

商用载货车

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

参与人: 邢卫军

S0960111080510

0755-82026562

xingweijun@cjis.cn

6-12 个月目标价: 18.33 元

当前股价: 16.54 元

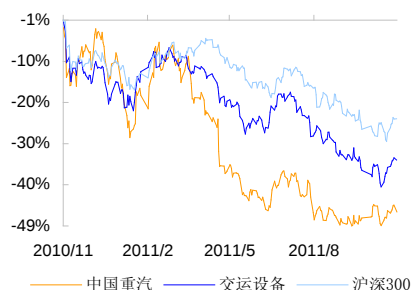
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2509.80
总股本(百万)	419
流通股本(百万)	274
流通市值(亿)	69
EPS	1.60
每股净资产(元)	8.31
资产负债率	79.71%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国重汽	2.61	-6.18	-14.85
交运设备	3.64	-11.85	-16.37
沪深 300 指数	6.00	-5.56	-12.34



相关报告

中国重汽-重卡环比持续向上, 反弹机会渐行渐近 2011-09-22

中国重汽

000951

推荐

去库存化渐进尾声, 需求恢复还需等待——十月产销点评

公司 11 月 9 日公告 10 月份产销快报。本月重卡生产 4,300 辆 (同比-39.44%, 环比+19.44%); 销售 5,168 辆 (同比-35.04%, 环比+2.13%)。我们估计公司去库存化接近结束, 未来经营将逐步进入正常状态。

我们预计从目前时点到 12 年 2 季度, 环比将持续提升, 同比将在 12 年 2、3 季度大反弹 (11 年 2、3 季度基数较低), 重卡销量再过百万辆。主要的逻辑是: 物流重卡随着超载治理和国四排放的法规明朗, 需求开始释放; 工程重卡随着来年固定资产投资正常化而恢复。

投资要点:

- **11 年重卡销量 90 万辆左右, 12 年可能重回 100 万辆。** 11 年 1-9 月份实现重卡销量 71.24 万辆, 全年预计 90 万辆左右; 根据明年货运需求增速和重卡本身替换需求, 在超载治理效果明朗和排放法规趋紧的背景下, 明年重卡销量将重回 100 万辆。
- **重卡未来发展趋势: 技术和品质双重提升, 高档化提升盈利潜力。** 对比欧洲重卡发展路径, 中国重卡行业将进入重质”不重”量”的阶段, 发动机、变速箱、标载量将升级换代, 技术品质推动附加值提升。09 年曼的重卡销量 10 万辆, 收入 1000 亿, 利润 100 亿; 中国重汽重卡销量 10.9 万, 收入 300 亿, 利润 7 亿。通过品质和技术提升, 中国重卡还有很大的产品升级空间和利润改善空间。
- **公司与曼全面合作将提升公司未来竞争实力和盈利能力。** 与曼合作, 公司获得先进的 D 系列发动机和 TGA 整车技术; 先进技术的新产品预计明年下半年达产, 满足国四排放法规并增强产品竞争优势; 新产品摆脱目前同质化产品的恶性竞争环境, 单价和毛利率将实现较大提升, 未来的市场前景和盈利空间值得期待!
- **投资建议:** 我们预计公司 11-13 年实现收入 277 亿元、302 亿元和 314 亿元, 归属于母公司净利润为 4.6 亿元、6.6 亿元和 7.9 亿元, 每股 EPS 为 1.09 元、1.58 元和 1.89 元, 对应 11-13 年 PE 为 15、10 和 9 倍, 11 年 PB 为 1.8 倍。公司处于业绩低谷, 合理估值从 PB 出发, 我们认为明年行业将有所复苏, 近期股价完成探底后估值修复至 2 倍 PB, 未来 6 个月目标价 18.33 元, 给予”推荐”评级。

风险提示:

- 投资情绪下降, 原材料价格上升等将影响公司未来盈利水平。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	28904	27716	30248	31432
收入同比(%)	42%	-4%	9%	4%
归属母公司净利润	673	458	663	795
净利润同比(%)	57%	-32%	45%	20%
毛利率(%)	9.8%	8.4%	9.1%	9.6%
ROE(%)	19.3%	11.9%	16.2%	17.8%
每股收益(元)	1.60	1.09	1.58	1.89
P/E	10.28	15.11	10.43	8.70
P/B	1.98	1.80	1.69	1.55
EV/EBITDA	6	9	7	6

