

中国重汽(000951.SZ)

需求并未反转

 评级: **买入**

前次:

目标价(元):

15-22.5

分析师

分析师

白宇

刘江啸

S0740511110001

S0740510120006

021-20315193

021-20315167

baiyu@r.qlzq.com.cn

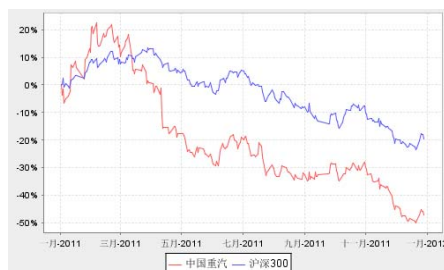
liujx@r.qlzq.com.cn

2012年1月15日

基本状况

总股本(百万股)	419.43
流通股本(百万股)	419.43
市价(元)	12.58
市值(百万元)	5276.37
流通市值(百万元)	5276.37

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	20,360.	28,903.	25,921.	29,295.	31,639.
营业收入增速	6.08%	41.96%	-10.32%	13.01%	8.00%
净利润增长率	-9.51%	57.21%	-26.66%	33.70%	13.47%
摊薄每股收益(元)	1.02	1.60	1.18	1.57	1.78
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	26.84	17.25	14.02	10.49	9.24
PEG	—	0.30	—	0.31	0.69
每股净资产(元)	6.81	8.31	9.24	10.81	12.60
每股现金流量	0.79	0.74	8.71	5.99	3.19
净资产收益率	14.98%	19.29%	12.73%	14.55%	14.17%
市净率	4.02	3.33	1.78	1.53	1.31
总股本(百万股)	419.43	419.43	419.43	419.43	419.43

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

事件:

公司公布了 2011 年 12 月份的产品销量数据。12 月公司销量达到了 9304 辆,同比增长 12%,环比增长 51%。2011 年公司全年重卡销量达到 10 万辆,同比下降 8%。

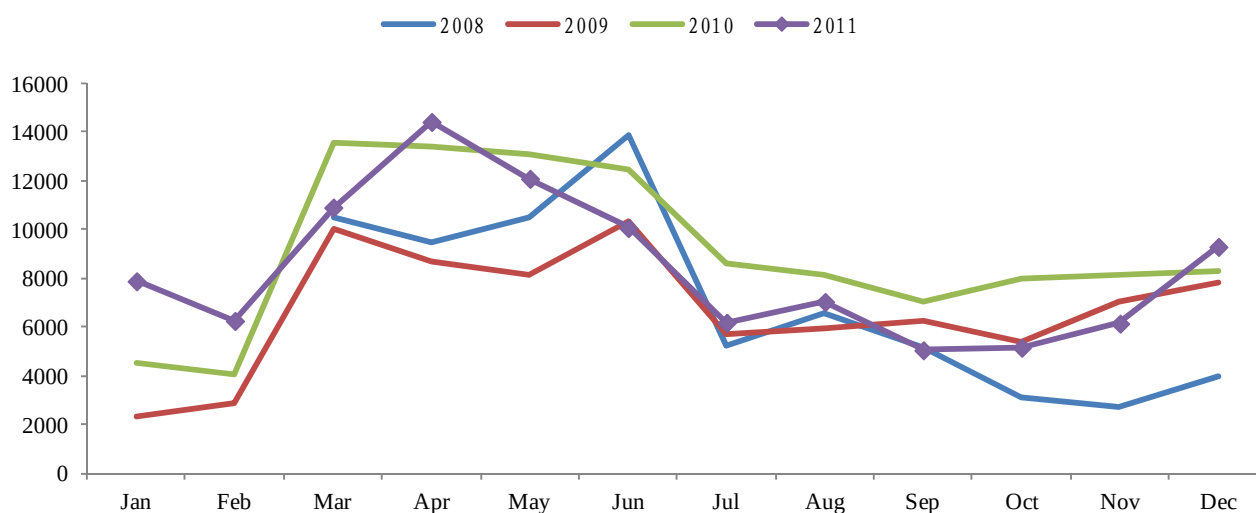
点评:

