



中国重汽 (000951.SZ)

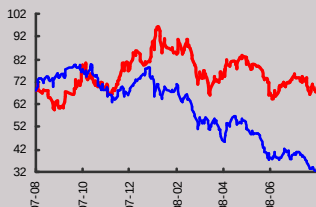
推荐 (维持)

所属行业: 汽车及
零部件
行业评级: 中性

股价数据

12 个月区间(元)	9.80-73.68
最新收盘价(元)	12.48
股本结构	
总市值(亿元)	48.33
流通市值(亿元)	6.50
总股本(亿股)	4.19
流通 A 股(亿股)	1.52
流通 B 股(亿股)	0

股价表现图



齐鲁证券有限公司
研究所
行业公司部

分析师
孙建新

Tel: (86531) 81283787
Fax: (86531) 81283791
Email: sunjx@qlzq.com.cn

中国重汽 (000951): 在国三变局中占得先机

投资要点:

- ◇ 中国重汽目前年整车产能约 10 万辆, 桥箱公司整车配套桥年产能 10 万只。国 III 标准 7 月 1 号实施带来新的变数。采用共轨技术的发动机价格比 EGR 高 1 万多。中国重汽的 EGR 系统成本低、产能不受限制、维修方便、对油品的要求低, 更符合国情。
- ◇ 从中国重汽下半年销售来看, EGR 比例高达 80%, 也就是说重汽在国内销售的车辆几乎全部是通过 EGR 技术实现国三。重汽在向国三标准切换中抢得先机。
- ◇ 重卡存量约 30% 作为工程用车, 在政府通过投资扩大内需刺激经济增长的背景下将直接受益。我们认为, 受内需政策刺激因素, 2009 年重卡行业销量增速将会比我们之前的预期提高增速 3%, 我们预计 2009 年下半年国产重卡销量将会重拾升势, 2009 年全年预计重卡销量下降 5%。
- ◇ 我们认为公司的销售结构与销售用途都非常有利于公司的发展, 工程用途已经占到总量约 40%, 从销售地点看, 出口已经占到 20%, 另外此次国 III 标准切换是从 08 年 7 月开始且对车主购车是一次性影响, 因此公司 09 年下半年销量仍有望实现 5% 以上的增长, 10 年仍可实现 15% 以上的销量增长。
- ◇ 我们预计公司 2008、2009 年的每股收益分别为 1.46 元与 1.61 元, 我们继续维持推荐的投资评级。



一、 公司简介

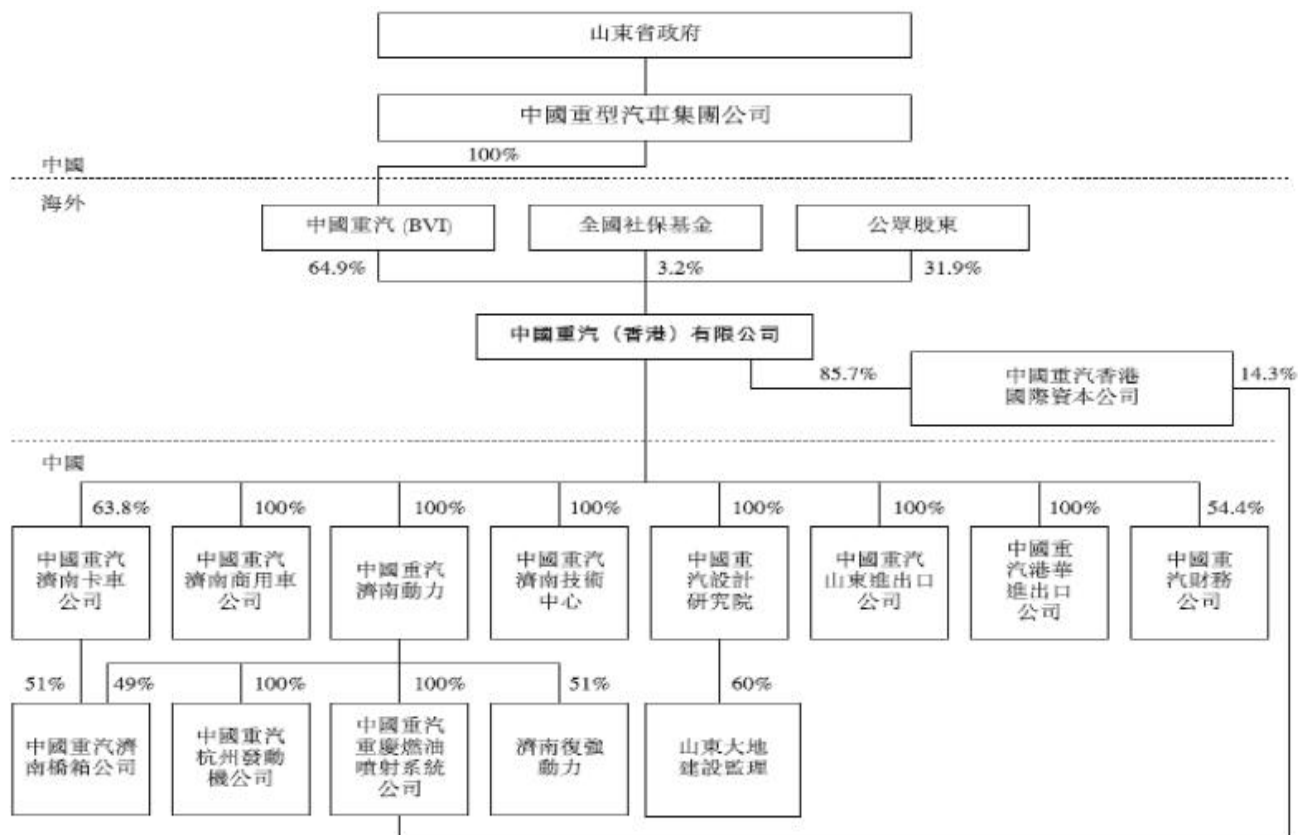
中国重型汽车集团济南卡车股份有限公司（中国重汽）是中国重型汽车集团有限公司的控股子公司，中国重汽主要由制造与销售事业部组成，并控股桥箱公司。中国重汽主要生产与销售载重吨位大于 14 吨的斯太尔王、斯太尔与 HOWO 车型，而集团另一子公司中国重型汽车集团济南商用车公司生产载重吨位为 7-12 吨的金王子、豪骏、黄河等车型以避免同业竞争。中国重汽目前年整车产能约 10 万辆，桥箱公司整车配套桥年产能 10 万只。

