

G重汽(000951)

## 价值已被高估的重型汽车龙头

### -G重汽 2006 年中期业绩报告分析

张欣

10-82001544

gtjazhangxin@hotmail.com

#### 本报告导读:

- 作为国内重型汽车的龙头之一，中国重汽 2006 年上半年的经营业绩还是较为让人满意的。不过即将以 8.01 元/股实施的定向增发也导致其二级市场价格被大大高估。那么该如何看待中国重汽呢？

#### 投资要点:

- 2006 年上半年，中国重汽产销虽持续增长，但激烈的市场竞争导致单位产品的盈利能力有所下降。
- 财务数据分析显示，通过控股股东各相关关联方“利益”输送的格局短期内还将持续。
- 预计 2006 年 EPS 仍可保持适度增长，达到 0.60 元以上的水平。
- 由于将以 8.01 元/股进行定向增发，因此公司二级市场的股价已经被高估。在综合考虑重型汽车行业和企业发展前景以及各项影响因素后，维持“中性”的投资评级不变。

评级:

中性

上次评级: 中性

目标价格:

¥10.00

上次预测: -

当前价格:

¥10.80

2006.08.09

#### 交易数据

52 周内股价区间 (元)	6.80 ~ 14.49
总市值 (百万元)	2,743
总股本/流通 A 股(百万股)	254/115
流通 B 股/H 股	
流通股比例	0.45
日均成交量 (百万股)	1.4
日均成交值 (百万元)	13.4

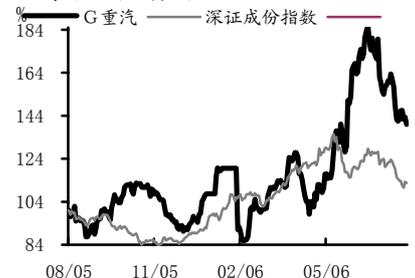
#### 资产负债表摘要 (06/06A)

股东权益 (百万元)	628.08
每股净资产	2.47
市净率	4.37
净现金 (百万元)	2918.43

EPS (元)	2005A	2006E
Q1	0.159	0.128
Q2	0.151	0.212
Q3	0.091	0.120
Q4	0.189	0.155
全年	0.590	0.615

注: 2006Q3、2006Q4 以及 2006 全年为预测值

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-18.7	29.8	47.2
相对指数	-7.5	36.9	21.4

#### 相关报告

《重型车市场整体形势 06 年难有根本性改变》2006 年 3 月 23 日

财务摘要 (百万元)	2004A	2005A	2006E	2007E	2008E
主营业务收入	7682.62	6506.32	7807.59	8588.35	0
(+/-)%	2985.78	-15.31	20.00	10.00	0
经营利润 (EBIT)	196.37	169.50	179.92	184.71	0
(+/-)%	486.42	-13.68	6.15	2.66	0
净利润	173.90	150.64	156.15	171.77	0
(+/-)%	320.76	-13.38	3.66	10.00	0
每股净收益 (元)	0.685	0.593	0.615	0.676	0
每股股利 (元)	0	0	0	0	0

利润率和估值指标	2004A	2005A	2006E	2007E	2008E
经营利润率 (%)	8.72	8.36	7.50	7.00	0
净资产收益率 (%)	44.57	27.78	23.81	23.53	0
投入资本回报率 (%)	0	0	0	0	0
EV/EBITDA	7.10	6.00	5.91	5.38	0
市盈率	15.70	14.58	14.64	12.57	0
股息率 (%)	0	0	0	0	0

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2005.08.11

股票研究

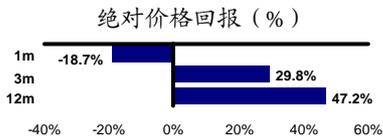
运输设备业  
运输设备制造业

G重汽(000951)

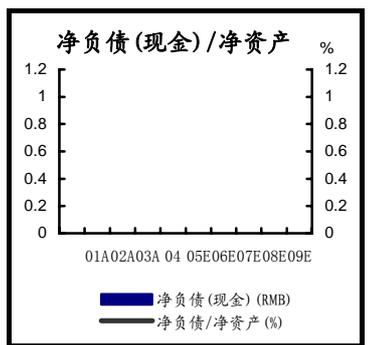
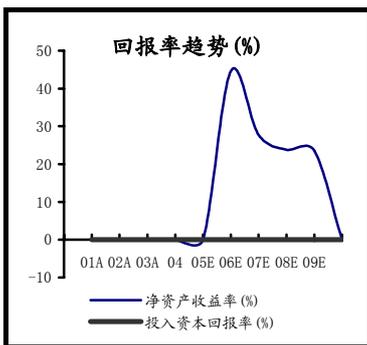
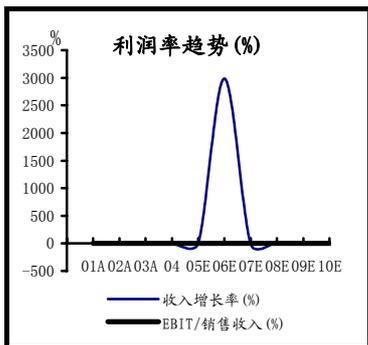
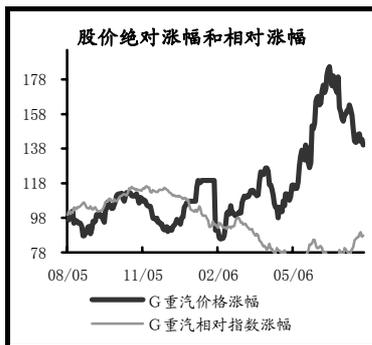
评级: **中性**  
上次评级: 中性  
目标价格: **¥10.00**  
上次预测: -  
当前价格: **¥10.80**

