

汽车、机械

报告原因：公司调研

2009 年 3 月 19 日

市场数据：2009 年 3 月 19 日

收盘价（元）	22.45
一年内最高/最低（元）	13/23
市净率	3.75
流通 A 股市值（亿元）	31.11

基础数据：

每股净资产（元）	5.98
资产负债率%	77.16
总股本/流通 A 股（百万）	34/94
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

执笔人：

白宇

baiyu@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfzb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

中国重汽(000951)调研简报

09 年发展将会超越行业水平

增持

维持评级

公司研究/调研简报

事件：

近日，我们对位于中国济南的中国重汽（000951）进行了实地调研，与公司董秘及证券事务代表对公司、重卡行业的现状及长期发展进行了交流。

投资要点：

● 行业及公司 2 月份销量环比增加迅速（图 1，图 2），3、4 月份受重卡销量的季节性因素仍然会小幅度环比上升。我们认为重卡行业销量完全恢复仍然需要视国家大规模固定资产带动下实体经济的恢复情况而定，时间很可能将会在 09 年下半年以后。

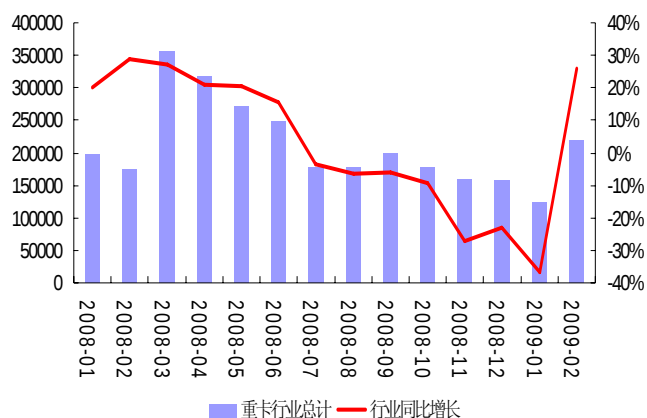
- 年初的销量主要是工程用自卸车带动下的复苏。工程用自卸车受益于基建、固定资产投资拉动（图 3）率先恢复。未来随着工程机械销量因固定资产投资增大而恢复，重卡半挂车的销量有望提高。
- 公司及行业未来主要看点仍然是在物流用重卡方向。从重卡销量分类来看，物流用重卡占比超过 50%（图 4），因此物流用重卡是重卡行业全面恢复的关键，但目前物流的恢复仍然不是很明朗，我们预计重卡完全恢复可能会在 09 年下半年以后。

● 公司在年初的市场份额进一步加大（图 5）。在行业下滑的大背景下，市场地位的再次提高凸显公司的行业领先地位及其产品的领先性能。虽然我们仍然预计 09 年全年重卡行业销量不乐观，但对公司产品销量保持看好，预计公司应该有超过行业的销量表现。

- 公司产品综合性能领先，为应对国三排放标准而推出的 EGR 发动机产品已经被下游重卡客户广泛接受，在与竞争对手潍柴动力的高压共轨产品的对抗当中取得全面胜利，逼迫对手也开始推广 EGR 技术。
- 虽然 EGR 技术在整体性能上要低于高压共轨产品，并且相比对手的成本优势也在逐步缩小，但由于公司重卡整车性能要优于对手，因此在一定程度上弥补了 EGR 发动机的不足，这同时也反映了公司的核心竞争力——国内领先的重卡整车制造水平。

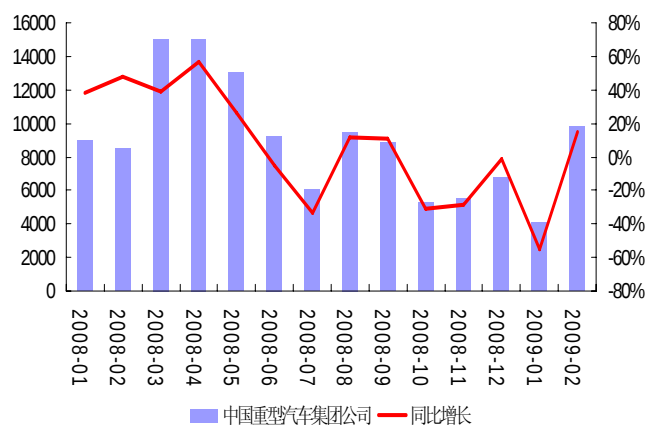
- 原材料价格下降，毛利有望小幅度增加，但 09 年盈利水平将不会提升。
 - 钢材价格的大幅度下跌使得公司的原材料成本压力骤减。
 - 产品平均价格水平将会保持，主要因为：1) 重卡作为生产资料，价格敏感程度不高。2) 08 年毛利率见低，价格战程度不会更高。3) 重卡产品用户品牌忠诚度很高，一般性的价格波动对用户影响不大。
 - 公司目前生产线开工程度已经较 08 年下半年有所恢复，但生产线完全恢复高水平仍然需要时间，这将在一定程度上加大单位产品的折旧成本，影响毛利率水平。
 - 由于经营杠杆很高，因此 09 年公司销量下滑程度虽然会低于行业，但是净利润水平提高幅度将不会很大。
- 出口下降可能性很大。
 - 公司主要出口目的地是：俄罗斯、远东，中东、东南亚，非洲。
 - 出口俄罗斯、远东下降显著，其经济下滑程度明显，更为重要的是在经济下滑情况下俄罗斯开始对进口卡车产品实施控制，严重影响了公司出口。
 - 中东、东南亚将保持平稳。
 - 非洲市场将有增长，但对总出口影响不大。
- 公司 08 年末经由国资委划拨得到大同齿轮集团（大齿），今后公司和大齿深度的整合将减弱公司在重卡齿轮箱上的对外依赖程度，重卡产业链将更为完整。这将增强对主要对手潍柴动力的竞争能力，长期来看公司盈利能力将会进一步提高。
- 作为重卡行业的领军企业，长期专注于重卡制造研发使得公司在整车制造方面领先于行业其他企业。中国重卡行业仍然有很大的增长空间，随着未来中国经济的恢复，中国重汽的长期前景乐观。
- **投资建议：**重卡行业受益于国家大规模固定资产投资拉动开始显现复苏迹象，但完全恢复仍然有待于实体经济及物流的回升。我们认为公司今年的经营表现将会超过行业整体的水平，给予公司“**增持**”评级。

图表 1：重卡行业月度销量及增长



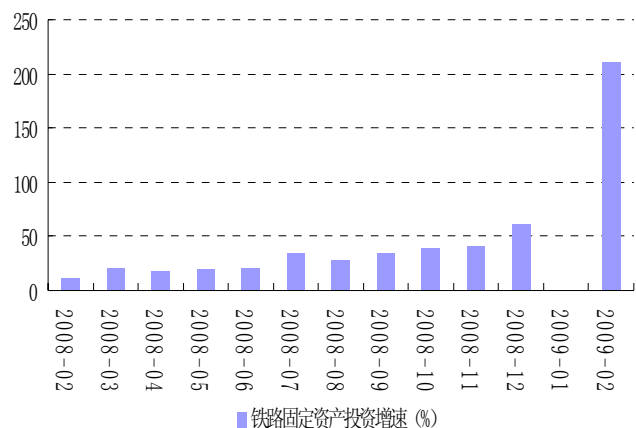
资料来源：山西证券研究所

图表 2：中国重汽月度销量及增长



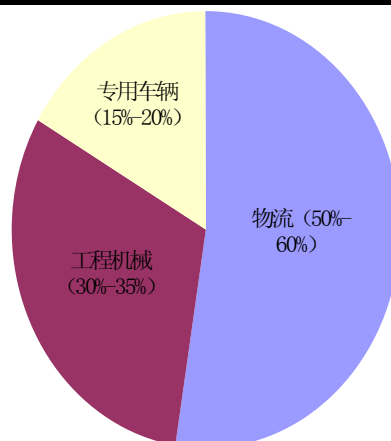
注：A 股上市公司占集团总销量的 70%

图表 3: 铁路固定资产投资增速



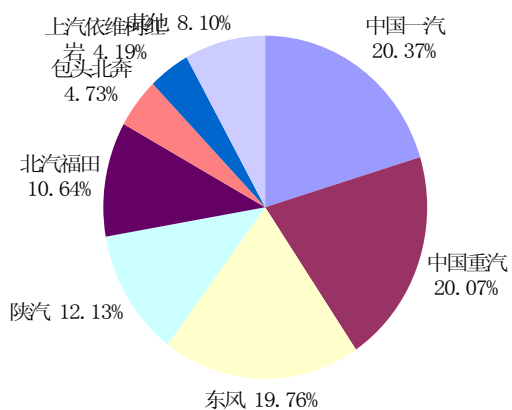
资料来源：山西证券研究所

图表 4: 重卡下游需求分布



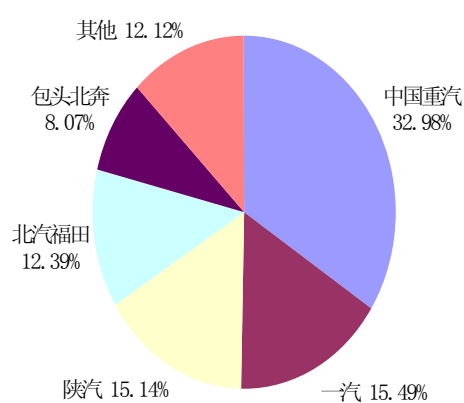
资料来源：山西证券研究所

图表 5: 2008 年重卡市场销量排名



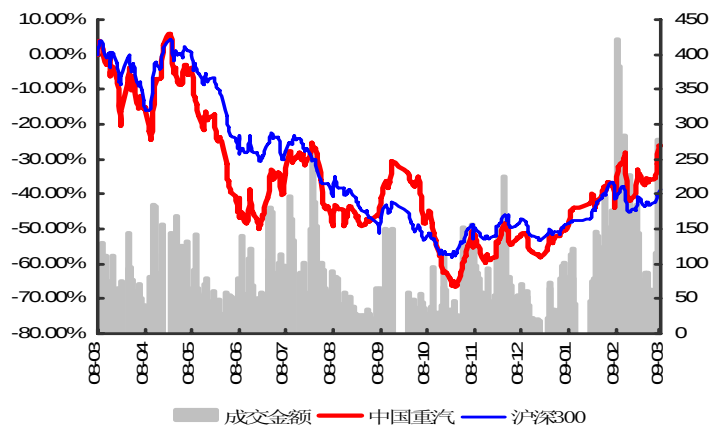
资料来源：山西证券研究所

图表 6: 2 月份重卡市场销量排名



资料来源：山西证券研究所

近一年公司股价变化



投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。