

## 受益价值升级，中国重汽长期增长可期

## 增持维持

### 投资要点:

- 中国重汽是中国第一重卡企业，拥有强大的技术储备；
- 中国重卡行业正在经历着明显的价值升级过程，公司将直接受益；
- 预计2010-2012年EPS为2.14、2.37和2.98元，维持增持评级。

### 报告摘要:

- 中国重汽是中国第一重卡企业。公司诞生了中国第一辆重卡，由于市场原因，90年代公司几乎濒临破产，从2003年开始，公司出现了近乎凤凰涅槃似的增长；
- 公司拥有中国最强大的重卡技术储备。中国重汽整体拥有深厚的重卡科研氛围，在应对核心发动机和排放升级方面证明了自己的研发能力，2009年公司与曼合资后已经拥有了与国际同步的重卡技术；
- 现有的重卡上马热潮对中国重汽基本没有影响。中国目前迎来了第二波重卡上马热潮，但与上一波不同的是，现有厂商并不具备成功的机遇和能力，因此这一波重卡上马潮对中国重汽基本上没有影响；
- 中国重卡行业存在着明显的价值升级过程。从单价和毛利率上，中国重卡行业整体将经历着一个价值升级过程，预计到2015年，中国重卡单价将从2010年的28万上升到50万左右，毛利率情况也将会从现有的远低于乘用车的状况逐渐得到改观；
- 中国重汽将直接受益于价值升级过程。鉴于中国重汽的市场地位，公司将直接受益于中国重卡行业的价值升级过程，我们预计公司2011和2012年的收入增速分别为15%和16%；
- 我们预计公司2010-2012年EPS为2.14、2.37和2.98元，维持原来的增持评级。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	19193	20361	28912	33249	38569
增长率(%)	10.72	6.08	42.00	15.00	16.00
归属母公司净利润(百万元)	473	428	896	995	1248
增长率(%)	-34.09	-9.51	109.51	11.02	25.43
基本每股收益(元)	1.13	1.02	2.14	2.37	2.98

资料来源：宏源证券

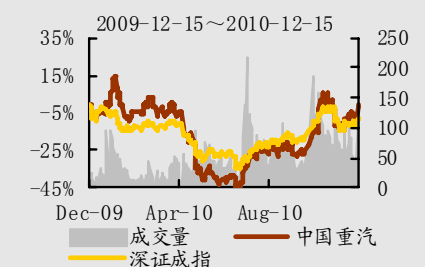
分析师：宏源汽车组

联系人：于军华

电话：010-88085388

Email: yujunhua@hysec.com

### 市场表现



### 股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20100930	7387	
20100630	7367	
20100331	11589	

数据来源：港澳资讯

### 相关研究

- 《宏源证券\*季报简评\*中国重汽：重卡龙头，增长平稳\*000951\*汽车行业\*于军华、陈盛军》，2010.10

## 目录

一、中国重汽是根正苗红的中国第一重卡企业.....	4
(一) 历史辉煌, 公司诞生了新中国第一辆重卡 .....	4
(二) 90 年代公司几乎濒临破产 .....	4
(三) 2003 年开始, 公司顺势出现“凤凰涅槃”似的增长 .....	5
(四) 公司在重型工程机械类用车方面占据优势 .....	5
二、A股公司是集团重卡业务的主体.....	6
(一) A股上市公司是H股上市公司的一部分.....	7
(二) A股上市公司的销量目前占集团总销量的 60-70%左右, 未来预计会维持在 50%左右 .....	8
(三) A股上市公司总共有 4 大系列产品, 定位于重卡以及向上延伸产品, 月均衡产能在 9000 台左右 .....	8
三、中国重汽集团拥有中国最强大的重卡技术储备.....	10
(一) 公司整体拥有深厚的重卡科研氛围 .....	10
(二) 两次应对危机的能力证明了中国重汽的研发水平 .....	10
1、重汽潍柴分拆后中国重汽证明了自己自主制造发动机的能力 .....	10
2、EGR体现了中国重汽强大的研发能力 .....	10
(三) 合资以后拥有了国际同步的重卡技术 .....	11
四、现有的重卡上马热潮对处于第一集团的中国重汽基本上没有影响.....	12
(一) 曾经有两波重卡上马热潮, 现在是第二波 .....	12
(二) 唯一成功的案例是福田汽车, 但那段历史不可复制 .....	13
(三) 重卡上马的第二波热潮对中国重汽基本上没有影响 .....	14
五、中国重卡行业正在经历着明显的价值升级过程, 中国重汽将直接受益.....	14
(一) 预计到 2015 年, 中国重卡的平均价格将会提高到 50 万左右 .....	14
1、中国重卡纯“销量”的增长将会遇到瓶颈 .....	14
2、四大因素决定了未来 5 年重卡价格上涨将跑赢销量 .....	15
(1) 计重收费促使重卡进入高等级时代 .....	16
(2) 高速公路建设加速, 对重卡升级的要求明显 .....	16
(3) 对重卡可靠性要求的提高 .....	17
(4) 排放以及安全舒适度要求的提高 .....	18
(二) 目前中国乘用车毛利率远高于商用车的现象预计将会改观.....	18
1、中国重卡的毛利率要远低于乘用车, 与欧美情况正好相反 .....	18
2、中国重卡行业低毛利率的情况预计将会有所缓和 .....	19
(三) 中国重汽将直接受益于重卡行业的价值升级过程 .....	19
1、预计 2011 年中国重卡销量增长 5%左右 .....	19
2、中国重汽将直接受益于重卡行业的价值升级过程 .....	19
3、预计中国重汽未来 2 年的收入增速分别为 15%和 16% .....	20
六、我们预计中国重汽 2010-2012 年EPS分别为 2.14、2.37 和 2.98 元, 维持原来的增持评级.....	20

## 插图

图 1: 中国第一辆重卡JN150 .....	4
图 2: 中国重汽集团重卡历史销量 (万辆) 和同比增速 .....	5
图 3: 中国重汽集团重卡分车型市场份额 .....	6
图 4: 中国重汽集团结构图 .....	6
图 5: 中国重汽集团组织结构图 .....	7
图 6: 济南卡车月度重卡销量占比 .....	8
图 7: 中国重汽济南卡车主力车型 .....	9
图 8: 济南卡车总装线 .....	9
图 9: 济南卡车涂装线 .....	9
图 10: 济南卡车检测线 .....	9
图 11: 中国重汽EGR发动机 .....	11
图 12: 济南卡车“汕德卡”牵引车 .....	12
图 13: 福田汽车分年度重卡销量 (辆) 和同比增速 .....	14
图 14: 福田欧曼驾驶室 .....	14
图 15: 中国重卡历史销量 (万辆) 和同比增速 .....	15
图 16: 世界主要国家人均公路货物周转量 (吨千米) .....	15
图 17: 美国分年度车型重卡生存率 .....	15
图 18: 影响重卡升级的四大因素 .....	16
图 19: 中国高速公路通车里程 (万千米) .....	17
图 20: 中国货物运输平均运距 (千米) .....	17
图 21: 当前中国主要公路运输模式 .....	17
图 22: 中国重卡单价预测 (万元) .....	18
图 23: 主要汽车上市公司 2009 年毛利率情况 .....	19

## 表格

表 1: 中国重汽潍柴大事记 .....	10
表 2: 中国重汽引进发动机指标 .....	11
表 3: 第二波重卡上马厂商 .....	13
表 4: 中国重汽预测基本假设 .....	20
表 5: 中国重汽预测表 .....	21

## 一、中国重汽是根正苗红的中国第一重卡企业

中国重汽诞生了新中国历史上的第一辆重卡，在 1975 年以前是中国唯一的重卡制造商，90 年代由于适销不对路几乎濒临破产，2003 年开始中国重卡时代来临，中国重汽也顺势而起，成为中国重卡市场的主导力量。

### （一）历史辉煌，公司诞生了新中国第一辆重卡

中国重汽生产了中国第一辆真正意义上的重卡。1960 年 4 月 15 日，中国重汽在济南生产出了中国第一辆真正意义上的重卡 JN150，该车原型车为斯柯达 760，载重 8 吨。

图 1：中国第一辆重卡 JN150



资料来源：宏源证券、中国重汽

中国重汽是 1975 年之前中国唯一形成批量化生产的重卡企业。在 1975 年之前，中国形成了一汽，陕汽，中汽重庆、二汽、济南重汽五大中重型卡车生产基地，但是规模化生产的只有一汽解放的 CA10 中型卡车和济南重汽的 JN150 重型卡车。

### （二）90 年代公司几乎濒临破产

中国重汽在 1984 年底引进了斯太尔生产线，这也奠定了中国重汽重卡市场斯太尔三王子的地位。1984 年底，中国汽车工业进出口公司和奥地利斯太尔公司正式签署《重型汽车制造技术转让合同》，执行合同的企业是新成立的中国重型汽车工业联营公司，三条整车生产线分别设在济南汽车制造总厂、陕西汽车制造总厂和四川重型汽车制造公司所属的四川汽车制造厂，这三条生产线后来分属三家公司，这也就是后来中国重卡市场斯太尔三王子的前身。

整个 90 年代，中国重汽处在中卡向上延伸和新进入者的不断夹击中，处境艰难。90 年代是中卡和中重卡的年代，这个时代处于统治地位的是东风的“八平柴”、一汽的“五平柴”以及春兰、福田的中重卡。此时由于公路基础设施落后，超载严重，典型的重卡因不具备高性价比而无人问津，主导市场的主要是中卡或者由中卡改装来的中重卡，由于产

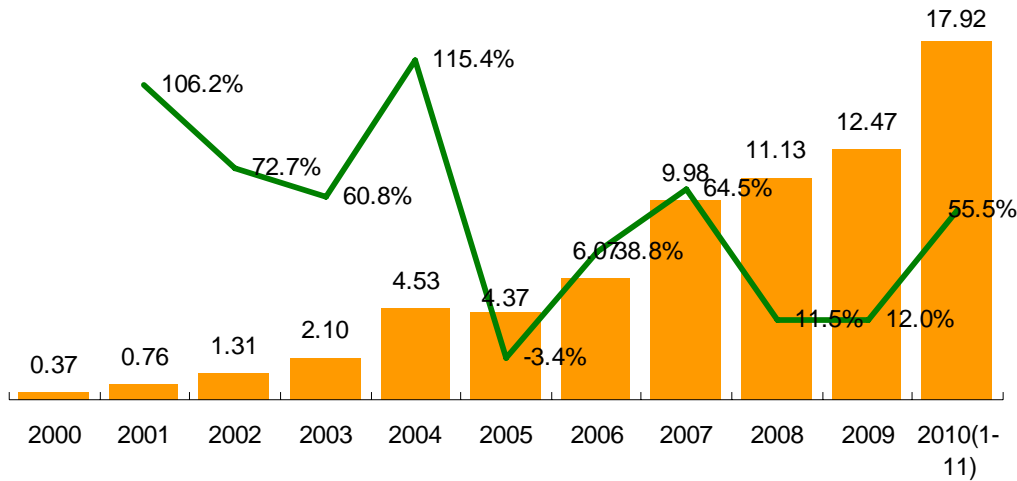
品不对路，尽管中国重汽作了种种努力，但仍然处境艰难，2000年，中国重汽的年销量只有3670辆，几乎陷于破产的边缘。

### （三）2003年开始，公司顺势出现“凤凰涅槃”似的增长

从2003年开始，中国纯重卡的时代到来了。三大因素决定了中国纯重卡市场的高速增长。首要条件是道路基础设施的完善，重卡的行驶道路主要是高速公路和1-3级的等级公路，从2000年开始，中国开始进入等级公路和高速公路的高速建设期，道路基础设施不断完善。第二个是治理超载。从2003年开始，中央和地方政府陆续开始治理超载，原先依靠超载生存的中重卡受到冲击，需求开始转向重卡，而重卡也不是简单的大个的中卡这么简单，在这种情况下，春兰被迫出局，一汽、东风不得不大力研发重卡平台。第三个是对大功率重型机械的升级需求。随着基础建设的不断升级，高等级高速公路以及大型港口的建设，对大功率重型机械的需求也在提高，这也增加了对重型卡车底盘的需求，原来的改装中型车市场则份额不断萎缩。

中国重汽抓住机遇，出现了近乎“凤凰涅槃”似的增长。2003年，中国重汽与沃尔沃组建了济南华沃卡车有限公司，并将其生产技术嫁接到自身产品上，开发出了目前中国重卡市场上最畅销的卡车产品—HOWO重卡。2009年，中国重汽与曼合资，双方在整车、发动机和零配件方面实现了全面合作。中国重汽也因此获得了最新一代的重卡生产技术。这几年也成为中国重汽不断成长壮大的历史。

图2：中国重汽集团重卡历史销量（万辆）和同比增速

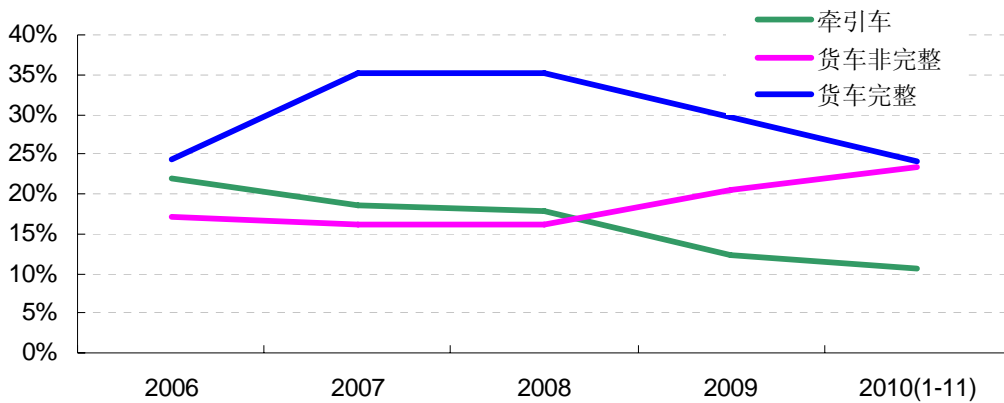


资料来源：宏源证券、中国重汽、CAAM

### （四）公司在重型工程机械类用车方面占据优势

中国重汽是典型的纯重卡企业，技术主要来源于斯太尔平台，因此偏重于工程机械类用车，在货车以及自卸、改装车用途的非完整车辆方面具备优势，但在牵引车方面相对较弱。

图 3: 中国重汽集团重卡分车型市场份额

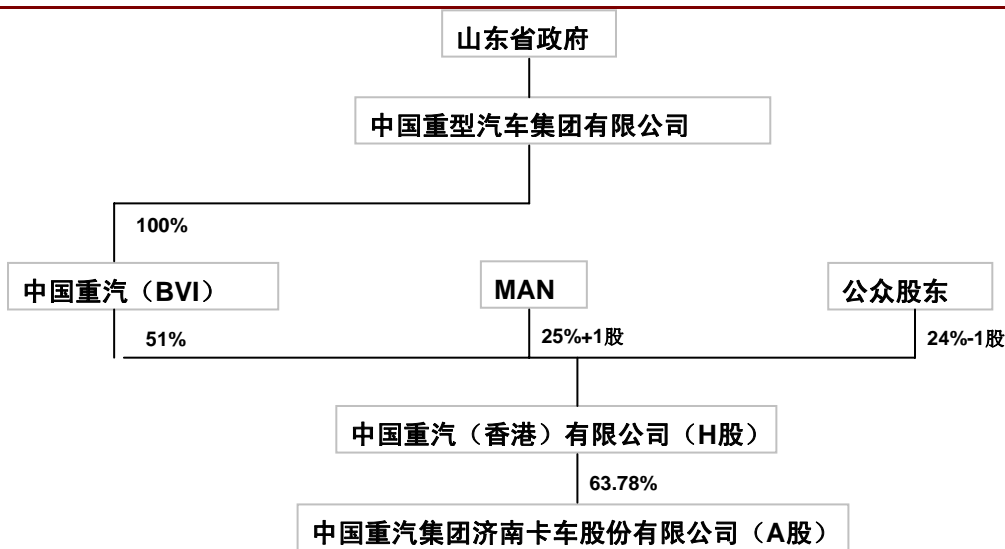


资料来源: 宏源证券、中国重汽、CAAM

## 二、A 股公司是集团重卡业务的主体

中国重汽集团总共有 2 家上市公司，中国重汽（香港）有限公司（HK03808）和中国重汽济南卡车股份有限公司（SZ000951）。

图 4: 中国重汽集团结构图



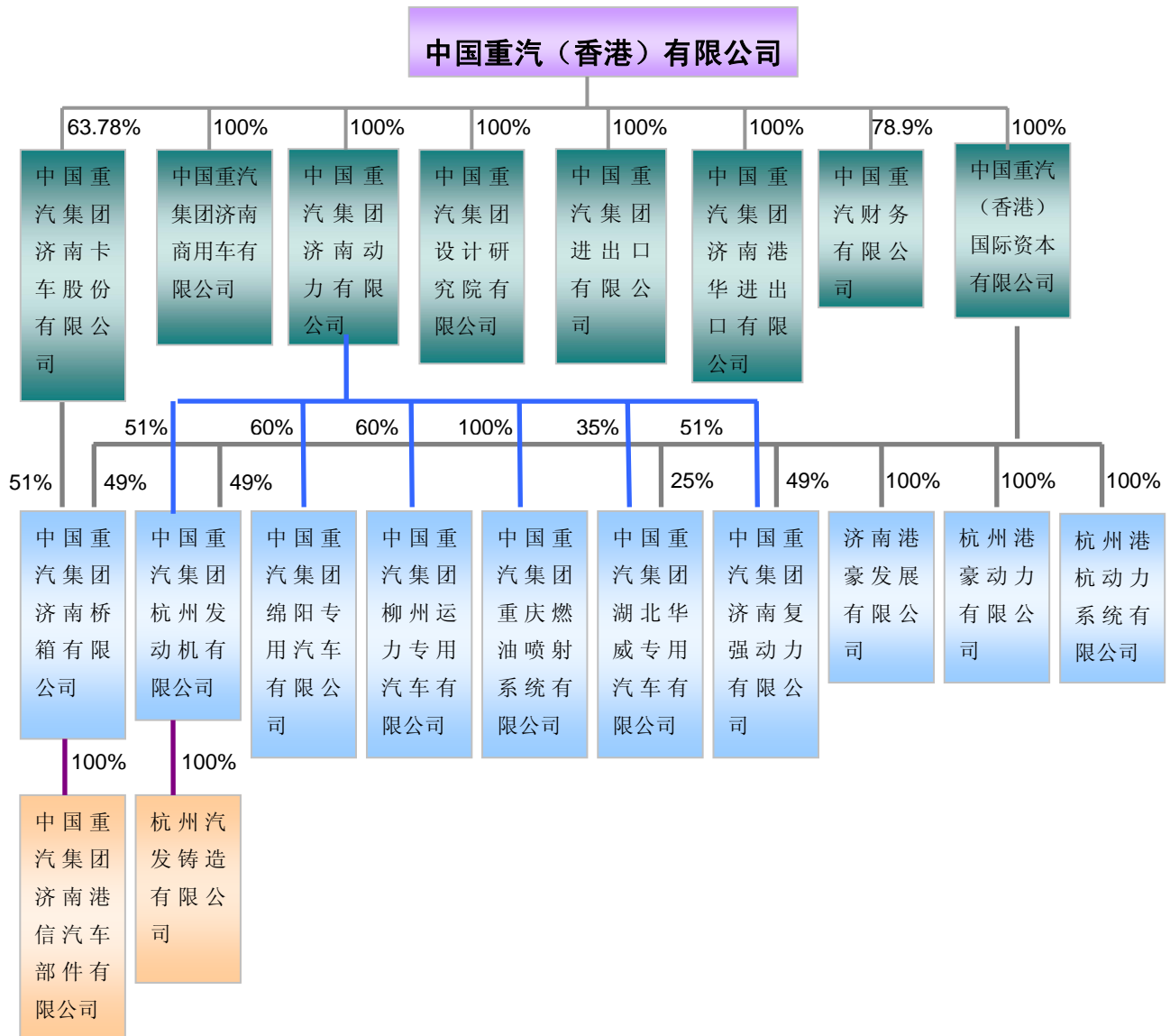
资料来源: 宏源证券、中国重汽



### (一) A 股上市公司是 H 股上市公司的一部分

中国重汽 A 股 (SZ000951) 是 H 股上市公司的一部分。A 股的主体是中国重汽济南卡车公司，公司下属占 51% 股份的中国重汽济南桥箱有限公司，而济南桥箱则 100% 控股中国重汽济南港信。

图 5: 中国重汽集团组织结构图

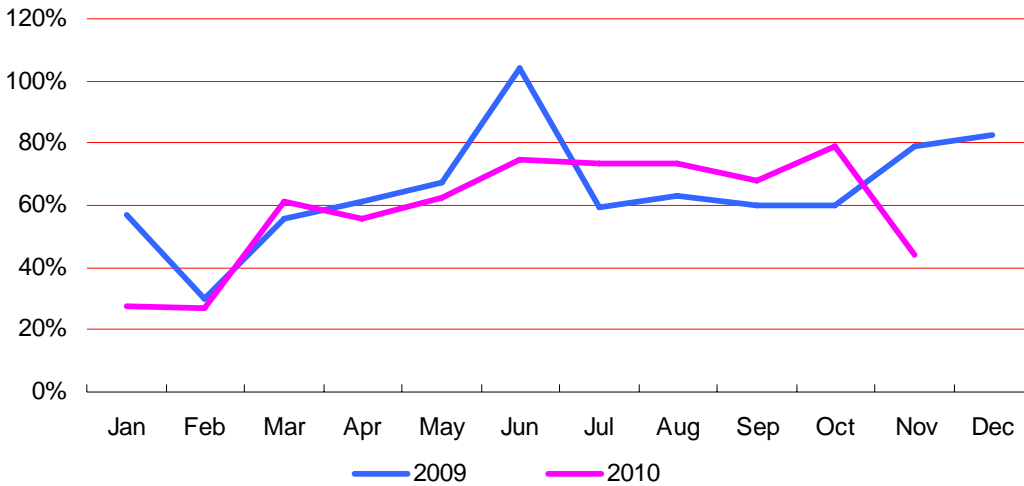


资料来源: 宏源证券、中国重汽

## (二) A 股上市公司的销量目前占集团总销量的 60-70%左右，未来预计会维持在 50%左右

A 股上市公司的销量目前占集团总销量的 60-70%左右，但未来预计产销量大约会维持在 50%左右。

图 6: 济南卡车月度重卡销量占比



资料来源: 宏源证券、中国重汽、中国汽车工业协会

中国重汽主要的整车制造厂有两个，即济南卡车和济南商用车，根据中国重汽集团的“十二五”规划，在“十二五”期间济南商用车公司也将进入 10 万辆阵营，销量占集团公司的 1/2。因此，A 股上市公司未来的销量占比也将略有下降，但预计将在公司内维持在 50%左右的份额。

## (三) A 股上市公司总共有 4 大系列产品，定位于重卡以及向上延伸产品，月均衡产能在 9000 台左右

济南卡车定位于重卡以及向上延伸产品。公司主要生产 HOWO-A7、HOWO、斯太尔王、斯太尔四大系列共 2000 多个品种的车型，涉及汽车总质量 14—60 吨，功率覆盖 266—420 马力，车型包括各类厢式载重汽车、牵引车、自卸车、改装车、特种车等多种用途的重型车，占地面积 120 万平方米。



图 7: 中国重汽济南卡车主力车型



资料来源: 宏源证券、中国重汽

公司拥有 14 条生产线。主要有总装配线（3 条）、驾驶室涂装线、驾驶室焊装线（3 条）、冲压生产线、车架总成铆接线、整车检测线等 14 条生产线。有主要生产设备 2600 台，其中大型设备 40 台，数控设备 60 台。拥有车架纵梁折弯机、车架数控冲孔机、焊接机器人、千吨压力机自动上下料机器人等一大批大型设备。

图 8: 济南卡车总装线



资料来源: 宏源证券、中国重汽

图 9: 济南卡车涂装线



资料来源: 宏源证券、中国重汽

图 10: 济南卡车检测线



资料来源: 宏源证券、中国重汽

月均衡产能大约在 9000 台左右。总装配线实行工序绿化、混线生产、精益模式、生产组织、自动化节拍。柔性混合装配线可实现接订单后 7 至 15 天交货，具备日均衡下线（2 班制）300 辆份以上的生产能力。

济南商用车有限公司同样立足重卡，但却是定位于重汽吨位向下延伸的卡车产品。公司主要从事斯太尔、黄河系列整车生产和各类汽车零部件生产，厂区总占地面积 46 万平方米。公司下辖总装配厂、传动轴厂、车轮厂、内饰件厂、橡胶密封件厂、汽车部件厂、

底盘零件厂、精密铸造厂八个工厂。整车制造于 2007 年底完成搬迁，已经形成年产 5 万辆整车的生产能力，成为中国重汽的第二大制造基地。

### 三、中国重汽集团拥有中国最强大的重卡技术储备

#### （一）公司整体拥有深厚的重卡科研氛围

济南的中国重汽生产出了中国第一辆真正意义上的重卡，并且多年一直专注于重卡行业，经过至今将近 50 年的沉淀，中国重汽已经整体上形成了一个良好的整体机制，一种重卡研发生产的氛围。这种机制并不依靠个人的单打独斗，而是发挥了整个体制，依靠集体的作用推进研发生产制造等各个环节。国内某新晋重卡企业曾经移植了整个的中国重汽研发部，开发出了当时适销对路的重卡车型，但中国重汽随之马上组建了新的研发部，公司的研发能力并没有得到了削弱，这证明了公司整体研发机制的良好运行能力。

#### （二）两次应对危机的能力证明了中国重汽的研发水平

##### 1、重汽潍柴分拆后中国重汽证明了自己自主制造发动机的能力

在 2006 年以前，潍柴动力一直是中国重汽的主要的发动机供应商，2006 年 1 月，中国重汽正式停止从潍柴动力采购发动机，仅仅用了一年时间，中国重汽就将杭州发动机厂改造成功，成为重汽稳定可靠的供货源，其发动机的性能也得到了市场的广泛认可。

**表 1：中国重汽潍柴大事记**

时间	大事记
2004 年 3 月	潍柴厂旗下的潍柴动力成功赴香港上市，成功筹得 11.6 亿港元资金；
2005 年初	重汽集团欲借港股潍柴动力上市，遭拒绝，重汽集团同时筹建济南发动机厂；
2005 年 8 月 12 日	潍柴厂通过旗下潍柴投资收购湘火炬，并间接控制陕西重汽，打造自己的重型汽车产业链；
2005 年 10 月	重汽集团收回由潍柴托管的杭州发动机厂的控制权；
2006 年 1 月	重汽集团停止从潍柴动力采购发动机，同时潍柴宣布与重汽在产权上划清关系；
2006 年 3 月 20 日	山东国资委发文正式解除两家公司的股权关系。

资料来源：宏源证券

##### 2、EGR 体现了中国重汽强大的研发能力

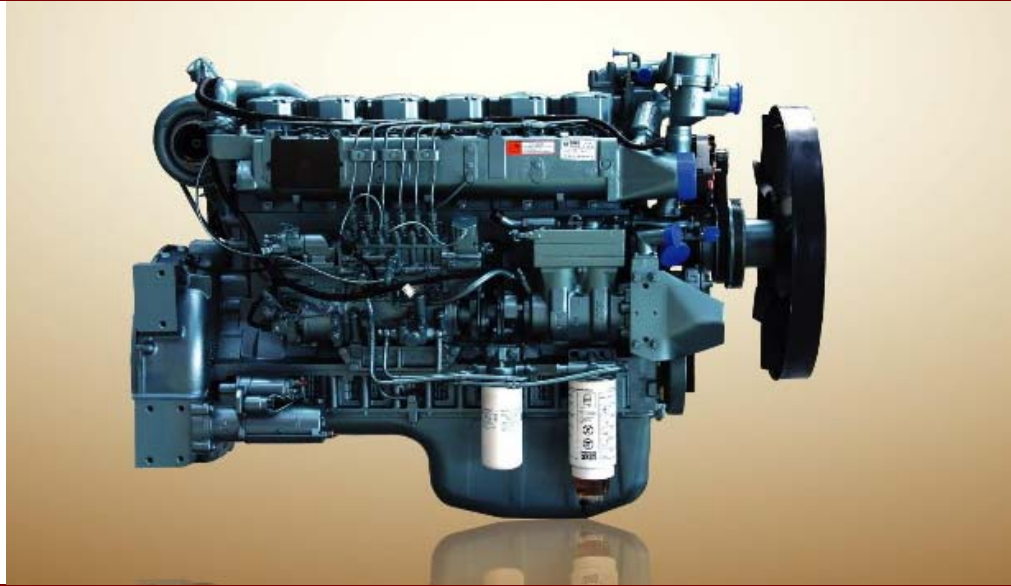
2008 年 7 月 1 日，中国中重卡整体将实施国 III 标准。从国 II 向国 III 转换的标准路径是高压共轨系统。但 2007 年潍柴与博世签订高压共轨系统的独家订货协议，因此中国重汽将无法足额得到排放升级的主要零配件。

在这种前提下，中国重汽独立研发了符合国 III 标准的 EGR 系统。该系统的优点在于成本低，短期符合 III 标准，缺点在于长期难以达到国 III 标准，并且难以升级。EGR 发动机原理是把一小部分尾气导入汽缸，进行二次燃烧，从而达到降低排放的效果。由于只需对国 II 发动机进行简单调整，因此成本较低，直接泵+EGR 相对高压共轨系统大约要便宜 1-1.5 万元。但 EGR 阀长期在高温尾气的浸染下，很容易被腐蚀造成漏气，也就会出现常

说的冒黑烟现象，车辆在运行一段时间就不再符合排放标准。

中国重汽的 EGR 虽然仅仅是一种过渡性的系统，但依靠成本低的优势，并且符合当事国 III 升级的要求，成功的使 EGR 成为国 III 升级的主流配置，得到了其他重卡企业的纷纷仿效，体现了中国重汽高度的市场敏感和强大的研发能力。

图 11: 中国重汽 EGR 发动机



资料来源：宏源证券、中国重汽

### (三) 合资以后拥有了国际同步的重卡技术

与曼合资以后，集团公司拥有了与国际同步的重卡技术使用权。2009 年 7 月 15 日，中国重汽与曼联合发布公告，曼正式以 5.6 亿欧元控股重汽香港 25% 的股份。与曼合资以后，集团公司拥有了 10L、12L 的重卡主流发动机以及制造技术。这次引进曼的 TGA 技术，涉及 55 种整车基本车型，2240 毫米和 2440 毫米两种宽度的驾驶室，提供车型达 4563 种（其中，欧 III 车型 1517 种，欧 IV 车型 1523 种，欧 V 车型 1523 种），以及 D08、D20、D26 三款发动机产品。

表 2: 中国重汽引进发动机指标

型号	排量	适用范围
D08	4 缸和 6 缸两种。4 缸排量为 4.58 升，覆盖 150-210 马力。6 缸排量为 7 升，覆盖 220-320 马力	中、重卡以及客车和部分工程机械产品
D20	排量为 10.52 升，覆盖 300-430 马力，与 D26 机体一致，基础件一致	重卡以及客车和部分工程机械产品
D26	排量为 12.42 升，覆盖 440~600 马力，与 D20 机体一致，基础件一致	重卡以及客车和部分工程机械产品

资料来源：宏源证券、中国重汽

通过合作，还将提升集团公司的技术研发和设计能力。通过合作，公司获得了产品图纸以及该产品的司法文件和实验条件文件等，这将帮助中国重汽学习如何设计发动机等核



心零部件，使得中国重汽在技术上有更大的提升。

A 股济南卡车将获得相关的技术使用权。根据协议，济南卡车得到的收益为：“本公司将获授权装配包含引进技术的技术提升性重卡；本公司控股子公司中国重汽集团济南桥箱有限公司将获授权在中国境内使用引进技术生产车桥等合同产品；以及本公司将有权在其生产的除技术提升型重卡之外的其它车辆上安装利用引进技术国产化生产的 D20、D26 和 D08 三种先进的发动机。”

目前，A 股济南卡车已经推出了 MAN 技术的新车型“汕德卡”，而这正是 MAN 重卡技术在中国重汽内部的最新应用。在最近的工信部 217 批车辆生产企业及产品公告中，济南卡车推出了自己根据 MAN 最新技术生产的升级产品“汕德卡”，即 ZZ4187 和 ZZ4257 牵引车，使用的正是 MAN 技术的 D20 发动机。

图 12: 济南卡车“汕德卡”牵引车



资料来源：宏源证券、中国重汽、国家工信部

## 四、现有的重卡上马热潮对处于第一集团的中国重汽基本上没有影响

### （一）曾经有两波重卡上马热潮，现在是第二波

2000 年前后以福田、春兰和华菱为代表，形成了第一波重卡上马热潮。1997 年，造家电的春兰收购了东风南京专用车制造公司，并更名为南京春兰汽车制造有限公司（控股 60%），正式进入重卡市场；福田从 2000 年左右开始进入重卡市场，2002 年福田制造出了第一辆重卡福田欧曼，正式进入重卡市场；华菱从 2002 年筹备进入重卡市场，2004 年 3

月第一辆重卡样车下线，2004年10月进入批量生产。

目前是第二波重卡上马潮，也是最轰轰烈烈的一波。到2010年底，总共有大运重卡、集瑞联合以及徐工集团等10数家公司筹划进入重卡市场。

**表3：第二波重卡上马厂商**

厂商	重卡上马情况
大运重卡	2009年10月26日正式投产，一期工程达产后将实现年产重卡5万辆，二期工程达产后将形成年产10万辆以上的规模；
集瑞联合重卡	2009年1月9日，集瑞联合重工成立。注册资本4亿元人民币，中集车辆占注册资本的45%，泰瑞投资占注册资本的45%，九思投资占注册资本的10%。2010年10月25日生产线正式投产，产能3万辆；
徐工集团	2008年9月23日，徐工科技宣布以1.7亿元的价格收购南京春兰汽车制造有限公司60%的股权，正式进入重卡领域；
广汽日野	2009年9月21日，广汽日野从化工厂正式投产了首款700系列重卡，预计产能2万辆；
力帆骏马	2010年1月份正式上市，目前年产能在1万台左右；
长安重汽	2007年11月18日，长安重汽重卡正式下线，年产能5万台；
浙江赵龙	2008年8月，总投资15亿元的赵龙集团重卡项目正式签约，该重卡项目计划总投资15亿元，产能大约5万辆左右；
恒天重卡	一期投资18亿元，项目将在2011年建成投产，到2015年产能达到1万辆；
云顶重卡	2009年6月8日，陕汽集团温州云顶汽车有限公司正式成立，公司主要生产中型重型卡车。规划公司建成投产后3年内形成年产销重型专用车5000辆，5年内形成年产销重型专用车1万辆的规模。

资料来源：宏源证券

## （二）唯一成功的案例是福田汽车，但那段历史不可复制

福田汽车是目前为止唯一进入成功的重卡企业，但是福田的成功历史并不能复制，三大因素造成了福田的成功。

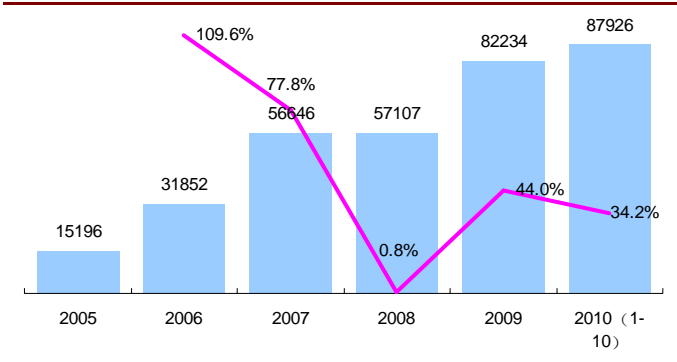
第一，福田重卡上市时间正处于2000-2004年的中国重卡第一个高速增长期，重卡紧缺。从2000年到2004年，中国重卡从8万辆的市场规模增长到35万辆，市场高速增长，这段时间重卡供不应求，福田重卡一上市市场就有充分的保证。

第二，福田设计迎合了当时市场的需求。福田欧曼引进了五十铃的驾驶室，这改变了当时斯太尔驾驶室一统天下的局面，其驾驶室配置的相对优越性得到了众多消费者的青睐。同时广泛采购主流的动力和总成件配套件，也保证了产品与市场主流水平一致。

第三，福田拥有强大的市场营销能力。福田采取跟随策略，营销网点紧邻重汽、一汽、东风等主流重卡厂商，充分保证了福田的关注度和网点配置与一线厂商看齐。

但是今天看，所有的新进入的第二波重卡厂商都没有碰到上述的机遇或者拥有相近的能力，重卡市场目前处于调整期，仅仅靠设计一个驾驶室然后外购总成的做法已经不具备竞争力，而且现在厂商也不具备当年福田所具有的强大营销能力。

图 13: 福田汽车分年度重卡销量 (辆) 和同比增速



资料来源: 宏源证券, CAAM

图 14: 福田欧曼驾驶室



资料来源: 宏源证券, 福田汽车

### (三) 重卡上马的第二波热潮对中国重汽基本上没有影响

鉴于中国重汽目前的市场地位, 重卡上马的第二波浪潮对中国重汽基本上没有影响。中国重汽本身浓厚的重卡科研氛围, 以往应对危机的成功经验, 以及与曼合资所获得的足够的重卡升级技术, 这是所有的第二波上马的重卡厂商所不具备的, 因此这波重卡上马的热潮对中国重汽基本上没有影响。

## 五、中国重卡行业正在经历着明显的价值升级过程, 中国重汽将直接受益

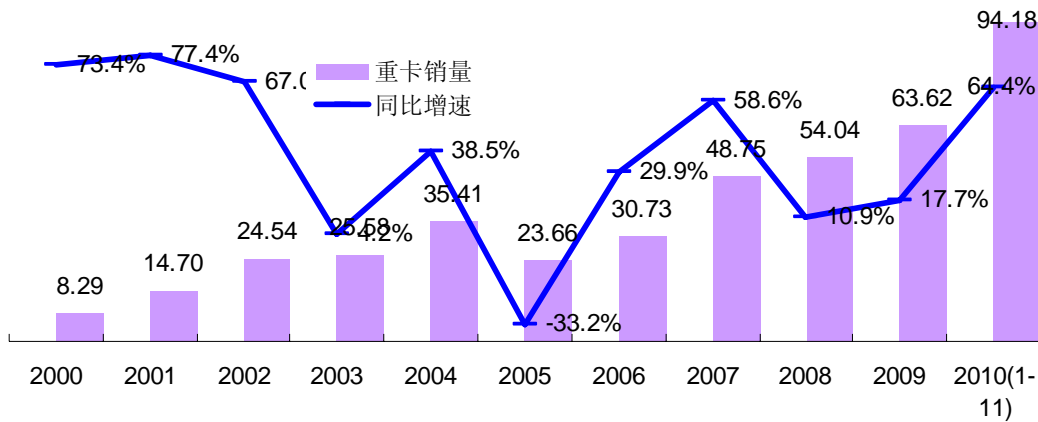
### (一) 预计到 2015 年, 中国重卡的平均价格将会提高到 50 万左右

#### 1、中国重卡纯“销量”的增长将会遇到瓶颈

中国重卡从 2000 年开始到 2009 年经历了一个年均 25% 左右的高速增长历程。2000 年中国重卡年销量只有 8.29 万辆, 到 2009 年销量就达到了 63.62 万辆, 9 年间的平均几何增长率为 25.42%, 2010 年中国重卡销量预计将达到 100 万辆, 成为世界第一大重卡生产和销售国。



图 15: 中国重卡历史销量 (万辆) 和同比增速



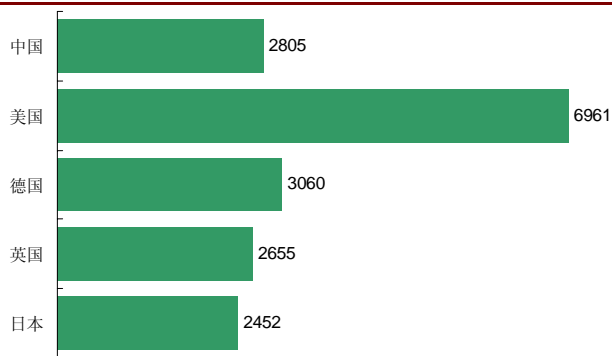
资料来源: 宏源证券, 中国重汽, CAAM

从人均货物周转量上看, 中国已经与世界主要发达国家没有太大的区别。2009 年中国人均公路货物周转量为 2805 吨千米, 基本上与德国、英国、日本等发达国家一致, 但与美国仍然相差很大。

如果考虑到重卡的存续期限, 中国与美国有相当的差距。一般的中国重卡新车通常 3-5 年一换, 大约 8-10 年完全报废, 而美国 1990 年生产的重卡在 14 年以后仍然有 80% 以上的存续率, 两者差距巨大。

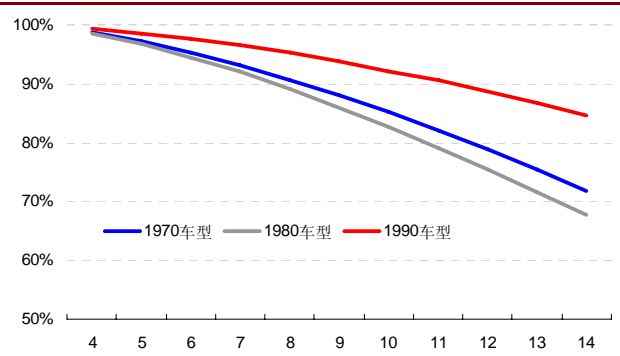
综合考虑到人均货物周转量和重卡存续期限, 中国重卡销量继续快速增长的推动力有限。从人均货物周转量上看, 中国与欧洲日本基本上差距不大, 与美国虽然差距很大, 但中国重卡未来必然会出现质量提升, 存续期限增加的趋势, 这会大大减少未来中国重卡销量的潜在需求。

图 16: 世界主要国家人均公路货物周转量<sup>①</sup> (吨千米)



资料来源: 宏源证券, 国家统计局

图 17: 美国分年度车型重卡生存率<sup>②</sup>



资料来源: 宏源证券, 美国能源局大橡树国家实验室

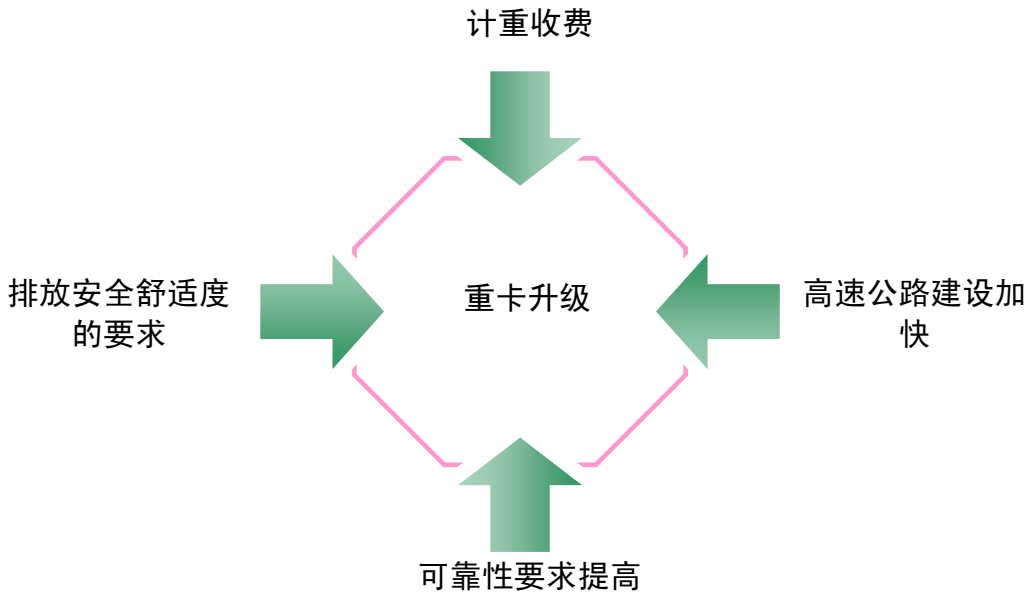
## 2、四大因素决定了未来 5 年重卡价格上涨将跑赢销量

① 中国货运量数据来自于 2009 年, 德国、英国、美国货运量为 2005 年数据, 日本货运量数据为 1998 年。

② 美国重卡指的是 Class 7-8 的重型货车, 总重在 11.8 吨以上。

计重收费、高速公路建设加快、可靠性要求提高以及排放安全舒适度的要求是造成重卡升级的四大客观因素。

图 18: 影响重卡升级的四大因素



资料来源: 宏源证券

### (1) 计重收费促使重卡进入高等级时代

计重收费首先使重卡走向轻量化和大功率化。长期以来,中国收费公路一直以车辆核定装载质量作为依据收取通行费,这在客观上造成了“大吨小标”以及普遍超载现象,引起税费流失,因此从 2010 年初以来,中国境内普遍都实行了计重收费制。由于实行计重收费,重卡就必须在同样载重量下减轻自重,而功率越大,分摊到单位重量上的货物的油耗就越低,因而计重收费必然引起轻量化和功率升级。

轻量化和大功率将促使中国重卡进入高等级时代。轻量化要求采用各种先进技术,比如铝合金变速箱、空气悬挂、真空胎等先进技术,这些技术的引进将在一定程度上提升中国重卡的等级。

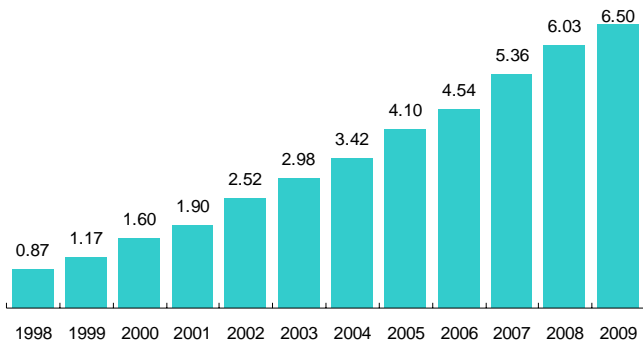
当前 12L 机的逐渐普及就是重卡大功率化的典型表现。目前中国重卡发动机的主流配置是以潍柴 WP10 发动机为代表的 10L 机,功率在 300 马力左右,参照欧洲经验,国际主流的重卡发动机排量 10-14L 之间分布相对均衡,中国则主要集中在 10L 机上,当前随着各个重卡企业 12L 机的不断引进研发,12L 机的比例将会提升,中国重卡的平均单价也会随之水涨船高。

### (2) 高速公路建设加速,对重卡升级的要求明显

高速公路建设加速,对重卡升级会有着极大的促进作用。公路的建设对重卡需求有着直接的影响作用。自 2000 年以来,中国高速公路和 1-3 等级公路的建设进入加速期,这直接推动了中国卡车市场从“中重卡”时代进入“纯重卡”时代。而从 2006 年开始,中国高速公路通车里程不断增加,这将直接推动当前的中国重卡进入大功率时代,高速公路在车速快、运输效率高的前提下,对重型卡车的整体质量级别也提出了新的要求,高效的

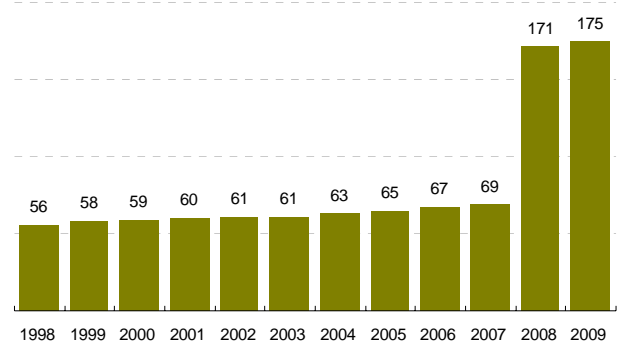
前提下必然带来重卡功率升级和整体级别的提升，与此同时，货物运输运距的增加也对重卡提出了新的更高的要求，这必然带来重卡的整体升级。

图 19: 中国高速公路通车里程 (万千米)



资料来源: 宏源证券, 国家统计局

图 20: 中国货物运输平均运距 (千米)<sup>⑨</sup>



资料来源: 宏源证券, 国家统计局

### (3) 对重卡可靠性要求的提高

运输集约化的深入提高了对重卡可靠性的要求。运输集约化所带来的运输效率的提升对重卡提出了新的要求，与此同时，高等级公路以及大型港口建设的深入也带来了重型工程机械可靠性要求的提高。

运输集约化对重卡运输的及时性有了更高的要求。随着运输体制结构的逐渐完善，传统的粗放型的运输方式开始向集约型运输方式转变，形成了城际长途运输用重卡，城郊中端运输轻卡化，城内终端依靠轻客的运输模式，重卡开始专注于城市之间的长途运输，在下两个节点效率提高的前提下，对重卡运输及时性的要求开始提高，这也就意味着对重卡品质的要求有了一个根本的质的提高。

图 21: 当前中国主要公路运输模式



资料来源: 宏源证券

工程建设要求的提高也对重型工程机械的可靠性提出了新的要求。当前中国基础设施建设已经进入到深化升级阶段，原先的以普通三四级公路为代表的粗放型建设转变为以高速公路、高速铁路、大型深水码头、大型矿山为主的高等级、高技术基础设施建设，这就对相应的重型工程机械提出了新的要求，重型工程机械必须相应升级，才能适应新的基础设施建设需求。

当前的中国重卡并不能适应高可靠性的要求。当前欧洲重卡的无故障行驶里程普遍达

<sup>⑨</sup> 统计口径 2008 年有所变化，但总趋势不变。

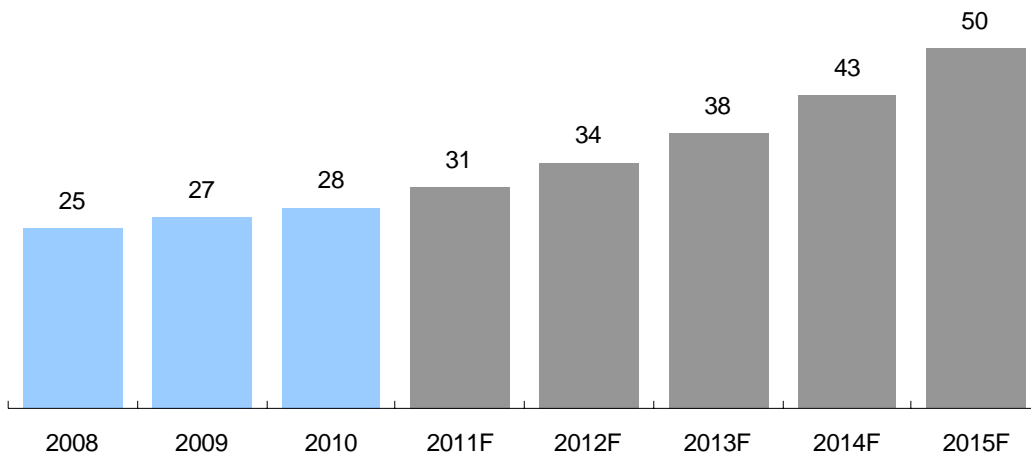
到 150 万公里，司机极少碰到重卡抛锚的问题，而中国当前仅为 15 万公里，中国重卡司机不但要会开，还要能修。单车有效使用率，欧洲超过 95%，国内仅达到 55%。中国重卡的可靠性仍然有很大的提高空间，而这必然带来重卡整体成本售价的提升。

#### (4) 排放及安全舒适度要求的提高

排放及安全舒适度要求的提高也会推高重卡的配置与价格。国 4 标准将使现有的重卡单价上升 2-3 万元左右，虽然 2011 年完全实施国 IV 的概率不大，但预计到 2015 年，国 IV 标准基本上将会完全实施，这将会促使重卡的单价有一个小幅度的上升。安全舒适性方面，自动变速箱、ABS 等欧美主流重卡配置的推广预计也将逐步增加售价。

受这四个因素影响，在重卡销量继续增长受到瓶颈制约的前提下，我们预计未来 5 年中国重卡的价格将逐步跑赢销量，预计到 2015 年，重卡的平均价格将会从 2010 年的 28 万上升到单车 50 万左右。

图 22: 中国重卡单价预测 (万元)



资料来源: 宏源证券

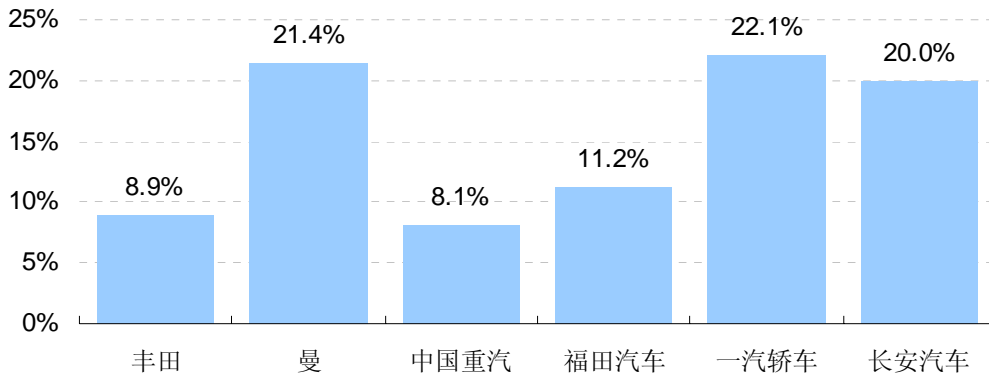
## (二) 目前中国乘用车毛利率远高于商用车的现象预计将会改观

### 1、中国重卡的毛利率要远低于乘用车，与欧美情况正好相反

国际上一般商用车的毛利率要远高于乘用车。一般乘用车的毛利率在 10% 以内，而商用车则通常维持在 20-25% 左右。根据 2009 年年报数据，以乘用车为主的丰田的毛利率为 8.9%，而商用车为主的曼毛利率则达到了 21.4%，要远远高于乘用车企业。

欧美商用车企业毛利率较高的原因来自于其技术水准和竞争程度。与中国相反，欧美商用车的技术水准要远高于乘用车，商用车尤其是重卡，由于专用性比较强，相对乘用车这种规模化生产的产品来讲，技术水平要高。而且由于商用车在欧美总体销量并不大，经过多年的竞争合并，具备竞争力的商用车整车企业并不多，形成了独有的寡头垄断局面，因此商用车的总体毛利率要高于乘用车。

图 23: 主要汽车上市公司 2009 年毛利率情况<sup>④</sup>



资料来源: 宏源证券、丰田汽车、曼、Wind 资讯

## 2、中国重卡行业低毛利率的情况预计将会有所缓和

中国商用车尤其是重卡毛利率较低的主要原因是市场竞争激烈,同时也有部分历史遗留因素。中国重卡行业竞争激烈,企业众多。除了重汽外,一汽、东风、陕汽、福田都是竞争力很强的重卡企业,此外还有众多企业意图进入重卡市场,竞争的激烈程度限制了中国重卡行业的毛利率水平。同时由于中国计划经济下传统的重投资轻消费的传统,投资品的价格被人为的压低,沿袭到今天,作为投资品的中国重卡的价格相对也比较低。

中国重卡低毛利率的情况预计将有所缓和。首先由于重卡作为投资品,由于其专业化所形成的技术壁垒,与消费品之间出现的倒挂关系不可能长期存在。其次随着重卡市场的深化,标准要求逐渐上升,行业门槛逐渐提高,竞争格局将逐渐稳定,现有的因为激烈竞争所导致的低毛利率现象将有所改善。

### (三) 中国重汽将直接受益于重卡行业的价值升级过程

#### 1、预计 2011 年中国重卡销量增长 5%左右

2010 年前 11 个月中国实现重卡销售 94.18 万辆,同比增长高达 64.39%,全年销量预计将接近或超过 100 万辆,达到历史最高水平。

我们预计 2011 年投资将会维持一个稳定的增速,同时鉴于 2010 年相对较高的基数透支了部分 2011 年的重卡消费,预计 2011 年中国重卡市场的增速在 5%左右。

预计 2012 年中国重卡市场销量进入平稳增长期,年增速也为 5%。

#### 2、中国重汽将直接受益于重卡行业的价值升级过程

通过与 MAN 的合资以及多年的技术积累,中国重汽拥有中国最强大的技术储备,是当之无愧的重卡行业龙头股,将随中国重卡行业的增长而增长,将直接受益于重卡行业的价值升值过程。

<sup>④</sup> 丰田数据口径为 2009 年年报中的产品业务,曼口径为 2009 年年报中曼工业部分业务,其它数据来自于wind年报数据。

### 3、预计中国重汽未来 2 年的收入增速分别为 15%和 16%

我们预计 2011-2012 年，中国重汽销售收入将跑赢销量增速，在单价增长 10%和 11%的前提下，年增速分别为 15%和 16%。

## 六、我们预计中国重汽 2010-2012 年 EPS 分别为 2.14、2.37 和 2.98 元，维持原来的增持评级

表 4: 中国重汽预测基本假设

	2009A	2010E	2011E	2012E
收入增长率:	6.08%	42.00%	15.00%	16.00%
销量增长率	/	/	5%	5%
单价增长率	/	/	10%	11%
三费/收入	4.73%	5.91%	6.25%	6.36%

资料来源: 宏源证券



**表 5: 中国重汽预测表**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	单位: 百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	6219	7805	9333	11963	营业收入	20361	28912	33249	38569
应收和预付款项	3567	5197	4878	6799	营业成本	18723	25784	29591	34133
存货	2973	4616	4094	5953	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	营业费用	627	1012	1164	1350
长期股权投资	0	0	0	0	管理费用	281	463	598	771
投资性房地产	0	0	0	0	财务费用	56	233	316	331
固定资产和在建工程	2233	2168	2096	2017	资产减值损失	-13	12	14	16
无形资产和开发支出	350	309	268	227	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
<b>资产总计</b>	<b>15342</b>	<b>20095</b>	<b>20670</b>	<b>26958</b>	他经营损益	0	0	0	0
短期借款	4979	5479	6479	7979	<b>营业利润</b>	<b>688</b>	<b>1408</b>	<b>1565</b>	<b>1967</b>
应付和预收款项	5458	8195	7326	10429	其他非经营损益	16	16	16	16
长期借款	1260	1460	560	560	<b>利润总额</b>	<b>704</b>	<b>1424</b>	<b>1581</b>	<b>1983</b>
其他负债	482	587	587	587	所得税	126	214	237	297
<b>负债合计</b>	<b>12178</b>	<b>15721</b>	<b>14952</b>	<b>19555</b>	净利润	578	1210	1344	1685
股本	419	419	419	419	少数股东损益	150	314	348	437
资本公积	684	684	684	684	<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>428</b>	<b>896</b>	<b>995</b>	<b>1248</b>
留存收益	1752	2649	3644	4892	<b>EPS (元)</b>	<b>1.02</b>	<b>2.14</b>	<b>2.37</b>	<b>2.98</b>
归属母公司股东权益	2856	3752	4748	5996	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	308	622	970	1407	<b>成长能力</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3163</b>	<b>4374</b>	<b>5717</b>	<b>7403</b>	销售收入增长率	6.08%	42.00%	15.00%	16.00%
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>15342</b>	<b>20095</b>	<b>20670</b>	<b>26958</b>	净利润增长率	-6.64%	109.51%	11.02%	25.43%
<b>现金流量表</b>					<b>获利能力</b>				
经营活动现金流量净额	358	1306	1858	1572	毛利率	8.05%	10.82%	11.00%	11.50%
税后经营利润	579	1197	1330	1672	销售净利率	2.84%	4.19%	4.04%	4.37%
折旧与摊销	180	334	358	384	ROE	14.98%	23.89%	20.96%	20.82%
资产减值损失	-13	12	14	16	<b>偿债能力</b>				
利息费用	166	193	183	177	资产负债率	79.38%	78.23%	72.34%	72.54%
存货的减少	-450	-1643	522	-1859	流动比率	1.22	1.28	1.32	1.34
经营性应收项目的减少	-1465	-1631	319	-1921	速动比率	0.93	0.95	1.03	1.02
经营性应付项目的增加	1327	2738	-869	3103	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-204</b>	<b>-227</b>	<b>-247</b>	<b>-267</b>	总资产周转率	1.33	1.44	1.61	1.43
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>980</b>	<b>507</b>	<b>-83</b>	<b>1323</b>	应收账款周转率	6.63	6.92	8.00	7.00
<b>现金流量净额</b>	<b>1134</b>	<b>1586</b>	<b>1528</b>	<b>2629</b>	存货周转率	6.30	5.59	7.23	5.73

资料来源: 宏源证券 (根据 Wind 模型调整)

**分析师简介:**

于军华：宏源证券研究所汽车行业研究员，中国人民大学经济学硕士，CPA，CFA L3 Candidate，5 年汽车行业咨询经验，2010 年加盟宏源证券研究所。

**机构销售团队**

华北区域	华东区域	华南区域
<b>牟晓凤</b> 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	<b>曾利洁</b> 010-88085790 zenglijie@hysec.com	<b>雷增明</b> 010-88085989 leizengming@hysec.com
	<b>刘爽</b> 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	<b>孙利群</b> 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。