资料来源: 中投证券研究所

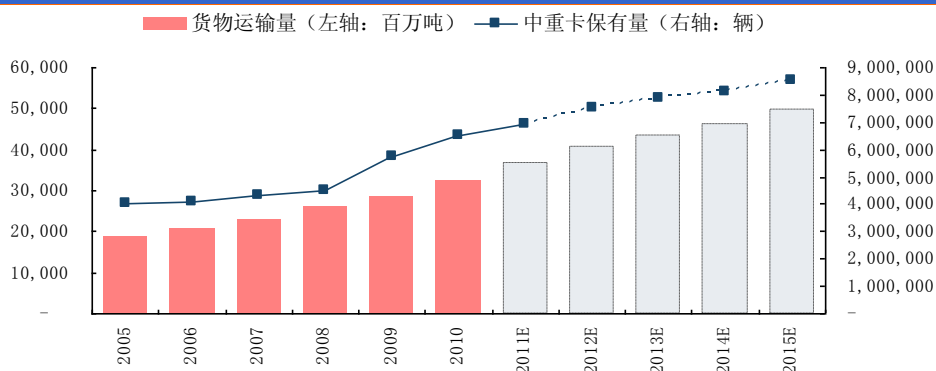
一、行业观点：多种因素交织、需求处于低谷

1.1 运价低迷，法规迷茫，需求观望气氛浓厚

09年以来重卡需求主要围绕四万亿的固定资产投资。10年重卡销量101万辆，一是四万亿投资拉动，二是整车企业过度铺货；11年抗通胀背景下，信贷收缩和运价低迷对重卡消费打击较大，同时燃油标准新规和超载治理抑制合理需求释放。

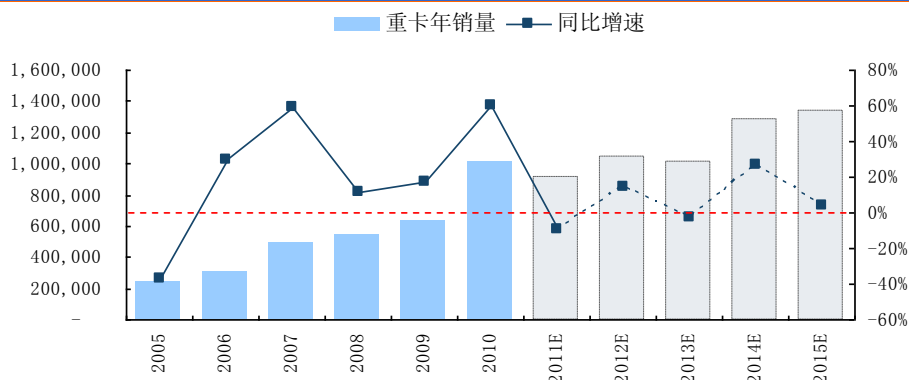
11年重卡销量90万辆左右，12年可能重回100万辆。多种证据表明：11年重卡销量90万辆左右。1、11年1-8月份实现重卡销量65.2万辆，根据终端调研所得，物流重卡需求恢复较快，9月以后重卡销量将呈现环比向上趋势，剩下4个月25万辆的销量目标比较容易达成；2、目前我国中重卡保有量接近650万辆，与全国货物运输量保持紧密的正相关关系。预计11年和12年货运需求增量推动的重卡新增需求接近45万辆和55万辆，此外替换需求接近48万辆和54万辆。我们认为10年重卡销量90万辆左右，明年重回100万辆的论断，此外在超载治理效果明朗和排放法规趋紧的背景下，明年重卡需求将会更为乐观。

图1 我国中重卡保有量与货物运输量的相关性分析



资料来源：中投证券研究所

图2 重卡年销量及预测（2005-2015E）



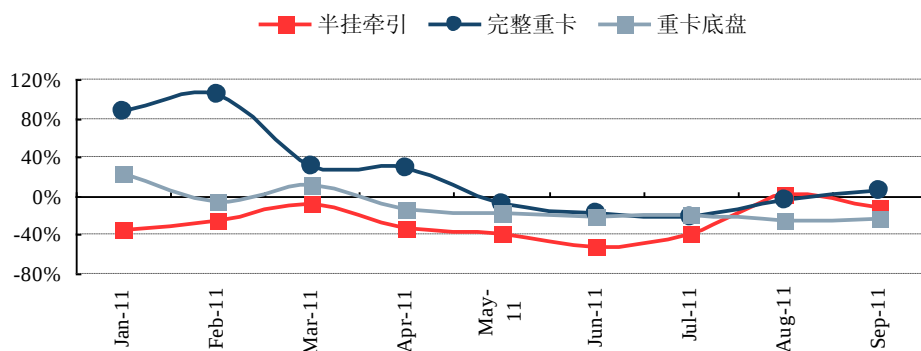
资料来源：中投证券研究所

1.2 物流重卡开始回暖，工程重卡仍处低谷

7月份以来超载治理法规趋于明朗，物流重卡回升明显；工程重卡受制投资热情下降，跌幅扩大。《公路安全保护条例》自7月1日以来正式实施，对超载的治理强度有所加强，之前观望的消费者陆续开始购买，压抑的需求开始合理释放，物