- **2011 年 12 月销量超预期,但并非需求好转。**虽然 2011 年 12 月份的数据出现了反弹的迹象,但我们认为这主要是部分经销商年底略微增加库存,以及公司在途车年底加快交货的原因,而不是行业整体出现回暖的迹象。从行业数据来看,12 月份重卡行业销量 5.6 万辆,同比下降 26%,全年销量 88 万辆,相比去年的百万销量下降 13%,行业需求依然处于寒冬。
- **今年一季度销量压力仍大,价格战或将逐步显现。**由于投资、信贷等宏观政策依然没有明确,需求面缺乏积极因素,以及 2011 年 1 季度的高基数,我们认为未来两个月重卡行业销量同比增速将会进一步下滑。持续三个季度的需求下滑或将会使得行业真正面临较大的价格战风险(2011 年下半年虽然需求不振但厂商在保持价格方面依然表现良好),公司包括上游发动机厂商潍柴等都将面临真正的压力。
- **成本压力有一定的减轻。**2011 年三季度末以来的,钢铁价格、橡胶价格等已经出现了较大幅度的下滑,这对成本敏感性较高的重卡行业来说影响积极,预计行业的毛利率在 4 季度将有一定的回升。但由于需求面依然处在低位,因此盈利能力的回升幅度将不会太大。
- **投资看点依然来自公司本身。**虽然自上而下看行业依然没有乐观因素,但是从公司本身的角度来看,近

年来公司份额被福田、陕西等竞争对手大幅追赶的现象或将随着 TGA 等新车型的逐步国产化而出现改观。同时从长期来看作为，重卡行业产品上行的趋势将逐步明显，而公司在新产品平台方面较行业其他竞争对手有一定先机，或将持续受益。

