

日期: 2008 年 3 月 9 日
行业: 汽车和汽车零部件



汽车行业研究小组 杨胜
021-53519888-1970
Yangsheng97@gmail.com

基本数据 (08Q3)

报告日股价 (元)	19.02
12mth A 股价格区间 (元)	9.80/87.60
总股本 (百万股)	419.43
无限售 A 股/总股本	36.22%
流通市值 (百万元)	2889.73
每股净资产 (元)	5.98
PBR (X)	3.18
DPS (Y07, 元)	10 转 3

主要股东 (08Q3)

中国重汽 (香港) 有限公司	63.78%
----------------	--------

收入结构 (08H)

汽车制造业	100.00%
-------	---------

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: YS09-CR01

相关报告:

中国重汽-公司调研: 需求回暖可能超出预期-
超强大市-上海证券-20090219

四万亿投资拉动需求超出预期

主要观点

重卡行业中长期增长潜力犹存

重卡行业近年的高速发展主要与公路物流运输、基建和采矿业等的发展密切相关。在中长期内,公路物流运输在物流运输中占比可能稳步提高,城市化率较低带来较大的基建提升空间,采矿业继续较快发展,出口需求稳步快速增长,行业中长期增长潜力犹存。

公司将长期保持龙头地位

依托于集团的技术优势和完整产业链,公司不断推出新车型,技术领先优势持续保持,产品逐渐向中高端转移,市场份额持续扩大,公司在国内重卡行业龙头地位将长期维持。

需求受四万亿投资拉动明显

公司国 III 排放升级 EGR 技术路线已经获得市场认可,重卡市场份额因为性价比突出而再次提升。春节之后因为四万亿投资拉动,公司订单开始增加,排产紧凑,上半年整体销售将持续超出预期。我们判断公司 EGR 技术优势仍有可能保持超过半年时间,且新产品 HOWO A7 将逐步得到市场认可,调升全年销量预测与去年基本持平。

利润率将见底回升

公司产品原材料成本占比较高,钢材等原材料价格下降较多而产品销售价格下降较少将推动公司毛利率回升,综合判断 09 年毛利率将较 08 年提高 1 个百分点。同时三费比率保持稳定,公司利润率将见底回升。

投资建议

未来 6 个月内,维持评级为“超强大市”:

六个月目标价为 31.2-31.4 元,此目标价按照相对估值给出,相当于 08 年市盈率 24 倍,09 年市盈率 20 倍,其中 09 年目标市盈率与沪深 300 目标市盈率基本相当。

数据预测与估值

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	17,334.52	19,929.28	20,445.55	23,284.16
增长率	73.99%	14.97%	2.59%	13.88%
归属于母公司所有者的净利润	717.48	546.19	659.57	872.12
增长率	171.99%	-23.87%	20.76%	32.22%
每股收益 (元)	1.71	1.30	1.57	2.08

每股收益按最新股本 419.43 百万股摊薄计

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

目 录

一、	重卡行业中长期增长潜力仍存.....	4
1、	国内重卡需求和运输、基建及采矿业发展密切相关	4
2、	国内重卡中长期增长潜力犹存	6
3、	重卡出口提升空间巨大	7
二、	公司将长期保持龙头地位.....	8
1、	A 股上市公司为重汽集团下重要整车资产	8
2、	公司将长期保持龙头地位	10
3、	第四代重卡 HOWO A7 推出再次领跑国内市场	11
4、	EGR 成本优势半年内将继续保持	12
三、	需求受四万亿投资拉动明显.....	13
1、	四万亿投资对重卡需求拉动明显	13
2、	公司配件市场稳定增长	15
四、	利润率将见底回升.....	15
1、	毛利率将因为原材料价格维持低位而回升	15
2、	公司利润率预计从一季度开始回升	17
五、	财务预测和分析.....	18
1、	分业务销售收入和毛利率预测	18
2、	财务报表预测	19
3、	投资建议	19
4、	风险提示	20

图

图 1	重卡年度销量持续增长.....	4
图 2	重卡下游需求主要来自三方面	4
图 3	货车销量随公路货运周转量稳步提升	5
图 4	重卡在货车中占比稳步提高	5
图 5	城镇固定资产投资逐年提高	5
图 6	国内主要矿产品产量稳步提高	5
图 7	美国公路货物运输占比大幅高于中国	6
图 8	中国人均高速公路里程仅相当于韩国上世纪末水平	6
图 9	国内重卡出口快速增长	7
图 10	公司为重汽集团下主要整车资产	9
图 11	重汽集团市场占有率居于国内首位且持续上升	10
图 12	新一代重卡 HOWO A7	11
图 13	公司单车价格呈现逐年上升的趋势	12
图 14	公司近年来整车毛利率水平呈上升趋势	12
图 15	公司 08 年下半年市场占有率提高较多	13
图 16	预计公司销量 09 年持平，10 年小幅增长	14
图 17	公司配件收入呈现较快增长态势	15
图 18	公司配件业务毛利率水平高于整车业务	15

图 19 国内钢材价格再度降至低位.....	16
图 20 国内汽车用工程塑料价格降至低位.....	16
图 21 08 年下半年公司销售收入增速再次大幅降低.....	17
图 22 公司单季度毛利率有望回升.....	17
图 23 公司三费比率随规模扩大趋于下降.....	18
图 24 公司利润率将见底回升.....	18

表

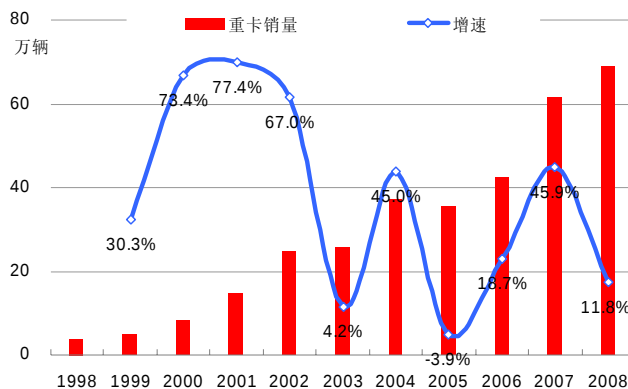
表 1 重汽 A 股毛利率和利润率均低于香港公司.....	9
表 2 中国重汽各业务销售收入及毛利率预测.....	18
表 3 中国重汽盈利简表及预测（单位：百万元人民币）.....	19
表 4 汽车行业重点公司估值比较.....	20

一、重卡行业中长期增长潜力仍存

1、国内重卡需求和运输、基建及采矿业发展密切相关

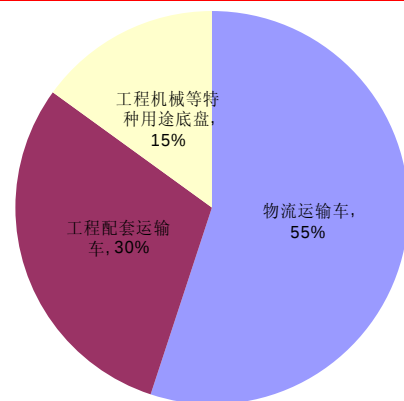
近 10 年以来，重卡行业得到较快发展，从 98 年至今 10 年年均复合增长率高达 34.1%（左下图），较同期国内汽车销量年均复合增长率 19.3% 高出近 15 个百分点，较货车销量年均复合增长率 14.1% 高出约 20 个百分点。目前重卡下游需求主要分为三部分，55%-60% 用于中长途运输，25%-30% 用于工程和采矿等配套运输车，15%-20% 用于工程机械和城市消防等特种用途车辆。

