

重剑无锋，重卡无疆

——汽车行业车企出海系列深度报告之（一）

2019年02月19日

看好/维持

汽车

深度报告

投资摘要：

当前中国重卡出海受多重利好推动。预计中企 2018-2028 年海外重卡业务的 CAGR 为 26.7%，期间将对应超过 69 万辆和 2,173 亿元的市场容量增长。

- ◆ 一带一路直接带动重卡消费。许多一带一路项目的施工方带重卡出国，提升了对应品牌的全球影响，基建项目又能拉动大量物流需求。中国重卡五巨头的全球影响力明显高于中国乘用车厂商，重汽和陕重汽的海外业务已初具规模。

- ◆ 全球基建需求仍将保持增长。预计到 2028 年全球年度基建投资还有 55% 的增长空间。根据历史数据，基建投资与工程类重卡销量呈正比。预计到 2028 年全球基建类重卡销量将从 2018 年的 125 万辆增长到 194 万辆。

- ◆ 中国重卡近年产品力提升明显。以中国重汽高端品牌汕德卡 440 马力级别的自动挡牵引车为例，同等配置海外品牌售价为 99 万，汕德卡仅售 55 万。在第三世界国家，中企已经有了在重卡市场与全球巨头正面竞争的绝对实力。

- ◆ 中国重汽与陕重汽近年全球布局完善。两家的海外工厂数量均已超过 15 家，中国重汽更是覆盖了 90 多个国家，有近 200 家一级经销商。2018 年两家的重卡海外产量超过 3,000 辆，与当地市场的结合更加紧密。

大力发展海外业务，是车企在更加激烈的竞争中存活下去的必要条件。通过对现存整车全球巨头发展历程的研究，我们发现无论乘用车、重卡还是客车，现存巨头均是在本土市场饱和之前就努力出口和海外建厂。宝沃、AMC 和布辛等车企都名噪一时，然而由于拘泥于单一市场，都以品牌消失告终。

与市场观点的不同之处：目前市场普遍认为中国车企海外业务占比微不足道，且经过 2013 年以来的出口退潮后前景不明。我们认为结合需求（主要是发展中国家基建和物流）、供给（布局日趋完善，产品升级）以及车企自身发展的必要性，中企海外业务将迎来长期增长。其中重卡将是海外业务中的重头戏。

投资策略：建议关注占到中企重卡海外业务总量 50% 的中国重汽 H，以及拥有重卡黄金产业链，旗下陕重汽出口增速较快的潍柴动力。

风险提示：全球化进程逆转；全球基建投资增速不及预期。

分析师：陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517080001

研究助理：

刘一鸣

010-66554026

liu_y_m@dxzq.net.cn

细分行业

评级

动态

商用车

看好

首次

行业基本资料

占比%

股票家数	180	5.03%
重点公司家数	-	-
行业市值	20768.43 亿元	3.8%
流通市值	14115.62 亿元	3.57%
行业平均市盈率	15.17	/
市场平均市盈率	14.70	/

相关研究报告

- 1、《汽车行业报告：假日季车企销量波动大，外资稳步增持》2019-02-18
- 2、《汽车行业报告：经销商库存预警指数降低》2019-02-11
- 3、《汽车行业报告：发改委等十部门政策出台，多措施共举促进汽车消费》2019-01-30
- 4、《汽车行业报告：乘用车厂商 2019 年目标趋于保守》2019-01-29

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			PB	评级
	17A	18E	19E	17A	18E	19E		
潍柴动力	0.85	1.04	1.04	11.4	9.3	9.3	1.82	强烈推荐
中国重汽 H	1.09	1.5	1.48	13.8	10	10.1	1.68	推荐

资料来源：WIND；东兴证券研究所

目 录

1. 单一市场无法支持大型车企的长久发展	4
1.1 海外市场是车企销量和利润的减震器	4
1.2 单一市场集中度可能降低，全球开拓大为必要	5
1.3 全球货车龙头戴姆勒——提早布局全球市场	6
2. 中国重卡海外业务现状——货车中的主力，紧跟一带一路	9
2.1 载货车出口结构重型化	9
2.2 货车出口占产量比回升	11
2.3 重卡海外市场分布——紧跟一带一路，聚焦东南亚、北非	13
2.4 中国重汽与陕重汽海外业务领先	16
3. 重卡出口驱动力——海外基建发力，中企补布局短板	17
3.1 发展中国家基建水平尚在低位，未来工程重卡需求极大	17
3.2 “一带一路”成效明显，大量中资项目促进中企卡车销售	20
3.3 中企前一轮出海受挫时的不利因素近年逐渐消失	21
3.3.1 中国品牌全球知名度明显上升	21
3.3.2 海外布局逐渐完善、生产与服务机构增多	22
3.3.3 政治经济动荡减少，意识形态输出减弱	23
4. 中国重卡产品力明显提升	24
5. 重卡海外业务投资策略与重点标的	26
5.1 中国车企海外重卡业务预测	26
5.2 潍柴动力（000338.SZ/2338.HK）	27
5.3 中国重汽 H（3808.HK）	29
5.3.1 重卡出口的绝对龙头	29
5.3.2 汕德卡有望在中高端重卡领域突破	31
6. 风险提示	32

表格目录

表 1：2018 年主要全球汽车品牌的海外销量情况	4
表 2：戴姆勒卡车全球各工厂的设立时间	8
表 3：2018 年中国重卡对主要目的地国家的出口情况	14
表 4：主要中国车企货车出口情况	17
表 5：主要国家和地区未来的基建投资预测	17
表 6：“一带一路”主要沿线国家基建投资与工程重卡销量预测	18
表 7：“一带一路”沿线已开工或签约的中资基建项目	21
表 8：主要货车车企的海外布局	22
表 9：中国重汽、德国曼恩和瑞典斯堪尼亚的高端重卡配置对比	24
表 10：2018-2028 中国重卡车企国内外销量预测	26

插图目录

图 1: 现已消失的品牌——Bussing 卡车	4
图 2: 现已消失的品牌——Bussing 客车	4
图 3: 1961-2016 年美国乘用车市场集中度变化趋势	5
图 4: 美国乘用车市场的历年品牌结构	6
图 5: 戴姆勒卡车 2017 年在全球各主要市场的份额和排名	7
图 6: 戴姆勒卡车历年销量变化	7
图 7: 2017 年全球主要重卡厂商的销量	7
图 8: 戴姆勒卡车海外布局与当地 GDP	8
图 9: 近年载货车出口的吨位结构	9
图 10: 重卡出口结构	10
图 11: 货车出口占产量比例	11
图 12: 载货车历年出口数量与金额	11
图 13: 货车出口总量和增速	12
图 14: 中国重卡出口目的地结构	13
图 15: 对各大洲出口的重卡吨位结构	15
图 16: 主要重卡出口厂商的市场份额	16
图 17: 主要重卡出口厂商的出口销量与产量之比	16
图 18: 中国历年固定资产投资与工程重卡销量	18
图 19: 历年每 1 亿元固定资产投资对应工程重卡销量	18
图 20: 全球各大洲 2017 重卡产量与需求的关系及预测	20
图 21: 中国重汽、陕重汽与戴姆勒的全球布局对比	23
图 22: 全球商品贸易占 GDP 之比	23
图 23: 中国各类车出口占产量之比	23
图 24: 中国重汽与瑞典斯堪尼亚重卡全车系价格、马力范围对比	25
图 25: 斯堪尼亚重卡内饰	25
图 26: 中国重汽汕德卡内饰	25
图 27: 2018-2028 年中企可行重卡市场销量预测	26
图 28: 2013 年陕重汽重卡出口目的地分布	27
图 29: 陕重汽历年重卡出口销量及占产量比	27
图 30: 陕重汽阿尔及利亚工厂下线的首批 F2000 重卡	28
图 31: 陕重汽国内及海外重卡销量预测	29
图 32: 中国重汽 2013 年出口目的地结构	30
图 33: 中国重汽历年重卡出口销量、占产量比和增速	30
图 34: 中国重汽的海外布局趋势	30
图 35: 中国重汽出口重卡车型	31
图 36: 中国重汽出口喀麦隆的电视转播车	31
图 37: 中国重汽国内及海外重卡销量预测	32

1. 单一市场无法支持大型车企的长久发展

丰田、大众等车企能成为现今巨头的重要原因之一，就是在其所在市场的汽车销量增速出现大幅放缓之前，就布局了海外市场。通过海外市场的增长接棒本土，从而在大部分年份内均实现了销量或者市场份额的显著提升。所有的单一市场，汽车需求量最终都将趋向饱和。

汽车需求的爆发始于 1930 年代的美国，依次经历了西欧（1950-70 年代）、日本（1960-80 年代）、韩国（1980-90 年代），也先后孕育了通用、大众、丰田和现代等一批伟大的车企。这些车企都是首先通过努力成为了本国市场的领头羊，随后向有增长潜力的市场出口汽车，同时大力发展海外工厂，实现对全球主要热点市场的覆盖。出口目的地和海外工厂的布局通常跟随经济增速的转移而变动。

1.1 海外市场是车企销量和利润的减震器

汽车市场中存活下来的主要欧美日品牌，几乎全部是全球化运营。坚持仅在本国单一化市场中运营的品牌，最终都被历史淘汰。

当前主要全球汽车品牌的海外销量都超过 60%。车企通常需要面对设备投资、研发费用等固定成本，因此盈利能力对销量非常敏感。由于经济周期和消费者需求变动，车企在原生市场的销量均会在某些时段出现大幅下降。参与二级市场的企业还需要承受公众股东和舆论的压力。这时如果没有海外市场来分担，企业的利润和现金都很容易出现大幅下滑。

表 1：2018 年主要全球汽车品牌的海外销量情况

所属国家/大洲	本国或大洲销量/万辆	全球销量/万辆	海外销量占比	
大众	欧洲	373	1083	66%
丰田	日本	130	1052	88%
通用	美国	295	879	66%
戴姆勒	欧洲	8.3	51.7	84%

资料来源：各公司年报；东兴证券研究所

乘用车中的 AMC、宝沃等，以及两次大战前后德国最大的商用车企业布辛(Bussing)，都曾经红极一时。由于然而由于它们仅仅深耕本国及邻国市场，在销量不利的周期中无力支撑，随后破产或被收购，最终导致品牌消失。

图 1：现已消失的品牌——Bussing 卡车

图 2：现已消失的品牌——Bussing 客车



资料来源：维基百科；东兴证券研究所

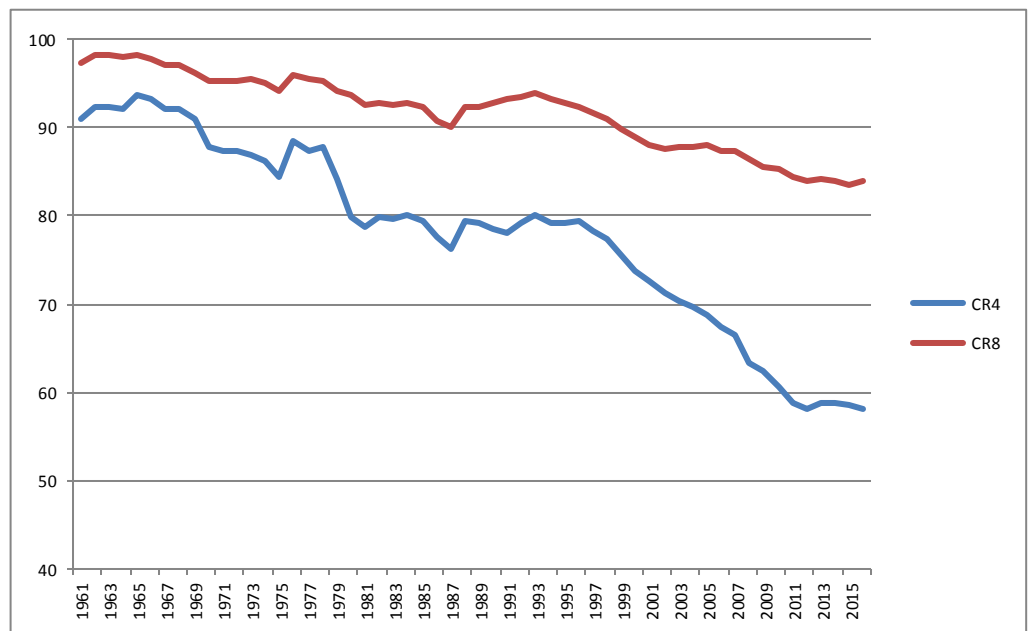


资料来源：维基百科；东兴证券研究所

1.2 单一市场集中度可能降低，全球开拓大为必要

单一市场无法支持长期成长。在成熟市场，由于消费者对汽车性能和外观的多元化需求，市场集中度长期来看可能处于下降趋势。在新兴市场，短期内由于优胜劣汰市场集中度会有所提升，长期也可能处于下降趋势。

