

改革路上前行，优质重卡企业的进击之路

——中国重汽（000951）深度报告

分析师： 郑连声

SAC NO: S1150513080003

2019 年 12 月 23 日

汽车——整车

证券分析师

郑连声

022-28451904

zhengls@bhqz.com

助理分析师

陈兰芳

SAC No: S1150118080005

chenlf@bhqz.com

评级： 增持

上次评级：

目标价格：

最新收盘价： 21.65

最近半年股价相对走势



相关研究报告

投资要点：

● 国内优质重卡企业，基本面向好

中国重汽于 2004 年在深交所借壳上市，是中国重汽集团的子公司，主要从事重型载重汽车、专用汽车、重型专用车底盘、客车底盘、汽车配件的制造及销售业务，主要销售豪沃（HOWO）系列产品。根据第一商用车网数据，公司重卡单月销量从 8 月开始降幅逐步收窄，至 10 月已转负为正，11 月增速达到 24%，我们预计今年公司销量将与去年持平或小幅增长。今年前三季度公司实现营业收入 292.59 亿元，同比下滑 6.28%，但净利润表现亮眼，在降本增效的努力下同比增长 12.03%；公司盈利能力持续增强，前三季度毛利率、净利率分别回升至 10.63%、3.78%，我们认为在深化改革的推进下未来将持续提升。同时，公司重卡平均单价逐年提高，产品结构上移。

● 重卡行业产销波动性有望降低

从政府加码基建、超限超载治理、国六升级等方面分析，我们认为随着重卡保有量基数越来越大，在更新需求越来越多的情况下，重卡行业产销波动性有望逐步降低，明年有望稳中有升，公司作为销量排名前三的重卡企业将受益于行业集中度提升。从销量结构看，公司的物流类重卡大于工程类重卡，且工程车销量占比相对较低，但公司正在调整生产结构，以应对明年基建投资加码。

● 与 MAN 强强联合，与潍柴合作重启

从引入斯太尔到引入德国 MAN 技术到 MAN 技术发动机的国产化，公司一步步实现了核心技术的突破，形成了核心竞争力。与 MAN 公司合作至今，公司已拥有 MC04、MC05、MC07、MC09、MC11、MC13 系列柴油发动机及 MT 系列天然气发动机，公司旗下大部分车型都应用了不同级别的 MAN 技术发动机。中国重汽集团与潍柴动力也已经恢复了合作，推出了多款配套潍柴发动机的重卡产品，后续合作将持续深入推进，将吸引青睐潍柴发动机的客户购买公司重卡产品。

● 整装再出发，改革进行时

自谭旭光履职中国重汽集团以来大力推进改革进程，针对集团存在的突出问题提出了针对性的深化改革十条意见，以改革带动发展，以发展推动改革；提出了 2020 年和 2025 年产销目标，提出了降低职工人数和采购成本的目标以及利润目标，为业务开展指明了方向，并取得了一定成果；推进供应商体系优化，包括消灭独家供货、消灭关联交易等，带来了集团成本的降低和质量的提升。通过深化改革，中国重汽集团的管理体系、供销体系等都将得到质的提升，我们认为，公司作为集团的子公司将充分受益，未来将获得资源和精力的倾斜、管理水平和盈利能力也将得到提升。

● 盈利预测与估值分析

我们预计公司 2019~2021 年实现营业收入分别为 412.74/429.59/448.70 亿元，同比增速分别为 2.22%/4.08%/4.45%；实现归母净利润 11.96/13.35/14.48 亿元，同比增速分别为 32.11%/11.60%/8.52%，对应 EPS 为 1.78/1.99/2.16 元/股，对应 PE 为 12/11/10 倍。公司作为优质的重卡企业，公司改革进程不断推进，未来重卡产销有望提升，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：行业政策波动风险，基建投资不及预期，公司重卡产销不及预期

财务摘要（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	37310.40	40377.88	41274.06	42958.51	44870.11
(+/-)%	76.67%	8.22%	2.22%	4.08%	4.45%
经营利润（EBIT）	1940.48	1916.70	2326.81	2572.95	2793.94
(+/-)%	108.74%	-1.23%	21.40%	10.58%	8.59%
净利润	897.58	905.14	1195.80	1334.51	1448.25
(+/-)%	114.64%	0.84%	32.11%	11.60%	8.52%
每股收益（元）	1.34	1.35	1.78	1.99	2.16

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2639	1392	1611	2445	3875	营业收入	37310	40378	41274	42959	44870
应收账款及应收票据	13612	3321	5654	6473	7376	营业成本	33571	36801	37121	38536	40171
预付账款	137	100	117	116	123	营业税金及附加	95	125	177	185	193
其他应收款	83	71	91	90	96	销售费用	1182	1058	1096	1117	1158
存货	8122	5789	6927	7222	7517	管理费用	326	287	244	236	224
其他流动资产	253	9227	9227	9227	9227	研发费用	196	189	310	311	330
流动资产合计	24845	19900	23627	25573	28213	财务费用	256	185	206	204	200
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	168	106	154	150	186
固定资产合计	1270	1218	1102	974	866	其他收益	14	10	20	20	20
无形资产	369	364	364	364	364	投资收益	0	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	0	资产处置收益	3	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业利润	1534	1472	1987	2239	2428
资产总计	27030	22057	25728	27596	30168	营业外收支	28	102	50	50	50
短期借款	6750	4700	4700	4700	4700	利润总额	1562	1574	2037	2288	2478
应付票据及应付账款	10047	7563	8950	9267	9669	所得税费用	390	360	448	510	550
预收账款	1481	0	546	379	462	净利润	1172	1213	1589	1778	1928
应付职工薪酬	147	115	131	131	138	归属于母公司的净 利润	898	905	1196	1335	1448
应交税费	217	200	217	222	233	少数股东损益	274	308	393	444	479
其他流动负债	341	685	685	685	685	基本每股收益	1.34	1.35	1.78	1.99	2.16
长期借款	0	0	0	0	0	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
预计负债	0	0	0	0	0	营收增长率	76.67%	8.22%	2.22%	4.08%	4.45%
负债合计	20636	15188	17594	17685	18329	EBIT 增长率	108.74%	-1.23%	21.40%	10.58%	8.59%
股东权益	6394	6868	8133	9911	11839	净利润增长率	114.64%	0.84%	32.11%	11.60%	8.52%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	销售毛利率	10.02%	8.86%	10.06%	10.29%	10.47%
净利润	898	905	1196	1335	1448	销售净利率	3.14%	3.00%	3.85%	4.14%	4.30%
折旧与摊销	234	222	212	208	209	ROE	15.93%	14.91%	17.22%	16.12%	14.89%
经营活动现金流净额	887	1871	872	1137	1743	ROIC	13.86%	14.52%	16.17%	16.43%	17.16%
投资活动现金流净额	-173	-123	-106	-80	-90	BVPS	8.40	9.05	10.35	12.34	14.50
筹资活动现金流净额	1073	-2989	-547	-223	-223	资产负债率	76.35%	68.86%	68.39%	64.08%	60.76%
现金净变动	1788	-1241	219	834	1429	PE	13.03	8.26	12.15	10.89	10.03
期初现金余额	652	2440	1392	1611	2445	PB	2.08	1.23	2.09	1.75	1.49
期末现金余额	2440	1199	1611	2445	3875	EV/EBITDA	7.27	5.04	6.94	6.04	5.11

目 录

1.公司历史沿革	7
1.1 公司基本情况	7
1.2 重卡销量转负为正，盈利能力持续增强.....	9
2.行业层面：重卡产销波动性有望降低	12
2.1 行业政策环境	12
2.1.1 经济稳增长“托底”重卡需求	12
2.1.2 治超治限标准化、机械化，推动重卡销量上行	14
2.1.3 国六升级、国三淘汰，更新需求有支撑.....	16
2.2 重卡行业头部集中度高，物流类重卡占比持续提升	20
3.与 MAN 强强联合，与潍柴合作重启	22
4.对标一汽解放和帕卡公司，不断进步的中国重汽	24
4.1 中国重汽 VS 一汽解放	24
4.2 中国重汽 VS 帕卡公司	27
5.整装再出发，改革进行时	29
6.盈利预测与估值分析	32

图 目 录

图 1: 重组完成后中国重汽的股权结构	7
图 2: 汕德卡 (SITRAK) 品牌的车型	8
图 3: 豪沃 (HOWO) 品牌的车型	8
图 4: 斯太尔 (STR) 品牌的车型	8
图 5: 豪瀚 (HOHAN) 品牌的车型	8
图 6: 中国重汽历年的重卡销售量 (万辆)	9
图 7: 中国重汽的月度销量走势 (第一商用车网数据)	9
图 8: 中国重汽的重卡出口地区	10
图 9: 中国重汽历年的营业收入及增速	10
图 10: 中国重汽历年的净利润及增速	10
图 11: 中国重汽历年的毛利率及净利率	11
图 12: 中国重汽历年的期间费用及增速 (亿元)	11
图 13: 可比公司的净利率水平	11
图 14: 可比公司的 ROE 水平 (摊薄)	11
图 15: 中国重汽的重卡平均单价逐年提高	12
图 16: 固定资产投资持续走低	13
图 17: 基建投资增速有所回升	13
图 18: 房地产投资稳健增长	13
图 19: 房屋施工与新开工面积稳健增长	13
图 20: 今年以来物流类重卡销量表现稳健, 工程类重卡销量回升	13
图 21: 地方政府专项债新增限额及预测	14
图 22: 921 新政对重卡销量的影响显著	16
图 23: 921 新政对物流类重卡销量的影响显著	16
图 24: 重卡销量与国标开始实施的关系	19
图 25: 重卡保有量提升较明显	19
图 26: 历年 CR5 重卡销量 (万辆)	20
图 27: 历年 CR5 重卡销量结构 (万辆)	20
图 28: 历年 CR5 重卡合计市占率	20
图 29: 历年 CR5 重卡各公司市占率	20
图 30: 物流类重卡和工程类重卡销量情况 (万辆)	21
图 31: 物流类重卡和工程类重卡销量结构	21
图 32: 物流类重卡 CR5 重卡销量 (万辆)	21
图 33: 工程类重卡 CR6 重卡销量 (万辆)	21
图 34: GDP 中第一产业、第二产业、第三产业变化	21
图 35: 第三产业所占比重	21
图 36: 斯太尔王	22
图 37: 汕德卡消防车	23
图 38: MC13 系列柴油机	23
图 39: 中国重汽潍柴机新斯太尔产品	24
图 40: 一汽解放的七代产品变迁	25
图 41: 一汽解放重卡产品的详细产品型谱	25

图 42: 一汽解放的重卡销量结构 (万辆)	25
图 43: 中国重汽的重卡销量结构 (万辆)	26
图 44: 中国重汽和一汽解放的历年重卡销量及走势	26
图 45: 中国重汽和一汽解放的营业收入对比 (亿元)	26
图 46: 中国重汽和一汽解放的归母净利润对比 (亿元)	26
图 47: 中国重汽和一汽解放的毛利率对比	26
图 48: 中国重汽和一汽解放的净利率对比	26
图 49: 中国重汽和一汽解放的总资产周转率对比	27
图 50: 中国重汽和一汽解放的存货周转率对比	27
图 51: 帕卡公司的卡车销量 (万辆)	28
图 52: 中国重汽和帕卡公司的营业收入对比	28
图 53: 中国重汽和帕卡公司的归母净利润对比	28
图 54: 中国重汽和帕卡公司的毛利率对比	29
图 55: 中国重汽和帕卡公司的净利率对比	29
图 56: 中国重汽和帕卡公司的单车平均售价对比 (万元/辆)	29
图 57: 中国重汽集团存在的问题	30
图 58: 中国重汽集团深化改革的十条意见	30
图 59: 中国重汽集团在职代会上提出的改革目标	31
图 60: 中国重汽集团的供应商体系得到优化	31
图 61: 公司无人驾驶智能汽车首次进行 5G 公开道路测试	32
图 62: 中国重汽汕德卡 C7HL2+级智能牵引车	32

表 目 录

表 1: 超载超限标准	15
表 2: 重型货车国六排放实施及国三补贴标准	16
表 3: 重型柴油发动机各污染物国五与国六限值比较	17
表 4: 国一至国六的演进	18
表 5: 中国重汽集团在商务大会上提出的改革目标	31
表 6: 公司收入拆分及预测	33
表 7: 可比上市公司估值比较	33

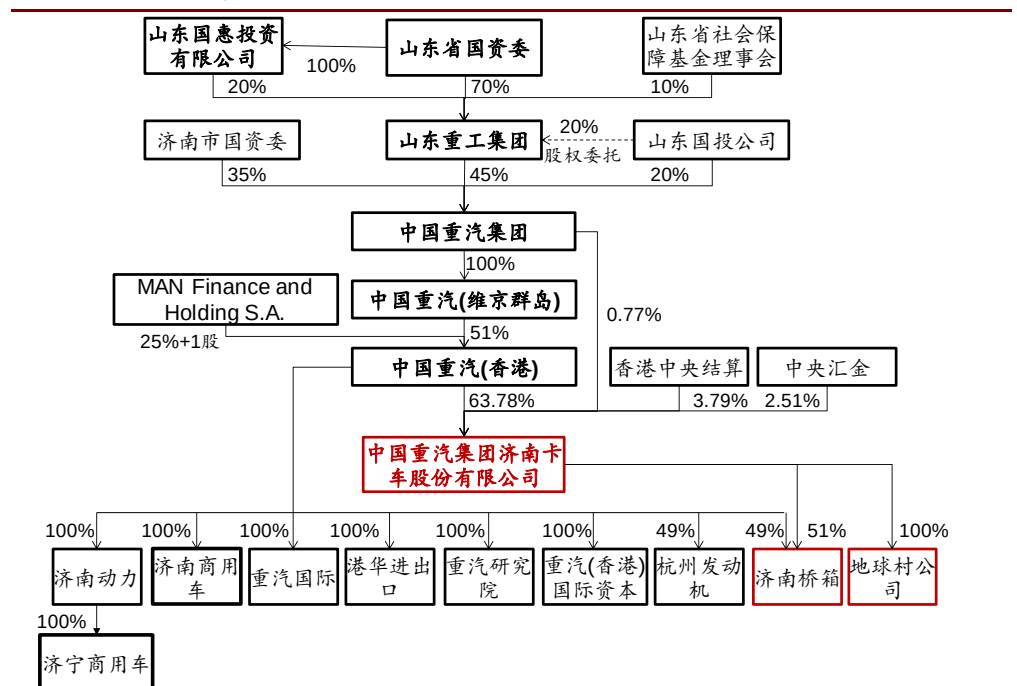
1. 公司历史沿革

1.1 公司基本情况

中国重型汽车集团有限公司（以下简称“中国重汽集团”）成立于 2001 年 5 月，其前身是 1956 年成立的济南汽车制造厂，2004 年中国重汽济南卡车股份有限公司（以下简称“中国重汽”）通过与小鸭电器资产置换实现在深交所借壳上市，2007 年中国重汽(香港)有限公司（以下简称“中国重汽(香港)”）在香港主板红筹上市；2009 年成功实现了与德国曼公司的战略合作，曼公司参股中国重汽(香港) 25%+1 股，中国重汽集团引进曼公司 D08、D20、D26 三种型号的发动机、中卡、重卡车桥及相应整车技术。

2019 年 9 月 25 日，济南市国资委与山东重工签署了《中国重型汽车集团有限公司国有股权无偿划转协议》，济南市国资委拟将中国重汽集团 45%股权无偿划转至山东重工，同时山东国投将中国重汽集团 20%股权除资产收益权外的其他股东权利委托给山东重工行使，即山东重工将成为重汽集团控股股东并控制及支配重汽集团 65%股权表决权，从而导致山东重工通过中国重汽集团取得并控制上市公司 64.55%股份权益，构成对上市公司的间接收购。重组后，中国重汽将成为山东重工的二级公司，中国重汽的控股股东不变，仍为中国重汽(香港)。

图 1：重组完成后中国重汽的股权结构



资料来源：公司公告，渤海证券

中国重汽集团已经初步形成以重卡为主导，同时涵盖中卡、轻卡、客车、特种车等全系列商用车的产业格局，产品包括各种载重汽车、特种汽车、客车和专用车及发动机、变速箱、车桥等总成和汽车零部件，其拥有汕德卡（SITRAK）、豪沃（HOWO）、斯太尔（STR）、豪瀚（HOHAN）、王牌、福泺等全系列商用汽车品牌，是我国重卡行业驱动形式和功率覆盖最全的重卡企业，其中汕德卡和斯太尔由济南商用车生产，豪沃由中国重汽生产，豪瀚由济宁商用车生产，这四大品牌也都在中国重汽(香港)旗下。

A 股平台中国重汽主要从事重型载重汽车、专用汽车、重型专用车底盘、客车底盘、汽车配件的制造及销售业务，目前拥有“HOWO”、“HOWO-A7”、“HOWO-T 系”等品牌及系列车型。

图 2：汕德卡（SITRAK）品牌的车型



资料来源：公司官网，卡车之家，渤海证券

图 3：豪沃（HOWO）品牌的车型



资料来源：公司官网，卡车之家，渤海证券

图 4：斯太尔（STR）品牌的车型



资料来源：公司官网，卡车之家，渤海证券

图 5：豪瀚（HOHAN）品牌的车型



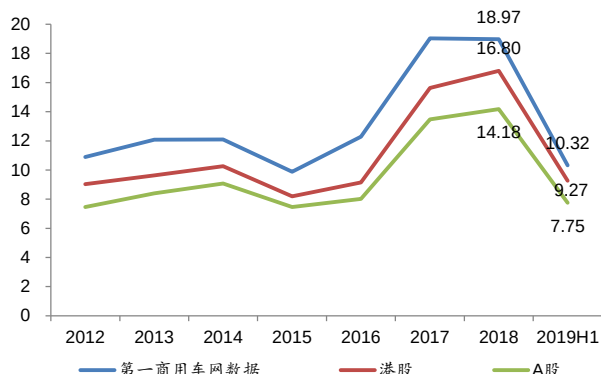
资料来源：公司官网，卡车之家，渤海证券

1.2 重卡销量转负为正，盈利能力持续增强

重卡月销量转负为正，走势向好。中国重汽A股、H股和第一商用车网的数据有差异，但走势基本一致。今年上半年中国重汽（A股）实现重卡销量7.75万辆，同比下降2.86%，降幅略高于中国重汽（香港）（H股）的0.90%。从月度销量数据看，根据第一商用车网数据，今年中国重汽的重卡单月销量虽然仅3、10、11月实现正增长，但从8月开始降幅逐步收窄，至10月已转负为正，11月增速达到24%。我们认为，中国重汽（A股）的重卡销量走势与第一商用车网数据应大致一致，再加上公告表示“进入十月份后，公司的订单情况相比三季度有所增长”、“以目前的排产情况看，四季度应该会有一个良好的表现”，同时在2020年商务大会上集团提到“到11月中国重汽订单总量已全面超过去年”，叠加整个重卡行业趋势向好，我们预计今年中国重汽的重卡销量将与去年持平或小幅增长。

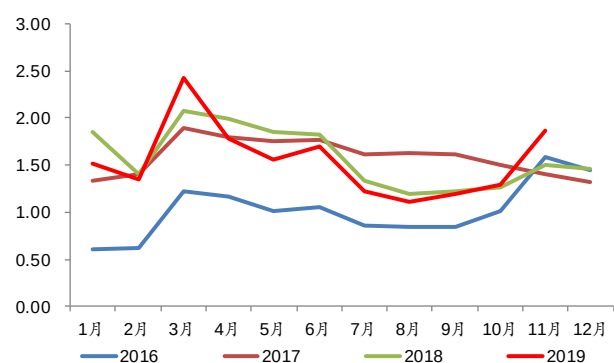
在重卡出口方面，中国重汽主要依靠中国重汽集团国际公司（中国重汽（香港）的全资子公司）予以实现，因此不体现在A股的出口中，而体现在中国重汽（香港）和集团的出口数据中。近几年，随着重汽国际公司在海外市场布局的完善，公司产品出口实现大幅增长，SINOTRUK品牌已经成为国际市场知名重卡品牌，产品出口至非洲、中东、南美、中亚及俄罗斯和东南亚等发展中国家和主要新兴经济体，以及部分发达地区市场。2018年集团重卡整车出口3.63万辆（含联营出口），同比增长18.6%；2019年上半年，集团重卡出口量占国内重卡出口总量的47.2%，继续保持重卡行业出口第一位，这也是中国重汽连续14年保持国内重卡行业出口首位。

图6：中国重汽历年的重卡销售量（万辆）



资料来源：第一商用车网，公司公告，渤海证券

图7：中国重汽的月度销量走势（第一商用车网数据）



资料来源：第一商用车网，渤海证券

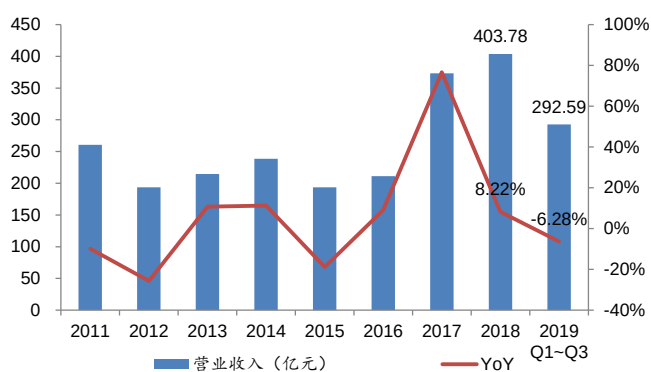
图 8：中国重汽的重卡出口地区



资料来源：公司官网，渤海证券

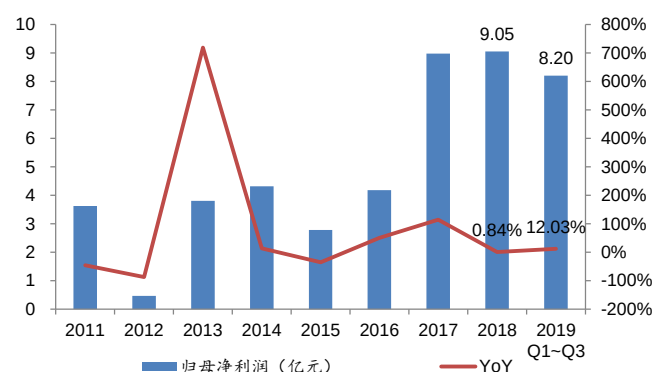
营收整体呈上升趋势，净利润近年表现较好。2011 年以来，由于行业景气度有所波动，中国重汽营收和净利润也有所波动，2011、2012、2015 年营收和净利润均出现下滑，主要受基建投资回落影响。但 2016 年下半年开始行业景气度回升，中国重汽的营收和净利润双双增长，整体呈上升趋势。2018 年下半年开始，宏观经济环境出现压力，行业景气度受到影响，中国重汽 2018 年下半年和今年前三季度营收出现下滑，其中今年前三季度实现营收 292.59 亿元，同比下滑 6.28%；但净利润表现亮眼，前三季度实现归母净利润 8.20 亿元，同比增长 12.03%，主要归因于公司通过全面预算管理、加强采购和生产过程的成本控制，实现了有效的降本增效。

图 9：中国重汽历年的营业收入及增速



资料来源：wind，渤海证券

图 10：中国重汽历年的净利润及增速

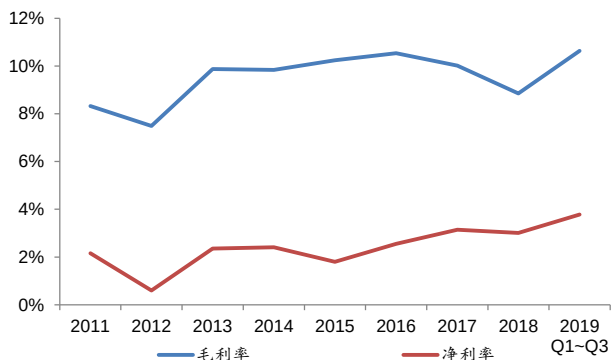


资料来源：wind，渤海证券

盈利能力持续增强，处于重卡行业前列。尽管前两年中国重汽毛利率有所下滑，但长期看处于稳步提升的趋势，今年前三季度已回升至 10.63%，为近 9 年同期毛利率的最高值，得益于公司通过成立采购中心集中采购、全面预算管理、集团公司组织多场招标谈价磋商会议等方式降低营业成本，使公司营业成本降幅高于

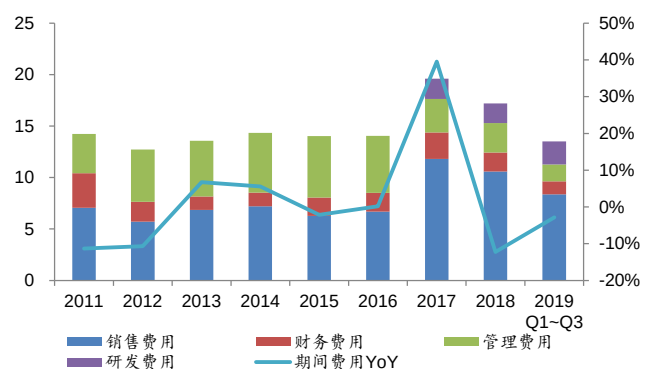
营业收入；公司净利率处于稳步提升的趋势，主要归因于营业成本和期间费用共同作用，今年前三季度公司净利率为 3.78%，也是近 9 年同期的最高值，与同行业公司相比也处于前列，仅低于威孚高科和潍柴动力；同时从 ROE 看，公司仅低于潍柴动力，而随着谭旭光成为中国重汽集团董事长后推进供销体系改革、公司向潍柴动力学习，公司的盈利能力有望向潍柴动力靠近，毛利率和净利率将持续提升。

图 11：中国重汽历年的毛利率及净利率



资料来源：wind，渤海证券

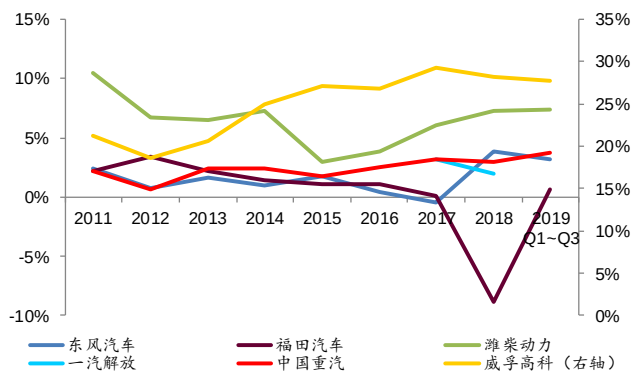
图 12：中国重汽历年的期间费用及增速（亿元）



资料来源：wind，渤海证券

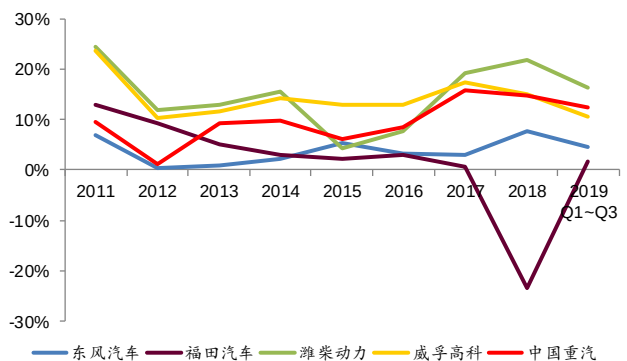
注：2016 年及以前研发费用计入管理费用

图 13：可比公司的净利率水平



资料来源：wind，渤海证券

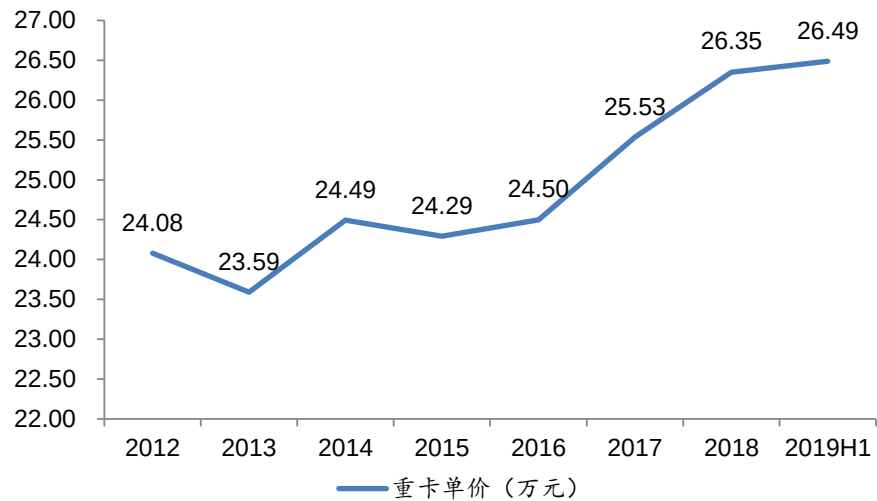
图 14：可比公司的 ROE 水平（摊薄）



资料来源：wind，渤海证券

重卡平均单价提高，产品结构上移。我们计算了中国重汽的重卡平均单价，发现呈逐年提高的趋势，今年上半年平均单价同比增长了 0.80% 至 26.49 万元/辆，反映出公司产品结构的上移，主要是公司的“HOWO-T 系”产品销量占比增长，我们认为其销量增长的一个原因在于价格和性能更高的“HOWO-T 系”在车辆舒适性上有了改进，而看重车辆舒适性的“90 后”司机占比在提升。

图 15：中国重汽的重卡平均单价逐年提高



资料来源：公司公告，渤海证券

2.行业层面：重卡产销波动性有望降低

根据中汽协会的统计口径，重卡是指车货总重量大于 14 吨的货车。按照结构的不同，重卡可以分为半挂牵引车、重卡非完整车辆、重卡整车；按照用途可分为物流类重卡与工程类重卡，前者主要用于物流运输，后者主要用于矿山、工程项目等，与基建、固定资产的投入密切相关。

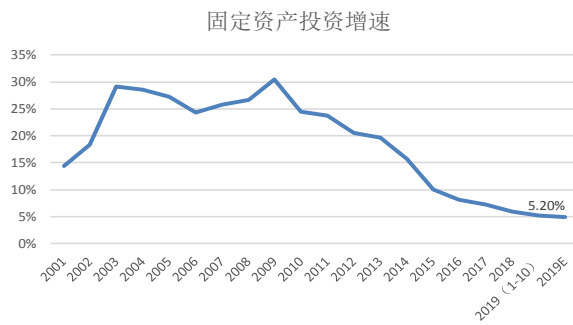
2.1 行业政策环境

重卡属于生产资料用车，国家的宏观调控及政策环境对重卡的影响十分显著。近几年相关政策主要有：专项债加码基建、超限超载治理、国六标准的推广实施。

2.1.1 经济稳增长“托底”重卡需求

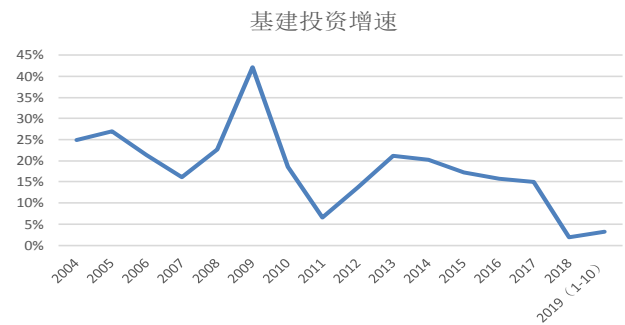
作为重要的生产资料，重卡与宏观经济有紧密的联系，物流类重卡与经济体量相关性较强，今年以来稳定增长，而工程类重卡与固定资产投资相关性较强，周期性更为明显，因此，在固定资产投资增速持续放缓的情况下，工程类重卡需求受到较大的影响，但在政府加码基建、房地产投资仍具备较强韧性的背景下，工程类重卡需求有所回暖，销量表现明显回升。

图 16：固定资产投资持续走低



资料来源：Wind，渤海证券

图 17：基建投资增速有所回升



资料来源：Wind，渤海证券

图 18：房地产投资稳健增长



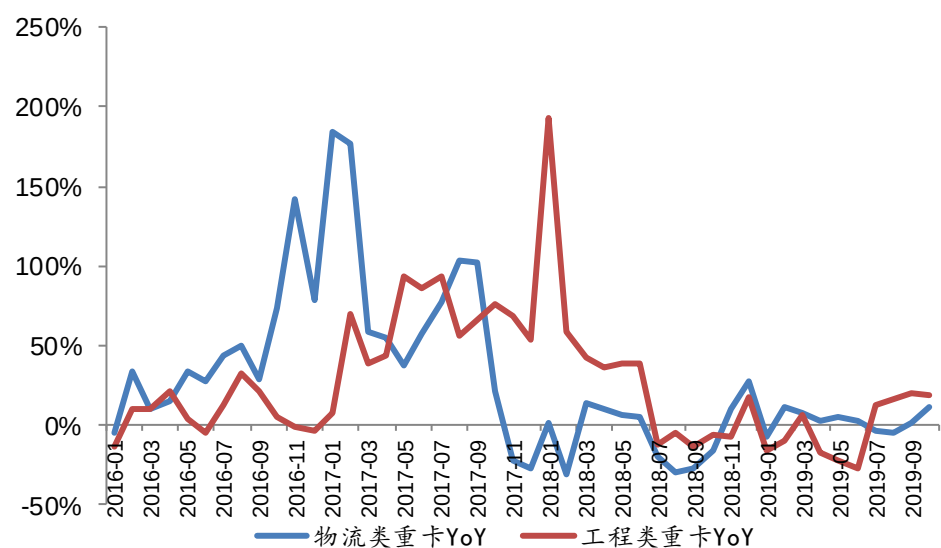
资料来源：Wind，渤海证券

图 19：房屋施工与新开工面积稳健增长



资料来源：Wind，渤海证券

图 20：今年以来物流类重卡销量表现稳健，工程类重卡销量回升

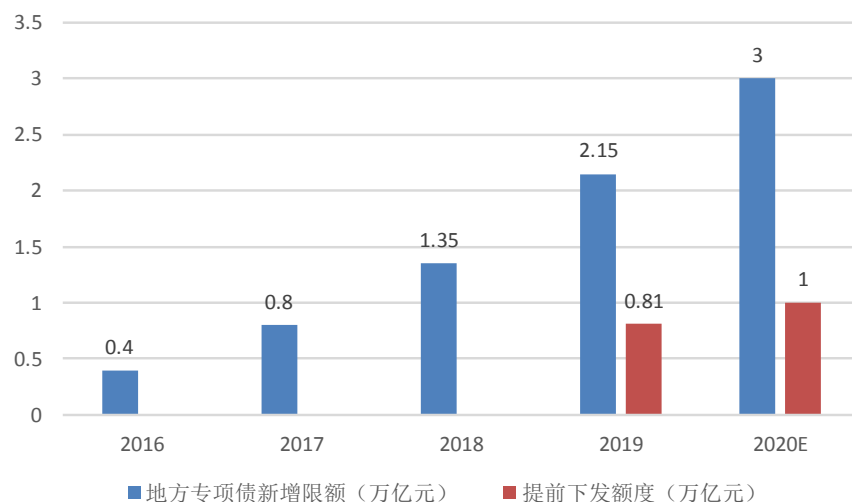


资料来源：Wind，渤海证券

经济稳增长“托底”重卡需求。11月27日财政部发布消息，根据第十三届全国

人大常委会第七次会议审议决定授权，经国务院同意，近期财政部提前下达了2020年部分新增专项债务限额1万亿元，占2019年当年新增专项债务限额2.15万亿元的47%。之前9月4日国常会上强调“专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目”，而是重点用于交通基础设施、能源项目、生态环保项目、民生服务、冷链物流设施、市政和产业园区基础设施等领域，未来基建支持力度加大，有望成为经济稳增长的重要抓手。同日，国务院印发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，提出1)适当调整基础设施项目最低资本金比例，其中港口、沿海及内河航运项目的最低资本金比例由25%调整为20%，公路(含政府收费公路)、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等领域的补短板基础设施项目也可以适当降低项目最低资本金比例；2)基础设施领域可通过发行权益型、股权类金融工具的方式筹措不超过50%比例的项目资本金，地方各级政府及其有关部门可按有关规定将政府专项债券作为符合条件的重大项目资本金。我们认为，最低资本金比例降低、专项债可用作资本金的措施，将有效提升基建项目的融资能力，叠加此次专项债新增限额提前下发力度较大，按照19年提前下发比例保守估计，今年专项债新增规模有望超3万亿元，2020年基建投资增速有望加快，预计可能在5%-6%左右。据此，在稳增长的大背景下，预计明年工程类重卡需求有望呈现较好的复苏态势，而物流类重卡仍将保持稳定的增长走势。

图 21：地方政府专项债新增限额及预测



资料来源：Wind，渤海证券

2.1.2 治超治限标准化、机械化，推动重卡销量上行

治超标准统一化。2016年8月30日，交通部网站正式发文《超限运输车辆行驶

公路管理规定》，对超载超限车辆进行了更严格的规定和处罚标准。该规定于 2016 年 9 月 21 日正式实行，为配合该规定，公安部与交通部联合印发《整治公路货车违法超限超载行为专项行动方案》，开启了史上最严的“921 治超”。但是由于各地执法标准不统一、超限检测站效率低下等问题，治超仍需深化改革，为此 2018 年 9 月交通部再次发文，要求统一全国超限超载认定标准，加强治超执法管理。2019 年 10 月 10 日发生了无锡高架桥侧翻事件，此后无锡、苏州、南京等地便紧急开展治超行动，随后安徽、浙江、湖南、河南等省份也陆续开展治超治限行动，无锡高架桥事件加速催化超限超载治理工作的范围、强度和力度的加大。

表 1：超载超限标准

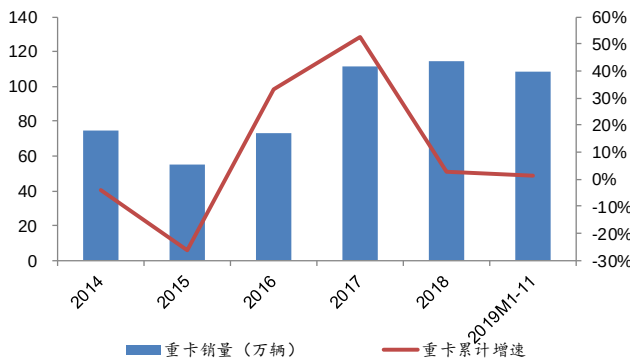
		旧版标准	新版标准
超限	长	NA	18.1 米
	宽	NA	2.55 米
	高	NA	4 米
超载	二轴车辆	20 吨	18 吨
	三轴车辆	30 吨	25 吨
	四轴车辆	40 吨	31 吨
	五轴车辆	50 吨	43 吨
	六轴及以上车辆	55 吨	49 吨

资料来源：交通部，渤海证券

按轴收费+不停车称重检测，加大执法力度和效率。2019 年 5 月 21 日，国务院办公厅印发《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》，提出“调整货车通行费计费方式，从 2020 年 1 月 1 日起，统一按车（轴）型收费，并确保不增加货车通行费总体负担，同步实施封闭式高速公路收费站入口不停车称重检测。”通过按轴收费和不停车称重检测相结合的方式，一方面由人工执法转向机器执法，减少了利益勾结的可能性、加大了执法力度，另一方面利用大数据监管，大大提高了执法效率，实现不停车快捷收费，预计今后治限治超力度不会减弱，甚至会更加严格。

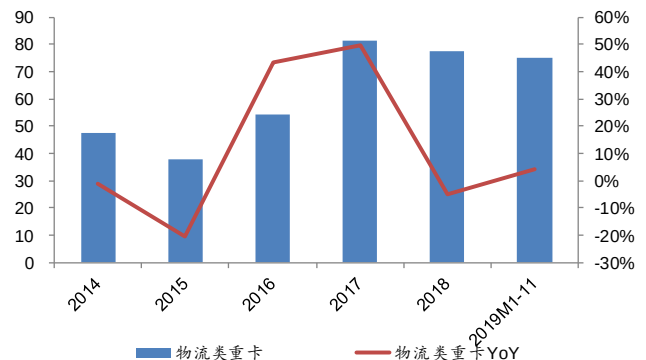
治超标准统一化和执法机械化推动重卡销量上行。在新版超载标准中，载货量标准的下降比例平均值为 15%，再加上执法严格带来的超载降低，导致一部分运输空白需要通过购置新的重卡进行填补，促使 2016-2017 年连续两年重卡销量大幅度上升，增速分别达 32.45%/52.65%，其中物流类重卡的销量 2016-2017 年增长 43.61%/49.63%。

图 22：921 新政对重卡销量的影响显著



资料来源：wind，渤海证券

图 23：921 新政对物流类重卡销量的影响显著



资料来源：wind，渤海证券

2.1.3 国六升级、国三淘汰，更新需求有支撑

国六标准的实施和低排放标准车型的加速淘汰支撑更新需求。2018 年 6 月 28 日生态环境部发布《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》，规定重型车国六标准分 6a 和 6b 两个阶段实施。国 6a 阶段：燃气车辆、城市车辆、所有重型柴油车将分别于 2019 年 7 月 1 日、2020 年 7 月 1 日、2021 年 7 月 1 日实施此标准；国 6b 阶段：燃气车辆、所有车辆将分别于 2021 年 1 月 1 日、2023 年 7 月 1 日起实施此标准。与国五标准相比，国六标准中重型车污染物排放限值中，NO_x降低了 78%以上，THC 降低了 70%以上，PM 颗粒物降低 50%，并且增加了颗粒物数量（PN）、NH₃测量和限值要求，是目前世界上最严格的排放标准之一。在随后 2018 年 6 月出台的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》中提出 2020 年底将淘汰京津冀及周边地区，国三及以下重型柴油货车 100 万辆。北京、天津、河北等多省市相继宣布于 2019 年 7 月 1 日提前实施轻型汽车国六排放标准，同时北京、河南、陕西等 7 省市宣布于 2019 年 7 月 1 日提前实施公交、邮政、环卫等城市用途重型柴油车的国六排放标准。

表 2：重型货车国六排放实施及国三补贴标准

序号	省市	国六实施时间	国三及以下淘汰时间	国三及以下淘汰补贴
1	北京	公交、环卫行业重型柴油车 2019 年 7 月 1 日实施；其余行业重型柴油车 2020 年 1 月 1 日实施	2019 年 9 月 20 日前，待淘汰车辆 10 万辆。	最高 10 万元/车
2	河南	公交、邮政、环卫等城市用途重型柴油车 2019 年 7 月 1 日实施	2020 年底前	
3	陕西	公交、邮政、环卫等城市用途重型汽车 2019 年 7 月 1 日实施	2020 年	最高 3.3 万元/车
4	山西	公交、邮政、环卫等城市用途重型柴油车 2019 年 7 月 1 日实施	2020 年底前淘汰	—
5	成都	公交、邮政、环卫等城市用途重型柴油	国三及以下排放标准的货物运输车辆不予	—

		车 2019 年 7 月 1 日实施	办理入城证和渣土运输证	
6	重庆	重型柴油公交车、邮政车、环卫车 2019 年 7 月 1 日实施	—	—
7	四川	成渝地区四川省区域内注册登记的公交、邮政、环卫等城市用途 2019 年 7 月 1 日实施	—	—
8	海南	—	2019 年 3 月 1 日起，逐步实施禁售燃油车的决策，预计将在 2030 年前禁止燃油汽车上路行驶	7000 元/辆到 2.5 万元/辆不等
9	天津	—	2020 年底前	—
10	山东	—	2019 年 7 月 1 日前，待淘汰 3.4 万辆	4 万元/车
11	河北	—	2020 年底前	—
12	杭州	—	2019 年 12 月 31 日前	2.6~3.8 万元/车不等
13	深圳	—	2019 年待淘汰老旧车 8 万辆	—
14	南京	—	2020 年 12 月 31 日	最高 4 万元/车
15	大连	—	2019 年 3 月 1 日至 2020 年 2 月 29 日，每天 6 点 30 分至 19 时，限行区域内禁止高排放柴油货车通行	每辆技术改造车辆 30%(不超过 1 万元)的差额补贴
16	云南	—	2020 年底前要淘汰国三柴油车 3 万辆以上	—
17	上海	—	—	2.2-6.8 万元/辆不等
18	广州	—	—	提前淘汰的老旧车最高可获 3 万元补贴

资料来源：政府网站，第一商用车网，渤海证券

表 3：重型柴油发动机各污染物国五与国六限值比较

试验循环	CO(g/kWh)	THC(g/kWh)	NOx (g/kWh)	NH ₃ (ppm)	PM(g/kWh)	PN(#/kWh)
WHSC(国六)	1.5	0.13	0.4	10	0.01	8*10 ¹¹
WHTC(国六)	4.0	0.16	0.46	10	0.01	6*10 ¹¹
WNTC(国六)	2.0	0.22	0.6	—	0.016	—
ESC (国五)	1.5	0.46	2.0	—	0.02	—
ETC (国五)	4.0	0.55	2.0	—	0.02	—

资料来源：国家标准化委员会，渤海证券

国六排放标准的提前实施对于重卡企业提出了更严格的生产要求，目前一汽解放、东风、中国重汽、福田欧曼、陕重汽等企业都已陆续推出国六重卡。2014 年中国重汽即参照欧六排放标准，开始研发符合“欧六”新产品，目前，国六已覆盖了中国重汽全部主销车型，今年以来中国重汽汕德卡、豪沃、豪瀚、斯太尔四大品牌国六产品纷纷上市，燃气机有 13 升、7 升的，燃油机覆盖了 3~13 升之间。潍柴动力控股子公司陕重汽 2014 年开始布局国六，相关产品围绕牵引、自卸、载货以及专用等 31 个细分市场规划，排量 4-15 升之间，动力覆盖 220-660 马力。

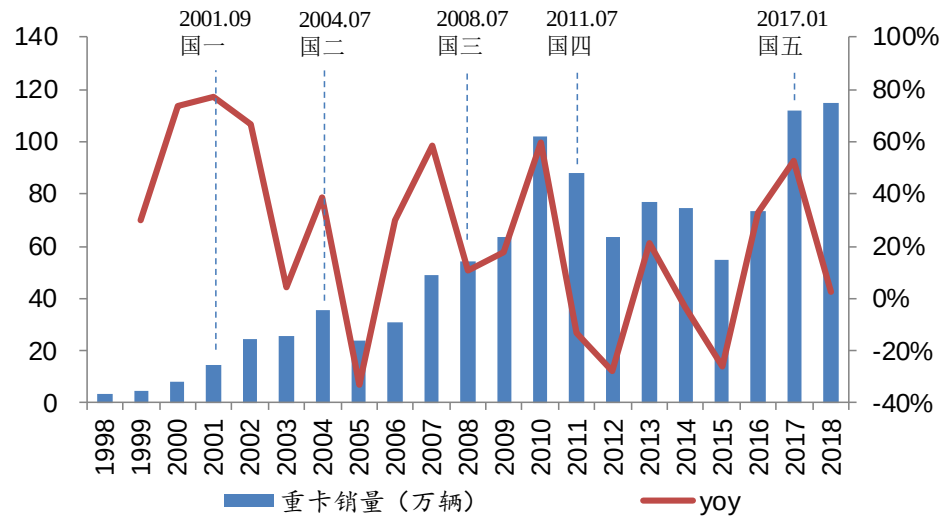
国四阶段开始，重卡需要加装尾气后处理系统，其中国四和国五主要采用 SCR 技术路线，而国六则主要采用 DOC+DPF+SCR+ASC，同等型号重卡价格增加约 2 万元左右，同时商家会对国五车进行促销，一部分消费者会选择抄底买国五车获得价格优势，国五车的技术、配置等比较成熟，产品类型选择余地大。再加上北京、河南等地今年 7 月份提前实施国六计划，会导致部分需求提前释放。同时，随着国六实施，国三车进入淘汰更新阶段，根据中国移动源环境管理年报 2019 中关于柴油货车的数 据，2018 年国 III 及以下占比 46.27%，据此测算国三及以下重卡保有量超 300 万辆。从国三与国四的实施时间来看，国三重卡的运行时间在 6-11 年之间，平均约 8.5 年，尤其是 09-10 年两年增长快速，采购较集中。从使用时间来判断，以国三为主体的低排放标准重卡车型已到更换时点，而从环保及治超治限的角度来判断，国三及以下的低排放标准重卡则到了不得不淘汰更新的地步，而全国主要城市及区域均陆续出台了淘汰国三及以下低排放重卡的时间期限及相应补贴。假设到 2021 年底低排放车辆(国三及以下)充分淘汰更新，则从今年开始平均每年更新需求量达 100 万台，有望成为重卡未来两年产销稳定的重要支撑。退一步讲，即使淘汰更新因各地执行力度不一而打折扣，从严监管角度看，目前只有矿山等非道路用重卡监管难度大，但这块存量占比低。因此，大部分在运营重卡还是比较容易监管的，据此判断，我们预计到 2021 年底重卡年更新需求也有望接近 100 万辆。

表 4：国一至国六的演进

排放标准	实施时间	涉及内容
国 I	2001/9/1	重型柴油车
	2001/10/1	轻型柴油车
	2003/7/1	重型燃气车、重型汽油车
国 II	2004/7/1	重型燃气车、重型汽油车
	2005/9/1	重型柴油车
	2006/7/1	轻型柴油车
国 III	2008/7/1	重型燃气车、重型柴油车
	2009/7/1	轻型柴油车
	2010/7/1	重型汽油车
国 IV	2011/7/1	轻型汽油车、两用燃料车、单一气体燃料车
	2013/7/1	轻型柴油车、重型汽油车、重型柴油车、压燃式发动机与汽车
国 V	2017/1/1	轻型汽油车、重型柴油车（客车和公交、环卫、邮政用途）
	2017/7/1	重型柴油车
	2018/1/1	轻型柴油车
国 VI	2019/7/1	燃气汽车
	2020/7/1	城市车辆
	2021/7/1	重型柴油车

资料来源：卡车之家，渤海证券

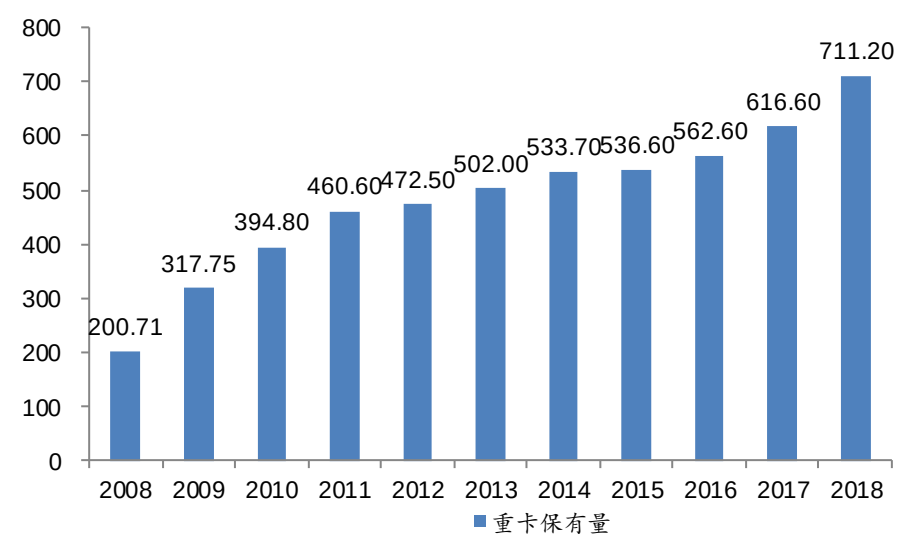
图 24：重卡销量与国标开始实施的关系



资料来源：中汽协，卡车之家，渤海证券

综合分析，一方面，政府通过加码基建、减税降费、定向降准等稳增长措施，有助于稳定重卡整体需求；另一方面，环保治理及国六升级，使得 3 百多万台国三及以下车型面临着更为充分的淘汰；同时，治超治限的再度加严降低了单车运力，有助于提升更新及新购需求。我们认为，随着重卡保有量基数越来越大（最新 2018 年保有量达 711 万台），更新需求越来越多的情况下，重卡产销波动性有望逐步降低，明年有望稳中有升，龙头效应持续增强。

图 25：重卡保有量提升较明显

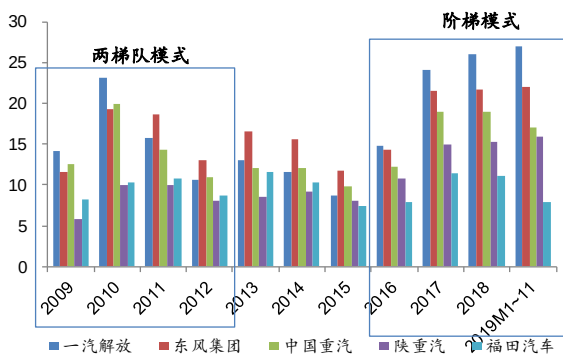


资料来源：wind，中国移动源环境管理年报，渤海证券

2.2 重卡行业头部集中度高，物流类重卡占比持续提升

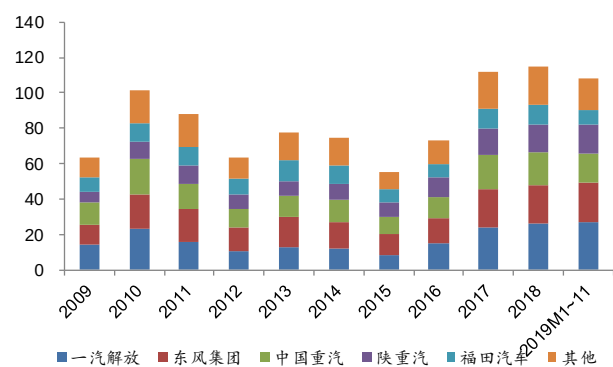
重卡行业集中度高，整车企业市占率趋于稳定。我国销量排名前五的企业一直是一汽解放、东风集团、中国重汽、陕重汽和福田，市占率合计超过 80%。近三年各企业份额逐渐稳定，其中，一汽解放稳居龙头，在 2018 年市占率达到了 22.74%，2019 年前 11 月市占率提升至 24.89%；东风集团今年表现突出，前 11 月市占率提升至 20.39%；中国重汽一直稳居前三，今年以来工程类重卡销量受影响致整体小幅下滑，整体市占率微降至 15.72%。由于重卡行业是重资产行业，高集中度可以形成规模效应以降低成本，可以支撑高昂的研发费用和生产制造费用。

图 26：历年 CR5 重卡销量（万辆）



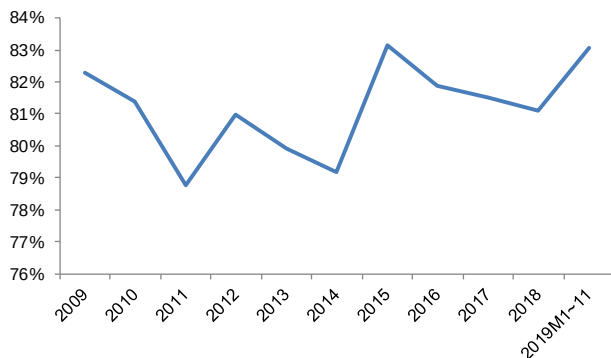
资料来源：第一商用车网，中汽协，渤海证券

图 27：历年 CR5 重卡销量结构（万辆）



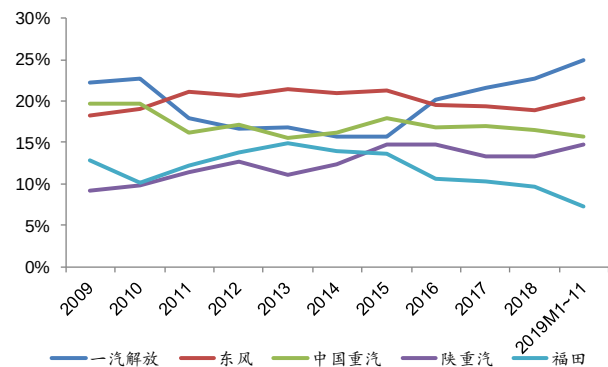
资料来源：第一商用车网，中汽协，渤海证券

图 28：历年 CR5 重卡合计市占率



资料来源：第一商用车网，中汽协，渤海证券

图 29：历年 CR5 重卡各公司市占率

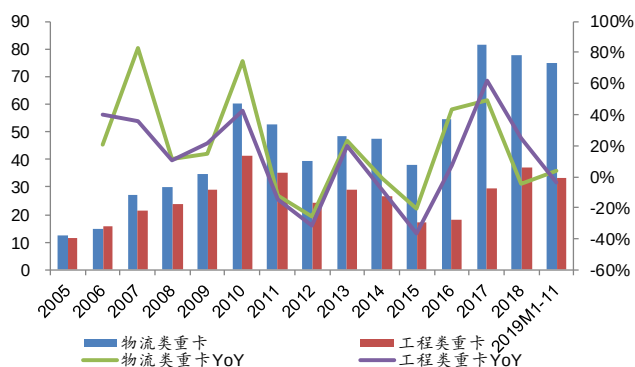


资料来源：第一商用车网，中汽协，渤海证券

物流类重卡与工程类重卡结构趋于稳定，且物流类重卡占比较大。2006 年以后，物流类重卡的销量超过了工程类重卡的销量，物流类重卡的销量在重卡销量中所占的比重逐年增加，由 2006 年占重卡总销量的 48.51% 增加至 2018 年的 67.74%（考虑到物流需求随经济体量上升而持续增加，故假设重卡整车为物流用途），这主要是因为我国经济发展方式的转变，第三产业所占比重逐渐增加，2018 年第三产业 GDP 所占比重为 52.16%，我国经济增长方式逐步由投资驱动转变为消费拉

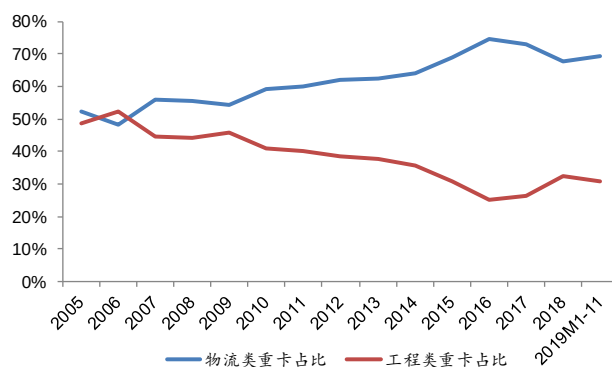
动，物流运输的需求大大增加，带动了物流类重卡的销量占比增加。从集中度看，一汽解放和中国重汽均位于物流类重卡和工程类重卡的前三，陕重汽在物流类重卡中的提升较快，排名已迅速提升至第二位；从各企业的销量结构看，除东风集团外，销量排名前五的企业都是物流类重卡大于工程类重卡。

图 30：物流类重卡和工程类重卡销量情况（万辆）



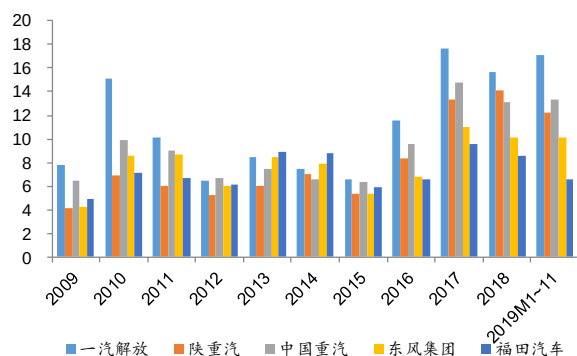
资料来源：第一商用车网，中汽协，渤海证券

图 31：物流类重卡和工程类重卡销量结构



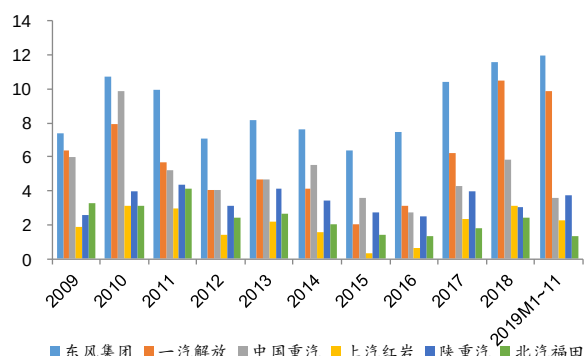
资料来源：第一商用车网，中汽协，渤海证券

图 32：物流类重卡 CR5 重卡销量（万辆）



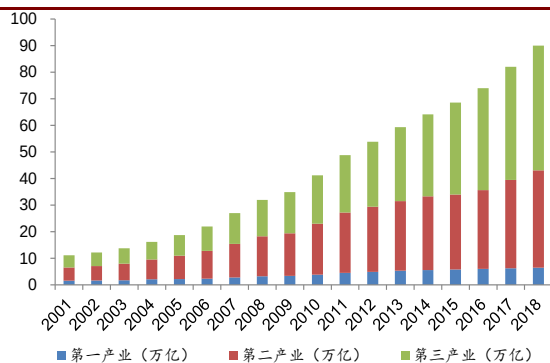
资料来源：第一商用车网，中汽协，渤海证券

图 33：工程类重卡 CR6 重卡销量（万辆）



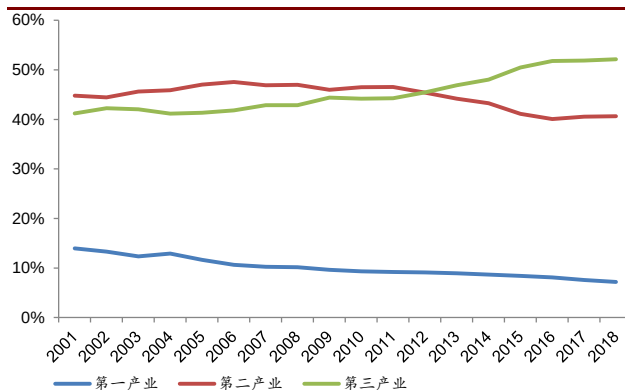
资料来源：第一商用车网，中汽协，渤海证券

图 34：GDP 中第一产业、第二产业、第三产业变化



资料来源：wind，渤海证券

图 35：第三产业所占比重



资料来源：wind，渤海证券

3.与 MAN 强强联合，与潍柴合作重启

中国重汽能够发展成为我国重卡行业的领先企业和具备高出口份额的优秀企业，离不开对发展核心技术的孜孜不倦的追求，从引入斯太尔到引入德国 MAN 技术到 MAN 技术发动机的国产化，伴随着中国重汽从辉煌到低谷、重组新生、跨越发展的历程，一步步实现了核心技术的突破，形成了公司的核心竞争力。

引入斯太尔，打造差异化产品。1983 年，中国重汽成功引进了奥地利斯太尔（1989 年被德国 MAN 公司收购）的 91 系列重型汽车制造技术项目，成为国内第一家全面引进国外重型汽车整车制造技术的企业；1984 年，从斯太尔公司引进整车技术，在国内联合生产“斯太尔”系列重型汽车；1995 年，斯太尔项目通过了国家验收，开发出新款斯太尔重型汽车；2002 年，中国重汽成功开发斯太尔王，使重汽拉开了与竞争对手产品差异化的距离。斯太尔技术和产品的引进为中国重汽在重卡领域的发展奠定了坚实的基础，使重汽完成了产品结构的调整，现在斯太尔发动机仍然位于中国重汽发动机的重要产品序列。

图 36：斯太尔王



资料来源：卡车之家，渤海证券

引入曼技术，打造强核心。德国 MAN 集团成立于 1758 年，距今已有超过 260 年的历史，是全球第三大重型卡车制造商，主要生产卡车、客车、柴油发动机和涡轮机，并在上述领域均居行业领导地位，尤其是在重卡和发动机领域。2018 年集团实现营业收入 121 亿欧元。早在 1898 年，MAN 集团已在中国开拓其工业业务，至今集团于中国已有超过 120 年的历史。

2009 年 7 月 15 日，中国重汽(香港)与德国 MAN 公司达成战略合作，MAN 公司通过其全资附属公司 MAN FINANCE AND HOLDING S.A.R.L.参股重汽(香

港)25%+1 股,中国重汽集团则以独占许可的方式引进 MAN 公司的 TGA 系列卡车整车和 D20、D26、D08 三种先进的发动机(欧三到欧五)及其他零部件总成生产技术。2013 年 1 月 17 日,中国重汽集团与德国 MAN 集团强强合作的 SITRAK(汕德卡)品牌正式启动,2019 年 4 月 1 日第 3 万辆汕德卡重卡下线,汕德卡现已成为中国重汽集团的高端重卡品牌,在业内有着良好的口碑,“进口替代型重卡”成为汕德卡的代名词;而汕德卡旗下不仅有重卡产品,还有消防车、油田作业车等特种车辆,据中国卡车网报道,汕德卡消防车在国产消防车中占领了高端市场 60%以上的份额。

通过与德国 MAN 公司合作,中国重汽集团从 MAN 公司成功得到了具有世界先进水平的发动机、车桥及整车技术,并获得了所有 44 个发动机部件的释放性标准,而释放性标准是一家公司在发动机领域最基本、最核心的技术,中国重汽集团在产品、技术、生产、质量等方面都得到了提升。合作至今,中国重汽集团已经实现了 MAN 技术发动机的全面国产化,公司已拥有 MC04、MC05、MC07、MC09、MC11、MC13 系列柴油发动机及 MT 系列天然气发动机,公司旗下大部分车型都应用了不同级别的 MAN 技术发动机。

图 37: 汕德卡消防车



资料来源:中国卡车网,渤海证券

图 38: MC13 系列柴油机



资料来源:公司官网,渤海证券

与潍柴动力恢复合作,给客户更多的选择。2018 年 9 月,谭旭光履职中国重汽集团,他的履职也使关系破裂 12 年的潍柴动力和中国重汽恢复了合作。2019 年 5 月中国重汽搭配潍柴 WP10H 发动机的新斯太尔产品、豪瀚 N7W/N5W 车型上市发布,标志着重新合作的步伐开启;2019 年工信部 318 公示中的汕德卡牵引车也配套了潍柴发动机;2019 年 9 月,山东重工收购中国重汽集团,中国重汽集团和潍柴动力将成为关联方,双方未来的合作将持续推进;2019 年 12 月,中国重汽(香港)发布公告,预计 2020 年从潍柴动力采购的金额上限达到 14.7 亿元(预计 2019 年 3 亿元左右),意味着接下来双方的合作将迅速推进深化。在 11

升、13 升大排量产品上，中国重汽今后仍以 MAN 技术发动机为主导；在其他排量的产品上，中国重汽将遵循“市场化原则”，将用户选择作为第一考虑因素，未来将会形成潍柴动力和曼动力的差异化动力供应链。

中国重汽集团作为全国排名前三的重卡公司、潍柴动力作为位列全国第一的柴油发动机公司，双方的合作将助推各自的发展更进一步。对于中国重汽而言，一方面客户购买中国重汽的重卡有了潍柴发动机这一选项，将吸引青睐潍柴发动机的客户；另一方面在谭旭光的带领下，通过学习潍柴动力的经营管理方法，也将实现公司治理和经营的改善。

图 39：中国重汽潍柴机新斯太尔产品



资料来源：公司官网，渤海证券

4.对标一汽解放和帕卡公司，不断进步的中国重汽

4.1 中国重汽 VS 一汽解放

一汽解放是一汽集团旗下的轻、中、重型卡车企业，其前身是中国一汽生产中重型卡车的主体专业厂，1956 年 7 月新中国第一辆汽车即解放牌卡车下线，结束了中国不能制造汽车的历史，之后从上世纪 80 年代开始陆续推出六代产品，2018 年推出第七代产品解放 J7。一汽解放拥有长春、青岛、成都、柳州四大整车基地

和无锡、大连、长春发动机、变速箱、车桥三大总成基地，现有整车产能 29.70 万辆，2018 年实现整车销量 31.22 万辆。中国重汽集团也生产轻、中、重型卡车，2018 年实现整车销量 32.66 万辆，略高于一汽解放。

图 40：一汽解放的七代产品变迁



资料来源：中国经营报，渤海证券

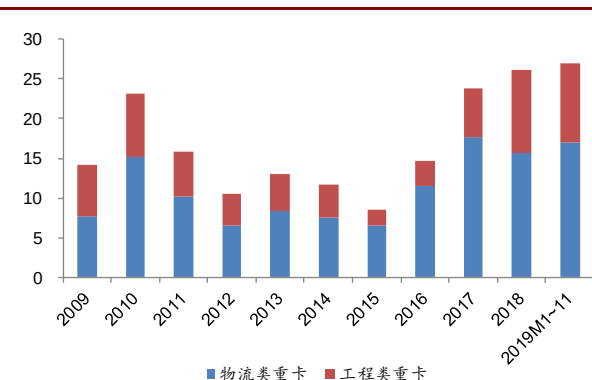
分析重卡板块，在产品品种上，中国重汽集团和一汽解放并无区别，都覆盖牵引车、载货车、自卸车、专用车等全系列车型（中国重汽的豪沃系列也全覆盖），都拥有柴油重卡、燃气重卡和新能源重卡，产品组合满足高、中、低端需求。在产品结构上，一汽解放和中国重汽都以物流类重卡为主，根据中汽协数据，2019 年前 11 月占比分别为 63.29%、78.63%，但一汽解放并未放松工程类重卡的销售，销量依旧处于增长，而中国重汽的工程类重卡整体处于下降态势，份额缩减。在产品产销模式上，一汽解放更多的是生产和销售标准化产品，定制化产品相对较少，但一汽解放新一代 J7 产品也突出了个性化定制；而中国重汽采用了一定程度上的个性定制，其个性定制服务能满足不同客户的需求，因此其定制化产品相对多一些；反映在销量上，中国重汽的销量波动性较小，在行业景气度差时降幅也相对较小，一汽解放的销量波动性较大但在景气度高时能迅速增长，其也凭此在 2016 年超过东风集团跃居第一。在使用的发动机上，中国重汽主要使用国产化的 MAN 技术发动机、斯太尔发动机，后续潍柴发动机的使用也将逐渐增多；一汽解放主要使用潍柴发动机、自有发动机锡柴。

图 41：一汽解放重卡产品的详细产品型谱



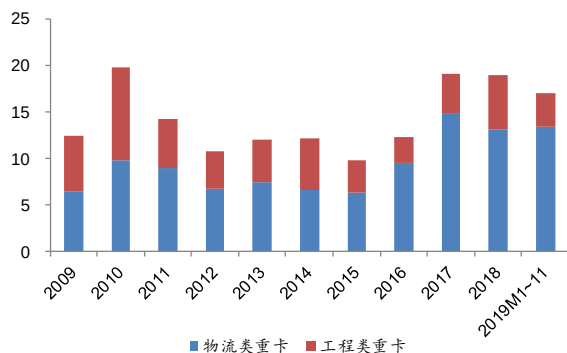
资料来源：一汽轿车公告，渤海证券

图 42：一汽解放的重卡销量结构（万辆）



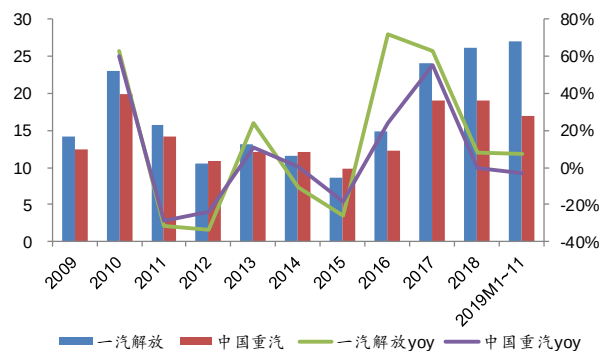
资料来源：公司官网，渤海证券

图 43: 中国重汽的重卡销量结构 (万辆)



资料来源: 中汽协, 第一商用车网, 渤海证券

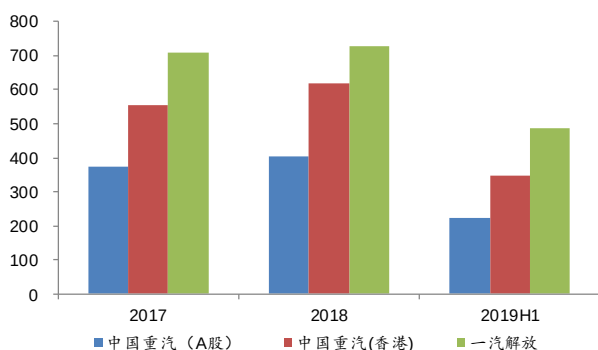
图 44: 中国重汽和一汽解放的历年重卡销量及走势



资料来源: 公司官网, 渤海证券

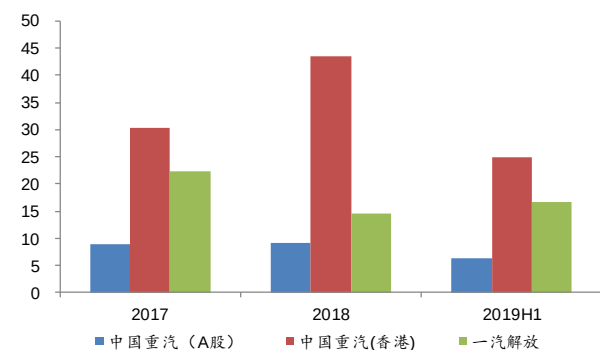
一汽轿车已发布了资产重组的交易报告书, 拟购买一汽解放 100% 股权, 一汽解放 2018 年实现营收 726.53 亿元, 同比增长 2.57%, 待其重组上市后将成为体量最大的商用车上市公司, 超过中国重汽(香港)。对比一汽解放和中国重汽, 在净利润上, 中国重汽(香港)高于一汽解放, 但中国重汽(A 股)不及一汽解放; 在盈利能力上, 中国重汽(A 股)的毛利率低于一汽解放、但净利率高于一汽解放, 中国重汽(香港)的两项指标则均高于一汽解放。

图 45: 中国重汽和一汽解放的营业收入对比 (亿元)



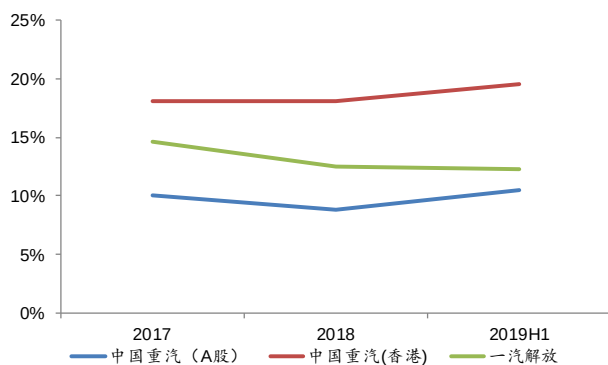
资料来源: wind, 公司公告, 渤海证券

图 46: 中国重汽和一汽解放的归母净利润对比 (亿元)



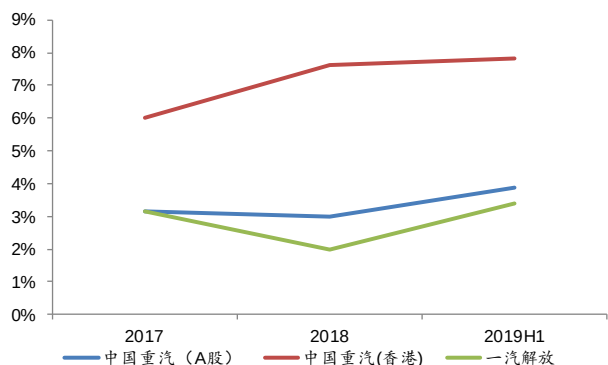
资料来源: wind, 公司公告, 渤海证券

图 47: 中国重汽和一汽解放的毛利率对比



资料来源: wind, 公司公告, 渤海证券

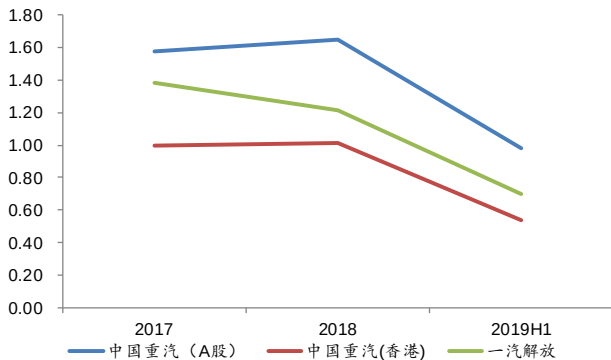
图 48: 中国重汽和一汽解放的净利率对比



资料来源: wind, 公司公告, 渤海证券

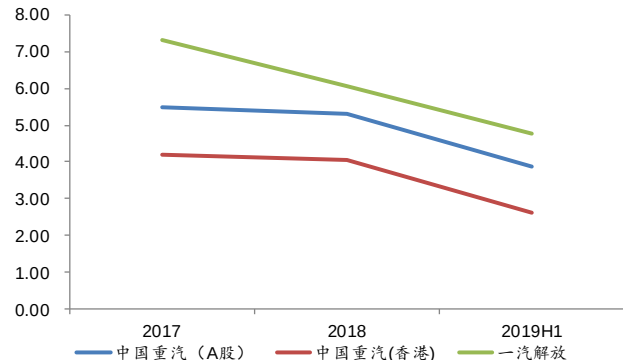
在营运能力上，中国重汽的表现与一汽解放差不多，中国重汽（A股）的总资产周转率高于一汽解放、但存货周转率不及一汽解放，而中国重汽(香港)则在两项上的表现都不及一汽解放。

图 49：中国重汽和一汽解放的总资产周转率对比



资料来源：wind，公司公告，渤海证券

图 50：中国重汽和一汽解放的存货周转率对比



资料来源：wind，公司公告，渤海证券

综合分析，中国重汽集团和一汽解放在整体实力上相差不多，产品类型和产品结构都差不多，但中国重汽集团的工程类重卡发展相对较弱，中国重汽也正在调整生产结构，加大工程车产销力度；而 A 股平台主要由于旗下仅有豪沃系列重卡而体量较小，但盈利能力略强于一汽解放。

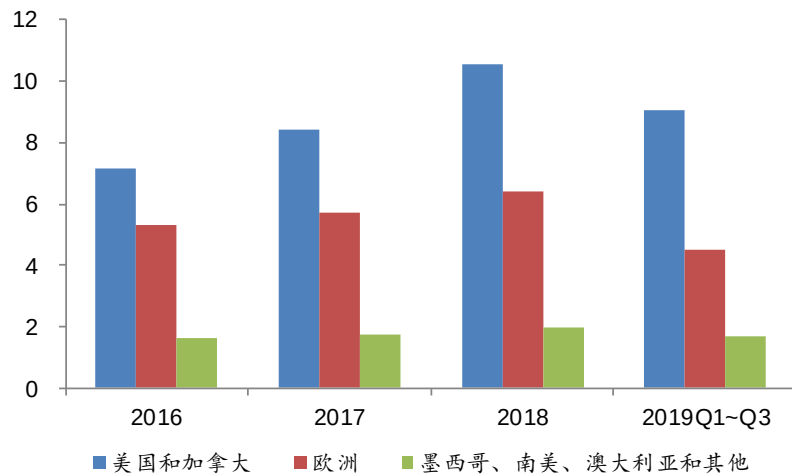
4.2 中国重汽 VS 帕卡公司

帕卡公司（PACCAR Inc）成立于 1971 年，是 1924 年成立的太平洋汽车铸造公司的继承者(前身是 1905 年成立的西雅图汽车制造公司)，于 1984 年在 NASDAQ 上市（代码 PCAR.O），现已发展为美国最大、世界第二的卡车制造企业，仅次于戴姆勒-克莱斯勒。帕卡公司的主营业务是轻、中、重型卡车的生产、销售，以及为客户和分销商提供融资租赁服务。

帕卡公司全球布局、全球销售。帕卡公司旗下主要有肯沃斯（KENWORTH）、彼得比尔特（Peterbilt）、达夫（DAF）三大卡车品牌，其中肯沃斯的卡车和底盘在全球领先，很早就实现了“批量定制”的营销方式，采取以销定产、以客定型的产销方式，满足不同客户的需求。帕卡公司拥有美国（3 个）、欧洲（3 个）、加拿大（1 个）、巴西（1 个）、墨西哥（1 个）、澳大利亚（1 个）的卡车工厂，基于这些生产基地面向 100 多个国家/地区销售卡车；此外帕卡公司在俄亥俄州、德克萨斯州、华盛顿、加拿大和墨西哥均拥有发动机工厂。帕卡公司全球化布局，构建了完善的产销网络，2018 年卡车销量 18.91 万辆，同比增长 19.01%；2019 年前三季度销量为 15.31 万辆，同比增长 10.38%。其中美国和加拿大是帕卡公

司最大的市场，2019 年前三季度公司销量为 9.06 万辆，同比增长 15.41%，其中帕卡公司的重卡在美国和加拿大的市占率达到了 29.2%，中卡市占率为 15.9%；前三季度帕卡公司在欧洲的卡车销量为 4.53 万辆，重卡和中卡的市占率分别为 16.4%、9.3%。

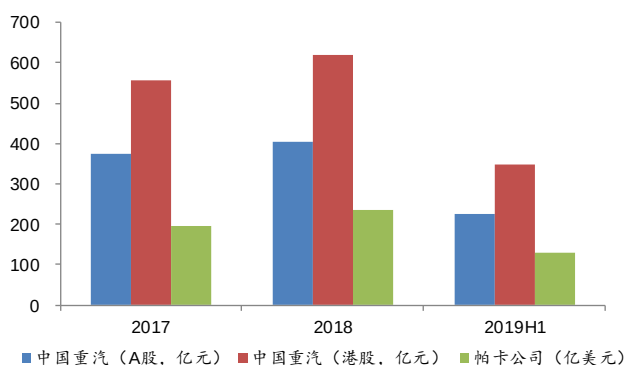
图 51：帕卡公司的卡车销量（万辆）



资料来源：帕卡公司公告，渤海证券

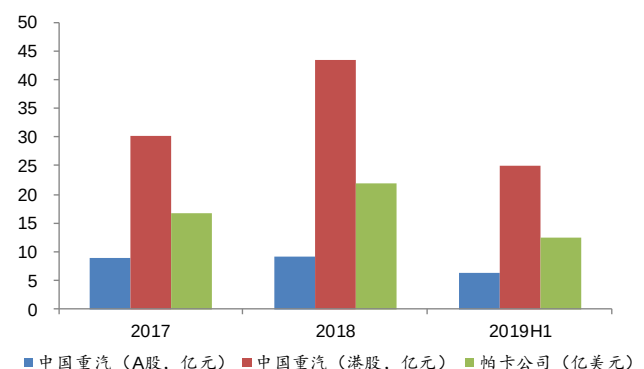
对比中国重汽和帕卡公司，刨除汇率的影响，A 股和港股中国重汽的营收体量均超过帕卡公司，但帕卡公司的净利润却超出中国重汽（A 股）将近一倍，主要是帕卡公司的盈利能力高于中国重汽，不论是毛利率还是净利率，帕卡公司都超过中国重汽，归其良好的采购体系和公司管理结构。

图 52：中国重汽和帕卡公司的营业收入对比



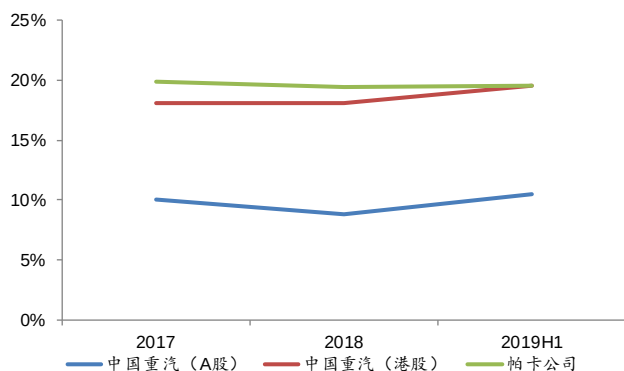
资料来源：wind，公司公告，渤海证券

图 53：中国重汽和帕卡公司的归母净利润对比



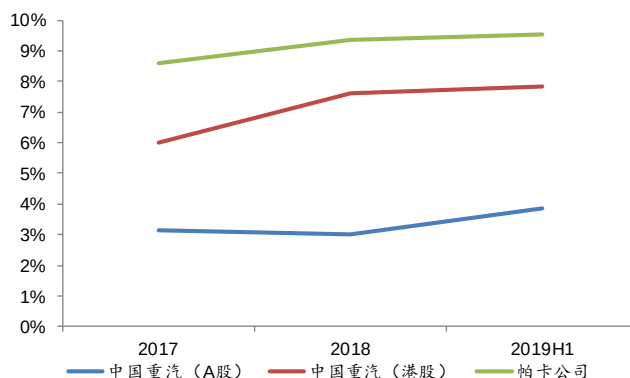
资料来源：wind，公司公告，渤海证券

图 54：中国重汽和帕卡公司的毛利率对比



资料来源：wind，公司公告，渤海证券

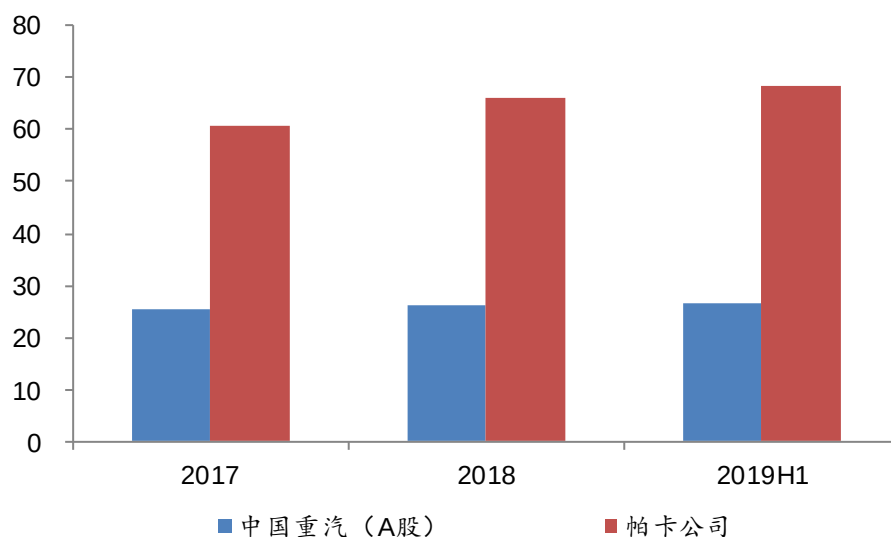
图 55：中国重汽和帕卡公司的净利率对比



资料来源：wind，公司公告，渤海证券

从单车平均售价（考虑汇率因素）看，中国重汽的售价远低于帕卡公司，不仅仅是中国重汽，中国国产卡车的售价均低于帕卡公司、沃尔沃等国际卡车品牌；不过两者相似的一点是，单车平均售价均在小幅增长。

图 56：中国重汽和帕卡公司的单车平均售价对比（万元/辆）



资料来源：wind，帕卡公司公告，渤海证券

综上分析，中国重汽在全球化布局上无法与帕卡公司相比，出口市场主要针对的是发展中国家和新兴经济体；在产销模式上有所相似，都根据客户需求在一定程度上个性定制；在营收体量上（刨除汇率影响）中国重汽超过帕卡公司，而在盈利能力上不及帕卡公司，但经过集团改革相信毛利率和净利率将有较大提升。

5.整装再出发，改革进行时

2018 年 8 月 31 日，经中共济南市委常委会研究，谭旭光任中国重型汽车集团有限公司党委书记，由此谭旭光回归中国重汽集团，拉开了其改革的序幕。

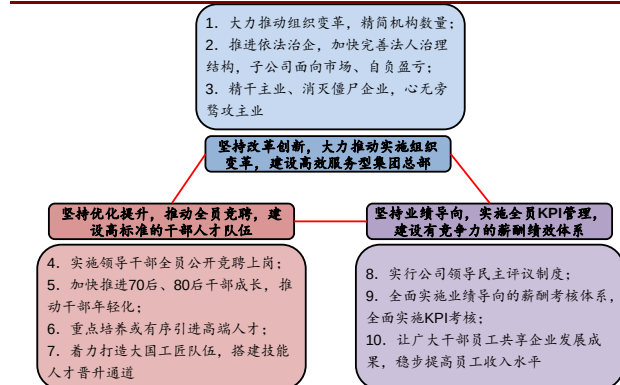
深化改革十条意见，以改革带动发展，以发展推动改革。2019年1月24日，在中国重汽集团召开的职代会上审议通过了《中国重汽集团深化改革的十条意见》，从推动实施组织变革以建设高效服务型集团总部、推动全员竞聘以建设高标准的干部人才队伍、实施全员 KPI 管理以建设有竞争力的薪酬绩效体系三个方面提出了改革意见。在这些针对性的改革意见的指引下，中国重汽集团的改革快速推进，到 4 月份，集团公开竞聘产生了 98 名主管级人员，平均年龄从 43.96 岁降到了 38.82 岁，年龄结构年轻化，而二级单位的改革也已经展开；在专注主业、剥离副业上，中国重汽集团也在积极行动，以房地产、物业、医院、幼儿园为代表的非主营业务正在有序退出，这对于中国重汽（A 股）而言也是利好，集团将会把更多的资源和精力向公司倾斜。