图 1 重卡年度销量持续增长



数据来源：中国汽车工业协会 上海证券研究所

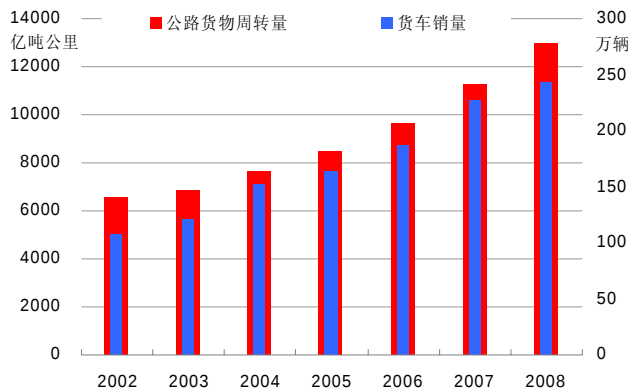
图 2 重卡下游需求主要来自三方面



数据来源：上海证券研究所

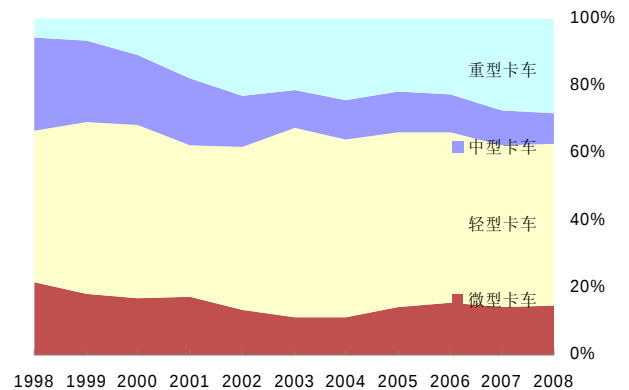
从下游需求来看，近年来国内公路物流运输稳步增长及公路货运向单车重吨位趋势的转变对重卡需求快速增长拉动最大。国内公路货运周转量从 02 年 6500 亿吨公里上升至 08 年 13000 亿吨公里，6 年年均复合增长率为 12.1%，是同时期货车销量稳步上升的最主要原因（左下图）。在长途运输中，单车载重量更高则单位重量燃油和人工成本更低，因此物流企业纷纷采取了单车重载的方式进行运输，重型卡车在货车销售中占比稳步提高（右下图）。尤其是从 05 年开始，国内各省市纷纷试行计重收费政策，重卡及牵引车运输在综合成本上开始显示出相对中型卡车超载运输的优势，市场销售占比再次提升。从 98 年到 08 年，重卡在货车中销售中占比由 5.6% 上升至 28.3%，上升约 23 个百分点。

图 3 货车销量随公路货运周转量稳步提升



数据来源: Wind 资讯 汽车工业协会 上海证券研究所

图 4 重卡在货车中占比稳步提高



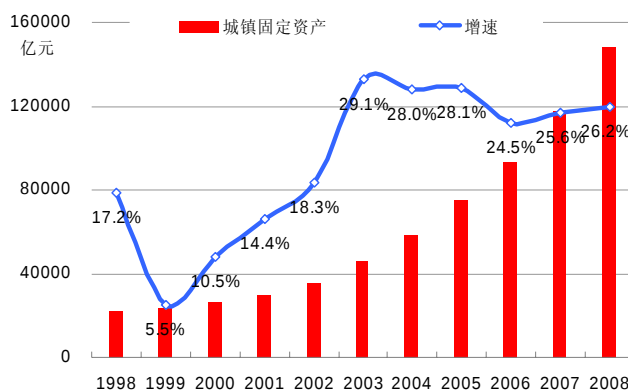
数据来源: 中国汽车工业协会 上海证券研究所

重卡下游需求中工程配套运输车辆和工程机械用底盘主要和国内基础设施和房地产等建设工程投资密切相关。从 98 年到 08 年，国内城镇固定资产投资呈现了快速增长的态势，从 2.2 万亿上升至 14.8 万亿，年度复合增长率达到 20.7%（左下图），拉动了国内工程运输相关重卡需求的快速增长。

采矿业的迅速发展对国内重卡需求的拉动也较大，其中主要包括矿区用自卸车和部分矿产长途运输车辆。国内主要矿产品从 98 年到 08 年产量大幅提升，年度复合增长率为 8.1%（右下图），对重卡需求的快速增长也贡献较大。

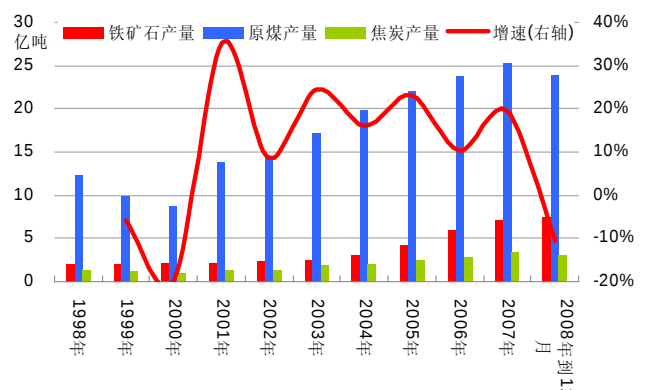
此外，国内城市化率的提高带来城市洒水车、消防车等特殊用途重卡需求的增长，也对重卡销售产生了一定拉动，我们估计此类特殊用途重卡销售约占到国内重卡销售的 5% 左右。

图 5 城镇固定资产投资逐年提高



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 6 国内主要矿产品产量稳步提高



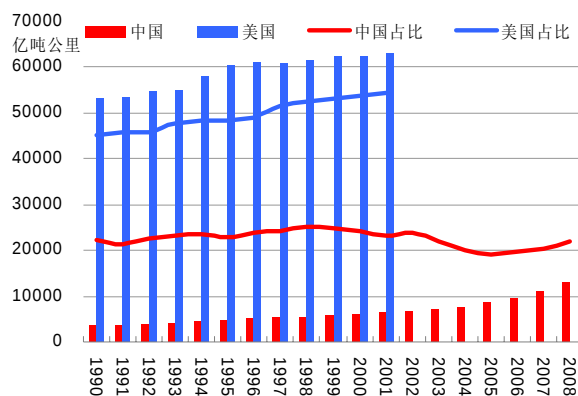
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

2、国内重卡中长期增长潜力犹存

中国各区域经济发展之间存在较大差距，主要矿产资源分布地和需求地之间并不匹配，原材料、初级产品和制成品在国内各区域之间的流动将使得国内物流运输长期保持较快的发展速度。同时，中国处于工业化初期的发展状态决定了外向型经济仍将在较长的时间内占据主导地位，中国地理位置东南靠海，西北部为内陆地区决定了中国产品的出口主要经由内陆运输至东南沿海转运。再加上国家对中西部区域经济进一步扶持，国内长途运输将长期保持较快增长。

