

中国重汽（3808）

受益“一带一路”的重卡行业龙头

评级：增持

当前价格（港元）：5.55

2015.04.10

交易数据

52 周内股价区间（港元）	3.76-6.30
当前股本（百万股）	2761
当前市值（百万港元）	162

	崔书田（分析师）	王炎学（分析师）	孙柏蔚（研究助理）
	021-38674703	010-59312757	021-38674924
	cuishutian@gtjas.com	wangyanxue@gtjas.com	sunbaiwei@gtjas.com
证书编号	S0880512080004	S0880514040001	S0880114080008

本报告导读：

公司是重卡行业龙头，有望受益“一带一路”新增重卡出口需求。

摘要：

- 中国重汽估值指标：对应当前股价，相对 2014 年市盈率为 31 倍，市净率为 0.67 倍。
- 重卡行业龙头。中国重汽拥有完善卡车产品系列，工程自卸车、水泥搅拌车销量均位居行业首位。
- 一带一路优先实现基础设施互联互通，基建拉动重卡新增出口需求。目前中国重汽卡车出口销量占公司比例约 20%，未来有望借一带一路东风加强卡车出口业务。
- 与德国曼强强联合，新产品表现良好助推公司销量增速领先行业。曼在 2009 年入股公司占 25% 加 1 股的股权，公司整体向曼技术产品平台提升转变，应用曼技术的 T 系列产品在动力性、舒适性及可靠性方面获得市场认可，自 2013 年至今累计销量超 1 万台，推动公司市场份额不断提升。2014 年公司整车销量同比增长 8%，同期行业销量同比下降 4%。
- 风险提示：重卡销量大幅下滑，一带一路出口需求不达预期。

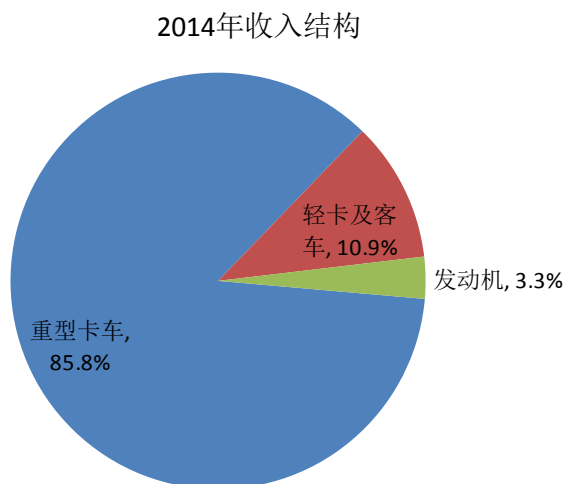
财务摘要（百万港元）	2010	2011	2012	2013	2014
营业收入	46,792	45,414	34,637	38,780	41,730
(+/-)%	42%	-8%	-24%	9%	8%
毛利润	7,643	7,301	5,364	6,576	7,159
净利润	1,740	1,236	152	345	517
(+/-)%	77%	-32%	-88%	121%	50%
PE	9	13	107	47	31
PB	0.76	0.70	0.70	0.68	0.67

1. 重卡行业龙头

公司主要从事重卡、轻卡、客车等商用车及发动机、车桥、驾驶室等关键总成、零部件的制造及销售。2014 年重卡销售收入占比 86%，贡献绝大部分收入。

公司具有国内最完善的卡车整车产品系列，其中工程类自卸车、水泥搅拌车市占率均位居行业首位。

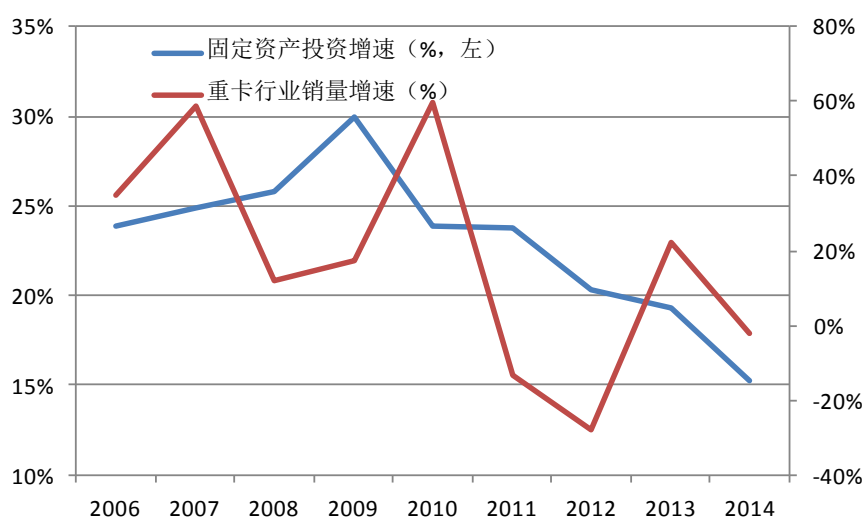
图 1：公司产品以重型卡车为主



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

中国经济进入“新常态”，重卡需求有所放缓。固定资产投资增速放缓以及采掘低迷，工程类自卸车市场出现萎缩。消费增长以及城际物流快速发展，货物周转量拉动公路用牵引车需求。

图 2：我国重卡销量增速与固定资产投资增速呈现正相关性



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2015 年国内重卡行业新增与更新需求还包括：黄标车淘汰以及新渣土车标准出台带来的更新需求，国家集中批复铁路公路机场水利等基建项目带来新增需求。

2. “一带一路”有望拉动重卡出口需求

“一带一路”战略构想。2013 年 9 月和 10 月，习近平主席在出访中亚和东南亚国家期间，先后提出共建“丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”（简称“一带一路”）的战略构想。2015 年 3 月 28 日，国家发展改革委、外交部、商务部联合发布《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》。

图 3：一带一路示意图

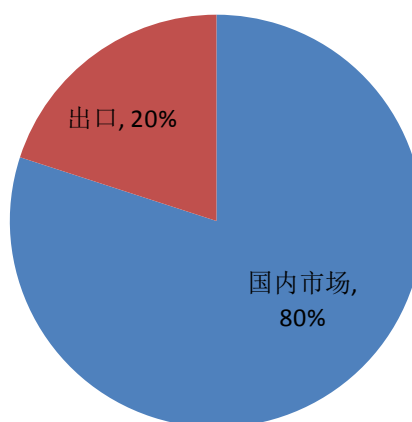


数据来源：百度百科

“一带一路”将实现基础设施互联互通，基础设施建设拉动重卡新增出口需求。《愿景和行动》提到：基础设施互联互通是“一带一路”建设的优先领域，沿线国家宜加强基础设施建设规划，共同推进国际骨干通道建设，逐步形成连接亚洲各次区域以及亚欧非之间的基础设施网络。

图 4：公司出口业务占比 20%

中国重汽销售结构（2014年）



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

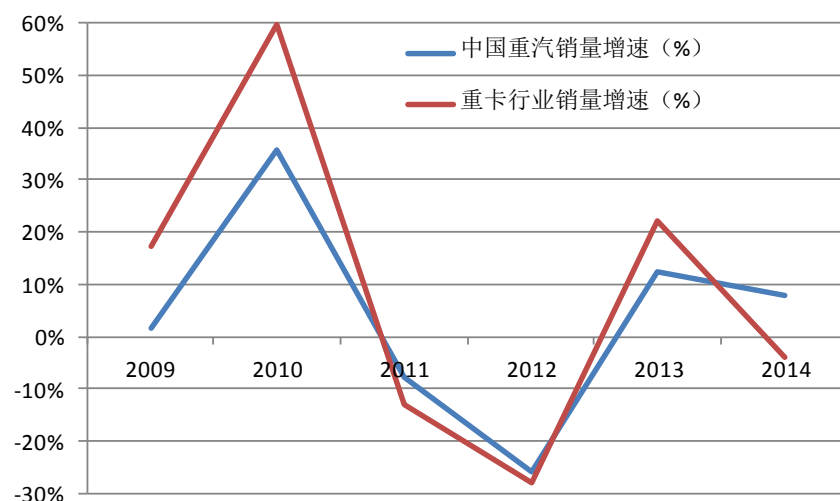
3. 与德国 MAN 强强联合，销量增速领先行业

与德国 MAN 强强合作。2009 年 7 月公司与全球卡车技术领先的工业集团——德国曼公司（简称 MAN）签署股东协议、技术许可协议、股份购买协议、可转换债券认购协议等一系列法律文件，双方在技术和资本层面进行长期战略合作正式实施。2013 年 1 月，中国重汽与德国曼公司（MAN）强强合作的 SITRAK 品牌正式启动。

T 系列卡车产品获得成功。公司由过去的斯太尔产品平台向曼技术产品平台整体提升转变，应用曼技术的 T 系列产品自 2013 年上市以来累计销售超 10000 台。T 系列卡车上融入众多德国 MAN 的元素，包括 MAN 车桥、MAN 车架、MAN 悬架以及 MAN 发动机，T7H、T5G 无论在车辆动力性、舒适性、油耗及可靠性在终端市场上获得认可，成为中国重汽抢夺公路运输用车市场的标杆产品。

销量增速领先行业。由于引入德国曼技术，使得公司产品竞争力增强，新产品销量良好推动市场份额提升。2014 年销量同比增长 8%，同期行业销量同比下降 4%。

图 5：2014 年公司销量增速高于行业



数据来源：Wind，公司财报，国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数涨跌幅为基准。	增持	相对香港恒生指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对香港恒生指数下跌 5%以上
2. 投资建议的比较标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数的涨跌幅。	增持	明显强于香港恒生指数
	中性	基本与香港恒生指数持平
	减持	明显弱于香港恒生指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		