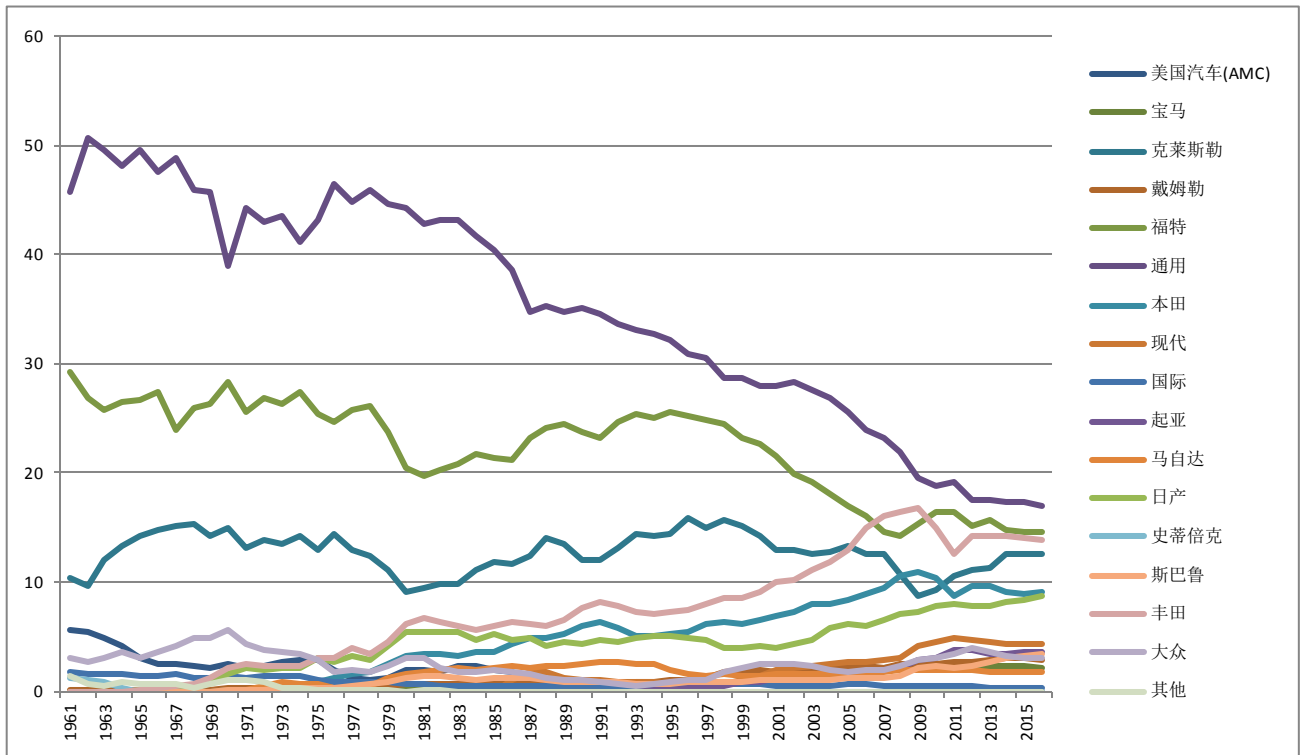
图 3：1961-2016 年美国乘用车市场集中度变化趋势



资料来源：WIND；东兴证券研究所

美国乘用车市场的 CR4 从 1961 年的 91% 一路下降到 2016 年的 58%。通用汽车曾经于 1960 年代在美国本土市场占有 50% 以上的份额，然而在此之后，再也没有任何车企能够在美国市场获得如此高的份额。在市场集中度长期下降的环境中，任何一家车企都无法获得绝对多数的份额，因此必须依靠对新市场的开拓来获取维持盈利能力的必要销量。

图 4：美国乘用车市场的历年品牌结构



资料来源：WIND；东兴证券研究所

中国乘用车的市场集中度预计将长期低于成熟市场，因此车企对海外走量的需求将更高，甚至高于美系、欧系和日系车企当初走出国门之时。中国市场低集中度的主要原因有：

- ◆ **需求多元化**：由于城乡二元结构、大城市车辆限购、新能源及互联网技术发展较快等原因，中国消费者对汽车相对成熟市场消费者更加多样化。当前中国市场出现了豪车和新能源车的销量增速遥遥领先于平均水平的现象。
- ◆ **进入门槛偏低**：改革开放后中国乘用车市场几乎从零起步，较低的自主技术水平使得国家对低水平产能的淘汰进度较慢；同时国内较低的人均收入水平使得消费者对廉价车一直有需求；近年在政策驱动下，新能源车尤其是纯电动车绕过了动力总成、变速箱和排气系统等门槛，使得部分车企得以扬长避短，发挥三电系统的优势快速占领了市场。

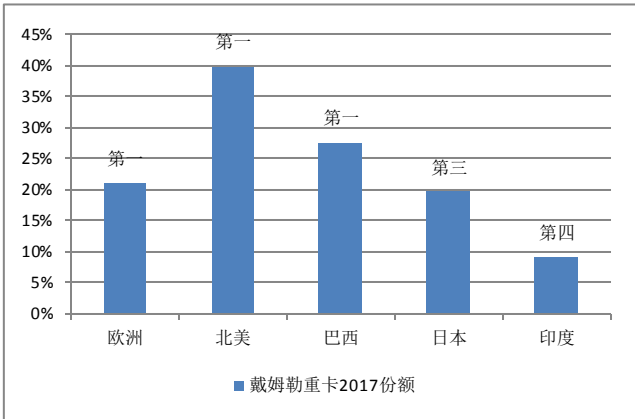
中国车企将面对长期低集中度，且即将进入 CAGR<3% 的低增速阶段的市场，因此尽快开展全球化经营的必要性不断升高。

1.3 全球货车龙头戴姆勒——提早布局全球市场

戴姆勒公司是世界上最大的卡车制造商，其重卡产品在主要发达国家和印度市场的份额均位于前列。作为一个百年企业，戴姆勒近年全球重卡销量稳中有升。我们认为戴

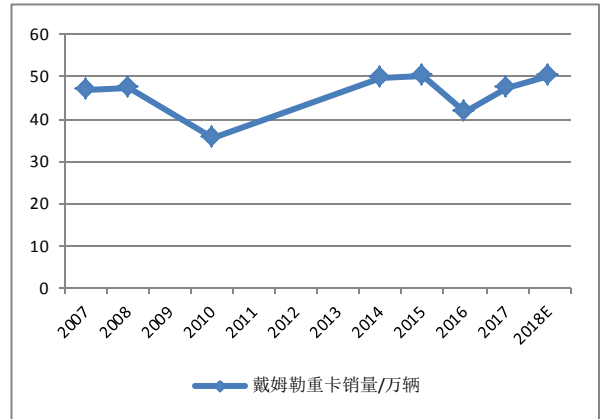
姆勒重卡在全球市场成功的原因之一是通过较为早期的全球布局，凭借其遍及全球的27个制造工厂，通过多品牌模块化战略实现可观的规模经济效益。

图 5：戴姆勒卡车 2017 年在全球各主要市场的份额和排名



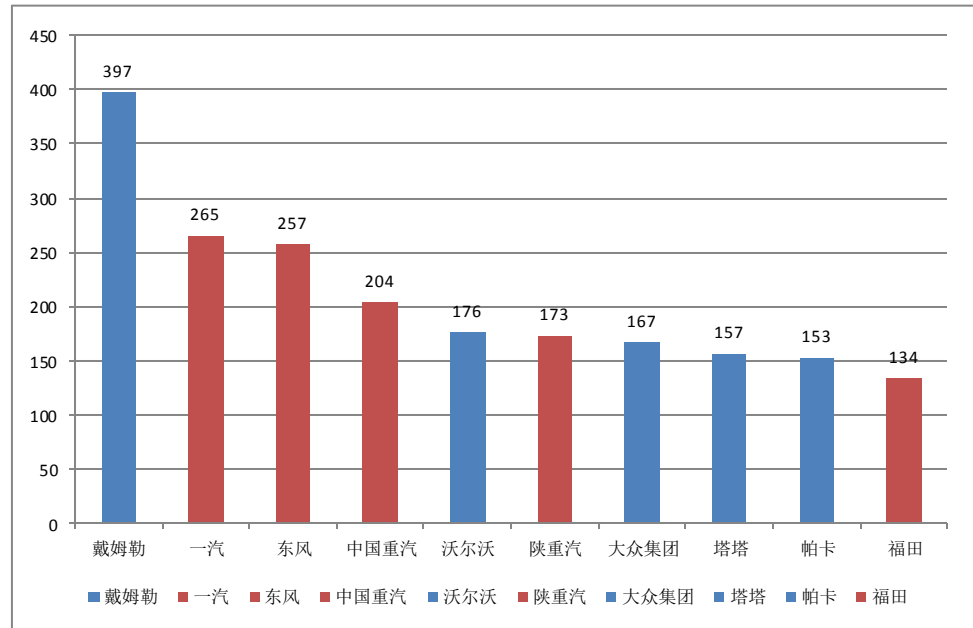
资料来源：戴姆勒公司官网；东兴证券研究所

图 6：戴姆勒卡车历年销量变化



资料来源：戴姆勒公司官网；东兴证券研究所

图 7：2017 年全球主要重卡厂商的销量



资料来源：戴姆勒公司官网；东兴证券研究所

戴姆勒卡车的不同品牌为其提供全球业务，这使戴姆勒能够抵消区域市场的弱点。例如在印度，戴姆勒创造了一个新的品牌，以满足当地的需求——BharatBenz 所有车辆均在当地生产，从运输到建筑行业均可应用。旗下 5 大卡车品牌包括

Mercedes-Benz, Freightliner, FUSO, Western Star 和 BharatBenz, 产品范围包括轻型、中型和重型卡车, 用于长途、短半径分配和施工现场作业。

戴姆勒在全球的布局有相当的前瞻性和逆周期性:

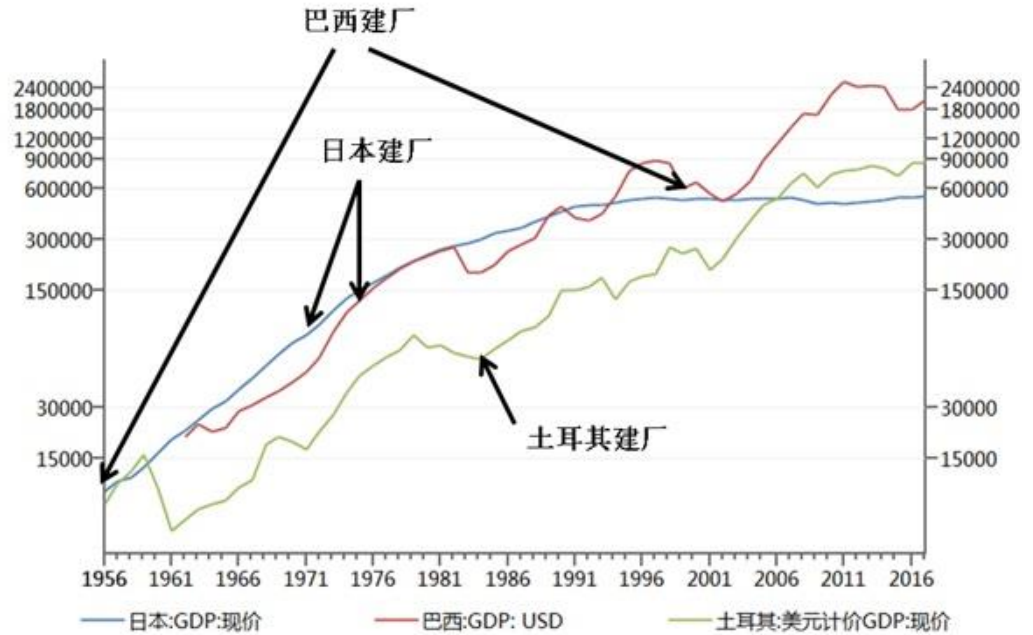
- ◆ 在欧洲卡车市场还远未饱和的二战期间, 公司开始在美国、日本设立工厂, 在战后重建时间充分享受了两国快速发展的机遇。
- ◆ 巴西工厂的布局抓住了南美国家六七十年代以及二十世纪前十年的快速发展
- ◆ 日本爱川工厂则利用了日本上个世纪八十年代的泡沫经济