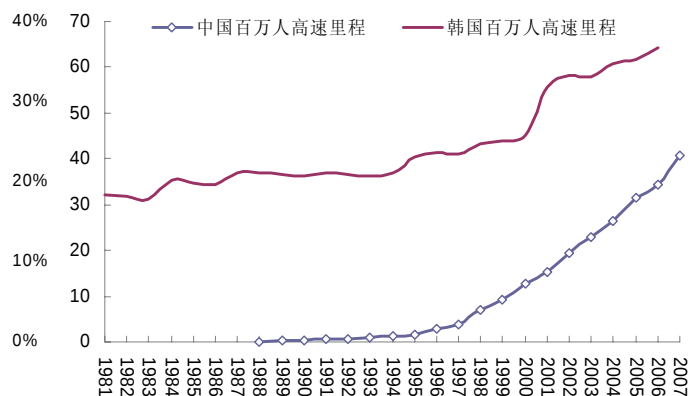
按照发达国家经验，铁路运输长期来看将更多致力于客运，公路运输因为具有灵活机动和点对点的特性，将承担更大的货运职责。以美国为例，国土面积与中国接近，总货运周转量也基本和两国 GDP 正成正比，但公路货运在总货运周转量中占比在 01 年就已经超过 30%，且呈现逐年上升的趋势(左下图)，大幅高于中国公路货运在总货运周转量中占比仅为 13% 的水平。我们判断国内货运周转量将在较长时间内保持与 GDP 接近的增速，而公路货运因为占比上升而增速更快，作为单位重量运输成本更低的重卡运输将长期收益，从而拉动国内运输用重卡需求的长期快速增长。

图 7 美国公路货物运输占比大幅高于中国



数据来源: CEIC Wind 资讯 上海证券研究所

图 8 中国人均高速公路里程仅相当于韩国上世纪末水平



数据来源: CEIC Wind 资讯 上海证券研究所

从基础建设来看，中国目前 45% 左右的城市化率仍有较大的提升空间，城市化率的逐步提高将带来大量的基础设施建设需求。从基础设施中较为重要的高速公路来看，中国 07 年高速公路里程为 5.4 万公里，而美国 06 年高速公路里程为 16.3 万公里，相对两国 GDP，中国高速公路里程仍相对较少。从人均高速公路里程来看，目前中国百万人均高速公路里程约为 40 公里，仅相当于韩国 2000 年左右的水

平，更是大幅低于美国百万人均高速公路里程 536 公里的水平。国内包括铁路在内的其余基础设施状态应与高速公路基本类似，因此我们判断中国基础设施建设在中长期内仍有较大的发展空间，从而催生对工程基建配套的自卸型运输重卡和工程机械重卡底盘的长期需求。

此外，中国国内煤矿资源相对丰富，随着经济的发展，国内能源结构有进一步向煤炭倾斜的需求，由此带动煤炭开采和国内煤炭运输长期向好，也将带动采矿用重卡和运输用重卡的需求。

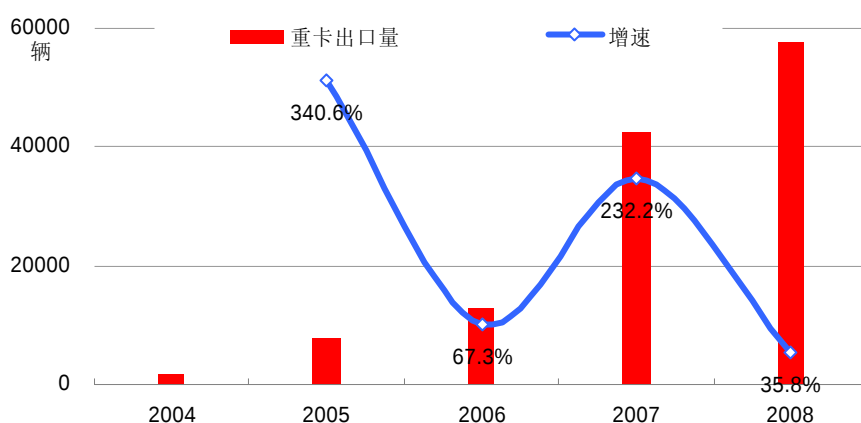
因此从中长期来看，国内公路货运、基础设施建设以及采矿业仍将保持较高速度的增长，作为下游需求的重卡在中长期内依然具有较大的增长潜力。

对于 09 年和 10 年，国内经济不确定性仍较大，物流运输已经大幅下滑，采矿业运输因为煤炭价格下跌而减少较多，但国家加大基础设施建设，将较大拉动工程类重卡需求。我们判断 09 年国内重卡需求下滑约为 10%，10 年重卡需求将与 09 年基本持平。

3、重卡出口提升空间巨大

近年来我国重卡出口快速发展，出口量从 04 年不到 2000 辆发展到 08 年超过 5.7 万辆，复合年度增速超过 100%。按照 OICA 统计数据，07 年全球重卡产量为 346 万辆，我国目前重卡出口在全球市场份额为 1.6%，仍有较大提升空间

图 9 国内重卡出口快速增长



数据来源：中国汽车工业协会 上海证券研究所

我国重卡目前的出口国主要包括俄罗斯、东南亚、南美在内的发展中国家。08 年中国重卡出口平均价格约为 3.9 万美元，而进口高端重卡平均价格约为 6.8 万美元，按此估算，国内重卡价格仅为国际重卡价格的 57%，具有较大的价格优势。且近年来国内重卡质量和性能

稳步提高，性价比相对突出。

在 08 年经济危机，俄罗斯等国对重卡进口设置较高准入门槛的背景下，国内重卡出口仍取得了 35.8% 的较高增速，这主要归功于国内重卡性价比的逐步提高。**09 年和 10 年**世界经济仍然难以反转，性价比更高的中国重卡在全球市场份额有望得到提高，我们判断**出口增速仍将大幅高于国内市场增速，可能超过 20%**。而此次金融危机之后，随着国内重卡质量的进一步提升和认可度的提高，性价比优势将使重卡出口在中长期内保持较高增速。

