

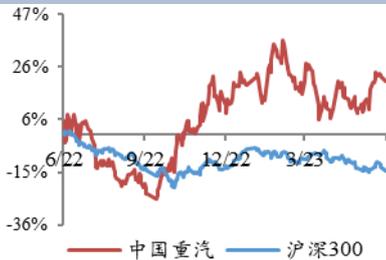
周期复苏与出口增加，重卡龙头双双受益

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-06-26

收盘价(元)	16.03
近12个月最高/最低(元)	18.20/9.89
总股本(百万股)	1,175
流通股本(百万股)	1,175
流通股比例(%)	99.99
总市值(亿元)	188
流通市值(亿元)	188

公司价格与沪深300走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001
电话：021-60958389
邮箱：yinyj@hazq.com

相关报告

1. 汽车消费政策暖风再起，行业销量有望快速修复 2023-06-04

主要观点：

● 心无旁骛专攻主业，成长为重卡整车制造龙头

1) 重卡市占率稳居行业龙头。公司主营业务是制造、销售重卡整车与车桥配件，其中重卡营收占比约 80%。2022 年重汽集团重卡销量为 15.8 万辆，市占率为 23.5%，稳居行业第一。2) 经营业绩具有一定周期性。2018-2020 年公司重卡销量逐年增加，营业收入与归母净利润随之处于上升通道。2021-2022 年公司重卡销量大幅下跌，营业收入与归母净利润随之深度回落。2023Q1 随着重卡市场销量回升，公司营收与归母净利润大幅反转。3) 公司销售毛利率中枢基本维持在 9%-10%，总体较为稳定，而且 2019 年以来期间费用率整体呈现下滑趋势，降本增效成果显著，研发费用率也已提升至 1.5%，保持上升趋势。

● 今年重卡销量处于恢复性增长阶段，明后年步入快速上行时期

今年宏观经济处于弱复苏阶段，基建投资与物流运输需求温和，重卡行业处于恢复性增长阶段。明后年宏观经济复苏进程加快后，与投资相关的工程建设用车以及与快递快运相关的物流用车将持续增长。同时，在“到 2025 年新能源和国六排放标准货车保有量占比力争超过 40%”的目标约束下，叠加国三、国四淘汰政策的催化，更新置换需求将有力支撑重卡市场恢复。此外，海外市场的需求持续增长，打开了重卡行业的增量空间，预计重卡出口将突破 20 万。综上，预计 2023-2025 年重卡销量约为 90 万、100 万、120 万辆。

● 产品、营销、出口、技术优势明显，带动重卡量价齐升

1) 产品优势：矩阵丰富，品牌向上，组合优势明显。公司拥有高端品牌“黄河”、豪沃、AMT 与新能源产品系列，在长途高速、绿通、冷链、城建渣土、环卫等重点细分市场具有不同的产品，覆盖了高、中、低档产品层次，品牌联动与组合优势明显。2) 渠道优势：海内外营销网络布局完善。公司在全国各地设有 29 个销售分公司，拥有 300 余家经销网络，并在海外 14 个国家和地区建立 22 个境外 KD 工厂，在 90 多个国家和地区发展了各级经销商近 300 家。3) 出口优势：总量稳步提升，结构转向高端化，带动出口量价齐升。随着行业出口规模的增长，公司借助健全的营销网络、丰富的产品层次、良好的品牌形象，实现出口总量的持续增长。同时出口结构不断向高端化转变，提高了出口单车价值。4) 技术优势：电动化、智能化，带动单车价值增加。公司在新能源重卡与智能网联领域持续进行技术研发，保证了产品领先性，提高了单车价值。

● 投资建议

看好重卡市场上行周期与出口市场增量空间下的龙头表现。考虑到明后年宏观经济复苏进程加快，叠加“到 2025 年新能源和国六排放标准货车保有量占比力争超过 40%”带来的更新置换需求，以及出口需求的

持续增长, 预计 2023-2025 年重卡销量约为 90 万、100 万、120 万辆。同时, 集团公司重卡销量市占率稳定在 20% 以上, 因此假设中国重汽 A 在集团公司的占比稳定在 69%, 从而 2023-2025 年公司重卡销量预计分别为 13.3、14.8、17.8 万辆。对于单车均价, 其会随行业景气度略微上涨, 预计 2023-2025 年单车均价为 23.81、24.05、24.29 万元/辆。从而, 2023-2025 年公司整车销售业务营收预计为 317.39 亿元、356.18 亿元、431.69 亿元。此外, 公司配件销售业务与重卡销量相关, 预计 2023-2025 年公司配件业务收入稳步提升为 74.65 亿元、91.18 亿元、111.38 亿元。其他业务营业收入假设保持不变。

综上, 我们预计 2023-2025 年公司营业收入约为 392.72/ 448.05/ 543.75 亿元, 同比 +36.3%/+14.1%/+21.4%, 归母净利润分别为 10.68/14.57/21.54 亿元, 同比 +399.9%/+36.4%/+47.8%, 对应 EPS 为 0.91/1.24/1.83 元, 对应 PE 为 18/13/9 倍。根据 SW 商用载货车细分行业分类, 选取江铃汽车、一汽解放、中集车辆、福田汽车、江淮汽车作为可比公司, 2023 年平均 PE 估值为 41.22 倍。目前行业正处于复苏起步阶段, 未来行业有望迎来快速上行, 并且公司出口规模持续增长, 产品结构丰富, 处于行业龙头地位, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● **风险提示**

- 1 海外市场需求不及预期: 公司出口销量的业务占比较高, 海外市场需求对业绩影响较大。
- 2 俄乌局势发展超出预期: 俄乌冲突及国际局势使得对俄罗斯出口成为行业以及公司销量的主要增量空间, 从而受俄乌冲突及国际局势变化的影响较大。
- 3 国内市场需求不及预期: 公司销量受行业景气度影响较大, 国内市场正处于弱复苏阶段, 后续复苏强度对公司业绩影响较大。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	28822	39272	44805	54375
收入同比 (%)	-48.6%	36.3%	14.1%	21.4%
归属母公司净利润	214	1068	1457	2154
净利润同比 (%)	-79.4%	399.9%	36.4%	47.8%
毛利率 (%)	6.2%	7.7%	8.6%	9.9%
ROE (%)	1.6%	7.3%	9.2%	12.3%
每股收益 (元)	0.18	0.91	1.24	1.83
P/E	82.44	18.18	13.33	9.02
P/B	1.27	1.33	1.23	1.11
EV/EBITDA	6.12	2.76	1.42	0.23

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 基本情况：重卡行业整车制造龙头.....	6
2 行业分析：国内市场迎来强复苏，海外出口增长强劲.....	12
2.1 行业影响因素：重卡销量三因素模型：新增需求+更新需求+海外需求.....	12
2.1.1 固定资产投资与消费是重卡新增需求的核心驱动力.....	12
2.1.2 更新置换需求的周期属性与政策属性.....	14
2.1.3 海外需求成为企业二次成长的驱动力.....	15
2.2 行业趋势：预计 2023-2025 年重卡销量约为 90 万、100 万、120 万.....	17
2.2.1 新增需求逐步企稳，明后年需求继续扩张.....	17
2.2.2 2025 年 40%目标约束下，国六与新能源重卡约有 210 万辆的增量空间.....	18
2.2.3 预计今年重卡出口或首次突破 20 万辆.....	20
3 竞争优势：龙头地位稳固，竞争优势明显.....	21
3.1 市场格局稳定，龙头地位稳固.....	21
3.2 产品优势：结构丰富，品牌向上，带动重卡量价齐升.....	22
3.3 渠道优势：海内外营销网络布局完善助力销量提升.....	24
3.4 技术优势：电动化、智能化带动单车价值增加.....	24
3.5 出口优势：总量稳步提升，结构转向高端化，带动出口量价齐升.....	25
4、盈利预测与投资建议.....	26
风险提示.....	27
财务报表与盈利预测.....	28

图表目录

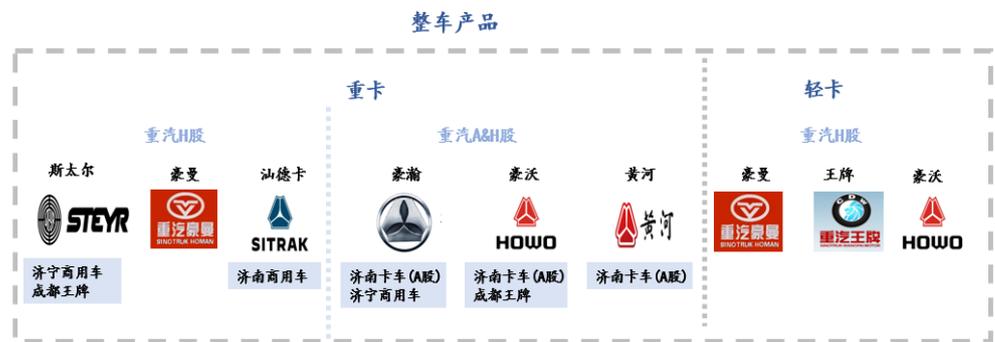
图表 1 重汽集团整车产品矩阵	6
图表 2 公司发展历程	7
图表 3 公司股权结构	7
图表 4 重汽集团与潍柴动力的主要合作产品	8
图表 5 2018-2020 年处于重卡行业上行周期, 2021-2022 年处于行业下行周期	8
图表 6 2018-2022 年重汽集团与中国重汽销量同样经历了周期上行与下行阶段	8
图表 7 公司营业收入及同比增速	9
图表 8 公司归母净利润及同比增速	9
图表 9 公司主营收入构成 (单位: 亿元)	9
图表 10 公司主营业务营收占比情况	9
图表 11 重卡单车价值变化	10
图表 12 营业成本以原材料配套件为主	10
图表 13 单车材料成本变动情况 (单位: 万元)	10
图表 14 去年钢材、热轧卷、有色金属等价格保持高位	11
图表 15 公司营收与毛利增长情况	11
图表 16 公司整体毛利率与分业务毛利率	11
图表 17 公司费用控制效果显著	12
图表 18 研发费用率总体呈现上升趋势	12
图表 19 货运量的主要货类构成	13
图表 20 房地产、基建投资与重型货车变动具有较强相关性	13
图表 21 物流运输需求的前驱是消费	14
图表 22 重卡销量与物流运输表现出很强的相关性	14
图表 23 煤炭产量也会影响重卡销量	14
图表 24 2016-2017 年重卡销量加速提升	15
图表 25 近年来主要的超载超限治理与限电限产政策	15
图表 26 重卡出口内销规模对比	16
图表 27 重卡国内需求放缓的同时, 出口加快	16
图表 28 我国卡车出口增速与新兴经济体国家的经济增长具有很强相关性	16
图表 29 日本二手车出口车龄分布	17
图表 30 目前基建与房地产投资持续下滑	18
图表 31 社会消费品零售总额累计同比增速回升至 8.5%	18
图表 32 去年重卡保有量增幅下滑	19
图表 33 近期关于国三排放标准车辆的政策	19
图表 34 近期关于国四排放标准车辆的政策	20
图表 35 一季度卡车出口情况	21
图表 36 重卡市场格局稳定	21
图表 37 重卡市场集中度高	21

图表 38 一汽解放占据国内市场销量第一	22
图表 39 中国重汽与一汽解放的出口销量差距明显	22
图表 40 中国重汽主要产品线 (单位: 万元)	22
图表 41 一汽解放重卡产品线 (单位: 万元)	23
图表 42 陕汽集团重卡产品线 (单位: 万元)	23
图表 43 天然气重卡的产品结构	25
图表 44 集团公司重卡销量约占行业出口半壁江山	26
图表 45 一季度, 中国重汽 A 重卡出口销量约 1.4 万辆	26
图表 46 收入分类预测表	27
图表 47 可比公司 PE 估值表	27

1 基本情况：重卡行业整车制造龙头

公司是重卡行业整车制造龙头。中国重汽集团济南卡车股份有限公司（简称“中国重汽A”）是中国重汽集团下属的整车制造子公司，于2003年9月控股小鸭集团借壳上市。公司主营业务是制造、销售重卡整车与车桥配件，重卡产品包括黄河和豪沃品牌，涉及自卸车、牵引车、载货车、专用车等多种车型，主要用于物流运输、工程建设、城市清洁与消防等领域。车桥配件由下属济南车桥子公司生产，在优先满足内部配套基础上，向中国重汽集团等其他企业配套。

