

汽车行业

从重卡对中卡的替代需求再论重卡保有量

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-04-22

● 重卡销量稳定性持续超市场预期

16年以来的重卡景气周期长度远超市场预期，17、18年的销量持续超过2010年的最高点，19年1-3月份我国累计批发销售重卡32.5万辆，同比增长0.2%，这里面还有18年1季度占全年销量比例高于正常年份23%带来的高基数影响；19年1季度国内民品重卡终端同比正增长14.3%。

● 卡车销量预测难度大，保有量与GDP的相关性不错的研究切入点

在12年5月深度报告《汽车行业看宏观经济周期与投资策略》中，我们研究了汽车行业领先指标，卡车是汽车各子领域中最难预测的我们在12年7月的深度报告《寻底之路，影响卡车股的因素有哪些》中阐述了卡车保有量增速与GDP增速之间存在显著的相关性，重卡销量并不能简单看经济增速的二阶导。

● 重卡行业过剩的保有量或已出清，若考虑中重卡则供需更加健康

09、10年刺激政策带来了中重卡行业保有量的过剩问题，导致11-15年重卡更新需求和新增需求的震荡下行。我们根据GDP增速计算供需相对匹配下的预期保有量，目前重卡行业供需或已较为匹配；考虑到中重卡之间往往存在着竞争和替代关系，若将中重卡一并考虑，从10年中卡保有量达270万辆见顶以来，到17年底中卡保有量下降了139万辆，考虑到16年9月21日治超标准统一，单车运力平均下滑20%，则中重卡行业保有量相当于09-10年左右的水平，而17年实际GDP已经较10年增长66%。

● 重卡行业未来几年可能的销量水平

重卡销量=更新需求+新增需求+替代需求。我们估算，目前重卡保有量的合理值或在540-630万辆，仅考虑更新需求，若按重卡5-8年更新，540万、630万保有量对应的国内年合理更新量的下限约80-90万辆，考虑到出口和军车，年化销量约90-100万辆。如果按照更新销量的中枢值来看，对应更新需求+出口需求也在100-110万辆左右。我们认为，未来几年重卡销量稳定性依然会不错。

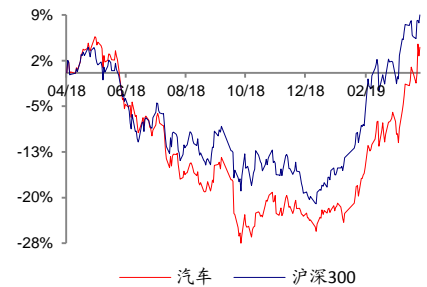
● 投资建议

重卡板块估值较低，预期差在于市场将重卡行业供需改善带来的盈利提升理解为周期性的繁荣，同时市场忽视了排量和功率升级带来的单价和净利润率提高带来的弹性，此外市场低估了重卡龙头公司心无旁骛做主业的决心。我们估计2019年重卡行业销量的稳定性及相关个股业绩的业绩弹性有望超预期，重卡股或迎戴维斯双击。我们推荐依靠新产品周期，未来份额或持续提升的中国重汽，受益大排量重卡渗透率提升，国际化领先的潍柴动力（A/H）及低估值高壁垒、业绩稳健、高分红率的威孚高科（A/B）。

● 风险提示

重卡景气度不及预期；宏观经济低于预期；测算未考虑运输效率提高。

相对市场表现



分析师:

张乐



SAC 执证号: S0260512030010



021-60750618



gfzhangle@gf.com.cn

分析师:

闫俊刚



SAC 执证号: S0260516010001



021-60750621



yanjungang@gf.com.cn

分析师:

唐哲



SAC 执证号: S0260516090003



SFC CE No. BMV323



021-60750621



tangzhe@gf.com.cn

分析师:

刘智琪



SAC 执证号: S0260518080002



021-60750604



liuzhiqi@gf.com.cn

请注意，张乐、闫俊刚、刘智琪并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

汽车行业:心无旁骛做主业,	2019-03-17
重卡股有望迎来价值重估	
汽车思考之一:寻底之路,	2012-07-24
影响卡车股的因素有哪些?	

