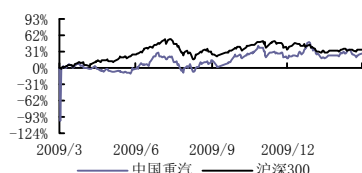


消费品及服务 - 汽车及配件

2010 年 03 月 23 日

市场数据	2010 年 3 月 22 日
当前价格 (元)	28.04
52 周价格区间 (元)	19.80-32.91
总市值 (百万)	11760.69
流通市值 (百万)	7225.89
总股本 (万股)	419.43
流通股 (万股)	257.70
日均成交额 (百万)	101.39
近一月换手 (%)	17.35%
第一大股东	中国重汽 (香港) 有限公司
公司网址	http://www.cnhtc.com.cn

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
中国重汽	2.45%	7.15%	26.76%
沪深 300	2.14%	-0.09%	38.78%

相关报告

《中长期竞争力实质性提升》	2009.7
《王者迈步从头越》	2009.11
《中国重汽调研简报》	2010.1

执业证书号:

S1030207080530

吕丽华、冉飞

+86 755 83199599 ext 8267

ranfei@csc.com.cn

分析师申明:

吕丽华、冉飞, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

业绩符合预期, 瑕不掩瑜

— 中国重汽 (000951) 2009 年年报点评

评级: 增持

预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	20361	23494	26078	29729
净利润 (百万元)	428	683	796	961
每股收益 (元)	1.02	1.63	1.90	2.29
净利润增长率%	-10	60	17	21
市盈率	27	17	15	12
EV/EBITDA	13	10	9	7

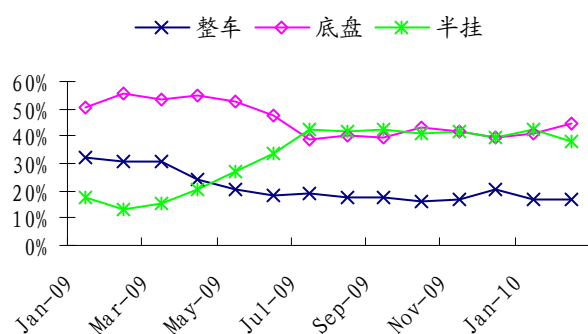
- **业绩符合预期。**2009 年公司实现营业收入 203.61 亿元, 同比增长 6.08%; 归属于母公司的净利润 4.28 亿元, 同比下降 9.51%; 每股收益 1.02 元, 与我们预期一致; 2009 年度分配预案: 每 10 股派发现金股利 1.0 元 (含税)。
- **销量增速落后行业。**2009 年公司实现重卡销量 8.1 万辆, 同比增长 2%, 增速落后行业 16 个百分点, 主要原因: (1) 2009 年 2 季度开始重卡行业以半挂车的单边修复为主, 公司在此领域竞争力相对欠缺, 市场份额遭一汽等对手快速挤占; (2) EGR 产品在年内出现一些质量问题, 对公司品牌形象和销售产生了负面影响。
- **毛利率不升反降。**2009 年公司毛利率仅为 8.05%, 在原材料成本环境大幅改善的情况下依旧同比下滑了 0.58 个百分点, 与其他可比公司形成鲜明反差。我们判断, 毛利率不升反降的一方面原因是受 EGR 产品质量拖累 (返修、赔偿支出增加), 同时公司在成本控制环节也存在瑕疵。另外, 公司年末资产负债率达到 80.21%, 增加 5.03 个百分点, 其中长短期借款余额合计增加 25.6 亿元, 也反映出商务政策变化 (以规模为导向、增加返利) 对公司营运周转带来了一定压力。
- **瑕不掩瑜, 2010 年具备较大增长潜力。**我们预计国内重卡行业 2010 年增速为 15%, 公司在经历 2009 年的调整后, 业绩具备较大的增长潜力, 主要理由: (1) EGR 产品在 2009 年出现的一些技术问题已得到解决, 并获市场普遍认可; (2) 单车价格和附加值更高的 HOWO 系列重卡占销售比重进一步提升; (3) 主要海外市场需求总体回暖; 我们预计 2009 年公司重卡销量 9.4 万辆, 同比增长 16%, 毛利率有 1~2 个百分点的提升空间。此外, 集团与 MAN 合作导入的发动机项目预计在年内量产, 整车系列产品的后续推出也有助于未来盈利能力继续走高。
- **维持“增持”评级。**我们预计公司 2010~2012 年每股收益分别为 1.63 元、1.9 元、2.29 元, 当前股价对应 2010 年市盈率 17 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示。**钢材等原材料价格大幅上涨。

Figure 1 公司近年主要财务指标

项目/年度	2006	2007	2008	2009
营业收入(亿元)	99.63	173.35	191.93	203.61
净利润(亿元)	2.64	7.17	4.73	4.28
毛利率(%)	13.47	12.38	8.63	8.05
净利率(%)	4.56	5.36	3.22	2.84
期间费用率(%)	6.63	5.19	4.51	4.73
营业费用率(%)	2.72	2.78	2.75	3.08
管理费用率(&)	2.68	1.67	1.63	1.38
财务费用率(%)	1.22	0.74	0.13	0.27

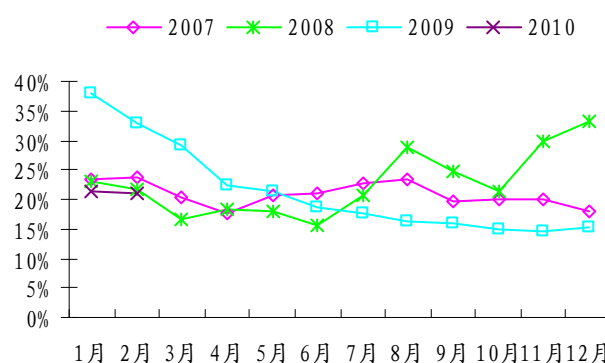
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 2 重卡三大子行业月度销量结构



数据来源: 中汽协、世纪证券研究所

Figure 3 重汽(集团)月度市场份额



数据来源: 中汽协、世纪证券研究所

Figure 4 利润表预测

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	20361	23494	26078	29729
营业成本	18723	21262	23601	26905
营业税金及附加	0	1	2	2
营业费用	627	681	756	862
管理费用	281	376	417	446
财务费用	56	110	70	60
资产减值损失	-13	30	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	688	1035	1234	1456
营业外收入	26	0	0	0
营业外支出	10	0	0	0
利润总额	704	1035	1234	1456
所得税	126	166	197	233
净利润	578	869	1036	1223
少数股东损益	150	186	241	262
归属母公司净利润	428	683	796	961
EPS (元)	1.02	1.63	1.90	2.29

数据来源: wind、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.