表 2: 戴姆勒卡车全球各工厂的设立时间

地区	国家	城市	建厂时间
欧洲	德国	卡塞尔	1810
欧洲	德国	斯图加特	1904
北美	美国	波特兰	1942
亚洲	日本	川崎	1943
拉丁美洲	巴西	圣伯纳多·坎波	1956
欧洲	葡萄牙	特拉马格尔	1964
欧洲	法国	莫斯海姆	1967
亚洲	日本	爱川	1975
北美	美国	荷利山	1979
亚洲	日本	Kitsuregawa	1980
欧洲	土耳其	阿克萨雷	1986
北美	美国	克利夫兰	1989
拉丁美洲	巴西	朱伊斯·德福拉	1999
亚洲	印度	钦奈	2012

资料来源: 公司官网; 东兴证券研究所

图 8: 戴姆勒卡车海外布局与当地 GDP



资料来源：WIND; 东兴证券研究所

得益于其广泛的布局，2018年戴姆勒卡车表现强势，仅在中日市场出现销量下滑。在亚洲，戴姆勒卡车销量增长12%。印度尼西亚和印度销量增长强劲。在欧洲，戴姆勒继续保持其市场领导地位。截至11月底，卡车销量增长4%。北美自由贸易区的卡车销量更是独占鳌头，销量在前11个月增长了15%。

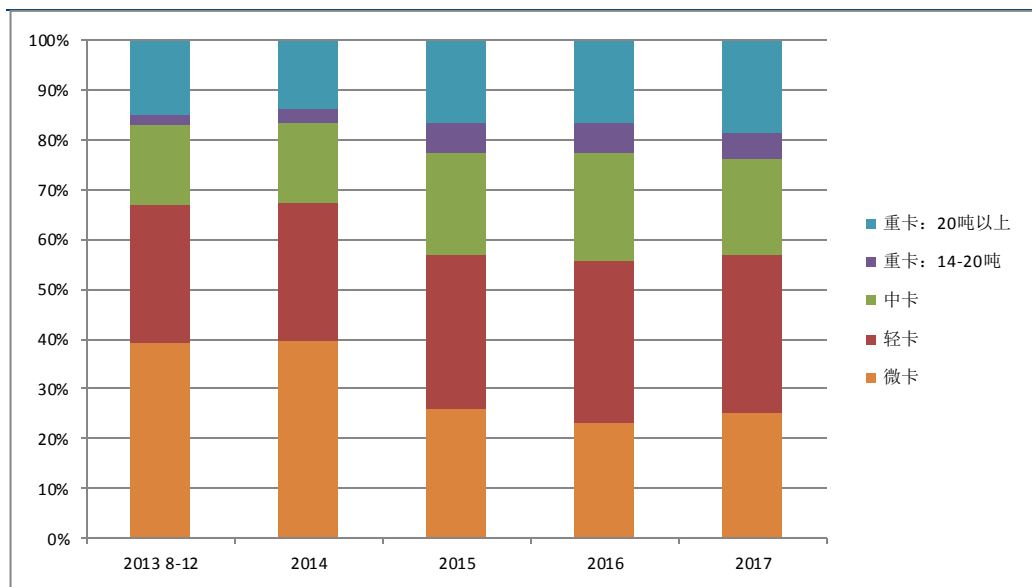
2. 中国重卡海外业务现状——货车中的主力，紧跟一带一路

2.1 载货车出口结构重型化

中国出口载货车的吨位结构不断重型化，重卡和轻卡发展较快，微卡出现萎缩。2013年中国出口的货车中，5吨以上仅占33%，其余都是轻卡和微卡，有高达40%为5吨以下汽油货车。而到了2017年，中国出口货车中5吨以上中重卡的比例提升到了44%，5吨以下汽油货车的占比降低了25%。

出口结构的重型化将明显提升出口车企的收入，同时提升中国货车产品在国际市场上的地位。通常重卡的单价在25万元以上，而多数轻卡微卡的单价不足10万元。这一结构的变化在海关的卡车出口（含全套散件出口）单价上也有所反应：该指标早年曾经在1万美元/辆上下，近年已经提升到1.4万美元/辆的水平。出口货车中中重卡比重的提升应是对这一指标的贡献较多。

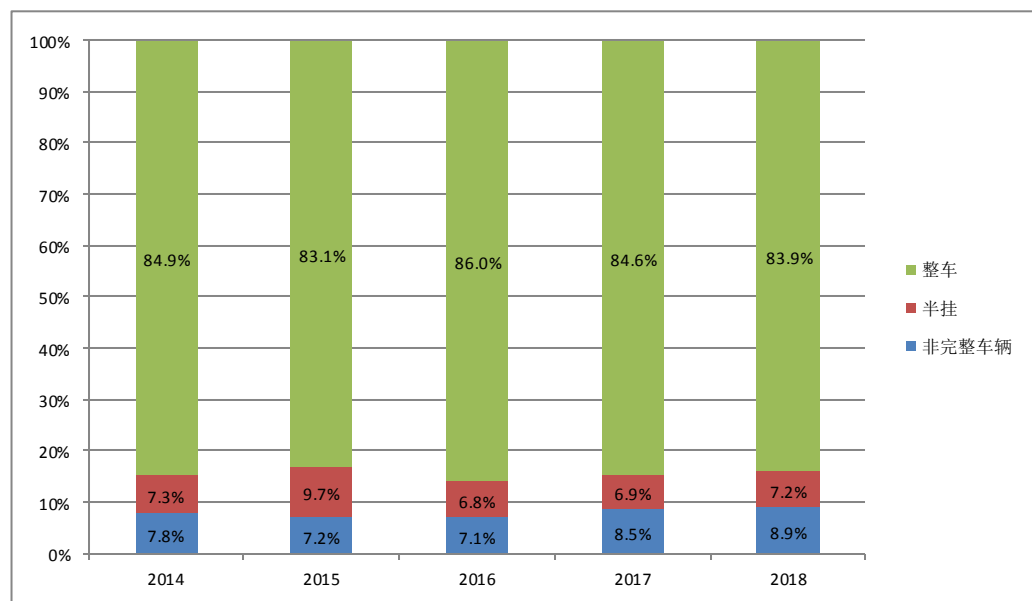
图 9：近年载货车出口的吨位结构



资料来源：WIND；东兴证券研究所

近年出口货车的整零形态结构稳定，整车占据绝大多数，未来半挂比例有望攀升。与国内货车销量中整车：半挂：非完整车辆=2:5:3的结构不同，出口货车中长期保持着整车一家独大的局面。2014年以来出口货车中85%左右为整车，半挂占7%，剩余8%为非完整车辆，比例基本保持稳定。出口货车中非完整车辆占比较低主要是由于大多数货车厂商都没有全球布局，缺乏在海外完成全方位、可根据用户需求定制改装能力。半挂货车占比较低是由于中国货车出口的目的国家的高速公路普及率和总里程均远不及中国，而半挂货车主要用于物流用途。然而，我们认为随着高速公路、电商在发展中国家的不断普及，相关国家的半挂货车市场未来有望加速发展。

图 10: 重卡出口结构

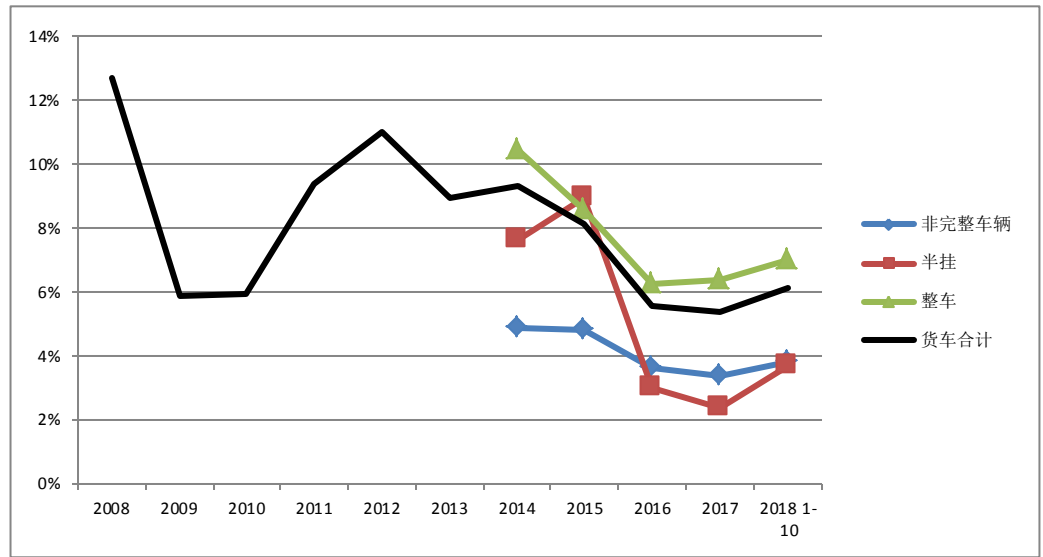


资料来源：WIND；东兴证券研究所

2.2 货车出口占产量比回升

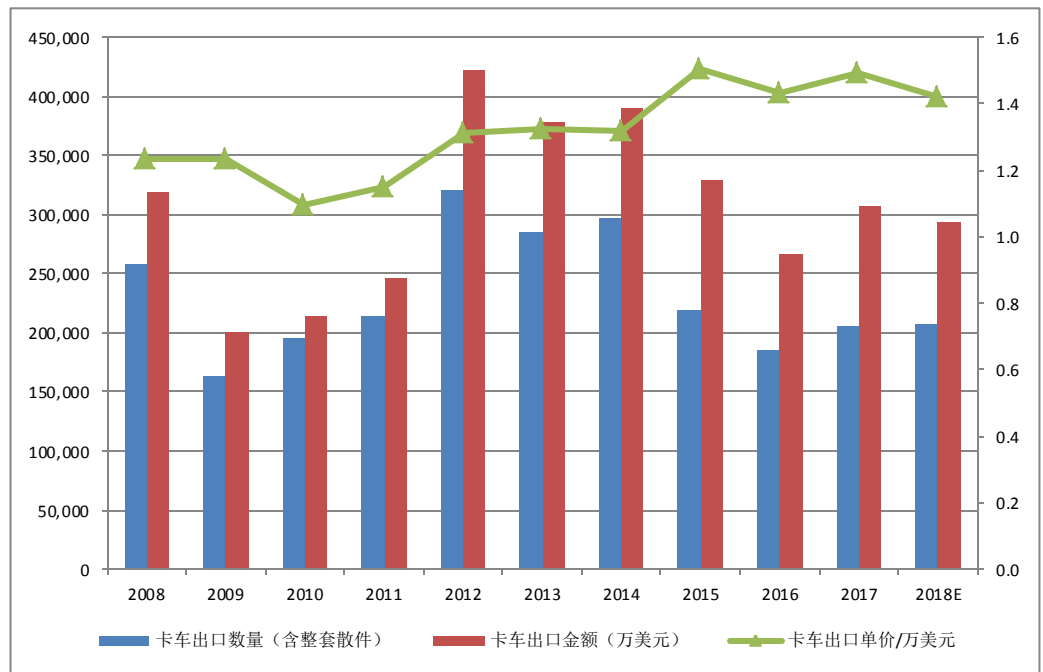
2018年1-10月份出口货车占国内货车总产量的6%，近年首次回升。用于出口的货车占国内产量的比例在2012年达到11%的顶峰之后就一路下滑，也体现了海外固定资产投资进展一直不及国内。在2016-2017年出口占产量比例出现了5.5%的低谷之后，2018年该比值首次出现回升。其中半挂货车出口占产量的比例接近4%，相比2016-2017年有了明显的提升。我们认为该现象的原因主要是电商平台在各发展中国家的渗透，这驱动了以物流用途为主的半挂车需求。同时，整车与非完整车辆的出口比例也有了不同程度的回升。该轮回升预示着出口销量将重新在国内生产中占据显著的比例。