联系人:

李爽 021-60750604

fzlishuang@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中国重汽	000951.SZ	CNY	20.41	19-03-28	买入	24.5	1.63	1.95	15.00	12.53	10.74	8.29	16.3%	17.5%
潍柴动力	000338.SZ	CNY	13.78	19-03-26	买入	18.0	1.20	1.32	11.46	10.42	4.28	3.56	21.0%	20.8%
潍柴动力	02338.HK	HKD	14.32	19-03-26	买入	21.0	1.20	1.32	10.20	9.27	3.80	3.16	21.0%	20.8%
威孚高科	000581.SZ	CNY	24.80	18-10-29	买入	-	2.94	3.20	8.44	7.75	12.8	11.4	16.7%	16.7%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算; H股潍柴动力股价及合理价值货币单位为港元, EPS 为人民币, 其余公司股价、合理价值、EPS 均为人民币。

可比公司表

股票简称	股票代码	货币	股价	EPS(元)		PE(x)	
			2019/4/19	2019E	2020E	2019E	2020E
中国重汽	03808.HK	HKD	18.72	1.93	2.01	9.7	9.3
康明斯	CMI.N	USD	167.84	14.76	13.84	11.4	12.1
帕卡	PCAR.O	USD	71.44	6.49	5.57	11.0	12.8

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心; 备注: 公司盈利预测均取 Wind 一致预测数据, 中国重汽股价、EPS 为港元, 康明斯、帕卡股价、EPS 为美元。

目录索引

重卡销量稳定性持续超市场预期.....	5
卡车销量预测难度大，保有量与 GDP 的相关性是不错的研究切入点	7
重卡行业过剩的保有量或已出清，若考虑中重卡则供给还有缺口	10
重卡行业过剩的保有量或已出清	10
若考虑中重卡，供给则更加健康	12
重卡行业未来几年可能的销量水平	15
投资建议	16
风险提示	20

图表索引

图 1: 我国重卡年度销量及同比情况 (辆)	5
图 2: 我国重卡销量及民用重卡保有量 (万辆)	10
图 3: 我国民用中、重卡保有量 (万辆)	12
图 4: 我国民用中重卡保有量与销量比例 (万辆)	12
图 5: 我国民用中卡保有量与销量比例 (万辆)	13
图 6: 我国民用重卡保有量与销量比例 (万辆)	13
图 7: 我国实际 GDP 增速及中重卡保有量年增速	13
图 8: 我国中卡销量及同比 (辆, 19 年为 1 季度数据)	15
图 9: 我国国内民品重卡分发动机排量变化 (19 年为 19 年 1 月份数据)	16
图 10: 公司净利率、毛利率情况	17
图 11: 公司 ROE、ROA 情况	17
图 12: 公司总资产周转率变动情况	17
图 13: 公司长期资本负债率,带息债务/投入资本	17
图 14: 公司经营性现金流净额 (百万元)	17
图 15: 公司经营性现金流净额+应收票据的增加值 (百万元)	17
图 16: 公司毛利率、净利率变动情况	18
图 17: 公司总资产周转率变动情况	18
图 18: 公司经营性现金流量净额 (百万元)	18
图 19: 潍柴 9L 以上国内民用重卡发动机市占率情况	19
图 20: 潍柴国内民用重卡发动机市占率情况	19
图 21: 公司货币资金+应收票据+其他流动资产年变动情况 (百万元)	20
表 1: 重卡分季度销量占比	5
表 2: 驱动商用车行业规模增长的要素	7
表 3: 日本、美国、中国卡车保有量和实际 GDP 年复合增长率	8
表 4: 日本不同经济发展阶段卡车保有量和实际 GDP 年复合增长率	8
表 5: 美国不同经济发展阶段卡车保有量和实际 GDP 年复合增长率	9
表 6: 重卡行业保有量年复合增速与实际 GDP 年复合增速	10
表 7: 重卡行业 09、10 年透支影响出清测算/万辆——以重卡保有量年复合增速/实际 GDP 年复合增速为 0.46	11
表 8: 重卡行业 09、10 年透支影响出清测算/万辆——以重卡保有量年复合增速/实际 GDP 年复合增速为 0.69	11
表 9: 中重卡行业保有量年复合增速与实际 GDP 年复合增速	14
表 10: 中重卡 09、10 年透支影响出清测算/万辆——以中重卡保有量年复合增速/实际 GDP 年复合增速为 0.31	14
表 11: 以 540 万、630 万保有量来测算需求	15