图 57：中国重汽集团存在的问题

法人治理结构混乱，产权结构复杂	- 缺乏顶层设计，法人下面套事业部，事业部下面套法人 - 公司层级过多，最多的都到了六级，下面还有参股企业
人员过多、人浮于事	截至2018年底，中国重汽的用工总数是42151人，其中合同工31400人，派遣工11133人；管理人员5235人，工程技术人员4415人，营销人员1993人
干部职数过多，年龄结构不合理	- 员工晋升论资排辈 - 干部职数多、职位设置混乱 - 缺少科学的、有针对性的职业发展通道
考核分配制度形同虚设	- 缺乏压力传导机制 - 考核与企业经营目标没有紧密挂钩
集团包袱沉重	在过去的发展扩张过程中，缺乏科学规划
主业不突出	存在大量缺乏核心竞争力的产业和产品

资料来源：公司官网，渤海证券

图 58：中国重汽集团深化改革的十条意见



资料来源：公司官网，渤海证券

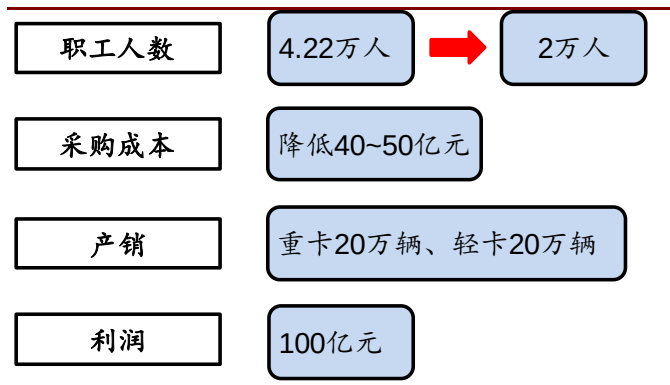
提出总体改革目标，为业务开展指明方向。2018年12月中国重汽集团召开的2019年商务大会上，谭旭光对重卡提出了产销目标：2019年力争实现重卡20万辆、2025年实现重卡25万辆的产销；2019年11月召开的2020年商务大会上，对2025年的产销目标做出了调整，提出到2025年重卡国内销售稳定在20万辆，这一调整对国内外的销量做出了明确要求，表明出口销量稳定在5万辆。根据第一商用车网数据，前11月中国重汽集团累计销量17.00万辆，距2019年商务大会提出的目标还有3万辆的差距，而2016年至今最高月销量为2.42万辆，要实现目标难度不小但值得期待。而在职工人数、采购成本和利润上，中国重汽集团也在2019年初召开的职代会上提出了明确的目标，精简人员、降低采购成本、提升利润率是业务发展的方向，今年上半年集团同比降低成本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%，业务招待费同比降低73.6%，特别是行政接待费全部归零。

表 5：中国重汽集团在商务大会上提出的改革目标

	2019 年商务大会	2020 年商务大会
2019 年	重卡 20 万辆、轻卡 20 万辆	
产销目标	重卡 25 万辆、轻卡 25 万辆、轻型商用车 20 万辆	重卡国内销售稳定在 20 万辆，中轻卡国内销售稳定在 20 万辆，轻型商用车 20 万辆
收入	2025 年	3000 亿元

资料来源：公司官网，渤海证券

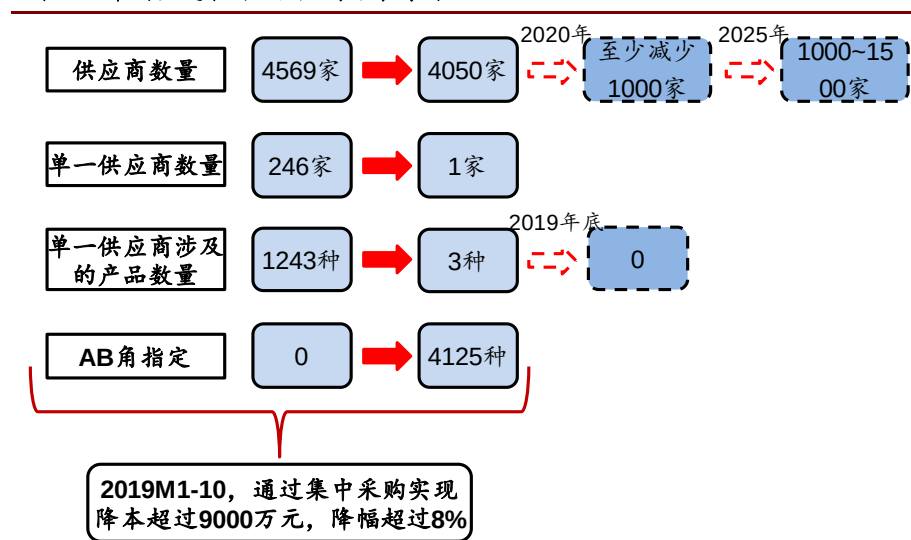
图 59：中国重汽集团在职代会上提出的改革目标



资料来源：公司官网，渤海证券

供应商体系优化，着力提质降本。2018 年 12 月召开的首届供应商大会上，谭旭光对供应商体系存在的问题提出了 6 点要求，包括消灭独家供货、消灭关联交易、推进供应商队伍优化提升、推进全球化采购、打造迈向高端的供应商体系、打造济南供应商产业集群。经过近一年的努力，中国重汽集团的供应商体系得到了优化，供应商数量从 4569 家减少到了 4050 家，单一供应商从 246 家（涉及产品 1243 种）减到还剩 1 家（3 种产品），新产品开发同步实施 AB 角（目前已完成 4125 种新产品 AB 角的指定）。供应商体系优化带来的是集团成本的降低和质量的提升，2019 年 1-10 月，集团通过集中采购实现降本超过 9000 万元，降幅超过 8%。后续，集团仍将持续推进供应商体系优化，在 2020 年供应商大会上，谭旭光表示 2020 年供应商数量将至少再削减 1000 家供应商，2025 年前将只保留 1000 到 1500 家核心供应商。未来，中国重汽的毛利率将持续提升。

图 60：中国重汽集团的供应商体系得到优化



资料来源：公司官网，渤海证券

创新发展，聚焦新技术。创新是一个企业发展的动力源泉，智能网联和新能源是汽车行业的发展方向，2019 年初召开的职代会上，谭旭光提出“要瞄准世界汽车

行业在新能源、网联化、智能化、共享化等方面的新趋势，……，掌握动力总成、新能源、智能化、车联网等关键核心技术，争当‘标准制定者’。”中国重汽早在2011年就已将智能化卡车项目正式立项，2016年9月发布智能化战略并推出了I代首款智能卡车，2017年10月中国重汽集团智能网联汽车院士工作站揭牌成立，2018年4月全球首台无人驾驶纯电动卡车 HOWO-T5G（L4级）在天津港开启试运营，2019年1月中国重汽无人驾驶智能客车和 HOWO-T5G 无人驾驶纯电动智能卡车首次进行5G公开道路测试，2019年5月中国重汽智能网联卡车参加全国首次列队跟驰标准公开试验，2019年11月第二代智能卡车在2020年商务大会上首次亮相，随后央视《新闻联播》进行了播报，预计2020年投放市场。中国重汽在智能网联领域提前深入布局，已成为行业的领导者，未来竞争优势明显、市场空间广阔。

图 61：公司无人驾驶智能汽车首次进行 5G 公开道路测试



资料来源：公司官网，渤海证券

图 62：中国重汽汕德卡 C7H L2+级智能牵引车



资料来源：公司官网，渤海证券

6.盈利预测与估值分析

假设条件：1.受益于基建投资加码、减税降费、定向降准等逆周期政策措施，以及超限超载治理、国六升级及环保治理等，重卡行业景气度提升、趋势向好；2.公司作为重卡行业的排名前三的企业，受益于行业集中度提升，销量将稳定或小幅增长；3.随着公司产品结构上移，单价较高的产品销量占比将提升，产品平均单价将稳步提高；4.在谭旭光推动深化改革下，集团供销体系优化，公司毛利率和净利率将持续提升；5.期间费用稳定。

根据前述分析及假设，我们预计公司 2019~2021 年实现营业收入分别为 412.74/429.59/448.70 亿元，同比增速分别为 2.22%/4.08%/4.45%；实现归母净利润 11.96/13.35/14.48 亿元，同比增速分别为 32.11%/11.60%/8.52%，对应 EPS 为 1.78/1.99/2.16 元/股，对应 PE 为 12/11/10 倍。

我们考虑到重卡产销波动性有望逐步降低，明年有望稳中有升，同时公司是优质的重卡企业，公司改革进程不断推进，未来重卡产销有望提升，首次覆盖给予“增持”评级。

表 6：公司收入拆分及预测

		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
整车	销量（万辆）	13.47	14.18	14.26	14.54	14.83
	YoY	67.96%	5.28%	0.50%	2.00%	2.00%
	单价（万元）	25.53	26.35	26.62	27.01	27.55
	YoY	4.23%	3.20%	1.00%	1.50%	2.00%
	营业收入（亿元）	344.03	373.79	379.42	392.81	408.68
	YoY	75.06%	8.65%	1.50%	3.53%	4.04%
	营业成本（亿元）	310.62	342.12	341.48	352.35	365.77
	毛利率	9.71%	8.47%	10.00%	10.30%	10.50%
配件	营业收入（亿元）	25.97	27.45	31.29	35.05	38.55
	YoY	102.00%	5.69%	14.00%	12.00%	10.00%
	营业成本（亿元）	22.14	23.61	28.01	31.54	34.70
	毛利率	14.77%	13.98%	10.50%	10.00%	10.00%
其他业务	营业收入（亿元）	3.10	2.53	2.03	1.72	1.46
	YoY	71.40%	-18.29%	-20.00%	-15.00%	-15.00%
	营业成本（亿元）	2.95	2.29	1.72	1.46	1.25
	毛利率	4.79%	9.81%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	营业收入（亿元）	373.10	403.78	412.74	429.59	448.70
	YoY	76.67%	8.22%	2.22%	4.08%	4.45%
	营业成本（亿元）	335.71	368.01	371.21	385.36	401.71
	毛利率	10.02%	8.86%	10.06%	10.29%	10.47%

资料来源：Wind，渤海证券研究所

表 7：可比上市公司估值比较

代码	简称	EPS（元/股）				PE			
		TTM	2019E	2020E	2021E	TTM	2019E	2020E	2021E
600006.SH	东风汽车	0.24	0.26	0.28	0.27	19.53	17.97	16.58	17.04
600166.SH	福田汽车	-0.25	0.08	0.10	0.11		26.47	21.21	19.04
000338.SZ	潍柴动力	1.22	1.22	1.33	1.42	12.06	12.14	11.13	10.38
000581.SZ	威孚高科	2.05	2.16	2.26	2.44	9.17	8.71	8.32	7.68
	平均值					13.59	16.32	14.31	13.54
000951.SZ	中国重汽	1.48	1.78	1.99	2.16	14.63	12.15	10.89	10.03

资料来源：Wind 一致性预期（最新收盘截止 2019 年 12 月 23 日），渤海证券研究所

风险提示：行业政策波动风险，基建投资不及预期，公司重卡产销不及预期

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖

+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健

+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊（部门经理）

+86 22 2845 1975

张源

+86 22 2383 9067

汽车行业研究小组

郑连声

+86 22 2845 1904

陈兰芳

+86 22 2383 9069

餐饮旅游行业研究

杨旭

+86 22 2845 1879

食品饮料行业研究

刘瑞

+86 22 2386 1670

医药行业研究小组

徐勇

+86 10 6810 4602

甘英健

+86 22 2383 9063

陈晨

+86 22 2383 9062

张山峰

+86 22 2383 9136

电力设备与新能源行业研究

张冬明

+86 22 2845 1857

滕飞

+86 10 6810 4686

非银金融行业研究

张继袖

+86 22 2845 1845

王磊

+86 22 2845 1802

通信行业研究小组

徐勇

+86 10 6810 4602

机械行业研究

张冬明

+86 22 2845 1857

传媒行业研究

姚磊

+86 22 2383 9065

中小盘行业研究

徐中华

+86 10 6810 4898

固定收益研究

崔健

+86 22 2845 1618

朱林宁

+86 22 2387 3123

张婧怡

+86 22 2383 9130

固定收益研究

崔健

+86 22 2845 1618

夏捷

+86 22 2386 1355

马丽娜

+86 22 2386 9129

金融工程研究

宋旻

+86 22 2845 1131

张世良

+86 22 2383 9061

金融工程研究

祝涛

+86 22 2845 1653

郝惊

+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

周喜

+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威

+86 22 2386 1608

严佩佩

+86 22 2383 9070

宏观研究

宋亦威

+86 22 2386 1608

博士后工作站

张佳佳 资产配置

+86 22 2383 9072

张一帆 公用事业、信用评级

+86 22 2383 9073

综合管理&部门经理

齐艳莉

+86 22 2845 1625

机构销售•投资顾问

朱艳君

+86 22 2845 1995

合规管理&部门经理

任宪功

+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华

+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码：300381

电话：(022) 28451888

传真：(022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码：100086

电话：(010) 68104192

传真：(010) 68104192

渤海证券研究所网址：www.ewwww.com.cn