图 11: 货车出口占产量比例



资料来源：WIND；东兴证券研究所

图 12: 载货车历年出口数量与金额

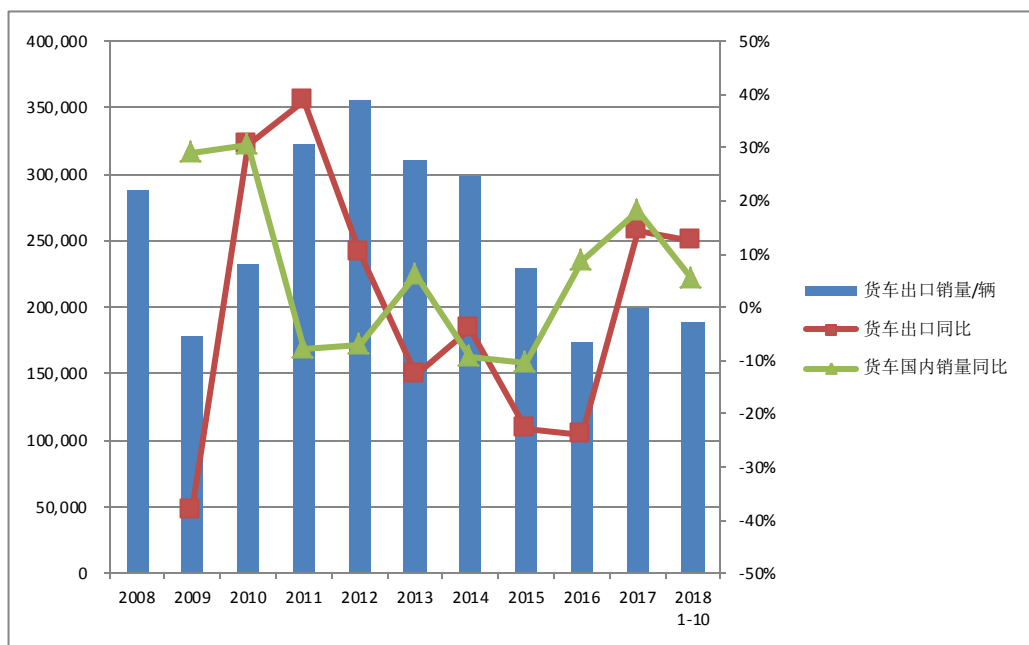


资料来源：WIND；东兴证券研究所

2018年1-10月中国货车出口量合计为19万辆，同比增加12.6%，进一步从2016年的谷底恢复。在2011-2012年，中国的货车出口曾经出现过高峰，主要原因是全球从金融危机中恢复，固定资产投资大增。在2013-2016年，国内货车出口出现了连续4年的下滑。我们认为随着2018年的双位数增长，货车出口开启了新一轮向上的周期。

2018年中国货车销量首次出现了海外增速超过国内增速。2018年1-10月国内货车销量增速为5.2%，明显低于出口的12.6%。自2013年以来，货车出口量同比增速始终低于国内销量增速。从上一轮经济周期的情形来看，国内固定资产投资的向上周期要早于国外，导致货车的销售出现了国内销量增速周期领先于出口增速周期1~2年的情况。考虑到2017-2018年国内货车销量将达到顶峰，我们预计即使不考虑“一带一路”等额外投资的驱动，中国货车出口的销量也将在2019-2020年出现一轮高峰。

图 13: 货车出口总量和增速

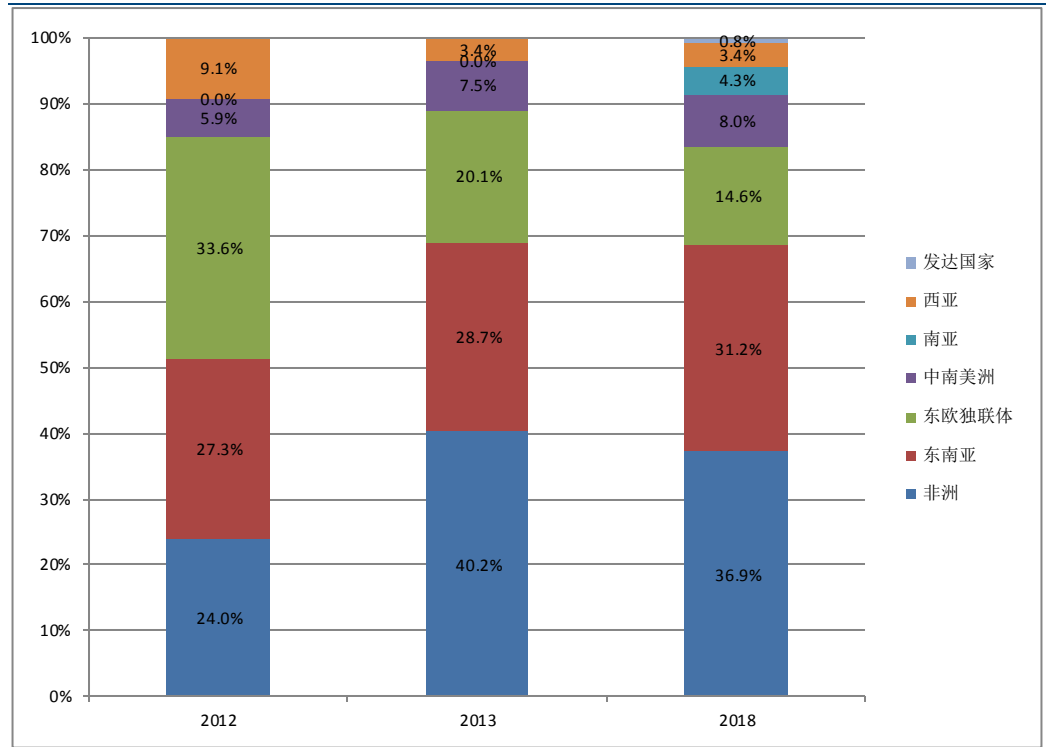


资料来源：WIND；东兴证券研究所

2.3 重卡海外市场分布——紧跟一带一路，聚焦东南亚、北非

与 2012-2013 年相比，中国重卡企业对东南亚、中南美洲的出口占总出口比例不断提升，同时近年在发达国家、南亚市场实现了突破。其他市场中，东欧独联体、西亚等受乌克兰东部战乱以及中东动乱的影响有所萎缩，中企的出口也受到波及。

图 14: 中国重卡出口目的地结构



资料来源：海关数据；东兴证券研究所

根据海关数据，2018年中国车企对非洲的重卡出口达到了20,741辆（本节海关数据不含非完整车辆，不含海外生产的车辆，下同），对东南亚的出口达到了17,552辆，对东欧独联体的出口达到了8,193辆，对中南美洲的出口达到4,506辆。以上市场占到了中国重卡出口总额的91%。

具体到国家，2018年中国重卡的主要海外市场包括出口目的地为菲律宾、尼日利亚、蒙古、马来西亚和坦桑尼亚，以及海外设厂的哈萨克斯坦、阿尔及利亚以及安哥拉，均为“一带一路”沿线的重点国家。根据对各国今年的重卡销量测算，我们估计中企在这些国家的市场份额普遍达到了10%以上。在菲律宾、蒙古和哈萨克斯坦甚至达到了50%以上的支配地位。

从单价上看，中国2018年出口重卡的平均单价为261,847元，与国内销售的重卡价格相当。考虑到多数出口目的地是经济发展水平不如中国的第三世界国家，重卡出口的价格并未受到太多影响。在主要出口目的地中，对乌兹别克斯坦、伊朗和俄罗斯等相对发达国家的出口中重型车型占比较大，平均单价较高。对蒙古、越南和缅甸的出口以相对中小吨位的重卡整车、牵引车为主。

表 3：2018年中国重卡对主要目的地国家的出口情况

行标签	出口销量	出口销售额	单价	所属大洲	当地重卡年销量	中企在当地份额
菲律宾	8,137	2,301,403,855	282,832	东南亚	16,432	50%
尼日利亚	3,245	695,900,180	214,453	非洲		
蒙古	3,226	474,192,941	146,991	东欧独联体	5,000	65%

马来西亚	2,492	649,130,050	260,486	东南亚	5,803	43%
坦桑尼亚	2,490	623,517,122	250,408	非洲		
巴基斯坦	2,165	482,444,394	222,838	南亚	5,346	40%
印度尼西亚	2,000	564,199,823	282,100	东南亚	19,179	10%
越南	1,947	399,177,972	205,022	东南亚	9,503	20%
阿尔及利亚	1,783	415,972,931	233,299	非洲	8,000	22%
哈萨克斯坦	1,602	449,281,552	280,450	东欧独联体	2,602	62%
刚果(金)	1,547	464,065,013	299,977	非洲		
赞比亚	1,408	375,054,357	266,374	非洲		
乌兹别克斯坦	1,387	465,807,511	335,838	东欧独联体		
伊朗	1,321	400,680,782	303,316	西亚	10263	13%
俄罗斯联邦	1,268	373,067,687	294,217	东欧独联体	16,975	7%
肯尼亚	1,058	268,148,094	253,448	非洲	10,681	10%

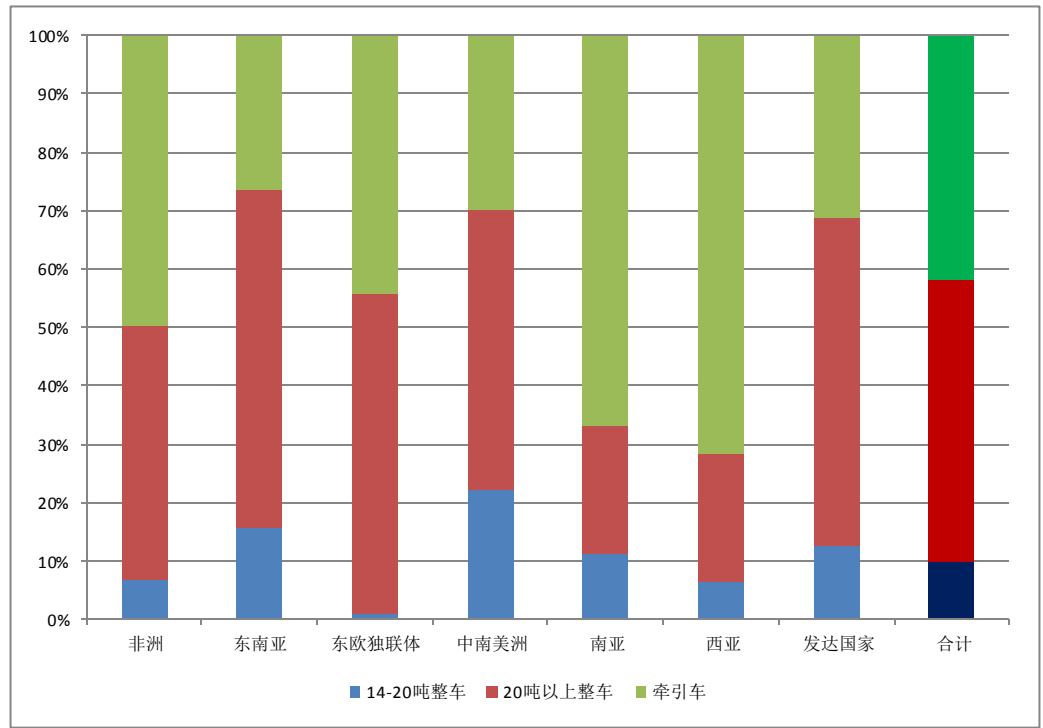
资料来源：海关数据；东兴证券研究所

中国出口的重卡中，以工程应用为主的载货车和牵引车的份额大致各占 50%，其中载货重卡中以 20 吨以上的大吨位为主，14~20 吨仅占 17%。根据海关数据，2018 年中国车企出口重型牵引车 21,049 辆，14~20 吨重型载货车 4,983 辆，20 吨以上重型载货车 24,009 辆。

牵引车在对西亚与南亚的重卡出口中占比最高，达到 70%左右，在对东南亚、中南美洲和发达国家的出口中占比最低，仅为 30%。

整车按照吨位计算，对中南美洲的重卡出口中 14~20 吨的中小吨位重卡占比最高，达到 22%，对东欧独联体出口的重卡整车几乎全部为 20 吨以上的重大吨位。

图 15: 对各大洲出口的重卡吨位结构



资料来源：海关数据；东兴证券研究所

全球各地对重卡的需求迥异。从全球竞争格局来看，欧美重卡车企侧重开发中大吨位重卡；日系中五十铃偏重于开发中小吨位的重卡，且市场集中在发达国家。中国企业中重汽、陕重汽的出口重卡品类相对齐全，与全球品牌在产品广度的较量上不落下风。

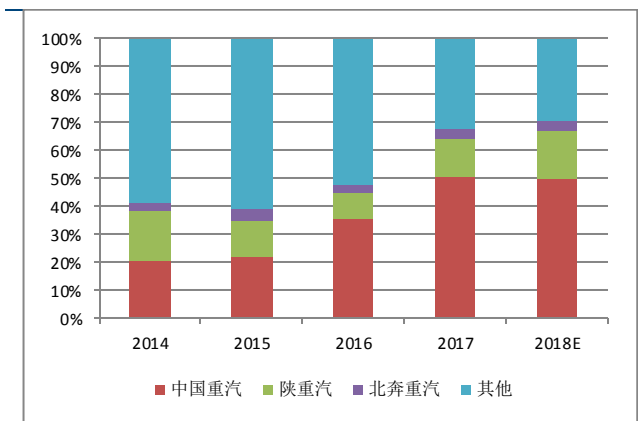
2.4 中国重汽与陕重汽海外业务领先

重卡出口领域中国重汽和陕重汽处于明显领先地位。中国重汽近年已经占据了国内重卡厂商出口总量的 50%。其他重卡出口较多的厂商包括陕重汽、一汽解放、东风商用车和北奔重汽。近年出口集中度提升较快。根据目前公开的 2018 年重卡出口数据，中国重汽、陕重汽与北奔重汽合计出口量占到全行业的 70%。加上一汽解放和东风商用车，预计重卡出口 CR5 达到了 80%以上。

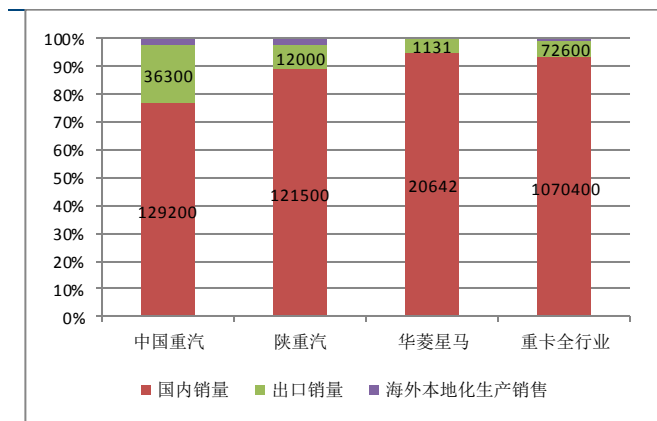
对重卡海外业务弹性最高的是中国重汽，其海外重卡销量占到了全部的 23.6%。陕重汽的海外重卡销量也达到了全部重卡销量的 11.3%。

图 16: 主要重卡出口厂商的市场份额

图 17: 主要重卡出口厂商的出口销量与产量之比



资料来源：各公司年报；东兴证券研究所



资料来源：各公司年报；东兴证券研究所

从载货车整体的出口形势来看，主要货车厂商中出口业务比较占据优势的包括中国重汽、潍柴动力（控股陕重汽）以及江淮汽车（主要是轻卡）。随着中国品牌在全球的不断布局，近 2 年主要出口商的出口业务占比有从低谷反弹的趋势。

表 4：主要中国车企货车出口情况

	2018 年预计出口 货车/辆	占全国货车出 口比例	占公司总销量比 例	主要出口产品	主要出口目的地
中国重汽	41671	20.1%	12.8%	重卡	
潍柴动力（陕重汽）	12000	5.8%	7.3%	重卡	
江淮汽车	20000	9.6%	7.1%	轻卡	
全国	207440		5.4%		

资料来源：各公司年报；东兴证券研究所

3. 重卡出口驱动力——海外基建发力，中企补布局短板

3.1 发展中国家基建水平尚在低位，未来工程重卡需求极大

全球主要发展中经济体将迎来一轮基建热潮，从而显著推升对以工程重卡为代表的载货车的需求。中国货车的主要出口目的地为发展中国家，有望从未来基建的趋势中明显受益。近年来全球经济主要增长引擎相继减速，同时以中国为代表的经济体出现了基建产能过剩的情况，急需向国外转移溢出产能。另一方面，绝大多数发展中经济体的基建水平尚在低位，固定资产投资占 GDP 的比重明显低于中国。这些经济体无论是公路、铁路还是港口、空港等基础设施，均有巨大的提升空间。

根据 G20 旗下的研究机构 Global Infrastructure Hub (GIH) 与牛津大学联合发布的研究成果，在 2040 年之前全球在基建投资方面共有 93.7 万亿美元的需求，其中发达国家占 37.5%，中国占 29.9%，印度占 4.8%，其他第三世界国家合计占 27.8%，约为 26.1 万亿美元。

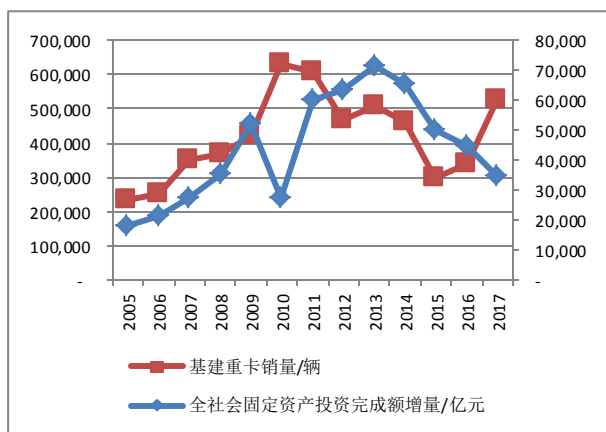
表 5：主要国家和地区未来的基建投资预测

	2016-2040 基建投资需求/万亿美元	占全球比例
中国	28.0	29.9%
发达国家	35.2	37.5%
第三世界国家（不含印度）	26.1	27.8%
印度	4.5	4.8%
全球	93.7	100.0%

资料来源：GIH；东兴证券研究所

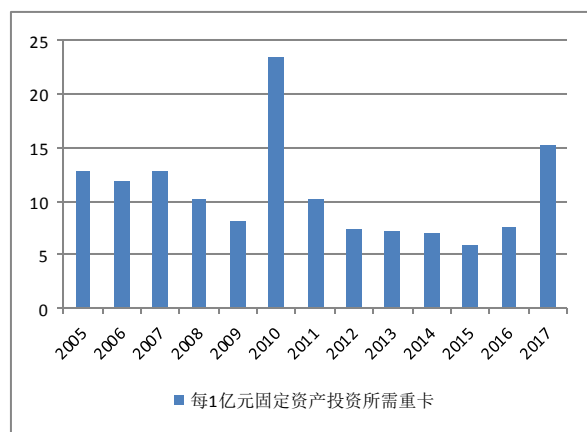
工程类重卡销量与基建投资明确相关。从中国近年发展的经历看，重卡的年销量与当年全社会固定资产投资完成额的增加值基本同步或滞后 1~2 年。除了 2010 年的异常值以外，2005-2013 年国内固定资产投资完成额的增加值持续向上；而工程重卡的销量也从 2005 年开始开启了一群持续向上的周期，直到 2012 年才开始显著下滑。对一个完整经济周期的考察表明，每 1 亿人民币的全社会固定资产投资增加额，平均对应着 9.6 辆重卡的投入。这一比值在基础建设开始加速投入的初期较大，约为 10~15 辆每亿元，到后期（除少数异常年份）逐渐下降到 6~7 辆每亿元。

图 18：中国历年固定资产投资与工程重卡销量



资料来源：WIND；东兴证券研究所

图 19：历年每 1 亿元固定资产投资对应工程重卡销量



资料来源：WIND；东兴证券研究所

参考中国的投资-重卡销量的关系，根据 GIH 研究中的资金充足情形，除中、印外的第三世界国家 2028 年的基建重卡需求将高达为 70 万辆，这一需求是 2018 年的 2.36 倍。保守估计，根据 GIH 研究中的资金保守情形，除中、印外的第三世界国家 2028 年的基建重卡需求将高达为 52.9 万辆，这一需求是 2018 年的 1.78 倍。

在除中、印外的第三世界国家重卡需求中，一带一路国家占 72%。最大的工程重卡市场为印度尼西亚、巴西、俄罗斯、尼日利亚以及土耳其，占全部发展中和一带一路国家市场（不含印度）的 31%。

表 6：“一带一路”主要沿线国家基建投资与工程重卡销量预测

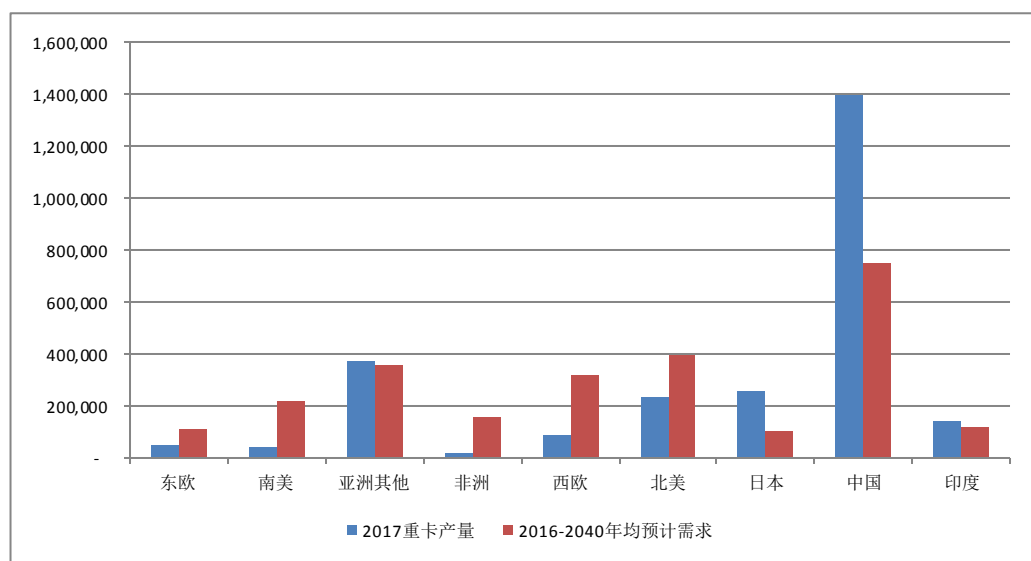
	2016-40 基建投资/十亿美元	年均基建用重卡需求/辆
巴西	2,713	72,698
俄罗斯	1,792	48,018

印度尼西亚	1,712	45,875
土耳其	975	26,126
尼日利亚	878	23,527
阿根廷	810	21,705
埃及	675	18,087
波兰	642	17,203
沙特阿拉伯	613	16,426
孟加拉国	608	16,292
越南	605	16,212
埃塞俄比亚	601	16,104
菲律宾	498	13,344
泰国	494	13,237
巴基斯坦	480	12,862
马来西亚	460	12,326
南非	441	11,817
秘鲁	399	10,692
安哥拉	364	9,754
哥伦比亚	339	9,084
坦桑尼亚	321	8,602
哈萨克斯坦	292	7,824
智利	264	7,074
摩洛哥	246	6,592
罗马尼亚	237	6,351
缅甸	224	6,002
肯尼亚	223	5,976
厄瓜多尔	135	3,617
阿塞拜疆	100	2,680
新加坡	94	2,519
柬埔寨	87	2,331
约旦	81	2,170
塞内加尔	80	2,144
巴拉圭	76	2,036
克罗地亚	74	1,983
乌拉圭	59	1,581
其他发展中国家	7,394	198,130
发展中及一带一路国家合计（不含中、印）	26,086	699,000
中国	28,000	750,288

资料来源：G20；东兴证券研究所

全球重卡产销区位并不平衡，对于较为灵活的中国企业来说，抢占跨国企业估计不到的市场，未来大有可为。根据 OICA 的重卡产量数据，参考中国的重卡产量折算（各国对重卡的定义、统计口径不一），我们推算 2017 年全球按中国标准的重卡（14 吨及以上）产量为 259 万辆。其中，半数集中在中国，另外主要分布于北美、日本和印度。未来作为重卡消费主力的发展中国家当地重卡产量很小，欧美车企仅在巴西、印尼有主要布局。重卡需求存在缺口的地区包括南美（每年 18 万辆）、非洲（每年 14 万辆）和东欧（每年 6 万辆）。这些地区鲜有欧美车企染指，当前消费主要依赖进口欧美车企的重卡产品。然而欧美重卡配置高、单价高，且分散进口到各个市场的分摊成本很高，这给中国车企设立 CKD 工厂，甚至全工艺工厂流出了很大的发展空间。

