

证券研究报告

汽车

推荐

证券分析师

余兵

S1060207120088
021-33830530
yubing006@pingan.com.cn

王德安

S1060209080153
021-33830392
wangdean002@pingan.com.cn

中国重汽 (000951)

销售增长 VS 库存与成本压力

事项:

近日我们调研了中国重汽,就重卡行业发展形势和企业经营动态与公司进行了交流。

平安观点:

- **国内经济持续增长,重卡行业2011年产销增长是大概率事件。**重卡作为投资品和生产资料,其增长动力与作为消费品的乘用车并不一致。2011年上半年重卡市场遭受三方面负面因素的叠加效应影响,需求暂时被抑制:1、油价和轮胎价格上升,加重运输企业成本负担,而运价提升缓慢;2、宏观调控,国家控制信贷和投资;3、交通部开始严格执行《道路运输车辆燃料消耗量检测和监督管理办法》,导致部分产品无法上牌,进而影响产品销售。我们认为2011年国内经济增速没有明显放缓情况下,经济运行对物流的需求也会保持一定增长,2011年重卡产销伴随经济增长可能性较大。虽然一季度重卡销售表现不佳,二季度也有处理库存的压力,但随着宏观调控等因素的变化,重卡销售不佳的情况下半年有望得到扭转。
- **成熟产品贡献主要销量,新品发力还需时日。**公司目前产品销售以HOWO和斯太尔王等产品为主。换代产品HOWO A7经过两年的产品导入期,我们推断该产品2010年占公司销量的15%左右。预计2011年逐渐进入成长期,销售占比有望达到30%以上。2011年公司与MAN联合推出的汕德卡,还需一定时间的导入期才能够逐步上量,对本年度的销量和利润无法产生提升作用。
- **库存压力较大有待消化。**由于2010年的重卡行业旺销,公司积极备货应对2011年可能出现的旺销,但2011年1-4月重卡行业增长远低于2010年增速,企业库存偏大,经营性现金流入持续减少,二季度公司需要积极消化库存,预计将会对部分型号车辆进行促销让利。我们判断公司偏高的库存在二季度末有望恢复正常。二季度消化库存的过程,预计会进一步蚕食毛利率,我们判断公司今年毛利率将会有所下滑。
- **成本上升导致产品毛利率下降,轮胎成为影响成本重要因素。**在现期钢铁价格较为稳定的情况下,前期轮胎价格的持续上涨对重卡带来的成本压力越来越大。重卡中轮胎成本占比较乘用车、客车等车型高,前期因天然橡胶价格上涨引起的轮胎采购成本上升,对重卡毛利润率的影响较大。现期重卡轮胎价格2000~3000元/条,按一辆重卡配11-13条轮胎计算,整车售价25万元人民币,轮胎成本已经达到售价的10%~14%左右。如果橡胶价格保持在高位运行或继续上涨,对公司全年利润影响不可小视。

- **合作方提供先进排放技术，静待国IV登场。**MAN拥有先进的排放技术，为中国重汽达到排放要求提供多种技术选择。我们估计，国IV排放标准能否在2012年完全执行以及执行哪套方案还存在疑问，相关成本增加还暂时无法估计，同时我们估计今年下半年不会出现国IV车型产销两旺的局面，预计国IV技术升级对企业2011年经营影响较小。
- **盈利预测与投资评级。**维持公司销量与收入预测，考虑轮胎等材料成本上升对毛利率的影响，下调盈利预测，预计公司2011、2012年EPS分别为1.18、1.69元。按2012年10倍的PE估值水平，公司合理价格在18元左右，维持“推荐”评级。

图表 1 中国重汽单季度业绩 单位：万元

项目	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	同比增长	环比增长
营业收入	601,030	1,055,278	617,988	616,083	690,120	14.82%	12.02%
销量（台）	22,154	38,926	23,800	24,432	25,076	13.19%	2.64%
均价	27.13	27.11	25.97	25.2	27.5	1.36%	9.13%
销售费用	21,403	41,119	17,321	21,062	23,578	10.16%	11.95%
管理费用	8,777	14,449	18,460	-1,816	14,980	70.67%	924.89%
财务费用	3,798	4,521	6,986	4,477	6,031	58.79%	34.71%
净利润	17,356	37,888	15,717	-3,692	12,877	-25.81%	448.78%
EPS（元）	0.414	0.903	0.375	-0.088	0.22	-46.86%	350.00%
						同比增加	环比增加
毛利率	10.25%	11.27%	10.58%	6.13%	9.56%	-0.69%	3.43%
销售费用率	3.56%	3.90%	2.80%	3.42%	3.42%	-0.14%	0
管理费用率	1.46%	1.37%	2.99%	-0.29%	2.17%	0.71%	2.47%
财务费用率	0.63%	0.43%	1.13%	0.73%	0.87%	0.24%	0.15%
期间费用率合计	5.65%	5.69%	6.92%	3.85%	6.46%	0.81%	2.61%
净利率	2.89%	3.59%	2.54%	-0.60%	1.87%	-1.02%	2.47%

资料来源：中国重汽

图表 2 中国重汽盈利预测

单位：万元

	2008 年	2009 年	2010 年	2011E	2012E
一、营业总收入	1,919,309	2,036,057	2,890,380	3,098,995	3,535,150
二、营业总成本	1,844,567	1,967,292	2,786,597	3,023,133	3,425,355
营业成本	1,753,760	1,872,252	2,606,639	2,826,284	3,209,916
营业税金及附加	28	17	334	360	400
销售费用	52,858	62,707	100,905	102,267	113,125
管理费用	31,321	28,080	39,870	61,980	63,633
财务费用	2,420	5,585	19,781	23,242	28,281
资产减值损失	4,181	-1,349	19,068	9,000	10,000
三、其他经营收益	0	0	0	0	0
公允价值变动净收益					
投资净收益					
汇兑净收益					
四、营业利润	74,742	68,765	103,783	75,862	109,795
加：营业外收入	2,984	2,631	3,705	4,500	5,000
减：营业外支出	405	1028	836	900	900
五、利润总额	77,322	70,368	106,652	79,462	113,895
减：所得税	15,444	12,602	19,011	13,509	19,362
六、净利润	61,878	57,767	87,642	65,954	94,533
减：少数股东损益	14,591	14,977	20,373	16,488	23,633
归属于母公司所有者净利润	47,287	42,790	67,269	49,465	70,900
七、每股收益(元)	1.13	1.02	1.60	1.18	1.69

资料来源：平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257