

2011-03-26

汽车和汽车零部件

中国重汽 000951-SZ

维持

增持

当前价格	28.24 元
目标价格	31.05 元
目标期限	6 个月

分析师:

于特: (执业证书编号: S0930510120015)

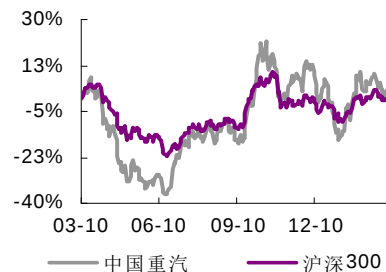
电话: 021-22169158

yute@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	419
总市值(百万元)	11,845
流通比例(%)	65.38%
12 个月最高/最低(元)	33.50/16.24
近 3 月日均成交量(百万股)	5.40
主要股东	中国重汽 (香港)有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.41	-3.20	4.31
绝对收益	3.44	0.96	6.33

相关报告:

旺季提前来临 投资需关注成本变化
..... 2011-01-20

资产减值计提导致业绩低于预期

◇ 事件: 公司公布年报

◆ 2010 年业绩低于市场普遍预期

公司 2010 年实现营业收入 289 亿元, 同比增长 41.96%; 利润总额 10.7 亿元, 同比增长 51.56%; 归属于上市公司股东的净利润为 6.72 亿元, 同比增长 57.21%; 基本每股收益 1.60 元, 低于此前市场预期的 1.9-2.0 元。分配预案: 每 10 股派发现金红利 2.5 元(含税)。

◆ 资产减值损失影响 EPS0.34 元左右

2010 年公司资产减值准备为 1.9 亿元, 其中坏账准备 1.05 亿元, 存货跌价准备 8540 万元; 上年同期公司资产减值准备为-1349 万元, 其中坏账准备-1655 万元, 存货跌价准备 306 万元。公司 2010 年资产减值准备计提超出市场预期, 按照 1.9 亿元计算, 考虑到所得税后影响公司 EPS0.34 元左右。

◆ 质量索赔+运费+职工薪酬导致费用率上升

2010 年公司销售费用率为 3.49%, 同比上升 0.41 个百分点, 绝对额上升 3.8 亿元, 其中质量索赔费用上升 1.8 亿元, 运输费用上升 1.7 个亿, 职工薪酬上升 2000 万。管理费用率与上年持平为 1.38%, 绝对额增加 1.18 亿元, 其中职工薪酬增加 3843 万元, 同比增长 40%。

◆ 公司受益于保障房建设

公司 2010 年销售重卡 10.9 万辆, 同比增长 35.7%。公司重卡需求中 60% 左右用于物流运输, 40% 左右用于工程。2010 年重卡行业销量增长 60%, 重卡物流运输能力大增, 进入 2011 年受到经济调控以及油价上涨的影响, 物流运输单位、个人重卡购买意愿下降, 因此物流重卡需求进入调整期; 而工程用车表现好于物流运输, 但也受到了房地产调控的影响。但随着保障房建设项目的推进, 工程车辆需求有望回升, 同时在保障房带动下的宏观经济增长也会带动物流用车的增长。预计 2011 年公司重卡销量增速将在 15% 左右。

◆ 投资建议

预计公司 2011 年、2012 年 EPS 分别为 2.07 元、2.58 元, 按照当前股价对应 PE 为 14 倍、11 倍, 估值优势并不明显, 暂时维持“增持”评级。