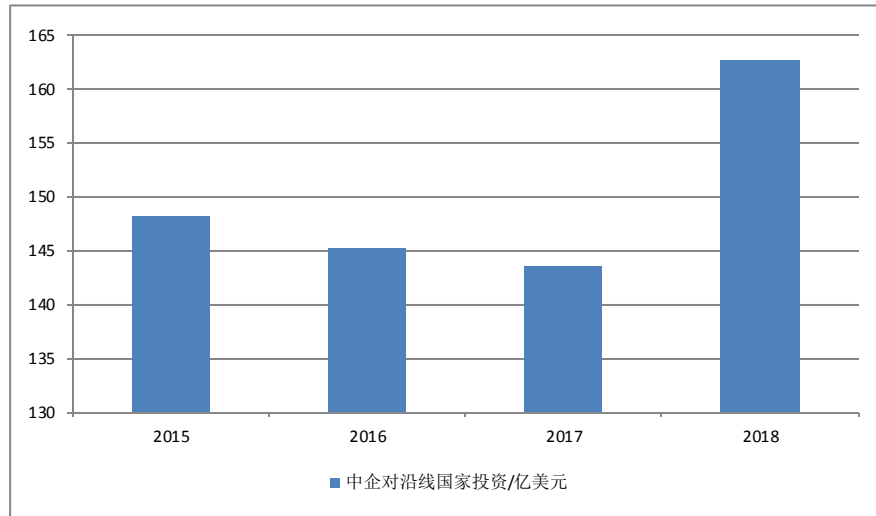
图 20: 全球各大洲 2017 重卡产量与需求的关系及预测



资料来源：OICA；东兴证券研究所

3.2 “一带一路”成效明显，大量中资项目促进中企卡车销售

2015 年“一带一路”倡议提出以来收效显著，各类基建项目相继落地。2018 年中企对“一带一路”沿线国家的直接投资就高达 162.7 亿美元。参考中国过去基建投资与重卡销量的关系，我们推算 2018 年仅中企投资所直接拉动的重卡销量约为 2.2 万辆。考虑到由此间接推动的基建、物流需求，对沿线国家重卡市场的推动要远高于这个数字。



中国在“一带一路”中参建的项目多为公路、铁路和港口等，主要项目位于非洲、拉美和亚洲，工程量较大，且对工程周边的房地产、制造业有相当的拉动作用，会进一步催化周边基建和物流的需求。中国参建的公路里程已经超过 1000 公里，铁路里程超过 4000 公里，其中不乏高铁、隧道、桥梁等工程量极大的项目。

表 7：“一带一路”沿线已开工或签约的中资基建项目

大洲	国家	类别	项目	长度/公里	开工时间	通车时间
非洲	刚果	公路	1 号公路	536	2008	2016
非洲	埃塞俄比亚	铁路	亚吉铁路	752.7	2010	2015
非洲	科特迪瓦	公路	130 公路		2012	2013
非洲	肯尼亚	铁路	蒙内铁路	480	2014	2017
非洲	博茨瓦纳	公路	A1 公路	30	2015	2016
亚洲	孟加拉国	公路	帕德玛大桥	6.15	2015	2018
亚洲	印度尼西亚	铁路	雅万高铁	150	2016	
非洲	赞比亚	公路	赞比亚公路	122	2017	
亚洲	孟加拉国	公路	卡纳普里河公路隧道	9.3	2017	
欧洲	塞尔维亚	公路	E763 高速公路	17.6	2017	
拉丁美洲	哥斯达黎加	公路	32 号公路	107	2017	
非洲	尼日利亚	铁路	拉各斯至卡诺铁路	1315	待定	
拉丁美洲	墨西哥	铁路	墨西哥城至克雷格罗高铁	210	待定	
非洲	尼日利亚	铁路	尼日利亚沿海铁路	1385	待定	
非洲	科特迪瓦	公路	铁比苏-布瓦凯高速	96.56	2018	

资料来源：公开资料；东兴证券研究所

3.3 中企前一轮出海受挫时的不利因素近年逐渐消失

3.3.1 中国品牌全球知名度明显上升

以手机为代表的消费品成功出海将助推中国汽车品牌的渗透。中国 2007~2011 年那一轮汽车出口的失败，主要是在未积累口碑的情况下——一味地销售低价低质的产品。销量一时痛快，却未能积累“回头客”，很快销量就随着全球经贸的下降而大幅滑落。然而，中国各类消费品牌的全球知名度和品牌力近年都有明显上升。以华为、海尔和小米为代表的一批优秀中国品牌积累了大量的海外消费者，使得他们对中国品牌有了直观的印象。

近年在产品竞争力方面，从设计、研发到生产制造，我国汽车产品的海外竞争力不断增强，并逐渐得到当地消费者的认可。以国际产能合作为主要模式，我国汽车出口已进入转型升级的关键期。

在伊朗，中国汽车企业的经营模式共有三种，除了传统的整车进口和 CKD 组装模式外，合资独装的方式正成为主流。这种从进口、组装、生产到销售所有环节都由自主车企完成的经营方式已经被奇瑞、上汽、北汽和华晨等车企所采用，通过属地化经营的方式，掌握了在当地汽车市场的主导权，实现了从贸易出口转向海外投资的战略转型。

3.3.2 海外布局逐渐完善、生产与服务机构增多

对于载货车而言，售后服务的需要比乘用车更为迫切，要求也更为专业。没有成体系的售后服务和备件系统，很难在一个地区的载货车市场打开局面。近年随着中国车企整体实力的提升，以及中国资本在海外的逐渐布局，中国车企在海外的经销、服务甚至生产设施都逐渐完善。

表 8：主要中国载货车车企的海外布局

车企名称	主要出口产品	2017 年出口销量	出口占比	主要目标海外市场					海外工厂数	主要海外工厂
				南美	非洲	南亚东南亚	中亚西亚	东欧		
中国重汽	重卡	30,616	13.9%	√	√	√	√	√	15	巴西、埃塞俄比亚(2)和尼日利亚等
陕重汽	重卡	9,400	5.4%	√	√	√	√	√	10	巴西、哈萨克斯坦和阿尔及利亚
江淮	轻卡	13,000	6.7%	√	√	√			19	阿尔及利亚、越南和巴基斯坦等
东风	轻卡、重卡	25,000	6.3%		√	√	√	√	3	伊朗、马来西亚和埃塞俄比亚等

资料来源：各公司官网；中汽协；东兴证券研究所

在提升海外存在的同时，中国重卡企业策略性地避开了全球巨头占据明显优势的美欧日澳等发达国家市场，而重点布局非洲、中亚、东南亚和西亚等区域。通过这种方式，中国企业在哈萨克斯坦、阿尔及利亚、巴基斯坦和埃塞俄比亚等国家的重卡市场都占据了显著的份额。

图 21：中国重汽、陕重汽与戴姆勒的全球布局对比



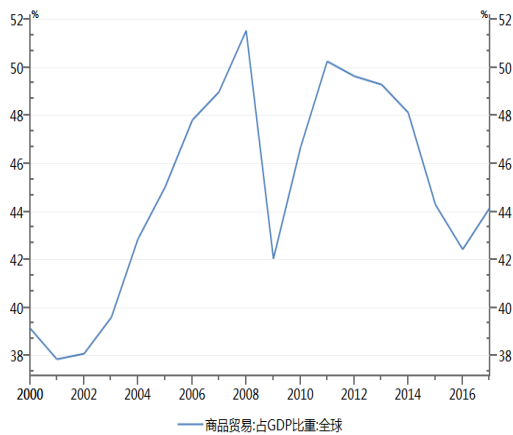
资料来源：各公司官网；东兴证券研究所

3.3.3 政治经济动荡减少，意识形态输出减弱

近年全球政治纷争仍存，但经贸全球化的趋势不变，全球贸易占 GDP 的比重有回升趋势。我们认为未来全球政治形势对汽车贸易的阻碍将逐渐减弱。

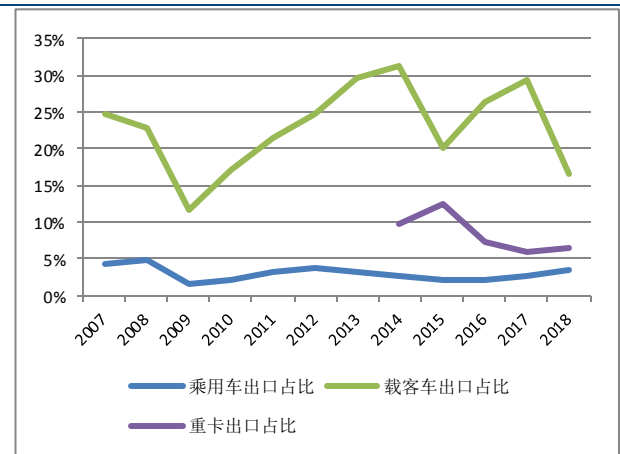
中国重卡出口/产量之比在 2018 年为 6.5%，同比出现反弹。重卡出口占比约为乘用车的 2 倍，也高于载货车总体 (5.3%)。2011-2016 年，受多地区政治经济动荡的影响，全球贸易占 GDP 的比重一路下滑。受此影响，中国各类汽车的出口占产量之比也一路下滑，重卡的出口/产量比在 2017 年达到了历史低点 5.8%。

图 22：全球商品贸易占 GDP 之比



资料来源：WIND；东兴证券研究所

图 23：中国各类车出口占产量之比



资料来源：WIND；东兴证券研究所

4. 中国重卡产品力明显提升

近年中国品牌货车的产品性能不断提升，并涌现了如中国重汽旗下汕德卡等的高端重卡品牌，能够与西方传统重卡巨头的车型进行全面的竞争。

以汕德卡为代表的高端中国重卡在性能上已经不输跨国品牌，性价比则远胜。以440马力级别的6x4的重型牵引车为例，汕德卡C7H车型的扭矩达到2100Nm，与MAN和斯堪尼亚同级别车型完全相同。汕德卡用的重汽发动机只用了10.5L的排量就做到了440马力的功率，与国际品牌相同或更低。而国内自主乘用车品牌受发动机和整车开发能力制约，为了达到与合资品牌同样的功率往往需要更大排量的发动机。其他配置方面，汕德卡C7H具有与国际品牌相同的采埃孚自动变速箱，相近的后桥载荷、减速比以及环保后处理系统，然而其价格仅有55万，是国际品牌的55%。

表 9：中国重汽、德国曼恩和瑞典斯堪尼亚的高端重卡配置对比

厂商	中国重汽	德国曼恩	瑞典斯堪尼亚
车型	汕德卡 C7H 440 6x4	TGXx 440 6x4	G440 6x4
厂商指导价:	55	97 万	98.9 万
轴距/mm	3200+1400mm	3600	3300+1350
车身长度/mm	6895	7700	6885
车身宽度/mm	2496	2500	2500
车身高度/mm	3410	3548	3540
牵引总质量/kg	40000		49000
发动机型号	中国重汽 MC11.44-40	D20 共轨发动机	斯堪尼亚 DC13
燃料类型	柴油	柴油	柴油
汽缸数	6	6 缸	6 缸
排放标准	国四	国四/欧四	国四/欧四
排量(L)	10.518	10.518	12.74
马力/Ps	440	440	440
扭矩/Nm	2100	2100	2300
变速箱	采埃孚 ZF16S221 OD	采埃孚 16S22DD	GRS905 12+2 档变速箱
换挡方式	自动	自动	自动
后桥描述	MCY13Q	HYD-1370/HY-1350 单级减速桥	后桥气囊悬挂
后桥允许载荷/T	18		19
后桥速比	3.08		3.07
轮胎数	10	10 个	10 个
轮胎规格	315/80R22.5		