- **盈利预测及投资策略。**我们预计公司 11 年、12 年销售收入分别增长-10%、13%，对应每股收益 1.2、1.6 元。维持公司“买入”评级。

图表 1：公司重卡销量季节性走势



来源：齐鲁证券研究所

图表 2：财务报表预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	19,193	20,361	28,904	25,922	29,296	31,639	货币资金	4,348	6,838	3,830	2,848	5,157	6,393
增长率	10.72%	6.1%	42.0%	-10.3%	13.0%	8.0%	应收款项	2,056	3,113	4,858	7,173	8,106	8,755
营业成本	-17,538	-18,723	-26,066	-23,651	-26,718	-28,792	存货	2,526	2,973	7,442	6,480	5,856	6,311
% 销售收入	91.4%	92.0%	90.2%	91.2%	91.2%	91.0%	其他流动资产	658	502	516	487	548	590
毛利	1,655	1,638	2,837	2,271	2,578	2,848	流动资产	9,588	13,426	16,647	16,987	19,668	22,048
% 销售收入	8.6%	8.0%	9.8%	8.8%	8.8%	9.0%	% 总资产	81.3%	83.6%	84.5%	85.4%	87.7%	89.4%
营业税金及附加	0	0	-3	-26	-29	-32	长期投资	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	1,936	2,233	2,309	2,167	2,020	1,866
营业费用	-529	-627	-1,009	-907	-1,025	-1,107	% 总资产	16.4%	13.9%	11.7%	10.9%	9.0%	7.6%
% 销售收入	2.8%	3.1%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	无形资产	210	350	465	465	465	465
管理费用	-313	-281	-399	-389	-366	-395	非流动资产	2,206	2,636	3,058	2,916	2,768	2,615
% 销售收入	1.6%	1.4%	1.4%	1.5%	1.3%	1.3%	% 总资产	18.7%	16.4%	15.5%	14.6%	12.3%	10.6%
息税前利润 (EBIT)	813	730	1,426	949	1,157	1,313	资产总计	11,794	16,063	19,705	19,903	22,436	24,663
% 销售收入	4.2%	3.6%	4.9%	3.7%	4.0%	4.2%	短期借款	4,235	5,019	5,997	1,460	1,460	1,460
财务费用	-24	-56	-198	0	0	0	应付款项	4,265	5,458	9,060	13,012	14,698	15,848
% 销售收入	0.1%	0.3%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	293	721	17	127	25	26
资产减值损失	-42	13	-191	0	0	0	流动负债	8,793	11,198	15,074	14,599	16,183	17,334
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	40	1,260	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	45	442	633	633	633	633
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	8,879	12,899	15,707	15,232	16,816	17,967
营业利润	747	688	1,038	949	1,157	1,313	普通股股东权益	2,491	2,856	3,486	3,875	4,535	5,283
营业利润率	3.9%	3.4%	3.6%	3.7%	4.0%	4.2%	少数股东权益	425	308	512	796	1,085	1,414
营业外收支	26	16	29	0	0	0	负债股东权益合计	11,794	16,063	19,705	19,903	22,436	24,663
税前利润	773	704	1,067	949	1,157	1,313	比率分析						
利润率	4.0%	3.5%	3.7%	3.7%	4.0%	4.2%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-154	-126	-190	-171	-208	-236	每股指标						
所得税率	20.0%	17.9%	17.8%	18.0%	18.0%	18.0%	每股收益 (元)	1.127	1.020	1.604	1.176	1.573	1.784
净利润	619	578	876	778	949	1,077	每股净资产 (元)	5.938	6.809	8.312	9.239	10.811	12.596
少数股东损益	146	150	204	285	289	328	每股经营现金净流 (元)	-0.210	0.786	0.736	8.712	5.994	3.186
归属于母公司的净利润	473	428	673	493	660	748	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.250	0.250	0.000	0.000
净利率	2.5%	2.1%	2.3%	1.9%	2.3%	2.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	18.99%	14.98%	19.29%	12.73%	14.55%	14.17%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	4.01%	2.66%	3.41%	2.48%	2.94%	3.03%
净利润	619	578	876	778	949	1,077	投入资本收益率	22.90%	23.01%	19.01%	23.69%	49.35%	61.06%
少数股东损益	0	0	0	285	289	328	增长率						
非现金支出	182	166	501	242	248	253	营业总收入增长率	10.72%	6.08%	41.96%	-10.32%	13.01%	8.00%
非经营收益	154	174	45	0	0	0	EBIT 增长率	-40.24%	-10.25%	95.38%	-33.48%	21.97%	13.47%
营运资金变动	-1,043	-589	-1,113	2,634	1,318	6	净利润增长率	-34.09%	-9.51%	57.21%	-26.66%	33.70%	13.47%
经营活动现金净流	-88	330	309	3,939	2,804	1,664	总资产增长率	22.79%	36.20%	22.67%	1.01%	12.73%	9.93%
资本开支	755	514	472	100	100	100	资产管理能力						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	11.8	17.5	18.4	23.0	23.0	23.0
其他	0	310	30	0	0	0	存货周转天数	55.1	53.6	72.9	100.0	80.0	80.0
投资活动现金净流	-755	-204	-443	-100	-100	-100	应付账款周转天数	27.8	28.4	35.7	50.0	50.0	50.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	18.8	27.6	26.4	29.3	23.5	19.4
债权募资	1,755	1,204	-282	-4,537	0	0	偿债能力						
其他	-157	-224	-933	0	-105	0	净负债/股东权益	-2.51%	-17.69%	54.18%	-29.71%	-65.78%	-73.67%
筹资活动现金净流	1,598	980	-1,215	-4,537	-105	0	EBIT 利息保障倍数	33.6	13.1	7.2	—	—	—
现金净流量	755	1,106	-1,349	-698	2,599	1,564	资产负债率	75.28%	80.31%	79.71%	76.53%	74.95%	72.85%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话: 021-20315181

手机: 18616512309

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话: 021-20315112

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

济南

联系人:阴红星

电话:0531-68889520

手机:13969199716

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号

证券大厦 2308