

买入 调高

中国重汽 (000951)

2010 年 01 月 25 日

享受盈利弹性

汽车行业分析师: 赵晨曦

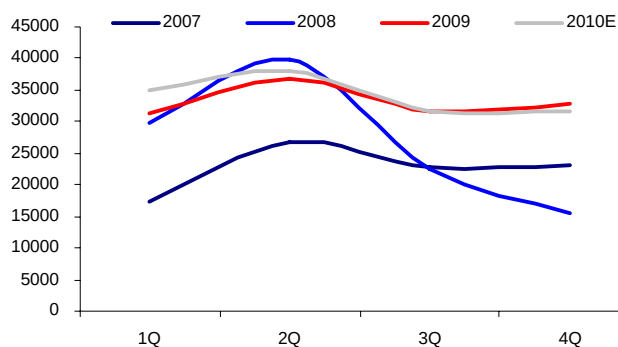
zhaocx@htsec.com

021-23219473

我们的观点: 从大的逻辑上讲, 我们认为目前中国重汽正处于非常好的盈利时期, 一方面产品销量出现大幅攀升, 并对产品进行了提价; 一方面原材料成本压力还没有显现, 使得公司利润率空间出现迅速扩大, 因此我们预计 2009、2010 年公司盈利分别达到 1.10 元、2.34 元, 调升公司评级至“买入”。同时我们认为 2010 年公司业绩仍有超出我们预期的可能。

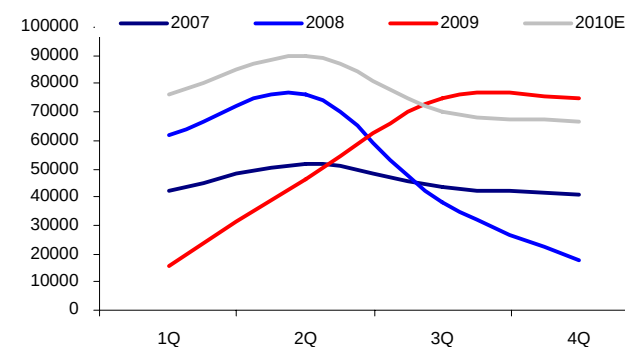
1H10 重卡行业销售有望同比增长 52%。从最近的追踪看, 重卡销售在 1 月份出现旺季提前的现象, 大多数企业的开工率已接近满负荷, 那么这种情况能否持续, 力度有多强就是我们要分析得问题了。我们首先把重卡按其车型结构来细分为 3 类, 整车、半挂车和非完整车。

图 1 整车月度销量 (辆)



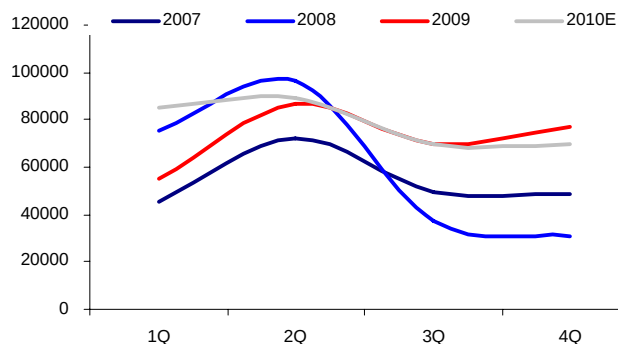
资料来源: 中汽协、海通证券研究所

图 2 半挂车月度销量 (辆)



资料来源: 中汽协、海通证券研究所

图 3 非完整车月度销量 (辆)



资料来源: 中汽协、海通证券研究所

按照车型细分看，我们发现 2009 年销量降幅最大的是半挂车。我们认为这是由于半挂车的销售与物流活动的联系最紧密，因而受到的冲击最大。从下表所示的同比和环比数据我们可以更直接的看到经济复苏对半挂车销售的巨大影响。由于 2010 年初经济活动的迅速恢复，因此我们对 2010 年半挂车的销售抱有很高的预期。

表 1 2009 年半挂车销量同比和环比数据

	1Q	2Q	3Q	4Q
同比 (%)	-75	-40	96	323
环比 (%)	-13	198	62	0

资料来源：海通证券研究所

非完整车是 2009 年重卡销量下滑又一重要因素。我们通过下表可以看到在基础建设大量开工的情况下，1H09 非完整车的销售仍是出现 2 位数的下滑。令我们惊奇的发现 2010 年的 1 月份非完整车的订单也出现了快速增长，根据我们的调研我们发现由于非完整车的销售是先到改装车厂，然后再由改装车厂卖到最终用户手中，因此非完整车的销售受到改装车厂对未来预期的影响。2010 年初，一方面由于改装车厂手中库存较低，另一方面由于车厂对未来预期相对乐观因此加大库存储备，从而导致销售高潮的提前到来。