图表 1：中国重汽股份有限公司股本结构

股本性质	2008 年 6 月 27 日至今
限售流通 A 股（万股）	26749
实际流通 A 股（万股）	15193
合计（万股）	41943

资料来源：公司资料

图表 2: 重汽集团与下属公司股权与业务结构



资料来源：公司资料

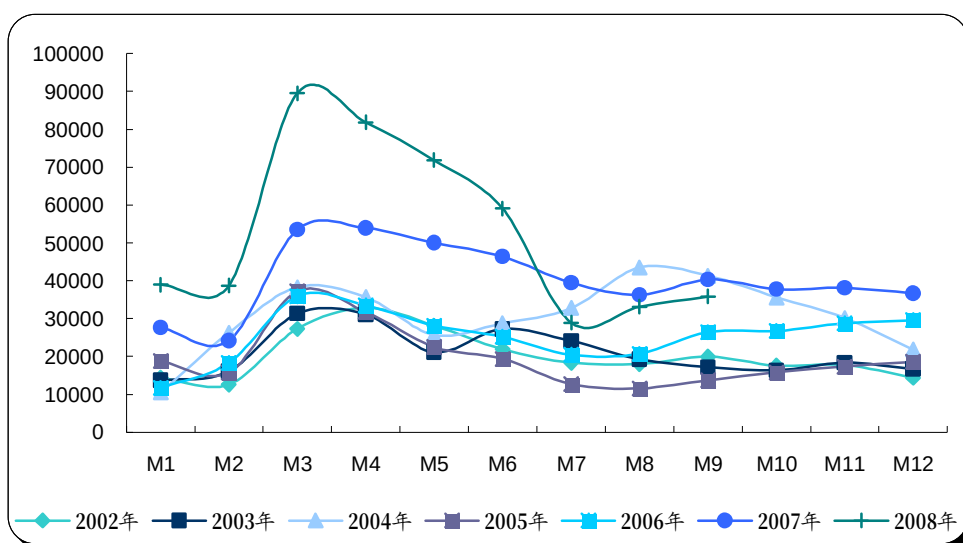
二、 09 年下半年重卡增长仍然可期，支撑我国重卡长期增长的因素没有改变

2008 年的重卡销售出现了大幅波动。2008 年上半年重卡行业销量达到 38 万辆同比增长 48.6%，但 3 季度却同比下滑了 15.7%，到了 11 月份国内重卡更是同比出现了约 50% 的负增长。销量大幅波动我们认为是由两方面原因造成的，一是 08 年 7 月 1 日开始实施国 III 排放标准，为满足新规，重卡需要提价 1-2 万元，整车价格的提高对车主的购车时点产生了一定影响，但我们认为由于受到的养路费的限制，国 III 标准的实施在时间跨度上的影响有限，简单的讲就是说我们认为 2008 年的客户不会因为国 III 标准的推出而把购车行为提前到 2007 年，我们认为国 III 标准仅仅会影响 08 年第 3 季度购车用户的购车时点，而这种时点提前造成的影响

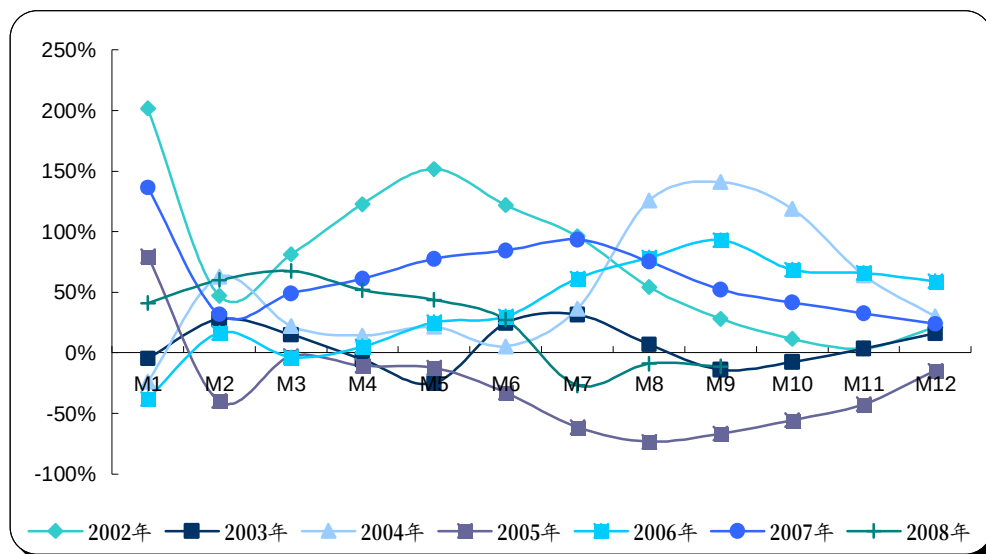


也仅仅会体现在当年 5、6 月份重卡销售数据上，对大局不会构成影响；我们认为影响车主购车的另一重要原因还是经济环境的变化，我们看到受国内宏观调控和美国次贷危机的影响，08 年下半年我国整体经济环境发生了重大变化。从重卡用途来看，55%用于中长途运输，30%用于工程用车与矿山用车，15%作为特种车用于城市消防等公用事业特种用途。从重卡的下游需求来看，重卡的产销与宏观经济密切相关。

图表 3: 重卡 2002~2008 年度销量



资料来源: CAAM


图表 4: 重卡 2002~2008 年度销量增速


资料来源: CAAM

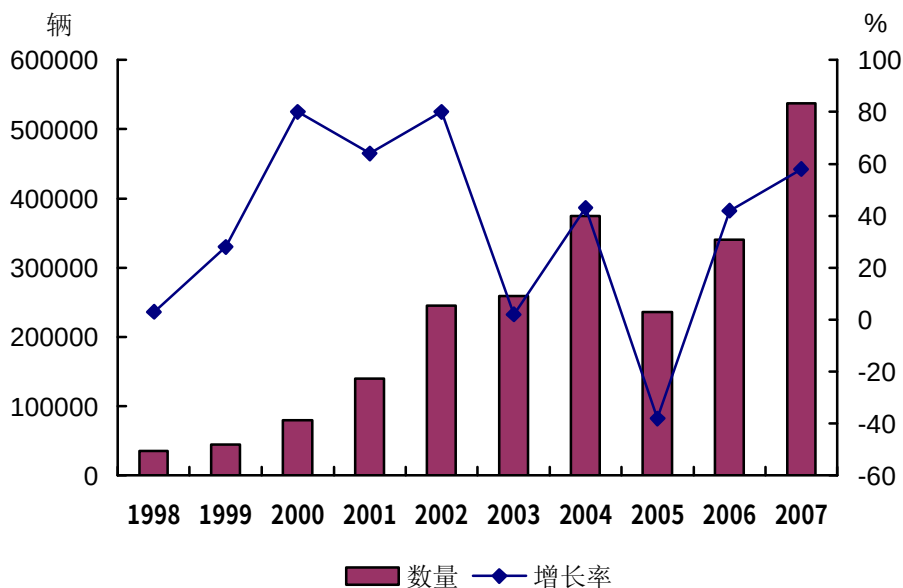
从重卡的中长距离运输、矿山用车与工程用车来看,随着高速公路里程的增长而带来的道路运输需求的提升也部分拉动了重卡的销售。也就是说我们认为目前支撑我国重卡长期增长的因素没有改变:首先是重工业化阶段将长期存在,以住房和汽车为主的居民消费结构升级将带动产业结构升级,2020 年之前我国都将处于重化工业化阶段,重化工业拉动的经济增长必然导致运输强度增加,运输强度增加将加大对重卡的需求;再次是由于我国资源分布不均衡,随着中西部的开发和建设将增加中西部各种资源如煤炭、有色金属向东部以及钢铁、水泥向西部的运量。计重收费从高速公路向干线推广的发展也将保证对重卡新增增量的需求。

十项扩大内需政策将对重卡行业构成利好。面对内需外需的双重减速,国务院 11 月 5 日召开国务院常务会议,研究部署进一步扩大内需促进经济平稳较快增长的措施。会议决定,当前要实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策,出台更加有力的扩大国内需求措施,加快民生工程、基础设施、生态环境建设和灾后重建,提高城乡居民特别是低收入群体的收入水平,促进经济平稳较快增长。会议确定了当前进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施。初步匡算,这十项工程建设,到 2010 年底约需投资 4 万亿元。由于积极的财政政策将带动国内钢铁、煤炭、电力的需求,因此将会对重卡行业形成利好。但我们也要看到,由于财政政策的具体实



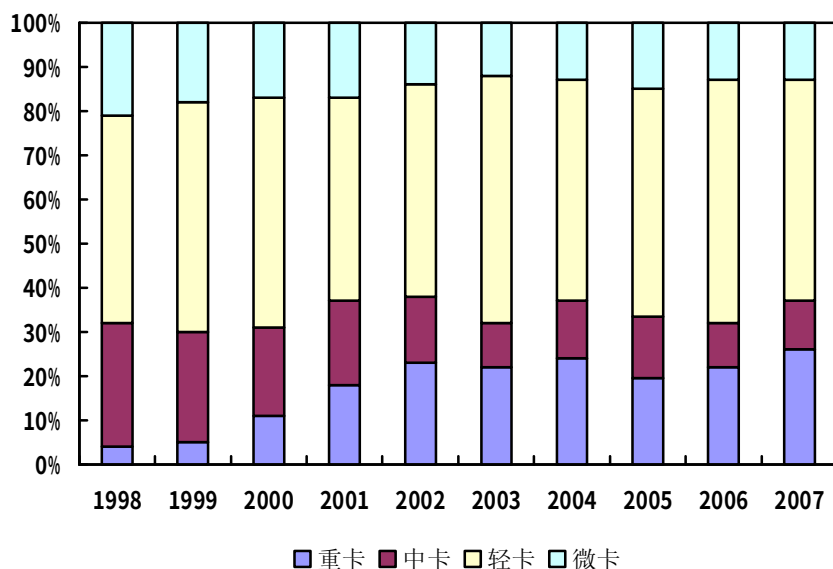
施和效果显现都需要时间，且 2008 年上半年重卡销售基数较高，因此明年上半年国内重卡销量将会继续出现较明显的负增长。考虑到明年国内外需求在下半年将有所好转，我们预计 2009 年下半年国产重卡销量将会重拾升势，2009 年全年预计重卡销量下降 5%。

图表 5: 近年来重卡销售数量及增长率



资料来源: 中国汽车工业产销快讯

图表 6: 1998 ~ 2007 年货车行业结构性变化



资料来源: 中国汽车工业产销快讯



三、中国重汽在国 III 标准新变局中占得先机

国 III 标准 7 月 1 号实施带来新的变数,在变动中蕴含着机会,谁能抢得先机在竞争中将处于有利地位。目前国内几种技术路线中有: 高压共轨技术、单体泵、直列泵+EGR, 其中潍柴、东风康明斯、锡柴等发动机厂家主要采用高压共轨技术,重汽下属的杭州发动机厂和章丘发动机厂主要采用 EGR, 也生产部分高压共轨发动机。也有玉柴等少部分企业不同机型上应用单体泵、高压共轨两种技术。

目前业内对单体泵路线(机体改进大、成本略低于共轨、不能升级到更高标准,过渡产品)不是很看好,我们主要分析一下共轨和 EGR。高压共轨式喷油系统用高压供油泵,将高压燃油贮存在油轨内,依靠喷油器电磁阀的开闭,控制喷油时间和喷油量。高压共轨式喷油系统的轨道压力始终保持在设定压力值,便于实现喷射的灵活控制,能持续高压喷射,容易实现单循环多次喷射。高压共轨可以实现欧III标准,还具有达到欧IV及欧V标准的能力。高压共轨燃油喷射技术基本上被跨国公司控制,全球仅有德国博世、日本电装、美国德尔福和德国西门子威迪欧等四家公司拥有成熟产品。EGR 技术是从发动机排气中引回部分废气,与新鲜空气共同进入发动机汽缸内参与燃烧,既能降低汽缸内的燃烧温度,又可降低汽缸内 NOX 含量。

由于国内高压共轨产品供应量不足以满足国内重卡需求,公司开发出直列泵+EGR 技术来满足排放要求,同时不用担心供应量的不足。在 EGR 发动机开发成功后,重汽在国III问题上就有了更多的筹码,也给自己争取了更大的空间: 往上延伸,采用高压共轨技术的重汽发动机可以升级至国IV; 往下走, EGR 发动机可以满足中国现实需求。

采用共轨技术的发动机价格比 EGR 高 1 万多,另外国内油品含硫量高容易堵塞喷嘴口,增加维修次数。重汽的 EGR 系统成本低、产能不受限制、维修方便、对油品的要求低,可能更符合国情,从重汽 08 年下半年销售来看, EGR 比例高达 80%, 也就是说重汽在国内销售的车辆几乎全部是通过 EGR 技术实现国三。重汽在向国三标准切换中抢得先机。



四、在投资拉动下，公司 2009 年下半年销量有望重拾升势

05 年前后重卡全行业销售下滑 33%，公司认为主要是由两方面原因造成：一方面是由于 04 年严厉的宏观调控造成 05 年施工减少；一方面是由于从 2005 年 1 月起对重卡技术指标从新标定杜绝大车小标的现象造成大量车主于 04 年提前购买造成。目前形势下，我们认为公司的销售结构已经发生重大变化，从销售用途看，工程用途已经占到总量约 40%，从销售地点看，出口已经占到 20%，另外此次国 III 标准切换是从 08 年 7 月开始且对车主购车是一次性影响，因此虽 09 年全年公司销量可能会出现负增长，但 09 年下半年公司销量仍有望实现 5% 以上的增长，10 年公司销量仍有望实现 15% 以上的增长。

考虑到 2008 年国内重卡消费的波动性增强，以及成本上涨对公司盈利的不确定性，我们预计公司 2008、2009 年的每股收益分别为 1.46 元与 1.61 元，我们继续维持推荐的投资评级。


投资评级说明

类别	级别	定义
公 司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为 -10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行 业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我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相关服务。我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“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，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和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791