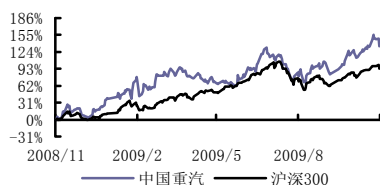


消费品及服务 - 汽车及配件

2009 年 11 月 25 日

市场数据		2009 年 11 月 24 日
当前价格 (元)		28.78
52 周价格区间 (元)		12.28-31.40
总市值 (百万)		12071.07
流通市值 (百万)		7416.59
总股本 (百万股)		419.43
流通股 (百万股)		257.70
日均成交额 (百万)		108.52
近一月换手 (%)		28.36%
第一大股东	中国重汽 (香港) 有限公司	
公司网址	http://www.cnhtc.com.cn	

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
中国重汽	6.00%	26.06%	130.61%
沪深 300	3.95%	9.86%	93.08%

吕丽华、冉飞

+86 755 83199599 ext 8202

+86 755 83199599 ext 8267

lv1h@csc.com.cnranfei@csc.com.cn

分析师申明

本人, 吕丽华、冉飞, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 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。

王者迈步从头越

—中国重汽 (000951) 跟踪研究报告

评级: 增持 (维持)

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	19193	20495	23979	27336
净利润 (百万元)	473	426	658	750
每股收益 (元)	1.13	1.02	1.57	1.79
净利润增长率%	-34	-10	54	14
市盈率	26	29	19	16
EV/EBITDA	14	15	8	7

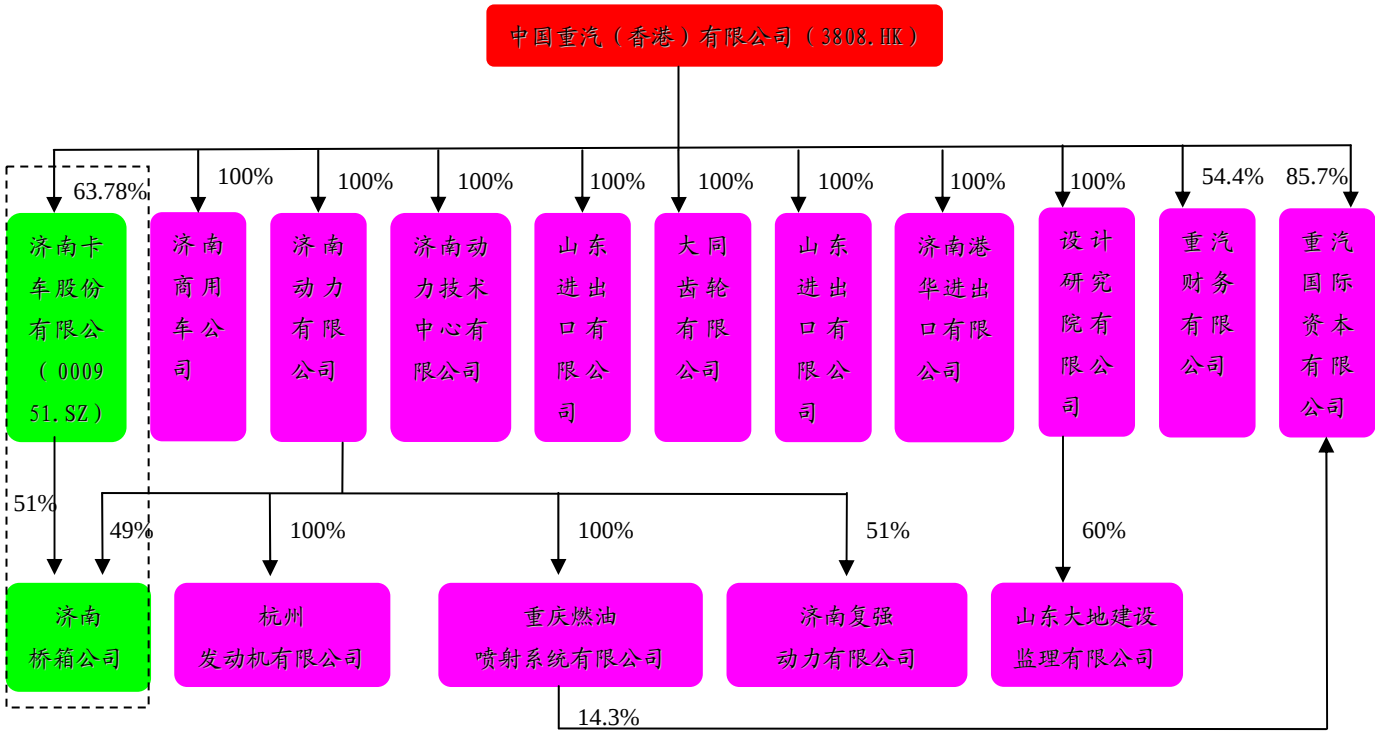
资料来源: 世纪证券研究所

- **重卡行业未来 3 年依旧乐观。**我们预计 2009 年重卡销量为 63.2 万辆, 同比增长 16.7%; 在多方有利条件支持下, 未来至少 3 年内行业仍可保持较高的增速, 预计 2012 年销量将接近 100 万辆, 复合增长率将达到 15.8%。
- **月度市场份额已“触底”。**国内重卡行业竞争格局总体稳定。随着工程类重卡的传统旺季来临, 将拉动重卡整车及底盘的需求增长, 重汽作为工程类重卡的王者, 目前月度市场份额已“触底”, 预计未来 6 个月份额将持续攀升。
- **与曼合作的竞争力提升将从 2010 年开始显现。**通过与曼公司合作, 重汽集团有效弥补了在高压共轨发动机和物流运输车的短板, 在进入“国 IV”前占据了行业先机, 所带来的产品竞争力以及市场份额提升将从 2010 年开始显现, 重汽 A 股上市公司也充分受益。
- **盈利能力回升可期。**基于 2010 年重卡行业增长以及市场份额回升的预期, 在原材料成本不出现大幅波动前提下, 2010 年公司毛利率有望达到 10.5%~11%, 较 2009 年增加 1~1.5 个百分点; 期间费用在未来 3 年保持稳定。
- **业绩预测与投资评级。**预测 2009~2011 年公司每股收益分别为 1.02、1.57、1.79 元; 参考同行业上市公司估值水平, 给予中国重汽 2010 年 22~25 倍的市盈率水平, 对应目标价格 34.5~39.3 元, 维持“增持”评级。
- **风险提示。**重卡市场低迷; 原材料价格大幅上涨。

公司介绍

中国重汽集团是国内最大的专业重卡制造商，拥有完整的重卡核心产业链，2007 年 11 月在香港整体上市（3808.HK）。其中，中国重汽（000951.SZ）作为重汽集团下属最主要的经营实体，2004 年 10 月率先在 A 股市场实现借壳上市。

Figure 1 中国重汽集团（3808.HK）、中国重汽（000951.SZ）主要资产结构示意图



数据来源：公司公开信息、世纪证券研究所

目前 A 股上市公司资产主要包括济南卡车（100%权益）和济南桥箱公司（51%权益）两部分。济南卡车具有 10 万辆产能，主要生产集团最具优势的 HOWO、斯太尔王、斯太尔系列标准重卡（总重量大于 19 吨），产销量占集团 65%~70%；济南桥箱具有 28 万套车桥产能，是国内规模最大的重型车桥制造企业之一。

Figure 2 重汽集团核心产业链分布

产业链	所属子公司	主要产品类型（品牌）	产能（万）
整车	济南卡车	标准重卡（HOWO、斯太尔、斯太尔王）	10
系列	济南商用车	中、重卡（金王子、豪运、黄河）	5
发动机	济南动力	WD615、WD415 系列发动机	5
系列	杭发动力		15
	重汽燃油喷射系统	燃油泵、喷油器总成	15

变速箱	济南动力	变速箱 (HW18709、HW20716 等)、齿轮	4
系列	大同齿轮	变速箱 (DC9J150T、DC12J150T 等)、齿轮	12
车桥	济南桥箱	车桥 (HOWO、斯太尔、美驰三大系列)、离合器	28

数据来源：公司公开信息、世纪证券研究所

行业：未来 3 年仍将保持较高增速

重卡（总重量大于 14 吨）属于投资品，一般分为整车、底盘以及半挂牵引车三个子行业；其中，底盘和整车主要用于工程施工、专用作业等，半挂牵引车主要用于中长途物流运输。

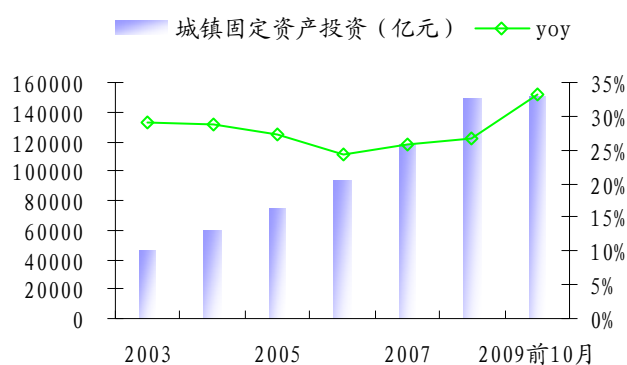
Figure 3 重卡子行业分类及用途

子行业	主要用途	2008 年占比
重卡底盘	工程基建、专业作业	44.5%
重货整车	工程类配套、物流	19.7%
半挂牵引车	公路运输物流	35.8%

数据来源：世纪证券研究所

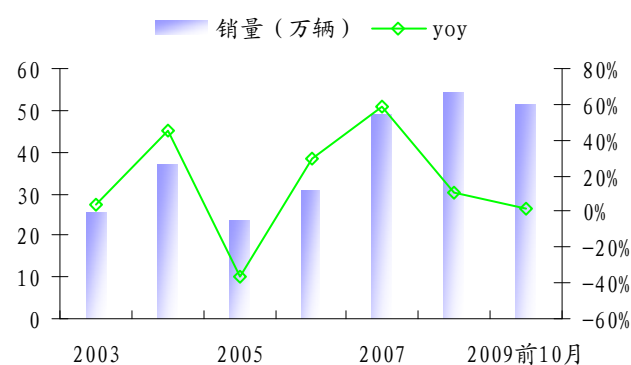
国内重卡需求（包括新增和更新）主要取决于固定资产投资和公路物流增速，同时也受宏观调控、排放标准等政策影响；出口则主要受海外实体经济影响。重卡行业周期性特征明显，近 5 年（03~08）复合增长率达 16.5%，与汽车行业增速（16.7%）基本相当。2008 年我国重卡销量达 54.16 万辆，其中出口 7.36 万辆，占销量比重 13.6%。

Figure 4 近年我国城镇固定资产投资额及增速



数据来源：wind、世纪证券研究所

Figure 5 近年我国重卡销量及增速

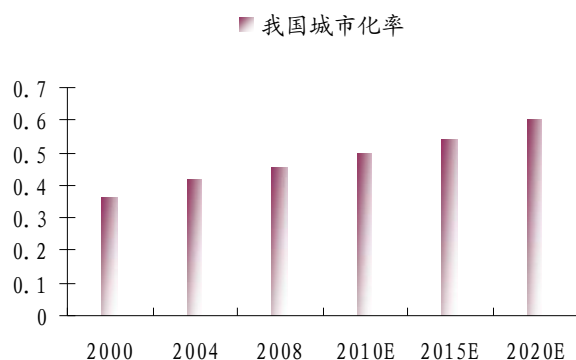


数据来源：中汽协、世纪证券研究所

根据社科院相关研究报告，我国将于 2005 年~2021 年完成工业化的中期阶段，在此期间，重工业化、城市化的提速所带来投资、物流增长和产业升级对重卡行业发展构成了有力支撑。同时，计重收费的全面实施、高速公路网络的不断完善，以及燃油税改革等也为行业营造了良

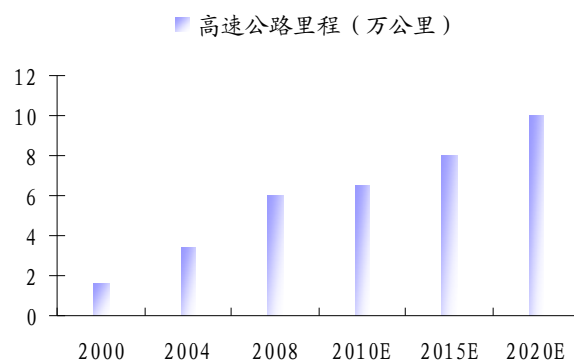
好的消费环境，总体来看，我国重卡行业正处在长景气周期中。

Figure 6 我国城市化进程预测



数据来源：国家统计局、世纪证券研究所

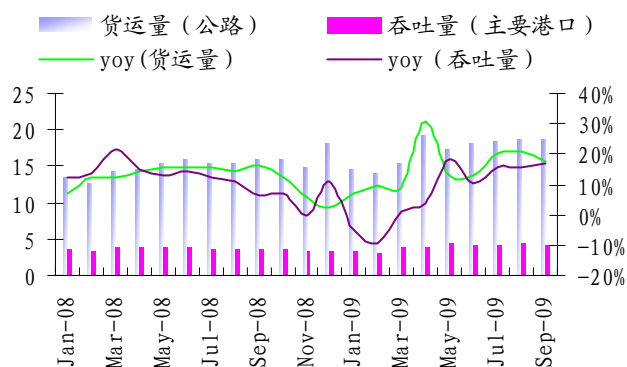
Figure 7 我国高速公路通车里程预测



数据来源：国家统计局、世纪证券研究所

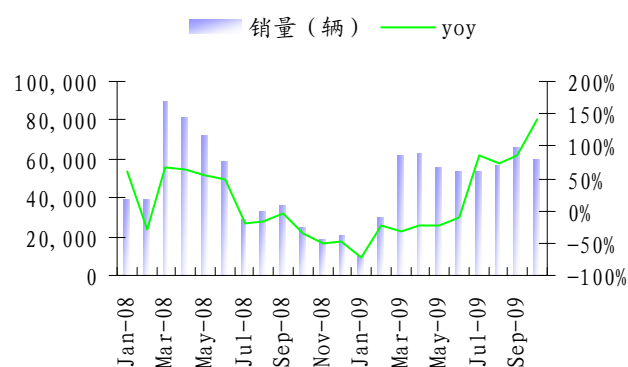
2008 年下半年，受全球金融危机和国Ⅲ排放切换双重影响，国内重卡业一度深陷低谷；但进入 2009 年后，在宏观经济不断向好、固定资产投资增速创近年新高的支持下，工程类重卡、半挂牵引车市场相继回暖，行业呈现加速复苏态势，前 10 月我国重卡累计销量已达 51.13 万辆，同比增长 2%。

Figure 8 2008 年至今公路货运量、港口吞吐量月度走势



数据来源：wind、世纪证券研究所

Figure 9 2008 年至今重卡销量月度走势



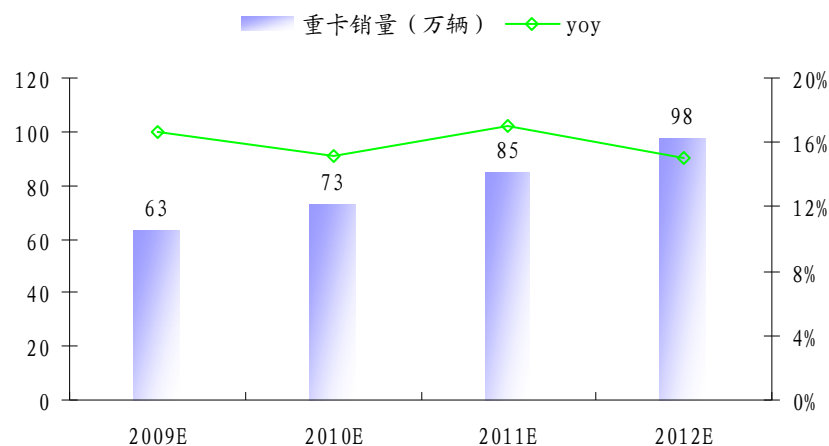
数据来源：中汽协、世纪证券研究所

短期来看，以重卡平均 3~5 年的使用周期计算，2007、2008 年出厂的重卡从 2010 年起进入集中报废期，新增和出口需求也存在进一步改善空间。此外，2009 年 3 月发布的《汽车产业调整振兴规划》提出了“2011 年重卡占卡车的比例达到 25% 以上”的目标。从 2009 年前 10 月卡车销量结构看，轻微卡受政策拉动增速较快，重卡占比为 21.1%，距离政策目标尚有一定距离，考虑到 2009 年重卡行业受益政策较少，未

来政策有向重卡倾斜的可能。

我们预计 2009 年重卡销量达到 63.2 万辆，同比增长 16.7%；在多方有利因素支持下，未来至少 3 年内行业仍将保持较高的增速，预计 2012 年销量接近 100 万辆，复合增长率达到 15.8%。

Figure 10 2009~2012 年我国重卡销量及增速预测

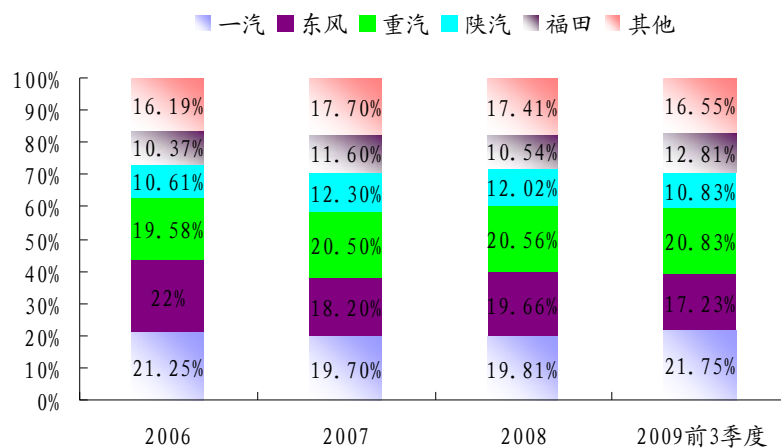


数据来源：中汽协、世纪证券研究所

公司：市场份额触底、盈利能力回升

行业竞争格局稳定

重卡属于典型的资金、技术密集型行业，进入门槛高，目前“3 大（重汽、一汽、东风）2 小（陕汽、福田）”牢牢把持着国内市场，近 3 年 CR5 一直在 80%以上。由于国内主流厂商在资产、技术、销售渠道等方面占据了较大的综合优势，同时成本远低于海外同类产品，因此预计未来重卡行业竞争格局总体依旧稳定，新进入者机会有限。

Figure 11 近年我国主要重卡制造商市场份额¹

数据来源：中汽协、世纪证券研究所

“3 大 2 小”中，基于斯太尔平台的重汽、陕汽重卡产品优势在于排量大、结实耐用，尤其适合工程类重卡，而以一汽为代表的老牌中重卡企业，在计重收费背景下由于产品自重较轻，用于物流运输的主流牵引车（25~40 吨，08 年占牵引车比重 87%）市场则更具竞争力。

Figure 12 2008 年主要重卡制造商在三大子行业市场份额

子行业/厂商	一汽	重汽	东风	陕汽	福田
重卡整车	2.14%	35.50%	11.39%	6.22%	0.69%
重卡底盘	22.63%	16.29%	26.63%	11%	10%
半挂牵引车	26.06%	17.78%	15.72%	16.54%	16.69%

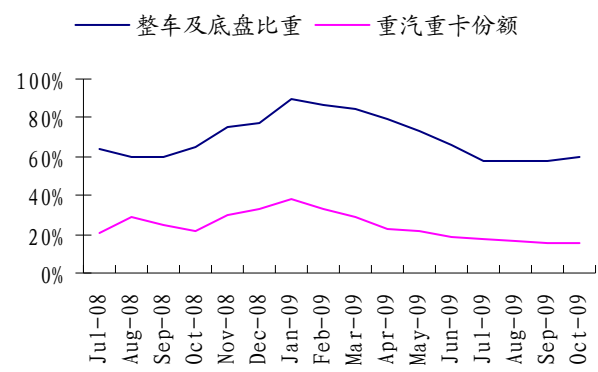
数据来源：中汽协、世纪证券研究所

月度市场份额“触底”

2008 年 7 月“国 III”标准正式实施至今，重卡月度市场份额出现了有规律的大幅波动。2009 年 2 季度以前，重汽集团凭借 EGR 发动机和工程类重卡率先回暖的优势，市场份额保持高位运行，2009 年 1 月一度达到 38%。不过随着公路、港口物流需求增加，2 季度开始半挂牵引车持续转暖，集团份额被一汽、福田等快速挤压，2009 年 10 月跌至 15%，处于近 4 年月度最低水平。

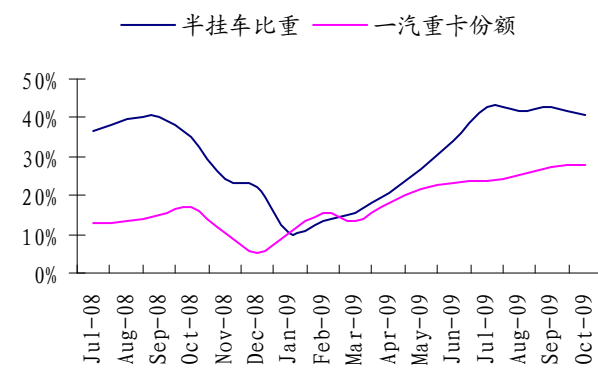
¹重汽集团和 A 股济南卡车公司在完成销售的统计口径上有区别，前者以入库为准，后者需财务开票。集团销量更具参考和对比性。
请参阅文后免责声明

Figure 13 整车及底盘占重卡份额与重汽市场份额月度走势



数据来源：中汽协、世纪证券研究所

Figure 14 半挂车占重卡份额与一汽重卡份额月度走势



数据来源：中汽协、世纪证券研究所

随着每年 4 季度至来年 1 季度工程类重卡的传统旺季来临,将拉动重卡底盘及整车的需求增长,我们认为重汽作为工程类重卡的王者,目前月度市场份额已“触底”,未来 6 个月内份额将持续攀升。

与曼合作增强竞争力

7月15日，中国重汽集团与国际重卡巨头德国曼公司签署了包括长期战略合作伙伴关系协议、股份购买协议、技术许可协议、可转换债券认购协议等一系列法律文件。重汽集团以25%的股份，换取了一套完整的TGA卡车、符合欧III、欧IV及欧V排放标准的D08、D20及D26发动机及相关零部件在中国的独家及不可转让权利使用许可技术和专门技术，以及相关的分销、售后维护及服务使用许可技术和专门技术的权利。

Figure 15 技术许可协议核心内容浅析

导入产品	相关介绍	效果解析
TGA 整车平台	总重均在 18 吨以上，涉及 50 多种整车基本车型，是 2004 年曼公司新一代卡车"Trucknology Generation"的旗舰产品，获"国际最佳卡车奖"等多项国际荣誉，长途运输车辆的无故障里程周期达 8 万公里。	对斯太尔整车平台的补充和升级，特别有助于提升公司在公路物流运输车方面的竞争力。
D08、D20 及 D26 发动机	三款均采用“高压共轨+ERG”技术，符合欧 III、欧 IV 及欧 V 排放标准。D08 发动机分 4 缸和 6 缸两种，排量分别 4.58 升、7 升，D20、D26 发动机排量分别为 10.52、12.42 升。	从“直列泵+EGR”向“高压共轨+EGR+SCR”过渡，以满足未来排放要求，同时丰富了 4L~13L 排量区间的发动机体系和产品线。

数据来源：公司公开信息、世纪证券研究所

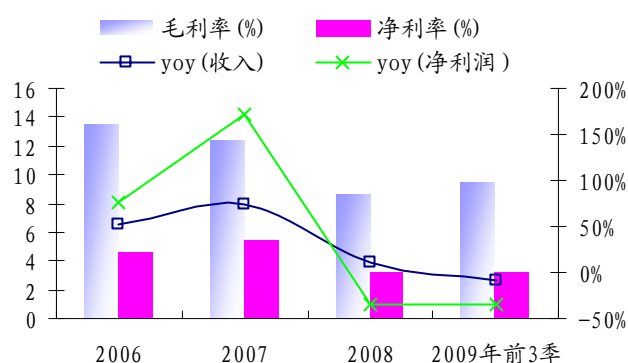
我们认为,由于以先进燃油喷射控制系统为代表的核心技术国内仍处缺失状态,行业从“国 III”开始面临整体升级背景下,本土厂商主动寻求海外巨头技术支持的积极性也明显提高.此次重汽集团与曼合作有

效弥补了其在高压共轨发动机和物流运输车的短板，在进入“国IV”（预计最迟 2011 年执行）前占据了行业先机。目前集团导入的项目国产化正在快速推进，所带来的产品竞争力以及市场份额提升将从 2010 年开始显现，A 股上市公司中的济南卡车、济南桥箱作为技术许可方也将从中充分受益。

盈利能力回升可期

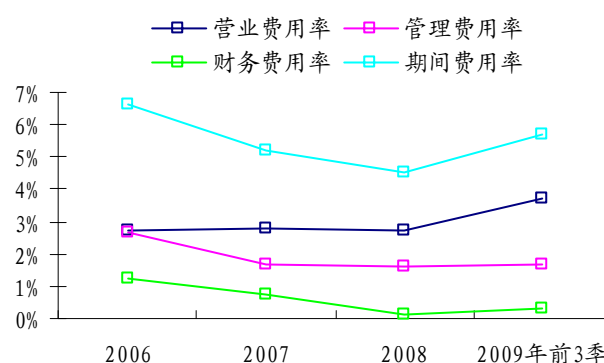
2009 年前 3 季度公司毛利率为 9.43%，同比增长 0.33 个百分点。但低于 2007 年同期 3.25 个百分点，钢铁等原材料成本大幅下降并没明显改善毛利，主要原因是公司未能享受到牵引车市场景气度复苏，2、3 季度份额快速下降所致。基于 2010 年重卡行业增长以及公司市场份额回升的预期，我们认为在原材料成本不出现大幅波动前提下，2010 年公司毛利率有望达到 10.5%~11%，较 2009 年增加 1~1.5 个百分点。

Figure 16 公司近年主要经营指标



数据来源：wind、世纪证券研究所

Figure 17 公司近年期间费用指标



数据来源：wind、世纪证券研究所

2009 年前 3 季度期间费用为 5.71%，较 2008 年同期增加 1.29 个百分点，其中营业费用达 3.73%，同比增加 0.77 个百分点，原因在于公司在年初制订了以规模为导向的营销政策，对经销商的返利事先计提于营业费用，年底再回冲，因此预计年内营业费用将回落至 3.2% 以内，未来 3 年内期间费用保持在 5% 左右。

盈利预测及投资评级

预测公司 2009~2011 年每股收益分别为 1.02、1.57、1.79 元，对

于当前市盈率分别为 29、19、16 倍。公司作为重卡行业的龙头，在经历近两年的调整后业绩有望重新走进增长轨道，具备良好的中期投资价值。参考同行业公司估值水平，给予中国重汽 2010 年 22~25 倍的市盈率水平，对应目标价格 34.5~39.3 元，维持“增持”评级。

Figure 18 利润表预测

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	19193	20495	23979	27336
营业成本	17538	18548	21437	24438
营业税金及附加	0.28	2.05	7.19	8.20
营业费用	529	646	743	847
管理费用	313	344	420	478
财务费用	24	57	72	82
资产减值损失	42	10	30	30
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	747	888	1270	1452
营业外收入	30	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	773	888	1270	1452
所得税	154	151	216	247
净利润	619	737	1054	1205
少数股东损益	146	266	381	435
归属母公司净利润	473	426	658	750
EPS (元)	1.13	1.02	1.57	1.79

数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 19 同行业上市公司估值比较

上市公司	EPS/PE	2008	2009E	2010E	2011E
潍柴动力	EPS	2.32	4.02	4.7	5.23
	PE	26.50	15.29	13.08	11.75
威孚高科	EPS	0.34	0.59	0.74	0.9
	PE	49.97	28.80	22.96	18.88
福田汽车	EPS	0.38	0.99	1.05	1.15
	PE	52.58	20.18	19.03	17.37
中国重汽	EPS	1.13	1.02	1.57	1.79
	PE	25.81	28.60	18.58	16.30
平均	EPS	1.04	1.66	2.02	2.27
	PE	38.71	23.22	18.41	16.08

数据来源: wind、世纪证券研究所

风险提示

- (1) 重卡市场低迷。
- (2) 钢铁等主要原材料价格大幅上涨。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.