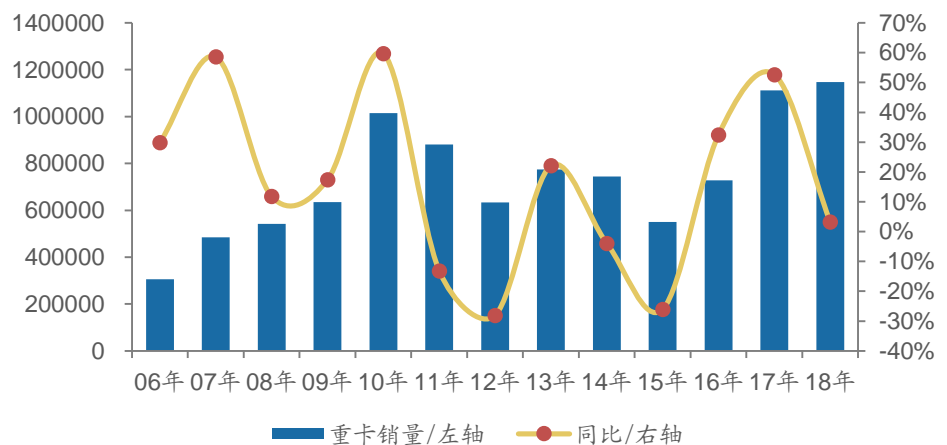
重卡销量稳定性持续超市场预期

根据中汽协数据，18年我国累计销售重卡114.8万辆，同比增长3.2%，销量再创历史新高；19年1-3月份我国累计销售重卡32.5万辆，同比增长0.2%。

19年年初重卡行业销量超市场预期：18年1季度重卡销量占全年比例较高，对19年1季度批发增速造成负面影响，18年1季度重卡销量占全年销量的28.4%，而在受政策影响较小的06、07、13、14年正常年份这一比例均值为23.1%，18年这一比例较正常年份高约23.0%。若18年1季度的全年销量占比与正常年份相当，19年1季度重卡销量同比增速或约20%。

而根据终端销量数据，19年1季度我国国内民品重卡终端累计销售26.9万辆，同比累计增长14.3%。19年1季度终端销量增速较高，与基数较低有一定关系，但考虑到年初至3月中旬订单在高基数下仍保持平稳，目前行业终端需求比较可观。

图 1：我国重卡年度销量及同比情况（辆）



数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

表 1：重卡分季度销量占比

年份	Q1	Q2	Q3	Q4
2005	30.5%	31.3%	16.1%	22.0%
2006	21.6%	28.4%	22.1%	27.8%
2007	21.7%	31.1%	24.0%	23.2%
2008	30.9%	39.3%	18.1%	11.8%
2009	16.0%	27.2%	27.8%	29.0%
2010	26.4%	31.2%	20.1%	22.3%
2011	33.0%	28.7%	19.1%	19.2%
2012	32.1%	26.5%	18.9%	22.5%
2013	21.8%	30.2%	21.3%	26.7%
2014	27.3%	30.3%	20.6%	21.8%

2015	24.6%	29.2%	20.6%	25.6%
2016	20.1%	26.5%	20.9%	32.5%
2017	25.5%	26.9%	25.6%	21.9%
2018	28.4%	30.6%	19.7%	21.2%
05-18 年均值	25.7%	29.8%	21.1%	23.4%
06、07、13、14 年均值	23.1%	30.0%	22.0%	24.9%
18 年较正常年份偏离度	23.0%	2.1%	-10.3%	-14.8%

数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

卡车销量预测难度大，保有量与 GDP 的相关性是不错的研究切入点

在2012年5月21日深度报告《汽车行业看宏观经济周期与投资策略》中，我们研究了汽车行业的领先指标，根据其变化趋势与汽车行业相验证来判断经济所处的阶段，但我们并没有对未来整体的销售规模做深入的讨论。

表 2: 驱动商用车行业规模增长的要素

子行业	需求影响指标	相关系数	子行业	需求影响指标	相关系数
轻微卡	农村人均纯收入	0.94	大中客	财政支出	0.66
	城镇居民可支配收入	0.81		商品房销售面积同比增速	0.36
	城市化率	0.95		城镇化率	0.96
	公路里程数	0.95		公路客运量	0.5
	公路货运量	0.45		铁路投资完成额	0.7
中重卡	房地产投资额度增长率	0.46		公路保有量	0.07
	房地产新开工面积增长率	0.67		城镇居民可支配收入	0.69
	中长期消费性贷款增加额增长率	0.43		城市人均拥有道路的面积	0.87
	公路货运量同比	0.52		人均国内旅游花费	0.95
	内河和沿海港口货运吞吐量增长率	0.76		石油国 GDP	0.98

数据来源：中汽协、CIEC、Wind、Bloomberg、《汽车行业看宏观经济周期与投资策略》、广发证券发展研究中心

卡车行业的销量受宏观经济与行业内的政策的双重影响，加大了预测的难度。卡车是汽车行业各子领域中最难预测的，尤其是中重卡的销量，与各种指标的相关性并不高。之前有研究报告表明：我国中重卡的销量增速从长期看大约是GDP增速的1.3-1.5倍，但短期的波动太大，可预测性较差。

但对投资来说，则需要化繁为简，我们可以换个角度，从重卡保有量入手解决问题，保有量的长期增速会相对稳定，根据保有量的情况，反过来推导出重卡的销量。我们在2012年的深度报告《寻底之路，影响卡车股的因素有哪些？》中阐述了可以分别将GDP、卡车保有量看做社会总需求与社会总供给，卡车保有量增速与GDP增速之间存在显著的相关性。

通过对日本、美国、中国卡车保有量增速的观察：从较长的时间范围来看，1960年-2017年，日本卡车保有量复合增速快于实际GDP复合增速，大约高1.6个百分点；1970年-2016年，美国卡车保有量复合增速稍低于实际GDP复合增速，大约低0.8个百分点；1978年-2017年，中国卡车保有量复合增速稍低于实际GDP复合增速，大约低1.1个百分点。日本、美国、中国三者存在差异，与其经济发展阶段有一定关系。

表 3：日本、美国、中国卡车保有量和实际 GDP 年复合增长率

	日本 1960-2017 年	美国 1970-2016 年	中国 1978-2017 年
卡车保有量年复合增长率	5.25%	2.02%	8.41%
实际 GDP 年复合增长率	3.65%	2.79%	9.48%
上述两者比值	1.44	0.72	0.89

数据来源：世界银行、交通运输部、美国交通统计局、日本汽车工业协会、国家统计局、广发证券发展研究中心

经济景气度会影响卡车保有量增速相对实际GDP增速的弹性。从美日数据来看：通常当经济处于较高增长时，卡车保有量的复合增速与实际GDP的复合增速的比值高于历年平均值；而当经济处于较低增长或负增长时，该比值低于平均值。

1) 日本分阶段来看，在1960-1973年13年的经济高速增长时期时，卡车保有量年复合增速为21.6%，实际GDP年复合增速为8.8%，两者比值高达2.44；在1973-1986稳定增长时期，卡车保有量复合增速为4.8%，实际GDP年复合增速为3.7%，两者比值1.31，接近长期平均值1.44；在1986-1997期间，日本经历了泡沫经济的膨胀和破灭，实际GDP年复合增速为3.0%，而卡车保有量的年复合增速仅为0.7%，两者比值0.25，严重低于历年的均值水平；1997年亚洲金融危机以来的20年中，卡车保有量的年复合增速出现负值，仅为-1.6%，实际GDP仍保持微幅的上涨，年复合增速为0.8%，两者比值为-2.03。

表 4：日本不同经济发展阶段卡车保有量和实际 GDP 年复合增长率

	合计 1960-2017	高速增长期 1960-1973	稳定增长期 1973-1986	泡沫经济膨胀与 破灭 1986-1997	经济萧条期 1997-2017
卡车保有量年复合增长率	5.25%	21.6%	4.8%	0.7%	-1.6%
实际 GDP 年复合增长率	3.65%	8.8%	3.7%	3.0%	0.8%
上述两项比值	1.44	2.44	1.31	0.25	-2.03

数据来源：日本汽车工业协会、世界银行、广发证券发展研究中心

2) 美国分阶段来看，1970-1990年，美国经历了经济滞胀期和1979-1982经济危机，卡车保有量复合增速为1.5%，实际GDP年复合增速为3.3%，两者比值0.47；在1990-2007年的新经济时期，实际GDP年复合增速为3.0%，卡车保有量的年复合增速为3.3%，两者比值1.09，高于历年的均值水平；2007-2017年，金融危机以来，卡车保有量复合增速为0.7%，实际GDP年复合增速为1.3%，两者比值0.57，低于历年的均值水平。

表 5: 美国不同经济发展阶段卡车保有量和实际 GDP 年复合增长率

	合计 1970-2016	经济好转, 债务沉重 1970--1990	新经济时期 1990-2007	金融危机以来 2007-2017
卡车保有量年复合增长率	2.0%	1.5%	3.3%	0.7%
实际 GDP 年复合增长率	2.8%	3.3%	3.0%	1.3%
上述两项比值	0.72	0.47	1.09	0.57

数据来源: 美国交通统计局、世界银行、广发证券发展研究中心

重卡行业过剩的保有量或已出清，若考虑中重卡则供给还有缺口

重卡行业过剩的保有量或已出清

09、10年我国重卡行情直接推动因子为“四万亿计划”，由于短期的财富效应带来的销量井喷，导致了后来持续数年的保有量过剩问题。我们根据GDP增速计算供需相对匹配下的重卡预期保有量，若预期保有量与实际保有量相当，则09、10年带来的过剩保有量已基本出清。综合考虑下述两种假设下的测算，我们认为，上一轮重卡行情造成了行业保有量的严重过剩，使得供大于需，而目前行业供需或已较为匹配。

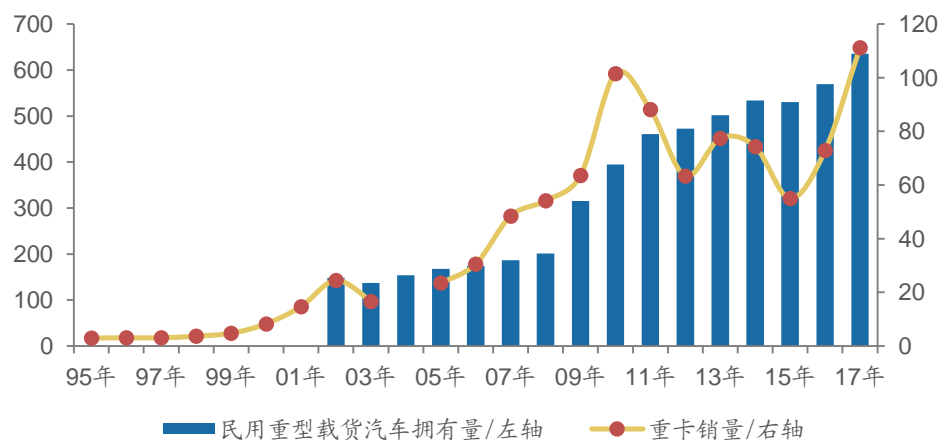
我们参考“四万亿”政策扰动前，即09年前重卡保有量增速与GDP增速，以观察其相关性：重卡保有量数据自02年开始公布，02年-08年，重卡保有量年复合增速为5.2%，实际GDP年复合增速为11.3%，两者比值为0.46；但03年重卡保有量有所下滑，我们为避免这一异常值影响，对03-08年也进行测算，03年-08年重卡保有量年复合增速为8.0%，实际GDP年复合增速为11.6%，两者比值为0.69。

表 6: 重卡行业保有量年复合增速与实际 GDP 年复合增速

年份	实际 GDP 年复合增速	重卡保有量年复合增速	重卡保有量年复合增速/实际 GDP 年复合增速
02-08 年	11.3%	5.2%	0.46
03-08 年 (剔除异常的 02 年)	11.6%	8.0%	0.69

数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 2: 我国重卡销量及民用重卡保有量 (万辆)



数据来源：国家统计局、中汽协、汽车工业信息网、广发证券发展研究中心

➤ **重卡算法1: 若以重卡保有量年复合增速/实际GDP年复合增速为0.46计算**

根据国家统计局数据, 16、17年重卡保有量为569、635万辆, 考虑到治超新规带来的20%运力下滑, 16、17年以运力衡量的实际保有量分别约456、508万辆。16年前重卡实际保有量远大于预期保有量, 而治超新规加速了过剩保有量的出清, 相较14、15年, 16年重卡实际保有量代表的供给与预期保有量代表的需求更为匹配。在此算法下, 尽管保有量存在过剩的嫌疑, 但我们认为本轮治超带来了牵引车的车型结构的变化, 6*2车型在GB1589新规后由于运营经济性不佳被6*4牵引车大幅替换, 即使尚未报废, 但其有效运营必然大幅下降, 因此保有量过剩的压力可能并不大。我们认为, 目前行业供需或已较为匹配。

表 7: 重卡行业 09、10 年透支影响出清测算/万辆——以重卡保有量年复合增速/实际 GDP 年复合增速为 0.46

年份	实际 GDP 增速	重卡预期保有量同比增速 (GDP 增速*0.46)	重卡预期保有量/万辆	重卡实际保有量/万辆	透支需求/万辆
08 年	9.6%			200.8	
09 年	9.2%			315.1	
10 年	10.4%	4.80%	330.2	394.8	64.6
11 年	9.2%	4.20%	344.1	460.6	116.5
12 年	7.9%	3.60%	356.5	472.5	116.1
13 年	7.8%	3.60%	369.3	502.0	132.7
14 年	7.3%	3.40%	381.8	533.7	151.8
15 年	6.9%	3.20%	394.1	530.1	136.0
16 年	6.7%	3.10%	406.3	455.6	49.3
17 年	6.6%	3.00%	418.5	508.3	89.9
18 年	6.6%	3.00%	431.1		

数据来源: 国统局、广发证券发展研究中心; 备注: 16、17 年实际保有量为国统局保有量*80%, 主要考虑治超新规带来运力下滑; 考虑到 08-09 年保有量的异常变动, 我们从 09 年开始做测算

➤ **重卡算法2: 若以重卡保有量年复合增速/实际GDP年复合增速为0.69计算**

若以实际GDP年复合增速/重卡保有量年复合增速为0.69计算, 16年重卡实际保有量代表的供给已小于预期保有量代表的需求, 17年两者也相差不大, 供需已相对匹配。

表 8: 重卡行业 09、10 年透支影响出清测算/万辆——以重卡保有量年复合增速/实际 GDP 年复合增速为 0.69

年份	实际 GDP 增速	重卡预期保有量同比增速 (GDP 增速*0.69)	重卡预期保有量/万辆	重卡实际保有量/万辆	透支需求/万辆
08 年	9.6%			200.8	
09 年	9.2%			315.1	
10 年	10.4%	7.18%	337.7	394.8	57.1
11 年	9.2%	6.35%	359.1	460.6	101.5
12 年	7.9%	5.45%	378.7	472.5	93.8
13 年	7.8%	5.38%	399.1	502.0	102.9

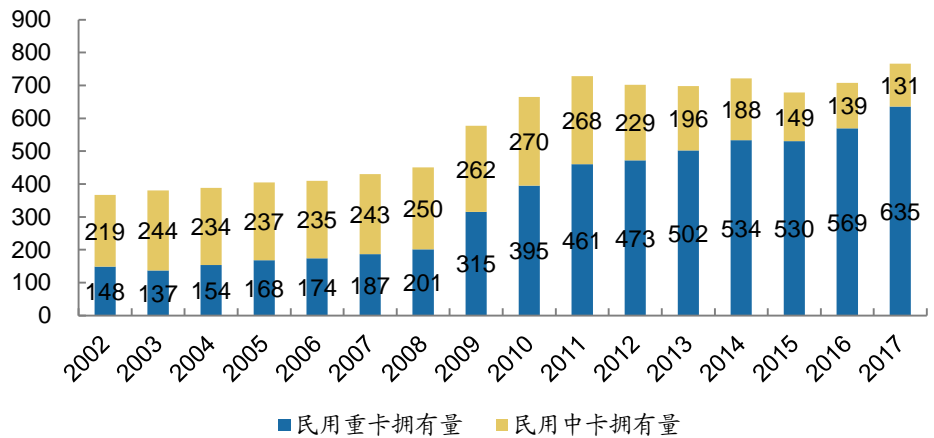
14年	7.3%	5.04%	419.2	533.7	114.5
15年	6.9%	4.76%	439.1	530.1	90.9
16年	6.7%	4.62%	459.4	455.6	-3.9
17年	6.6%	4.55%	480.4	508.3	28.0
18年	6.6%	4.55%	502.3		

数据来源：国统局、广发证券发展研究中心；备注：16、17年实际保有量为国统局保有量*80%，主要考虑治超新规带来运力下滑

若考虑中重卡，供给则更加健康

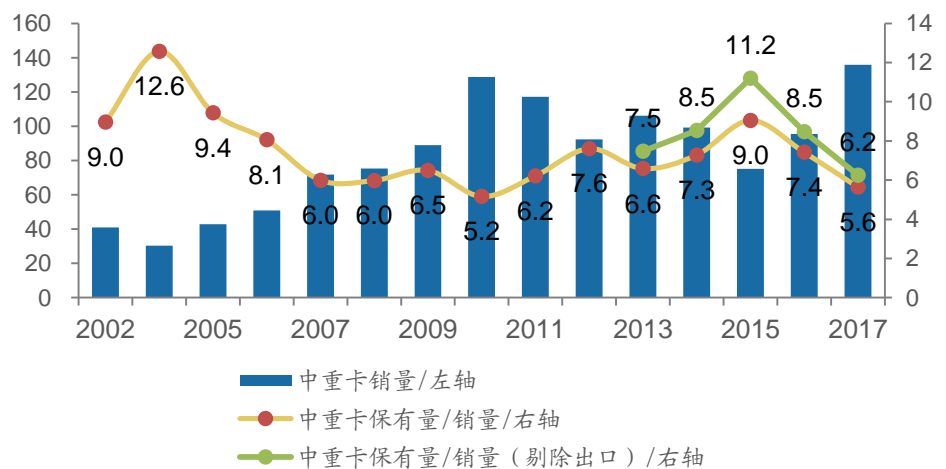
此外，中卡是指总质量在6至14吨的卡车，重卡指总质量大于14吨的卡车，两者存在一定的替代性。2010年来，我国民用中卡保有量在持续下滑，根据国家统计局数据，10年-17年我国民用中卡保有量由270万辆持续下滑至131万辆，累计下滑52%。

图 3：我国民用中、重卡保有量（万辆）



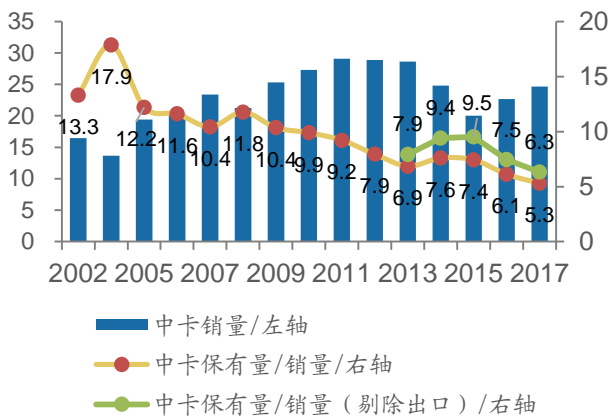
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 4：我国民用中重卡保有量与销量比例（万辆）



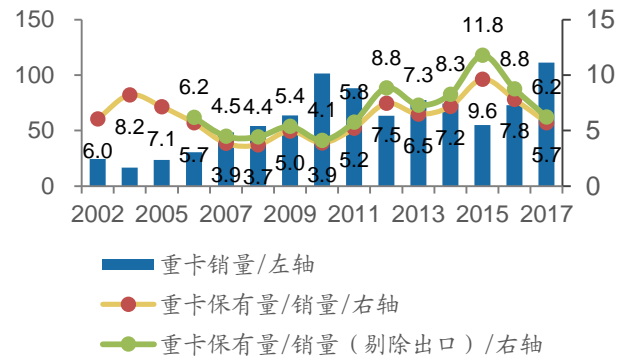
数据来源：国家统计局、中汽协、广发证券发展研究中心

图 5: 我国民用中卡保有量与销量比例 (万辆)



数据来源: 国家统计局、中汽协、广发证券发展研究中心

图 6: 我国民用重卡保有量与销量比例 (万辆)

