

中国商用车先锋系列报告之二：

# 中国重汽：国之重器，改革先锋

太平洋汽车团队

首席分析师：白宇 执业证书编号：S1190518020004

研究助理：赵水平

报告撰写时间：2019年9月15日

## 目录

1 重卡领航者，大国之重器

2 巨轮新舵手，改革急先锋

3 重卡高景气度不减，步入新稳态新高度

4 盈利预测与风险提示

# 1.重卡领航者，大国之重器

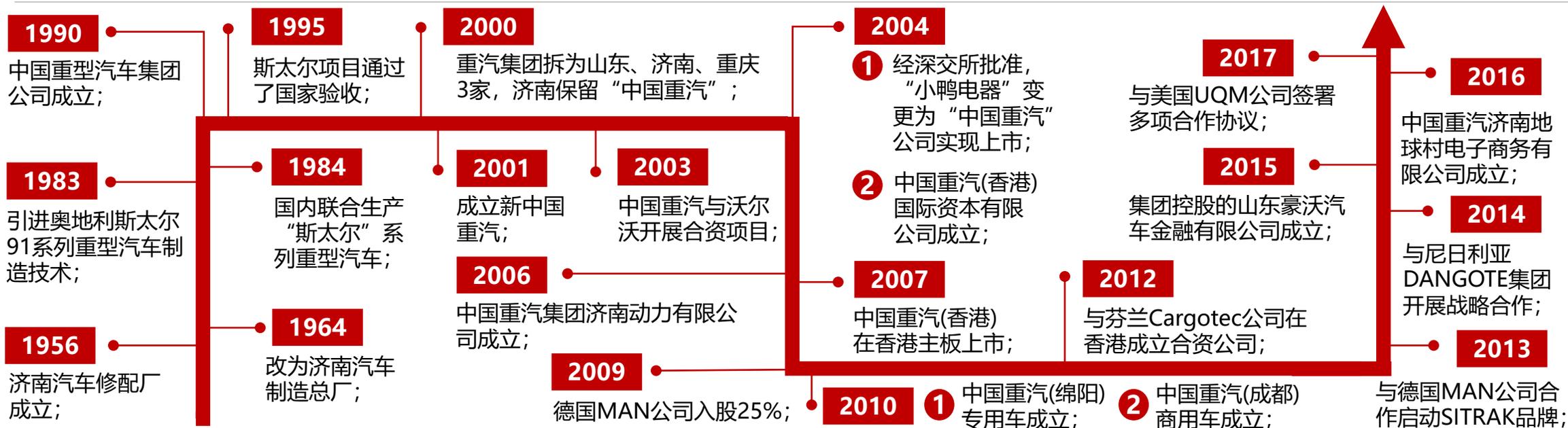
- ◆ 国资控股，外资助力，国之重器备受宠爱
- ◆ 四大车型优势互补，先进技术为我所用
- ◆ 产销重回高点，市场份额有望提高
- ◆ 电动、5G、无人驾驶提前布局，广阔市场需求旺盛



# 历经风雨，重卡强者一路前行

- 1956年，中国重汽的前身——济南汽修厂成立，2000年，中国重汽集团正式成立，公司在2004年和2007年，先后分别于深圳和香港上市；2009年，德国曼公司以60亿港币入股公司25%，公司则以独占许可的方式获取MAN公司技术使用权；
- 2012年，公司与芬兰卡哥特公在中国重汽泰安五岳专用车设立合资公司，进行吊车方面的研究，2013年与德国曼公司合作启动汕德卡高端品牌。

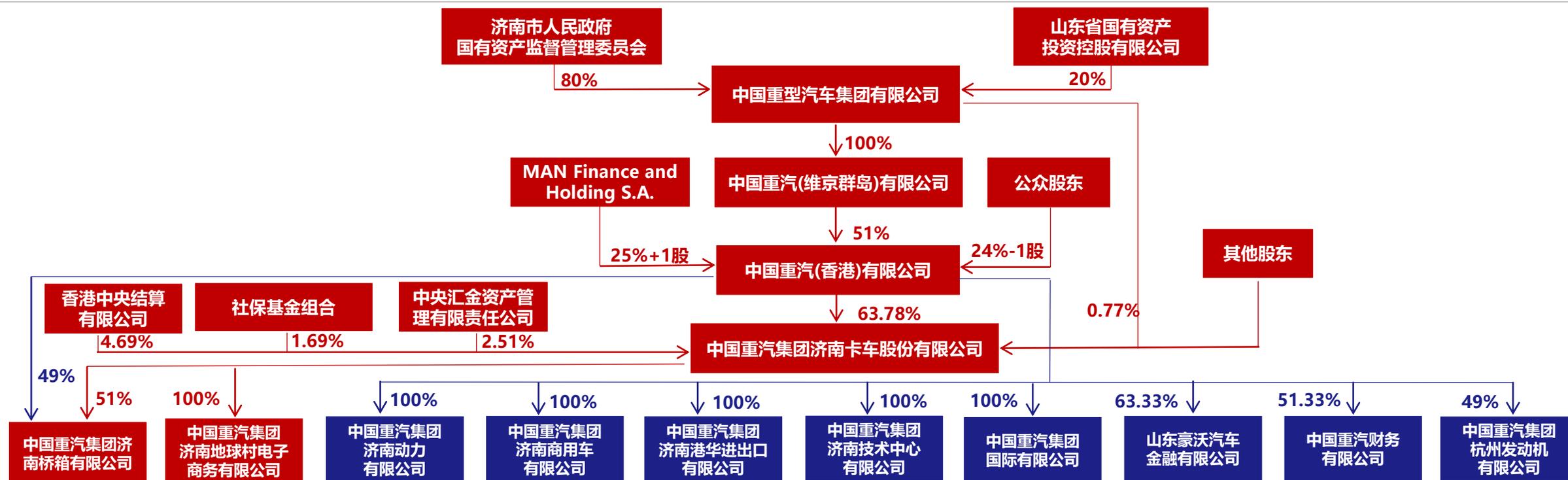
图表：中国重汽历史沿革



# 国资控股、外资助力，国之重器备受宠爱

- 公司的第一大股东为中国重汽(香港)，而中国重汽(香港)的第一大股东为中国重汽集团，其背后是济南市国资和山东省国资，优厚殷实的国资背景保障了公司的经营健康有序；
- 中国重汽(香港)的第二大股东是德国MAN公司，通过与MAN公司合作，中国重汽得到了长远的发展，公司其余股票则受到大批优质投资方的追捧。

图表：中国重汽股权结构与部分子公司情况



\*注：蓝色框内子公司为中国重汽(香港)旗下子公司，非A股主体旗下资产

# 四大车型优势互补，先进技术为我所用

- 重汽集团拥有豪沃（卡车厂、A股主体）、豪瀚（济宁商用车）、汕德卡、斯太尔（济南商用车）四大品牌，其中公司的豪沃品牌车型拥有的车型数量众多，有较高的市场知名度；汕德卡车型是国产重卡的高端车型，技术方面汕德卡沿用德国MAN的技术，包括发动机、变速箱和后桥在内的产品及设计成熟，市场认可度高；
- 斯太尔车型作为吸收国外优秀重型卡车平台而诞生的重卡，车型技术先进、产品匹配合理，整车可靠性优越；豪瀚车型经过设计更新，整车性能更加人性，噪声更小，驾乘体验更加舒适，未来有望拿下更多的市场订单。