财务预测(单位: 百万元)

	2004A	2005A	2006E	2007E	2008E
<b>损益表</b>					
主营业务收入	0	0	0	0	0
主营业务成本	0	0	0	0	0
税金及附加	0	0	0	0	0
主营业务利润	0	0	0	0	0
其他业务利润	0	0	0	0	0
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	0	0	0	0	0
EBIT	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	0	0
营业利润	0	0	0	0	0
所得税	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	0	0	0	0	0
<b>资产负债表</b>					
货币资金、短期投资	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	0	0	0	0	0
无形及其他资产	0	0	0	0	0
资产合计	0	0	0	0	0
流动负债	0	0	0	0	0
长期负债	0	0	0	0	0
股东权益	0	0	0	0	0
投入资本(IC)	0	0	0	0	0
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	0	0	0	0	0
折旧与摊销	0	0	0	0	0
流动资金增量	0	0	0	0	0
资本支出	0	0	0	0	0
自由现金流	0	0	0	0	0
经营现金流	0	0	0	0	0
投资现金流	0	0	0	0	0
融资现金流	0	0	0	0	0
现金流净增加额	0	0	0	0	0
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	0	0	0	0	0
EBIT 增长率	0	0	0	0	0
净利润增长率	0	0	0	0	0
<b>利润率</b>					
毛利率	0	0	0	0	0
EBIT 率	0	0	0	0	0
净利润率	0	0	0	0	0
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	0	0	0	0	0
总资产收益率(ROA)	0	0	0	0	0
投入资本回报率	0	0	0	0	0
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	0	0	0	0	0
应收账款周转天数	0	0	0	0	0
总资产周转天数	0	0	0	0	0
净利润现金含量	0	0	0	0	0
资本支出/收入	0	0	0	0	0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0	0	0	0	0
净负债率	0	0	0	0	0
<b>估值比率</b>					
PE	0	0	0	0	0
PB	0	0	0	0	0
EV/EBITDA	0	0	0	0	0
P/S	0	0	0	0	0
股息率	0	0	0	0	0



52 周价格范围 6.80~14.49  
市值(百万) 2,743



## 1. 公司业务分析

产销虽持续增长，但激烈的市场竞争导致单位产品的盈利能力有所下降。

中国重汽主营范围：载重汽车、专用汽车、重型专用车底盘、汽车配件制造和销售；汽车改装、机械加工；许可证批准范围内的普通货运业务、仓储服务（不含危险化学品）。主要产品：“斯太尔”牌系列载货汽车、“黄河”牌系列载货汽车以及相关部件、总成等。是目前国内 15 吨级以上载货汽车最大的生产制造企业。

2006 年上半年载货汽车的发展依然处于低迷状态，增速明显低于汽车业的平均水平，其中整车同比仅增长 8% 左右，而半挂牵引车的增速更是不足 7%。相比之下中国重汽的整体经营应该还是较为令人满意的。

当然，由于原材料成本压力依旧，加之行业竞争更趋激烈，为确保产能充分利用，产品的价格战不可避免，结果导致单车均价呈现下滑态势，进而影响到企业的盈利水平。

表 1：中国重汽分季度产销变化一览

	2005Q1	2005Q2	2005Q3	2005Q4	2006Q1	2006Q2
产销量（辆）	6995	9884	5521	7762	8227	14453
产销量季度环比	-74.21%	41.30%	-44.14%	40.59%	5.99%	75.68%
平均单价（万元）	21.13	20.73	20.74	23.60	20.42	20.49
平均单价季度环比	10.84%	-1.88%	0.025%	13.82%	-13.47%	0.34%

数据来源：国泰君安证券研究所。

表 2：中国重汽分季度经营情况一览

	05Q1	05Q2	05Q3	05Q4	06Q1	06Q2
主营收入（亿元）	14.78	20.51	11.45	18.32	16.81	29.60
主营利润（亿元）	1.25	1.51	0.98	1.71	1.42	2.38
主营利润率（%）	8.42	7.37	8.54	9.32	8.44	8.04
净利润（亿元）	0.40	0.39	0.22	0.49	0.32	0.53
净利润率（%）	2.74	1.91	1.95	2.66	1.93	1.80