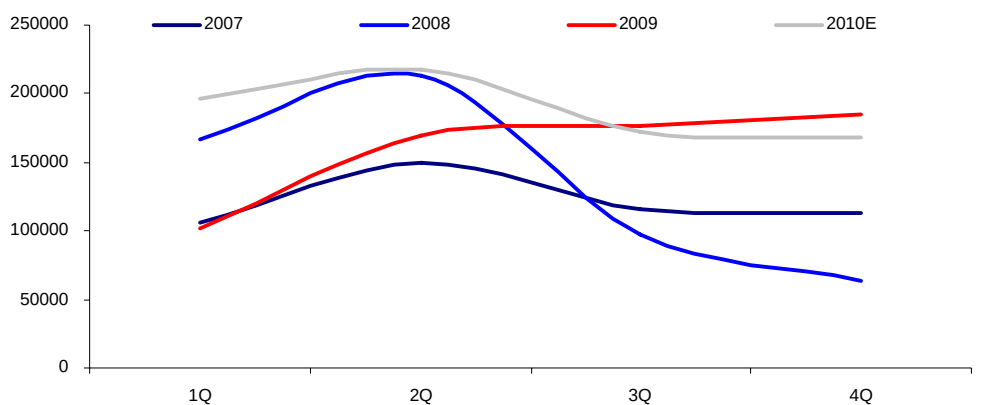
表 2 2009 年非完整车销量同比和环比数据

	1Q	2Q	3Q	4Q
同比 (%)	-27	-10	89	152
环比 (%)	80	58	-20	9

资料来源：海通证券研究所

我们预计 1H10 半挂车和非完整车的销量增速分别达到 169%和 23%，受此影响我们调高对重卡销售的预期，预计 1H10 增长 52%，全年增长 19%。

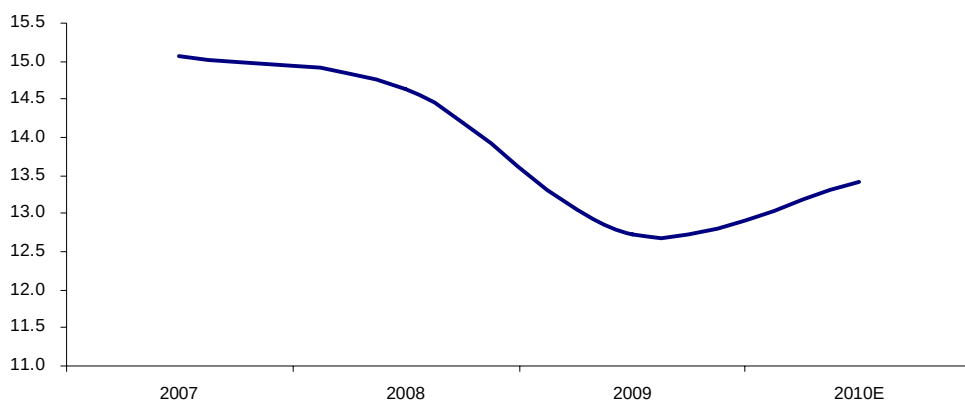
图 4 重卡销量季度销量及预测（辆）



资料来源：中汽协、海通证券研究所

2010 中国重汽市占率有望缓步回升。公司推出的 EGR 发动机在 2009 年出现了技术问题，造成发动机故障率上升，从而影响了公司产品的销售。目前该问题已经得到解决，我们预计 2010 年公司重卡市占率下滑的局面将不会再出现。

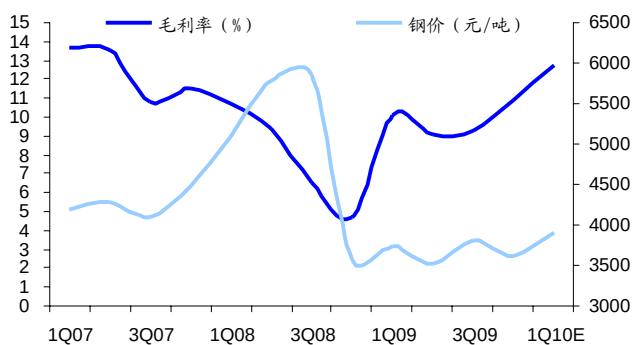
图 5 中国重汽市占率(%)



