

重卡需求旺盛的最大受益者

研究结论

- **重卡市场淡季不淡。**根据对国内几家主流的重卡制造商的产品销售信息的跟踪研究,进入2010年,重卡产品订单暴增,预计1月份重卡产品销量可达6万台,不仅远远好于2009年同期水平,同时也显著高于历史上1月份的最高销量,淡季不淡的趋势非常明显。
- **公路货运类重卡产品需求持续旺盛是重卡产品销售火爆的重要驱动因素。**根据目前订单的销售结构来看,公路类重卡产品销量占比超过70%,是重卡产品需求旺盛的第一驱动因素。我们认为,公路类重卡产品需求旺盛和以下四个因素有关:1)、09年1月份开始养路费取消,重卡运输户的盈亏平衡点显著下降;2)、4季度至春节前是公路货运行业的传统旺季;3)、货运量、天气、油价三方面因素推动的公路货运价格的显著上涨。我们认为,2010年,受投资和消费持续增长的拉动,公路货运行业将维持较高的景气程度,从而带动公路货运类重卡产品需求全年维持较高的旺盛程度。
- **土建类重卡产品需求提前释放。**以自卸车为代表的土建类重卡产品,由于在改装厂增加上装需要1个月至1.5个月不等的时间,所以经销商及改装厂往往需要在旺季来临之前,提前1个月以上的时间拿到重卡底盘,以便在旺季来临时能及时将加好上装的产品销售给客户。根据我们跟踪的主流重卡品牌的经销商的反馈,土建类重卡运输户目前踊跃下订单,显示土建类货运需求非常旺盛,表明经过1年的前期准备,大量的地方基建项目开始进入施工阶段。
- **公司将充分受益于公路货运类重卡产品旺销和产品销售结构的好转。**由于发动机马力大、产品耐久性好、车辆自重相对较轻等原因,公司的主要下游整车企业陕西重汽、福田汽车和北方奔驰等公司的产品在公路货运重卡产品市场上竞争优势明显,这些公司的重卡产品在公路货运类重卡产品市场上的份额接近50%,当公路货运类重卡产品市场持续繁荣时,公司的产品销售将充分受益。同时,由于严禁超载,公路货运类重卡运输户希望通过提高运输效率来弥补无法超载带来的损失,因此大马力的重卡越来越受到重卡运输户的青睐;多档位变速箱和国III发动机搭配,具有提高燃油经济性的特点,因此搭载大马力发动机和多档位变速箱的重卡产品销量占比将不断提高,而大马力发动机和多档位变速箱恰恰是公司在市场上鲜有竞争对手的产品。
- **投资评级。**暂时维持公司09年、10年的盈利预测,预计09年、10年公司每股净收益4.10元、5.03元,对应09年、10年P/E水平为16.54倍、13.47倍,对应09年、10年P/B水平为4.81倍、3.58倍,继续维持对公司买入的投资评级。
- **股价催化剂。**重卡产品销售持续超预期。
- **风险因素。**国内投资和消费增速在2010年下半年显著放缓。

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 x 6097

qinxuwen@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2010年1月7日) 67.8元

目标价格(6个月) 90.00元

总股本/A股(万股) 83305/63064

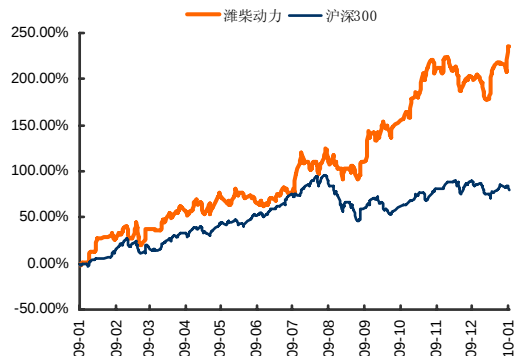
A股市值(百万元) 56480

国家/地区 中国

行业 汽车及零部件

报告日期 2010年1月7日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现(%)	16.46	64.49	239.98
相对表现(%)	16.87	55.07	155.22