数据来源：国泰君安证券研究所。

## 2. 公司财务分析

财务数据分析显示，通过控股股东各相关关联方“利益”输送的格局短期内还将持续。

从企业所披露的信息可知，在产销增长 31.51% 的同时，由于较好地控制了成本的增长，因此虽然企业不再享受税收优惠，但是整体盈利仍保持了近 8% 的平稳增长。面对激烈的市场竞争，企业的各项费用支出达 2.44 亿元，同比增长 20% 以上，表明通过调控费用确保盈利的做法已不再有效。

2006 年上半年公司的各项应收款项为 10.36 亿元，与去年同期基本持平，但仍较年初增长近 45%；而各项应付款项高达 40.12 亿元，虽然较年初有近 2 亿元的减少，但是仍处于较高的水平。为减少关联交易拟定的定向增发其进程一拖再拖，因此通过控股股东各相关关联方“利益”输送的格局短期内还将持续。此外，企业的存货基本稳定在 15 亿元左右的水平，其中库存商品和在产品占到全部存货的 80%。

虽然 2006 年第二季度企业的经营性现金流状况较第一季度明显改观，但是上半年的经营请务必阅读正文之后的免责条款部分

营性现金流同比仍有近 60% 的下降。此外从分季度经营情况看，存在一定的波动性特征，表明下半年公司所面临的经营形势还是较为严峻的。

从历年的数据统计可见，中国重汽的负债率水平持续保持在 90% 左右的高水平，其中控股股东各相关关联方的作用极为重要。今后如果收购了关联方的资产/股权，可能会使整体负债率有所下降，但是其幅度较为有限，在严酷的竞争形势下企业对资金的需求在持续增加，因此所面临的资金压力还在很大的。

**表 3: 中国重汽历年主要财务比率一览**

	2003	2004	2005	2006Q2
主营利润率 (%)	14.59	8.71	8.36	8.18
净资产收益率 (%)	-37.77	44.57	27.78	13.68
资产负债率 (%)	85.76	92.36	89.93	89.41
流动比率	1.04	1.03	1.04	1.06
速动比率	0.33	0.79	0.75	0.78
存货周转率 (次)	0.36	6.99	4.68	2.93
应收帐款周转率 (次)	1.30	38.44	23.15	20.57
每股经营现金流净额 (元)	-0.04	2.98	1.00	2.57

数据来源：国泰君安证券研究所。

### 3. 未来公司业绩预判

预计 2006 年 EPS 仍可保持适度增长，达到 0.60 元以上的水平。

根据这几年载货汽车，特别是重型载货汽车行业的发展状况和中国重汽的实际情况分析，公司的发展、经营仍可望保持适度增长，预计 2006 年中国重汽的 EPS 可达 0.60 元以上的水平。

### 4. 公司价值估计及投资评级

由于将以 8.01 元/股进行定向增发，因此在综合考虑重型汽车行业和企业发展前景以及各项影响因素后，维持“中性”的投资评级不变。

通过采用调整账面法对中国重汽的内在价值进行估算，得知其内在价值为 2.45-2.50 元/股，每股净资产 2.47 元。按照目前沪深两市相关上市公司的平均水平测算其二级市场的价格已经被大大高估。

但是鉴于定向增发的价格为 8.01 元/股，发行股数约 6866 万股，按照发行价与平均市价的折扣关系，其二级市场价格在 10 元/股以上也是不过分的。

因此在全面考虑载重汽车，特别是重型汽车行业和企业自身的后续发展等情况和各项影响因素后，维持对中国重汽“中性”的投资评级不变。

## 免责声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**国泰君安证券股票投资评级标准:**

- 增持:** 股票价格在未来6~12个月内超越大盘15%以上;  
**谨慎增持:** 股票价格在未来6~12个月内超越大盘幅度为5%~15%;  
**中性:** 股票价格在未来6~12个月内相对大盘变动幅度为-5%~5%;  
**减持:** 股票价格在未来6~12个月内相对大盘下跌5%以上。

**国泰君安证券行业投资评级标准:**

- 增持:** 行业股票指数在未来6~12个月内超越大盘;  
**中性:** 行业股票指数在未来6~12个月内基本与大盘持平;  
**减持:** 行业股票指数在未来6~12个月内明显弱于大盘。

**国泰君安证券研究所**

上海  
上海市延平路121号17楼  
邮政编码: 200042  
电话: (021) 62580818

深圳  
深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场A座20楼  
邮政编码: 518029  
电话: (0755) 82485666

北京  
北京市海淀区马甸冠城园冠海大厦14层  
邮政编码: 100088  
电话: (010) 82001544

国泰君安证券研究所网址: [www.askgtja.com](http://www.askgtja.com)  
E-MAIL: [gtjaresearch@ms.gtjas.com](mailto:gtjaresearch@ms.gtjas.com)