



Research and
Development Center

暖风劲吹，龙头受益

—— 中国重汽（000951.sz）首次覆盖报告

2017年1月5日

范海波 行业分析师

杜煜明 研究助理

证券研究报告

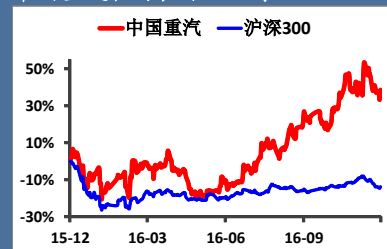
公司研究——首次覆盖

中国重汽 (000951.sz)



首次评级

中国重汽相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

公司主要数据 (2017. 01. 04)

收盘价(元)	14.33
52周内股价波动区间(元)	8.31-17.33
最近一月涨跌幅(%)	-13.93
总股本(亿股)	6.71
流通A股比例(%)	99.96
总市值(亿元)	96.17

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编: 100031

范海波 CFA, 行业分析师
 执业编号: S1500510120021
 联系电话: +86 10 83326800
 邮箱: fanhaibo@cindasc.com

杜煜明 研究助理
 联系电话: +86 10 83326727
 邮箱: duyuming@cindasc.com

暖风劲吹, 龙头受益

中国重汽 (000951. sz) 首次覆盖报告

2017年1月5日

本期内容提要:

- ◆ **“超限令”和大宗商品价格上涨是本轮重卡强势触底反弹的主因。**“超限令”的实施导致存量单位重卡运力下降 20%-30%，释放出对重卡的新增需求；促进老旧重卡退出市场，增加对重卡的更新换代需求。此外，2016 年下半年以来，重卡的主要运输商品：钢铁、煤炭、有色金属、化工产品等价格快速上涨，运费提升致使运输商经营情况改善，加之对行业预期乐观有力促进了重卡的销售。2016 年 7-11 月，重卡月度销量同比增长 34%、44%、26%、49%、88%。
- ◆ **我们预计本轮重卡行业的景气能持续到 2017 年上半年。**我国重卡的更新换代周期为 3-4 年，2011 年以后运输商经营情况不佳推迟了重卡客户换车的时间，我们保守估计 2014-2015 年我国重卡少报废 48.6 万台。本轮运价上涨，从业者对行业预期良好，“超限令”颁布实施释放了大量重卡的更新换代需求，在大宗商品价格有望维持高位、“超限令”进一步从严实施、以“稳增长”为目的的基础设施投资增速维持高位的重三重影响下，我们预计 2017 年上半年重卡行业可以保持持续景气。
- ◆ **中国重汽是本轮重卡行业回暖的最精准受益标的。**我国排名前 4 的重卡生产厂商中，仅有中国重汽重卡业务上市。排名前 8 的重卡生产厂商中，中国重汽重卡业务营收占比 (94%) 远高于其余三家 (49%、<10%、<5%)，毛利率也为上市重卡车企中最高。基于以上因素，我们认为，中国重汽是本轮重卡行业回暖的最精准受益标的。
- ◆ **新产品 T 系列产品将有效提升公司业绩。**T 系列重卡 B10 寿命为 150 万公里，在安全性、油耗、自重等方面优势明显。T 系列产品单价较其他产品高 20%-30%，截止目前 T 系列产品销量占比达 30%，且新增订单中 T 系列产品占比快速提升 (10 月新增订单中 50% 为 T 系列产品)。我们认为，T 系列产品将有效提升公司业绩。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计中国重汽 2016 年至 2018 年的营业收入分别为 215.52 亿元、234.20 亿元和 252.35 亿元，归属母公司净利润分别为 3.53 亿元、4.32 亿元和 4.84 亿元，对应 EPS 分别为 0.53 元/股、0.64 元/股和 0.72 元/股。考虑到重卡行业持续回暖；中国重汽作为重卡行业的龙头是 A 股市场最精准受益标的；T 型车销售持续向好，首次覆盖我们给予对中国重汽“增持”的评级。
- ◆ **股价催化剂：**“超限令”进一步从严实施；大宗商品价格维持高位促进运费上涨；公司 T 系列产品斩获大单。
- ◆ **风险因素：**“超限令”实施力度不及预期；大宗商品价格下行导致运输费用下降，影响重卡行业景气度；公司产品销售不及预期。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	23,865.96	19,363.66	21,551.52	23,420.28	25,235.32
增长率 YoY %	11.24%	-18.86%	11.30%	8.67%	7.75%
归属母公司净利润(百万元)	431.30	278.52	353.16	432.42	484.15
增长率 YoY%	13.31%	-35.42%	26.80%	22.44%	11.96%
毛利率%	9.84%	10.25%	10.63%	10.87%	11.02%
净资产收益率 ROE%	10.16%	6.21%	7.52%	8.57%	8.79%
每股收益 EPS(元)	1.03	0.66	0.53	0.64	0.72
市盈率 P/E(倍)	22	35	27	22	20
市净率 P/B(倍)	1.36	1.32	1.99	1.83	1.67

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2017 年 1 月 4 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
中国重汽：深耕重卡行业的大国工匠	3
公司概况	3
公司经营情况	4
暖风劲吹，重卡行业触底反弹	6
重卡是重要的生产资料	6
2016 年下半年重卡销量强势反弹	6
本轮重卡销量强势增长的主要原因	7
我们预计 2017 年上半年重卡行业可以保持持续景气	10
行业龙头，中国重汽	12
中国重汽实力领跑行业	12
中国重汽是重卡行业复苏的精准受益标的	13
新产品 T 型车助力公司业绩增长	13
盈利预测、估值与投资评级	15
假设与盈利预测	15
估值与投资评级	15
风险因素	16

表 目 录

表 1：重卡报理论报废度量测算	11
表 2：我国重卡行业竞争格局	12
表 3：销量排名前 8 重卡企业业务情况	13
表 4：中国重汽主营业务收入预测	15

图 目 录

图 1：中国重汽股权结构图	4
图 2：公司营业收入及同比增长情况	5
图 3：公司净利润及同比增长情况	5
图 4：公司毛利率与净利率	5
图 5：公司业务结构（2015 年年报）	5
图 6：中国重汽 HOWO-T7H 平台载货车	6
图 7：中国重汽 HOWO-T7H 平台自卸车	6
图 8：中国重卡月度销量与同比增速（2011-2016）	7
图 9：钢铁价格与同比增速（元/吨）	9
图 10：煤炭周度价格指数	9
图 11：四种有色金属价格（元/吨）	10
图 12：四种化工产品期货结算价格（活跃合约，元/吨）	10
图 13：我国重卡保有量（2006-2015）	11
图 14：我国重卡年度销量与同比增速（2006-2016）	11
图 15：HOWO-T7H	14
图 16：HOWO-T5G	14

投资聚焦

核心观点/投资逻辑。

1. “超限令”和大宗商品价格上涨是本轮重卡强势触底反弹的主因。《超限运输车辆行驶公路管理规定》于9月21日起正式施行，“超限令”的实施导致存量单位重卡运力下降20%-30%，释放出对重卡的新增需求；促进老旧重卡退出市场，增加对重卡的更新换代需求。此外，2016年下半年以来，重卡的主要运输商品：钢铁、煤炭、有色金属、化工产品等价格快速上涨，运费提升致使运输商经营情况改善，加之对行业预期乐观有力促进了重卡的销售。2016年7-11月，重卡月度销量同比增长34%、44%、26%、49%、88%。

2. 我们预计2017年上半年重卡行业可以保持持续景气。本轮重卡行业触底反弹的大背景是大量存量重卡进入更新换代期，“超限令”的颁布和大宗商品价格上涨是行业景气回升的重要推手。我国重卡的更新换代周期为3-4年，2011年以后运输商经营情况不佳推迟了重卡客户换车的时间，我们保守估计2014-2015年我国重卡少报废48.6万台。本轮运价上涨，从业者对行业预期良好，“超限令”颁布实施释放了大量重卡的更新换代需求，在大宗商品价格有望维持高位、“超限令”进一步从严实施、以“稳增长”为目的的基础设施投资增速维持高位的三重影响下，我们预计2017年上半年重卡行业可以保持持续景气。

3. 中国重汽是本轮重卡行业回暖的最精准受益标的。我国重卡行业集中度极高，CR4=72.75%，CR8=94.92%。排名前4的重卡生产厂商中，仅有中国重汽重卡业务上市。排名前8的重卡生产厂商中，中国重汽重卡业务营收占比（94%）远高于其余三家（49%、<10%、<5%），毛利率也为上市重卡车企中最高。基于以上因素，我们认为，中国重汽是本轮重卡行业回暖的最精准受益标的。

4. 新产品T系列产品将有效提升公司业绩。T系列重卡是我国市场上唯一一种采用德国曼技术、利用和德国曼相同的生产设备、采用与德国曼相同的出厂检验标准的新产品。其间隔故障里程长达2万公里以上（行业平均水平为5000-8000公里），B10寿命为150万公里，中国重汽测算其可靠性比同类产品高87.5%。此外，该系列重卡还具有安全性好、故障率低、油耗低、自重低等优势。尤其是T7H产品，精准定位中高端物流，契合市场需求变化。T系列产品单价较其他产品高20%-30%，截止目前T系列产品销量占比达30%，且新增订单中T系列产品占比快速提升（10月新增订单中50%为T系列产品）。我们认为，T系列产品将有效提升公司业绩。

股价催化剂

“超限令”进一步从严实施；大宗商品价格维持高位促进运费上涨；公司T系列产品斩获大单。

盈利预测与投资评级

我们预计中国重汽2016年至2018年的营业收入分别为215.52亿元、234.20亿元和252.35亿元，归属母公司净利润分别为

3.53 亿元，4.32 亿元和 4.84 亿元，对应 EPS 分别为 0.53 元/股、0.64 元/股和 0.72 元/股。考虑到重卡行业持续回暖；中国重汽作为重卡行业的龙头是 A 股市场最精准受益标的；T 型车销售持续向好，首次覆盖我们给予对中国重汽“增持”的评级。

风险因素

“超限令”实施力度不及预期；大宗商品价格下行导致运输费用下降，影响重卡行业景气度；公司产品销售不及预期。

中国重汽：深耕重卡行业的大国工匠

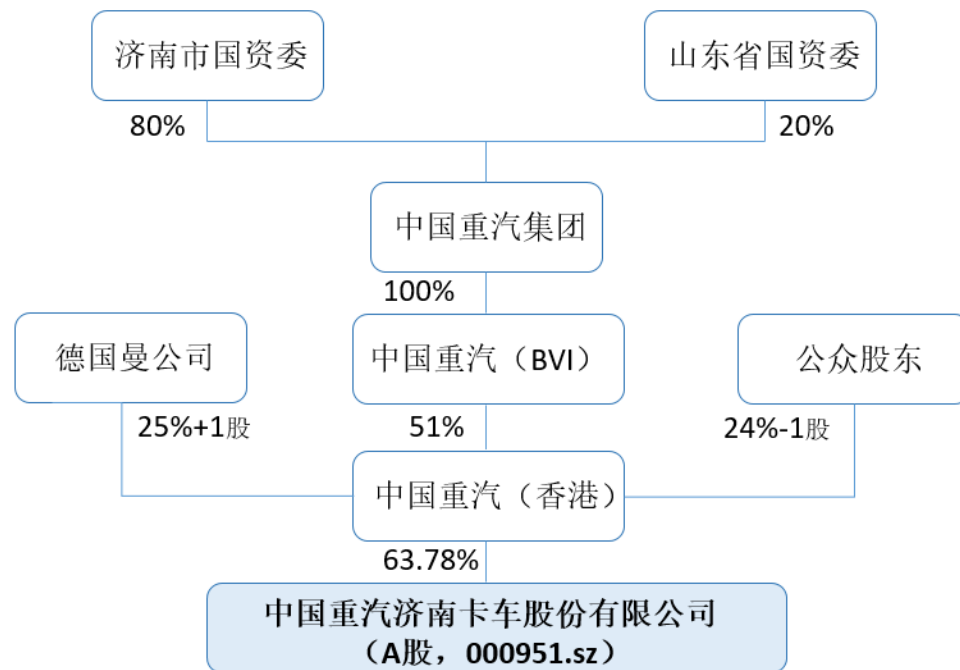
公司概况

中国重型汽车集团有限公司（中国重汽集团）的前身是济南汽车制造总厂，始建于1956年，是我国重型汽车工业的摇篮，曾在1960年生产制造了中国第一辆重型汽车——黄河牌JN150八吨载货汽车；1983年成功引进了奥地利斯太尔重型汽车项目，是国内第一家全面引进国外重型汽车整车制造技术的企业。2001年改革重组后，中国重汽集团正式成立，经过十多年的发展，中国重汽集团已经成为国内外知名的重型汽车研发制造企业集团。2003年9月，中国重汽集团对同属济南市的上市公司“小鸭电器”实施了以“收购前两名大股东股权，实施100%重大资产置换”为核心内容的收购重组。获中国证监会的批准后，2003年12月31日完成资产交割，中国重汽济南卡车股份有限公司实现借壳上市，证券简称为中国重汽，代码000951.sz。2007年，中国重汽在香港主板红筹上市，初步搭建起了国际化平台。2009年中国重汽集团成功与德国曼公司战略合作，共同组建中国重汽（香港）有限公司（中国重汽集团持股51%，曼公司持股25%+1股）。目前，中国重汽（香港）是中国重汽A股（000951.sz，中国重汽集团济南卡车股份有限公司，以下简称“中国重汽”）的第一大股东，持股比例为63.78%。

中国重汽的主营产品是重型载货汽车，目前旗下产品有HOWO系列，HOWO-T系列，HOWO-A7，其中HOWO-T系列是采用德国曼技术、利用和德国曼相同的生产设备、采用德国曼相同的出场检验标准，结合中国国情，凭借公司多年成熟的重卡制造经验，生产而出的新一代高安全、高可靠、高经济性产品，目前T系列车型市场表现优异，是公司重要的利润增长点。

目前，公司产品的海外销售主要依靠中国重汽集团进出口有限公司实现。近几年，随着中国重汽进出口公司在海外市场布局的完善，公司产品出口实现大幅增长，旗下SINOTRUK品牌已经成为国际市场知名重卡品牌，产品已经出口到96个国家和地区，国际市场营销网络体系基本覆盖非洲、中东、南美、中亚及俄罗斯和东南亚等发展中国家和主要新兴经济体，以及部分发达地区市场，现正进军爱尔兰、新西兰、新加坡等海外高端市场。

图 1: 中国重汽股权结构图

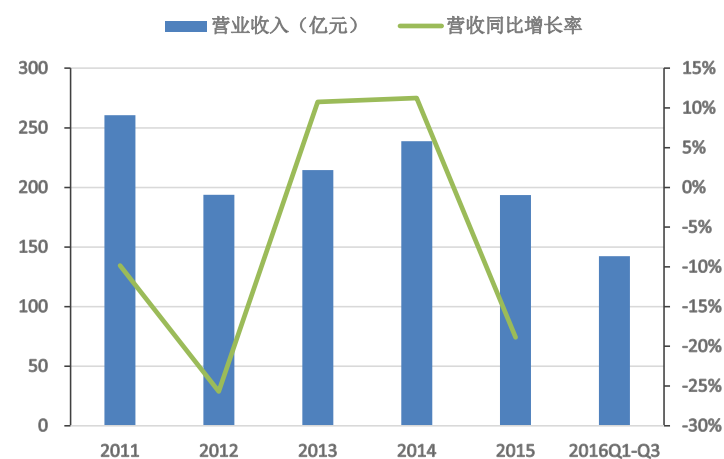


资料来源: 2016 年三季报, 信达证券研发中心

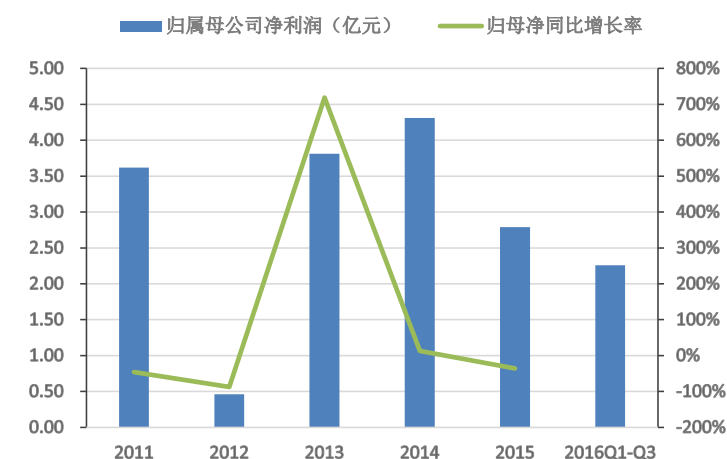
公司经营情况

2011 年以来, 由于行业景气度下降, 中国重汽营收与净利润规模呈现了波动式收缩的态势。2015 年中国重汽营业收入为 193.64 亿元, 同比减少 18.86%; 2015 年中国重汽归属母公司净利润为 2.79 亿元, 同比减少 35.42%。2016 年上半年, 中国重汽营业收入为 95.53 亿元, 同比减少 7.61%; 实现归属母公司净利润为 1.60 亿元, 同比减少 9.89%, 降幅均比 2015 年大幅收窄。

2016 年下半年以来, 伴随着重卡行业的触底反弹, 中国重汽业绩实现了明显的好转。2016 年三季度, 中国重汽实现营业收入 46.84 亿元, 同比增长 13.75%; 实现归属母公司净利润 6609 万元, 同比增长 13.33%。目前中国重汽在手订单饱满, 价格较高的 T 型车销量占比已达三分之一强, 我们预计四季度营收与净利润将保持高速增长趋势。

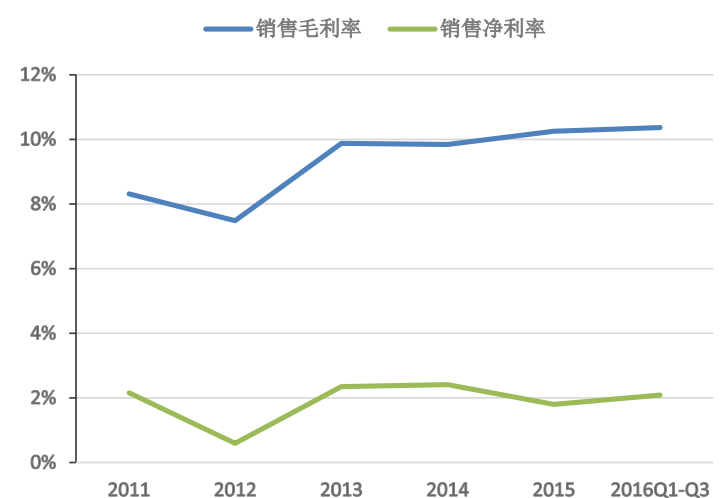
图 2: 公司营业收入及同比增长情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

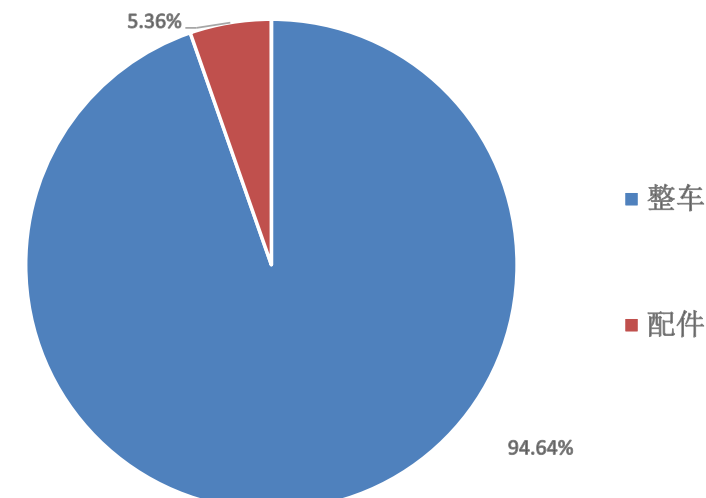
图 3: 公司净利润及同比增长情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2012 年以来, 公司销售毛利率呈缓慢上升态势, 由 2012 年的 7.49% 上升到 2015 年的 10.25%; 销售净利率从 2012 年起企稳回升至 2%。从业务结构上看, 公司以销售重卡整车为主, 2015 年整车销售占比为 94.64%; 2016 年上半年为 94.90%。

图 4: 公司毛利率与净利率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 公司业务结构 (2015 年年报)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

暖风劲吹，重卡行业触底反弹

重卡是重要的生产资料

依据中国汽车工业协会分类标准，商用车分为客车和货车两类。从近十年销售数据看，中国货车年销售量占商用车年销售量的比例超过 80%，货车销量变化可以反映整个商用车市场的运行情况。货车按总质量可分为重、中、轻、微四类，其中，总质量大于 12 吨的货车称为重型货车，简称重卡。

依据产品完整性，重卡可分为重卡整车、重卡非完整车辆（即重卡底盘）和半挂牵引车。依据用途分，重卡可分为载货车（普通货车和专用货车）、半挂牵引车、自卸车和工程类专用车等。其中，载货车和半挂牵引车主要应用于公路物流运输领域；自卸车主要用于工程施工领域，其中小部分应用于矿山领域；专用车主要指混凝土搅拌车、水泥搅拌车等，用于工程施工领域；此外，小部分重卡被改装成专用作业车(如垃圾车、洒水车、消防车)等。

图 6：中国重汽 HOWO-T7H 平台载货车



资料来源：中国重汽官网，信达证券研发中心

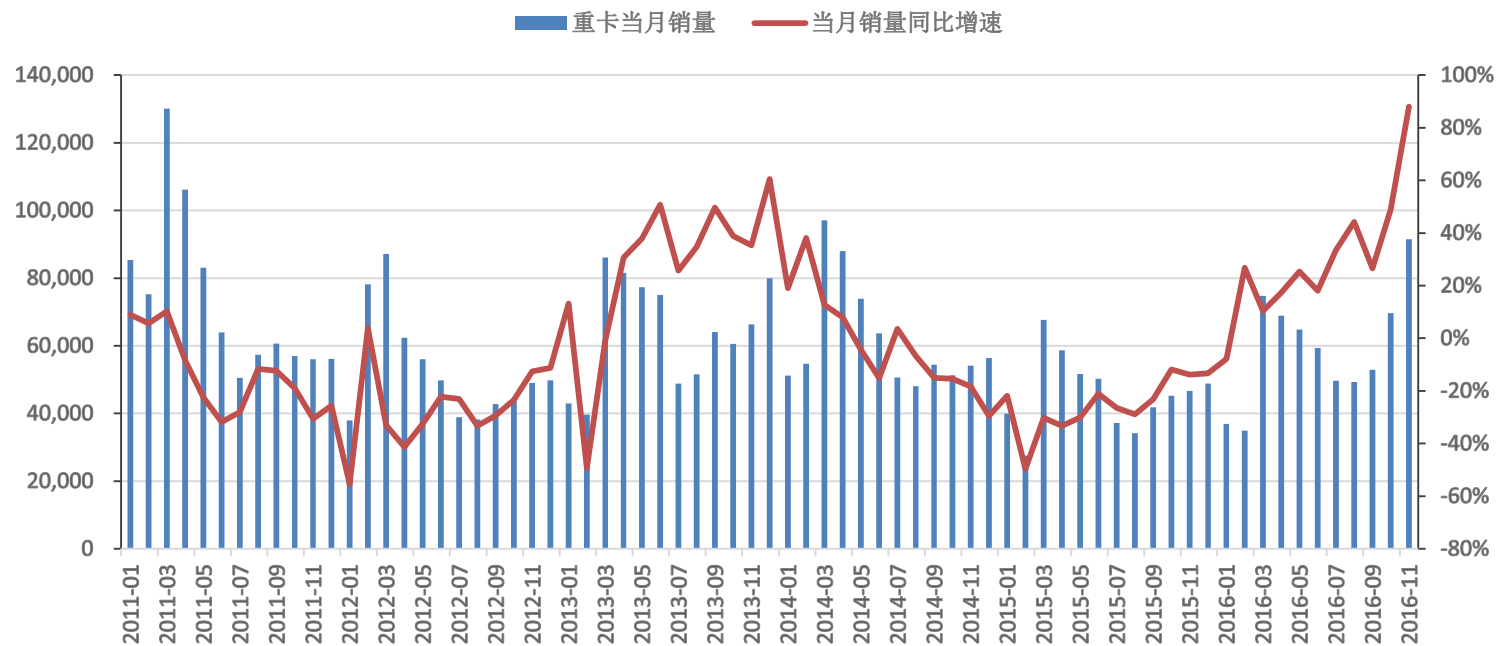
图 7：中国重汽 HOWO-T7H 平台自卸车



资料来源：中国重汽官网，信达证券研发中心

重卡是重要的生产资料，需求受国家宏观经济环境影响，特别是基建、房地产固定资产投资、公路货物周转量等与重卡市场直接相关。为统计分析方便，我们将重卡分为物流用重卡（重卡整车+半挂牵引车）和工程用重卡（重卡非完整车辆）两大类。物流用重卡主要应用于公路货运物流领域，工程用重卡主要应用于基建、房地产等工程项目施工领域。重卡销量统计口径为：
 重卡 = 重卡整车 + 半挂牵引车 + 重卡非完整车辆。

2016 年下半年重卡销量强势反弹

图 8：中国重卡月度销量与同比增速（2011-2016）


资料来源：中国汽车工业协会，信达证券研发中心

2011 年以来，伴随着我国经济结构的调整，市场需求的逐渐饱和，我国重卡行业进入下行周期，月度销量呈现整体同比下滑趋势，2012-2014 年，重卡销售持续低迷，旺季销量仅为 2011 年的三分之二。2014 年起，我国经济进入“新常态”，需求端景气度的持续不振导致重卡行业继续收缩，2015 年的全年销量仅为 2011 年的 48%，行业陷入谷底。

进入 2016 年，重卡行业进入复苏期，尤其是 2016 年下半年，受“超限令”的实施、大宗商品价格上涨、行业下游客户逐步整合、工程机械行业快速回暖等因素影响，我国重卡行业触底反弹。根据行业销售的规律，一般而言，每年的 3-5 月是重卡销售的高峰期，而下半年销售往往较为低迷。然而，2016 年 7-11 月，重卡月度销量同比分别增长 34%、44%、26%、49%、88%，数据显示，我国重卡行业实现了强势反弹。

本轮重卡销量强势增长的主要原因

我们认为，本轮重卡销售的强势增长主要有以下两点原因。

1. “超限令”的实施是本轮重卡销量大增的主因。

2016年8月30日，交通运输部、公安部联合发布《超限运输车辆行驶公路管理规定》，并宣布《规定》于9月21日起正式施行，与此同时，专项行动的重点整治阶段于2016年9月21日开始，将一直持续至2017年7月31日。新规主要在以下几方面对运输车辆进行全面限制：

- 对货车载重标准进行了更严苛的限制：6轴及6轴以上货车载货量由55吨变为49吨，二轴货车的载货总重不得超过18吨（这两类货车是国内长、短途汽车货运的核心主力）。此外三轴货车载货量最高不超过27吨，四轴货车载货量不超过36吨，五轴货车载货量不超过43吨。
- 对货车的外廓尺寸、轴荷及质量限值进行了明确界定。6轴车总高度不得超过4米，车货总宽度不得超过2.55米，车货总长度不得超过18.1米；两轴车，车货总重应不超过行驶证标明的总质量。
- 严禁双排车辆运输车进入高速公路。
- 2018年7月1日起，全面禁止不合规车辆运输车通行，普及标准货运车型。

在处罚力度方面，《新规》也可谓是“史上最严”：

- 对于所有车型，每超过标准1吨，处罚500元，同时由交警部门相应记分。如未向交通运输主管部门、公路管理机构申请大件运输许可，视车货超高、超宽的状况，将处以200元以下、200~1000元以下，1000元~3000元以下的罚款。
- “一超四罚”：对违法超限超载车辆，罚车主、罚驾驶人、罚货运企业、罚装货企业（场所）。
- 对企业的惩罚力度严苛：公路管理机构、公安交通管理部门对违法超限超载行为实施处罚后，有关信息将抄送车辆所在地道路运输管理机构，由道路运输管理机构按照《公路安全保护条例》的规定，对1年内违法超限运输超过3次的货运车辆和货运车辆驾驶人、1年内违法超限运输的货运车辆超过本单位货运车辆总数10%的运输企业实施处罚，并按照《中华人民共和国道路运输条例》的规定，对货运场所经营者实施处罚。同时，将车辆及企业违法信息纳入信用信息系统，依法实施惩戒。

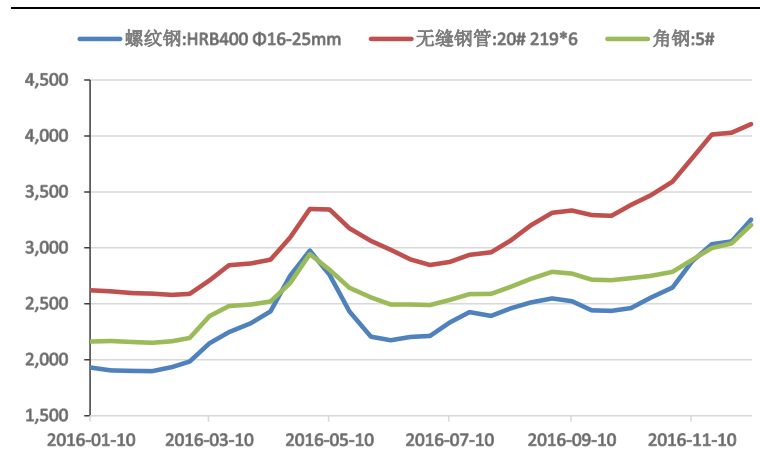
我们认为，本轮全面整改治理从两个方面提升了下游的重卡车辆的需求：

- 新增需求：通过测算，按照新规，重卡单台运力下降20%~30%（治理之前，我国重卡行业存在普遍的超载），假设市场总运力需求不变，单台车辆运力的下降客观上释放了整个市场对重卡车辆的20%~30%的新增需求。
- 更新换代需求：愈加严苛的政策监管，使得早应淘汰的老旧车辆被迫退出市场，加速国内存量重卡产品的升级换代。总体上增加了对重卡车辆的更新换代需求。

2.大宗商品涨价推动下游客户增加对重卡车辆的购买。

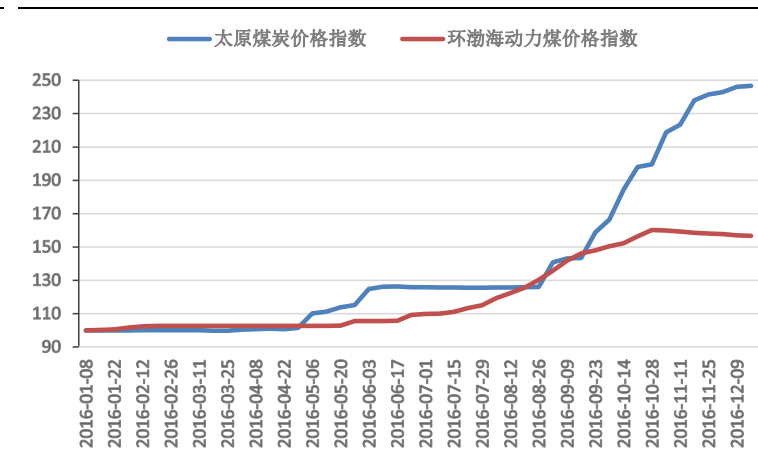
重卡的主要下游应用可以分为工程类和物流类两种。工程类重卡主要用于基础设施建设、房屋施工等领域，物流车主要用于运输大宗商品与工业制成品。近年来，我国经济进入“新常态”，房地产开发投资增速持续走低，基础设施建设投资增速整体呈下降趋势，市场对工程类重卡的需求逐渐萎缩。然而，2016年下半年以来以钢铁、煤炭、有色金属、化工产品为代表的大宗商品价格上涨，截止至2016年12月21日，螺纹钢价格比年中增长47%、无缝钢管价格比年中增长44%、角钢价格比年中增长29%；太原煤炭价格指数比年中增长96%、环渤海动力煤价格指数比年中增长43%；锌锭价格比年中增长44%、铝锭价格比年中增长8%、铅锭价格比年中增长63%；天然橡胶价格比年中增长69%、PTA价格比年中增长11%、甲醇价格比年中增长41%、聚丙烯价格比年中增长13%。伴随着大宗商品价格大幅上涨，运输商伺机大幅提升运费，根据第一商用车网信息，六轴货车煤炭运费每吨上涨20%-40%。大宗商品供应商与运输商经营状况的改善有力提升了对重卡货车的需求。

图 9: 钢铁价格与同比增速 (元/吨)

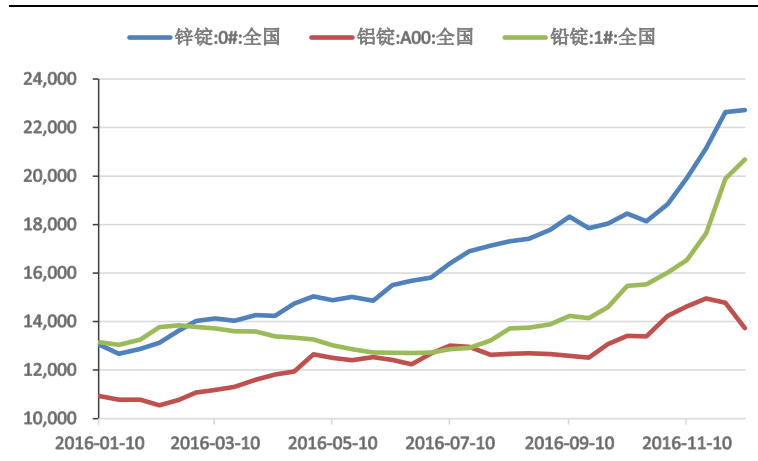


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

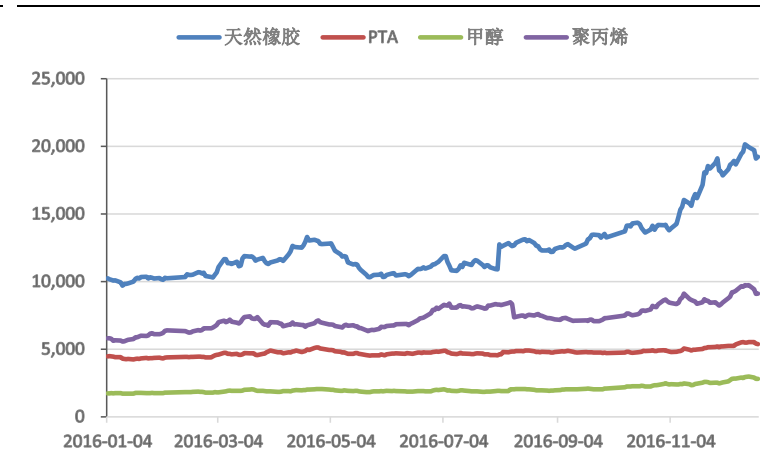
图 10: 煤炭周度价格指数



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11: 四种有色金属价格 (元/吨)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

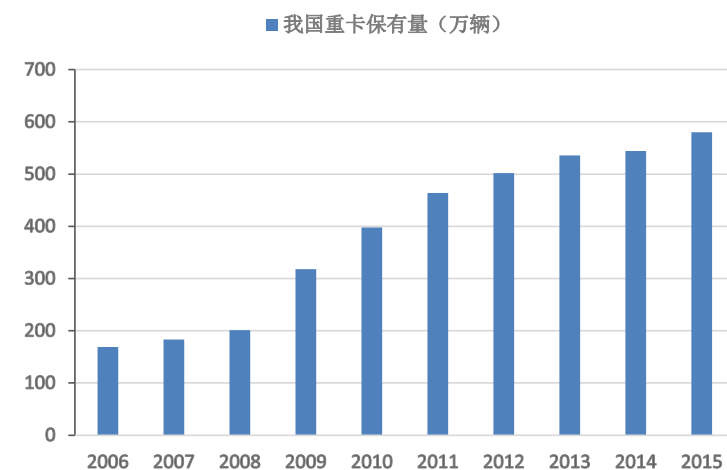
图 12: 四种化工产品期货结算价格 (活跃合约, 元/吨)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

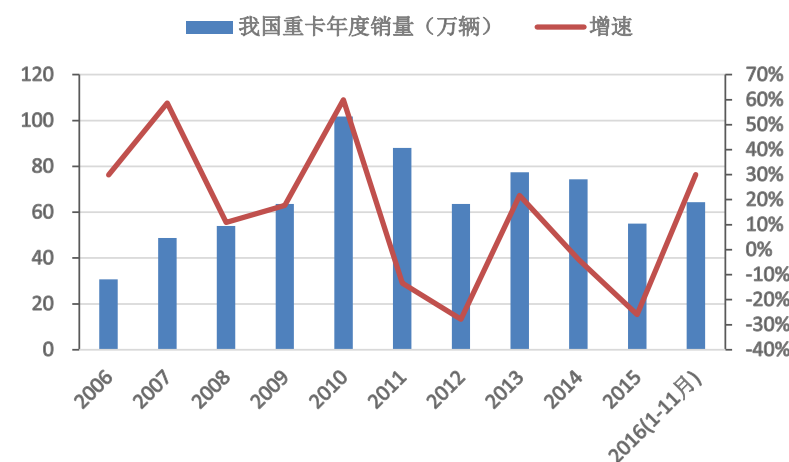
我们预计 2017 年上半年重卡行业可以保持持续景气

通过我们的调研, 受益于“超限令”与大宗商品价格上涨的利好, 市场对重卡的需求仍在逐步释放的过程中。根据公司披露, 目前中国重汽订单较为饱满。伴随着“超限令”执行力度的加大, 我们预计处于观望状态中的运输商将逐渐增加对重卡车辆的购置。此外, 在我国宏观经济增速走低, 政策层面为“稳增长”提升基础设施建设投资、“PPP”施行的进一步深化促进基建增速维持高位等利好因素的刺激下, 市场对重卡的需求将维持高位。

本轮重卡行业触底反弹的大背景是大量存量重卡进入更新换代期, “超限令”的颁布和大宗商品价格上涨是行业景气回升的重要推手。我国重卡的物理寿命约为 10 年, 但受发动机寿命等因素影响, 我国重卡在购买的第三年后, 维修费用大幅度提升, 这导致我国重卡的更新周期一般在 3-4 年。根据重卡客户目前的经营情况与对未来行业景气程度的预期, 我国重卡使用者一般会在重卡使用的第 3 年-第 4 年做出换车的决定。在经营情况良好且预期未来行业景气时, 重卡使用者一般在第三年做出换车的决定; 反之, 则推后换车。

图 13: 我国重卡保有量 (2006-2015)


资料来源: 中汽协, 信达证券研发中心

图 14: 我国重卡年度销量与同比增速 (2006-2016)


资料来源: 中汽协, 信达证券研发中心

根据中汽协数据, 我国重卡年度销量的历史高点在 2010 年, 全年销量为 101.74 万台, 此后整体呈下降趋势。根据我国重卡更新周期为 3-4 年的客观情况与重卡使用者视经营情况与行业预期择时更换重卡, 我们选取重卡保有量、重卡销量数据, 对“按 3 年报废理论报废量”与“按四年报废理论报废量”进行测算, 同时将以上两个数据与“本年重卡报废量”进行对比 (详见表 1)。在我们的测算中, “本年重卡报废量” = “上年重卡保有量” + “本年重卡销量” - “本年重卡保有量”。

表 1: 重卡报理论报废量测算

年度	重卡保有量 (万辆)	重卡销量 (万辆)	本年重卡报废量 (万辆)	按 3 年报废理论报废量 (万辆)	按 4 年报废理论报废量 (万辆)
2006	169	31			
2007	183	49	35		
2008	201	54	36		
2009	318	64			
2010	398	102	22		
2011	464	88	22	49	
2012	502	64	26	54	49
2013	536	77	43	64	54
2014	544	74	66	102	64
2015	580	55	19	88	102

资料来源: 中汽协, 信达证券研发中心 (空白处为剔除无效数据或数据缺失)

通过测算与对比，我们发现，按照 3 年报废时间计算，2014 年与 2015 年分别应报废重卡为 102 万辆与 88 万辆；按四年报废时间计算，2014 年与 2015 年分别应报废重卡为 64 万辆与 102 万辆，而这两年实际报废量为 66 万辆与 19 万辆，这反应了在重卡客户自身经营情况不佳同时对行业景气度预期较差时，重卡使用者延长了重卡的更新换代周期。但是受到我国重卡本身使用时间的限制，使用时间超过 5 年的重卡维修成本较高，考虑到以上因素，我们认为，在重卡下游景气的大背景下，本应在 2014、2015 年报废的老旧存量重卡有望在本轮重卡市场的多重刺激下退出市场。考虑到报废重卡的部分零部件可能重新流入市场从而挤压新增重卡的需求，我们对“按 4 年报废理论报废量”与实际报废量（即“本年重卡报废量”）的差值乘以 60%，得出结果约为 48.6 万台。考虑到目前市场对重卡的新增需求与目前重卡生产商的产能的限制，我们预计，2017 年上半年重卡行业可以保持持续景气。

行业龙头，中国重汽

中国重汽实力领跑行业

我国重卡行业集中度极高，根据 2016 年 1-11 月重卡销售数据，我国重卡行业 CR4=72.75%，CR8=94.92%，属于“极高寡占型”行业，排名前四的生产厂家分别为一汽集团、东风汽车、中国重汽与陕汽集团，且排名较为稳定。这四家生产厂商对我国重卡的技术进步方向与行业发展趋势极具影响力。本轮重卡行业触底反弹的加速期为 9-11 月，我们选取 10 月与 11 月的销售数据与 1-11 月累计销售数据进行比较：中国重汽在前四家重卡生产企业中表现不俗，月度销量增速、1-11 月累计销量增速均排行第二。

表 2：我国重卡行业竞争格局

		前 11 月累计销量	同比累计增长	行业集中度	11 月销量	11 月同比增长	10 月销量	10 月同比增长	重卡业务是否上市
1	一汽集团	140938	78.95%		20062	129.91%	18643	108.26%	否
2	东风汽车	124908	16.34%		17365	88.38%	13039	40.67%	否
3	中国重汽	108350	21.13%		15901	107.42%	10050	45.61%	中国重汽 (000951.sz)
4	陕汽集团	94335	28.47%	CR4=72.75%	15573	107.06%	9068	33.69%	否
5	北汽福田	69386	3.49%		7147	5.01%	6463	1.09%	福田汽车 (600166.sh)
6	安徽江淮	40121	43.35%		5282	139.76%	4173	70.26%	江淮汽车 (600418.sh)
7	成都大运	20092	44.68%		3108	126.70%	2309	70.28%	否

8	安徽华菱	13149	8.36%	CR8=94.92%	1751	135.35%	1560	144.90%	*ST 星马 (600375.sh)
9	上汽依维柯红岩	13947	77.06%		1687	172.54%	1109	92.87%	/
10	南京徐工	8196	78.37%		1011	172.51%	1022	128.64%	/
全市场重卡销量		644000							

资料来源：中汽协，信达证券研发中心

中国重汽是重卡行业复苏的精准受益标的

本轮重卡行业的强势复苏使得我国重卡生产厂家经营状况有所回暖。2016年1-11月，我国重卡行业销量前8的厂商占据市场94.92%的份额。我们对这8家厂商的重卡业务是否上市与重卡业务占全部营收比重进行了梳理（详见表2）。8家厂商中，有四家车企重卡业务于A股上市，中国重汽（000951.sz）重卡业务占比为四家之首且远超其余三家。此外，中国重汽重卡业务毛利率也超过福田汽车与*ST星马。基于以上分析，我们认为，中国重汽是本轮重卡行业复苏对应A股的最精准受益标的。

表3：销量排名前8重卡企业业务情况

销量排名	企业名称	A股名称与代码	重卡占全部营收比重	重卡业务毛利率
3	中国重汽	中国重汽（000951.sz）	93.59%	7.89%
5	北汽福田	福田汽车（600166.sh）	< 5%	6.64%
6	安徽江淮	江淮汽车（600418.sh）	< 10%	
8	安徽华菱	*ST 星马（600375.sh）	48.55%	1.49%

资料来源：wind，信达证券研发中心（注：数据取自相关公司2015年年报，空白处为数据缺失）

新产品 T 型车助力公司业绩增长

中国重汽旗下主要产品为 HOWO 系列，HOWO-T 系列，HOWO-A7，其中 HOWO-T 系列是采用德国曼技术、利用和德国曼相同的生产设备、采用德国曼相同的出场检验标准，结合中国国情，凭借公司多年成熟的重卡制造经验，生产而出的新一代高安全、高可靠、高经济性产品。HOWO-T 系列主打产品为 HOWO-T5G 与 HOWO-T7H，T5G 定位于中高端，主要针对公路长途标载运输及中短途运输市场；T7H 则定位于国内中高端物流市场。自 2013 年底 T 系列上市以来，销量持续向好。尤其是 T7H 产品，伴随着我国重卡的下游需求从工程车转向物流车，主打物流功能的 T7H 精准对标市场从而极大获益，目前 T 系列产品占比已经超过 30%，在 10 月份的新增订单中，超过 50% 为 T 系列产品。

图 15: HOWO-T7H



资料来源：中国重汽官网，信达证券研发中心

图 16: HOWO-T5G



资料来源：中国重汽官网，信达证券研发中心

T 系列产品相比于市场上其他品牌的重卡而言主要有以下几点优势（以 T7H 为例）：

- T 系列重卡是我国市场上唯一一种采取德国先进技术的重卡：T 系列采用德国曼技术、利用和德国曼相同的生产设备、采用与德国曼相同的出厂检验标准，质量过硬。
- 可靠性高、故障间隔里程长：目前国内重卡的平均故障间隔里程仅为 5000-8000 公里，按牵引车每月行驶 2 万公里计算，平均每个月要进服务站 3-4 次，而 T7H 平均故障间隔里程长达 2 万公里以上。发动机 B10 寿命高达 150 万公里（90%的发动机可以实现无故障工作 150 万公里），远超市场水平。根据公司测算，T7H 可靠性比市场同类产品高 87.5%。
- 油耗低、发动机换油里程长、保修期限长：T7H 最低比燃油为 186g/KW.h，比目前国内常规发动机低 5%以上；采用国四标准柴油，发动机换机油间隔里程可达 10 万公里，远超市场同类产品；牵引车 36 个月、30 万公里的超长保修。根据公司测算，T7H 经济性比市场同类产品高 5-9%。
- 自重低，载重能力强：T7H 采用先进的模块化设计，为发动机减少零部件 25%，有效降低车架、车桥、变速箱与橡胶悬架重量，极大提升载重能力。

由于具有良好的性能与过硬的质量，T系列产品广受市场认可。目前，T系列产品相比于A系列产品价格提升20%-30%，毛利率有所提升，基于销量大增和价格较高的T系列产品占比提升两点，我们预计四季度T系列产品的热卖将有效提升公司业绩。

盈利预测、估值与投资评级

假设与盈利预测

整车：整车贡献了中国重汽营收的90%强。2016年上半年，整车营收同比减少6.42%，但进入到2016年下半年重卡销量大增。考虑到2016年7-11月重卡月度销量同比增长34%、44%、26%、49%、88%，单价较高的T型车销售占比逐步提升（已销售产品占比30%，10月订单中T型车占比50%），我们保守估计2016年全年整车营收增速为10%，2017、2018年营收增速为9%、8%。由于T型车毛利较高且比重逐步提升，我们假设2016-2018年整车毛利率为10.50%、10.75%和11.00%。

配件：配件收入占总营收比重较低。我们保守估计2016-2018年营收增速为5%，毛利率稳定在30%。

我们对中国重汽分业务收入预测如下表所示：

表 4：中国重汽主营业务收入预测

	2014 (A)	2015 (A)	2016 (E)	2017 (E)	2018 (E)
整车					
营业收入 (亿元)	222.25	181.22	199.342	217.2828	234.6654
收入增速	12.11%	-18.46%	10.00%	9.00%	8.00%
销售毛利率	9.84%	10.25%	10.50%	10.75%	11.00%
配件					
营业收入 (亿元)	13.26	10.26	10.773	11.31165	11.87723
收入增速	4.82%	-22.62%	5.00%	5.00%	5.00%
销售毛利率	33.86%	51.17%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

估值与投资评级

我们预计中国重汽2016年至2018年的营业收入分别为215.52亿元、234.20亿元和252.35亿元，归属母公司净利润分别为3.53亿元、4.32亿元和4.84亿元，对应EPS分别为0.53元/股、0.64元/股和0.72元/股。中国重汽可比公司如下表所示：

表 5: 中国重汽可比公司列表

代码	上市公司	股价 (元/股)	市值 (亿元)	EPS			PE		
				2016 (E)	2017 (E)	2018 (E)	2016 (E)	2017 (E)	2018 (E)
000951.sz	中国重汽	14.33	96.17	0.53	0.64	0.72	27	22	20
600031.sh	三一重工	6.24	482.45	0.04	0.13	0.23	170	47	28
000157.SZ	中联重科	4.54	331.99	-0.01	0.09	0.19	-	51	25
000425.SZ	徐工机械	3.39	237.56	0.03	0.06	0.11	111	59	31
002097.SZ	山河智能	9.05	68.89	0.11	0.28	0.36	82	32	25
600761.SH	安徽合力	12.93	80.00	0.70	0.76	0.83	19	17	16
600984.SH	建设机械	8.73	56.04	0.25	0.35	0.47	35	25	19
603611.SH	诺力股份	37.95	62.10	0.90	1.16	1.34	43	33	29
000338.sz	潍柴动力	9.97	420.65	0.49	0.58	0.63	21	18	16
	平均值						64	34	23

资料来源: wind 资讯, 注: 除中国重汽为信达证券研发中心预测外, 其余公司 EPS 与 PE 均取自 wind 一致预期, 股价取自 2017 年 1 月 4 日收盘价。

可比公司 2016 年 PE 估值平均值为 64 倍。按照 2017 年 1 月 4 日收盘价 14.33 元/股计算, 中国重汽 2016 年 PE 为 27 倍, 低于行业平均水平。考虑到重卡行业持续回暖; 中国重汽作为重卡行业的龙头是 A 股市场最精准受益标的; T 型车销售持续向好, 首次覆盖我们给予对中国重汽“增持”的评级。

风险因素

1. “超限令”实施力度不及预期;
2. 大宗商品价格下行导致运输费用下降, 影响重卡行业景气度;
3. 公司产品销售不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	14,213.62	14,695.98	15,707.72	17,138.13	18,390.74
货币资金	1,197.06	1,551.05	2,151.15	2,380.52	2,391.35
应收票据	6,818.82	6,170.88	6,896.49	7,408.02	8,006.76
应收账款	3,543.40	4,692.83	4,956.85	5,253.58	5,734.92
预付账款	56.54	46.82	56.11	59.30	63.78
存货	2,578.97	2,128.16	1,540.89	1,930.47	2,087.69
其他	18.83	106.25	106.25	106.25	106.25
非流动资产	2,482.00	2,266.36	2,565.30	2,644.31	2,791.79
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,790.42	1,598.73	1,651.00	1,844.21	1,887.29
无形资产	396.37	387.07	397.17	402.18	401.86
其他	295.21	280.56	517.13	397.91	502.64
资产总计	16,695.62	16,962.34	18,273.03	19,782.44	21,182.54
流动负债	10,642.43	10,819.48	12,472.60	12,941.49	13,436.40
短期借款	2,481.65	3,173.21	4,475.00	4,475.00	4,475.00
应付账款	2,540.67	2,440.26	2,614.41	2,816.17	3,045.16
其他	5,620.11	5,206.01	5,383.19	5,650.32	5,916.23
非流动负债	1,136.82	1,004.80	301.32	801.32	1,101.32
长期借款	800.00	700.00	0.00	500.00	800.00
其他	336.82	304.80	301.32	301.32	301.32
负债合计	11,779.26	11,824.28	12,773.92	13,742.81	14,537.72
少数股东权益	511.13	580.45	668.74	776.84	897.88
归属母公司股东权益	4,405.23	4,557.62	4,830.37	5,262.79	5,746.94
负债和股东权益	16695.62	16962.34	18273.03	19782.44	21182.54

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	23,865.96	19,363.66	21,551.52	23,420.28	25,235.32
同比(%)	11.24%	-18.86%	11.30%	8.67%	7.75%
归属母公司净利润	431.30	278.52	353.16	432.42	484.15
同比(%)	13.31%	-35.42%	26.80%	22.44%	11.96%
毛利率(%)	9.84%	10.25%	10.63%	10.87%	11.02%
ROE(%)	10.16%	6.21%	7.52%	8.57%	8.79%
每股收益(元)	1.03	0.66	0.53	0.64	0.72
P/E	22	35	27	22	20
P/B	1.36	1.32	1.99	1.83	1.67
EV/EBITDA	7.82	11.88	13.85	12.25	11.33

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	23,865.96	19,363.66	21,551.52	23,420.28	25,235.32
营业成本	21,516.52	17,379.42	19,261.08	20,875.21	22,453.36
营业税金及附加	78.57	63.66	69.74	76.04	82.01
营业费用	721.42	627.00	732.75	783.66	843.03
管理费用	579.97	596.84	646.55	691.19	749.29
财务费用	131.61	178.32	175.93	189.75	206.45
资产减值损失	113.01	108.73	90.31	102.23	115.50
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	724.84	409.69	575.17	702.20	785.67
营业外收入	70.60	31.56	43.18	44.76	43.28
营业外支出	5.59	2.56	5.23	4.46	4.09
利润总额	789.86	438.69	613.12	742.50	824.87
所得税	215.69	90.85	171.67	201.97	219.68
净利润	574.17	347.84	441.45	540.53	605.19
少数股东损益	142.87	69.32	88.29	108.11	121.04
归属母公司净利润	431.30	278.52	353.16	432.42	484.15
EBITDA	1,278.09	898.93	1,075.16	1,256.22	1,384.78
EPS (摊薄)	0.64	0.42	0.53	0.64	0.72

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	47.33	240.05	818.07	294.01	387.18
净利润	574.17	347.84	441.45	540.53	605.19
折旧摊销	275.14	250.89	261.68	286.92	313.91
财务费用	213.09	209.35	200.36	226.80	246.00
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-1,069.49	-693.06	-150.62	-834.38	-862.37
其它	54.42	125.02	65.21	74.15	84.46
投资活动现金流	-56.63	-65.84	-535.52	-337.84	-430.35
资本支出	-56.63	-65.84	-535.52	-337.84	-430.35
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-263.54	364.18	317.55	273.20	54.00
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	67.23	691.55	601.79	500.00	300.00
支付利息或股息	330.77	327.37	284.24	226.80	246.00
现金净增加额	-272.84	538.38	600.10	229.37	10.83

研究团队简介

范海波，CFA，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

杜煜明，研究助理。中国人民大学国际贸易学硕士，大连理工大学化工机械专业学士。2016 年 7 月加入信达证券研发中心，从事机械军工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。