二、公司将长期保持龙头地位

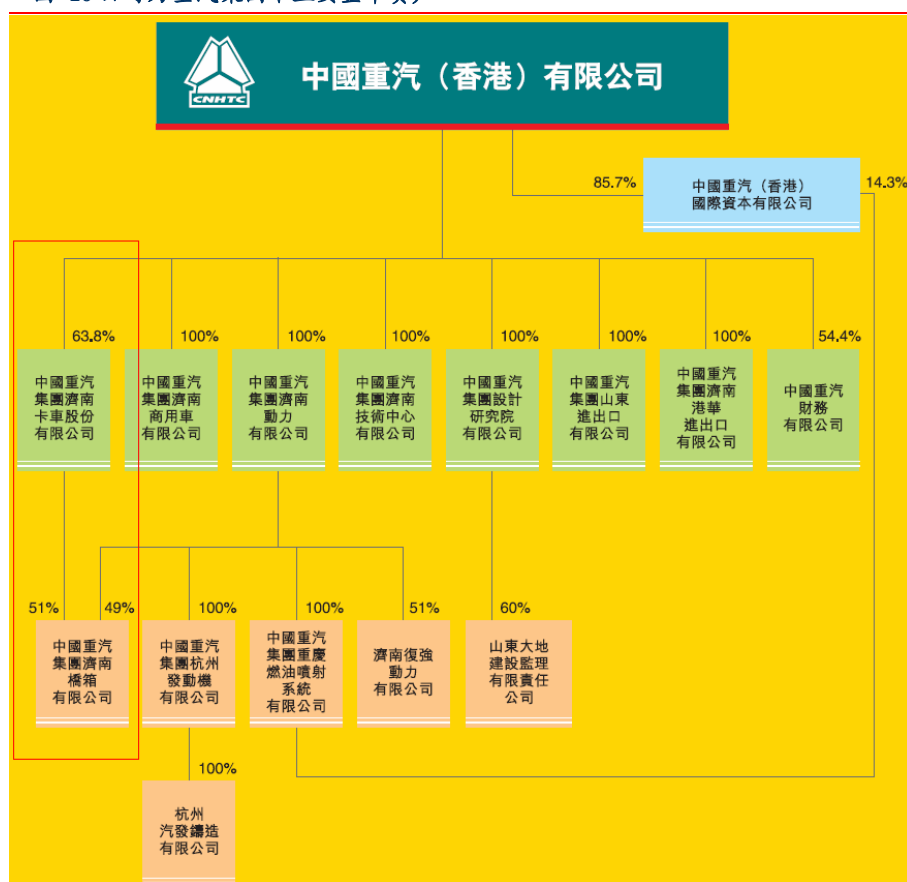
1、A 股上市公司为重汽集团下重要整车资产

公司在 03 年底利用重汽集团济南卡车公司整车相关资产置换上市，并在 06 年向重汽集团定向增发，收购集团下属济南桥箱公司 51% 的股份和部分工厂用地。

公司母公司重汽集团于 2007 年 11 月在香港整体上市，上市公司资产包括集团所持有 A 股上市公司股权以及集团内重卡商用车、重卡发动机、重卡零部件和研究院在内的绝大部分资产。

由下图可以看出，重汽香港包括两部分整车资产，分别为重汽 A 股济南卡车公司和集团下属商用车公司。其中重汽 A 股卡车公司主要生产 HOWO 重卡（约 85%）和老款斯太尔王（约 15%）等吨位更重的重卡，08 年销量为 7.9 万辆，占集团公司销售总量的 70%。重汽 A 股拥有独立的销售部门，但技术研发和包括发动机在内的主要零部件供应由重汽香港完成。另外，重汽 A 股占有 51% 股份的济南桥箱公司分别给重汽 A 股和重汽香港供应车桥和车厢。

图 10 公司为重汽集团下主要整车资产



数据来源：摘自中国重汽香港公司公告

对比重汽香港和重汽 A 股，按照 08 年中报数据（下表），我们可以发现重汽 A 股毛利率比重汽香港低约 4.5 个百分点，但重汽 A 股净利率与重汽香港相差较小，我们判断主要是因为重汽香港包括发动机等关键零部件公司、技术研究院和进出口公司，虽然关键零部件公司毛利率更高，但技术研究院新车型研发导致管理费用率更高，且进出口公司负责国外销售导致销售费用率更高。比照国内零部件厂商毛利率和利润率水平均相对更高的情况，我们认为目前重汽 A 股毛利率和利润率低于重汽香港的状态在较长时间内仍将继续。

表 1 重汽 A 股毛利率和利润率均低于香港公司

	总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	毛利率	净利率	管理费用 比率	销售费用 比率	财务费用 比率
重汽 A 股	129.6	5.7	9.9%	4.4%	2.9%	1.4%	1.6%
重汽香港	169.2	7.7	14.4%	4.6%	3.9%	2.6%	-0.3%

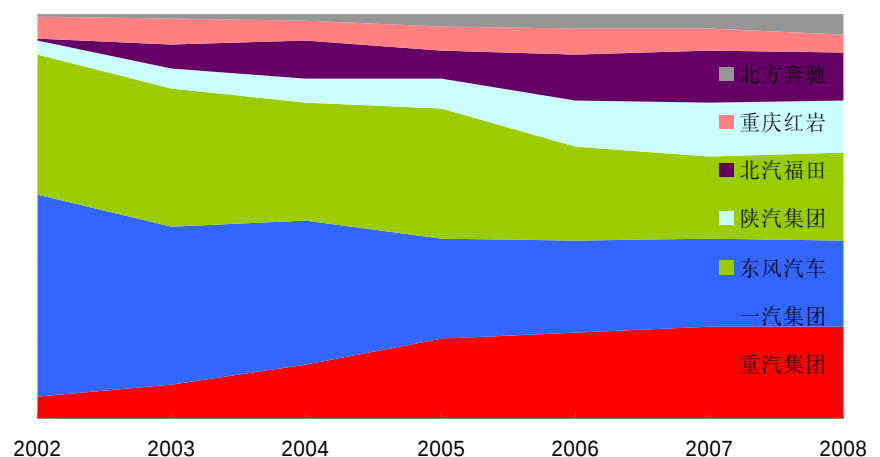
数据来源：上市公司公告 上海证券研究所 均为 08 年中报数据

2、公司将长期保持龙头地位

公司母公司重汽集团在国内重卡领域技术相对领先，拥有包括整车、发动机、车架和车桥在内的国内最完整重卡产业链，整合优势明显。重汽集团注重自主研发，从 01 年到 04 年分别开发出斯太尔王系列、HOWO-7 系列、HOWO-8 系列等多款重卡整车产品，并在整车开发的同时开发了具有世界水平的单级驱动桥、缓速器及重卡盘式制动器等重要总成，在国内重卡领域驱动形式最全，吨位品种最多。

公司在 04 年底开始生产集团研发的 HOWO 系列第三代重卡，该车型借鉴 Volvo 技术自主研发，在技术上领先国内主要竞争对手，销售也获得了很大的成功。目前 HOWO 系列已经占据公司销量的 85%，成为公司销售的绝对主力，公司基于斯太尔平台的老车型将逐步退出。公司在 08 年底开始生产集团自主研发的第四代重卡 HOWO A7，技术再次领先国内其他公司。凭借新车型的陆续推出和车型平台的技术优势，公司以及母公司重汽集团近年来市场份额稳步提高（下图）。此外，公司还在 08 年的国 III 排放技术升级中，采用了集团自主开发的独有技术路线 EGR 废气再循环技术，成本相对更低，在 08 年下半年的弱市中市场份额进一步提升。同时，公司不断对现有产品进行技术改进，产品质量持续上升，08 年售后服务率在 07 年降低 40% 的基础上，再次降低 48%，再次反映了公司领先的技术实力和突出的制造能力。

图 11 重汽集团市场占有率居于国内首位且持续上升



数据来源：中国汽车工业协会 上海证券研究所

公司新车型的成功推出和旺销充分证实了公司在重卡领域的领先优势，公司在 08 年采用自主 EGR 国 III 排放技术的成功也再一次

证实了整合产业链的技术优势。我们判断公司将依托集团的在产业链整合和技术研发方面的优势，在重卡领域继续保持龙头地位，从而在长期内创造高于行业平均水平的股东回报。

3、第四代重卡 HOWO A7 推出再次领跑国内市场

公司在 08 年 12 月份推出了集团自主研发的新一代重卡 HOWO A7。此款车是国内首次装配自动变速器的重卡车型，采用了与 WABCO 公司合作开发的手自一体 16 挡电控变速器，驾驶室与意大利著名轿车设计公司乔治亚罗合作开发，外形较公司现有车型更为美观，内饰也更为便利和人性化。HOWO A7 作为第四代重卡，融合了轿车的相关优点，在国内继续保持了技术领先地位，是国内相对高端的豪华重卡。

自动变速器大幅提高了驾驶员的操作便利性，在欧洲超过 20% 的半挂重卡选用自动变速器，在北美选用自动变速器的重卡也接近 20%，自动变速器车型是重卡的长期发展趋势之一。因为参照发动机运行工况自动选择最佳的换挡时机，在综合路况下，HOWO A7 相比手动变速器重卡可以节油 3%-10%。

公司在 04 年推出第三代重卡 HOWO，获得市场较大认可，在公司产品中销售占比逐步提高，08 年销售占比高达 85%，成为公司销售的绝对主力。我们判断第四代自动挡重卡 HOWO A7 将主要针对长途物流运输市场，因为油耗更低，在公司销售中的占比将随着市场认可度的提高而逐步提高。同时现有 HOWO 车型在技术上仍处于国内相对领先的位置，与目前逐步淘汰的公司老车型斯太尔王不同，我们判断其在中期内仍将受到市场认可，公司会将其与新产品 HOWO A7 同时作为主力产品销售。因此 HOWO A7 带来的将主要是市场增量，而较少抢占现有 HOWO 产品市场份额，由此给公司带来更大的销售增长潜力。

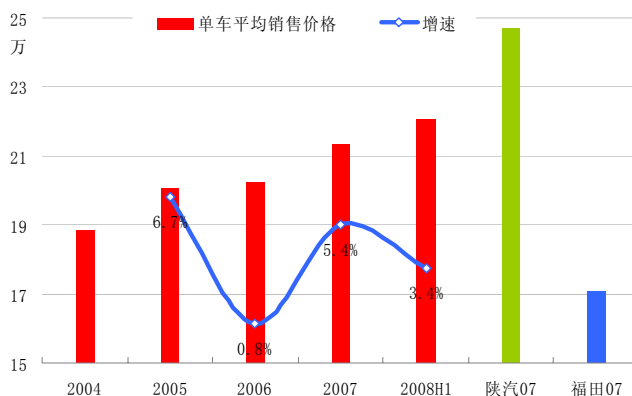
图 12 新一代重卡 HOWO A7



数据来源：互联网 上海证券研究所

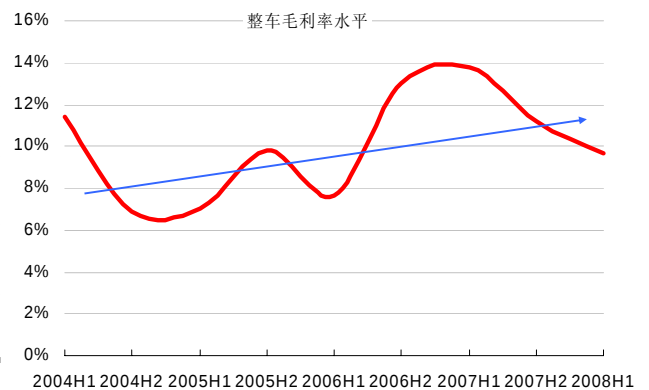
公司近年来单车销售价格呈现了逐年增长的趋势（下左图，目前低于陕西汽车而高于福田汽车），我们判断主要是因为公司价格更高的第三代重卡 HOWO 在 04 年底的成功推出和销售占比的逐步增加，这也是公司整车业务毛利率近年来呈现上升趋势的重要原因（下右图）。公司新推出的第四代重卡 HOWO A7 配备了自动变速箱和后轮碟刹等高端配置，价格将较普通重卡高出 3-5 万元，随着其销售的逐步增长，公司单车平均价格将延续近年来逐步提高的趋势，产品附加价值进一步提高，公司毛利率也将维持积极的上升趋势。

图 13 公司单车价格呈现逐年上升趋势



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 14 公司整车毛利率水平呈上升趋势



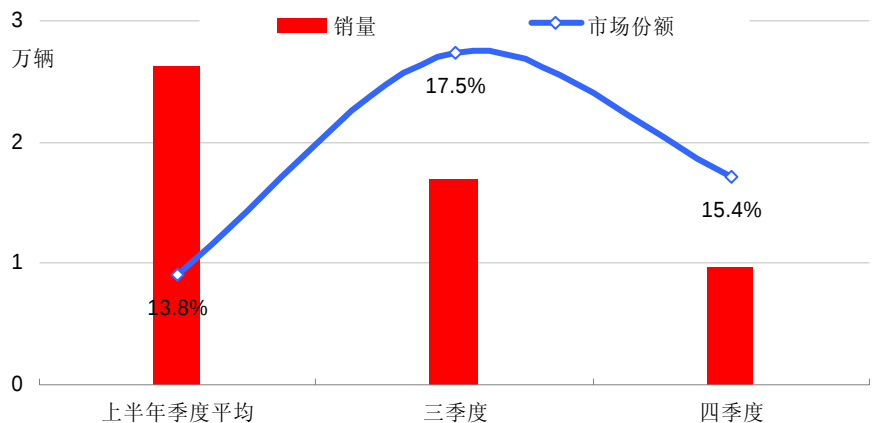
数据来源：公司公告 上海证券研究所

4、EGR 成本优势半年内将继续保持

在去年下半年实施的国 III 排放升级技术路线中，针对主流的电控高压共轨方案，公司采用了集团自主开发的电控直列泵加电控冷却 EGR 系统的升级方案。EGR 方案相对于依靠博世和电装等国外供应商提供的高压共轨技术具有较大的成本优势，预计每台车成本差距超过 1 万元。公司目前运用 EGR 系统发动机的比例占终端销售比例超过 80%，证实市场对 EGR 系统使用成本低和油耗低的特性有了较大认可，这也是公司 08 年下半年市场占有率提高较多的主要原因（下图）。

针对 EGR 方案升级带来的成本优势，主要竞争对手潍柴动力正在跟进，预计在 5 月份开始推出 EGR 系统国 III 发动机。对于 EGR 系统，重汽集团从 2005 年底开始研发，从开始研发到上市经历 2 年半的时间，且已经历了近一年的市场考验。而潍柴动力因为起步较晚，预计从开始研发到上市时间仅为 1 年半左右，产品成熟度相对欠缺。

图 15 公司 08 年下半年市场占有率提高较多



数据来源：公司公告 上海证券研究所

因此，与市场普遍认识不同，我们判断中国重汽因为产业链完整，对 EGR 系统在整车上的集成更具优势，在市场上已经建立了一定的口碑，其在 EGR 系统上的先发优势很可能在半年内继续维持。并且我们认为潍柴动力和中国重汽的 EGR 结构和原理相似，成本也应基本一致。因此在 09 年内，中国重汽在 EGR 系统上的优势仍将继续维持，而潍柴动力在 10 年才有可能取得和中国重汽平手的机会。

三、需求受四万亿投资拉动明显

1、四万亿投资对重卡需求拉动明显

重卡市场在 08 年下半年随着国内和国际经济形势的变化，以及受国 III 排放实施导致的提前购买影响，销量大幅下滑。公司在去年下半年销量跟随行业持续下滑，但市场占有率反而得到较大提升。我们判断一方面是因为公司龙头地位带来的品牌认知和售后服务优势，另一方面是因为公司国 III 排放实施中采取的 EGR 技术路线相对于高压共轨技术路线的成本优势持续显现。

今年一月份公司销量继续处于相对低迷的状态，单月销量接近 4 季度月均水平，但考虑到一月份春节放假因素，按照工作日计算的单日销量已经回升。二月份以来公司订单饱满，生产已经由之前的每日两班提升到目前的每日三班，并且周末开始连续加班。公司目前订单中物流运输车辆比例开始减少，工程配套车辆需求开始增加，预计占比达到 80% 左右，且四川灾后重建地区和西部地区订单明显增加，证实四万亿投资对重卡下游需求开始起到较大的拉动

作用。由公司上游厂商反馈的信息来看，行业内其余重卡企业的需求恢复程度可能小于中国重汽，届时公司一季度市场份额将继续保持小幅升高的态势。

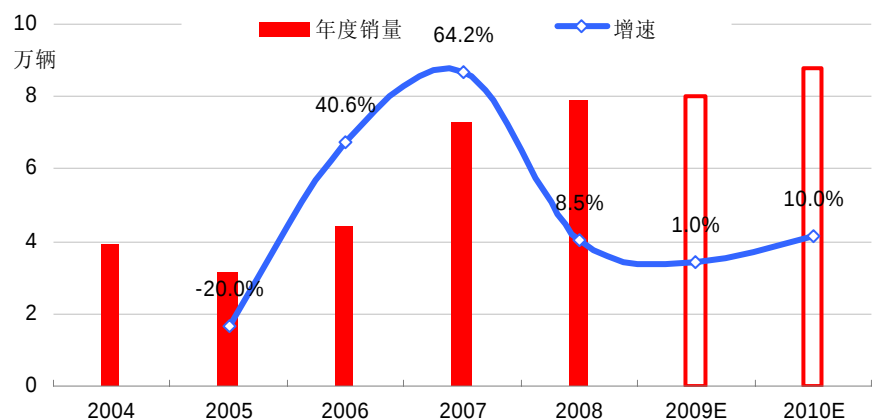
根据公司网站最新资料，2月份集团生产计划由8500辆提高到9500辆，3月份生产计划则提高到1.65万辆，订单应接不暇。按此推算则上市公司2月份产量接近7000辆，3月份产量将接近11000辆，大幅超出市场预期。上半年四万亿投资效应期待继续显现，我们判断公司产品将受到持续拉动，销量可能超过40000辆。

而对于全年来说，虽然包括潍柴动力等竞争对手正在加紧开发EGR发动机，但考虑到研发和投入市场所需要的时间，我们认为中国重汽在EGR上的领先优势还将持续半年。第四代AMT自动挡重卡HOWO A7，技术大幅领先国内重卡行业平均水平，驾驶操纵更加便利，随着市场认知度的逐步提高，预计在半年内销量将开始逐步提升，也将对公司销量的增长产生一定的推动作用。

公司07年出口比重占销售收入的7%左右，08年出口比重上升至10%左右，按照集团口径，09年出口目标定位2万辆，占比约为16%左右。我们调研所知，公司目前出口已经主要转向非洲和南美等发展中国家，随着中国和上述地区基础建设和矿产开采等合作的进一步展开，预计出口将稳步增长，我们谨慎判断09年出口达9000辆，10年出口超过10000辆，占公司销售比重分别为11.3%和12.6%，这也将进一步推动公司销量的增长。

按照重汽集团口径，09年销量目标同比增长超过10%，我们对此持谨慎态度，仅小幅调升上市公司09年销量预测，预计09年销量与08年销量将基本持平。而对于10年来说，国际经济环境面临见底迹象，国内经济环境有所好转，公司销量增速可能超过10%。

图 16 预计公司销量09年持平，10年小幅增长



数据来源：公司公告 上海证券研究所

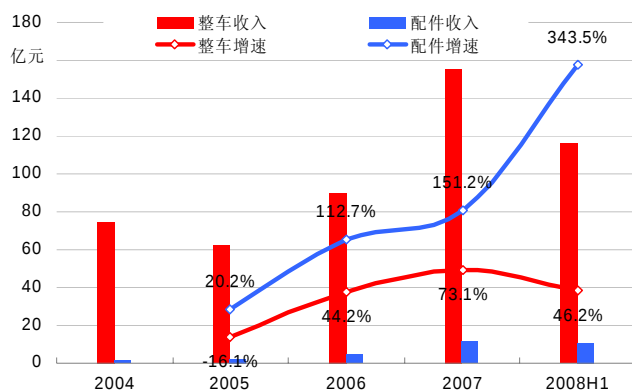
2、公司配件市场稳定增长

随着公司在重卡市场保有量的节节上升，公司售后服务收入也实现了大幅增长。从 04 年以来配件业务收入增速高出整车业务近一倍，特别是 08 年以来，公司进一步加强配件体系建设，开展“亲人”配件服务活动，上半年配件业务实现了高达 343% 的增幅（左下图）。配件体系的加强不仅能创造更多收入，更通过给现有客户提供更好的服务促进了整车业务的后续增长。

目前，公司配件业务占整体销售收入比例已经由 2004 年的 2.4% 增加至 2008 年 8.2%，成为公司收入较为重要的来源之一。因为客户对配件价格敏感度更低，公司配件业务毛利率相对整车业务高出 3 个百分点以上（右下图）。

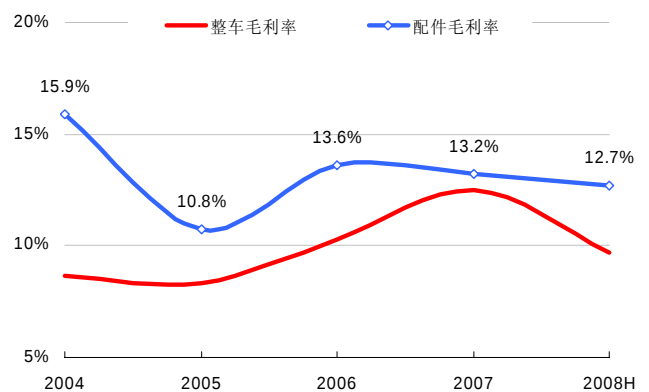
此外，配件业务收入较少受到经济周期影响，在 09 年和 10 年经济景气度较低的情况下，配件业务收入仍将贡献较为稳定的增长率，我们判断公司 09 年和 10 年配件业务收入将实现年均超过 30% 的增长。

图 17 公司配件收入呈现较快增长态势



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 18 公司配件业务毛利率水平高于整车业务



数据来源：公司公告 上海证券研究所

四、利润率将见底回升

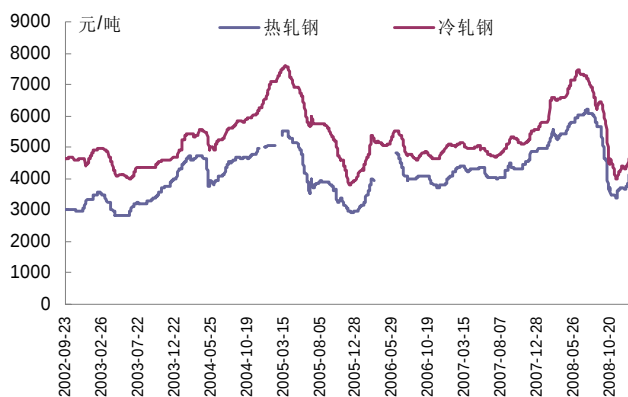
1、毛利率将因为原材料价格维持低位而回升

08 年上半年，钢材等原材料价格一路攀升，在 6 月份达到高点，因为原材料价格上涨导致公司毛利率降低的滞后效应，公司在 08 年一、二季度毛利率基本保持了稳定，而三季度尽管终端价格提升，