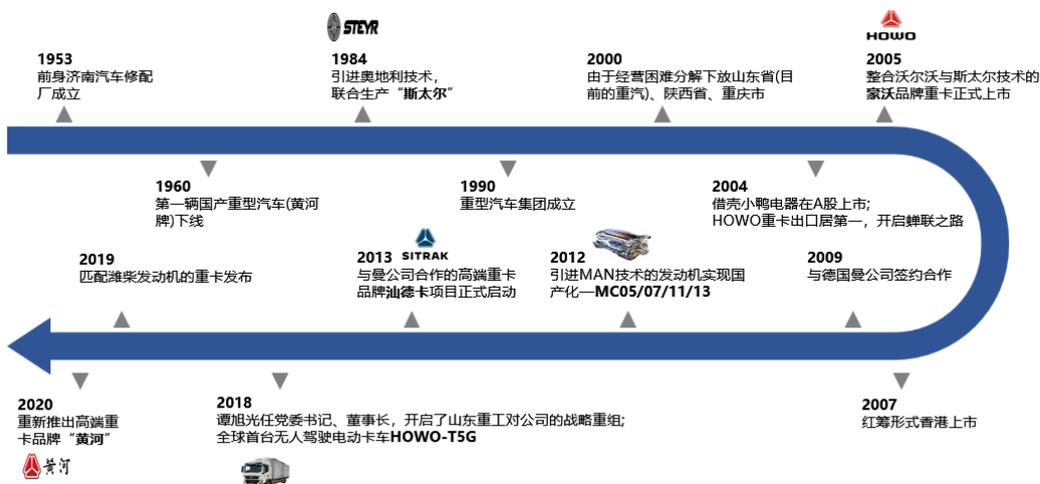
图1 重汽集团整车产品矩阵



资料来源：卡车之家，华安证券研究所

发展历程：三次关键技术引进，实现三大支柱品牌建设。1984年，重型汽车工业联营公司从奥地利斯太尔公司引进整车技术，并在国内联合生产“斯太尔”系列重型汽车。2003年，重汽集团与沃尔沃合资建厂，采用CKD方式生产当时最新的FM系列车型，并引进了重型卡车驾驶室模具和全套技术，进而于2004年推出豪沃品牌重卡，铸就了民族重卡第一品牌。2009年，重汽集团和德国曼恩签订战略合作协议，引进了欧III、欧IV和欧V发动机生产技术，并于2011年正式发布汕德卡品牌，打造了国产中高端重卡品牌。此外，2020年，重汽集团重启了中国第一个重卡品牌“黄河”，以致力于打造高端智能重卡品牌。

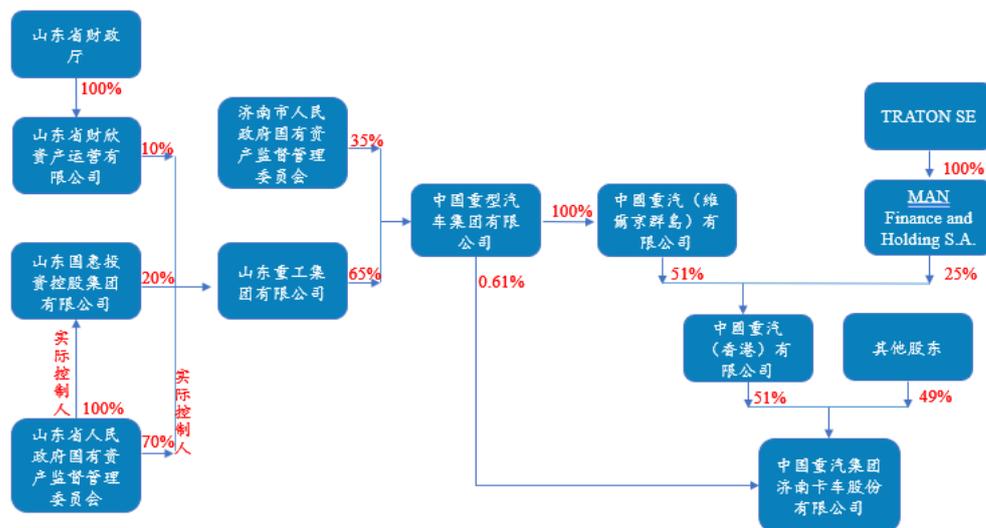
图表 2 公司发展历程



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

股权结构: 国资控股经营管理稳定, 外资参股引进核心技术。公司实际控制人为山东省国资委, 合计持股比例 15.57%, 国资背景深厚, 控股结构稳定。公司控股股东为中国重汽(香港)有限公司, 持股比例为 51%, 股权集中度高, 经营管理稳定性强。外资方面, 曼金融控股股份公司作为重汽香港的第二大股东提供了先进的卡车和发动机技术, 助力公司构建起核心技术优势。此外, 公司目前拥有两家子公司, 分别为负责车桥配件业务的重汽(济南)车桥有限公司与负责售后服务的重汽(济南)后市场智慧服务有限公司。

图表 3 公司股权结构



资料来源: wind, 华安证券研究所

与潍柴动力强强联合, 助力产品差异化布局。2018年9月, 时任山东重工集团党委书记、董事长的谭旭光担任了中国重汽集团的党委书记、董事长, 开启了山东重工对重汽集团的战略重组, 包括聚焦主营业务, 降本增效, 推动重汽运营市场

化等系列举措。2019年9月，山东重工控股了重汽集团后，重汽集团和潍柴动力成为山东重工的下属关联公司，为双方密切合作奠定了基础。因此在配套发动机选择上，中国重汽一方面利用潍柴发动机在某些细分市场的优势，通过导入其发动机带动整车产品市占率的提升。另一方面，在有些大排量产品上，公司仍旧以MAN技术发动机为主导，进而形成差异化的产品布局。

图表4 重汽集团与潍柴动力的主要合作产品

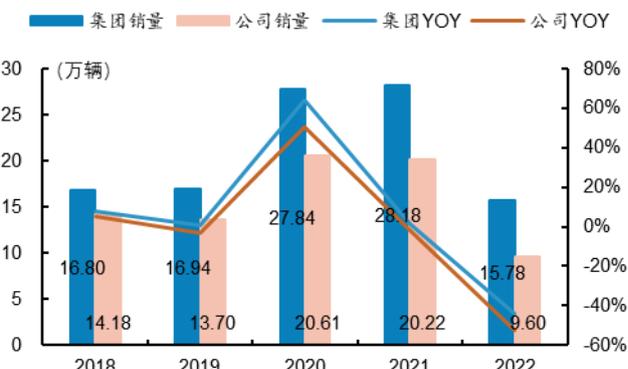
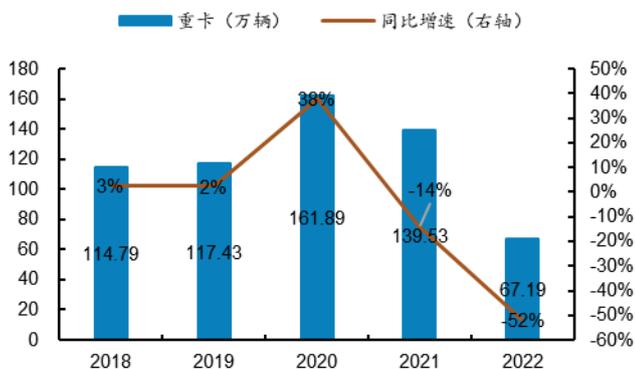
品牌	车型	系列	发动机配套
黄河	牵引车	黄河X7	中国重汽MC13H/潍柴WP17T
		G5	中国重汽MC07/潍柴WP6H
	载货车	G7	中国重汽MC13H/潍柴WP10.5H
汕德卡	牵引车	G7W	中国重汽MC13/潍柴WP15NG
		G7S	中国重汽MC13H/潍柴WP15T
		C9H	中国重汽MC13H/潍柴WP17T
	自卸车	G5	中国重汽MC11/潍柴WP8
		G7H	中国重汽MC13/潍柴WP10H
豪曼	自卸车	C5H	中国重汽MC13/潍柴WP10H
		H3	玉柴/云内动力/潍柴WP4.6/全柴
	牵引车	H5	玉柴/云内动力/中国重汽/潍柴WP8
豪沃	牵引车	H5	中国重汽MC07/潍柴WP10H
		HOWO Max	中国重汽/潍柴WP15NG
		T5G	中国重汽/潍柴WP8
		TH7	中国重汽/潍柴WP16T
		TX7	中国重汽/潍柴WP12.
		N7W	中国重汽/潍柴WP10.5H
		NX	中国重汽/潍柴WP13NG
自卸车	TH7	中国重汽/潍柴WP13	

资料来源：卡车之家，华安证券研究所

公司营业收入与归母净利跟随销量变动，业绩具有周期性。2018-2020年处于重卡行业上行周期，公司重卡销量逐年增加，复合增速达到20.5%，营业收入与归母净利润随之处于上升通道。2021-2022年处于重卡行业下行周期，公司重卡销量大幅下跌，复合增速-31.7%，营业收入与归母净利润随之深度回落。2023年经济运行回归正轨，国内重卡市场恢复性增长，海外市场需求强劲，一季度实现重卡销量24.13万辆，同比增长4.3%，其中出口销量6.87万辆，同比增长103.6%。市场回暖叠加公司出口优势，一季度公司营收与归母净利润大幅反转。

图表5 2018-2020年处于重卡行业上行周期，2021-2022年处于行业下行周期

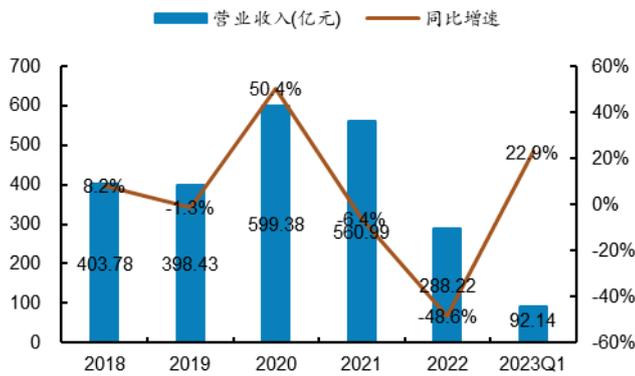
图表6 2018-2022年重汽集团与中国重汽销量同样经历了周期上行与下行阶段



资料来源：wind，华安证券研究所

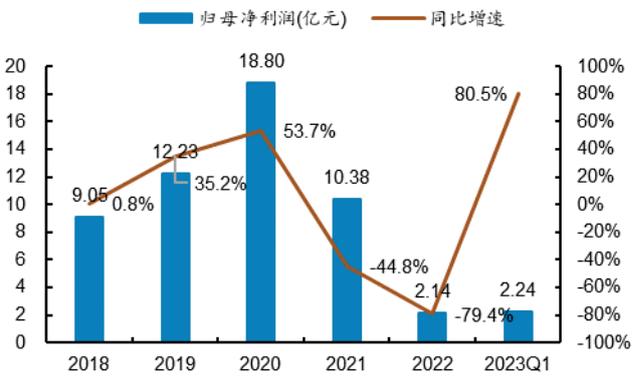
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 公司营业收入及同比增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 公司归母净利润及同比增速

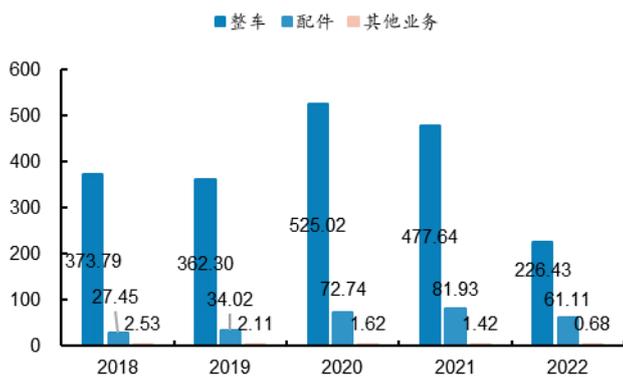


资料来源: wind, 华安证券研究所

公司专攻主业, 重卡销售占营收的 80%, 车桥配件收入占营收的 20%。公司重卡销售收入具有一定的周期性。2018-2020 年, 受益于重卡销量逐年增加, 重卡销售收入由 373.79 亿元增加至 525.02 亿元, 复合增长率达到 18.5%。但随着重卡进入下行周期, 2021-2022 年重卡销售收入逐年下跌至 226.43 亿元, 复合增速为-34.3%。

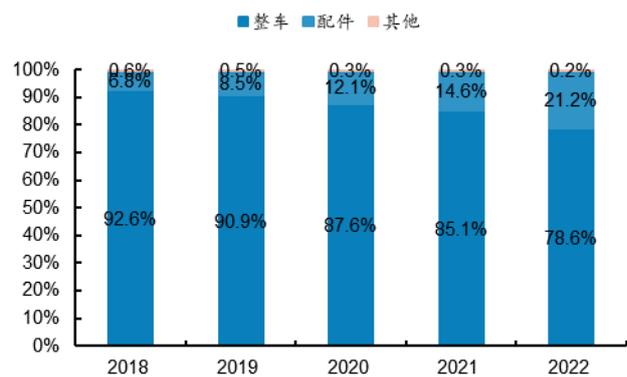
公司车桥配件在优先满足内部配套的同时, 向重汽集团其他企业配套, 因此车桥配件收入与集团货车、客车销量相关。2018-2021 年, 集团重卡、客车等销量不断增加, 带动了车桥配件收入由 27.45 亿元增加至 81.93 亿元, 复合增长率为 44%。2022 年, 受集团客货车销量下滑拖累, 车桥配件收入减少至 61.11 亿元, 同比下跌 25.4%。车桥业务营收占比持续提升的原因在于, 车桥配件需求客户多元, 营收更具稳定性, 尤其在重卡营收下滑时, 配件营收占比便会被放大。

图表 9 公司主营业收入构成 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

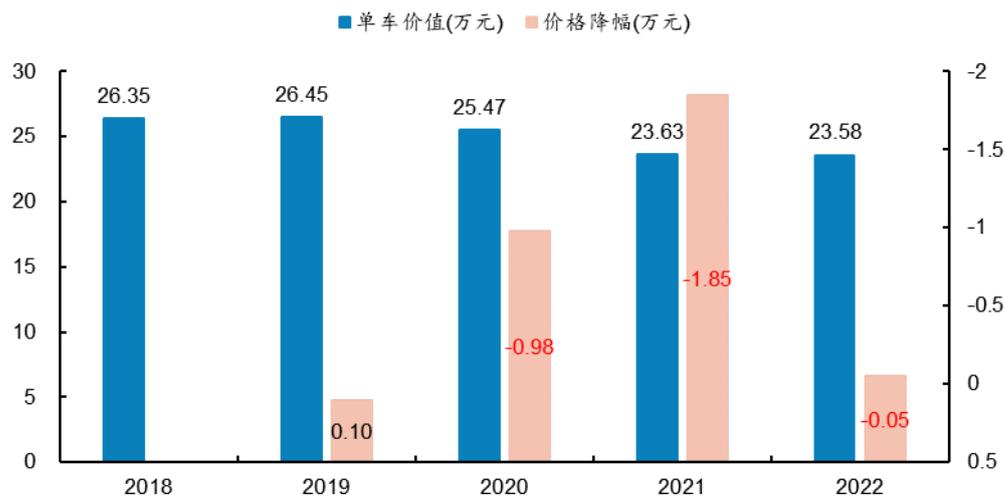
图表 10 公司主营业务营收占比情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

行业低价竞争策略下, 公司单车价值呈现持续下降特点。2020 年下半年, 为了抢占市场份额, 车企之间采用低价竞争策略, 引发了国内重卡市场“价格战”。2021 年, 为了赶在 7 月 1 日前清理国五库存, 车企加大力度降价促销, 重卡销售价格明显下降。公司 2021 年单车价值下降了 1.85 万, 较价格战前下跌 10.7%。行业价格战的背后是产能的扩张与市场空间的收缩, 明后年随着市场回暖, 车企之间的促销力度会减少, 预计单车价格的下降趋势会止稳。

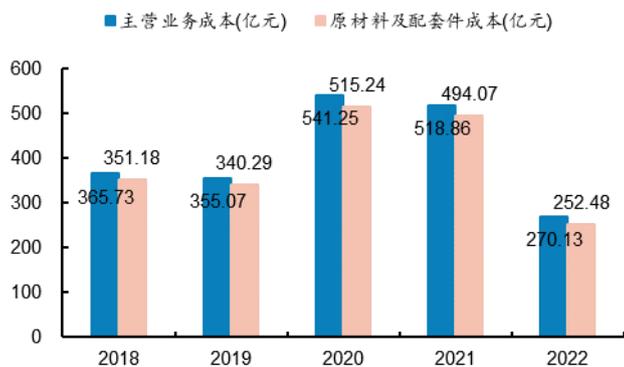
图表 11 重卡单车价值变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

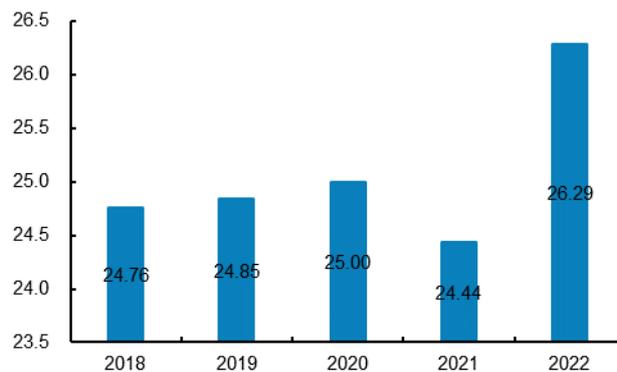
公司营业成本以原材料配套件为主, 主要受大宗商品价格与供应链管理影响。原材料及配套件成本在主营业务成本中占比在 95%左右, 其中生产原材料以钢材、钢板、有色金属、ABS、热轧卷等为主, 主要受大宗商品价格变动影响。总成零部件, 主要通过公司关联方处采购, 价格公允, 一定程度能够保障公司的盈利水平。去年, 受全球供应链紧张以及钢、铜等大宗商品价格高位运行, 单车材料成本大幅上升 7.6%至 26.29 万元。

图表 12 营业成本以原材料配套件为主



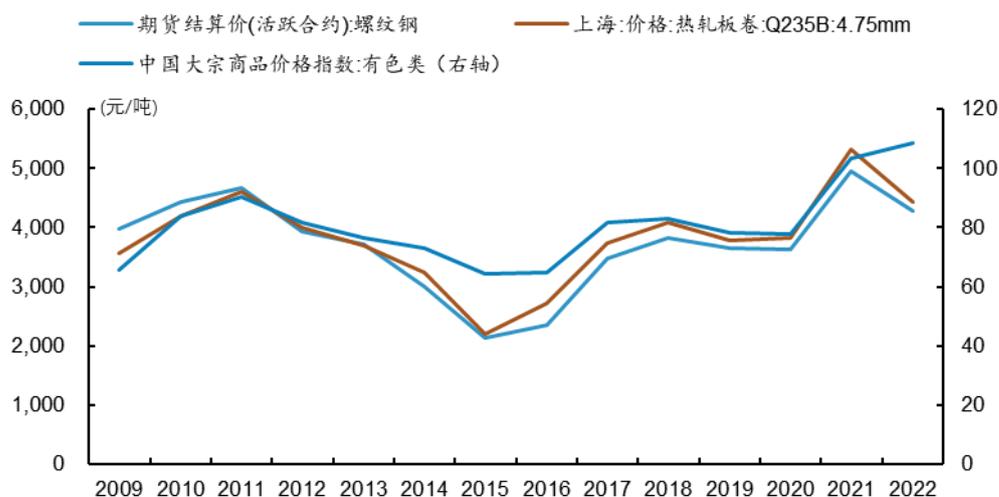
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 单车材料成本变动情况 (单位: 万元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 去年钢材、热轧卷、有色金属等价格保持高位

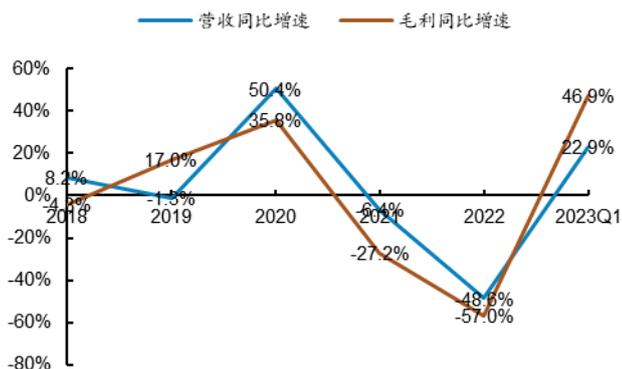


资料来源: wind, 华安证券研究所

公司销售毛利率总体稳定, 其中整车业务毛利率与总体毛利率趋势一致, 配件业务则发挥追峰填谷的作用。公司增收增利情况下, 销售毛利率中枢基本维持在 9%-10%。但 2020-2021 年受重卡行业价格战影响, 公司降低产品价格导致销售毛利率下调; 2022 年受重卡周期下行影响, 公司重卡销量同比降幅 52.5%, 叠加价格优惠, 大幅拉低销售毛利。

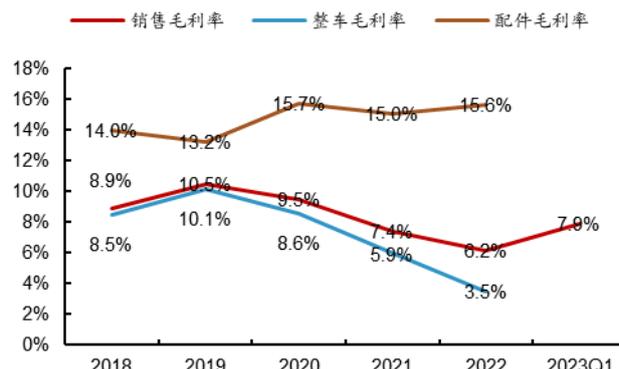
分产品看, 公司整车业务毛利率与总体毛利率变动趋势保持一致, 但波幅更大, 原因在于公司配件业务配套集团内部需求, 毛利率十分稳定, 基本维持在 15% 上下, 在重卡市场低迷时配件业务盈利占比提高, 能够稳定整体毛利率, 起到追峰填谷的作用。

图表 15 公司营收与毛利增长情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16 公司整体毛利率与分业务毛利率



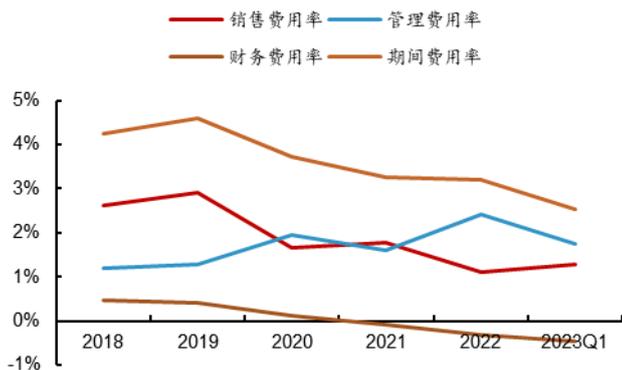
资料来源: wind, 华安证券研究所

公司费用控制效果显著, 经营效率不断提高。公司通过持续深化改革, 坚持降本增效, 近年来期间费用控制成果较为显著, 期间费用率已由 2017 年的 5.25% 下降到 2022 年的 3.20%。受益于公司营销政策稳定, 营销体系精准高效, 营销服务网络健全, 销售费用率呈现不断下降的趋势。公司管理费用率总体较为稳定, 其中 2020 年管理费用率上升, 主系公司计提内退福利及离职后福利 3.94 亿元所致; 2022 年由于职工薪酬、班车物业等相关费用增加, 管理费用率也出现上升。此外, 2021-

2022 年公司借款规模不断减少，利息支出不断降价，同时募集资金的利息收入增加，导致公司财务费用率不断降低。

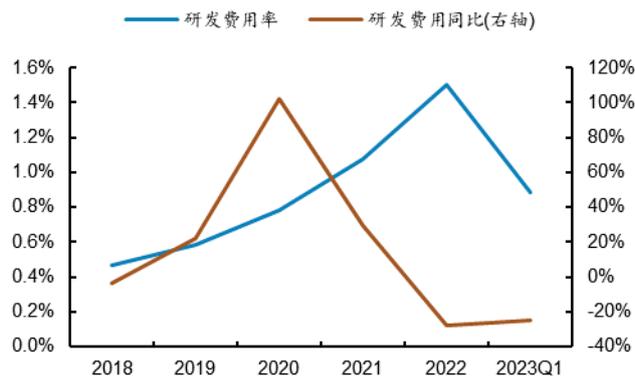
公司研发费用率总体保持上升趋势，研发投入持续增加。近五年，公司在新能源、智能驾驶、适应性改进方面不断进行研发投入，累计投入研发 19.23 亿元，研发费用率总体呈现上升趋势。2022 年由于市场销量下降，部分适应性改进研发项目减少，导致研发费用投入绝对数有所减少，但研发费用占营业收入的比例已提升至 1.5%。

