


中国重汽
 (000951.SZ)

推荐 (维持)

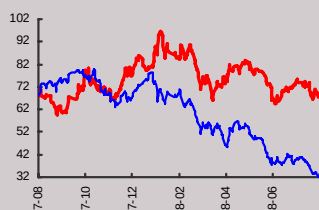
 所属行业: 汽车及
 零部件
 行业评级: 中性

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

四万亿投资拉动、重卡复苏明显

——中国重汽(000951)调研简报

此次调研我们拜访了公司董事会秘书与证券事务代表等公司领导,并实地参观了公司总装车间。就公司经营现状与发展战略进行了深入沟通,主要结果如下:

1. 2009 年 1~2 月公司重卡销售好于预期的原因及对 2009 年的销售展望

公司 2008 年重卡销量 11.2 万,市场占有率 20%,今年 1~2 月份市场占有率达 35%以上,虽然本年度 1~2 月销售没有达到去年同期水平,但明显好于预期,在公司以销定产的产销模式下不会出现滞销局面。前两个月好于预期主要受益于 4 万亿投资拉动,国家 4 万亿投资虽然颁布于 2008 年 4 季度,但今年 1 月份基本到位对重卡行业拉动明显;其次公司一贯经营稳健,从往年数据看公司产销波动幅度大幅低于行业波动幅度;1~2 月公司销售产品与工程机械配套较多,国家拉动内需前期主要带动工程机械相关车辆,如自卸车、水泥搅拌车等,我们预计下半年随固定资产投资的深入物流车辆将会显著放量。

虽然 2009 年前两个月开局较好,但不会出现前几年 20%以上的销售增长。我们判断,由于重卡作为生产资料,其销售状况与 GDP 高度相关,在 2009 年 GDP 保持 8%的增速下,2009 年公司销量有望实现同比增长 9%,达到 12.2 万辆。



2. 2009 年重卡价格会否保持平稳？

产品价格水平将会保持，不会出现下降。主要因为：1) 重卡作为生产资料，下游使用者对其价格敏感程度不高。2) 08 年厂家利润很低，已不具备降价空间，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。4) 公司销售模式采用对下游经销商返点与对改装厂返利的形式，不会降低产品价格。

3. 公司产品 2009 年盈利能力、毛利率如何？

钢材价格的大幅度下降使得公司的原材料成本压力降低；公司目前生产线上开工程度已经较 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，降低了毛利率水平。预计 2009 年公司毛利率水平将在 12% 左右。

4. 公司 09 年出口情况会否出现较大波动？

公司主要出口国家与地区为俄罗斯、中东、东南亚、南美与非洲。出口俄罗斯、远东会出现一定程度下降，原因是其经济下滑程度明显，更主要原因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，为保护其本土卡车工业采取了较多的贸易壁垒；中东、东南亚将保持平稳；南美与非洲市场将有平稳增长，但对总出口影响不大。集团在 2008 年出口约 1.5 万辆，我们预计公司 2009 年出口约 2 万辆。

5. 公司新产品 HOWOA7 与其未来销售预期

公司在 08 年 12 月份推出了集团自主研发的新一代重卡 HOWOA7。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。HOWOA7 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，是国内首款采用 AMT 变速技术的卡车产品。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%。

HOWO 产品 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档重卡 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。由此给公司带来更大的销售增长潜力。A7 目前销售约 400 辆，我们预计随着下半年物流市场的逐步启动 A7 将逐步放量。

6. 在国四标准推出前，公司 EGR 产品仍保持成本领先优势

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 高约 6000 元，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 7 月至今销售来看，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。

我们认为，2009 年 1~2 月份和 2008 年 7~12 月份集团在重卡市场的占有率主要体现在 EGR 重卡形成的市场优势。一般来说，发动机管理系统（EMS）的匹配标定必须包含“三高（高温、高原、高寒）”环境下的标定，因此除中国重汽之外的其他企业要推出 EGR 重卡至少得花 1 年的时间，以 2008 年 7 月份为时间起点计算的话，同时考虑到夏季实验（高原、高温）必须要等到 6-7 月份才能进行的话，则集团公司有望在今年 3



季度之前继续保持强劲的增长势头。

7. 集团重组大齿将有利于公司的长远发展

2008 年 11 月 18 日中国重汽集团与山西大齿集团签署战略重组协议。根据计划，重组后的大齿集团将正式成为中国重汽的变速箱基地。大齿集团通过三次引进日产柴技术，然后进行消化吸收，逐步开发出了 DC16J200T 变速箱、DC12J180 变速箱、DC6J48T 变速箱、DC12J150T 变速箱；同时，在国家 863 项目中，还联合清华、北理工研发 AMT，预计 2009 年将出样机。大齿集团的产品主要集中在 154KW 以下的中重卡，而中国重汽 95% 以上的产品在 191KW 以上。我们认为，集团重组大齿将有利于中重卡市场的开拓。

因为中国重汽集团的发展策略和技术储备等原因，商用车公司的产品较少，每年的产量不到卡车股份的 1/3。我们认为，商用车公司在中重卡市场的弱势，可能导致其形成与卡车股份的竞争关系，不利于集团战略的实施。大齿集团的加入，将有效的解决中重卡核心零部件（变速箱）缺失的问题，从而有可能实现向中重卡，甚至中卡领域的拓展，延伸产品线并扩大市场份额。我们认为商用车公司向中重卡方向的发展降低了集团内竞争的可能性，有利于卡车股份公司的长远发展。

8. 盈利预测与投资建议

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 年度业绩超出预期的可能性很大。我们预计公司 2008、2009 年的每股收益分别为 1.46 元与 1.61 元，我们继续对其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