

# 重卡旺销背后的思考——得底盘者恒强

2011 年 2 月 15 日

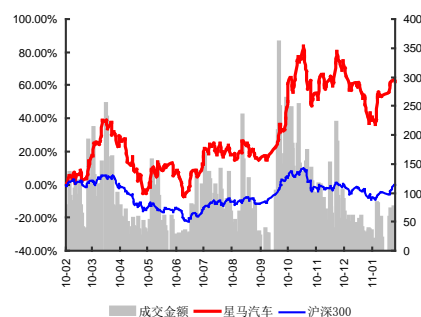
恒泰证券研发中心 (✉)

☎: 021-68405203

## 公司基本信息

动态 PE	12.99
行业 PE	17.26
沪深 300PE	15.00
总股本	1.87 亿
总市值	46.96 亿
当前股价	25.11
20 日均价	22.83
30 日均价	23.36
60 日均价	24.24
120 日均价	22.49

## 公司股价与沪深300对比



资料来源：恒泰证券研发中心绘制

相关报告：

《恒泰 15 金-星马汽车之一：  
得底盘者得天下》

星马汽车作为国内最大的罐式改装车生产企业，市场占有率高达35%。在重卡旺销的背景下，公司背靠华菱汽车的战略性垂直生产体系优势将使得公司在混凝土搅拌车、散装水泥车细分市场的竞争地位得以不断巩固。

### 报告要点：

#### • 2010年重卡旺销，行业盈利能力提升

2010年重卡行业销售旺盛超预期，全年累计销售量突破100万辆，创历史之最。相比2009年64万辆的销量同比增长达到59.51%。

#### • “十二五”第一年新开工项目多、铁路运力不足、改装车重卡化将支持2011年重卡需求，预计销量增长20%

“十二五”规划第一年，新开工项目较多，集中在基础设施建设上，土建及公路运输需求旺盛。长期以来我国铁路运力不足的局面在短期内难以改变，公路弥补铁路运输瓶颈的势头还将持续。改装车重卡化也是支撑重卡需求的重要原因。我们预计2011年重卡销售将保持旺盛，销量增长在20%左右。

#### • 重卡旺销背后的思考——得底盘者恒强

罐式水泥用车2011年需求也将较旺盛，预计销量增长在30%左右。今年新开工项目多为中小型项目，量大且地点分散，诸如水利建设、保障房建设等，因而对水泥运输及搅拌需求增大。另外，淘汰落后产能后导致一些中小型水泥企业所在地出现了供给不足，因而需要增加水泥运输及搅拌车辆。在重卡旺销的背景下，供货稳定、价格低廉、技术优秀的底盘供应商将直接影响星马这类改装车生产企业，背靠华菱汽车这样的优势使得星马汽车在细分行业具有相当的核心竞争力，并且这种优势在激烈的竞争中愈加凸显。短期内星马汽车的核心竞争力具有延续性，细分行业的龙头地位难以撼动。

#### • 盈利预测和投资建议

预计2011年合并华菱后的EPS达到1.932元，预期市盈率仅12.99倍，仍具备相当的成长空间，我们维持买入评级。

## 目录

1. 2010 年重卡旺销 .....	2
2. 2011 年重卡销售将依旧火爆，预计增速可达 20% .....	4
2.1 “十二五”新开工项目多 .....	4
2.2 铁路运力严重不足 .....	5
2.3 改装车重卡化是未来发展的大趋势 .....	5
3. 重卡旺销背后的思考——得底盘者得天下，强者恒强 .....	6
4. 投资评级 .....	6

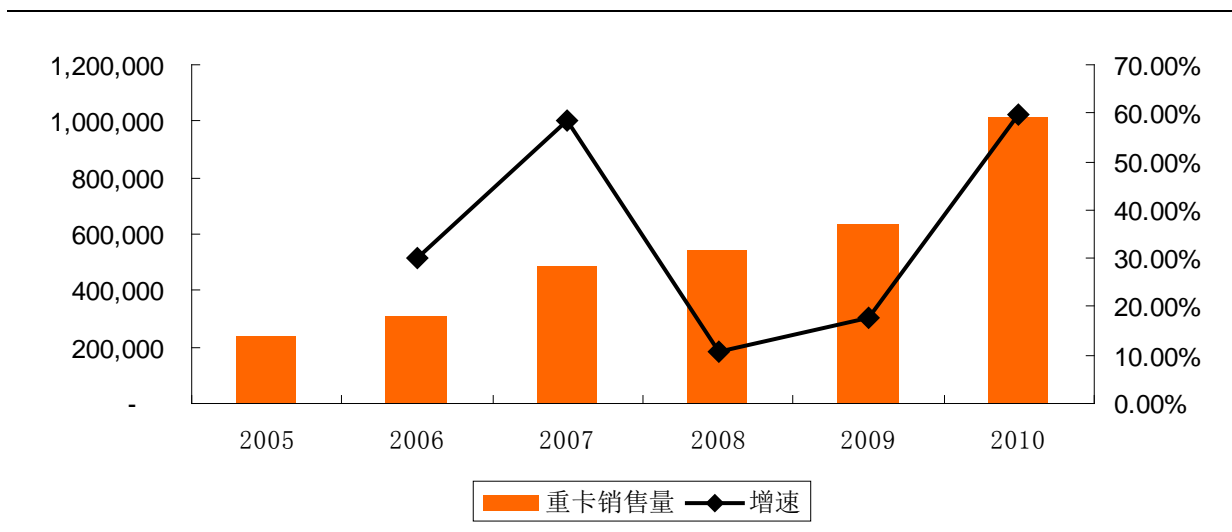
## 图表目录

图表 1 2005-2010 年重卡销售数量及增速（单位：辆） .....	2
图表 2 2009-2010 年前十大重卡生产商产量（单位：辆） .....	2
图表 3 城镇固定资产投资额及增速（单位：百万，%） .....	3
图表 4 货物运输量及增速（单位：百万吨、%） .....	3
图表 5 重卡生产商市场占有率（%） .....	3
图表 6 商用车载货车板块销售毛利率（%） .....	4
图表 7 商业车载货车营业收入同比增长（%） .....	4
图表 8 部分十二五规划新项目 .....	5

## 1. 2010年重卡旺销

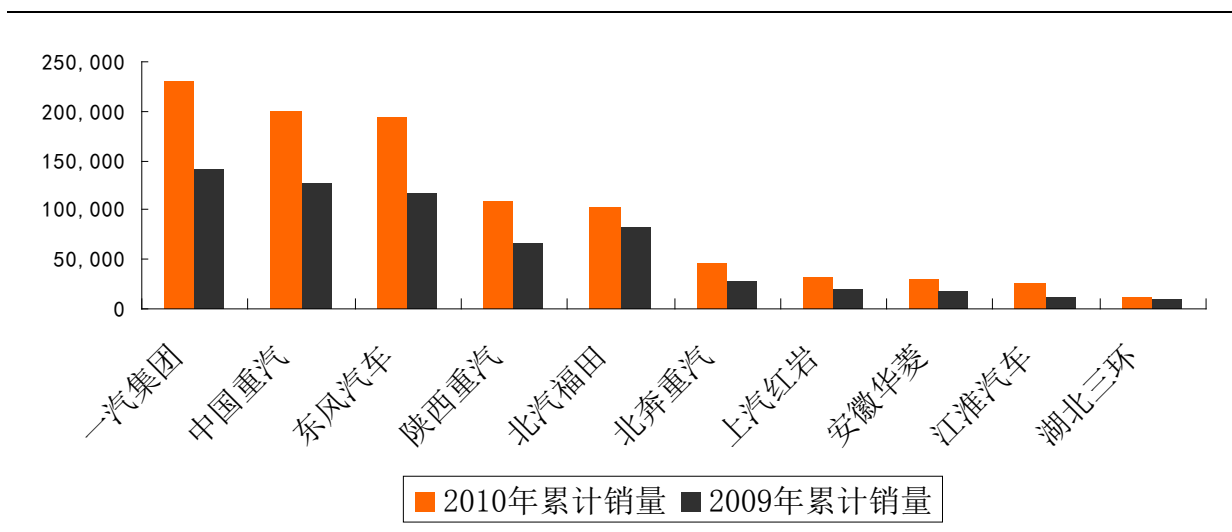
2010年重卡行业销售旺盛超预期，全年累计销售量突破100万辆，创历史之最。相比2009年64万辆的销量同比增长达到59.51%，增速仅低于SUV、MPV，位居汽车全行业第三。

图表 1 2005-2010年重卡销售数量及增速（单位：辆）



数据来源：汽车工业协会、恒泰证券研发中心

图表 2 2009-2010年前十大重卡生产商产量（单位：辆）



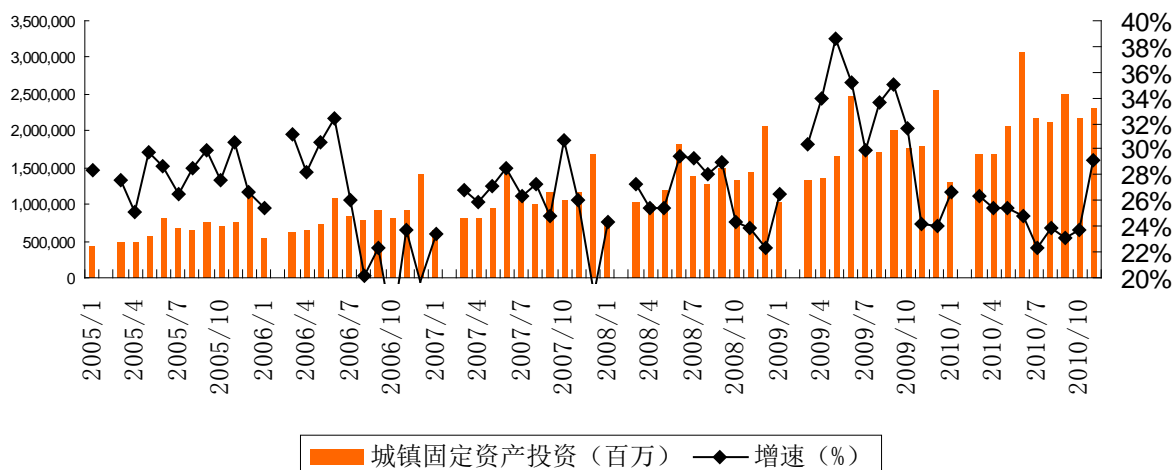
数据来源：汽车工业协会、恒泰证券研发中心

2010年重卡旺销的主要原因：（1）固定资产投资增速依旧处于高位；（2）国内物流行业高速发展。

2010年处于四万亿投资的最后一年，投资依然非常强劲。去年固定资产投资仍保持较高增速，全社会固定资产投资增速23.8%，城镇固定资产投资24.5%，并且固定资产投资项目中多为基础设施建设。固定资产投资项目带来了大量运输需求，重卡需求强度上不弱于工程机械。因为剔除运输需求外，其中相当部分的工程机械底盘实际

上都使用重卡底盘。

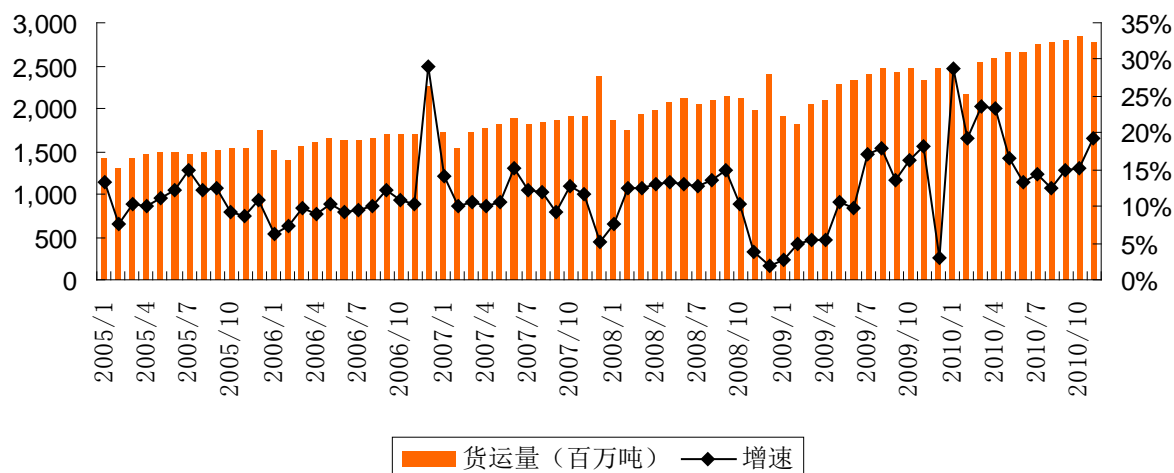
图表 3 城镇固定资产投资额及增速 (单位: 百万, %)



数据来源: CEIC、恒泰证券研发中心

2010年公路货运量较09年增长11.61%，其中公路交通运输增长19.2%，物流运输业的高增长带动了重卡的需求。

图表 4 货物运输量及增速 (单位: 百万吨, %)



数据来源: CEIC、恒泰证券研发中心

重卡市场基本上三个梯队: 第一梯队, 一汽、东风、重汽产量都在20万辆左右; 第二梯队, 陕汽、北汽、北奔产量在5至10万辆; 第三梯队, 红岩、华菱、江淮、三环产量在1至3万辆。

图表 5 重卡生产商市场占有率 (%)

	2006	2007	2008	2009	2010
一汽集团	21.25%	19.74%	19.82%	22.25%	22.73%

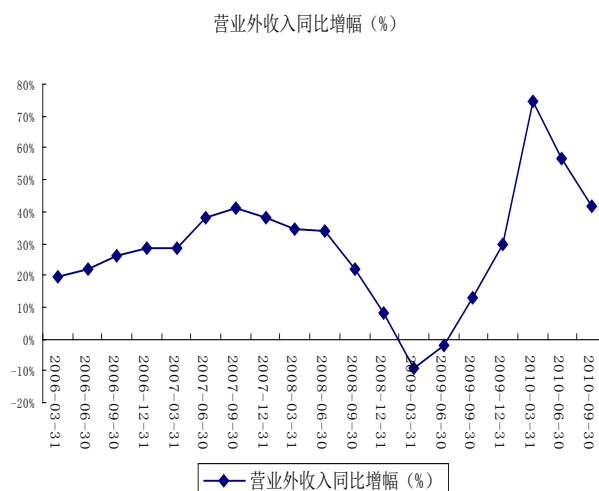
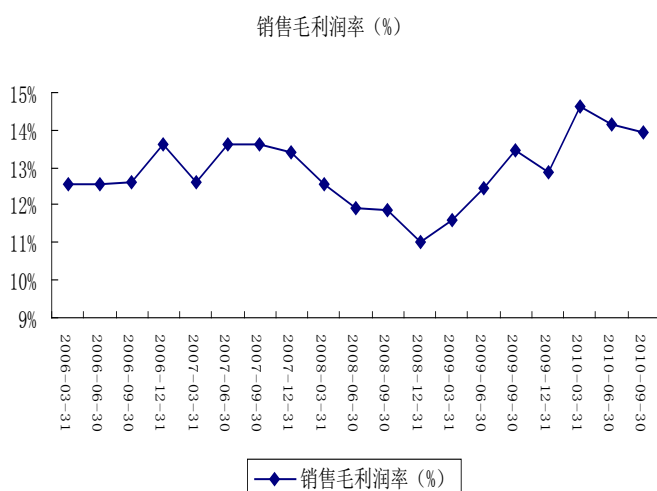
东风汽车	22.02%	18.20%	19.70%	18.24%	19.00%
中国重汽	19.58%	20.48%	20.62%	19.61%	19.49%
陕西重汽	10.61%	12.33%	12.04%	10.60%	10.72%
北汽福田	10.37%	11.62%	10.57%	12.93%	10.15%
北奔重汽	3.27%	3.09%	4.63%	4.40%	4.49%
上汽红岩	5.88%	4.93%	4.13%	3.08%	3.28%
安徽华菱	1.77%	2.25%	2.37%	2.87%	3.00%
江淮汽车	1.00%	2.11%	2.00%	2.03%	2.53%
湖北三环	0.99%	1.22%	1.43%	1.56%	1.17%
其它	3.27%	4.03%	2.69%	2.43%	3.45%
总计	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源：汽车工业协会、恒泰证券研发中心

从毛利润率和营业收入增速可以看出，2009-2010年重卡行业景气度提升。虽然毛利润率和营业收入增速在二、三季度略有下降，但是2010年行业整体盈利能力处于历史高位，营业收入增速也在40%以上，充分说明景气度较好。重卡销售旺盛，行业盈利能力提升。

图表 6 商用车载货车板块销售毛利润率 (%)

图表 7 商业车载货车营业收入同比增长 (%)



数据来源：WIND、恒泰证券研发中心

从重点公司来看，潍柴2010年净利润预计增长75%-105%，毛利润率由去年的21.4%提升至25%以上，公司重卡整车销售非常旺盛。

## 2. 2011 年重卡销售将依旧火爆，预计增速可达 20%

### 2.1 “十二五”新开工项目多

重卡需求受到固定资产投资和运输两方面的影响，重卡底盘是改装车的平台，具备工程机械的需求特性。今

年由于是“十二五”规划的第一年，众多基建工程项目将开工，土建及公路运输需求旺盛。虽然固定资产投资增速可能下滑至20-22%左右，但新项目多集中在基础设施建设上，项目结构和项目类型上对运力及工程机械的需求都很大。类似每年4000亿的水利投资，对土石方、水泥需求极大，对工程机械和重卡需求也多。

图表 8 部分十二五规划新项目

保障性住房	2010 年建设 520 万套，2011 年规划建设 1000 万套，超出之前预计 580 万套 420 万套。
核电十二五规划	至 2015 年核电装机规模将达到 3900 万千瓦，力争 2020 年实现 8600 万千瓦以上，在建规模约 4000 万千瓦。以 13000 万/kwh 核电平均单位投资成本计算，2011-2015 年投资将达 5070 亿，2011-2020 年将超过 1.1 万亿。
农村电网改造	2010 年起，国务院启动新一轮农村电网改造，涉及资金约 2000 亿元。
水利建设	2010-2020 年水利建设投资将达到 4 万亿，以改变目前落后的水利基础设施。今年开始，每年将计划投入 4000 亿资金进行水利设施建设及改造。
铁路基建十二五规划	在“十二五”期间，我国铁路建设将维持大规模投入，投资额将保持在每年 7000 亿元左右，共计约 3.5 万亿元，相比“十一五”期间的 2.2 万亿元投资，增加了 1 万多亿元。其中，按照“十二五”将建成 16448 公里高铁、高铁平均每公里造价 1.14 亿元计算，高铁的总投资约为 1.875 万亿元。
城市轨道交通建设	根据工信部最新消息，中国已有 36 个城市上报城市轨道交通建设规划，2010-2020 年，城市轨道交通新增营业里程将达到 6560 公里。预计到 2020 年，全国城市轨道交通累计营业里程将达到 7395 公里。以每公里 5 亿元造价计算，2009-2020 年城市轨道交通将投入 3.3 万亿，年均达 2700 亿元，中国城市轨道交通建设将迎来黄金十年。
公路建设	各省相继推出十二五规划

数据来源：发改委网站、恒泰证券研发中心

## 2.2 铁路运力严重不足

尽管我国已经拥有7531公里高铁，但是春运“一票难求”的紧张情况没有改变；京藏高速堵车20天，一万多辆重卡被堵在高速上，正是由于铁路运力不足导致京藏高速成为内蒙向北京运电煤的重要通道，使用石油运输煤炭怪像的根源在于铁路运力不足；长期以来我国煤炭开采“以运定产”的模式实质上都是铁路运力紧张所造成的。短期内铁路运力问题难以解决，重卡需求将继续放大。

## 2.3 改装车重卡化是未来发展的大趋势

各种改装车行业都有底盘重型化的趋势，如城市扫雪车、垃圾车、清洁车、自卸车等，重型化可以有效提高工作效率。这也是城市化发展的内生要求。随着城市化发展，城市规模不断扩大带来的是对改装车要求的不断提高，越来越来多的重卡改装车将整装待发。重卡底盘替代原有轻卡底盘及新增重卡的改装需求是支持重卡需求新的一极。因此，我们预测今年重卡销售依旧较好，估计销量增速在20%左右。

### 3. 重卡旺销背后的思考——得底盘者得天下，强者恒强

星马汽车作为国内罐式专用车龙头，相比主要竞争对手而言其最大的优势在于底盘的技术和成本。混凝土搅拌车、散装水泥车底盘一般都采用重卡底盘，底盘占成本的70%左右，属于成本中占比最大的部分。在重卡旺销的背景下，底盘资源对改装车企业而言是最大的不确定项。调研中核实，2009-2010年混凝土搅拌车及散装水泥车价格较稳定，在重卡行业毛利润率提升的前提下获得底盘资源对于改装车企业至关重要。

相比最主要的竞争对手三一重工和中集集团，星马汽车在底盘上具有绝对优势。值得一提的是，今年将会把华菱汽车注入上市公司，目前该重组已进入反馈意见上报阶段。鉴于解决兄弟公司之间关联交易的重组方案获批的可能性非常大，我们预计今年三季度前将会完成重组。华菱汽车作为国内第八大重卡生产企业，技术日臻成熟，市场占有率逐年提高，2010年全国市场占有率达到3%，较2009年的2.87%提高了0.13个百分点。星马汽车目前70%底盘采购自华菱汽车，另30%来自五十铃、三菱、一汽、二汽、重汽。

公司底盘优势主要有：

- (1) 底盘供应稳定，价格较低，可采购数量大；
- (2) 华菱汽车与星马汽车毗邻，基本没有运输成本，维护成本极低；
- (3) 华菱汽车与三菱有十年技术合作，重卡技术成熟，具备优势。

三一重工虽然2008年成立了自己的底盘公司——湖南汽车，湖南汽车专注于改装车底盘及混凝土搅拌车的生产。湖南汽车相比华菱汽车而言，产能较小，技术上也不具备绝对优势，三一目前混凝土搅拌车用底盘主要采用重汽、东风的产品。由于成本原因，三一的同类产品价格要高于星马汽车。在重卡旺销的情况下，供货稳定、价格低廉、技术优秀的底盘供应商将直接影响星马这类改装车生产企业，背靠华菱汽车这样的优势使得星马汽车在细分行业具有相当的核心竞争力，并且这种优势在短期内具有可延续性，星马汽车的龙头地位短期内难以被撼动。

### 4. 投资评级

基于今年对重卡销售的乐观预期，在今年改装车市场竞争中星马汽车最大的优势——底盘优势将得以巩固。我们看好星马汽车今年的业绩增长及未来几年内的成长性，预计2011年合并华菱后的EPS达到1.932元，对应目前25.11元的股价而言，预期市盈率仅12.99倍，仍具备相当的空间，我们维持买入评级。

## 1、重要声明

本报告中的数据均来源于公开可获得资料，恒泰证券研发中心力求准确可靠，但对这些数据的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。本报告仅向特定客户传送，未经恒泰证券研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

## 2、评级说明

类别	评级	标准
公司投资评级	买入	未来 6 个月内公司股价相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	增持	未来 6 个月内公司股价相对沪深 300 指数涨幅 0-10%
	观望	未来 6 个月内公司股价与沪深 300 指数涨幅持平
	减持	未来 6 个月内公司股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	未来 6 个月内行业指数于沪深 300 指数涨幅持平
	弱于大市	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数跌幅 5%以上

## 3、联系方式



恒泰证券研发中心

地址：上海市浦东新区松林路 357 号通茂大酒店 26 楼

邮编：200122

联系电话：021-68405209

电子邮件：huanglu@cnht.com.cn