毛利率仍因为原材料价格升高而大幅降低。虽然产销规模降低造成产能利用率减少也将降低公司毛利率，但我们判断原材料价格上涨是造成的 08 年三季度毛利率下滑的更主要因素。

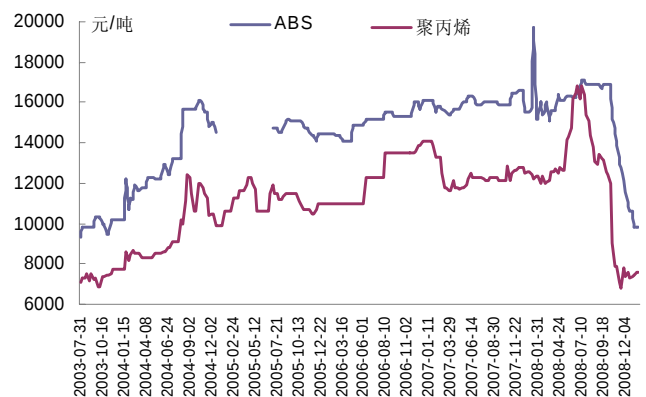
钢材、工程塑料和橡胶等原材料在 08 年下半年迅速走低并基本保持低位，公司毛利率也将因此逐步改善。公司每辆车直接采购钢材预计为 2.5 吨左右，间接由上游厂商采购的钢材重量预计在 6 吨左右。按照 09 年钢材均价比 08 年降低 1000 元计算，假设公司分享上游厂商原材料价格降低 50% 的成本，再考虑到其余原材料价格的降低，公司每辆车成本降低有望超过 6000 元。

图 19 国内钢材价格再度降至低位



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 20 国内汽车用工程塑料价格降至低位

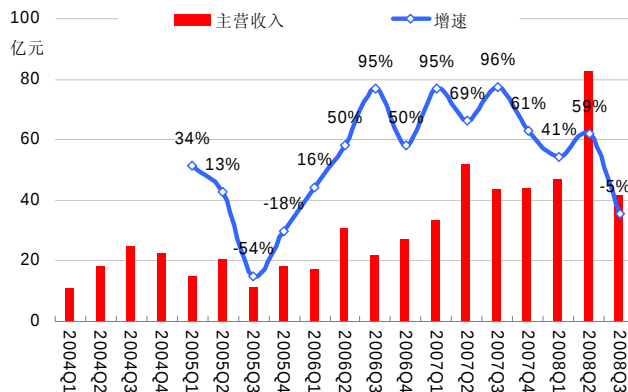


数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

在行业景气下滑时期终端销售价格会因为竞争原因而有所降低，05 年行业景气低点载货汽车价格平均降低约 2.7%，我们判断四万亿投资拉动将导致 09 年重卡行业景气程度好于 05 年水平，面临的价格竞争压力也将好于 05 年，我们判断 09 年行业价格同比降低程度约为 2%，公司因为龙头优势和 EGR 系统带来的价格优势，价格降低程度将小于行业平均水平，预计在 1.5% 左右，即每辆车约 3500 元。

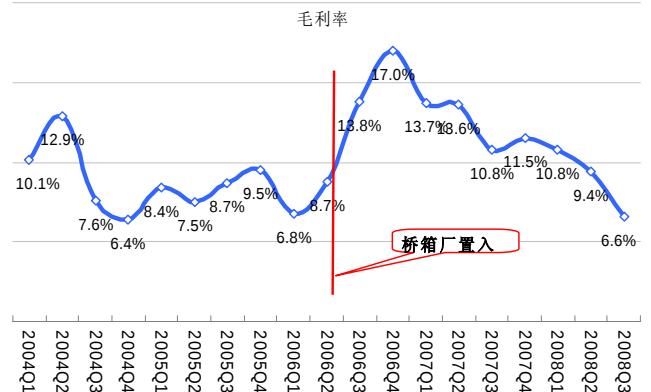
从历史毛利率走势来看，公司在 05 年行业周期低谷，收入增速大幅降低，05 年三季度收入增速达到谷底，同比降低高达 54%（左下图），公司在 04 年底和 05 年初毛利率水平达到低位（右下图）。随着钢材等原材料价格在 05 年一季度达到顶峰之后迅速走低，公司毛利率开始逐步走高。

图 21 08 年下半年公司销售收入增速再次大幅降低



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 22 公司单季度毛利率有望回升



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

08 年下半年公司收入增速随国内重卡需求大幅减少而降低较快, 根据公司销售数据, 预计公司 08 年四季度收入同比减少 45% 左右。随着今年重卡需求的回暖, 我们判断公司 08 年四季度收入增速将会是本轮的低谷。同时考虑到钢材等原材料价格在 08 年三季度见顶后迅速回落, 我们判断 08 年四季度毛利率将较三季度略降, 从一季度开始毛利率回升。

此外, 公司在 06 年三季度置入桥箱厂, 因为桥箱厂毛利率相对较高, 公司毛利率短期内提高较多, 我们判断超过 5 个百分点。也就说正常情况下, 公司目前毛利率应相对 06 年中之前更高。因此, 公司毛利率 09 年应回升至超过 05 年末的同期水平。

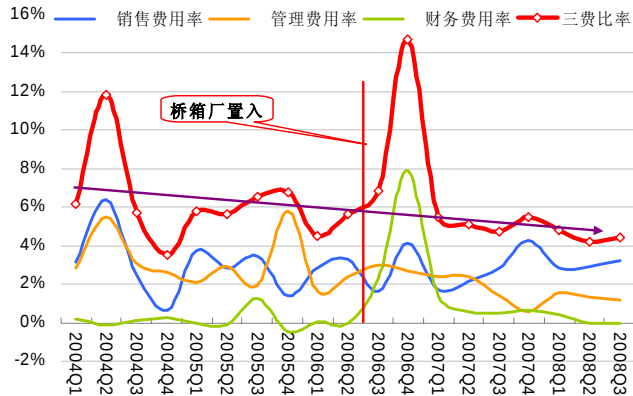
综合判断, 我们预计 09 年公司毛利率回升较 08 年提高 1 个百分点, 为 9.8%。此外, 价格竞争导致价格逐步降低的特征将对下半年毛利率产生更大影响, 而去年四季度原材料价格处于最低位对公司上半年毛利率改善效果更大, 公司 09 年季度毛利率应呈现前高后低的特点, 公司上半年业绩更有可能超出预期较多。

2、公司利润率预计从一季度开始回升

从三费比率来看, 中国重汽置换上市之后, 随着产销规模的扩大, 呈现了持续降低的趋势 (左下图)。其中在 06 年下半年三费比率出现大幅上升, 主要因为桥箱公司置入产生的一次性财务费用, 同时也导致了 06 年四季度销售净利率大幅度降低 (右下图)。三费中管理费用率逐年下降的趋势较为明显, 随着公司产销规模的扩大, 这一趋势仍将维持。销售费用率则基本变化不大, 我们判断未来国内重卡市场竞争仍相对激烈, 预计销售费用占比将基本保持稳定。

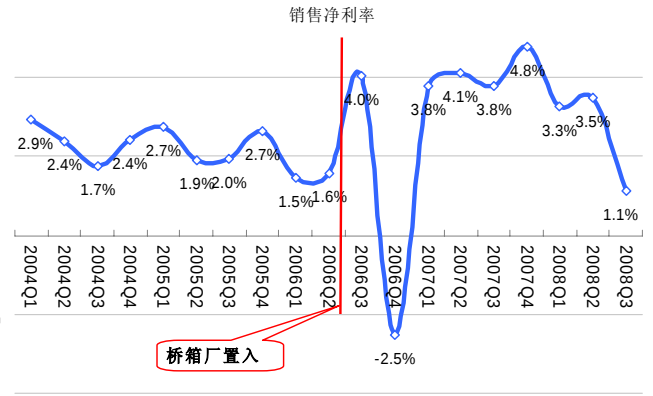
财务费用方面，目前公司现金大于负债，暂时未有重大的可预见资本开支，比率预计仍将维持较低甚至为负数。

图 23 公司三费比率随规模扩大趋于下降



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 24 公司利润率将见底回升



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

08 年三季度公司销售净利率已经降低至近年低位，我们预计 08 年四季度销售净利率仍将小幅降低，但从今年一季度开始，预计毛利率将回升，三项费用率将继续保持稳定，且维持小幅走低趋势，净利率将回升，09 年全年应超过 08 年水平。

五、财务预测和分析

1、分业务销售收入和毛利率预测

按照上述分析，我们对公司 09 年和 10 年各业务销售收入和毛利率进行了预测。

表 2 中国重汽各业务销售收入及毛利率预测

指标名称	2004A	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
整车销量 (万辆)	3.95	3.16	4.44	7.30	7.92	8.00	8.80
单车价格 (万元)	18.83	19.74	20.24	21.34	22.00	21.65	22.00
整车收入 (亿元)	74.36	62.38	89.98	155.77	174.28	173.20	193.60
整车业务毛利率	8.6%	8.3%	10.3%	12.5%	8.4%	9.4%	10.3%
配件收入 (亿元)	1.84	2.22	4.71	11.83	18.69	24.30	31.59
配件业务毛利率	15.9%	10.8%	13.6%	13.2%	12.5%	13.0%	13.0%
其他业务收入 (亿元)	0.63	0.47	4.94	5.75	6.32	6.64	6.97
其他业务毛利率	16.6%	18.8%	71.0%	7.1%	8.0%	8.0%	8.0%
收入合计 (亿元)	76.83	65.06	99.63	173.35	199.29	204.14	232.16

毛利率	8.9%	8.5%	13.5%	12.4%	8.8%	9.8%	10.6%
-----	------	------	-------	-------	------	------	-------

数据来源：公司公告，上海证券研究所

2、财务报表预测

根据对公司各业务销售收入和毛利率的预测以及上述分析，我们对公司 08 年、09 年和 10 年业绩进行了估算。公司 08 年四季度业绩预计仍将低于三季度，但因为旗下桥箱公司享受所得税优惠，全年业绩将略高于此前预期。公司 08、09 和 10 年每股收益分别为 1.30、1.57 和 2.08 元，并且我们判断 09 年业绩很可能因为上半年销售价格尚未降低，而原材料价格处于相对低位，从而呈现前高后低的局面。

表 3 中国重汽盈利简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业总收入	9,962.94	17,334.52	19929.28	20445.55	23284.16
营业总成本	9,294.33	16,151.57	19038.48	19351.08	21836.26
营业成本	8,621.27	15,188.84	18183.02	18445.35	20816.41
营业税金及附加	27.55	13.65	0.00	0.00	0.00
销售费用	271.33	482.09	590.74	613.37	698.52
管理费用	267.23	288.88	272.16	276.01	302.69
财务费用	121.87	128.15	19.02	16.36	18.63
资产减值损失	-14.92	49.96	-26.46	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	6.06	10.81	8.60	10.22	11.64
营业外支出	10.06	5.50	5.37	6.13	6.99
利润总额	664.61	1,188.25	894.03	1098.55	1452.56
所得税	210.68	258.96	175.73	230.70	305.04
净利润	453.93	929.29	718.31	867.86	1147.52
归属母公司股东的净利润	263.79	717.48	546.19	659.57	872.12
每股收益	0.63	1.71	1.30	1.57	2.08

数据来源：公司公告 上海证券研究所；每股收益按最新股本 419.43 百万股摊薄计

3、投资建议

按照 3 月 9 日收盘价 19.02 元计算，08、09 和 10 年动态市盈率分别为 14.6 倍、12.1 倍和 9.1 倍，在汽车整车行业中估值处于低位。

公司在重卡行业规模处于领先地位，产业链完整带来的竞争优

势突出，四万亿投资拉动、EGR 系统性价比优势和新一代 HOWO A7 推出可能使得其 09 年销售超出预期，钢材价格降低较多而终端价格竞争压力较小将推升其毛利率，09 年度业绩尤其是上半年业绩很可能超出预期。

我们在 2 月 19 日中国重汽的调研报告中，已经提升公司评级为“超强大市”，我们继续维持此评级。六个月目标价为 31.2-31.4 元，此目标价按照相对估值给出，相当于 08 年市盈率 24 倍，09 年市盈率 20 倍，其中 09 年目标市盈率与沪深 300 目标市盈率基本相当。

表 4 汽车行业重点公司估值比较

股票代码	股票名称	3-9	EPS			P/E			P/B
		收盘价	07A	08E	09E	07A	08E	09E	
000951	中国重汽	19.02	1.71	1.30	1.57	11.1	14.6	12.1	3.2
000800	一汽轿车	10.88	0.34	0.68	0.88	32.0	16.0	12.4	2.8
000338	潍柴动力	27.80	2.42	2.57	2.40	11.5	10.8	11.6	2.9
600166	福田汽车	9.34	0.46	0.48	0.54	20.3	19.5	17.3	2.7
600104	上海汽车	9.14	0.71	0.25	0.45	12.9	36.6	20.3	1.6
000550	江铃汽车	10.65	0.46	0.84	0.80	23.2	12.7	13.3	2.4
600991	长丰汽车	8.11	0.46	0.35	0.40	17.7	23.2	20.3	1.4
000625	长安汽车	6.43	0.29	0.02	0.14	22.5	378.2	45.9	1.9
600418	江淮汽车	4.03	0.25	0.04	0.23	16.1	100.8	17.5	1.3
000927	一汽夏利	4.70	0.15	0.07	0.12	30.4	67.1	39.2	2.3
600066	宇通客车	11.01	0.73	0.87	0.75	15.1	12.7	14.7	3.6
600686	金龙汽车	6.86	0.62	0.50	0.45	11.1	13.7	15.2	2.2

数据来源：上海证券研究所

4、风险提示

- 1、公司销售收入可能因为宏观经济原因在下半年再次下滑；
- 2、公司毛利率可能因为今年市场竞争激烈，产品价格下滑较快而回升幅度减小。

分析师承诺

分析师 郭昌盛，杨胜

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。