图表 17 公司费用控制效果显著



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 18 研发费用率总体呈现上升趋势



资料来源: wind, 华安证券研究所

2 行业分析: 国内市场迎来强复苏, 海外出口增长强劲

2.1 行业影响因素: 重卡销量三因素模型: 新增需求+更新需求+海外需求

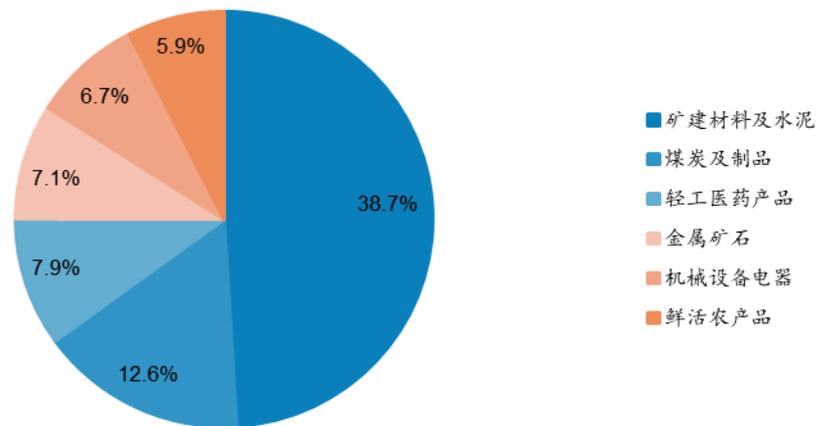
从重卡存量与流量关系来看, 重卡销量=Δ保有量+更新置换需求+海外市场需求。因此, 可以从保有量新增需求、更新置换需求与海外市场需求三方面考察重卡销量的变动。

2.1.1 固定资产投资与消费是重卡新增需求的核心驱动力

工程建设与物流运输是重卡的主要应用需求, 因此固定资产投资与消费是重卡新增需求的核心驱动力。重卡的新增需求是指重卡市场的经济效益在增加, 不断吸引着新进入者, 导致重卡市场的绝对规模在增长。从应用场景来看, 重卡产品主要应用于长途物流运输、工程建设、城市环卫、消防等场景。其中, 物流运输用车需求由国内消费景气度决定, 工程建设用车需求则由房地产开发投资与基建投资决定。因此, 重卡的销量涨跌更容易受到宏观经济周期更替的影响。

具体地, 基建工程、房地产开发、煤炭产量以及快递快运物流是影响重卡新增需求的四大主要变量。根据交通运输部公布的《中国公路货运大数据报告 2019》, 矿建材料及水泥、煤炭及制品在公路货物运输中的占比超过了一半。其中, 矿建材料及水泥主要用于基建工程与地产开发, 煤炭运输则受到煤炭产量的影响, 长途物流则与快递快运密切相关。

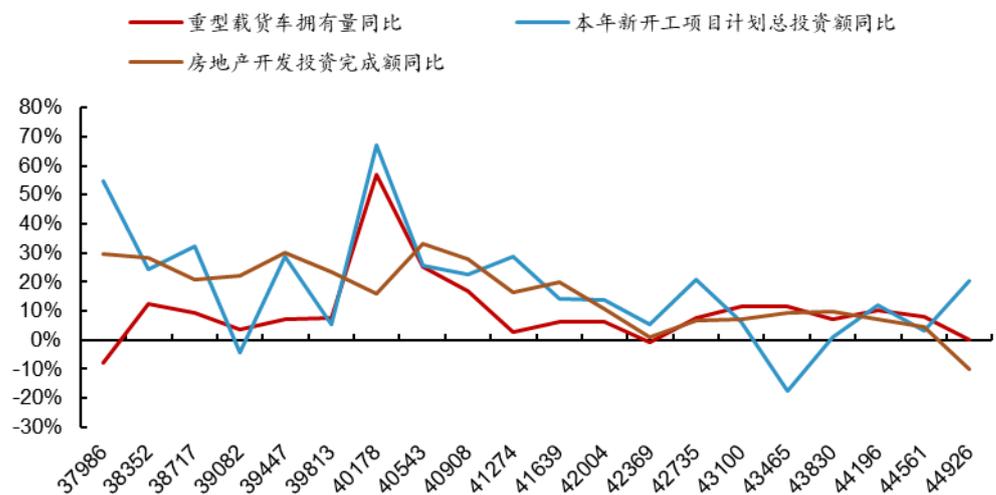
图表 19 货运量的主要货类构成



资料来源:《中国公路货运大数据报告 2019》,华安证券研究所

长期趋势上,房地产与基建投资是影响保有量增加的主要因素。从重卡保有量增速与房地产投资增速与新开工项目投资增速的历史关系来看,当房地产与基建投资增速同向增长时,保有量规模也会随之扩张。当两者增速背离时,由于房地产开发产业链更长,重卡保有量增长更多受房地产开发投资变动的影

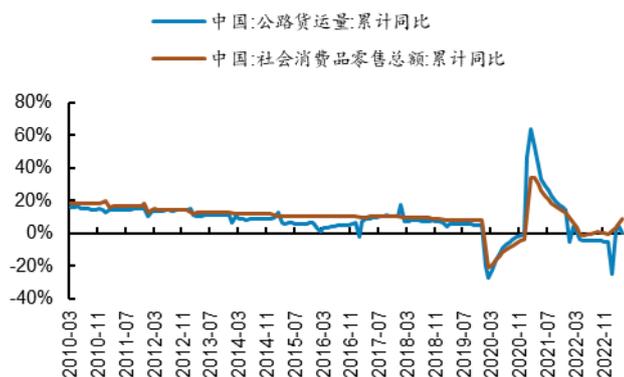
图表 20 房地产、基建投资与重型货车变动具有较强相关性



资料来源: wind, 华安证券研究所

社会消费品零售规模的变动也是重卡销量的主要拉动力量。根据《中国公路货运大数据报告 2019》的统计数据,物流车型(栏板车,高栏车,厢式货车)在 2019 年的运力占比达到 80%以上,从而成为重卡销量的最主要影响因素。物流运输作为消费的产业链下游,受到消费水平规模的影响。消费水平提高,会产生更多的商品供给,进而推动物流运输需求的增加。

图表 21 物流运输需求的前驱是消费



资料来源: wind, 华安证券研究所

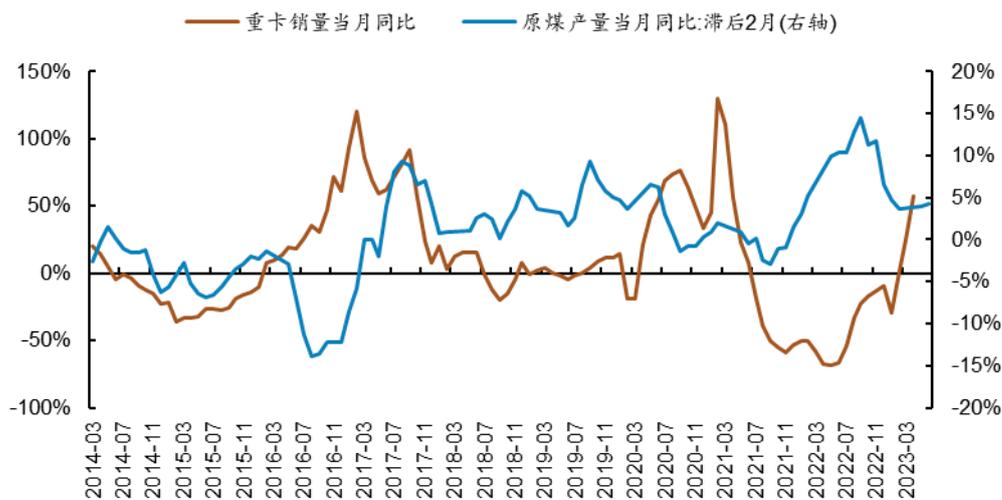
图表 22 重卡销量与物流运输表现出很强的相关性



资料来源: wind, 华安证券研究所

短期波动上, 煤炭产量也会影响重卡销量, 但存在一定的滞后性。从煤炭产量到煤炭运输需求之间存在一定的时滞, 而煤炭运输需求又需要一定时间才能转化为重卡的购置需求, 最后才会反映在重卡销量上。整个过程可能存在 2-3 个月的滞后期。从重卡销量月度同比变化与滞后 2 期的原煤产量同比变化看, 两者在短期波动方面表现出一定的相关性。

图表 23 煤炭产量也会影响重卡销量



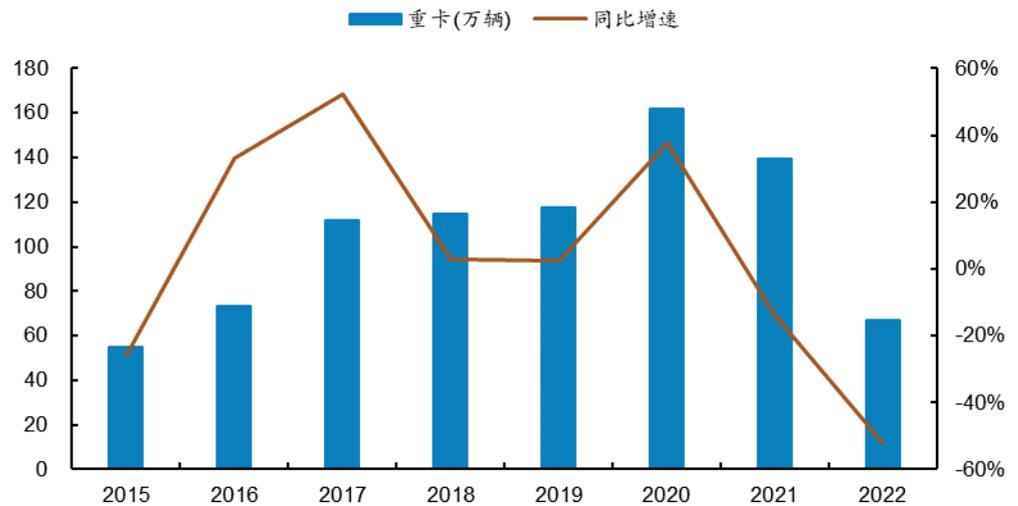
资料来源: wind, 华安证券研究所

2.1.2 更新置换需求的周期属性与政策属性

更新置换需求可分为主动置换与被动置换, 主动置换需求由重卡的使用寿命决定, 一般而言重卡平均使用寿命约为 7-8 年。被动置换需求则由排放标准切换、治理超载超速、环保限产限电等政策引致产生。

重卡自然置换周期一般为 7-8 年, 并按前期销量的一定比例在当期形成更新量。一般而言, 重卡的设计使用寿命为 8-12 年, 但由于超载超限过度利用, 导致整体车况下滑。再加上, 技术更新、维修成本增加、运输效率下降, 加重了用户的更新意愿。例如, 上轮周期中 2016、2017 年重卡销量增速加快, 可以预期 2023、2024 年自然更新需求逐步释放, 从而拉动重卡销量复苏。

图表 24 2016-2017 年重卡销量加速提升



资料来源: wind, 华安证券研究所

排放标准切换会加速淘汰旧标准车型，新老替换形成重卡消费增量。排放标准切换时点之前，主机厂与经销商会对旧排放标准车辆降价促销与金融贴息，导致市场销量快速释放。同时，由于旧排放标准不再允许销售，经销商会集中开票，造成旧排放标准车辆库存高企。排放标准升级后一段时间内，市场会处于消化库存状态，销量透支效应显现。

超载超限治理政策会提高行业利润，进而提升重卡需求；而环保类政策则会降低货运需求，拉低重卡销量。治理超载超限政策会导致单车运力下降，运价提升，拉动行业销量的上升。而环保限产限电政策会降低煤炭、水泥等物资货运需求，短期内产生“货少车多”的局面，进而抑制了用户购车意愿。

图表 25 近年来主要的超载超限治理与限电限产政策

时间	部委	方案	具体内容
2016年8月18日	交通运输部	《关于进一步做好货车非法改装和超限超载治理工作的意见》	强调统一执法标准，加强道路联合执法；严格实施“一超四罚”；强化货运企业安全生产主体责任
2016年8月18日	交通运输部	《车辆运输车治理工作方案》	自9月21日起，严禁“双排车”进入高速公路
2016年9月21日	交通运输部	《超限运输车辆行驶公路管理规定》	以GB1589-2016 统一超限认定标准，规定处罚标准，并优化大件运输许可流程
2017年3月9日	发改委等36部门	《关于对严重违法失信超限超载运输车辆相关责任主体实施联合惩戒的合作备忘录》	惩戒对象包括货运源头单位、道路运输企业；方式包括限制市场准入、行政许可、限制融资消费
2017年5月5日	交通运输部	《关于贯彻实施〈超限运输车辆行驶公路管理规定〉的通知》	严格落实超限认定标准，加强货源监管、称重检测管理；规范处罚自由裁量权
2021年9月1日	国家发展改革委	《完善能源消费强度和总量双控制度方案》	对各省能耗双控情况进行分级预警，要求各地区采取有力措施。政策目标压力下，一级、二级预警省市为了完成能耗下降目标，纷纷采取限电限产政策
2021年10月24日	国务院	《2030年前碳达峰行动方案》	对能效水平低于本行业能耗限额准入值的项目，按有关规定停工整改；对产能已饱和的行业，按照“减量替代”原则压减产能
2021年12月28日	国务院	《“十四五”节能减排综合工作方案》	健全节能减排政策机制，优化完善能耗双控制度。以能源产出率重要依据，合理确定各地区能耗强度降低目标

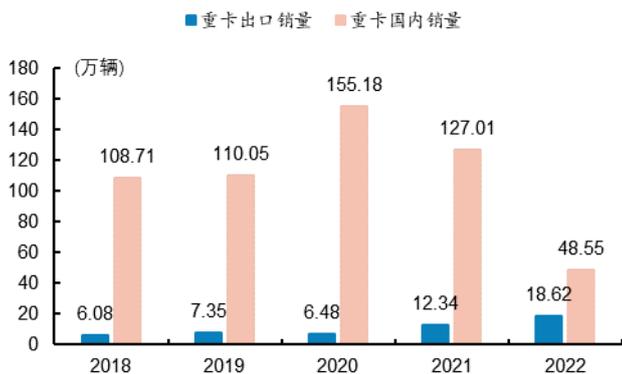
资料来源: 国务院、交通运输部网站, 华安证券研究所

2.1.3 海外需求成为企业二次成长的驱动力

海外出口增速加快，打开了重卡销量的增量空间。2018-2020 年，我国重卡出口规模基本维持在 7 万辆以内，出口复合增速为 3.2%，规模与增速均保持在低位。2021 年，受益于国内制造业率先恢复，重卡出口规模实现倍增，达到了 12.3 万辆，增速也大幅提升到 90%。在重卡内销增速放缓的情况下，重卡出口成为企业寻

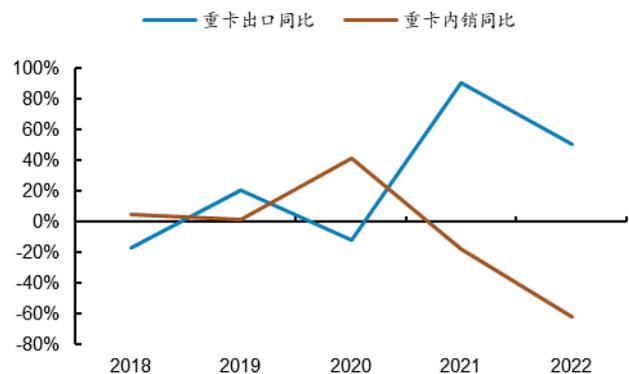
求市场增量的主要途径。

图表 26 重卡出口内销规模对比



资料来源：中汽协，华安证券研究所

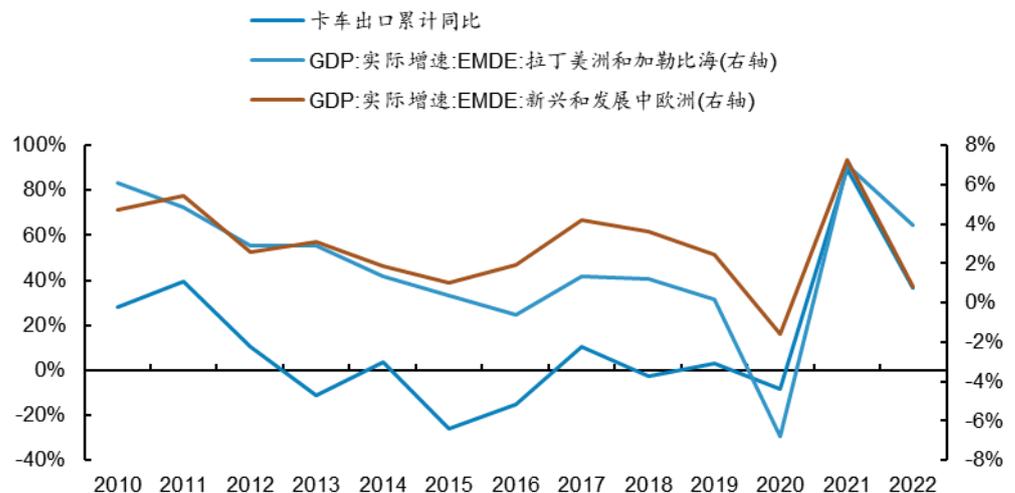
图表 27 重卡国内需求放缓的同时，出口加快



资料来源：中汽协，华安证券研究所

重卡出口的驱动力在于进口国经济增长与出海政策红利。目前我国重卡出口的目的地主要集中在“一带一路”沿线国家，占比超过 55%。其中，俄罗斯、越南、菲律宾、巴基斯坦等国是我国重卡出口的主要目的地。非洲、拉美地区也是重卡出口的主要地区。因此，重卡出口增速与新兴经济体的实际经济增速基本保持一致。同时，“一带一路”政策下，中国基建企业出海也带动了重卡出口销量。

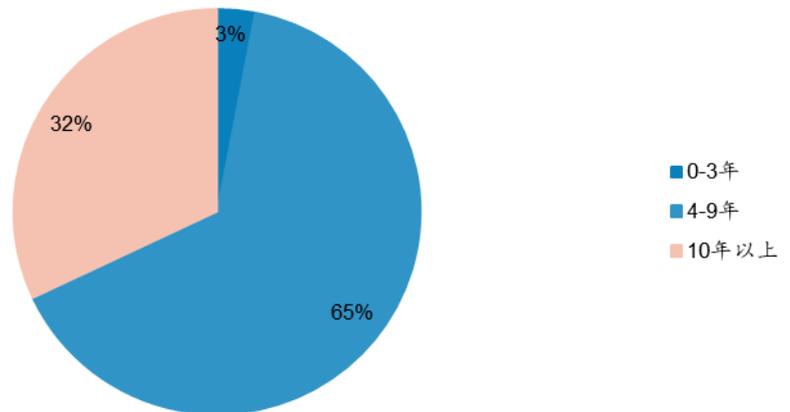
图表 28 我国卡车出口增速与新兴经济体国家的经济增长具有很强相关性



资料来源：wind，华安证券研究所

高性价比是我国重卡出口的产品优势。我国重卡出口的竞品主要是欧美日韩的二手重卡，与之相比具有更长的使用寿命、更好的驾驶体验。以日本二手车出口车龄分布为例，车龄在 4-9 年的占比 65%，0-3 年的占比 3%，10 年以上的占比 32%，剩余使用寿命普遍较短。同时，中国品牌汽车在外观、质量、智能网联配置等方面都得到了大幅提升，加上产品价格优势明显，高性价比优势逐步凸显。

图表 29 日本二手车出口车龄分布



资料来源：2022 中国商用车发展报告，华安证券研究所

出口模式以贸易、KD 组装方式为主，投资设厂方式开始出现。国内商用车市场进入调整期后，过剩的重卡产能以整车出口、KD 组装，甚至本地生产的方式逐步向海外市场扩张。在东盟国家，主要采取整车工厂与 KD 工厂的模式在当地布局。在非洲、南美洲仍以 KD 工厂为主，整车工厂相对较少。此外，一汽解放已在俄罗斯设立合资公司，通过技术输出规避贸易壁垒，探索重卡出口的新途径。

出口区域主要覆盖亚非拉地区，出口增长空间仍旧广阔。像沃尔沃、戴姆勒、斯堪尼亚、曼恩等车企在技术水平、产品质量、品牌形象等方面都有着较强的传统优势，因而主要占据了欧美市场。我国重卡厂商则受益于“一带一路”政策以及援建项目带动，出口市场主要覆盖亚非拉区域。目前，除中国外，全球的重卡销量大概是 100-120 万辆，欧美市场合计占据约 50-60 万台，剩下发展中国家市场规模为 50-60 万辆。2022 年我国重卡出口 18.6 万，约占该市场容量的 31%，出口空间仍旧广阔。

2.2 行业趋势：预计 2023-2025 年重卡销量约为 90 万、100 万、120 万

新增需求企稳回升，更新周期逐步到来，叠加海外市场需求旺盛，重卡市场将迎来较强复苏。今年宏观经济处于弱复苏阶段，基建投资与物流运输需求温和，商用车处于恢复性增长阶段。后续宏观经济步入强复苏阶段，叠加更新置换需求以及海外出口销量的高增长，将有效拉动重卡销量，预计 2023-2025 年重卡销量约为 90 万、100 万、120 万。

2.2.1 新增需求逐步企稳，明后年需求继续扩张

今年宏观经济回归常态，重卡新增需求逐步企稳。今年宏观经济回归正轨后，处于弱复苏阶段，基建与地产投资的刺激政策并未发力，从而与投资相关的重卡需求并不旺盛。不过，随着社会消费品零售总额同比增速回升至 8.5%，消费的逐步复苏有望带动物流运输需求，助力重卡新增需求逐步企稳。

明后年宏观经济复苏进程加快，新增需求将继续扩张。目前房地产开发投资已经处于跌幅收窄的轨道上，而且银行对于开发商与购房者的信贷支持依旧积极，考

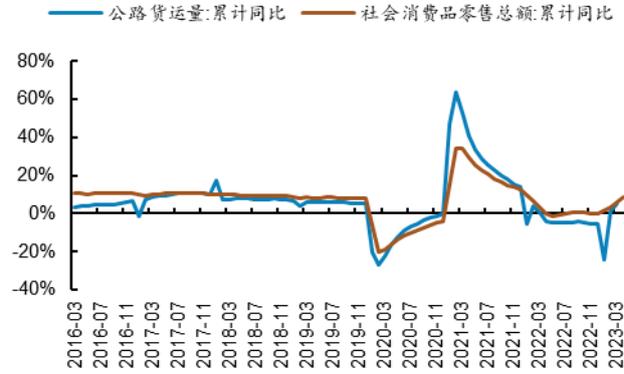
考虑到购房者信心恢复到开发商开始拿地投资的时滞，明后年房地产投资企稳将有效带动工程建设用重卡需求。同时，经济复苏进程加快后，快递快运物流需求、煤炭钢铁产量的上升也将进一步拉动重卡销量，推升重卡市场的新增需求。

图表 30 目前基建与房地产投资持续下滑



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 31 社会消费品零售总额累计同比增速回升至 8.5%



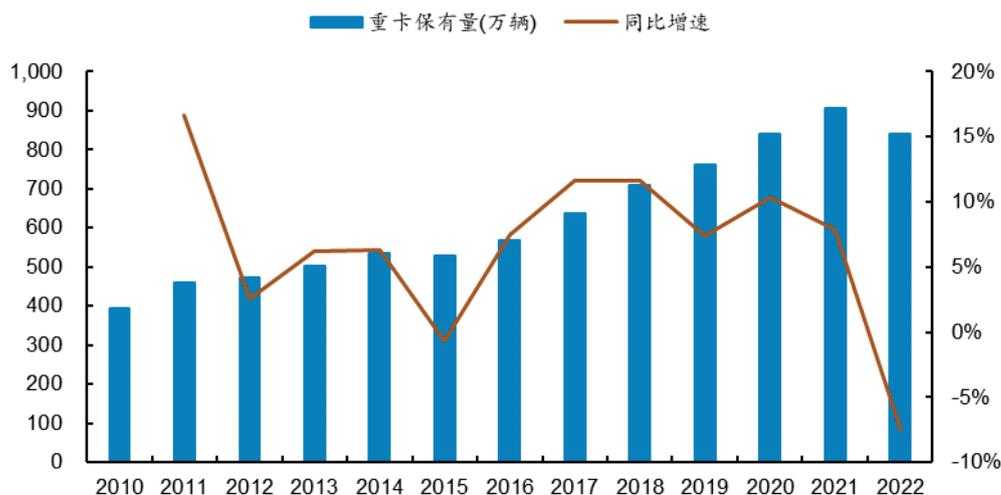
资料来源: wind, 华安证券研究所

2.2.2 2025 年 40%目标约束下，国六与新能源重卡约有 210 万辆的增量空间

考虑到重卡 7-8 年的自然置换周期，以及上轮周期中 2016、2017 年重卡销量增速的加快，预计 2023、2024 年自然更新需求会逐步释放。同时，在 2025 年新能源和国六排放标准货车保有量占比超过 40%的目标兑现下，国三、国四旧排放标准车辆的淘汰更新将成为政策的主要抓手。因此，可以预计更新置换需求将成为此轮重卡销量的主要支撑。

到 2025 年 40%目标约束下，国六与新能源重卡约有 210 万辆的增量空间。去年，生态环保部等 16 部门发布的《深入打好重污染天气消除、臭氧污染防治和柴油货车污染治理攻坚战行动方案》提到，到 2025 年新能源和国六排放标准货车保有量占比力争超过 40%。根据中汽中心数据，2022 年国六商用车保有量 631.3 万辆，接近 5 年货车占比均值 0.89 推算，国六货车约为 561.9 万辆，新能源车保有量 94.5 万辆，合计 656.4 万辆。而去年货车保有量为 2900.5 万辆，从而新能源和国六货车占比为 22.6%。基于近 5 年商用车保有量复合增速 6.2%，可以预计 2025 年商用车保有量约为 3990.6 万辆，货车保有量约为 3477.3 万辆。这意味着到 2025 年国六与新能源货车约为 1390.9 万辆，其中重卡保有量约为 402.3 万辆。基于 2022 年 190.4 万辆的国六与新能源重卡保有量，从而到 2025 年国六与新能源重卡的增量空间约 210 万辆，平均每年约为 70.6 万辆。

图表 32 去年重卡保有量增幅下滑



资料来源：中汽中心，华安证券研究所

国三重卡规模约 36 万辆，预计 3 年内基本淘汰完毕。国三重型汽油/柴油车排放标准实施阶段为 2008 年 7 月 1 日至 2013 年 1 月 1 日，车龄约在 11-16 年。根据中国汽车流通协会商用车专业委员会秘书长钟渭平表示，2022 年底国内市场上国三车（轻、中、重卡）约有 100 万辆，接近 5 年重卡占比均值推算约有 36 万辆。淘汰节奏上，从目前各省市的政策来看，国三淘汰大多以 2025 年为最后期限，3 年内基本淘汰完毕。因此国三排放标准的重卡在三年内存在约 36 万辆的置换需求，平均每年 12 万辆的淘汰。

图表 33 近期关于国三排放标准车辆的政策

日期	省市	发布文件	关于国三排放标准的表述
2023-05-16	乌鲁木齐市	《乌鲁木齐市2023年度淘汰国三及以下排放标准运营柴油和燃气货车财政补贴方案》	距离报废年限一年(含)以上, 国三及以下排放标准柴油货车可申请淘汰补贴资金
2022-05-11	天津市	《天津市“十四五”节能减排工作实施方案》	到2025年, 基本淘汰国三及以下排放标准汽车
2022-06-06	蒙古自治	《关于印发自治区“十四五”节能减排综合工作实施方案》	在“十四五”时期, 全面淘汰国三及以下排放阶段的柴油和燃气汽车
2022-07-11	成都市	《成都市优化交通运输结构促进城市绿色低碳发展行动方案》	到2025年, 将淘汰国三及以下排放标准老旧车40万辆
2022-07-27	云南省	《关于深入打好污染防治攻坚战实施意见》	到2025年, 云南省将基本淘汰国三及以下排放标准柴油货车
2022-09-08	上海市	《上海市进一步鼓励国三柴油车提前报废补贴实施办法》	提前报废时间满一年及以上的重卡给予1.3-4.8万的淘汰补贴
2022-10-25	济南市	《济南市关于深入打好污染防治攻坚战实施方案》	到2023年, 全部淘汰国三及以下排放标准运营柴油货车

资料来源：各地政府官网，华安证券研究所

国四重卡保有量约 209.3 万辆，其淘汰政策的出台是决定明后年销量的关键因素。根据中汽中心数据，2022 年国四商用车保有量降至 775.3 万辆，当年淘汰国四车 54.0 万辆。基于近 5 年重卡占比均值 27%推算，国四重卡保有量约为 209.3 万辆。因此，国四淘汰政策的出台将影响明后年重卡的市场规模。

图表 34 近期关于国四排放标准车辆的政策

日期	省市	发布文件	关于国四排放标准的表述
2022-10-10	上海市	《关于深入打好污染防治攻坚战 迈向建设美丽上海新征程的实施意见》	加快淘汰国四及以下排放标准柴油车
2023-01-05	浙江省	《浙江省污染天气消除和柴油货车污染治理攻坚三年行动方案（征求意见稿）》	到2025年，淘汰60%的国四及以下营运柴油货车，累计淘汰4万辆以上
2023-01-29	湖南省	《长株潭及传输通道城市环境空气质量达标攻坚行动计划》	到2025年，按国家要求基本淘汰国三及以下排放标准的柴油货车，鼓励国四标准提前淘汰
2023-02-06	河南省	《关于进一步搞活汽车流通扩大汽车消费的通知》	加快淘汰国四柴油汽车和采用稀薄燃烧技术的燃气汽车
2023-05-26	宁波市	《宁波市加快淘汰老旧柴油货车实施方案》	到2024年底，基本淘汰国四排放标准营运柴油货车和采用稀薄燃烧技术的营运燃气货车
2023-04-12	杭州市	《杭州市国四柴油汽车淘汰补助实施细则（试行）》	符合条件的车型给予3万-4.35万的补助

资料来源：各地政府官网，华安证券研究所

综上，在“到 2025 年新能源和国六排放标准货车保有量占比力争超过 40%”的目标约束下，叠加国三、国四淘汰政策的催化，更新置换需求释放的重卡销量将助力销量中枢重回 100 万规模。从销量节奏来看，如果国四淘汰政策在明年上半年出台，将显著利好全年市场；如果在明年下半年出台，则会显著拉升后年的市场景气度。

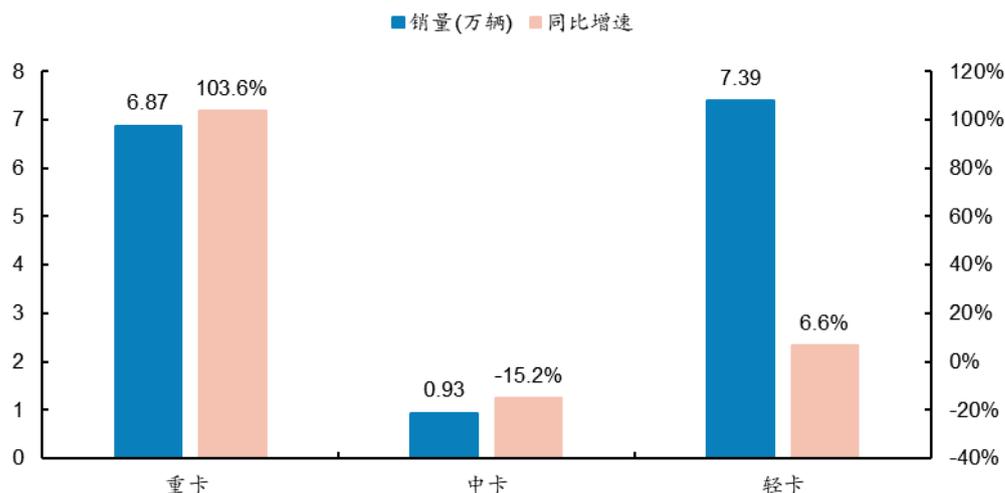
2.2.3 预计今年重卡出口或首次突破 20 万辆

在国内需求企稳回升的情况下，海外市场需求也持续增长。目前重卡出口已经达到 11 万辆，其中，3、4、5 月出口销量连续超过 2 万规模，出口需求较为稳定。这其中，俄罗斯市场的快速增长发挥了关键作用，其他出口市场的需求也仍旧旺盛。在去年 18.6 万的基础上，可以预计今年重卡出口或首次突破 20 万辆。

俄罗斯市场需求旺盛，显著扩大了出口增量空间。根据海关总署数据显示，一季度我国重卡出口 6.87 万辆，同比增速 103.6%，剔除俄罗斯后同比上升 50.3%。受俄乌战争和国际局势影响，俄罗斯市场仍旧扮演最为突出的贡献。目前 1-5 月对俄出口销量已经接近去年全年销量，预计今年大约能到 5-6 万台，约占全年重卡行业出口的 30%。

其他发展中国家经济仍处于复苏阶段，工程基建对重卡的需求仍然旺盛。“一带一路”沿线国家、非洲、拉美地区仍处于经济发展上行时期，工程建设与基建投资对重卡的需求仍旧旺盛，而且进口限制少。根据 IMF《世界经济展望》预测，新兴市场与发展中国家经济继续复苏，今明两年增速预计为 3.9%与 4.2%。东南亚等亚洲新兴市场经济体经济增速未来两年增速快速提升到 5.3%、5.1%。此外，IMF 与俄罗斯经济发展局预计 2023、2024 年俄罗斯经济增速由负转正，分别预计为 0.7%、2.6%。这些经济体宏观经济的稳定恢复，表明对重卡的需求仍旧保持稳定。

图表 35 一季度卡车出口情况



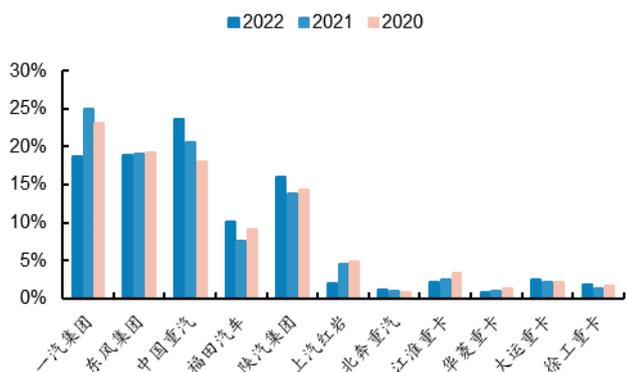
资料来源：卡车之家，华安证券研究所

3 竞争优势：龙头地位稳固，竞争优势明显

3.1 市场格局稳定，龙头地位稳固

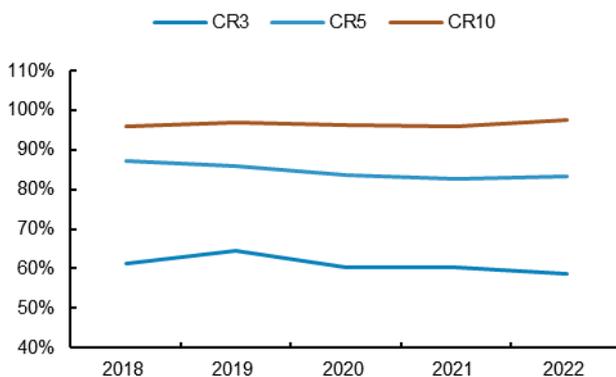
行业集中度高，市场格局稳定。重卡市场上，中国重汽、一汽解放、东风集团位列行业前三，市占率各自稳定在 20% 上下，合计占据约 6 成市场份额。陕汽集团、福田汽车紧随其后，CR5 格局稳定，合计约占 8 成市场份额。江淮重卡、上汽红岩、北奔重汽、大运重卡、华菱重卡构成第三梯队，市占率均低于 5%。CR10 为 96%，基本占据整个重卡市场。

图表 36 重卡市场格局稳定



资料来源：第一商用车网，华安证券研究所

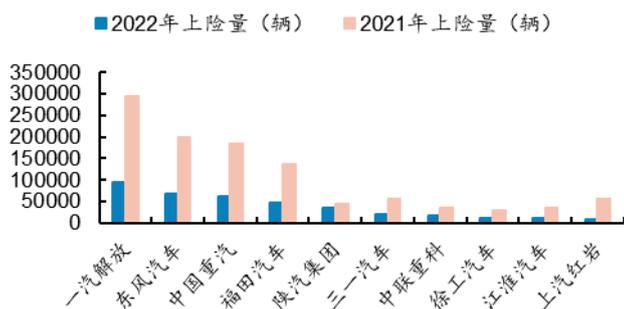
图表 37 重卡市场集中度高



资料来源：第一商用车网，华安证券研究所

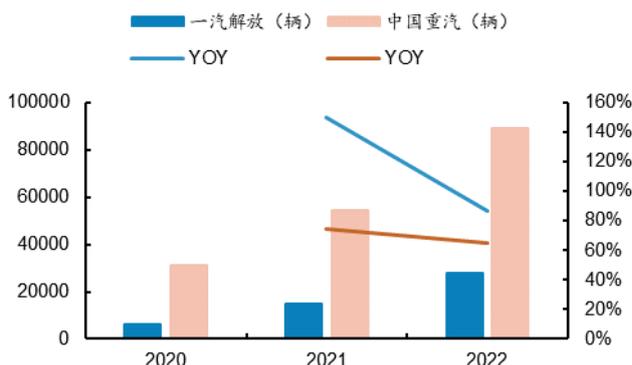
出口优势明显，龙头地位稳固。国内市场来看，一汽解放市占率高达 20%，占整体市场份额 1/5，在国内重卡行业上险销量排名第一。东风集团市占率约 14%，位居行业第二；中国重汽市占率约 13%，位居行业第三。但是考虑出口销量后，中国重汽占据行业龙头地位。2022 年中国重汽重卡出口销量为 8.9 万辆，而一汽解放出口销量为 2.8 万辆，出口销量差距十分明显。

图表 38 一汽解放占据国内市场销量第一



资料来源：方得网，华安证券研究所

图表 39 中国重汽与一汽解放的出口销量差距明显



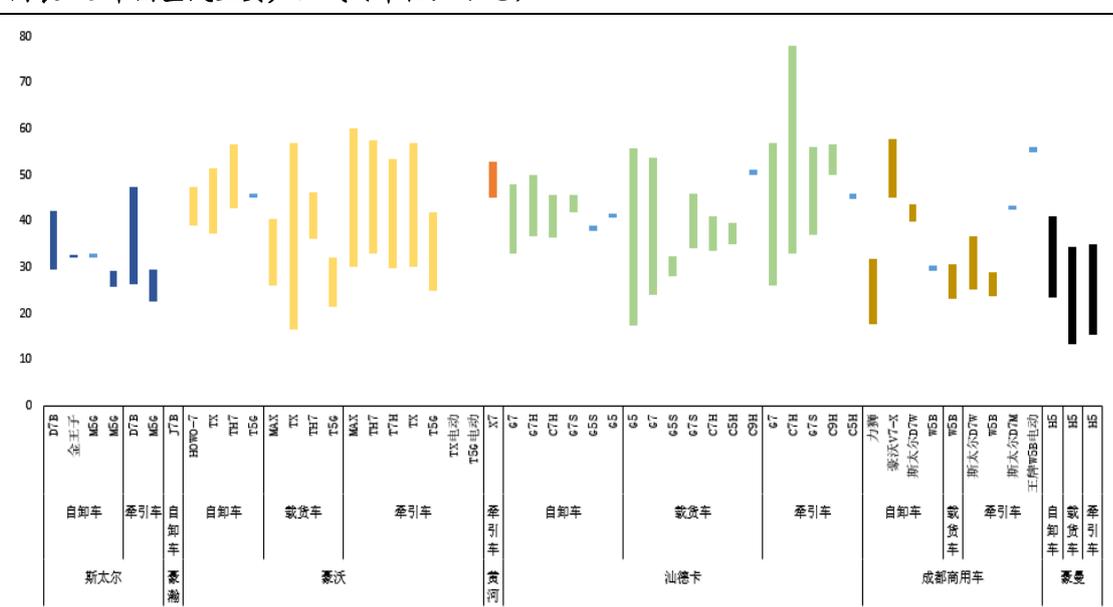
资料来源：公司年报，卡车网，华安证券研究所

3.2 产品优势：结构丰富，品牌向上，带动重卡量价齐升

公司产品层次丰富，具备高、中、低档产品组合，品牌联动优势明显。产品方面，公司逐步建立了黄河系列、豪沃系列、AMT 系列、新能源产品系列等，与集团联动，形成了覆盖高、中、低档的组合，有助于实施多品牌联动协同，打造市场明星产品，形成新的市场增量。

公司产品结构丰富，聚焦重点细分市场，产品差异化竞争优势显著。公司针对长途高速、绿通、冷链、城建渣土、环卫等重点细分市场，推动不同应用场景的产品。凭借着产品组合优势以及低油耗、高可靠性的口碑，公司在长途物流运输、快速、危险品、500 马力以上等多个细分市场位居行业第一。

图表 40 中国重汽主要产品线 (单位: 万元)

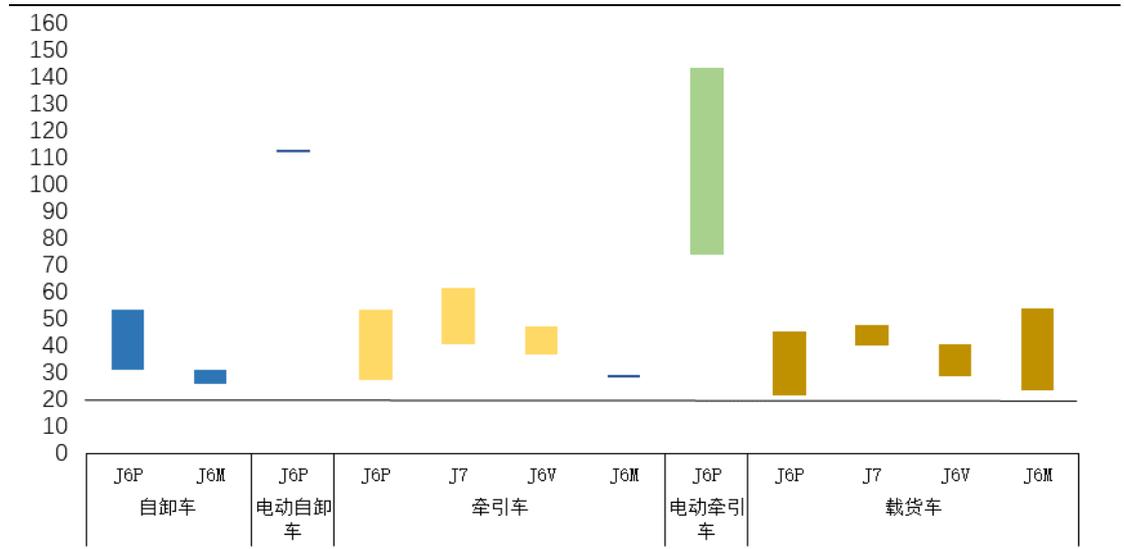


资料来源：卡车之家，华安证券研究所

与竞争对手相比，公司产品覆盖了更广泛的价格区间，产品结构十分丰富。目前在售重卡车型中，重汽集团约有 53 款车，一汽解放约有 12 款车，陕汽集团约有 21 款车，产品组合丰富。而且，除了主流的 20-50 万价格区间外，公司在低档区间 15-20 万、高档区间 50-70 万均有更多产品在售。因此，在重卡上行周期，公司丰

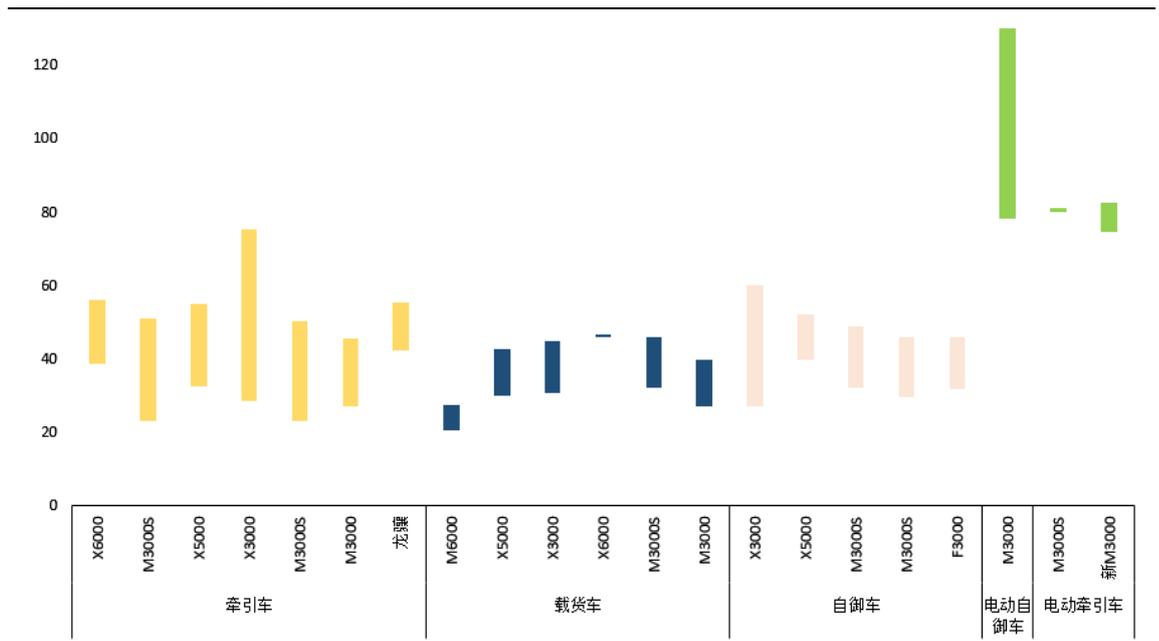
富的产品结构有助于满足更加多元化的市场需求。

图 41 一汽解放重卡产品线 (单位: 万元)



资料来源: 卡车之家, 华安证券研究所

图 42 陕汽集团重卡产品线 (单位: 万元)



资料来源: 卡车之家, 华安证券研究所

高端重卡趋势加快, “黄河” 品牌应运而生。目前, 重卡行业高端化趋势越来越快, 不可逆转。首先, 国家法规政策积极推动重卡产品加速安全和环保升级, 推动行业向高端发展; 其次, 客户群体年轻化趋势明显, 80、90 后对于车辆智能化、舒适性需求越来越高, 推动重卡产品不断升级; 此外, 客户组织化程度不断提高, 在物流行业加速整合背景下, 客户更加重视车辆运营效率, 更加关注车辆动力性、可靠性和 TCO (全生命周期) 成本, 倒逼物流车辆不断向高端大马力发展。在此背景下, 公司着力打造了高科技含量、高产品性能的高端重卡, 建立了全方位整车仿真平台, 加速新材料新工艺应用, 推进生产线柔性化、数字化、智能化水

平，满足客户的个性化需求。与技术高端化相适应，公司重启高端品牌“黄河”，加速实现营销转型，布局价值生态，从卖价格向卖价值转型、卖产品向卖方案转型，为高端客户提供从金融、保险、车管系统、车联网、ETC、后市场、二手车等方面的“买用养换”TCO解决方案，实现客户价值最大化。

3.3 渠道优势：海内外营销网络布局完善助力销量提升

海内外营销服务网络健全，渠道红利显现。国内方面，中国重汽销售部主要承担豪沃、豪翰两大品牌中重卡及特种车型的国内销售任务。中国重汽商用车销售部承担汕德卡等品牌的销售服务职能。目前在全国各地设有 29 个销售分公司，拥有 300 余家经销网络、500 余家特约服务站、24 个配件中心库，建立起了覆盖全国经销、售后服务和配件供应网络。

与竞争对手相比，公司在海外营销网络布局更加完善。目前中国重汽已在海外 14 个国家和地区建立 22 个境外 KD 工厂，在 90 多个国家和地区发展各级经销商近 300 家，服务及配件网点 530 多个。而一汽解放目前只在约 40 个国家和地区有逾 80 个核心经销商，近 300 家分销商。

营销网络由注重数量扩张转为更加注重管理能力、运营能力、客服服务能力的构建。公司近年来不断对营销网络优胜劣汰，加大对经销网络的管理赋能，提升了经销商的标准化运营能力、客户开发能力和抗风险能力。同时，将营销团队由单纯的营销驱动向产品驱动、客户价值驱动转型，围绕 TCO 全生命周期服务配件体系全面升级，以更加快速的响应市场竞争。

3.4 技术优势：电动化、智能化带动单车价值增加

新能源重卡产品完备，市场份额与单车价值稳步上升。公司围绕“一主引领、两翼驱动”的产品规划，打造以纯电动为核心，混动和燃料电池为支撑的技术矩阵，面向港口、钢厂、城建渣土、水泥搅拌、市政环卫、城配物流等典型应用场景，开发了牵引、自卸、专用、轻卡载货等系列产品。从技术路线来看，公司选择充换电并举，根据客户实际场景运营特点和需求，为客户提供产品销售、整车租赁、车电分离、充换电站建设、运力承接和二手车回收等充电或换电整体解决方案。从产品策略来看，公司通过中央驱动+换电和电驱桥+充电的差异化产品组合，参与市场竞争。

2022 年，公司新能源重卡销售 485 台，实现营收 2.9 亿元，单车价值约 60 万，远高于平均单车价值 23.58 万元。2023 年一季度，公司新能源重卡销售 268 台，同比增长 370%，市占率达到 5.9%。

智能网联布局领先，项目加速落地。目前，公司在两类场景（封闭区域低速物流、开放区域高速物流等）、两种产品（作业车辆产品、道路车辆产品）、两个技术平台（辅助驾驶、自动驾驶）全面布局智能网联项目，并在 L1 级驾驶辅助产品已量产释放，L2 级驾驶辅助新产品已全面导入。未来，公司将面向全系列商用车推动辅助驾驶、自动驾驶、单车智能与车路协同产品研发，突破核心人工智能算法，建设智能驾驶计算中心和智能驾驶仿真测试中心等关键性研发资源，分阶段构建“人、车、云、路、网、图”交互式发展的技术架构，持续推动全新业态智能网联产品进入示范应用与规模化量产。在项目落地上，2019 年 2 月中国重汽豪沃 T5G 无人驾驶电动卡车已经批量投入天津港运营，是无人驾驶集卡全球首次实现批量商用化运营。

此外，公司天然气重卡燃料技术高效，AMT 技术引领潮流。天然气重卡市场，中国重汽联合潍柴动力，充分发挥一体化协同优势，以潍柴高热效率发动机+中国

重汽自主研发的第七代 S-AMT16 变速箱+98.6%高传动曼技术车桥组成的无极 S 动力链，打造行业独有整车优化匹配，实现 1+1>2 的效果，其高经济性使得产品百公里耗能比市场同类型节省 2L 左右，持续降低客户使用成本。在 AMT 技术领域，公司开发的“无忧换档”及应急换档功能系统，可提高换档性能，轻便换档操作，车辆适应工况更广，并在变速杆断裂时也能挂入档位行驶，提高车辆的安全性。目前，“无忧换档”AMT 已完成匹配黄河、汕德卡、豪沃、HOWO 轻型货车等诸多车型，并适配天然气发动机的动力匹配系统。

图表 43 天然气重卡的产品结构

发动机	品牌	车型	马力	热效率
中国重汽MT13.44-60	汕德卡SITRAK	G7重卡/C7H重卡	440	热效率比常规燃烧过程提高15%左右
	豪沃	N7G重卡		
	豪瀚	N7G重卡		
	HOWO	TX重卡/T7H重卡/TH7重卡/T5G重卡		
	斯太尔	D7M		
潍柴WP13NG/WP15NG	豪沃	MAX燃气版	480-530	54.16%

资料来源：卡车之家，华安证券研究所

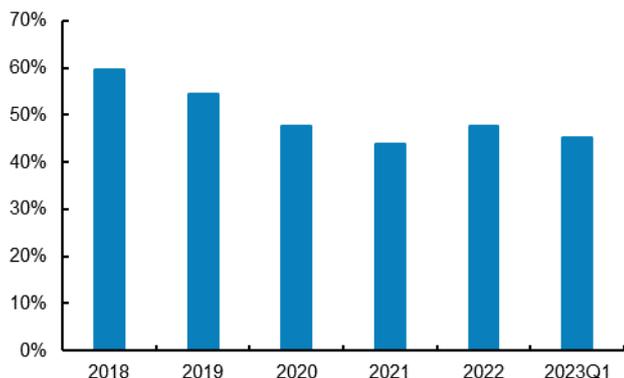
3.5 出口优势：总量稳步提升，结构转向高端化，带动出口量价齐升

重卡出口稳步增长，打开了公司增量空间。在俄乌战争与国际局势影响下，俄罗斯出口增长空间广阔。同时，全球大宗商品价格维持在高位运行，带动了资源型国家矿产资源开采的需求，进一步拉动了重卡市场的出口销量。预计行业出口延续增长态势，或首次突破 20 万辆。

营销网络健全、品牌形象提升以及产品层次丰富，铸就了公司的出口优势。一方面，公司拥有完善的海外市场营销网络。公司常驻海外 400 余人，300 余家经销网点，530 余家服务与配件网点，营销服务配件网络健全。未来公司将继续提升相关网点布局，保持海外网络活性。另一方面，品牌认知度得到认可。经过多年对产品技术和质量水平的不懈追求，国际市场对公司重卡品牌的接受度大幅上升。此外，公司拥有完备的产品结构，可以满足不同国家不同市场的差异化需求，针对国际市场做出适应性改进，不断提升细分市场的占有率。

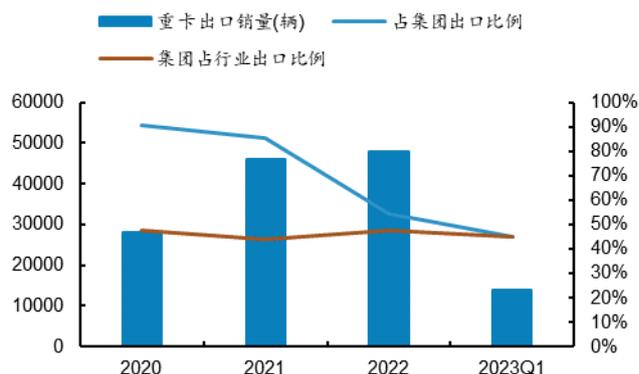
出口总量占据行业半壁江山，出口结构不断向高端化转变。受益于公司完善的海外营销网络与品牌知名度，公司出口销量持续增长，占据行业出口一半规模，连续 18 年出口销量第一。同时，出口结构不断优化，高端产品比例提高 13.7 个百分点，跃升至 22.2%，提升了中国重卡品牌在海外市场的产品实力水平。2023 年 4 月份集团公司当月出口 1.06 万辆，累计出口 4.17 万辆，同比增长 70.3%，出口增速继续扩大。

图表 44 集团公司重卡销量约占行业出口半壁江山



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 45 一季度, 中国重汽 A 重卡出口销量约 1.4 万辆



资料来源: wind, 华安证券研究所

4、盈利预测与投资建议

根据重卡市场历史销量情况, 对公司 2023-2025 年的重卡销量进行预测:

2023 年, 重卡更新置换需求逐步释放, 叠加出口需求旺盛, 预计全年销量约 90 万辆, 同比增速 34%。2024 年, 重卡新增需求逐步扩张, 加上出口与国六、新能源重卡更新, 预计全年销量约 100 万辆, 同比增长 11.1%。2025 年, 国六、新能源货车占比 40%达标情形下, 叠加出口、新增需求, 预计全年销量约 120 万辆, 同比增长 20%。考虑到近两年集团公司重卡市占率已经跃居 20%以上, 公司占集团的份额预计也稳定, 故假设三年内公司重卡销量在集团的占比为 68.9%、68.9%、68.9%。因此, 2023-2025 年公司重卡销量预计分别为 13.3、14.8、17.8 万辆。对于单车均价, 其会随行业景气度略微上涨。考虑到今年为重卡上行周期第一年, 我们采用上一周期 2016-2020 年单车均价复合增速, 预计 2023-2025 年单车均价为 23.81、24.05、24.29 万元/辆。此外, 随着重卡销量增加, 规模效应显现, 单车成本会出现微降。近五年, 重卡单车成本复合增速为-1.43%, 预计 2023-2025 年单车成本为 22.43 万元、22.43 万元、22.25 万元。综上, 2023-2025 年公司整车销售业务营收预计为 317.39 亿元、356.18 亿元、431.69 亿元, 毛利率为 5.8%、6.7%、8.4%。

公司配件销售业务与重卡销量相关, 2023-2025 年重卡销量稳步上升, 预计配件业务收入同样持续增长。近 5 年配件业务营收复合增速为 22.15%, 据此预计 2023-2025 年公司配件业务收入为 74.65 亿元、91.18 亿元、111.38 亿元。同时, 由于配件主要给集团公司配套, 毛利具有一定稳定性, 预计 2023-2025 年毛利率取前三年均值。

近五年公司其他业务营业收入持续下降至 0.69 亿元, 我们假设其增速为 0%, 营收与毛利率保持不变。

综合假设, 我们预计 2023-2025 年公司营业收入合计达到 392.72 亿元、448.05 亿元、543.75 亿元, 同比增长 36.3%、14.1%、21.4%, 对应毛利率分别为 7.7%、8.6%、9.9%。

图表 46 收入分类预测表

		2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
整车销售	营业收入:亿元	373.79	362.30	525.02	477.64	226.43	317.39	356.18	431.69
	YOY	8.7%	-3.1%	44.9%	-9.0%	-52.6%	40.2%	12.2%	21.2%
	毛利率	8.5%	10.1%	8.6%	5.9%	3.5%	5.8%	6.7%	8.4%
配件销售	营业收入:亿元	27.45	34.02	72.74	81.93	61.11	74.65	91.18	111.38
	YOY	5.7%	23.9%	113.8%	12.6%	-25.4%	22.1%	22.1%	22.1%
	毛利率	14.0%	13.2%	15.7%	15.0%	15.6%	15.5%	15.4%	15.5%
其他业务	营业收入:亿元	2.53	2.11	1.62	1.42	0.69	0.69	0.69	0.69
	YOY	-18.4%	-16.6%	-23.2%	-12.3%	-51.4%	0%	0%	0%
	毛利率	9.7%	28.8%	21.9%	52.1%	58.0%	58.0%	58.0%	58.0%
合计	营业收入:亿元	403.77	398.43	599.38	560.99	288.23	392.72	448.05	543.75
	YOY	8.2%	-1.3%	50.4%	-6.4%	-48.6%	36.3%	14.1%	21.4%
	毛利率	8.9%	10.5%	9.5%	7.4%	6.2%	7.7%	8.6%	9.9%

资料来源: wind, 华安证券研究所

根据 SW 商用载货车细分行业分类, 选取江铃汽车、一汽解放、中集车辆、福田汽车、江淮汽车作为可比公司, 2023 年平均 PE 估值为 41.22 倍。目前行业正处于复苏起步阶段, 未来行业有望迎来快速上行, 并且公司出口规模持续增长, 产品结构丰富, 处于行业龙头地位, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 47 可比公司 PE 估值表

证券代码	可比公司	股价(元)	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
000550.SZ	江铃汽车	13.61	1.06	1.01	1.27	0.97	12.67	13.53	10.69	14.01
000800.SZ	一汽解放	8.19	0.07	0.42	0.83	1.04	97.81	19.48	9.86	7.85
301039.SZ	中集车辆	12.06	0.55	0.88	1.09	1.38	14.38	13.64	11.11	8.72
600166.SH	福田汽车	3.35	0.01	0.18	0.27	0.34	345.43	18.24	12.24	9.72
600418.SH	江淮汽车	12.54	-0.72	0.09	0.20	0.28	-18.12	141.22	61.83	44.39
	可比公司均值						90.43	41.22	21.15	16.94
000951.SZ	中国重汽	16.03	0.18	0.86	1.27	1.66	81.58	18.67	12.66	9.69

资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 可比公司采用万得一致预期, 时间为 2023 年 6 月 26 日。

风险提示

- 1 海外市场需求不及预期: 公司出口销量的业务占比较高, 海外市场需求对业绩影响较大。
- 2 俄乌局势发展超出预期: 俄乌冲突及国际局势使得对俄罗斯出口成为行业以及公司销量的主要增量空间, 从而受俄乌冲突及国际局势变化的影响较大。
- 3 国内市场需求不及预期: 公司销量受行业景气度影响较大, 国内市场正处于复苏阶段, 后续复苏强度对公司业绩影响较大。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	27504	28070	36123	42905	营业收入	28822	39272	44805	54375
现金	13154	14301	16314	19270	营业成本	27042	36238	40960	48990
应收账款	6071	3097	9113	12133	营业税金及附加	98	124	156	182
其他应收款	49	152	152	198	销售费用	321	438	499	606
预付账款	258	191	237	336	管理费用	264	202	230	279
存货	3591	2588	2121	4684	财务费用	-95	-175	-190	-216
其他流动资产	4380	7743	8186	6285	资产减值损失	-136	-157	-142	-145
非流动资产	6868	7397	7927	8492	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	20	9	16	23
固定资产	4424	4680	4923	5153	营业利润	578	1919	2584	3782
无形资产	850	1381	1910	2440	营业外收入	12	50	39	34
其他非流动资产	1593	1337	1094	899	营业外支出	4	3	4	3
资产总计	34372	35467	44050	51398	利润总额	586	1966	2619	3812
流动负债	19345	19032	25719	30174	所得税	61	357	424	569
短期借款	501	541	591	751	净利润	526	1609	2195	3244
应付账款	7130	8219	10425	13137	少数股东损益	312	541	737	1090
其他流动负债	11714	10272	14704	16286	归属母公司净利润	214	1068	1457	2154
非流动负债	436	436	436	436	EBITDA	781	2054	2595	3873
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.18	0.91	1.24	1.83
其他非流动负债	436	436	436	436					
负债合计	19780	19467	26155	30609					
少数股东权益	851	1392	2129	3219	主要财务比率				
股本	1175	1175	1175	1175	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	4930	4930	4930	4930	成长能力				
留存收益	7635	8503	9661	11464	营业收入	-48.6%	36.3%	14.1%	21.4%
归属母公司股东权	13740	14608	15766	17569	营业利润	-71.7%	232.0%	34.7%	46.3%
负债和股东权益	34372	35467	44050	51398	归属于母公司净利	-79.4%	399.9%	36.4%	47.8%
					获利能力				
					毛利率 (%)	6.2%	7.7%	8.6%	9.9%
					净利率 (%)	0.7%	2.7%	3.3%	4.0%
					ROE (%)	1.6%	7.3%	9.2%	12.3%
					ROIC (%)	2.7%	8.9%	10.5%	14.2%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	57.5%	54.9%	59.4%	59.6%
					净负债比率 (%)	135.6%	121.7%	146.2%	147.2%
					流动比率	1.42	1.47	1.40	1.42
					速动比率	1.22	1.32	1.31	1.25
					营运能力				
					总资产周转率	0.83	1.12	1.13	1.14
					应收账款周转率	4.88	8.61	7.40	5.14
					应付账款周转率	3.55	4.72	4.39	4.16
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.18	0.91	1.24	1.83
					每股经营现金流	5.98	1.89	2.71	3.50
					每股净资产	11.69	12.43	13.42	14.95
					估值比率				
					P/E	82.44	18.18	13.33	9.02
					P/B	1.27	1.33	1.23	1.11
					EV/EBITDA	6.12	2.76	1.42	0.23

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：尹沿技，华安证券研究总监，研究所所长，TMT 行业首席分析师。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。