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	29261	33128	34653	39851
同比(%)	313%	13%	5%	15%
归属母公司净利润	2019	1931	3415	4194
同比(%)	173%	-4%	77%	23%
毛利率(%)	23.6%	20.2%	24.0%	25.0%
ROE(%)	31.6%	27.2%	29.1%	26.6%
每股收益(元)	3.88	2.32	4.10	5.03
P/E	17.48	24.53	16.54	13.47
P/B	5.53	6.68	4.81	3.58
EV/EBITDA	9.05	9.90	6.60	5.40

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

附表：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	14477	19945	19362	25663	营业收入	29261	33128	34653	39851
现金	2716	5864	3933	7672	营业成本	22352	26429	26336	29888
应收账款	1884	2934	2540	2865	营业税金及附加	128	134	152	175
其它应收款	264	391	693	797	营业费用	1537	1631	1570	1805
预付账款	1066	906	1099	1151	管理费用	1543	1624	1559	1793
存货	4323	5851	4975	5578	财务费用	236	286	185	218
其他	4224	3999	6123	7601	资产减值损失	151	372	267	307
非流动资产	7945	9323	12987	12263	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	295	346	321	335	投资净收益	-107	-25	20	25
固定资产	5276	6034	7242	7961	营业利润	3206	2626	4603	5689
无形资产	614	577	509	444	营业外收入	95	161	95	110
其他	1760	2365	4915	3524	营业外支出	23	46	21	54
资产总计	22423	29268	32349	37926	利润总额	3278	2741	4677	5745
流动负债	12644	16720	13196	14482	所得税	480	329	702	862
短期借款	1158	1246	1580	1793	净利润	2798	2412	3976	4883
应付账款	5470	6442	6057	6874	少数股东损益	779	480	561	689
其他	6017	9032	5558	5814	归属母公司净利润	2019	1931	3415	4194
非流动负债	371	1221	1271	1571	EBITDA	4111	3758	5634	6883
长期借款	241	772	1141	1441	EPS (元)	3.88	2.32	4.10	5.03
其他	129	449	130	130	主要财务比率				
负债合计	13015	17941	14466	16053	会计年度	2007	2008	2009E	2010E
少数股东权益	3026	3329	4338	5028	成长能力				
股本	521	833	833	833	营业收入	312.7%	13.2%	4.6%	15.0%
资本公积	2376	1988	2063	2063	营业利润	260.4%	-18.1%	75.3%	23.6%
留存收益	3488	5190	8838	12895	归属于母公司净利润	172.5%	-4.4%	76.8%	22.8%
归属母公司股东权益	6381	7998	11731	15788	获利能力				
负债和股东权益	22423	29268	32349	37926	毛利率	23.6%	20.2%	24.0%	25.0%
现金流量表					净利率	6.9%	5.8%	9.9%	4.9%
单位:百万元					ROE	31.6%	27.2%	29.1%	26.6%
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	ROIC	28.3%	21.9%	13.5%	12.9%
经营活动现金流	2303	1875	4043	5100	偿债能力				
净利润	2798	2412	3976	4883	资产负债率	58.0%	53.7%	44.7%	42.3%
折旧摊销	670	846	846	976	净负债比率				
财务费用	236	286	185	218	流动比率	1.14	1.24	1.47	1.77
投资损失	107	-15	-20	-25	速动比率	0.79	0.88	1.07	1.36
营运资金变动	-1576	-3155	-857	-1745	营运能力				
其它	69	1501	-86	792	总资产周转率	1.99	1.31	1.12	1.13
投资活动现金流	-1380	-1940	-2140	-1524	应收账款周转率	28	13	11	12
资本支出	1415	1683	2139	1535	应付账款周转率	8.17	4.60	4.32	4.62
长期投资	-49	587	26	14	每股指标 (元)				
其他	-14	330	26	25	每股收益(最新摊薄)	2.42	2.32	4.10	5.03
筹资活动现金流	-340	706	-1368	163	每股经营现金流(最新摊薄)	2.76	2.25	4.85	6.12
短期借款	1158	1246	-550	213	每股净资产(最新摊薄)	7.66	9.60	14.08	18.95
长期借款	241	772	400	300	估值比率				
普通股增加	191	312	0	0	P/E	17.48	24.53	16.54	13.47
资本公积增加	2376	-387	0	0	P/B	5.53	6.68	4.81	3.58
其他	-4305	-1237	-1218	-350	EV/EBITDA	9.05	9.90	6.60	5.40
现金净增加额	582	641	535	3739					

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。

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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn