

市场有风险，投资需谨慎。

行业报告

长期增长动力与短期有利因素叠加

——重卡行业跟踪报告

2010年1月13日

余兵	汽车行业高级研究员	86-21-62078960	yubing006@pingan.com.cn
王德安	汽车行业研究员	86-21-62078709	Wangdean002@pingan.com.

1、较早提示重卡业投资机会。我们较早向投资者推荐了重卡行业的投资机会，行业产销数据和证券市场相关公司股票表现验证了我们的判断。其中：2009年10月我们发布重卡行业深度研究报告《合纵连横，殊途同归》，全面分析了重卡行业历史、现状与未来，并指出伴随国民经济的增长、卡车消费结构演变和国际市场的开拓，中国重卡行业将迎来持续稳定的发展阶段。在2010年汽车行业投资策略报告《减档前行、耐力致胜》中我们特别推荐了重卡业的投资机会：2010年受益于投资与物流的高位，长期则受益于卡车结构优化、卡车质量档次及价格的提升。

2、重卡行业短、中、长期利好因素充分。2010年一季度重卡业迎来开门红，重卡企业订单普遍十分饱满，主要由于2010年施工高峰提前来临，因寒冷天气而增加的煤炭运输量加大了重卡的额外需求。全年看，2010上半年投资施工高峰、整体经济复苏、出口回暖等利好因素将确保工程类、物流类重卡保持高景气度；长期看，重卡将受益于经济总量和质量的提升及卡车结构变迁。预计2010年、2011年重卡行业销量分别为75万、84万辆，同比增长18%、12%，行业表现出较好的成长性。

3、政策影响积极。2010年以旧换新补贴标准提高幅度大。对比发现，商用车补贴提高幅度较大，报废重卡“黄标车”补贴提高幅度高达200%。此外，我们判断目前的房地产调控政策将促使地产建筑总面积、施工规模提高，对重卡行业影响积极。

4、产业链相关公司均受益于行业的高景气度。结合各企业2009年表现情况及目前估值水平，我们强烈推荐：1) 中国重汽(000951)：重卡龙头。公司重卡产品种类齐全，产业链完备，竞争优势全面；引进MAN的技术与资金，技术升级路径清晰；2010年业绩向上弹性大。目标价40元。2) 潍柴动力(000338)：产业链较完整；发动机下游客户发展良好；业绩稳定，抗风险性强。目标价96元。此外，我们维持对威孚高科(000581)、福田汽车(600166)、银轮股份(002126)的“推荐”评级。

股票名称	股票代码	股票价格(元)	EPS(元/股)			PE(倍)			评级
		2010-1-12	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	
中国重汽	000951	29.61	1.15	1.66	2.00	25.78	17.80	14.79	强烈推荐
潍柴动力	000338	70.78	4.05	4.80	5.52	17.49	14.73	12.82	强烈推荐
威孚高科	000581	18.81	0.65	0.84	1.10	29.11	22.40	17.03	推荐
福田汽车	600166	20.1	1.14	1.25	1.77	17.69	16.02	11.33	推荐
银轮股份	002126	19.91	0.56	0.88	1.01	35.61	22.57	19.66	推荐
东风汽车	600006	6.68	0.22	0.26	0.31	30.77	26.18	21.55	中性

目 录

一、较早提示重卡业投资机会.....	3
二、短、中、长期利好因素明晰.....	3
1.1 一季度迎来开门红.....	3
1.2 看好重卡业 2010 年表现.....	3
1.3 长期空间毋庸置疑.....	6
1.4 合资合作加快国内重卡行业技术进步.....	7
三、行业向好，个股受益，首推龙头.....	8
2.1 中国重汽.....	8
2.2 潍柴动力.....	8
2.3 威孚高科.....	8
2.4 福田汽车.....	9
2.5 银轮股份.....	9
2.6 东风汽车.....	9

一、较早提示重卡业投资机会

我们较早提示了重卡业投资机会，行业产销数据和相关公司股票表现验证了我们的判断。

2009年10月我们发布重卡行业深度研究报告《合纵连横，殊途同归》，在报告中我们较全面地分析了重卡行业，并指出：伴随国民经济的增长、卡车消费结构演变和国际市场的开拓，中国重卡行业将迎来持续稳定的发展阶段。行业竞争格局稳定，龙头公司将给投资者以良好的回报。

在2010年汽车行业投资策略报告《减档前行、耐力致胜》中我们指出：寻找2010年汽车业投资亮点遵循的宏观基础有：物流及民间投资处高位；出口回暖；整车产销结构重心上移。

我们特别推荐了重卡行业的投资机会：重卡行业2010年受益于投资与物流的高位，长期则受益于卡车结构优化、卡车质量档次及价格的提升。重卡业具有持久增长耐力。

在《减档前行、耐力致胜》中，我们强调看好2010年重卡业的三点理由：

- 作为主要用于长途货运及施工配套用途的重卡，2010年面临良好的宏观环境，国内消费、出口、地方新开工项目都将拉动经济较快增长。此外，我们认为2010年中小经济体的复苏可能超预期，物流业高景气期即将到来。
- 与乘用车的脉冲式复苏不同，作为生产资料的重卡业复苏较为渐进，亦不存在透支性购买。
- 在计重收费及2008年底的税费改革等政策作用下，卡车结构仍将长期处于向轻、重两极分化的调整过程中。长期看，随着我国经济发展，重卡在产品质量档次、价格水平等方面提升空间大。

二、短、中、长期利好因素明晰

1.1 一季度迎来开门红

近期我们调研了部分重卡生产企业，并与行业专家交流了市场看法。产业界普遍反映2010年一季度订单非常饱满，单月新接订单量基本为10-11月产销量的2倍左右。

其中，工程类车旺销——2010年一季度施工项目节奏较往年提前，2009年新开工的项目普遍进入施工高峰期。经销商也加大订货量并提前备货。

物流类车旺销，重卡运价上升。短期因素是天气异常寒冷，导致电煤运输紧张。中期因素则是施工高峰期启动了相关大宗物料的运输高峰。

1.2 看好重卡业2010年表现

看好2010年重卡的理由不变，但有必要细化我们的投资逻辑：

- **理由之一：2009年重卡市场不存在透支性购买。**重卡作为生产资料，空置成本较高；2009年汽车振兴政策主要是刺激消费，乘用车呈现爆发式增长，而商用车受政策影响相对较小，表现为渐进式复苏。
- **理由之二：2010年上半年迎来施工高峰。**施工现场的工程类重卡、运送大宗物料的运输类重卡都将具有坚实宏观基础。2009年第三季度，施工项目达到同期历史峰值102万个。“施工项目”、“商品房施工面积”同比均在30%以上。

有必要强调的是：“重卡”与“固定资产投资”关系密切是众所周知的逻辑，但与“投资”相关的各因素步骤不一：信贷投放→新开工→施工→结算。与重卡关系最为密切的是“施工”环节，施工项目及施工面积的增加将带来工程类重卡、物流类重卡的旺销。其中施工初期主要带动工程类重卡需求；而随着工程的持续建设，物流类重卡接力，对重卡行业影响更加积极。

图表 1 影响重卡的投资类指标（均为单季同比）

季度	信贷投放		开工环节		施工环节		固定资产投资额	重卡销量
	新增信贷	中长贷款	新开工项目	商品房新开工面积	施工项目	商品房施工面积		
2006Q1	71%	16%	47%	24%	29%	23%	28%	-8%
2006Q2	29%	179%	13%	21%	23%	15%	31%	18%
2006Q3	14%	111%	5%	11%	19%	8%	23%	78%
2006Q4	8%	22%	11%	14%	16%	14%	19%	64%
2007Q1	13%	23%	-7%	8%	11%	21%	25%	60%
2007Q2	22%	35%	21%	25%	13%	25%	27%	73%
2007Q3	41%	37%	13%	29%	14%	25%	26%	72%
2007Q4	-36%	13%	0%	20%	12%	17%	25%	32%
2008Q1	-6%	24%	24%	26%	19%	28%	26%	59%
2008Q2	0%	-7%	7%	14%	11%	15%	27%	41%
2008Q3	25%	-21%	13%	-8%	10%	-3%	29%	-16%
2008Q4	429%	-30%	2%	-14%	9%	-6%	25%	-43%
2009Q1	244%	24%	37%	-16%	18%	13%	29%	-39%
2009Q2	149%	193%	46%	-6%	28%	13%	36%	-19%
2009Q3	26%	217%	38%	26%	30%	36%	33%	80%

资料来源：国家统计局

进入施工高峰期

我们对商品房开/施工规模保持乐观：近期政府出台地产政策，市场较为关注其负面影响。参考地产研究员的分析，我们的观点是：地产政策的主旨是控制高房价，调整房地产供应结构。我们判断随着房地产供应结构的变化，房地产建筑总面积将较总投资额更快的增长，而建筑面积、施工量与施工设备需求更加相关，即目前的房地产政策对重卡行业影响积极。

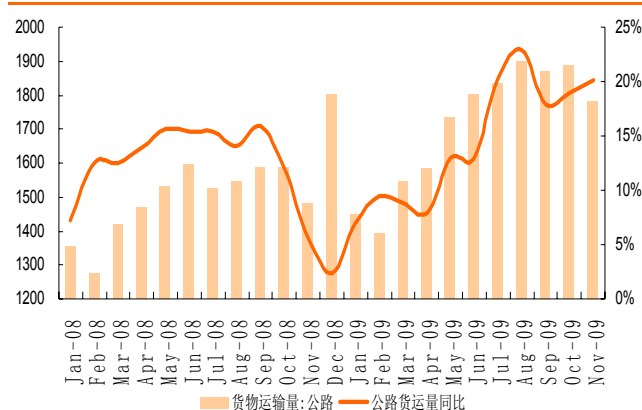
由于地产项目开工后2—3季方能形成供应，2008下半年以来房地产施工面积的下滑将导致

可售房源紧张至少持续到2010年中，这是目前房价居高不下的原因之一。由于库存持续紧张，开发商在未来半年之内将维持较高的开工规模。

- **理由之三：2010年中国经济进入新一轮上升周期，物流景气度高企。**中小经济体、民间投资将逐步升温；出口结构性复苏带动货运量上升。我们跟踪的“公路货运量”与“港口码头货物吞吐量”指标支持我们的判断。

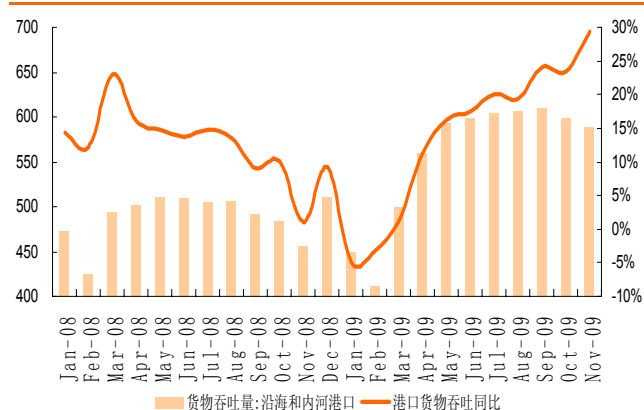
图表 2 公路货运量及同比

单位：百万吨



资料来源：交通部

图表 3 沿海和内河港口货物吞吐量 单位：百万吨



资料来源：交通部

- **理由之四：以旧换新补贴标准提高幅度大。**对比发现，商用车补贴提高幅度较大，而乘用车补贴增加幅度相对较小，报废重卡“黄标车”补贴提高幅度高达 200%。

图表 4 汽车以旧换新补贴标准变化对照表

单位：元/辆

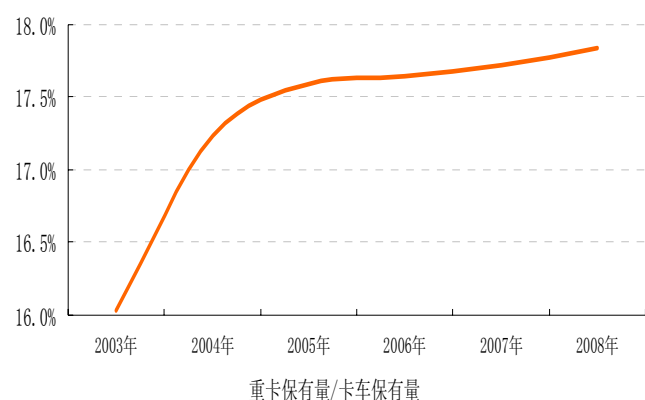
车辆种类	原补贴标准	新补贴标准	增加额	增加幅度
一. 报废老旧汽车				
中型载货车	6000	13000	7000	116.67%
轻型载货车	5000	9000	4000	80.00%
微型载货车	4000	6000	2000	50.00%
中型载客车	5000	11000	6000	120.00%
二. 报废“黄标车”				
重型载货车	6000	18000	12000	200.00%
中型载货车	6000	13000	7000	116.67%
轻型载货车	5000	9000	4000	80.00%
微型载货车	4000	6000	2000	50.00%
大型载客车	6000	18000	12000	200.00%
中型载客车	5000	11000	6000	120.00%
小型载客车	4000	7000	3000	75.00%
微型载客车	3000	5000	2000	66.67%
1.35 升及以上排量轿车	6000	18000	12000	200.00%
1 升—1.35 升轿车	6000	10000	4000	66.67%
1 升及以下轿车、专项作业车	6000	6000	0	0.00%

资料来源：平安证券研究所整理

1.3 长期空间毋庸置疑

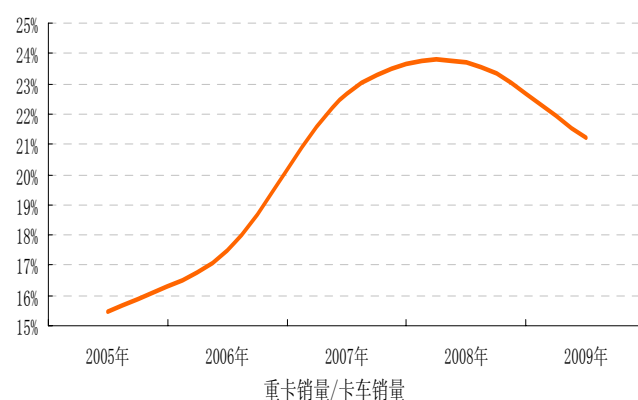
- **理由之一：卡车结构变迁始于“计重收费”，卡车两极分化是长期趋势。**计重收费的实施促使卡车结构与其功能对应，2008年底的税费改革促使商用车大型化。近年来重卡销量占卡车销量比例高于对应的保有量占比，显示重卡业正以超出卡车行业均值的速度增长，逐步蚕食中卡行业的市场份额。

图表 5 重卡保有量占卡车之比例



资料来源：中国汽车工业协会

图表 6 重卡销量占卡车之比例



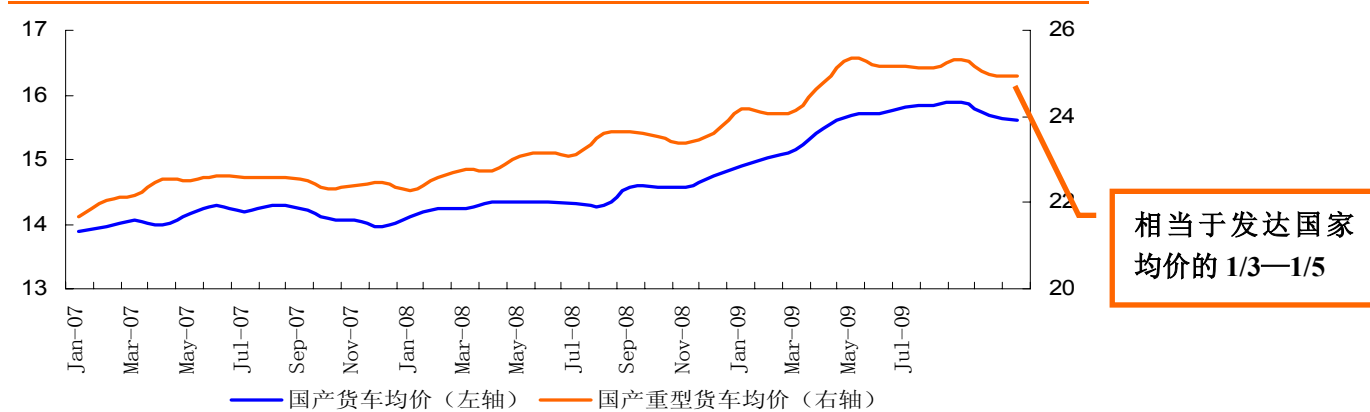
资料来源：中国汽车工业协会

- **理由之二：重卡性能、档次、价格提升空间巨大。**欧美重卡性能和档次较高，价格在10万美元以上；日韩重卡性能和价格次之，约50-60万元人民币；我国重卡均价目前在25万元左右。重卡发动机综合技术水平落后发达国家20年左右，在总排量相近的情况下，国内发动机升功率偏低，排放指标偏高，可靠性较低，燃油经济性差。

作为生产资料，重卡档次、价位与国民经济发展阶段相对应。我国重卡与欧美产品的差距是全方位的，这既是行业综合发展水平的客观体现，也是未来改善的巨大空间。

图表 7 国产重卡均价

单位:万元



资料来源：发改委价格监测中心

此外，我们还乐观地判断中国重卡产品将凭借良好的性价比优势拓展国际市场，出口订单将成为行业增长新的动力。

我们预计2010年、2011年重卡行业销量分别为75万、84万辆，同比增长18%、12%，行业表现出较好的成长性。

图表 8 近年汽车销量预测

单位:万辆

产品类别	2009E	增幅	2010E	增幅	2011E	增幅
合计	1364	45.4%	1504	10.2%	1660	10.4%
一、乘用车	1033	52.9%	1132	9.6%	1263	11.6%
1、轿车	747	48.0%	850	13.8%	960	12.9%
2、MPV	25	26.7%	29	16.0%	33	13.8%
3、SUV	66	47.4%	78	18.2%	90	15.4%
4、交叉型乘用车	195	83.3%	175	-10.3%	180	2.9%
二、商用车	331	26.1%	372	12.2%	397	6.8%
1、客车	35	3.1%	40	12.8%	43	7.8%
大客	4.3	-2.3%	4.8	11.6%	5.2	8.3%
中客	7.8	-1.4%	8.8	12.8%	9.5	8.0%
轻客	23.0	5.8%	26.0	13.0%	28.0	7.7%
2、卡车	296	29.6%	332	12.2%	354	6.6%
重卡	64	17.7%	75	17.9%	84	12.0%
中卡	26	24.6%	30	16.3%	33	10.0%
轻卡	156	32.7%	175	12.2%	182	4.0%
微卡	51	40.0%	52	2.8%	55	5.8%

资料来源：平安证券研究所整理

1.4 合资合作加快国内重卡行业技术进步

目前行业竞争格局稳固，龙头企业市场份额稳定。一个值得注意的动向是，近年来越来越多的国外重卡企业寻求与中国企业的合资合作，这一方面反映了中国重卡市场较大的发展空间，另一方面也显示国内重卡企业综合实力近年来提高较快，与国际知名公司距离有所缩短，双方合作的可能性提高。国内外重卡企业的合作无疑将加快国内重卡行业的技术进步。

图表 9 国内重卡合资项目

国内厂商	国外厂商	合作内容
中国重汽	MAN	与 MAN 在资本、技术层面全方位合作
陕西重汽	MAN	引进 F2000 技术，现已投放市场德龙产品
福田汽车	德国奔驰公司	成立合资企业，引进奔驰重卡技术
江淮汽车	美国 Navistar, Caterpillar	与 NC² Global LLC 设立合资公司，生产中重型卡车和卡车零部件
安徽星马	日本三菱	华菱重型载货车
重庆红岩	意大利依维柯	发动机与整车全面合作
金华青年	MAN	CKD 方式引进 F2000
东风汽车	雷诺公司	配备雷诺发动机与日产驾驶室

资料来源：平安证券研究所

三、行业向好，个股受益，首推龙头

随着重卡市场需求的持续较快增长，产业链各环节的企业都将分享行业增长的果实。按照产业链由上而下，A股相关重卡上市公司主要业务及经营特点如下：

图表 10 重卡产业链主要上市公司

公司名称	主营业务	特点
威孚高科	柴油喷射系统	博世汽柴技术领先优势明显，后期受益于排放标准提高
潍柴动力	重型柴油发动机龙头	市占率高，重卡客户丰富
东风汽车	重型柴油发动机龙头	高端重卡及工程机械配套
银轮股份	热交换器龙头	与卡车行业共患难，排放标准提高增加公司产品需求
福田汽车	规模最大的卡车企业	卡车龙头，利润主要由轻卡、中重卡构成，产品结构逐步改善
中国重汽	重卡龙头	产业链完整、产品丰富、技术升级路线明晰

资料来源：平安证券综合研究所

2.1 中国重汽

- 公司为重卡行业龙头企业，具有产销规模、质量、技术、品牌和销售网络等全面竞争优势。
- 引进德国曼公司的技术和资金，解决了公司未来技术升级问题，确保了长期的市场领先地位。
- 2009 年公司确定了以市场占有率为目标的商务促销政策，影响了利润增长，2010 年这一短期利空将不复存在，公司利润率将上升。
- 预计公司 2009 年、2010 年、2011 年每股收益分别为 1.15 元、1.66、2.00 元。考虑到公司 2009 年较低的利润水平，2010 年费用率趋于正常，业绩提升空间较大。按 2010 年 25 倍 PE、2011 年 20 倍 PE 水平，其合理股价在 40 元左右，维持“强烈推荐”的投资评级。

2.2 潍柴动力

- 发动机和重卡产品均受益于大规模固定资产投资项目建设和公路货运量的复苏。中长期看，卡车结构性变化增加重卡和大马力发动机需求。
- 国内大功率高速柴油发动机龙头企业，拥有中国最优秀的动力总成（发动机、变速箱、车桥）优势和国内最完善的汽车及零部件产业链。
- 两条技术路线产品全面满足市场需求。高压共轨采购成本下降；EGR 产品的上市有利于市场份额的回升。
- WP5/WP7 发动机等新产品有助于公司提高在客车、中重卡车、工程机械等市场的占有率。
- 预计公司 2009、2010 年、2011 年每股收益分别为 4.05 元、4.80 元、5.52 元。按 2010 年 20 倍 PE，其合理股价在 96 元左右，维持“强烈推荐”投资评级。

2.3 威孚高科

- 参股企业博世汽柴占领卡车燃油喷射系统技术制高点，将受益于我国卡车排放标准

的持续提升。该公司 2009 上半年消化库存，下半年随着半挂牵引车需求增长而逐步复苏。随着重卡市场全面复苏，尤其是半挂牵引车处于景气高位，2010 年博世汽柴盈利将大幅提升。

- 本部业务新老业务调整渐趋尾声，为博世配套量逐步提升。
- 我们预测公司 2009、2010 年、2011 年每股收益分别为 0.65 元、0.84 元、1.10 元。按 2010 年 25 倍 PE、2011 年 20 倍 PE 水平，其合理股价在 22 元左右，维持“推荐”评级。

2.4 福田汽车

- 国内产销规模最大的商用车企业，主要产品包括：轻型载货汽车、中重型载货汽车、轻型客车、大中客车等。对公司收入和利润贡献最大的两类产品是轻卡和重卡业务，轻卡、中重卡业务利润占比为 53%、37%。
- 公司近年积极调整发展战略和经营思路，力求改善产品结构、提高盈利能力。其两大合资项目（福田康明斯发动机公司、与戴姆勒公司合资生产中重型载货汽车及其发动机项目）对公司中长期发展意义深远。定向增发建欧曼二工厂扩大中重卡产能、提高中重卡技术水平。
- 近期重卡产品订单饱满，产能利用率高，预计 2010 年重卡业务盈利占比明显提升。
- 按发行后总股本 107640.85 万计算，公司 2010 年、2011 年业绩分别为 1.07、1.51 元。按 2010 年 20 倍市盈率计算，其合理价格在 23 元左右，维持“推荐”评级。

2.5 银轮股份

- 热交换器龙头，与卡车行业发展水平相关度高。主导产品机油冷却器、中冷器主要应用于发动机系统和自动变速箱系统，广泛配套于汽车、工程机械、船舶等动力机械领域。
- 产品种类、档次跟随卡车业排放标准的提高而提高。其 EGR 冷却器在国三阶段是与高压共轨系统竞争的技术路线之一的配套零部件，订单增长快、毛利率高。在国四阶段，EGR 与高压共轨成为共生关系，EGR 冷却器将有更大的配套范围。
- 预计公司 2009、2010 年、2011 年每股收益分别为 0.56 元、0.88 元、1.01 元。按 2010 年 25 倍 PE、2011 年 20 倍 PE 水平，其合理价格在 22 元左右，维持“推荐”评级。

2.6 东风汽车

- 轻卡龙头企业之一，主要利润来源为东风康明斯发动机，该公司发动机 70%为卡车配套，30%为工程机械等配套。东风康明斯近年来大力开拓外部配套，为东风集团中重卡配套比例为一半。
- 2009 年下半年开始物流类重卡复苏，东风康明斯发动机跟随受益，我们看好 2010 年重卡，亦看好上游配套企业，东风康明斯 2010 年业绩将同比提升。
- 我们预测公司 2009、2010 年每股收益分别为 0.22 元、0.26 元、0.31 元。按 2010 年 20 倍市盈率计算，其合理价格在 6 元左右，维持“中性”评级。

行业风险提示：钢材等原材料价格上涨将减少重卡企业盈利空间；固定资金投资规模、排放标准升级等国家政策将造成重卡市场需求波动。

近期相关报告

汽车行业2010年投资策略——减档前行、耐力致胜（2009年12月7日）

汽车行业2009年12月投资月报——政策微调加快年底冲刺步伐（2009年12月11日）

汽车行业2009年11月投资月报——汽车销售突破千万辆，关注出口复苏受益企业（2009年11月15日）

汽车行业2009年10月投资月报——少年中国汽车（2009年10月19日）

合纵连横，殊途同归——重卡行业深度研究报告（2009年10月9日）

研究员简介：

余兵：内燃机专业学士，经济管理专业硕士。工程师，经济师。10年技术经济工作经验，6年证券研究经历。现为平安证券综合研究所汽车行业高级分析师。

王德安：机械专业学士，产业经济学硕士。现为平安证券研究所汽车行业分析师。

平安证券汽车研究团队分别入围 2009 年“新财富”、证券市场周刊“水晶球”最佳分析师评选（汽车与零部件行业）

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

风险提示：

- 证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。
- 市场有风险，投资需谨慎。

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2010版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：400-8866-338

传真：（0755）82449257