流类重卡 8 月反弹明显，实现销量同比-1%，环比 23%；以工程重卡为主的重卡底盘，受制信贷收缩和投资热情下降，跌幅则出现扩大迹象，同比-26%，环比-1%。

图 3 我国重卡分类月度销量同比

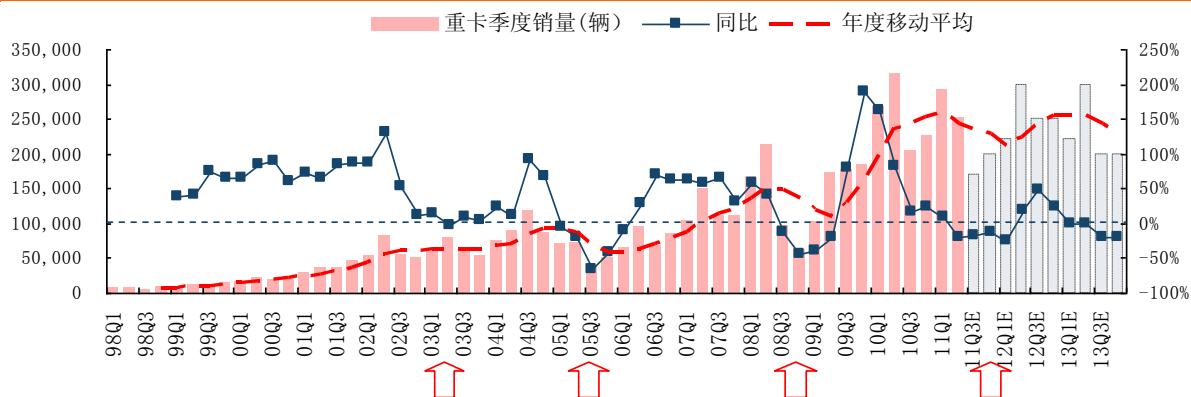


资料来源：中投证券研究所

1.3 需求逐步释放，销量环比提升

我们认为，由于重卡行业月度同比数据波动性过大，季度预期对股价判断更为合理。尽管工程重卡的恢复将滞后，但物流重卡将逐步恢复到合理需求，因此我们预计从目前时点开始到 12 年 2 季度，环比将呈现持续提升，而同比将会在 12 年 2、3 季度出现大的增长（11 年 2、3 季度基数较低），同时全年重卡销量很可能将恢复到 100 万辆。主要的逻辑是：物流重卡随着治理超载和国四排放的法规明朗，需求逐步释放；工程重卡也将随着 12 年固定资产投资（水利、保障房）正常化得到合理释放，在明年 2-3 季度达到顶峰。

图 4 我国重卡季度销量及预测



资料来源：中投证券研究所

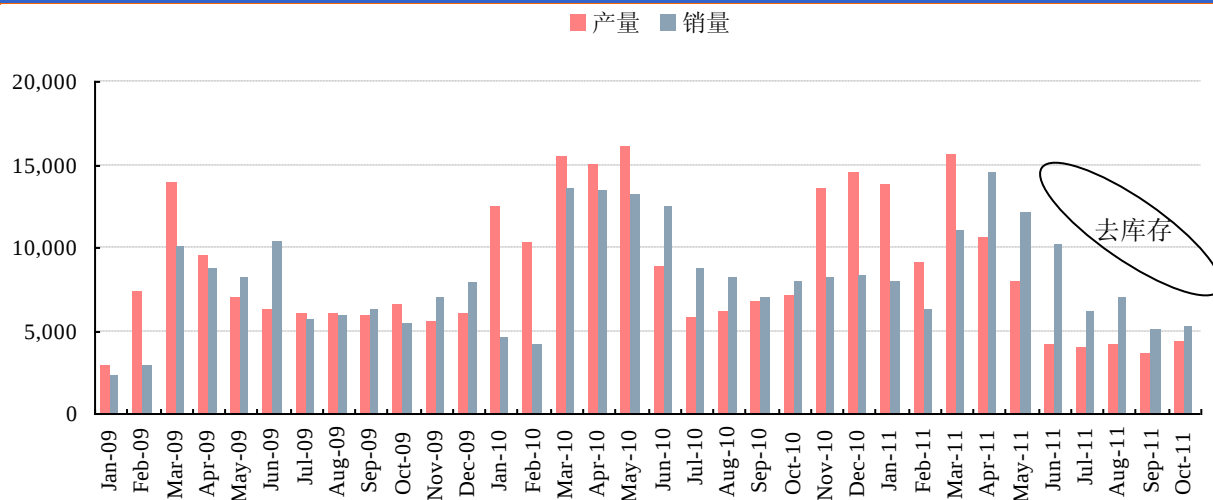
二、10 月销量点评

11 月 9 日，公司公告 10 月份产销快报。本月重卡生产 4,300 辆，同比下降 39.44%，环比增长 19.44%；销售 5,168 辆，同比下降 35.04%，环比上升 2.13%。1-10 月累计生产 76,927 辆，同比降低 25.73%；销售 85,144 辆，同比降低 8.29%。