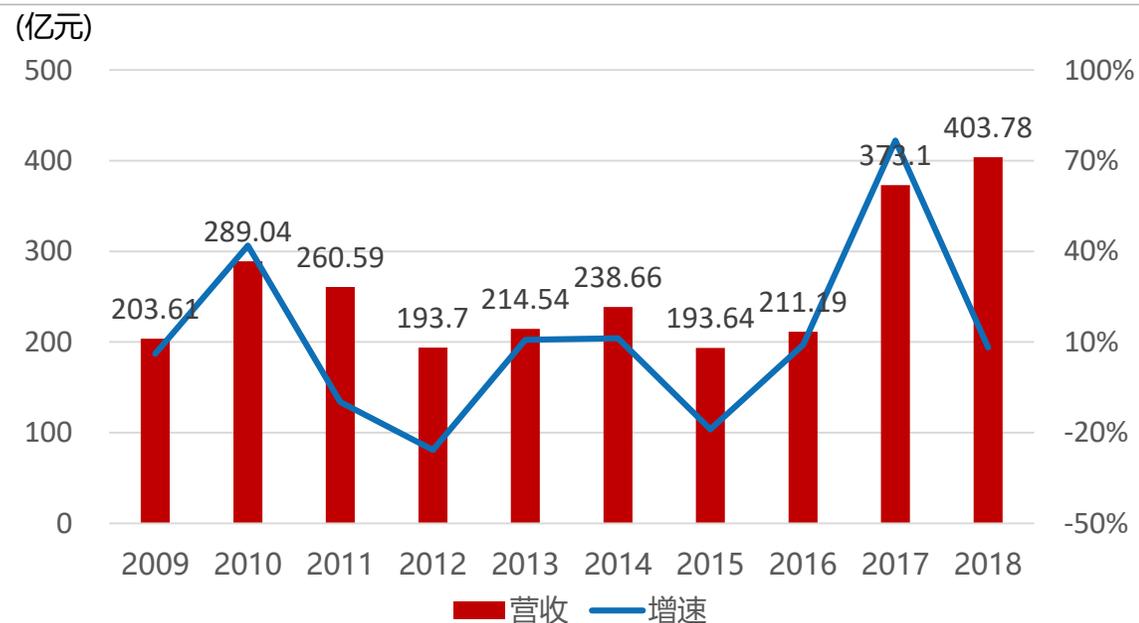
图表：中国重汽重卡车型展示



# 营收利润随周期波动，整体情况依然稳健

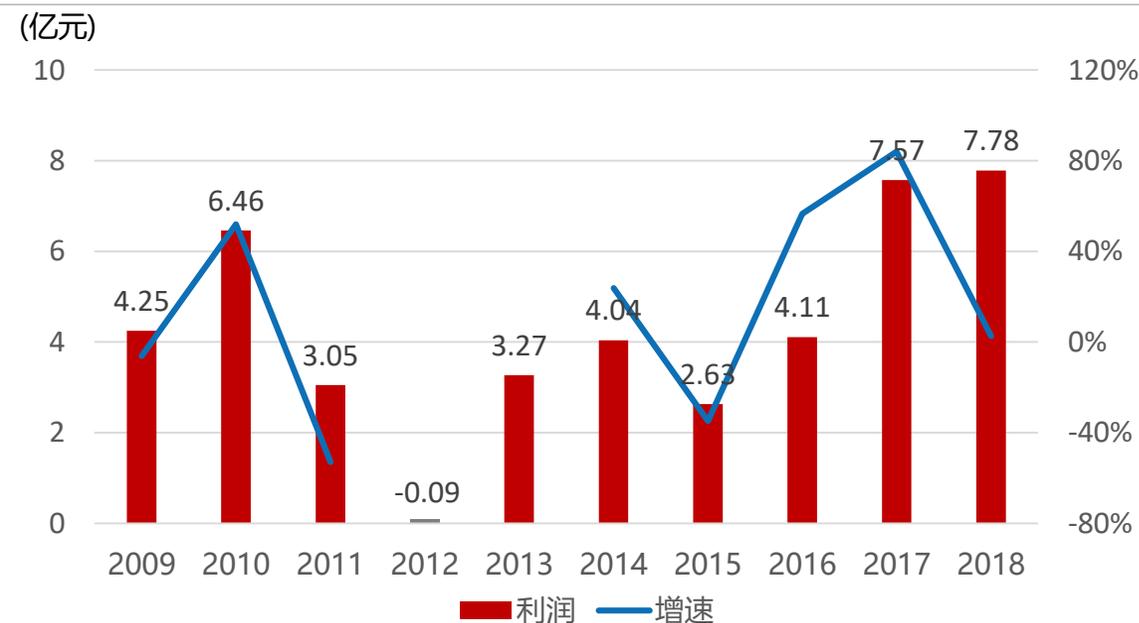
- 公司营收情况整体良好，2012至2015营收略有走低，主要是受基建、地产投资减少，及煤炭产量下滑影响，同期公司扣非归母净利润也存在低落期；
- 由于受2012-2015期间中国卡车市场本身的低迷导致，公司营收和利润发生的波动符合市场预期，并且在2016年之后，公司销量稳步回升，这表面了经过公司自身调整及外界元素变化，公司情况依然良好。

图表：2009-2018公司营收及增速情况



资料来源：太平洋证券研究院整理

图表：2009-2018公司扣非后归母利润及增速情况

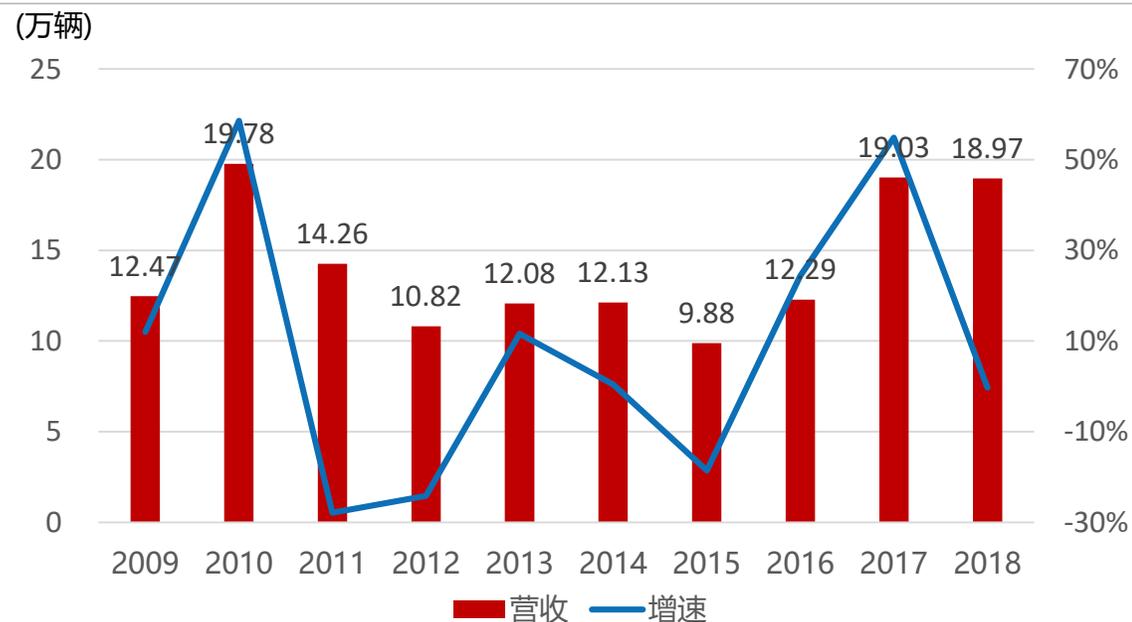


资料来源：太平洋证券研究院整理

# 产销重回高点，市场份额有望提高

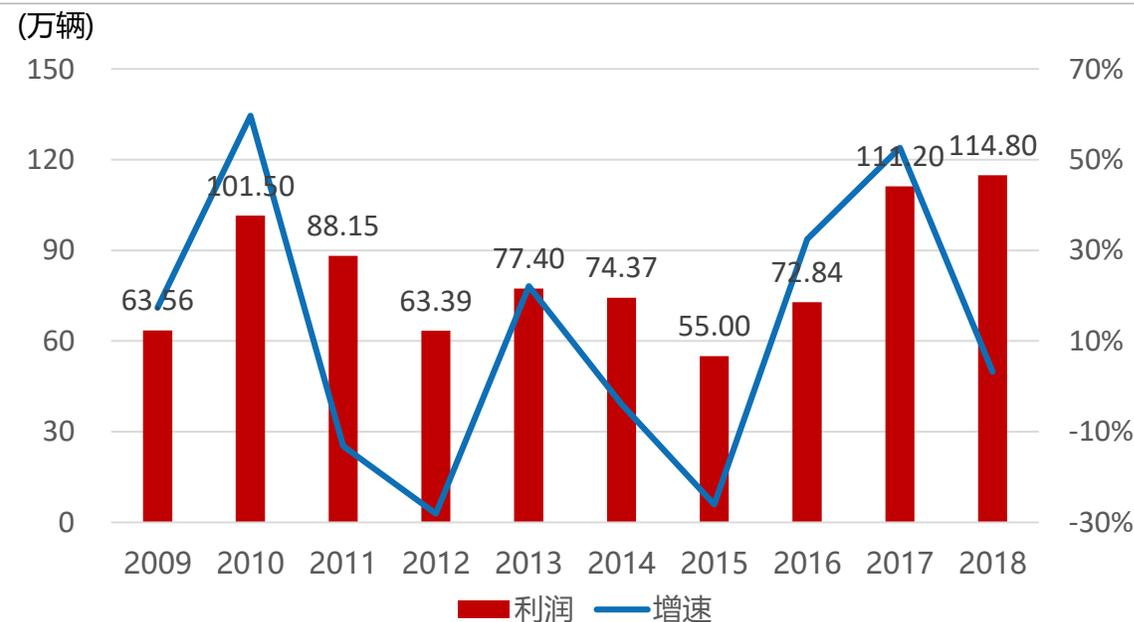
- 公司重卡市占率基本稳定在16%~17%，销量走势基本与市场行情相符，2018年，中国重卡市场前三位分别是一汽解放(市占率22.74%)、东风集团(市占率18.91%)、中国重汽(市占率16.53%);
- 国内重卡市场超过50%的订单集中在前3家车企手中，重卡产品由于较高的门槛和其对使用场景的特殊性要求，加之公司产品优秀的技术和市场表现，有望在将来获得更多的市场份额。

图表：2009-2018公司重卡销量及增速情况



资料来源：太平洋证券研究院整理

图表：2009-2018国内重卡销量及增速情况

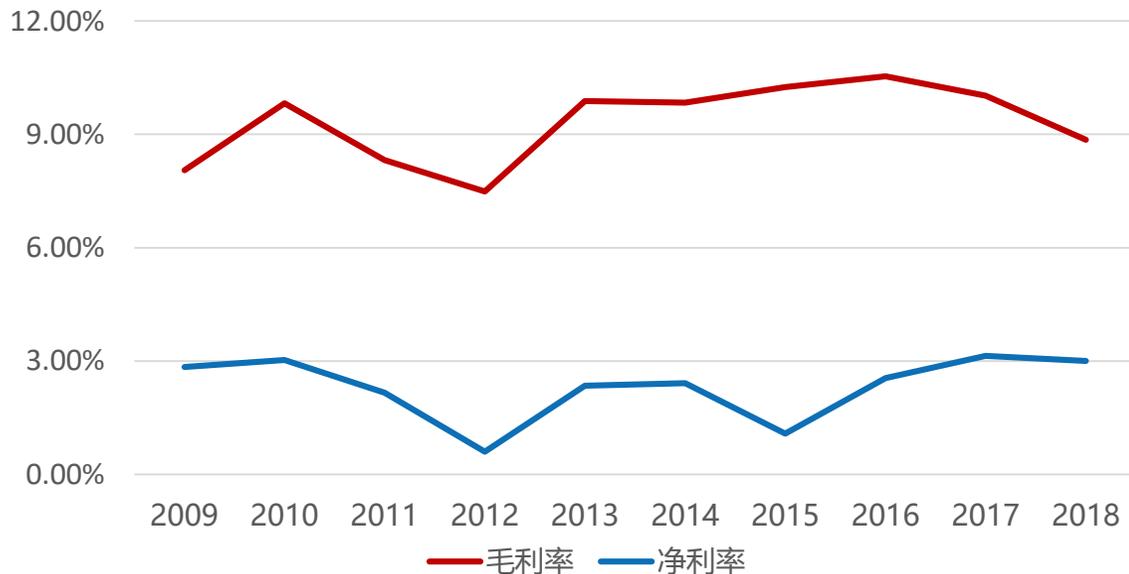


资料来源：太平洋证券研究院整理

# 利率情况健康稳定，三项费率下降明显

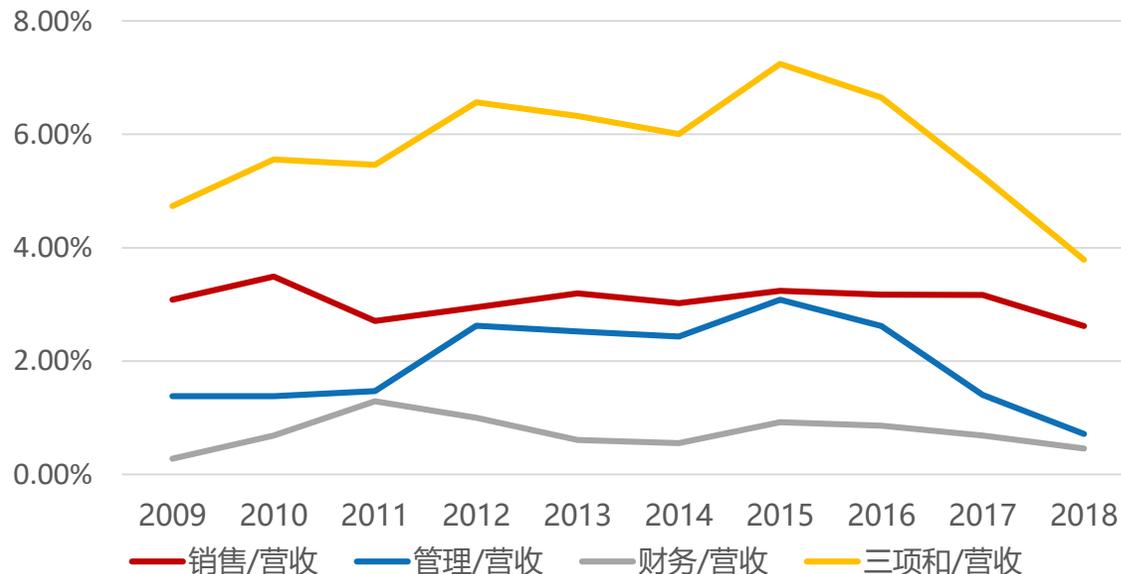
- 公司的毛利率和净利率情况总体保持稳定，近几年毛利率基本保持在10%左右，净利率基本保持在3%左右，这表明公司的运营情况良好，公司盈利状况健康稳定；
- 从2016年开始，得益于公司管理费用出现了较大幅度的降低，公司三项费率有了较大下滑，主要是受公司自身经营状态调整和精简管理系统的影响。

图表：2009-2018公司毛利率、净利率情况



资料来源：太平洋证券研究院整理

图表：2009-2018公司各项费率情况



资料来源：太平洋证券研究院整理

# 德国MAN硬技术加持，深厚内力造就重汽实力

- 2009年，德国工业集团MAN SE旗下全资全资子公司MAN Finance & Holdings，持中国重汽(香港)25%股权+1股，中国重汽以独占许可的方式获得MAN集团技术的使用权；
- 德国MAN公司有长期的重卡制造和运营经验，通过与德国MAN公司合资，中国重汽不仅获得了车架、发动机、驱动桥等关键产品的设计和制造能力，还获得了包括产品制造标准和释放文件在内的核心技术，这些来自MAN的硬技术实力，将会成为公司发展的重要基石。

图表：中国重汽与MAN的技术合作情况



图：产品制造

MAN与重汽分享了产品释放的标准和方法，释放性文件是一家企业数十年产品研发制造的经验，能够保障依据图纸制造的产品达到MAN产品同一合格程度；



图：C7H车架平台

公司的C7H车身平台是以MAN TGA系列为原型开发的，该车型平台结构结实耐用，大大增加实用性的同时又有许多人性化设计；



图：MC13发动机

中国重汽引进了具有先进技术的MC系列电控高压共轨发动机，强度大、寿命长、噪声低，模块化设计减少了制作成本和产品故障率；



图：MCY11驱动桥

公司的MCY11驱动桥是采用MAN技术的11吨级别桥，使用寿命长；结构合理且强度高，制动性能好，而且提高了产品寿命；

# 电动、5G、无人驾驶提前布局，广阔市场需求旺盛

- 2017年6月，中国重汽与运满满正式签订战略合作协议，这是公司首次与车货匹配平台达成战略合作；2018年4月，中国重汽基于豪沃T5G平台，开发出了达到L4级别智能驾驶卡车在天津港投入运营；2019年1月，中国重汽无人驾驶汽车在济南首次开始了5G网联下，公开道路的测试项目；
- 公司积极参与5G时代，智能网联汽车的研发和测试，公司在无人驾驶卡车方面已拥有较好的技术和经验积累，未来公司的无人驾驶和智能网联卡车等产品，在包括港口物流和城际运输等应用场景上，有着广阔的市场空间。

图表：中国重汽在新能源及智能驾驶领域布局情况



图：公司发布1代无人驾驶卡车

2016年9月，中国重汽发布智能化战略，并推出了1代首款智能卡车；



图：公司成立智能网联汽车研究院

2017年10月，中国重汽集团与李德毅院士工作团队联合成立智能网联汽车研究中心暨院士工作站；



图：公司无人驾驶纯电卡车试运营

2018年4月，全球首台无人驾驶纯电动卡车HOWO-T5G在天津港开启试运营；



图：公司无人驾驶5G卡车公路测试

2019年1月22日，中国重汽无人驾驶智能汽车首次进行5G公开道路测试；

## 2 巨轮新舵手，改革急先锋

- ◆ 勇于改革，锐意创新的领头人
- ◆ 历史遗留问题繁多，亟待改革解决
- ◆ 以改革带动发展，以发展推动改革
- ◆ 强强联合，重汽注入新动力
- ◆ 初见成效，期待企业焕发新活力



# 新任舵手勇于改革，锐意创新战绩辉煌

- 1998年，谭旭光同志临危受命，接手潍柴管理工作。谭总勇于改革、锐意创新，带领潍柴砥砺前行。2013年和2017年，集团收入分别跨越千亿、两千亿元大关，短短二十年时间，创造了令人瞩目的“潍柴速度”“潍柴奇迹”；
- 2018年9月，他带领潍柴重新回归中国重汽，新官上任，便开始进行大刀阔斧的改革，兼掌中国重汽与山东重工两大集团的帅印，谭旭光的归来势必会带领中国重汽走向新的征程。

图表：谭旭光个人发展简历



资料来源：搜狐网、太平洋证券研究院整理

# 分久必合，双雄迎来新契机

- 中国重汽与潍柴动力在重卡领域均赫赫有名，潍柴动力2006年以前曾是中国重汽子公司，而后潍柴独立，二者合作关系发生破裂，双方进行了长达12年的竞争。2018年9月，谭旭光重新回归中国重汽兼任集团董事长，二者摒弃前嫌，展开全方位合作交流，有望迎来全新的发展机遇。

图表：潍柴动力和中国重汽的发展历程



资料来源：第一商用车网、太平洋证券研究院整理

# 历史遗留问题繁多，亟待改革解决

- 中国重汽始建于1956年，是我国最大的重型汽车生产基地，为我国重型汽车工业发展、国家经济建设做出了突出贡献。但是在几十年的发展过程中，它也不可避免的暴露出诸多的问题。从国企老干部的管理到财务审计的约束再到企业战略规划都存在不小的问题，亟待解决。

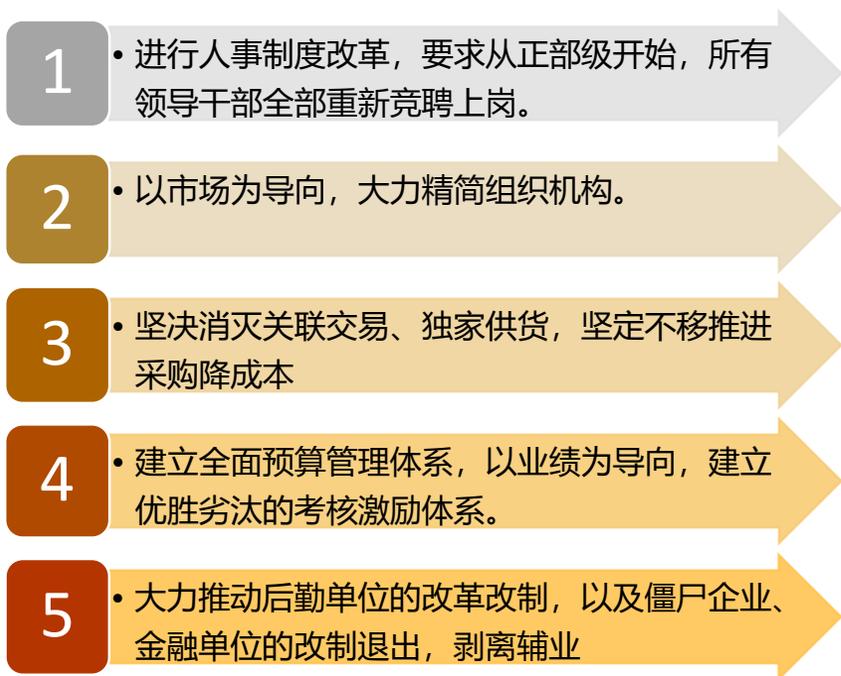
图表：中国重汽发展过程中存在的问题



# 以改革带动发展，以发展推动改革

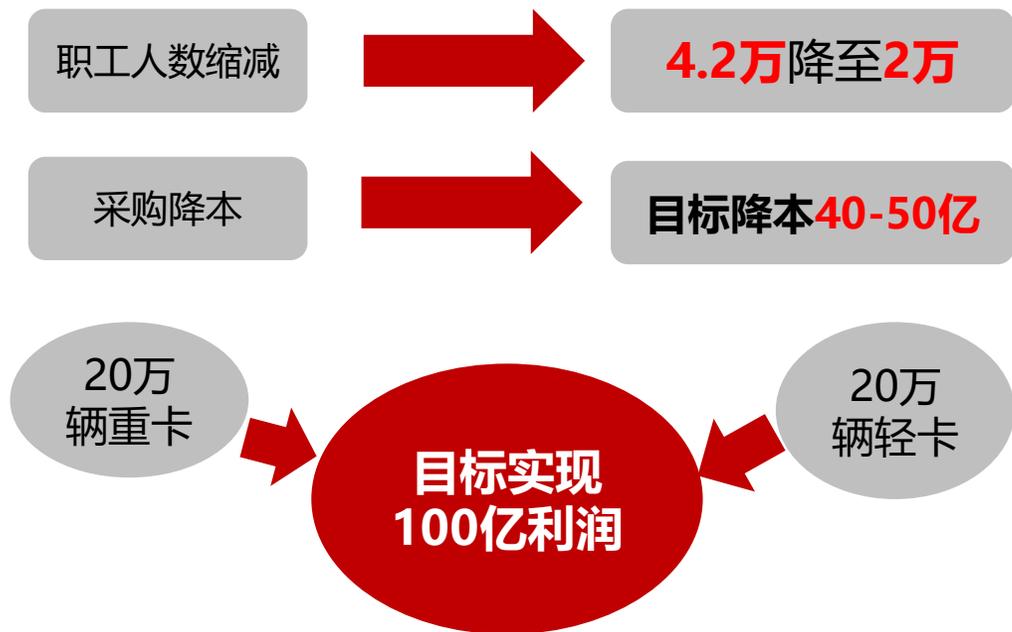
- 以中国重汽职代会全票通过《中国重汽集团关于深化改革的十条意见》为起点，谭总迅速拉开了中国重汽改革的大幕。开启了以改革带动发展，以发展进一步推动改革的正向循环局面。
- 改革举措针对中国重汽所存在的问题十分具有针对性，在职工人数以及薪酬制度、采购成本控制、以及未来的利润目标等方面都提出具体的目标与方向，通过改革中国重汽的面貌也必然会焕然一新。

图表：谭旭光提出的改革策略



资料来源：公司官网、第一商用车网，太平洋证券研究院整理

图表：中国重汽集团改革目标



资料来源：卡车之家、太平洋证券研究院整理

# 强强联合，重汽注入新动力

- 潍柴动力是国内重卡和工程机械核心零部件供应商，拥有重卡黄金产业链，同时公司液压系统、叉车、智能物流与公司动力总成等业务的协同效益持续显现，是稀缺的高端制造龙头标的。坐拥重卡和工程车市场容量最大的中国市场，与中国重汽重新联合，也将为中国重汽注入新的动力，力图实现1+1>2的效果。
- 中国重汽自身依靠

图表：潍柴动力黄金动力链



资料来源：第一商用车网、太平洋证券研究院整理

图表：潍柴动力三大黄金产业链



资料来源：第一商用车网、太平洋证券研究院整理

# 改革初见成效，期待焕发新活力

- 在2018年9月1日与9月16日，谭旭光两次在全体领导干部的会议上总结提出中国重汽存在的弊病与不足，随后多次召开大会并提出解决方案。将近10个月时间过后，公司在人事制度、薪酬分配等方面已经初见改革后的成效。
- 中国重汽在谭旭光的带领下也将不断向“深水区”迈进，朝着世界强企之梦进军。

图表：谭旭光自上任以来出席的重要会议

时间	会议名称	谭旭光演讲主题	主要参会者
2018年9月1日	上任后第一次领导干部会议	迈向高端 挑战第一 将中国重汽打造成全球领先的商用车	全体领导干部
2018年9月16日	中国重汽领导干部千人会议	为中国重汽把脉，剑指核心利益群体	全体领导干部
2019年1月24日	中国重汽职工代表大会	以壮士断腕的精神全力推进改革实现新突破	全体职工
2019年2月10日	中国重汽集团新聘干部专题党课	用坚实的行动回报中国重汽，共同擦亮我们的中国重汽品牌	新竞聘上任的64名各单位主要领导干部
2019年3月2日	中国重汽集团新任中层干部集体谈话会	新团队 新形象 新作为	新聘任的中层干部
2019年4月15日	中国重汽集团党委（扩大）会议上的讲话	提升党委会决策和执行效率，实现中国重汽梦	中国重汽集团党委
2019年4月19日	中国重汽集团新聘主管级干部集体谈话会	在造梦、追梦、圆梦中实现个人价值	新聘主管级干部

资料来源：公司官网、太平洋证券研究院整理

图表：改革初步成效

改革项目	改革初步成效
人事制度调整优化	通过竞聘,中国重汽集团中层干部从329人减少到228人,平均年龄从50.1岁降到46.4岁。142名70后、80后走上了中层干部职位。领导干部平均年龄下降近5岁。
成本降费改善	中国重汽集团上半年同比降低成本26亿元,降幅达到14.5%;在研发费大幅度提高的同时,三项费用同比降低35%,其中办公费同比降低48.4%,差旅费同比降低14.8%。
盈利能力改善	中国重汽(A股上市公司)一季度实现归母净利润3.11亿元,同比增长60.47%。Q1毛利率9,54%,同比提升0.56个百分点。

资料来源：第一商用车网，卡车之家，太平洋证券研究院整理

### 3.重卡高景气度不减，步入新稳态新高度

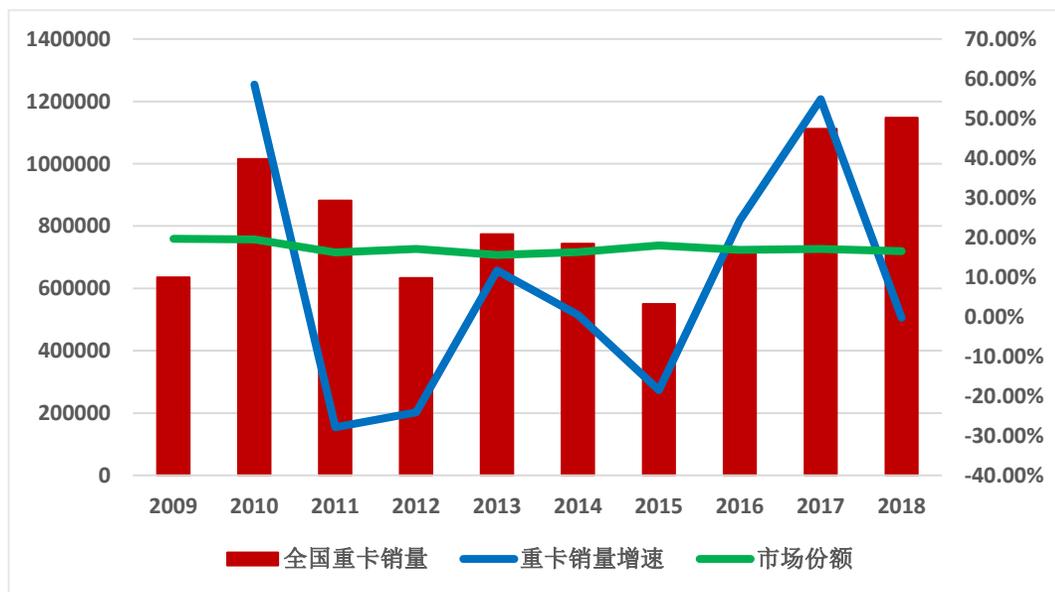
- ◆ 重卡销量周期性变化，宏观经济映射趋势
- ◆ 保有量稳步提升，需求带动物流重卡持续增长
- ◆ 头部企业优势显著，行业集中度持续提升
- ◆ 史上最强重卡周期，政策与更新换代支撑需求
- ◆ 重卡行业转换升级：来自政策与高端需求的推动



# 重卡销量周期性变化，宏观经济映射趋势

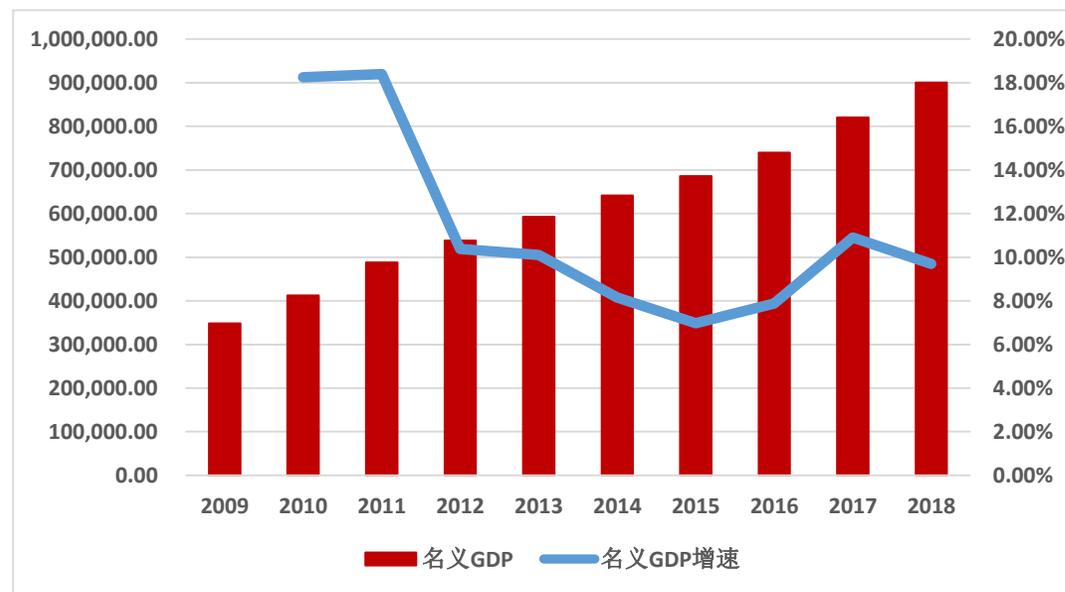
- 2009年以来，全国重卡销量呈现明显的周期性变化趋势，销量增速与宏观经济周期、行业周期性变化高度相关，其销量增速与GDP增速变化走势大致相同。2015年，GDP增速降至低位，同期重卡销量增速降低；2016、2017年，GDP增速与重卡销量增速均呈现上升趋势。
- 2009-2018年，中国重汽市场占有率稳定在16%-20%，其中2018年市占率16.53%，排名第三。

图表：中国重汽重卡年度销量及增速情况



资料来源：公司公告，wind，太平洋证券研究院整理

图表：同期国内GDP及增速情况

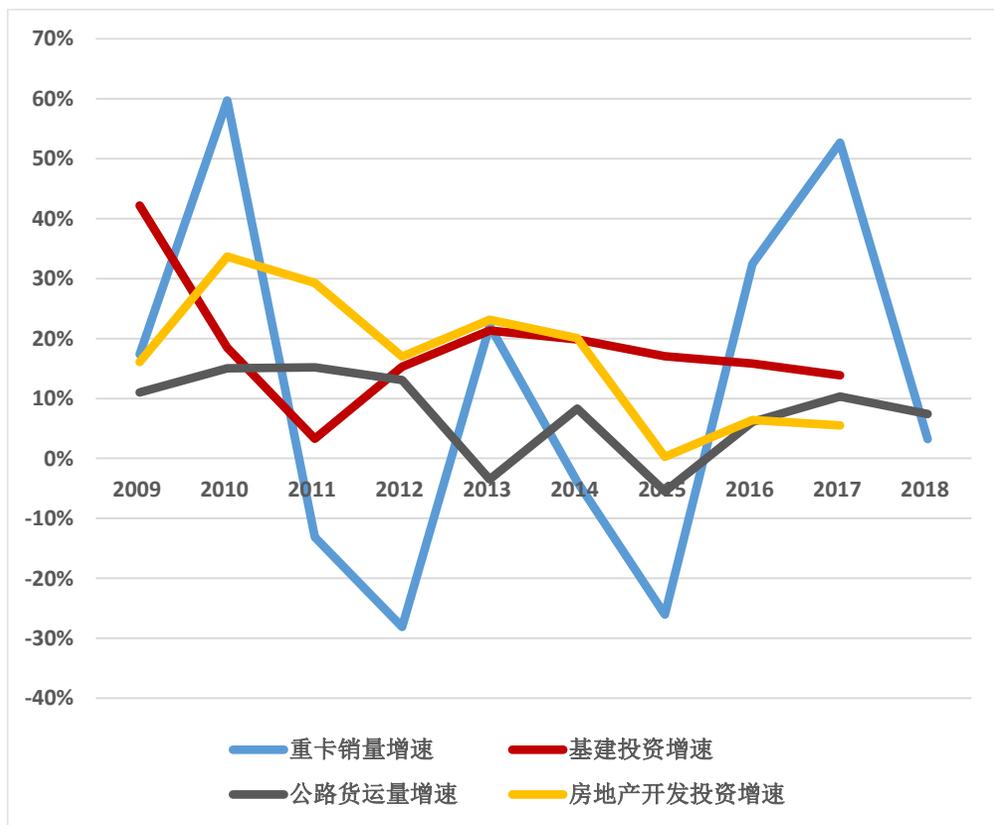


资料来源：wind，太平洋证券研究院整理

# 多因素作用，国计民生息息相关

■ 重卡销量与宏观经济周期密切相关，此外，基建投资、房地产开发、公路货运量等的变化也会影响重卡销量变化。

图表：重卡销量影响因素分析



资料来源：wind，太平洋证券研究院整理

图表：重卡销量影响因素分析

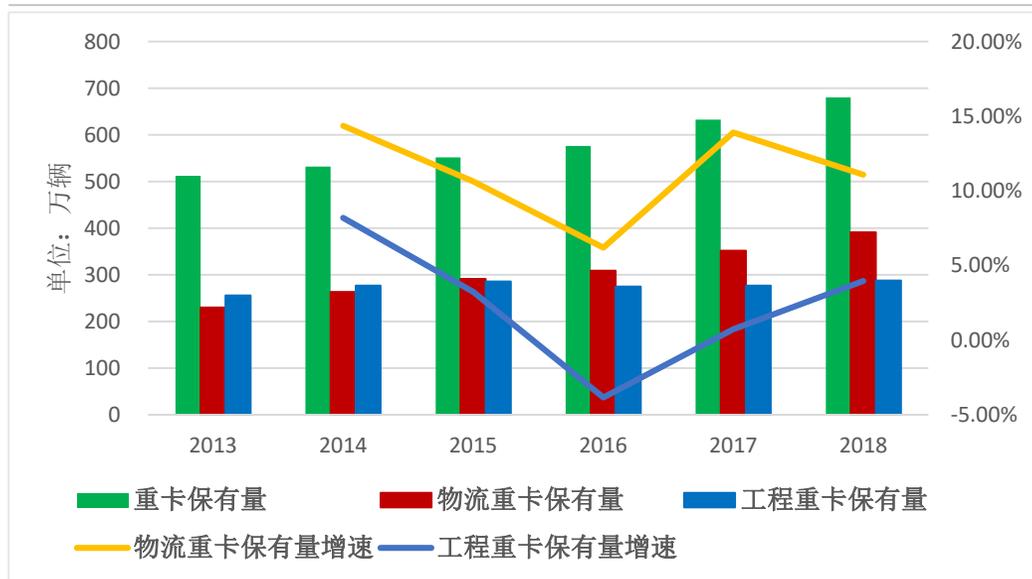
影响因素	相关系数	影响分析
宏观经济	0.98 (以GDP为代表)	重卡销量大致与宏观经济周期同向变化；国家政策，如“一带一路”的推进，预期会给重卡带来更多的出口机会
基建投资	0.93	基建投资投入加大，使重卡更新换代需求大，二者变化趋势相同
房地产开发	0.65	房地产行业对重卡需求量较大，其变化与重卡销量紧密相关。
公路货运量变化	0.78	公路货运量上升驱动重卡行业规模增长。

资料来源：太平洋证券研究院整理

# 保有量稳步提升，需求带动物流重卡持续增长

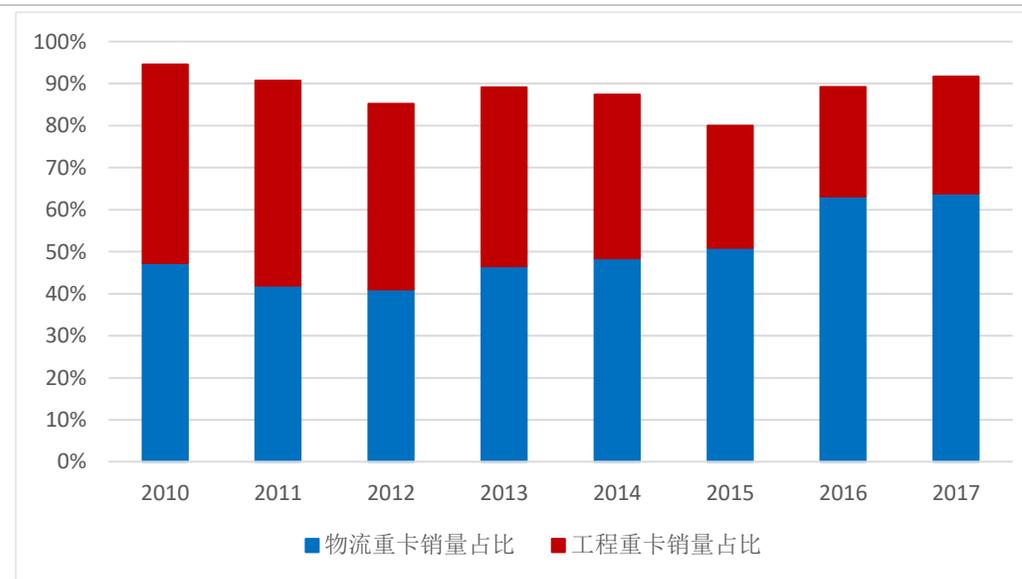
- 全国重卡保有量平稳上升，其中工程重卡保有量与物流重卡保有量在2016年都呈现比较明显的下降趋势，且工程重卡保有量呈现负增长，之后略有回升。物流重卡保有量一直呈现稳定上升趋势，即使2016年增速下滑，但仍保持正增长。
- 物流重卡与工程重卡相比，其销量总体上呈上升趋势，在全国重卡总销量中的占比不断上升。这与现代物流业的快速发展紧密相关，带动了物流重卡的需求增长。

图表：物流重卡与工程重卡保有量



资料来源：wind，太平洋证券研究院整理

图表：物流重卡与工程重卡销量占比变化

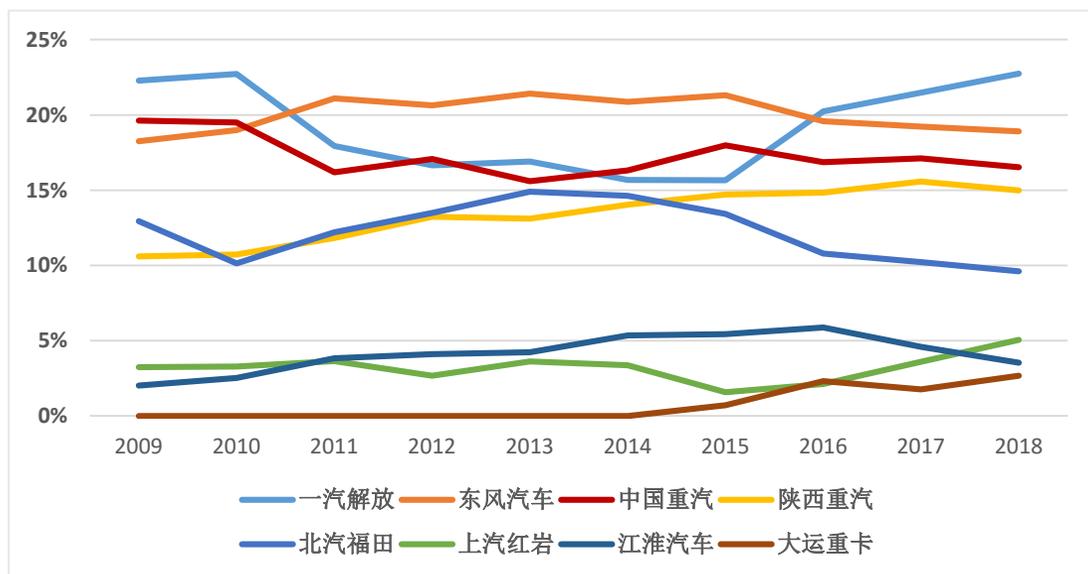


资料来源：wind，太平洋证券研究院整理

# 头部企业优势显著，行业集中度持续提升

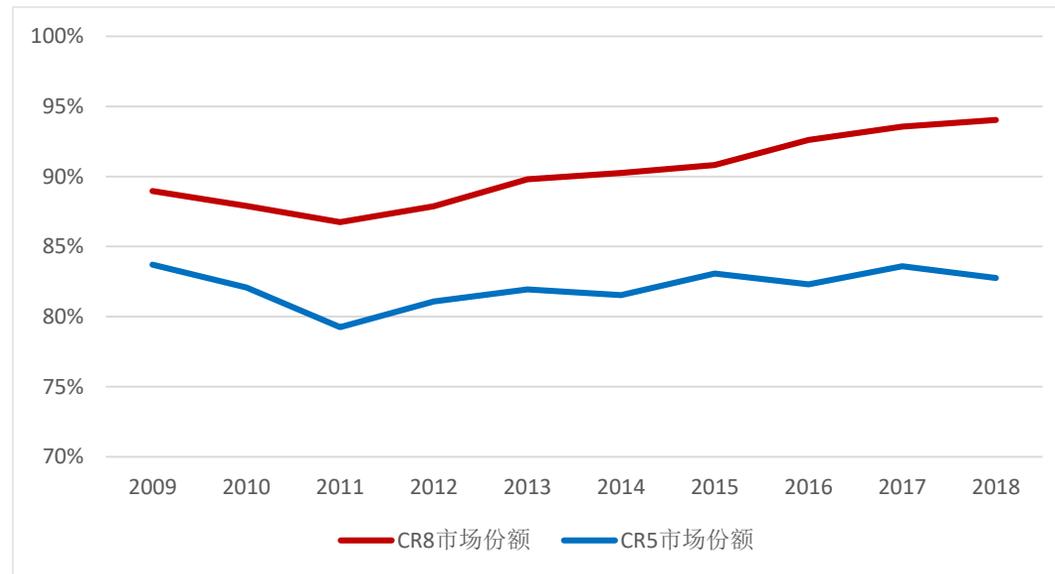
- 我国重卡行业集中度较高，2009-2018年，CR8行业市占率从88.97%上升到94.03%，CR5的市场占有率基本保持在80%以上，预计重卡行业集中程度会继续保持或进一步提升。
- CR5分别为一汽解放、东风汽车、中国重汽、陕西重汽、北汽福田，2009年以来，CR5厂商的市占率基本保持在10%以上，市场份额相对稳定。其中，中国重汽市占率保持在15%以上，略有波动。

图表：CR8重卡车企市占率



资料来源：wind，太平洋证券研究院整理

图表：CR5及CR8重卡车企市占率变化



资料来源：wind，太平洋证券研究院整理

# 史上最强重卡周期，政策与更新换代支撑需求

- 基础设施建设投资呈现明显的周期性变化，2012年2月、2018年9月“探底”，近期由于政策对基建的鼓励和支持，以及“一带一路”政策的持续推进，重卡国内外销量出现回升趋势，有利于释放重卡产能，推动销量增长；
- 运输结构调整政策严格“治超限超”，助推重卡的内生长，外加强制性政策对更新换代的要求，表现为重卡行业的周期性变化。

图表：基建投资累计同比



资料来源：国家统计局，太平洋证券研究院整理

图表：本轮重卡景气周期形成因素分析



资料来源：太平洋证券研究院整理

# 政策刺激重卡需求，国三重卡换代速度有望加快

- 重卡销量的变化很大程度上受国家相关政策的影响，其中蓝天保卫战背景下的国三车加速替换将带来一定增量替换，目前国内国三车还有200万辆以上存量规模。政策方面对本轮重卡需求的影响如下所示：

图表：当前政策对重卡需求的影响分析



政策	影响分析
蓝天保卫战	蓝天保卫战在各地持续推进，各项措施如推进新能源车更新替代、推行国六排放标准、交通管制等，强行加速国三重卡替换，该项政策的实施预期将增加重卡销量。
“一带一路” 战略	该政策政策伴随较高的基建投资，有望增加重卡出口量。
运输结构调整	进一步强化公路货运车辆超载治理，或许会迎来重卡销量提升。
基建投资政策	保障合理基建投资规模、稳投资系列政策信号不断加强，对基建项目审批加快。基建投资会增加对卡车，尤其是重卡的需求，这一措施预期将增加重卡销量。

# 重卡行业转换升级：来自政策与高端需求的推动

图表：重卡行业未来发展趋势分析

	行业趋势	概况分析
行业集中度提升	重卡九成以上的销量掌握在8家重卡企业手中，且市占率呈现上升趋势，预计未来行业集中度会进一步提升。	
新能源车	近年来，国家对新能源车的鼓励和扶持，以及对汽车尾气的环保要求越来越严格，带动重卡朝着新能源的方向发展，例如天然气、电动化、氢能化等成为发展方向。	
高端智能化发展	需求方对节能、环保的重卡需求越来越多，且信息技术的大量运用，需要更高端、先进的技术满足需求。	
车型大排量	从降低单位成本的角度考虑，大功率、大排量的重卡将为高端用户带来更多选择，这也是多方面因素共同作用的结果。	
整车及零部件轻量化	轻量化除了能降低整车重量外，还可以提高驾驶稳定性。轻量化设计及轻量化材料的广泛应用促使轻量化重卡成为一大发展趋势。	

## 4. 盈利预测与风险提示

- ◆ 投资建议及盈利预测
- ◆ 风险提示



# 投资建议与盈利预测

- 公司为国内重卡领域的引领者与佼佼者，技术研发积累与市场口碑均位居市场前列，产业链布局完善；2018年9月谭旭光执掌中国重汽以来，从人事薪酬、采购管理、费用控制等各个层面对公司的历史遗留问题进行了全面深入的改革，目前改革初见成效，自身改善潜力与空间巨大。同时在国三重卡加速替换、基建投资等各项政策预期的叠加下，重卡行业的高景气度有望延续。
- 公司存在自身改善的 $\alpha$ 因素以及重卡行业景气度有望延续的 $\beta$ 因素双重利好，我们预计公司2019年、2020年营收分别为398.77亿元、404.95亿元，归母净利润分别为11.88亿元、14.32亿元，当前股价对应19/20年PE分别为9倍/7倍，维持“买入”评级。

图表：公司盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	37,310	40,378	39,877	40,495	38,816
同比增速 (%)	76.67	8.22	-1.24	1.55	-4.15
归母净利润 (百万元)	898	905	1,188	1,432	1,398
同比增速 (%)	114.64	0.84	31.28	20.51	-2.37
EPS (元)	1.34	1.35	1.77	2.13	2.08
PE	11.7	11.6	8.8	7.3	7.5



## 风险提示

- 宏观经济或重卡市场景气度低于预期；
- 公司改革进度及效果低于预期。

## 行业评级

**看好** 我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上

**中性** 我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间

**看淡** 我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下

## 公司评级

**买入** 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上

**增持** 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间

**持有** 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间

**减持** 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间

**卖出** 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

## 太平洋证券研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761/88321717

传真：(8610) 88321566



### 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。