资料来源：各公司官网；东兴证券研究所

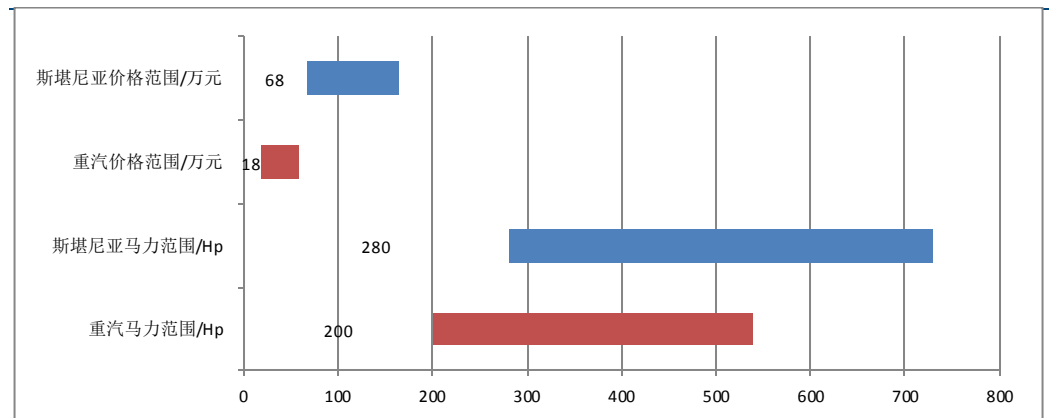
外资重卡在国内长期存在感不足给力中国企业练好内功并打开销路的宝贵时机。长期以来，中国较为落后的运输和施工环境为中国重卡品牌造就了独特的发展土壤。全球

品牌由于无法在成本的制约上设计出契合中国使用环境的廉价车型，纷纷退出中国或仅以技术转让或财务投资的形式维持在中国的存在。这段时期给了中国重卡品牌在国内市场站位脚跟，并逐渐把产品出口到与中国有类似环境的第三世界国家。

长期较为宽松的竞争条件给了国内重卡企业产品升级的机会。在发动机、变速箱和车桥这“三大件”领域，中国重卡行业基本能够做到自给自足。重卡零部件受制于跨国巨头的现象仅存在于高压共轨和后处理等领域，明显好于乘用车。

中国重卡品牌在产品广度上已经足以与全球品牌抗衡，在低端领域的产品多样性更高，仅在 15 升以上的超大排量领域处于劣势。对比中国重汽与瑞典斯堪尼亚的重型牵引车产品线，重汽牵引车马力在 200~540Hp，斯堪尼亚在 280~730Hp；而重汽的价位在 18~58 万元，远远低于斯堪尼亚的 68~165 万元。

图 24：中国重汽与瑞典斯堪尼亚重卡全车系价格、马力范围对比



资料来源：卡车之家；东兴证券研究所

除了动力之外，过去中国重卡与全球品牌的主要差距在于舒适性，这一差距自 2016 年以来得到了飞速弥补。空气座椅、腰部气垫、气动调节方向盘、电动调节后视镜、后视镜电加热和盘式制动器等舒适与安全配置已经成为了当前中高端国产重卡的标配。

图 25：斯堪尼亚重卡内饰



资料来源：卡车之家；东兴证券研究所

图 26：中国重汽汕德卡内饰



资料来源：卡车之家；东兴证券研究所

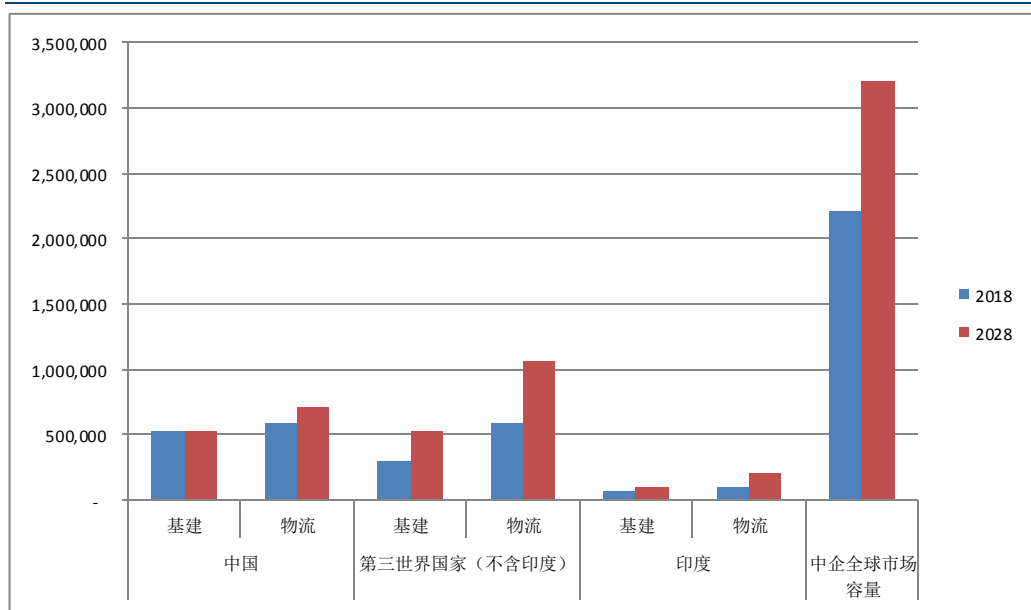
5. 重卡海外业务投资策略与重点标的

5.1 中国车企海外重卡业务预测

我们认为对于中国重卡车企来说，可行的市场主要包括国内市场以及除中、印外的第三世界国家市场。

到 2028 年，对中国车企可行的重卡市场容量将从 2018 年的 221 万辆增长到 359 万辆，增长 62%。其中主要的增长来自于除中国、印度之外的第三世界国家。在该市场中，重卡市场容量将从 89 万辆增长到 159 万辆，增长 78%。

图 27: 2018-2028 年中企可行重卡市场销量预测



资料来源: GIH; 东兴证券研究所

我们预计中企 2018-2028 年海外重卡业务的 CAGR 为 26.7%，海外重卡业务将对应超过 2,173 亿元的市场容量增长。根据我们的测算，2018 年中国车企在海外重卡可行市场中的份额仅为 6.8%，但在一些重点市场的份额已经超过 50%。在中企海外份额最高的 10 个国家中，平均份额为 39%。如到 2028 年中企在海外重卡可行市场中的份额达到该值，则届时中企在海外的重卡销量将达到 76.6 万辆，占到 2028 年中企国内外销量的 39.5%。

表 10: 2018-2028 中国重卡车企国内外销量预测

中国车企重卡业务预测	2018		2028		2018-2028CAGR
	销量	份额	销量	份额	销量
国内销量/万辆	114.8	99%	117.2	95%	0.2%

海外主要目标市场销量/万辆	7.2	6.8%	76.6	39%	26.7%
合计销量/万辆	122.0	54.9%	193.8	60.6%	4.7%
海外业务占比	5.9%		39.5%		
合计销售额/亿元	3,416		6,008		5.8%

资料来源：中汽协；OICA；东兴证券研究所

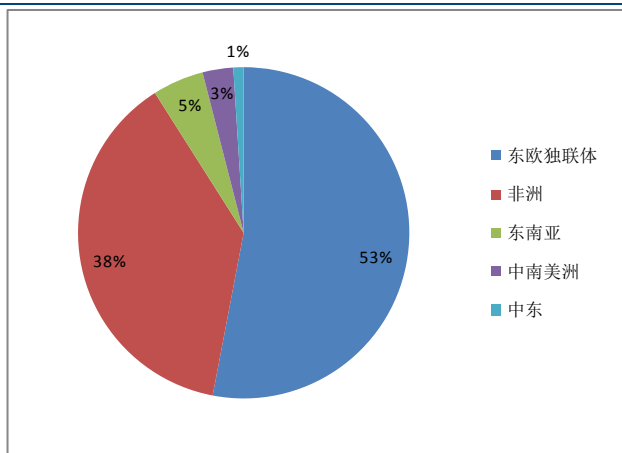
5.2 潍柴动力（000338.SZ/2338.HK）

潍柴动力控股了近年重卡领域增长最快之一的陕西重卡集团（以下简称陕汽），近年出口业务同样增长迅速。2018年陕汽预计出口12,000辆，主要为重卡，预计同比增长28%，占国内重卡出口重量的20%左右。

陕汽最初的出口目的地为非洲、中亚和俄罗斯，早在2013年就达到了1.5万辆的出口峰值。陕汽不仅在新疆兴建了年产5万台的整车厂，还在哈萨克斯坦与当地著名厂商合建了一个装配厂。2014年，中国重卡产品在俄罗斯、哈萨克斯坦、塔吉克斯坦、阿尔及利亚和安哥拉等5国的销量接近1.5万辆，仅陕汽就销售8,600余辆，占比达57%，优势明显。

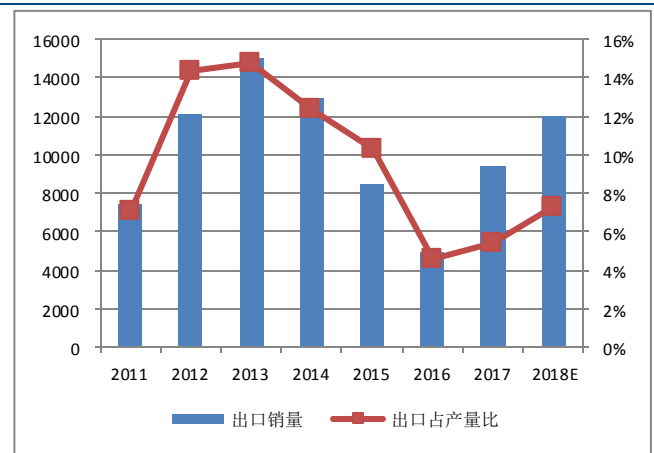
2015-2016年陕汽出口遭遇低谷，2016年出口仅为5,000辆，不到峰值时的40%。陕汽销量大幅下滑与行业出口下滑的主要原因接近，另外还包括阿尔及利亚等目的地国家外汇紧张等。其间，陕汽实现了越南、菲律宾、马来西亚等东南亚弱势市场的突破。在马来西亚逆势增长118%。2017年陕汽在东南亚的销量达到了2,500辆，占到全部海外业务的27%。

图 28：2013 年陕重汽重卡出口目的地分布



资料来源：东兴证券研究所

图 29：陕重汽历年重卡出口销量及占产量比



资料来源：公司年报；东兴证券研究所

本地化生产为陕汽海外业务近2年的恢复助力显著。2017-2018年陕汽海外销量明显恢复，2018年预计为1.2万辆，接近当年的峰值。目前，陕汽控股已有10个KD工厂覆盖非洲、中东、东南亚、中亚等区域。陕汽在海外的生产工厂主要位于哈萨克斯坦、巴西、安哥拉和阿尔及利亚，主要是以与当地资本合资建厂的形式。在巴西，陕

汽与迈拓集团从 2010 年起就已合作开发当地市场，到 2014 年为止，借助迈拓集团之力，陕汽重卡已经在巴西实现了本地化生产。在阿尔及利亚，2018 年 5 月，陕汽与阿尔及利亚马祖兹集团合作兴建的组装厂，在当地正式投产。

陕汽 2018 年在建的海外工厂/项目包括与巴基斯坦 KK 公司合作的当地 CKD 项目以及与与怡豪投资合作的哥伦比亚项目。

图 30：陕重汽阿尔及利亚工厂下线的首批 F2000 重卡



资料来源：人民日报；东兴证券研究所

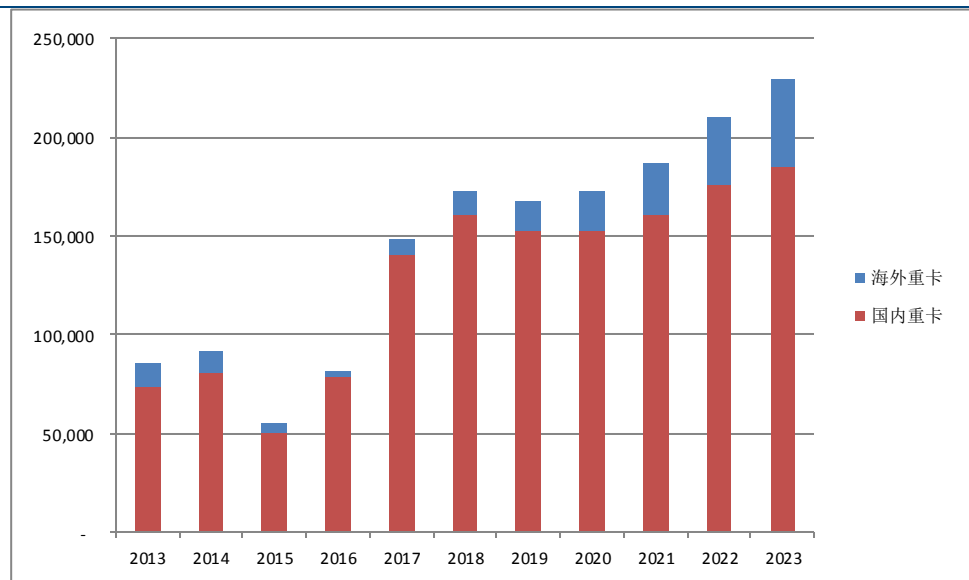
陕汽已经覆盖的市场中，未来重卡潜力较大的国家包括巴西、俄罗斯及中亚、埃塞俄比亚以及东南亚各国，并在俄罗斯和中亚取得了先发优势。俄罗斯于 2013 年起执行欧四排放标准，需要认证才能销售。陕汽重卡在中国车企中率先获得了此项认证。目前陕汽自卸车、搅拌车和牵引车在俄罗斯市场的占有率比较高，价格相对于 VOLVO，SCANIA 来说有相对优势。同时，陕汽新疆工厂具备了辐射俄罗斯和中亚的能力。近年中国与中亚、中东欧的经贸通过“X 新欧”班列取得了显著的成绩，有望带动相关地区的物流需求。

陕汽重卡的出口与母公司的重卡产业链形成良好合力。潍柴动力旗下的发动机业务、法士特重卡变速箱和汉德液压均已全球化运营，未来有望与陕汽组成国际版的重卡黄金产业链。同时凯傲及其子公司德马泰克的物流系统和叉车业务，有望为陕汽提供新的“流量入口”。售后服务链对重卡在一个地区的持久销售十分重要。重卡无论是日常维修还是减排设备的维护，要求都高于乘用车。潍柴的销售服务机构遍布全球，陕汽有望从中充分获益。

长期来看巴拉德燃料电池业务有望将陕汽重卡在海外的地位推上新的台阶。目前在中国车企的多数目标市场，包括充电在内的基础设施均较差，即使在城市内，锂电池货车推广的可行性也低于中国。一旦燃料电池在商用车上量产成功，有望深度改变全球尤其是基础设施暂时不完善的发展中国家的商用车竞争格局。有望率先使用巴拉德燃料电池技术的陕汽重卡无疑将最先受益。

预计陕重汽到 2023 年的海外重卡年销量达到 4.5 万辆，达到 2018 年的 3.7 倍。对应年海外营业额 134 亿元，5 年间 CAGR=30%。届时陕重汽的海外业务占比将从 2018 年的 7.3% 提升到 19.4%。

图 31: 陕重汽国内及海外重卡销量预测



资料来源：公司年报；东兴证券研究所

我们预计公司 2019 年归母净利润受商用车周期影响将同比持平，2019-2020 年 EPS 分别为 1.04/1.13 元，对应 PE 为 8.6/7.9x，PB 分别为 1.58/1.49x。公司是货车产业链龙头，业务稳健，同时物流设备与方案业务稳健，长期来看产业间协同存在超预期的可能。给予 2019 年 13.6xPE，对应目标价 14.22 元，维持“强烈推荐”评级。

5.3 中国重汽 H (3808.HK)

中国重汽 A 股上市公司 (000951.SZ) 是中国重汽港股上市公司 (3808.HK) 的子公司，中国重汽的海外以及高端重卡——汕德卡业务均仅属于港股上市公司。

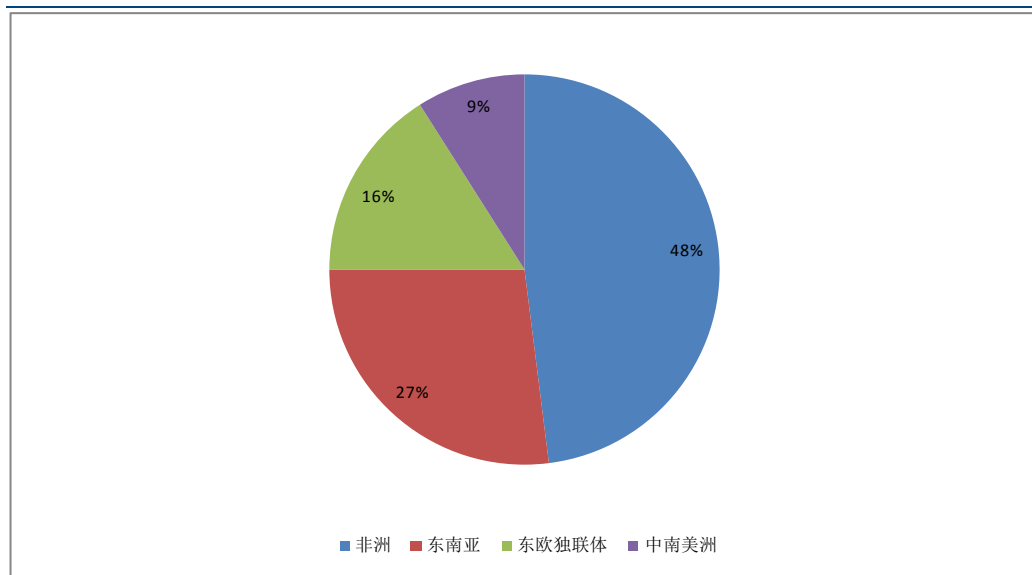
5.3.1 重卡出口的绝对龙头

中国重汽是中国重卡出口龙头，2018 年预计出口 36,300 辆，占国内出口的 50%，占自身重卡销量的 21.5%，同比回升 2%。目前，中国重汽产品已经出口到 96 个国家和地区，国际市场营销网络体系也基本覆盖非洲、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。力图以高端的产品进入美国，欧洲的高端市场。

中国重汽海外业务的优势区域是非洲、东南亚和东欧独联体国家。其在埃塞俄比亚已经建立了 2 个 KD 工厂实现本地化生产并辐射其他东非、北非国家。

图 32：中国重汽 2013 年出口目的地结构



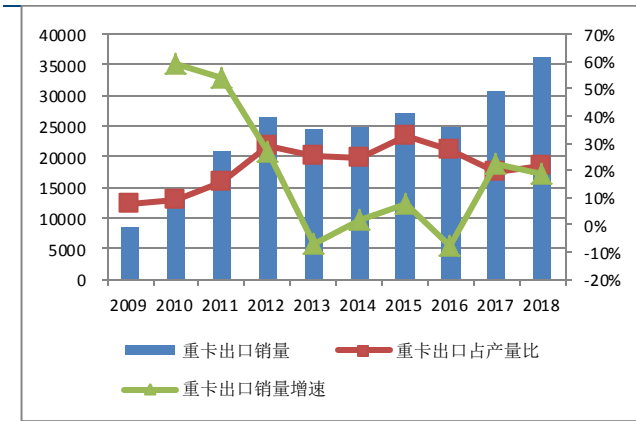
资料来源：公司年报；东兴证券研究所

中国重汽的重卡出口业务在 2009-2012 年开始快速发展，期间重卡出口占比从不足 10% 急增到近 30%，对应销量也从 8,500 辆暴涨到 26,505 辆。随后，中国汽车出口出现退潮，但中国重汽保持了整体重卡海外年销量的稳定，一直保持在 25,000 辆左右。近年由于国内重卡热销，重汽重卡的出口占比一路下滑至 2017 年的 19.6%。

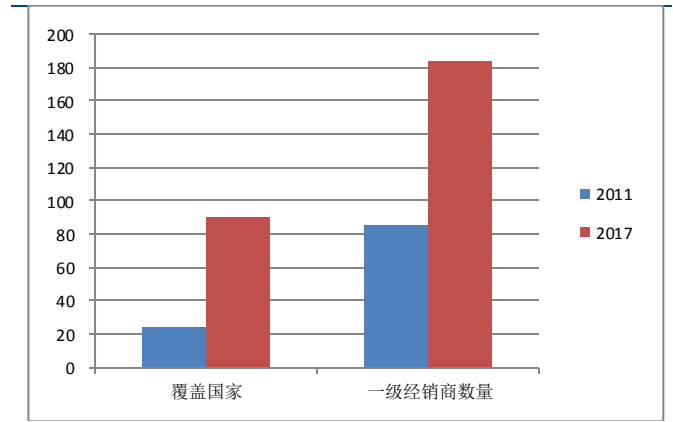
在出口退潮期间，重汽没有停止海外布局，覆盖国家从 2011 年的 24 个提升到 2017 年的 90 个，一级海外经销商从 86 个增长到 184 个，为未来的出口增长奠定了坚实的基础。中国重汽的重卡销量从 2017 年开始重启升势，连续两年超过 10%。

图 33：中国重汽历年重卡出口销量、占产量比和增速

图 34：中国重汽的海外布局趋势



资料来源：公司年报；东兴证券研究所



资料来源：公司年报；东兴证券研究所

5.3.2 汕德卡有望在中高端重卡领域突破

中国重汽与曼合作的中高端重卡品牌——汕德卡近年发展迅速，连年销量过万。2019年起，汕德卡有望向全球重卡品牌发起挑战。

2016年1月，重汽为开拓海外高端泵车市场量身打造右舵版 C7H 6x4 专用底盘成功下线并出口巴基斯坦。2017年，中国重汽青岛重工生产的 288 辆搅拌车，就是以汕德卡 C7H 为底盘并出口中南美洲。

2019年四季度起汕德卡的出口限制解除，海外业务有望再上一个台阶。中国重汽与曼在合资时有市场划分的约定：在包括中东在内的 50 个国家，销售权都在曼手中。2019年9月以后，该限制解除，汕德卡有望在全球销售。

图 35: 中国重汽出口重卡车型



资料来源：卡车之家；东兴证券研究所

图 36: 中国重汽出口喀麦隆的电视转播车

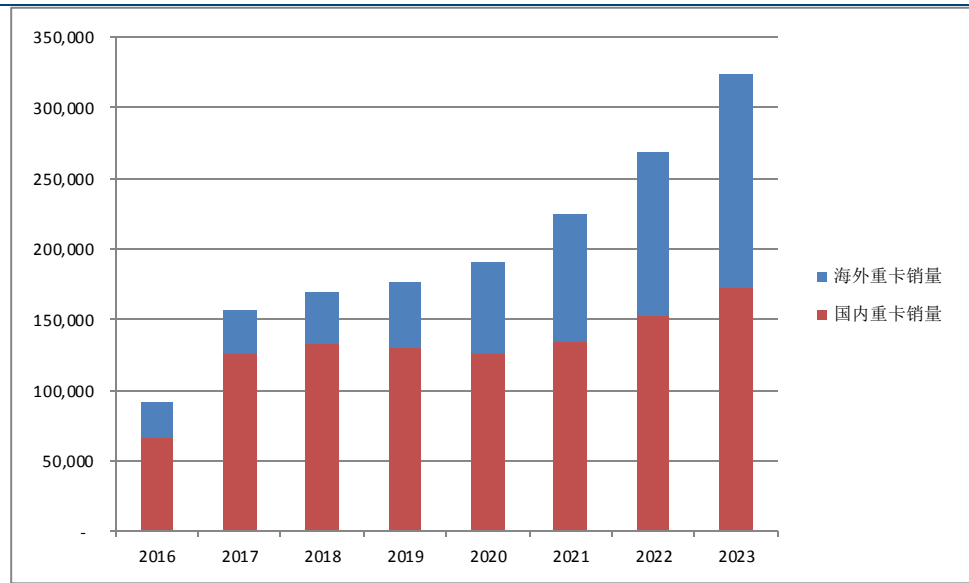


资料来源：卡车之家；东兴证券研究所

中国重汽作为中国重卡出口的领头羊，正抢抓国家“一带一路”大战略发展机遇，正在加速向海外高端市场布局，走出了一条适合自己发展的新路子。在经过十多年海外业务的发展，中国重汽产品已在发展中国家有了不俗的表现，现在正力图在爱尔兰、新西兰、新加坡等海外高端市场进行战略布局。

预计中国重汽到 2023 年的海外重卡年销量达到 15.2 万辆，达到 2018 年的 3.2 倍。对应年海外营业额 460 亿元，5 年间 CAGR=34%。届时中国重汽的海外业务占比将从 2018 年的 21% 提升到 47%。

图 37：中国重汽国内及海外重卡销量预测



资料来源：公司年报；东兴证券研究所

我们认为广大第三世界国家的重卡消费能力将逐步得到释放，未来将成为公司业务增长的主要引擎。同时海外业务的开展有望减弱公司重卡业务的周期属性。公司与潍柴动力的主营业务有一定的重叠，未来随着领导团队的整合，费用率有望进一步降低。我们预测公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 1.48/1.47/1.72 人民币，对应 PE 分别为 10.11/10.22/8.71x。维持“推荐”评级。

6. 风险提示

全球化进程逆转；

全球基建投资增速不及预期。

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，7年国内外汽车零部件行业项目管理及技术开发经验。2018年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。