去库存化接近尾声，需求恢复是关键。由于去年年底以来的投资情绪高涨，同时重卡整车企业为争抢市场份额，提前铺货，导致经销商及整车企业导致库存高企。公司工程重卡本质导致库存相比其他企业较高（经销商、改装厂、在途商品），

但是的确由于铺货过度，形成了过高的库存。经过近几个月的减产消化库存，我们估计公司去库存化接近结束，公司经营压力将减轻并逐步进入正常状态。

图 5 中国重汽（000951.SZ）的重卡月度产量和销量



资料来源：公司公告，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	16647	15142	16171	16863
现金	3830	4833	4499	4610
应收账款	1638	1533	1723	1772
其他应收款	433	228	284	312
预付账款	503	531	560	585
存货	7442	5526	6322	6689
其他流动资产	2801	2492	2783	2895
非流动资产	3058	2931	2935	2929
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2175	2132	2052	1955
无形资产	465	563	661	759
其他非流动资产	418	237	222	215
资产总计	19705	18074	19106	19791
流动负债	15074	14550	16390	17706
短期借款	4537	5924	7015	7809
应付账款	3524	2726	3106	3283
其他流动负债	7013	5900	6270	6614
非流动负债	633	-976	-2236	-3496
长期借款	0	-1260	-2520	-3780
其他非流动负债	633	284	284	284
负债合计	15707	13574	14154	14210
少数股东权益	512	661	869	1123
股本	419	419	419	419
资本公积	684	684	684	684
留存收益	2383	2736	2979	3355
归属母公司股东权益	3486	3839	4083	4458
负债和股东权益	19705	18074	19106	19791

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	309	1996	619	1203
净利润	876	607	872	1049
折旧摊销	310	127	130	131
财务费用	198	230	213	191
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-1109	1274	-586	-162
其他经营现金流	33	-241	-9	-6
投资活动现金流	-443	-115	-115	-115
资本支出	491	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	48	-115	-115	-115
筹资活动现金流	-1215	-879	-838	-976
短期借款	-442	1388	1091	794
长期借款	-1260	-1260	-1260	-1260
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	487	-1006	-669	-510
现金净增加额	-1349	1003	-334	111

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	28904	27716	30248	31432
营业成本	26066	25379	27485	28421
营业税金及附加	3	3	3	4
营业费用	1009	968	1056	1097
管理费用	399	382	417	434
财务费用	198	230	213	191
资产减值损失	191	30	30	30
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	1038	724	1043	1256
营业外收入	37	22	25	28
营业外支出	8	8	7	8
利润总额	1067	738	1061	1276
所得税	190	132	189	228
净利润	876	607	872	1049
少数股东损益	204	149	208	254
归属母公司净利润	673	458	663	795
EBITDA	1546	1081	1385	1577
EPS (元)	1.60	1.09	1.58	1.89

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	42.0%	-4.1%	9.1%	3.9%
营业利润	50.9%	-30.2%	44.0%	20.5%
归属于母公司净利润	57.2%	-32.0%	44.9%	19.8%
获利能力				
毛利率	9.8%	8.4%	9.1%	9.6%
净利率	2.3%	1.7%	2.2%	2.5%
ROE	19.3%	11.9%	16.2%	17.8%
ROIC	16.3%	15.8%	18.7%	21.0%
偿债能力				
资产负债率	79.7%	75.1%	74.1%	71.8%
净负债比率	38.18	38.13%	36.09	32.88%
流动比率	1.10	1.04	0.99	0.95
速动比率	0.61	0.65	0.60	0.57
营运能力				
总资产周转率	1.62	1.47	1.63	1.62
应收账款周转率	20	17	18	18
应付账款周转率	10.23	8.12	9.43	8.90
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.60	1.09	1.58	1.89
每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	4.76	1.48	2.87
每股净资产(最新摊薄)	8.31	9.15	9.73	10.63
估值比率				
P/E	10.28	15.11	10.43	8.70
P/B	1.98	1.80	1.69	1.55
EV/EBITDA	6	9	7	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2011-09-22	中国重汽-重卡环比持续向上，反弹机会渐行渐近

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭：中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

邓学：中投证券研究所汽车行业分析师，2010 年、2006 年分别获得清华大学汽车工程系硕士、学士学位。

邢卫军：中投证券研究所汽车行业分析师，2011 年获得中国科学院电工研究所博士学位，2006 年获得清华大学汽车工程系学士学位。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434