

商用载货车

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

6-12个月目标价: 18.33元

当前股价: 15.71元

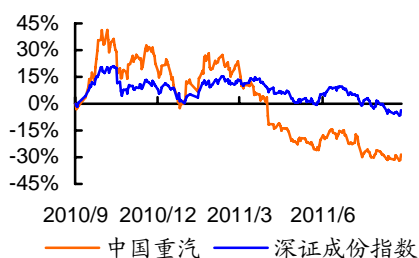
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	10660.47
总股本(百万)	419
流通股本(百万)	419
流通市值(亿)	66
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	9.53
资产负债率	79.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国重汽	-1.44	-7.04	-42.37
深证成份指数	-4.07	-7.65	-15.84



相关报告

中国重汽

000951

推荐

重卡环比持续向上, 反弹机会渐行渐近

近期对重卡经销和中国重汽进行了调研, 我们认为: 重卡行业有企稳迹象, 物流重卡需求开始回暖, 但工程重卡仍处谷底。我们认为公司的投资时点在10月中旬, 耐心等待9月销量超预期和季报的利空出尽!

我们预计从目前时点到12年2季度, 环比将持续提升, 同比将在12年2、3季度大反弹(11年2、3季度基数较低), 重卡销量再过百万辆。主要的逻辑是: 物流重卡随着超载治理和国四排放的法规明朗, 需求开始释放; 工程重卡随着来年固定资产投资正常化而恢复。

投资要点:

- **10年重卡需求过度释放, 11年重卡回调明显。**10年重卡销量101万辆, 一是四万亿投资拉动, 二是整车企业过度铺货; 11年抗通胀背景下, 信贷收缩和运价低迷对重卡消费打击较大, 同时燃油标准新规和超载治理抑制合理需求释放。
- **11年重卡销量90万辆左右, 12年可能重回100万辆。**11年1-8月份实现重卡销量65.2万辆, 全年预计90万辆左右; 根据明年货运需求增速和重卡本身替换需求, 在超载治理效果明朗和排放法规趋紧的背景下, 明年重卡销量将重回100万辆。
- **重卡未来发展趋势: 技术和品质双重提升, 高档化提升盈利潜力。**对比欧洲重卡发展路径, 中国重卡行业将进入重质”不重”量”的阶段, 发动机、变速箱、标载量将升级换代, 技术品质推动附加值提升。09年曼的重卡销量10万辆, 收入1000亿, 利润100亿; 中国重汽重卡销量10.9万, 收入300亿, 利润7亿。通过品质和技术提升, 中国重卡还有很大的产品升级空间和利润改善空间。
- **公司与曼全面合作将提升公司未来竞争实力和盈利能力。**与曼合作, 公司获得先进的D系列发动机和TGA整车技术; 先进技术的新产品预计明年下半年达产, 满足国四排放法规并增强产品竞争优势; 新产品摆脱目前同质化产品的恶性竞争环境, 单价和毛利率将实现较大提升, 未来的市场前景和盈利空间值得期待!
- **投资建议:** 我们预计公司11-13年实现收入277亿元、302亿元和314亿元, 归属于母公司净利润为46亿元、63亿元和78亿元, 每股EPS为1.10元、1.51元和1.86元, 对应11-13年PE为14、10和8倍, 11年PB为1.7倍。公司处于业绩低谷, 合理估值从PB出发, 我们认为明年行业将有所复苏, 近期股价完成探底后估值修复至2倍PB, 未来6个月目标价18.33元, 给予”推荐”评级。
- **风险提示:** 投资情绪下降, 原材料价格上升等将影响公司未来盈利水平。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	28904	27716	30248	31432
同比(%)	42%	-4%	9%	4%
归属母公司净利润(百万元)	673	462	635	781
同比(%)	57%	-31%	37%	23%
毛利率(%)	9.8%	8.4%	9.1%	9.6%
ROE(%)	19.3%	12.0%	15.6%	17.7%
每股收益(元)	1.60	1.10	1.51	1.86
P/E	9.75	14.20	10.33	8.39
P/B	1.88	1.71	1.62	1.48
EV/EBITDA	6	8	7	6

资料来源: 中投证券研究所

## 目 录

一、公司基本情况.....	3
二、行业分析：多种因素交织、需求处于低谷.....	3
2.1 运价低迷，法规迷茫，需求观望气氛浓厚.....	3
2.2 物流重卡开始回暖，工程重卡仍处低谷.....	4
三、公司观点：短期压抑较重，未来潜力较大.....	5
3.1 工程重卡占比大，反弹时点将滞后.....	5
3.2 产品重型化、技术高端化——走出红海，重回顶峰.....	6
四、投资建议：静等 9 月销量超预期+三季报利空出尽！.....	6

## 图表目录

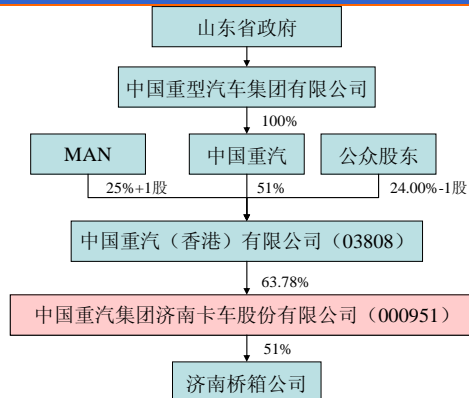
表 1 中国重汽（000951.SZ）的季度盈利性数据（09Q3-11Q2）.....	7
图 1 中国重汽（000951.SZ）的股权结构.....	3
图 2 我国中重卡保有量与货物运输量的相关性分析.....	4
图 3 重卡年销量及预测（2005-2015E）.....	4
图 4 我国重卡分类月度同比.....	4
图 5 重点重卡生产企业 8 月销量同比及环比对比情况.....	5
图 6 中国重汽（000951.SZ）的重卡月度销量及同比.....	5
图 7 我国重卡季度销量情况及预测.....	7
图 7 中国重汽（000951.SZ）估值现状.....	7
图 8 中国重汽（000951.SZ）10 年主要盈利性指标变化.....	8
图 9 中国重汽（000951.SZ）分季度数据.....	8

## 一、公司基本概况

中国重汽 A 股（000951）为中国重汽济南卡车公司，主要生产销售重卡产品。10 年销售 10.9 万辆，在工程用车（自卸车、搅拌车）有优势地位，控股子公司济南桥箱公司（控股 51%），主要生产重卡车桥及离合器。控股股东为中国重汽香港公司（H 股上市公司，控股 63%）。

中国重汽 H 股（03808）为重汽香港公司。10 年销售 15 万辆重卡，20 万台发动机，控股济南卡车公司、济南商用车公司、济南动力公司、重汽进出口公司、济南港华进出口公司、财务公司、国际资本公司、济南复强动力公司，杭州发动机公司、重庆燃油喷射系统公司、柳州运力专用车、湖北华威专用车、重汽香港变速器部、济南豪沃客车公司、济宁商用车、成都王牌商用车、福建海西汽车公司等。重汽香港是重汽集团（51%）与曼公司（25%）合资成立的公司。

图 1 中国重汽（000951.SZ）的股权结构



资料来源：中投证券研究所

## 二、行业分析：多种因素交织、需求处于低谷

### 2.1 运价低迷，法规迷茫，需求观望气氛浓厚

09 年以来重卡需求主要围绕四万亿的固定资产投资。10 年重卡销量 101 万辆，一是四万亿投资拉动，二是整车企业过度铺货；11 年抗通胀背景下，信贷收缩和运价低迷对重卡消费打击较大，同时燃油标准新规和超载治理抑制合理需求释放。

11 年重卡销量 90 万辆左右，12 年可能重回 100 万辆。多种证据表明：11 年重卡销量 90 万辆左右。1、11 年 1-8 月份实现重卡销量 65.2 万辆，根据终端调研所得，物流重卡需求恢复较快，9 月以后重卡销量将呈现环比向上趋势，剩下 4 个月 25 万辆的销量目标比较容易达成；2、目前我国中重卡保有量接近 650 万辆，与全国货物运输量保持紧密的正相关关系。预计 11 年和 12 年货运需求增量推动的重卡新增需求接近 45 万辆和 55 万辆，此外替换需求接近 48

万辆和 54 万辆。我们认为 10 年重卡销量 90 万辆左右，明年重回 100 万辆的论断，此外在超载治理效果明朗和排放法规趋紧的背景下，明年重卡需求将会更为乐观。

图 2 我国中重卡保有量与货物运输量的相关性分析

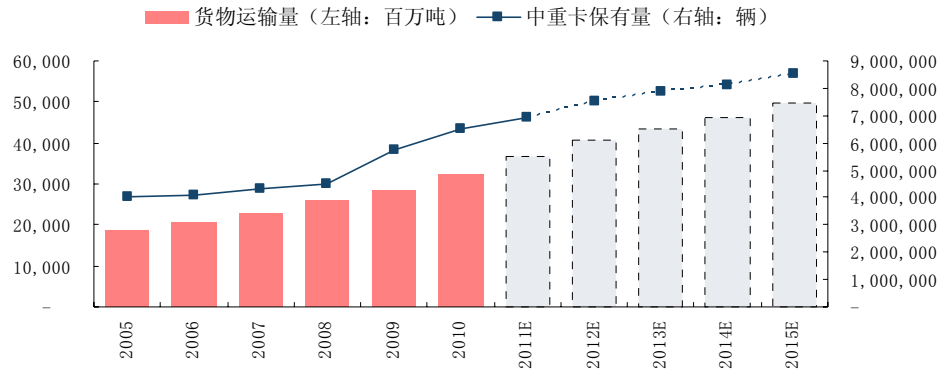
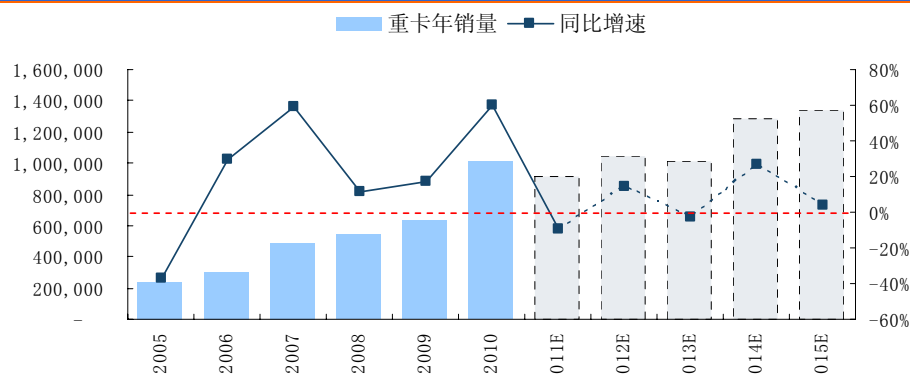


图 3 重卡年销量及预测 (2005-2015E)

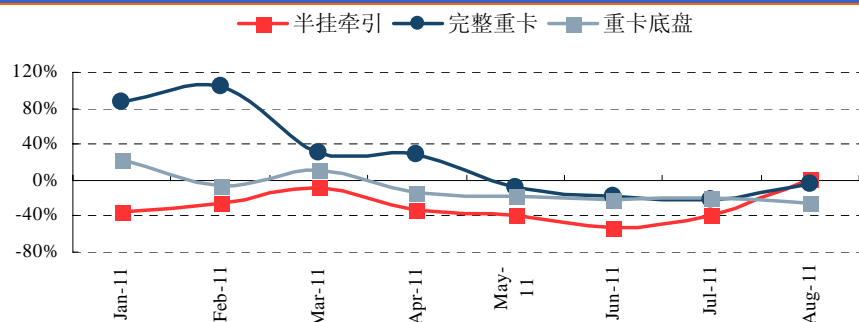


资料来源：中投证券研究所

## 2.2 物流重卡开始回暖，工程重卡仍处低谷

7 月份以来超载治理法规趋于明朗，物流重卡回升明显；工程重卡受制投资热情下降，跌幅扩大。《公路安全保护条例》自 7 月 1 日以来正式实施，对超载的治理强度有所加强，之前观望的消费者陆续开始购买，压抑的需求开始合理释放，物流类重卡 8 月反弹明显，实现销量同比-1%，环比 23%；以工程重卡为主的重卡底盘，受制信贷收缩和投资热情下降，跌幅则出现扩大迹象，同比-26%，环比-1%。

图 4 我国重卡分类月度销量同比



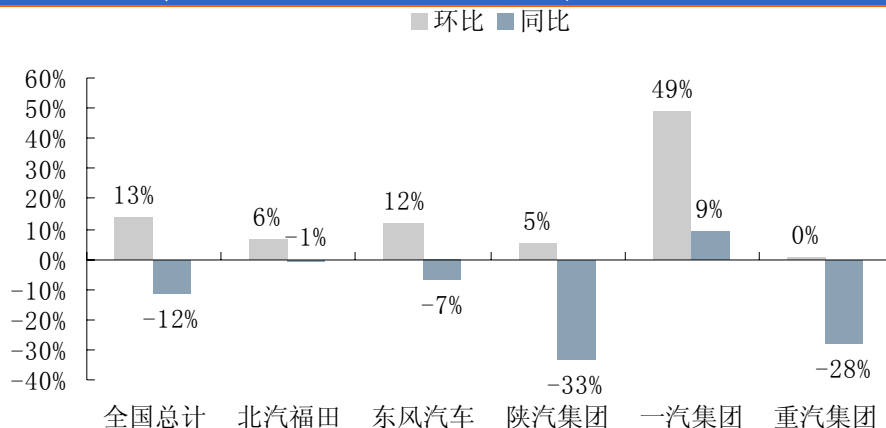
资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 三、公司观点：反弹时点滞后，未来潜力较大

#### 3.1 工程重卡占比大，反弹时点将滞后

物流重卡仍处于下跌阶段，公司反弹时点将滞后。在8月的反弹行情中，物流重卡占比大的一汽集团分享了行业超过50%的环比增量；而公司工程重卡占比较大，对比行业，跌幅较大，反弹时点将滞后。

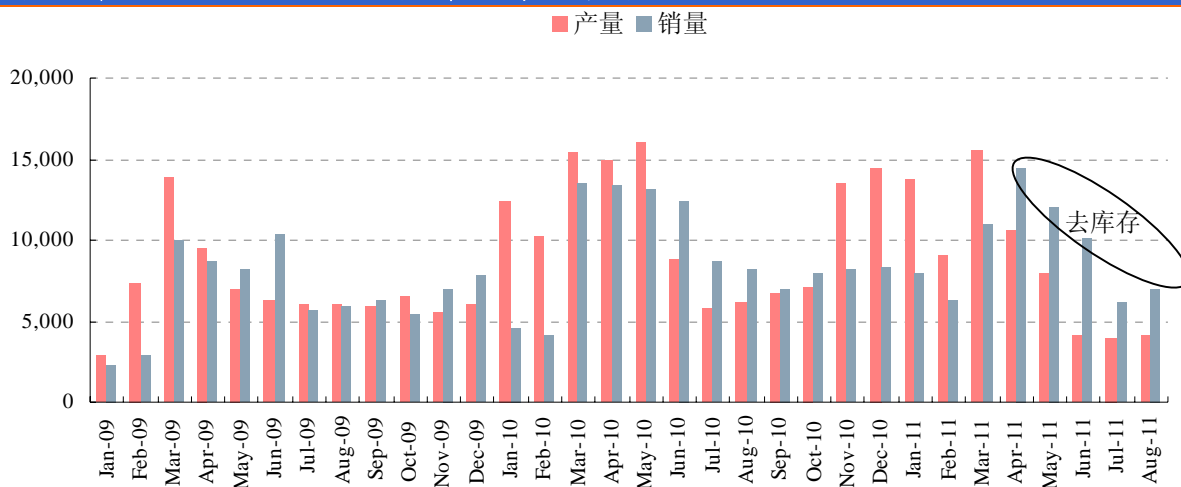
图 5 重点重卡企业 8 月销量同比及环比对比情况



资料来源：CAAM、中投证券研究所

去库存化接近尾声，需求恢复是关键。由于去年年底以来的投资情绪高涨，同时重卡整车企业为争抢市场份额，提前铺货，导致经销商及整车企业导致库存高企。公司工程重卡本质导致库存相比其他企业较高（经销商、改装厂、在途商品），但是的确由于铺货过度，形成了过高的库存，经过2季度的消化，仍存在超过4个月的库存量，预计经过第三季度的库存消化，公司的经营压力将有所减轻进入正常轨道。

图 6 中国重汽 (000951.SZ) 的重卡月度产量和销量



资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 3.2 产品重型化、技术高端化——走出红海，重回顶峰

公司与曼全面合作将提升公司未来竞争实力和盈利能力。2009年10月7日中国重汽与曼双方正式签署了合同，曼公司将支付5.6亿元以获得重汽香港25%的股权加1股。双方拟成立中国中重卡合资公司，加快双方在销售网络和全球采购方面的合作步伐从而扩大市场份额是重要的一面，中国重汽将得到曼公司长期的国际先进重卡技术的支持，特别是通过欧III、欧IV、欧V排放的D08、D20及D26发动机产品的技术和TGA整车技术转让，不仅弥补了重汽在高压共轨发动机上的短板，也使其在进入“国IV”前占据了行业先机。

**重卡未来发展趋势：技术和品质双重提升，高档化提升盈利潜力。**对比欧洲重卡发展路径，中国重卡行业将进入重“质”不重量的阶段，发动机、变速箱、标载量都将进行升级换代，同时故障率下降带来的附加值将提升。09年曼重卡销量10万辆，1000亿收入，利润100亿；而公司重卡销量10.9万，300亿收入，利润7亿。通过品质和技术提升，中国重卡还有很大的产品升级空间和利润改善空间。

**新车型值得期待，明年将是公司实现超越的一年。**目前为止，公司2012年的下一代产品——汕得卡T7正处于样机试制阶段，预计明年将准时推出市场，满足未来的国四排放法规并增强公司的产品优势，未来市场前景和盈利空间值得期待。

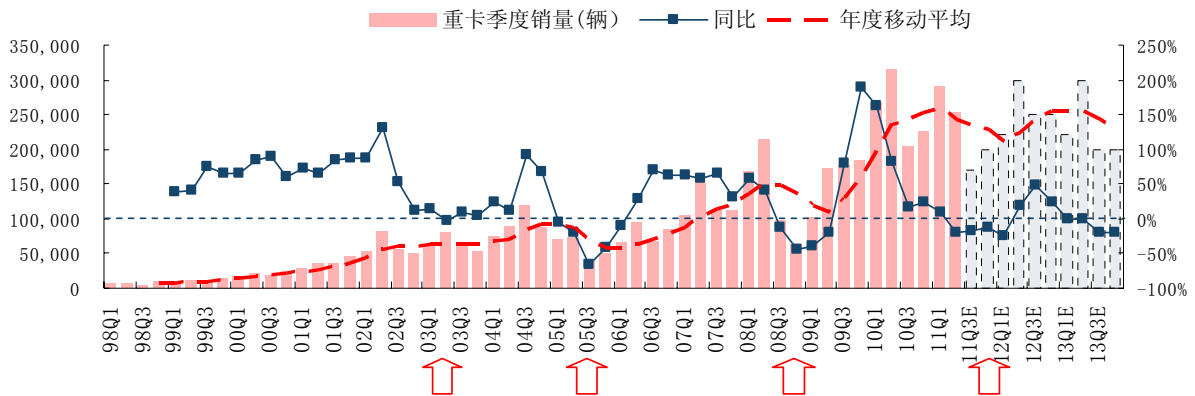
## 四、投资建议：静等9月销量超预期+三季报利空出尽！

**投资建议：**我们认为，重卡行业受宏观经济和投资情绪影响，重卡行业有企稳迹象，工程重卡仍处谷底，但物流重卡需求有回暖迹象，8月环比上升，9月趋势将延续；预计11年重卡总销量90万辆左右（上半年销量54万，Q3销量17万，Q4销量20万），同比-10%；

由于7月份重卡企业考虑去库存，压抑排产同时进行设备检修，产量数据较低；8月份行业基本面处于触底反弹阶段（产量同比-19%、环比+25%，销量同比-12%、环比13%），其中物流运输用重卡压抑时间超过3个季度，开始反弹（产量同比-6%、环比+41%，销量同比-1%、环比23%），工程类重卡从4月份开始下滑，恢复的时点将延后，环比上升需要等到四季度，8月份呈现萎靡（产量同比-38%、环比+0%，销量同比-26%、环比-1%）。

我们认为，由于重卡行业月度同比数据波动性过大，季度预期对股价判断更为合理。尽管工程重卡的恢复将滞后，但物流重卡将逐步恢复到合理需求，因此我们预计从目前时点开始到12年2季度，环比将呈现持续提升，而同比将会在12年2、3季度出现大的增长（11年2、3季度基数较低），同时全年重卡销量很可能将恢复到100万辆。主要的逻辑是：物流重卡随着治理超载和国四排放的法规明朗，需求逐步释放；工程重卡也将随着12年固定资产投资（水利、保障房）正常化得到合理释放，在明年2-3季度达到顶峰。

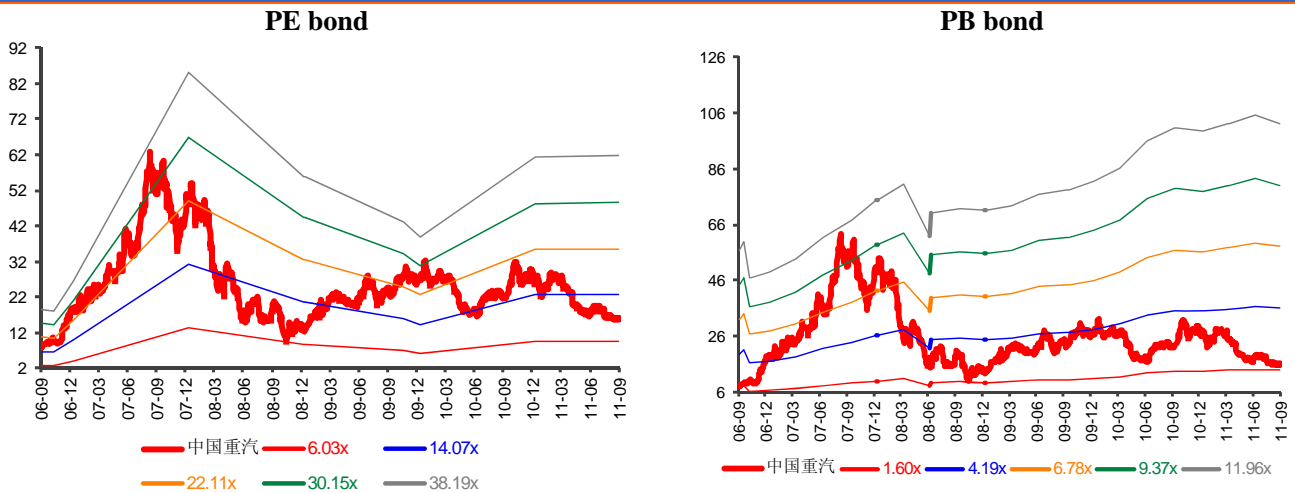
图 7 我国重卡季度销量及预测



资料来源：中投证券研究所

我们预计公司 11-13 年实现收入 277 亿元、302 亿元和 314 亿元，归属于母公司净利润为 46 亿元、63 亿元和 78 亿元，每股 EPS 为 1.10 元、1.51 元和 1.86 元，对应 11-13 年 PE 为 14、10 和 8 倍，11 年 PB 为 1.7 倍。目前公司处于业绩低谷，合理估值将从 PB 出发，我们认为明年行业将有所复苏，近期股价完成探底后估值修复至 2 倍 PB，未来 6 个月目标价 18.33 元，给予“推荐”评级。

图 8 中国重汽 (000951.SZ) 估值现状



资料来源：wind、中投证券研究所

附：公司中报财务数据

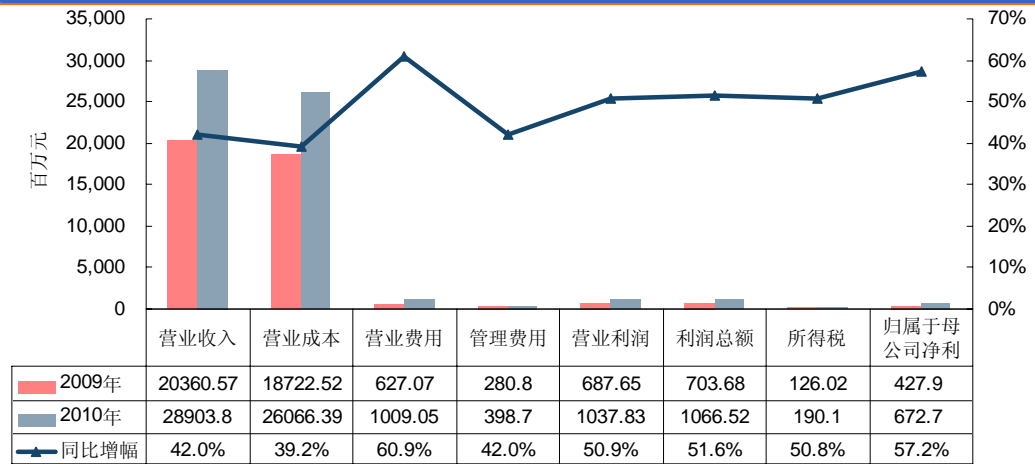
表 1 中国重汽 (000951.SZ) 的季度盈利性数据 (09Q3-11Q2)

财务指标(万)	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	环比	同比
营业总收入	4704	4711	6010	10553	6180	6161	6901	9194	33.2%	-12.9%
营业成本	4267	4549	5394	9363	5526	5783	6242	8428	35.0%	-10.0%
营业费用	146	44	214	411	173	211	236	182	-22.8%	-55.8%
管理费用	115	17	88	144	185	-18	150	30	-80.0%	-79.3%
财务费用	1	10	38	45	70	45	60	91	50.6%	100.9%
营业利润	175	93	276	578	226	-43	191	391	105.0%	-32.4%

利润总额	180	104	277	581	237	-28	194	387	99.1%	-33.4%
所得税	26	18	58	86	23	23	65	42	-35.5%	-51.0%
净利润	110	106	174	379	157	-37	93	209	124.0%	-44.7%
EPS	0.26	0.25	0.41	0.90	0.37	-0.09	0.22	0.50	127.3%	-44.4%
毛利率	9.3%	3.4%	10.3%	11.3%	10.6%	6.1%	9.6%	8.3%	-12.8%	-26.1%
营业费用率	3.1%	0.9%	3.6%	3.9%	2.8%	3.4%	3.4%	2.0%	-42.1%	-49.2%
管理费用率	2.5%	0.4%	1.5%	1.4%	3.0%	-0.3%	2.2%	0.3%	-85.0%	-76.2%
营业利润率	3.7%	2.0%	4.6%	5.5%	3.7%	-0.7%	2.8%	4.3%	53.8%	-22.5%
实际所得税率	14.6%	17.2%	21.1%	14.8%	9.6%	-81.0%	33.7%	10.9%	-67.6%	-26.5%

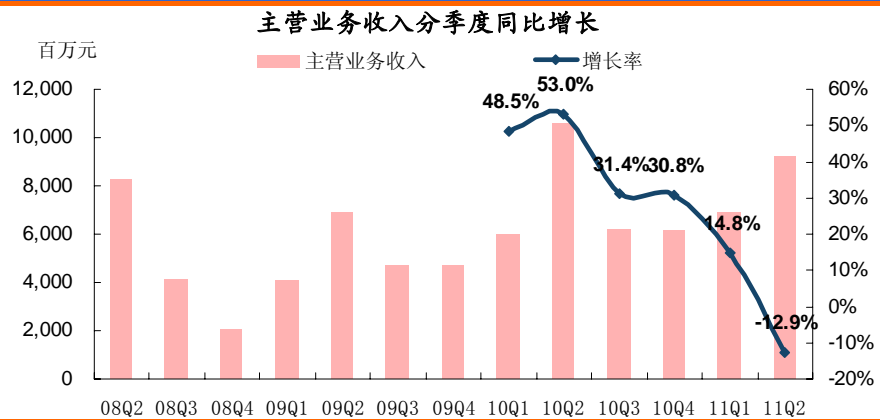
资料来源：公司资料，中投证券研究所

图 9 中国重汽 (000951.SZ) 10 年主要盈利性指标变化



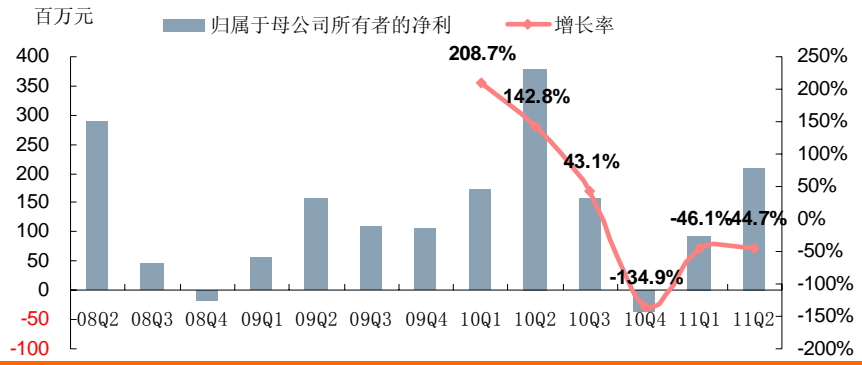
资料来源：中国重汽 (000951.SZ) 10 年年报、中投证券研究所

图 10 中国重汽 (000951.SZ) 分季度数据





归属于母公司净利润分季度同比增长



资料来源：中国重汽（000951.SZ）历年报表、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	16647	15142	16171	16863	<b>营业收入</b>	28904	27716	30248	31432
现金	3830	4833	4499	4610	营业成本	26066	25379	27485	28421
应收账款	1638	1533	1723	1772	营业税金及附加	3	3	3	4
其它应收款	433	228	284	312	营业费用	1009	968	1056	1097
预付账款	503	531	560	585	管理费用	399	382	417	434
存货	7442	5526	6322	6689	财务费用	198	229	214	193
其他	2801	2492	2783	2895	资产减值损失	191	89	140	114
<b>非流动资产</b>	3058	2931	2935	2929	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	65	65	65
固定资产	2175	2132	2052	1955	<b>营业利润</b>	1038	731	997	1235
无形资产	465	563	661	759	营业外收入	37	22	25	28
其他	418	237	222	215	营业外支出	8	8	7	8
<b>资产总计</b>	19705	18074	19106	19791	<b>利润总额</b>	1067	745	1015	1255
<b>流动负债</b>	15074	14544	16422	17755	所得税	190	133	181	224
短期借款	4537	5919	7047	7858	<b>净利润</b>	876	612	834	1031
应付账款	3524	2726	3106	3283	少数股东损益	204	150	199	250
其他	7013	5900	6270	6614	<b>归属母公司净利润</b>	673	462	635	781
<b>非流动负债</b>	633	-976	-2236	-3496	EBITDA	1546	1087	1341	1558
长期借款	0	-1260	-2520	-3780	EPS (元)	1.60	1.10	1.51	1.86
其他	633	284	284	284					
<b>负债合计</b>	15707	13568	14186	14259	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	512	662	861	1111	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	419	419	419	419	<b>成长能力</b>				
资本公积	684	684	684	684	营业收入	42.0%	-4.1%	9.1%	3.9%
留存收益	2383	2740	2955	3317	营业利润	50.9%	-29.6%	36.5%	23.8%
归属母公司股东权益	3486	3843	4059	4421	归属于母公司净利润	57.2%	-31.4%	37.5%	23.1%
<b>负债和股东权益</b>	19705	18074	19106	19791	<b>获利能力</b>				
					毛利率	9.8%	8.4%	9.1%	9.6%
					净利率	2.3%	1.7%	2.1%	2.5%
					ROE	19.3%	12.0%	15.6%	17.7%
					ROIC	16.3%	15.9%	18.0%	20.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	79.7%	75.1%	74.2%	72.0%
					净负债比率	38.18	38.10%	36.23	33.12%
					流动比率	1.10	1.04	0.98	0.95
					速动比率	0.61	0.65	0.59	0.57
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.62	1.47	1.63	1.62
					应收账款周转率	20	17	18	18
					应付账款周转率	10.23	8.12	9.43	8.90
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.60	1.10	1.51	1.86
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	4.62	1.23	2.68
					每股净资产(最新摊薄)	8.31	9.16	9.68	10.54
					<b>估值比率</b>				
					P/E	9.75	14.20	10.33	8.39
					P/B	1.88	1.71	1.62	1.48
					EV/EBITDA	6	8	7	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院MBA。

邓学: 中投证券研究所汽车行业分析师, 2010年、2006年分别获得清华大学汽车工程系硕士、学士学位。

邢卫军: 中投证券研究所汽车行业分析师, 2011年获得中国科学院电工研究所博士学位, 2006年获得清华大学汽车工程系学士学位。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434