资料来源：海通证券研究所

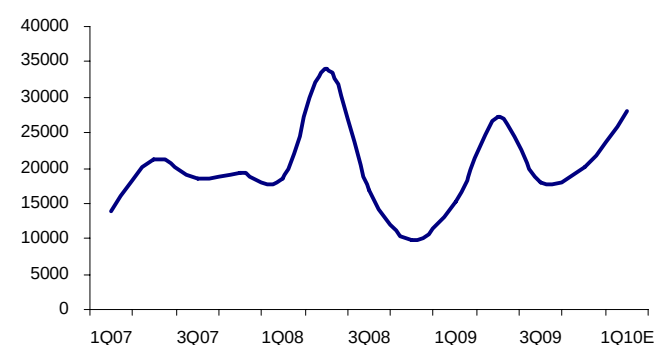
1H10 中国重汽的产品毛利率有望创出历史新高。由于中国重汽的盈利弹性非常高，因此毛利率微小的变化对公司净利润的影响都是巨大的，我们分析了各个时期公司销售规模，钢价成本，以及公司在当季的毛利率情况，我们发现至少在 1Q10 公司净利润有超常规增长的可能。

图 6 中国重汽各季度销售毛利率和当期钢价



资料来源：wind、海通证券研究所

图 7 中国重汽各季度销量及预测

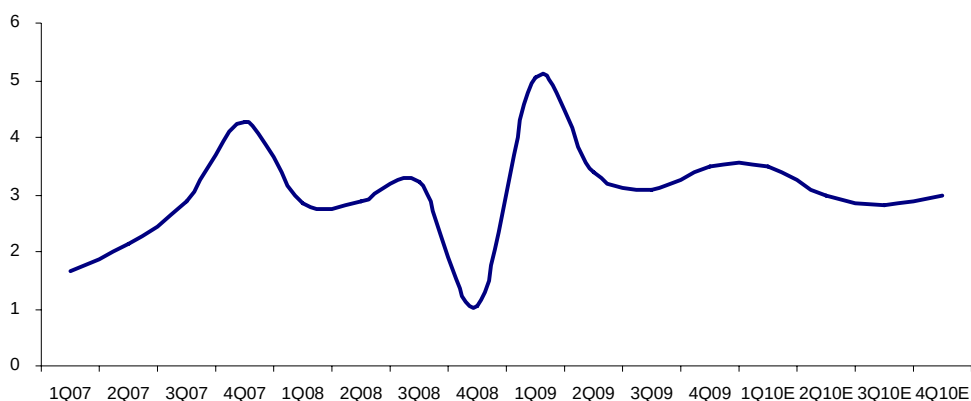


资料来源：海通证券研究所

1 月份重卡企业普遍对产品进行了提价，提价幅度在 1%-2%，同时由于 2009 年的钢材价格普遍处在低位造成公司目前的直接采购钢材成本和间接使用钢材的零部件成本都已经降到了相对较低的水平，我们认为在售价和成本的此消彼长中，公司的产品销售毛利率有望出现快速的提升，不排除 1Q10 公司产品毛利率超过 13% 创出历史新高的可能。

2010 年公司销售费用率有望降低。我们了解到 2009 年公司非完整车的销售占比提升，由于非完整车主要是通过改装车厂进行销售因此销售返点较高，从而导致 2009 年公司销售费用率较高。我们认为由于半挂车的销售复苏，公司的销售结构将出现变化从而导致销售费用率呈现降低的走势。

图 8 中国重汽各季度销售费用率



资料来源：海通证券研究所

盈利预测和投资建议。首先我们要承认由于中国重汽的净利润率较低，因此对盈利做出准确的预测是非常困难的。从大的逻辑上讲，我们认为目前中国重汽正处于非常好的盈利时期，一方面产品销量出现大幅攀升，并对产品进行了提价；一方面原材料成本压力还没有显现，使得公司利润率空间出现迅速扩大，因此我们预计 2009、2010 年公司盈利分别达到 1.10 元、2.34 元，调升公司评级至“买入”。同时我们认为 2010 年公司业绩仍有超出我们预期的可能。

表 3 公司各季毛利率、费用率和净利润率

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09E	1Q10E	2Q10E	3Q10E	4Q10E
毛利率 (%)	10.13	9.12	9.30	10.94	12.78	12.00	10.64	9.87
销售费用率 (%)	5.05	3.38	3.10	3.50	3.50	3.00	2.80	3.00
管理费用率 (%)	1.22	1.44	2.45	1.97	2.30	2.30	2.40	2.50
归属母公司净利润率 (%)	1.39	2.26	2.33	2.98	4.44	4.18	3.04	2.13

资料来源：海通证券研究所

风险提示。钢材等原材料价格大幅度上涨。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

赵晨曦：汽车行业

重点研究上市公司：上海汽车、长安汽车、东风汽车集团、敏实集团、中国重汽、潍柴动力、江铃汽车。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。