



盈利能力提升，销量存在超预期可能

——中国重汽（000951）调研报告

事件：

近日，我们调研了中国重汽（000951），并参观了公司的生产基地。

分析与点评：

1、下半年行业发展回归平稳

年初，重卡（含非完整车辆、半挂牵引车）行业销量大幅跳空高开，行业销售火爆，这一趋势一直延续到5月，1-5月累计实现销量49.1万辆，同比增长121%。

随着6-9月传统淡季的到来，预计销量将逐月回落，三、四季度行业将回归平稳增长，但高端车回落的幅度会小于低端车。

公司表示，03年以来的，行业一直呈现稳定增长格局，年均增长率在10%-20%左右，仅05年和08年出现调整。但长期来看，08年、09年的走势非常不具有普遍性，不能简单进行比较。

行业发展的长期驱动力依赖于宏观经济向好、固定资产投资增加、物流水平活跃等因素。

对于业内担心的库存问题，公司表示，目前公司的库存仍处在合理的区间。

我们预计行业全年销量同比增长约34%，达到84.4万辆，高于一般预期。

2、行业竞争加剧，但公司的龙头地位几乎不受影响

据中汽协统计，2009年，国内14吨以上重卡生产企业有28家，今明两年，预计有5-10家公司投资进入重卡领域，但公司的龙头地位几乎不受影响。主要原因在于：

(1) 行业竞争已经度过了“战国”时代，进入相对稳定的格局，前10家市场占有率已经达到90%；

(2) 公司已经积累了相当的技术优势；

(3) 重卡行业属于资金、人才密集型行业，渠道建设非常重要，因此需要“大投入”。

汽车整车

评级：**推荐（首次）**

上次评级：

目标价格：**¥26.80**

上次预测：

当前价格：**¥18.66**

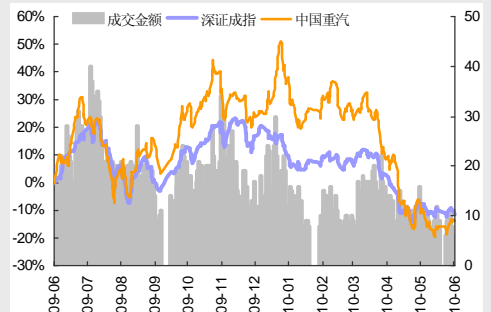
基础数据 **2010.6.26**

总股本/流通A股（亿股）	4.19/2.58
总市值（亿元）	78.3
流通市值（亿元）	48.1
每股净资产（元）	7.12
ROE（%，10Q1）	5.57

交易数据

52周内股价区间（元）	17.26 ~ 34.24
PE（TTM，倍）	14.35
动态PE（倍）	10.4
PB（倍）	2.62

52周内股价走势



褚艳辉

行业研究员

执业证书编号：S0820210060002

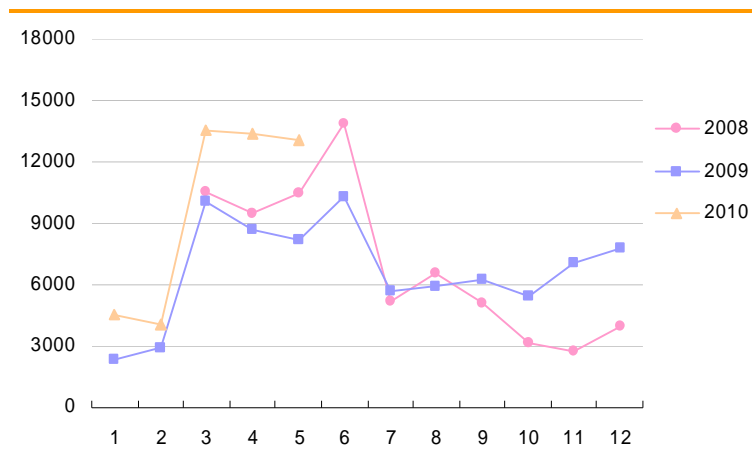
电话：021-32229888*3507

邮箱：chuyanhuai@ajzq.com

相关报告

请务必阅读正文之后的重要声明

图 1：中国重汽单月销量（辆）



（数据来源：公司公告 爱建证券）

3、市场占有率有望缓步回升，关注单车盈利能力更加重要

09年，股份公司实现销量8.06万辆，同比增长1.68%；集团销量为12.5万辆，同比增长11.61%；增速落后于行业，市场占有率出现下降，主要原因在于发动机问题影响了公司产品的销售，而今年这一问题已经不再存在。

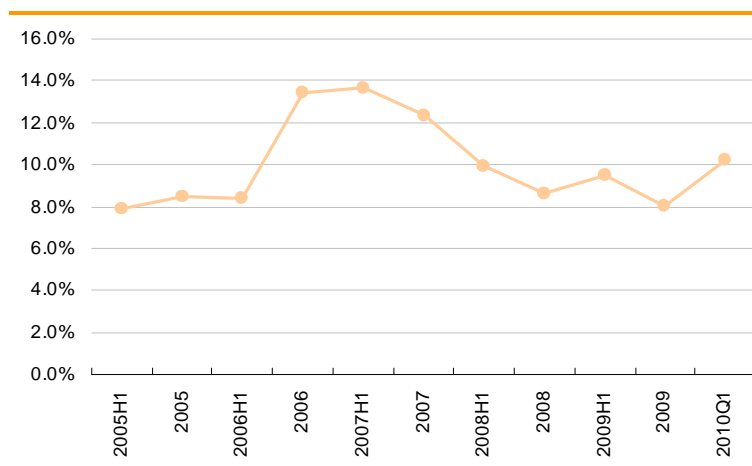
03年以来，公司的经营轨迹体现在：当市场需求旺盛时，公司实现大幅增长；当市场需求平淡时，公司有较大幅度增长；当市场下滑时，也能保持适度增长。08年的情况就是一个很好的证明。集团口径下，中国重汽的市场占有率从2000年的不到4%提高到2008年的21%，2009年为19.8%。

公司预计，2010年公司产品市占率有望小幅提升。

公司强调，量的规模提升不能简单代表利润的增长，关注单车盈利能力更加重要。公司单车盈利已经高于08、09年，今年单车平均销价可能在27万左右，甚至接近30万，而以往25-27万。1季度提升的毛利率也验证了盈利能力提高。

就欧洲重卡企业经验来看，平均毛利率一般在20%-25%、净利率在10%-13%，几乎都是国内的一倍。

图 2：一季度毛利率有所提高



（数据来源：公司公告 爱建证券）

请务必阅读正文之后的重要声明

4、豪沃 A7 勇挑大梁

豪沃 A7 是公司推出的全新一代重卡，顺应了重卡高端化的趋势。A7 定位于中高端客户群体（同一档次的如：解放 J6、东风天龙等），单价在 30-35 万，采用了全新设计的 D12 系列发动机、自动变速器、前盘后鼓制动、无内胆轮胎、整车轻量化技术等一系列高端技术，拥有 130 多项最新专利技术，在节能减耗、提高运输能力方面满足了市场需求，最高时速达到 100 公里。

随着中国重汽与德国曼合作项目的推进，豪沃 A7 将在曼技术平台上继续提升性能，保持竞争力。

公司包括 A7 在内的产品全部采用订单式生产。我们估算，截止 5 月底，A7 销量在 4500 辆左右（约占总销量的 10%左右），超过去年全年（约 2700 辆），预计全年销量超过 1 万辆不成问题。

考虑到重卡一般 3 年的导入期，我们预计 A7 明年将进入大规模放量阶段，逐步成为主打车型。

5、关键零部件自给，极高的产业链整合能力

公司现有 2 个发动机厂商，位于章丘、萧山 2 个基地，设计产能 20 万，属于一个技术平台，分工上来看，2 家分工，章丘基地生产 10L，萧山基地生产 12L，全部为公司配套。公司拥有国内第一家从事汽车零部件再制造的企业——济南复强动力有限公司，专业从事发动机再制造。

此外，公司的驾驶室、车桥、变速箱、关键零部件均为自制，具有较高的自主研发能力。

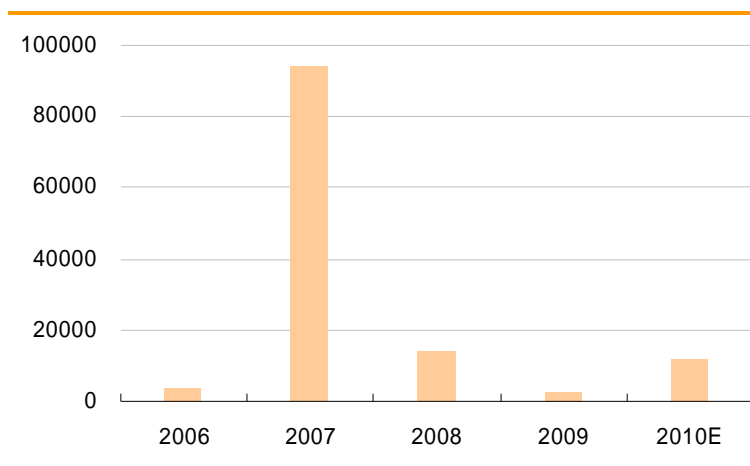
公司吸引了德国大陆汽车集团、采埃孚集团、福士汽车系统公司、贝洱等国际顶级汽车零部件企业前来济南建厂，为其配套生产。

公司是目前国内重卡业中产业链最长、系列型谱最全的企业，已拥有近 2800 个车型。产业链的完善，大大提高了公司的竞争力。

6、出口形式有望进一步好转

06 年以来，出口占营收比重轻微，仅 07 年达到 5.6%，其余时间占比不足 1%。受国际经济形势好转的影响，公司预计，今年出口形式有望明显好转，但是达不到 07 年的水平。

图 3：出口水平有望较大提高（万元）



(数据来源: 公司公告 爱建证券)

7、与 MAN 的合作项目正在按计划稳步推进之中

公司控股股东——重汽香港与德国 MAN SE 公司于 2009 年 7 月就建立长期战略合作关系, 在各自关联方之间达成多项协议。

区别于以往所有汽车合作模式, 重汽香港与 MAN 的合作采取崭新的战略合作模式, 包括三个层面:

(1) 资本层面, MAN 通过认购可转换债券和购买已发行股份方式获得重汽香港 25%+1 股的股权;

(2) 技术层面: 重汽香港及其两家全资附属公司济南动力、济南商用车, 引进 MAN SE 资附属公司 MN 的 TGA 系列卡车整车, D20、D26、D08 三款发动机(欧三到欧五, 覆盖 9.6 升到 13 升)及其他零部件总成生产技术, 重汽集团济南桥箱将获授权在中国境内使用引进技术生产车桥, 这一技术由重汽集团排他性的使用 7 年;

(3) 商务层面: 在达到 MAN 的技术标准后, MAN 优先采购重汽产品, 体现了国内制造成本低于欧洲制造的特点; 进行全球市场分割策略, MAN 将欧盟与巴西之外的市场全部交由重汽香港。

目前, 公司与 MAN 的合作项目正在按计划稳步推进之中: 今年底实现 MAN 发动机量产, 2012 年实现规模化生产, 目前已有搭载 MAN 发动机的 T7 问世; TGA 系列整车分 2 块执行, 12 吨以上重卡通过吸收利用 TGA 技术改造现有平台, 12 吨以下由商用车公司直接利用。

8、投资建议: 首次给予“推荐”的投资评级

预计 10、11 年 EPS 为 1.79 元、2.19 元, 对应目前股价下的动态 PE 为 10.4 倍、8.5 倍。

- ◇ 随着 MAN 项目的推进, 公司在技术与市场上有望迎来新的发展机遇, 成为业绩持续增长的推动因素;
- ◇ 公司在发动机上的策略调整消除了可能影响销量的不确定因素;
- ◇ 二季度业绩存在超预期的可能将成为股价的催化剂。

我们看好公司在重卡行业的龙头地位, 首次给予公司“**推荐**”的投资评级。

表 1: 财务报表预测 (百万元)

资产负债表					利润表				
	2008A	2009A	2010E	2011E		2008A	2009A	2010E	2011E
货币资金	4193	6219	6878	7330	营业收入	19193	20361	26163	29774
应收和预付款项	2636	3567	3916	4598	减: 营业成本	17538	18723	23639	26878
存货	2526	2973	3240	3409	营业税金及附加	0	0	7	8
其他流动资产	0	0	0	0	营业费用	529	627	751	878
长期股权投资	0	0	0	0	管理费用	313	281	408	464
投资性房地产	0	0	0	0	财务费用	24	56	171	77
固定资产和在建工程	1936	2233	1914	1588	资产减值损失	42	-13	26	32
无形资产和开发支出	210	350	309	268	加: 投资收益	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0
资产总计	11501	15342	16257	17194	其他经营损益	0	0	0	0
短期借款	3639	4979	4826	4577	营业利润	747	688	1161	1458
应付和预收款项	4265	5458	7132	7035	加: 其他非经营损益	26	16	0	0
长期借款	40	1260	1260	1260	利润总额	773	704	1161	1458
其他负债	641	482	482	482	减: 所得税	154	126	174	219
负债合计	8585	12178	13699	13353	净利润	619	578	987	1239
股本	419	419	419	419	减: 少数股东损益	146	150	238	299
资本公积	684	684	684	684	归属母公司股东净利润	473	428	749	919
留存收益	1387	1752	2464	3374	现金流量表				
归属母公司股东权益	2491	2856	3568	4477	经营性现金净流量	-54	358	1308	1464
少数股东权益	425	308	546	849	投资性现金净流量	-755	-204	-182	-105
股东权益合计	2915	3163	4114	5326	筹资性现金净流量	1599	980	732	646
负债和股东权益合计	11501	15342	17813	18680	现金流量净额	789	1134	1857	2005

表 2: 财务和估值数据摘要

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	19193	20361	26163	29774
增长率(%)	10.7%	6.1%	28.5%	13.8%
归属母公司股东净利润(百万元)	473	428	749	919
增长率(%)	-34.1%	-9.5%	75.1%	22.7%
每股收益(EPS)	1.13	1.02	1.79	2.19
每股股利(DPS)	0.00	0.15	0.09	0.11
销售毛利率	8.63%	8.05%	9.65%	9.72%
销售净利率	3.22%	2.84%	3.77%	4.14%
市盈率(P/E)	16.6	18.3	10.4	8.5
市净率(P/B)	3.14	2.74	2.19	1.75
股息率(分红/股价)	0.000	0.008	0.005	0.006

(数据来源: 公司公告 爱建证券)

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%-5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。