	419	419	419	营业收入	74.0%	16.9%	2.0%	25.0%
资本公积	781	684	684	684	营业利润	76.9%	-26.4%	-1.1%	34.6%
留存收益	914	1405	1755	2393	归属于母公司净利润	172.0%	-31.7%	-15.8%	54.7%
归属母公司股东权益	2018	2508	2858	3497	获利能力				
负债和股东权益	9605	11043	12010	14162	毛利率	12.4%	9.0%	8.1%	9.0%
现金流量表					净利率	4.1%	2.4%	2.0%	2.5%
单位:百万元					ROE	35.6%	19.5%	14.4%	18.3%
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	ROIC	76.1%	162.5%	141.5%	137.1%
经营活动现金流	-38	2315	793	769	偿债能力				
净利润	929	619	722	966	资产负债率	73.5%	70.7%	68.1%	66.4%
折旧摊销	115	72	92	108	净负债比率				
财务费用	128	38	-44	43	流动比率	1.26	1.27	1.32	1.42
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.81	1.01	1.07	1.09
营运资金变动	-2283	1550	99	-338	营运能力				
其它	1072	36	-76	-9	总资产周转率	2.00	1.96	1.79	1.97
投资活动现金流	-369	-448	-198	-99	应收账款周转率	48	31	29	32
资本支出	372	440	189	84	应付账款周转率	13.77	13.14	13.10	15.31
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	3	-8	-8	-14	每股收益(最新摊薄)	1.71	1.17	0.98	1.52
筹资活动现金流	998	-170	131	63	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.09	5.52	1.89	1.83
短期借款	331	-12	50	406	每股净资产(最新摊薄)	4.81	5.98	6.81	8.34
长期借款	596	-60	0	200	估值比率				
普通股增加	0	97	0	0	P/E	12.14	23.09	27.42	17.72
资本公积增加	-38	-97	0	0	P/B	4.32	4.51	3.96	3.24
其他	110	-98	81	-543	EV/EBITDA	7.80	11.33	12.23	8.49
现金净增加额	591	1697	726	734					

数据来源：东方证券研究所

分析师承诺

秦绪文：汽车行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

周凤武：机械行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn