

中国重汽(000951)调研报告

——技术创新大幅推进 竞争优势持续增强

推荐

维持评级

可选消费/汽车

2009 年 3 月 5 日

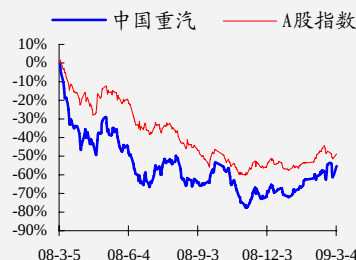
投资要点:

- 我们中长期看好与基础建设投资密切相关的重卡子行业的发展前景。随着我国高速公路交通网络的不断扩展,货物运输的距离也在不断增加。适合于长距离运输的大吨位、大马力的重卡仍有巨大的发展空间。
- 公司非常专注于主营业务的发展,从 2005 年完成借壳上市至今,公司主营收入全部来源于重型卡车及其相关配件的销售,没有任何担保事项、没有到二级市场融资、没有从事任何与主营业务无关的业务。
- 2008 年,中国重卡市场累计销售 540448 辆,同比增长 10.87%。中国重汽集团累计销售 112017 辆,市场占有率为 20.62%,继续排名第一,一汽集团累计销售 107093 辆,市场占有率 19.82%,排名第二,东风公司累计销售 106490 辆,市场占有率 19.70% 排名第三。
- 经过 20 年的积淀,公司已经形成浓厚的重卡文化,具有极强的持续创新能力。公司技术创新持续领导同行,被誉为“全球重卡行业增长最快、最具竞争力和成长性的企业”。
- 考虑到工作日差别,2009 年 1 月份日均销量跟 2008 年 12 月份基本持平,预期随后的几个月的销售有望逐步出现环比增长。预计 2009 年全年销售同比持平,其中上半年将出现负增长,下半年为正增长。配备公司最新研发的 AMT 自动变速箱的新车型 HOWO A7 可能有助于整体销售。
- 根据前面对重卡行业以及公司基本面的判断,我们下调公司 08-10 年的盈利预测, EPS 分别为 1.30 元、1.50 元、2.26 元, 08-10 年的 PE 分别为 15.29、13.25、8.80 倍。给予公司短期“谨慎推荐”、中长期“推荐”的投资评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2007	1,733,452	73.99	71,748	171.99	2.22		0.00	
2008E	2,200,000	26.91	54,646	-23.98	1.30		15.29	
2009E	2,420,000	10	62,942	15.18	1.50		13.25	
2010E	3,025,000	25	94,886	50.75	2.26		8.80	

走势图



市场数据

2009-3-5

收盘价:	20.31 元
52 周最高价:	46.85 元
52 周最低价:	9.80 元
平均持仓成本:	

基本数据

2008Q3

总股本(万股):	41,943
流通 A 股(万股):	41,943
每股收益(元):	1.17
每股净资产(元):	5.98
每股经营现金流(元):	3.01
市净率:	3.40

分析师: 刘立喜

TEL: (8621)6336 7000-257

FAX: (8621)6337 3209

Email: liulix@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

一、公司基本情况：

1、公司主营业务：

公司2004年借壳“小鸭电器”，更名为“中国重汽集团济南卡车股份有限公司（简称中国重汽）”。公司非常专注于主营业务的发展，从2005年开始，公司主营收入全部来源于重型卡车及其相关配件的销售，没有任何担保事项、没有到二级市场融资、没有从事任何与主营业务无关的业务。

2006年6月，公司向大股东中国重汽集团定向增发6866万股份用于收购其拥有的桥箱公司51%的股权和HOWO项目资产及其他土地资产，大大减少了与集团公司的关联交易。该部分股票上市日为2006年11月1日，且中国重汽集团承诺该等股份自上市之日起三十六个月内，不通过深圳证券交易所挂牌出售。

2、公司历史沿革：

公司历史发展比较复杂，正因为如此，公司形成了较为独特的重卡文化和竞争优势。

- 1984年4月10日成立中国重型汽车工业联营公司。
- 1990年10月31日，经国家工商行政管理局核准中国重型汽车联营公司名称变更为“中国重型汽车集团公司”。
- 2000年，国务院决定将其分解为三个部分，分别下放山东省、陕西省及重庆市。
- 2001年5月28日，下放山东省的部分改制重组，成立了现在的中国重型汽车集团有限公司。当时的股权机构如下图。

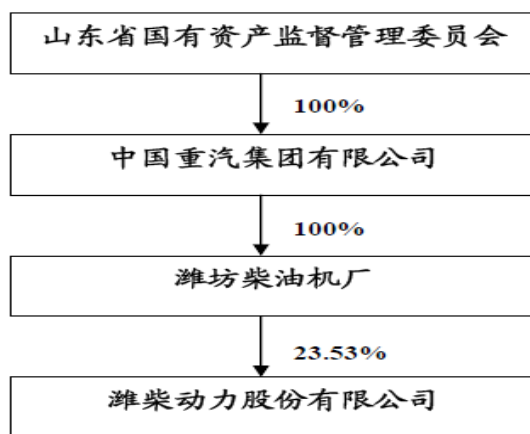


图1 2006年前中国重汽集团有限公司与潍坊柴油机厂的股权关系

资料来源：公司公告

- 2002年12月23日，潍坊柴油机厂以有关生产、销售WD615 及WD618 系列柴油机的经营资产与负债及现金入股，联同其它现金注资的发起人成立潍柴动力股份有限公司。
- 2004年3月11日，潍柴动力股份有限公司在香港发行12,650万股H股并上市。
- 2003年9月20日、2003年9月22日，中国重汽集团有限公司分别与中信信托、小鸭集团正式签署了《股份转让协议》，以现金收购中信信托和小鸭集团持

有的小鸭电器国家股1.2059亿股份。上述股份合计占小鸭电器总股本的63.78%。中国重汽以重型卡车的整车生产与销售资产和相应负债与上市公司的家电经营性资产进行了置换，实现买壳上市，上市公司由"小鸭电器"正式更名为"中国重汽"，同时，中国重汽集团也成为本公司的控股母公司。

- 2006年3月20日，中国重型汽车集团有限公司与潍坊柴油机厂实施产权分离，中国重汽集团持有的潍坊柴油机厂国有股权及其享有的权益划转山东省国资委，并相应减少重汽集团国有资产。划转后，潍坊柴油机厂为山东省国资委履行出资人职责的企业。

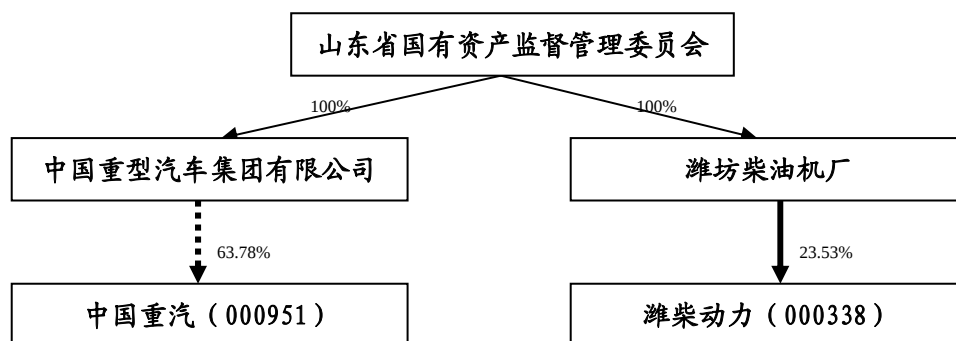


图2 2006年后中国重汽集团有限公司与潍坊柴油机厂的股权关系

资料来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所整理

3、公司股权结构：

2007年4月2日，中国重型汽车集团公司与中国重汽（维尔京群岛）有限公司（即“中国重汽BVI”）及中国重汽（香港）有限公司签署了《资产注入协议》，协议主要内容为：中国重汽集团公司将经山东省国资委核准评估结果的、包括中国重汽（A股上市公司）63.78%的股份及其他资产，由重汽集团注入重汽BVI，再由重汽BVI注入重汽香港（现为H股上市公司），同时分别由重汽BVI向重汽集团及由重汽香港向重汽BVI相应增发股份，最终完成对重汽香港的注资程序。公司最新的股权结构如下：

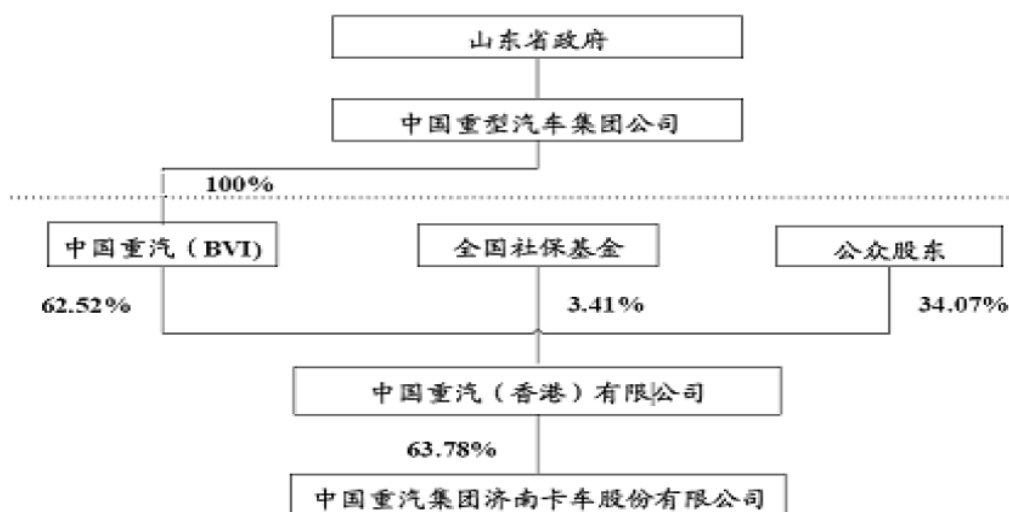


图3 公司最新股权结构关系图

资料来源：公司公告

二、重卡行业分析：

1、行业发展概况：

中国重卡市场每年的市场特征都可以用一个关键词概括，2004年是中国重卡市场的“井喷”年，2005年是中国重卡市场的“调整”年，2006年是“省油”年，2007年是“计重消费”年，2008年是“透支性需求”年。由此可见，在中国汽车市场中，重卡市场是最容易受宏观经济环境影响的子市场。纵观中国重卡市场1994-2008年的走势，可以得出结论：每次重大利好宏观政策的出台就是重卡市场迅速拉升的机遇。

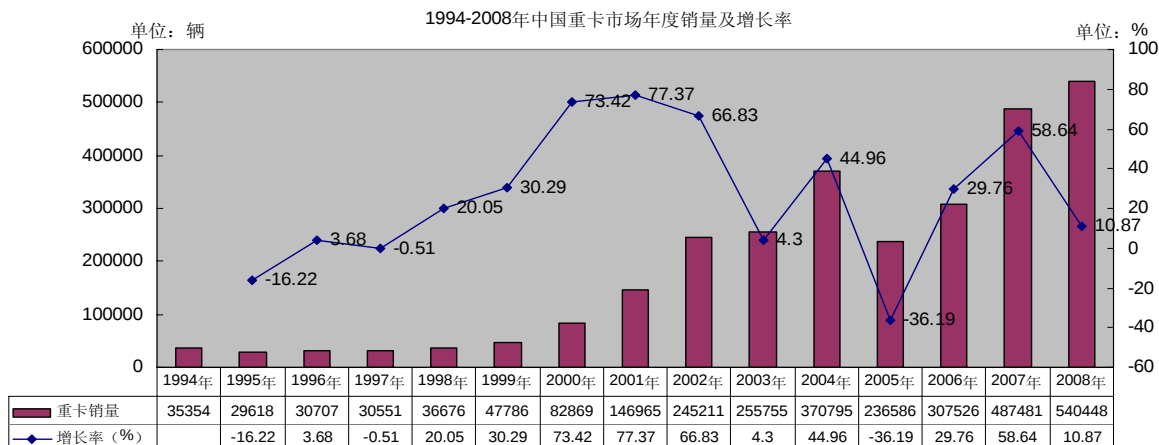


图4 1994-2008年中国重卡市场年度销量及增长率

资料来源：《汽车情报》 东北证券金融与产业研究所整理

2008年，中国重卡市场深受“国III排放政策”的影响，总体月度销量呈现“前高后底”的态势。1-6月份，重卡市场需求持续“透支”，累计销量仍大幅增长48.5%。三季度，受上半年需求“透支”的影响，尽管中国重汽EGR技术的推出对行业形成一定的刺激，销量同比仍有一定的下降。第四季度，由于金融危机的影响，销量剧降，市场陷入低迷的态势。整个下半年，重卡销量同比下降29.37%。

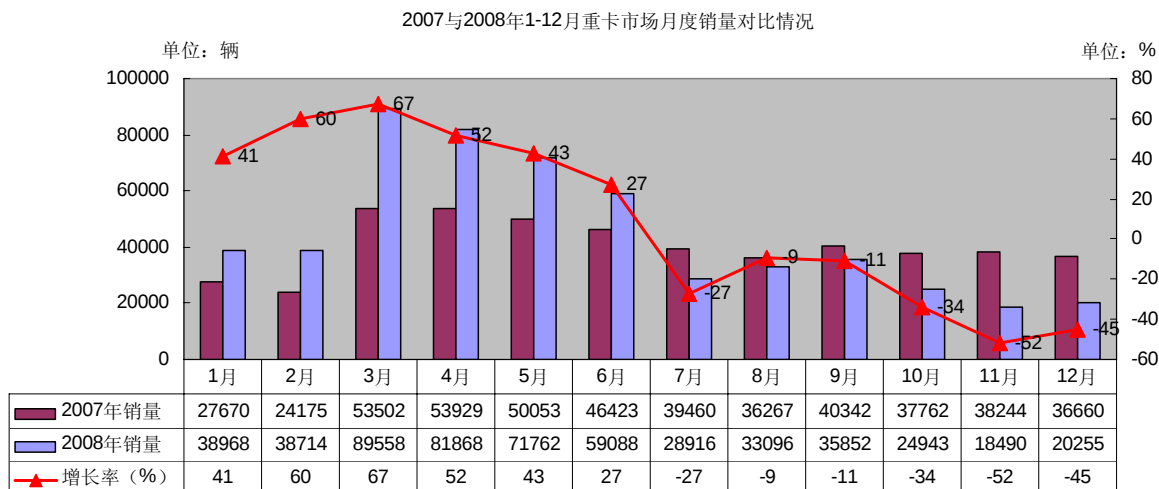


图5 2007与2008年1-12月重卡市场月度销量对比情况

资料来源：《汽车情报》 东北证券金融与产业研究所整理

2、行业长期趋势:

我们长期看好与基础建设投资密切相关的重卡子行业的发展前景。

我国公路货物运输市场将持续增长。货物周转总量与高速公路里程共同决定重卡销量增长持续大幅超过GDP的增长速度。自2003年以来，我国货物周转总量增长速度一直超过GDP的正在速度。

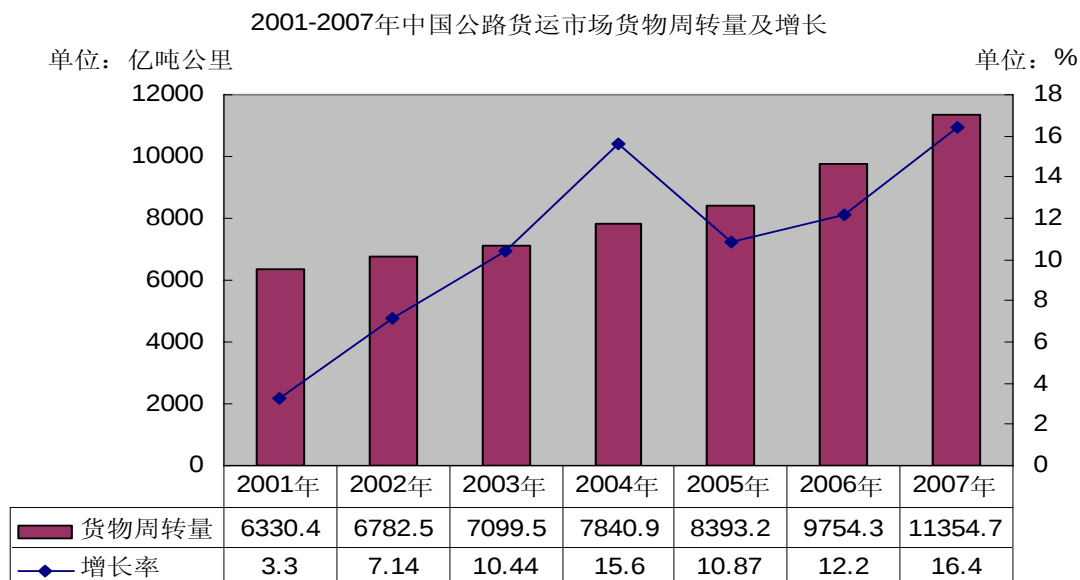


图6 2001-2007年中国公路货运市场货物周转量及增长

资料来源：《汽车情报》 东北证券金融与产业研究所整理

随着我国高速公路交通网络的不断扩展，货物运输的距离也在不断增加。2007年，我国货运车辆的平均运距为69.3公里，而欧美发达国家通常是300公里左右。由此可见，适合于长距离运输的大吨位、大马力的重卡仍有巨大的发展空间。

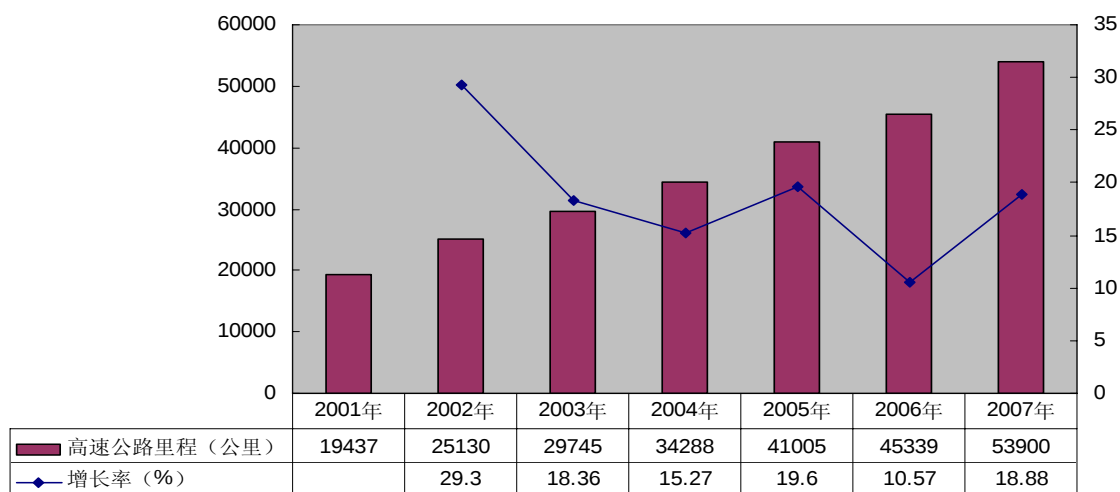


图7 2001-2007年中国高速公路里程增长趋势

资料来源：《汽车情报》2008年第28-29期 东北证券金融与产业研究所整理

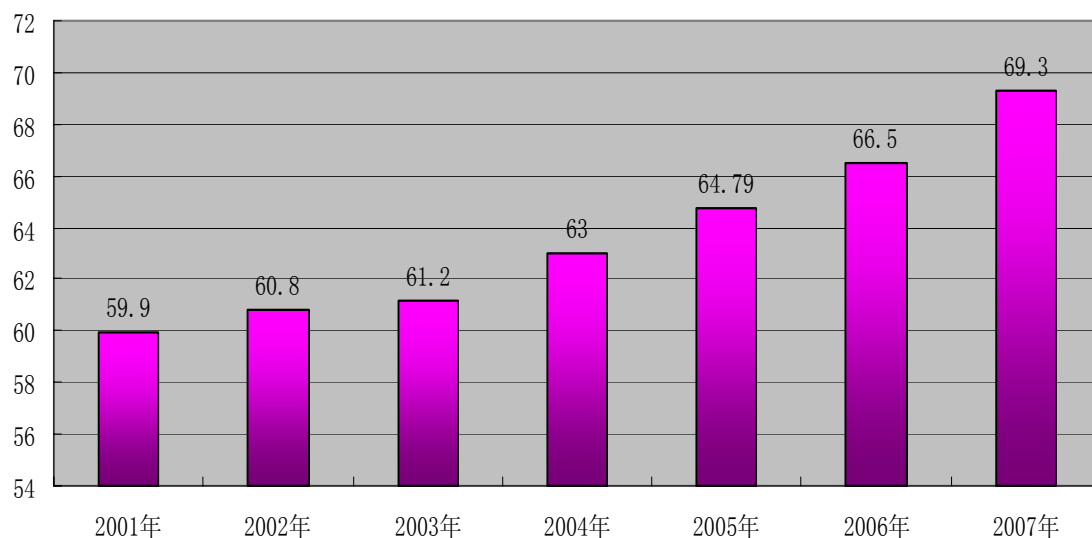


图8 2001-2007年中国货运车辆的平均运距（单位：公里）

资料来源：《汽车情报》2008年第28-29期 东北证券金融与产业研究所

3、2009年行业判断：

首先，2009年重卡市场将面临重要的市场机遇。目前的市场环境市场类似1998年中国的市场，中国政府刺激经济增长的力度前所未有的。2008年10月21日，国务院投资4万亿元基础项目建设。与基础设施建设密切相关的重卡行业是一个很好的市场机会。

其次，燃油税下调是中国重卡市场的福音，为卡车用户年度减负758亿元。中国式的燃油税在“金融危机”的大环境下“借机”推出，“免六项费用”而实施燃油税实则是“大规模的减赋”行为，而非增收税收之举。根据专家测算，燃油税可为中国卡车用户2009年全面减赋“758亿元”人民币。这将刺激公路物流企业车型更新换代，产生较大的新增需求。

最后，金融危机已经波及各个行业，包括公路物流运输行业，对重卡行业带来较大的负面影响。

总而言之，我们判断，2009年重卡行业的销售将呈现“前低后高”的态势，全年销量与2009年基本持平。考虑到钢铁等原材料的成本的大幅下降，行业毛利率将成回升态势。

三、公司业务分析：

1、市场地位：

目前，公司是国内目前最大的重型汽车制造商之一。根据中国汽车工业协会的统计数据，2007年中国重汽集团重卡的市场占有率为20.8%，排名第一，排名第二的是一汽集团，市场占有率为20.3%，排名第三的是东风汽车，市场占有率是17.7%。

2008年，中国重卡市场累计销售540448辆，同比增长10.87%。中国重汽集团累计销售112017辆，市场占有率为20.62%，继续排名第一，一汽集团累计销售107093辆，市场占有率19.82%，排名第二，东风公司累计销售106490辆，市场占有率19.70%，

排名第三。

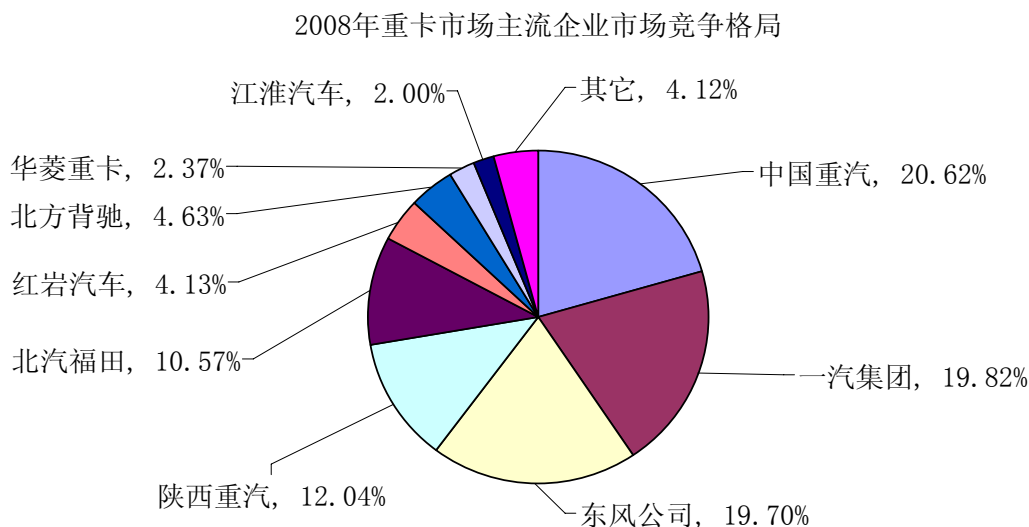


图9 2008重卡市场主流企业市场竞争格局

资料来源：中国汽车工业协会 东北证券金融与产业研究所整理

2、竞争优势：

首先，公司具有浓厚的重卡文化优势。公司脱胎于1984年成立的中国重型汽车工业联营公司，尽管2000年国务院将中国重汽集团下方到山东省、陕西省、重庆市，但重汽集团的根基在山东。而且2006年山东省国资委又将中国重汽集团一分为二：一个是中国重汽集团有限公司，一个是潍坊柴油机厂，各自发展，更强化中国重汽集团独特的重卡文化。文化的东西，一旦形成是轻易难以动摇的。

其次，公司具有极强的持续创新能力。比如，2006年3月之前，中国重汽集团间接控股潍柴动力时，中国重汽集团全部采用潍柴发动机。2006年3月中国重汽集团与潍柴发动机厂分家后，2006年4月，中国重汽投资10亿元的济南动力公司成立，公司拥有了自己生产的发动机。目前，加上中国重汽集团的另一全资子公司杭州发动机厂，公司的发动机全部实现自给，而且每台发动机比市场采购节省1万元左右。目前，公司的部分发动机已经面向市场销售给其它整车厂家。

再比如，2008年，中国重汽在国III排放标准方面凭借独特的EGR技术抢占了先机，大长了中国人的志气，体现了中国人的具有极强的制造能力。早在2008年7月1日国III标准正式实施前，关于实现国III标准的两种技术路线的之争持续不断：一种是所谓的“常规”技术路线的高压共轨技术；一种是所谓的“非常规”技术路线的EGR技术。正当学界争论不休、业界犹豫不决之际，中国重汽采用EGR技术的重卡产品被国家相关部门认可，批准生产，陆续上市。装配EGR国III发动机比国II贵1.4万-1.6万元，而装配高压共轨的国III发动机比国II贵2.5万-2.8万元，两种不同技术的国III发动机，增加的成本相差1万多元。因此，中国重汽具有明显价格优势的EGR产品在市场上表现十分强劲。华菱公司率先采购中国重汽的EGR发动机。其它厂商纷纷倒戈，开始上马各自品牌的EGR重卡。中国重汽在这轮竞争中，抢占先机，竞争优势进一步凸显，为未来的发展奠定了扎实的基础。

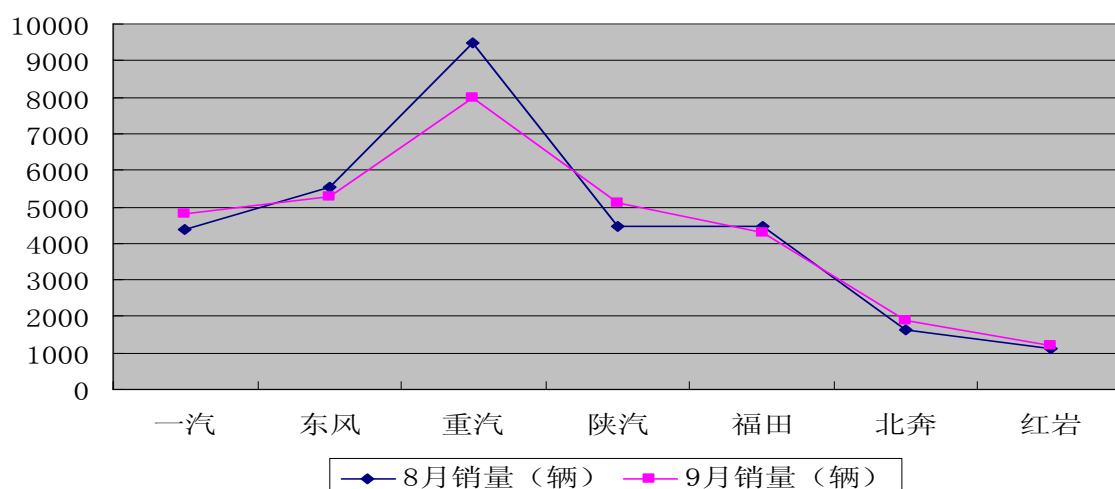


图10 提前推出EGR重卡抢占先机

资料来源: www.cvworld.cn 东北证券金融与产业研究所

公司被誉为“全球重卡行业增长最快、最具竞争力和成长性的企业”。2008年6月，在重汽集团年中销售大会上，董事长马纯济表示，到2010年，中国重汽将确保完成“三个三分之一”的目标，即：中国重汽国内市场占有率达到重卡行业的三分之一左右，公司全部产品的三分之一左右进入国际市场，达到或基本达到国际先进水平的新产品占到全部产品的三分之一左右。

3、经营分析：

由于国III标准推出前后效应、钢价高企、宏观调控、全球性经济衰退预期等因素，公司第三季度销量出现了少见的同比负增长现象。由于金融危机的影响，公司第四季度销量同比下降近50%。这一点是我们前期未曾预料到的。

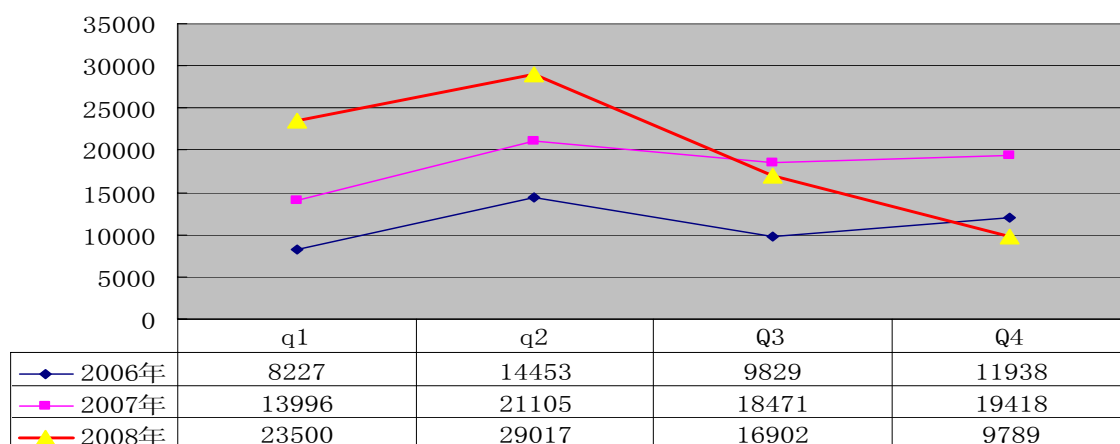


图11 公司单季度重卡销量（单位：辆）

资料来源: 公司公告 东北证券金融与产业研究所

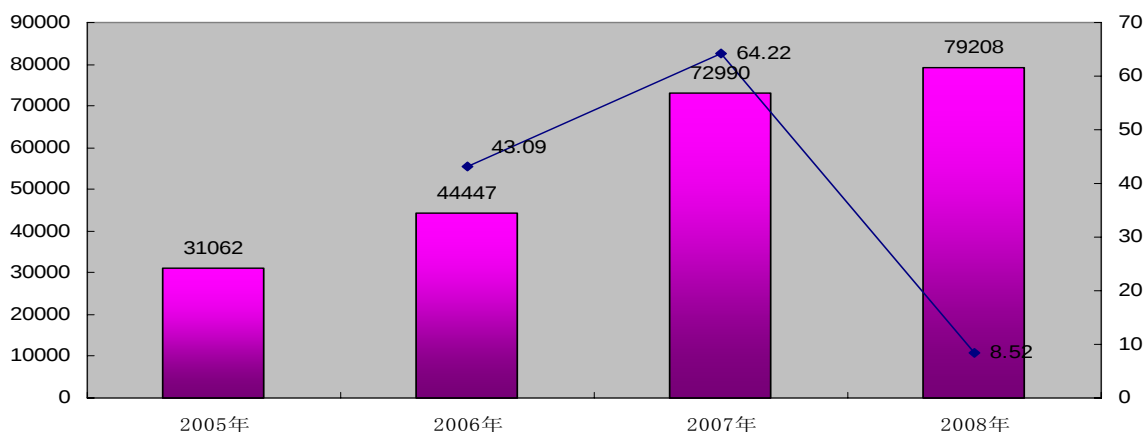


图12 2005-2008年公司重卡销量（单位：辆）及增长率（单位：%）

资料来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

2009年1月，公司公布产销数据，从集团层面，1月份销量同比下降52%，环比下降40%，销量下降的主要原因是：春节所在的月份是重卡传统的销售淡季，如果考虑到工作日差别，1月份日均销量跟12月份基本持平，预期随后的几个月的销售有望逐步出现环比增长。预计2009年全年销售同比持平，其中上半年将出现负增长，下半年为正增长。配备公司最新研发的AMT自动变速箱的新车型HOWO A7可能有助于整体销售。

四、公司财务分析：

1、自2005年以来，公司主营业务收入持续大幅增长。

2008年中报，在行业面临诸多不利因素的情况下，实现主营业务收入129.63 亿元，比去年同期增长52%。第三季度，由于前面分析的原因，公司主营收入同比负增长5.1%。由于金融危机的影响，我们预计第四季度主营收入应有50%左右的下降。2009年上半年营业收入与2008年上半年相比将有20%左右的负增长，2009年下半年开始进入正常增长轨道。整个2009年，公司主营收入将出现环比持续增长的局面。

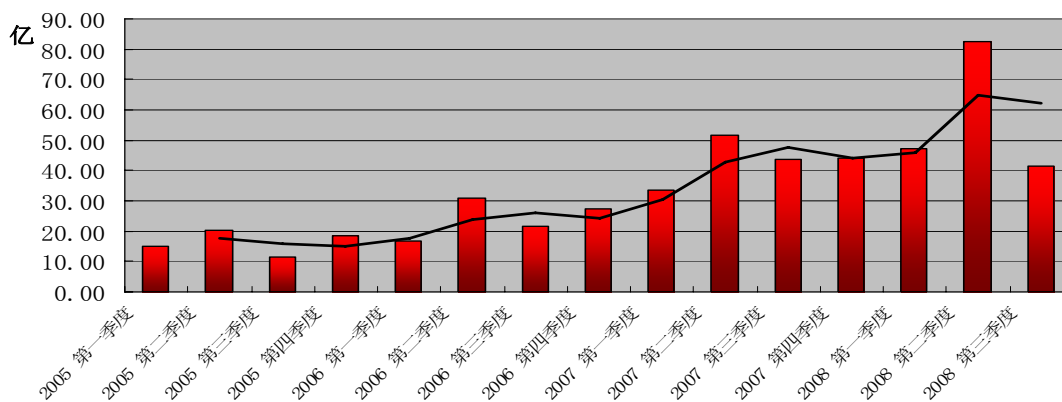


图13 2005年-2008年公司单季度营业收入增长趋势图

资料来源：Wind资讯 东北证券金融与产业研究所

2、公司综合毛利率呈现明显周期性特点。

由于08年前三季度导致毛利率持续下滑的局面都已大幅改观，我们判断公司综合毛利率在08年第三季度已经见底，随后的2-3个季度将会在底部徘徊或微幅反弹，09年下半年开始大幅反弹。

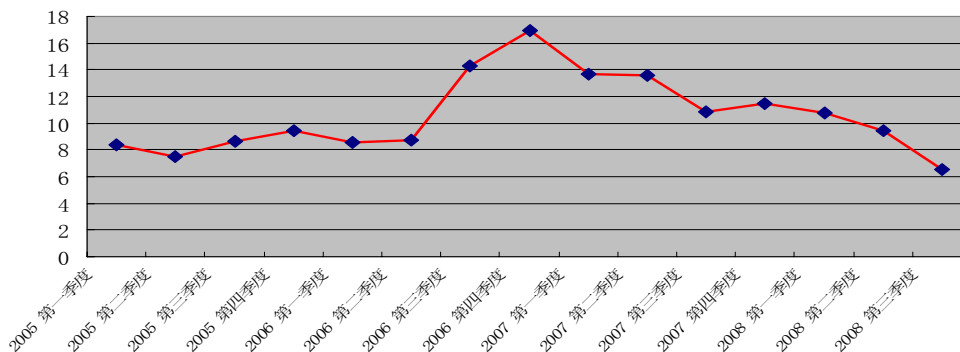


图14 2005年-2008年公司单季度综合毛利率变动趋势图

资料来源: Wind资讯 东北证券金融与产业研究所

3、公司三项费用较为合理，体现了公司具有较强的综合管理能力。

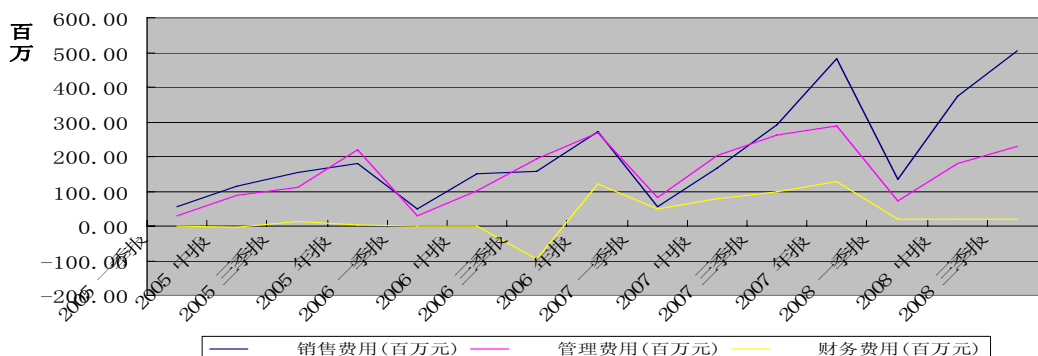


图14 2005年-2008年公司单季度三项费用变动趋势图

资料来源: Wind资讯 东北证券金融与产业研究所

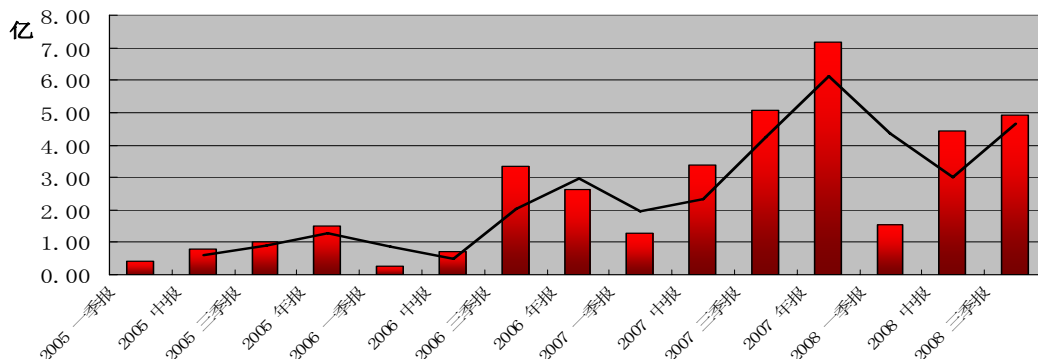


图15 2005年-2008年公司单季度净利润变动趋势图

资料来源: Wind资讯 东北证券金融与产业研究所

五、盈利预测与投资建议：

根据前面对重卡行业以及公司基本面的判断，我们下调公司08-10年的盈利预测，EPS分别为1.30元、1.50元、2.26元，08-10年的PE分别为15.29、13.25、8.80倍。给予公司短期“谨慎推荐”、中长期“推荐”的投资评级。

表1 中国重汽（000951）盈利预测

单位：百万元	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	9962.94	17334.52	22000	24200.00	30250
增长率（%）	53.12%	74.00%	26.91%	10.00%	25.00%
营业成本	8621.27	15188.84	19950	21703	26620
综合毛利率（%）	13.47%	12.38%	9.32%	10.32%	12.00%
营业税金及附加	27.55	13.65	15	20	35
销售费用	271.33	482.09	600	750	1000
管理费用	267.23	288.88	300	400	700
财务费用	121.87	128.15	130	160	240
三项费用	660.43	899.12	1030	1310	1940
期间费用率（%）	6.63%	5.19%	4.68%	5.41%	6.41%
资产减值损失	-14.92	49.96	50.00	80.00	120.00
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0.00	0.00	0.00
营业利润	668.61	1182.95	955.00	1087.00	1535.00
营业利润率（%）	6.71%	6.82%	4.34%	4.49%	5.07%
营业外收入	6.06	10.81	10	10	10
营业外支出	10.06	5.5	8	8	8
利润总额	664.61	1188.26	957.00	1089.00	1537.00
利润率（%）	6.67%	6.85%	4.35%	4.50%	5.08%
所得税	210.68	258.91	210.54	239.58	338.14
实际税负比率（%）	20%	21.79%	22%	22%	22%
净利润	453.93	929.35	746.46	849.42	1198.86
少数股东权益	173.23	211.8	200	220	250
归属于母公司所有者的净利润	280.7	717.55	546.46	629.42	948.86
增长率（%）	48.97%	155.17%	-23.98%	15.18%	50.75%
总股本（百万股）	419.43	419.43	419.43	419.43	419.43
每股收益（元）	0.67	1.71	1.30	1.50	2.26

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209