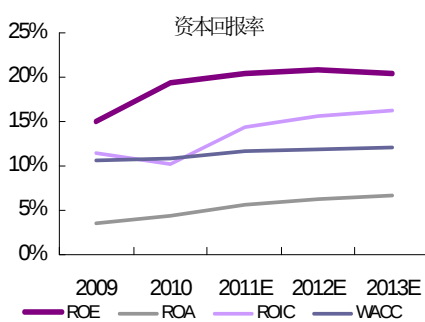
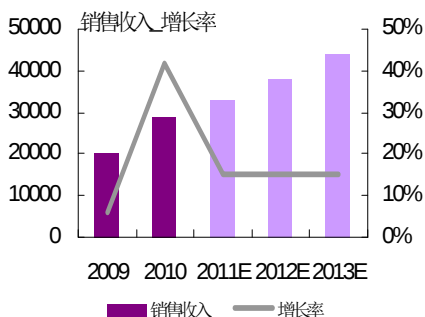
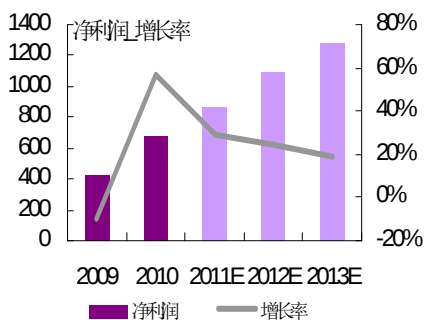
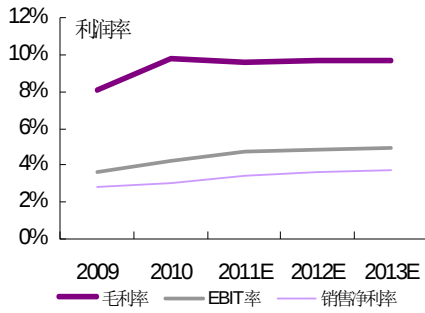
业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	20,361	28,904	33,239	38,225	43,959
营业收入增长率	6.08%	41.96%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润(百万元)	428	673	870	1,083	1,287
净利润增长率	-9.51%	57.21%	29.28%	24.56%	18.81%
EPS(元)	1.02	1.60	2.07	2.58	3.07
ROE(归属母公司) (摊薄)	14.98%	19.29%	20.46%	20.83%	20.37%
P/E	28	18	14	11	9
P/B	4	3	3	2	2
EV/EBITDA	16	12	11	9	8

光大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。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	20,361	28,904	33,239	38,225	43,959
营业成本	18,723	26,066	30,048	34,537	39,717
折旧和摊销	180	310	25	26	28
营业税费	0	3	3	4	4
销售费用	627	1,009	1,130	1,281	1,451
管理费用	281	399	465	535	615
财务费用	56	198	219	195	175
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	688	1,038	1,343	1,669	1,991
利润总额	704	1,067	1,369	1,698	2,022
少数股东损益	150	204	255	312	375
归属母公司净利润	427.90	672.69	869.66	1,083.29	1,287.02

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	16,063	19,705	19,688	22,214	25,134
流动资产	13,426	16,647	16,919	19,452	22,369
货币资金	6,838	3,830	4,404	5,065	5,825
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,273	1,638	1,855	2,133	2,453
应收票据	1,798	2,787	2,805	3,226	3,710
其他应收款	42	433	499	573	659
存货	2,973	7,442	6,776	7,788	8,956
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,013	2,175	2,223	2,261	2,298
无形资产	350	465	441	419	398
总负债	12,899	15,707	14,670	15,936	17,362
无息负债	6,621	9,710	10,693	12,350	14,177
有息负债	6,279	5,997	3,977	3,587	3,184
股东权益	3,163	3,998	5,018	6,278	7,773
股本	419	419	419	419	419
公积金	1,028	1,057	1,170	1,309	1,476
未分配利润	1,408	2,010	2,662	3,471	4,424
少数股东权益	308	512	767	1,079	1,454

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	330	309	2,841	1,289	1,406
净利润	428	673	870	1,083	1,287
折旧摊销	180	310	25	26	28
净营运资金增加	-118	4,462	-614	988	1,218
其他	-160	-5,137	2,560	-809	-1,127
投资活动产生现金流	-204	-443	-20	-20	-30
净资本支出	514	472	20	20	30
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-719	-915	-40	-40	-60
融资活动现金流	980	-1,215	-2,247	-608	-617
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	2,004	-282	-2,020	-390	-402
无息负债变化	2,017	3,090	983	1,656	1,828
净现金流	1,106	-1,349	574	661	760

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	6.08%	41.96%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润增长率	-9.51%	57.21%	29.28%	24.56%	18.81%
EBITDA 增长率	1.26%	67.41%	2.65%	19.18%	16.03%
EBIT 增长率	-3.64%	66.19%	26.41%	19.38%	16.18%
估值指标					
PE	28	18	14	11	9
PB	4	3	3	2	2
EV/EBITDA	16	12	11	9	8
EV/EBIT	20	15	11	9	8
EV/NOPLAT	24	19	14	11	10
EV/Sales	1	1	1	0	0
EV/IC	3	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	8.05%	9.82%	9.60%	9.65%	9.65%
EBITDA 率	4.53%	5.35%	4.77%	4.95%	4.99%
EBIT 率	3.65%	4.28%	4.70%	4.88%	4.93%
税前净利润率	3.46%	3.69%	4.12%	4.44%	4.60%
税后净利润率 (归属母公司)	2.10%	2.33%	2.62%	2.83%	2.93%
ROA	3.60%	4.45%	5.71%	6.28%	6.61%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.98%	19.29%	20.46%	20.83%	20.37%
经营性 ROIC	11.51%	10.16%	14.27%	15.53%	16.25%
偿债能力					
流动比率	1.20	1.10	1.21	1.29	1.36
速动比率	93.35%	61.07%	72.76%	77.27%	81.83%
归属母公司权益/有息债务	0.45	0.58	1.07	1.45	1.98
有形资产/有息债务	2.49	3.16	4.84	6.08	7.77
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	1.02	1.60	2.07	2.58	3.07
每股红利	0.10	0.25	0.32	0.40	0.48
每股经营现金流	0.79	0.74	6.77	3.07	3.35
每股自由现金流(FCFF)	0.91	-8.15	4.61	1.32	1.35
每股净资产	6.81	8.31	10.14	12.40	15.07
每股销售收入	48.54	68.91	79.25	91.14	104.81

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

于特，北京大学金融学硕士，3 年汽车行业上市公司工作经历，4 年汽车行业研究经验。

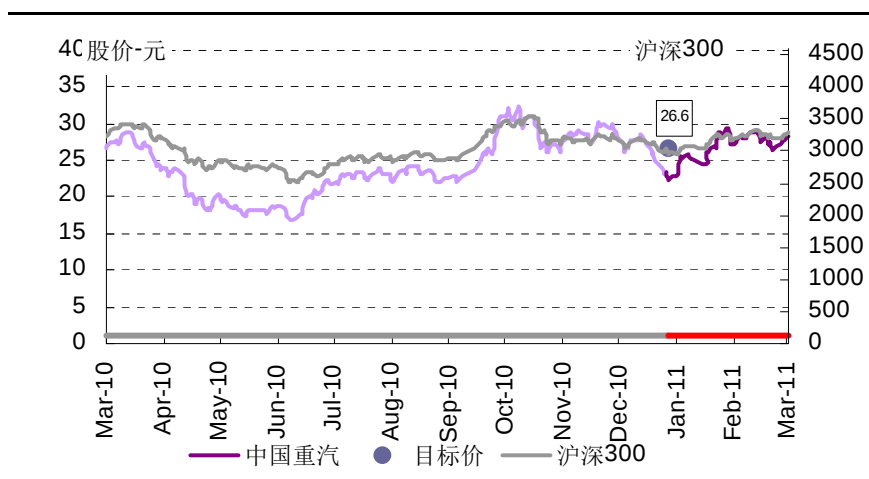
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

中国重汽（000951）

分析师：于特



日期	股价	目标价	评级
2011-01-20	23.49	26.60	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lxy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。