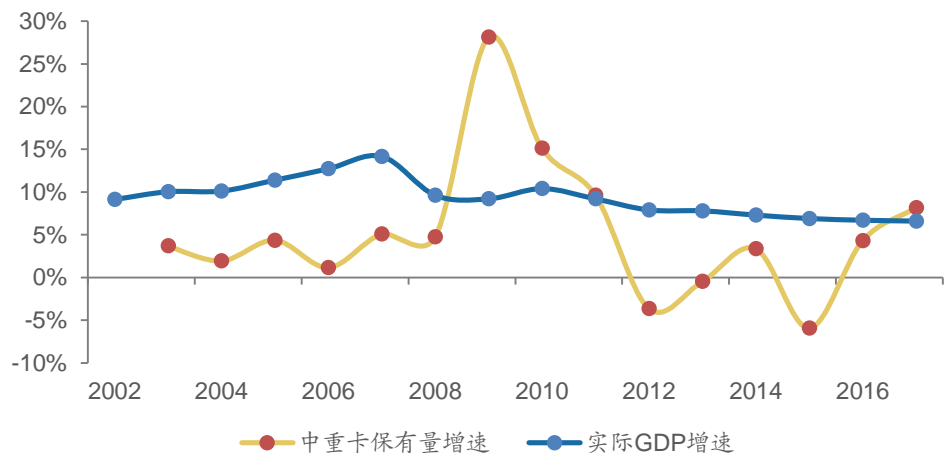


数据来源: 国家统计局、中汽协、广发证券发展研究中心

注: 中重卡出口数据中, 中卡出口数为估算数据, 根据中汽协数据, 13年-17年, 我国5吨-14吨柴油载货车年出口量分别为3.89、4.78、4.42、4.05、3.97万辆, 考虑到与中卡定义较为接近, 我们估计中卡出口与其相当, 暂用5吨-14吨柴油载货车出口量代替中卡出口量。

考虑到重卡、中卡之间的替代作用, 若我们把中重卡保有量作为社会总供给, GDP作为社会总需求。02-08年, 我国中重卡保有量年复合增速为3.5%, 实际GDP年复合增速为11.3%, 前后两者的比值为0.31; 08-10年, 受政策刺激, 我国中重卡保有量年复合增速达到21.4%, 实际GDP年复合增速为9.9%, 前后两者的比值为2.16; 10-17年, 我国中重卡保有量年复合增速达到2.1%, 实际GDP年复合增速为7.5%, 前后两者的比值为0.27。

图 7: 我国实际GDP增速及中重卡保有量年增速



数据来源: 中汽协、广发证券发展研究中心

表 9：中重卡行业保有量年复合增速与实际 GDP 年复合增速

年份	实际 GDP 年复合增速	中重卡保有量年复合增速	中重卡保有量年复合增速/实际 GDP 年复合增速
02-08 年	11.3%	3.48%	0.31
08-10 年	9.94%	21.45%	2.16
10-17 年	7.48%	2.05%	0.27

数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

我们假设10-17年中重卡预期保有量年复合增速/实际GDP年复合增速比值为政策刺激前的0.31，我们发现，15年中重卡过剩的保有量或已基本出清，而16年、17年考虑到治超新规带来的运力下滑，中重卡供给还有缺口。

表 10：中重卡 09、10 年透支影响出清测算/万辆——以中重卡保有量年复合增速/实际 GDP 年复合增速为 0.31

年份	实际 GDP 增速	中重卡预期保有量同比增速 (GDP 增速*0.31)	中重卡预期保有量/万辆	中重卡销量/万辆	中重卡实际保有量/万辆	透支需求/万辆
08 年	9.60%			75.4	450.6	
09 年	9.20%			88.9	577.3	
10 年	10.40%	3.22%	595.9	128.8	664.5	68.6
11 年	9.20%	2.85%	612.9	117.2	728.4	115.5
12 年	7.90%	2.45%	627.9	92.3	701.7	73.8
13 年	7.80%	2.42%	643.1	106.0	698.4	55.3
14 年	7.30%	2.26%	657.6	99.2	721.8	64.1
15 年	6.90%	2.14%	671.7	75.0	678.9	7.2
16 年	6.70%	2.08%	685.7	95.5	566.5	-119.1
17 年	6.60%	2.05%	699.7	135.9	612.9	-86.8

数据来源：国统局、广发证券发展研究中心；备注：16、17 年实际保有量为国统局保有量*80%，主要考虑治超新规带来运力下滑；考虑到 08-09 年保有量的异常变动，我们从 09 年开始做测算

重卡行业未来几年可能的销量水平

我们估算，目前重卡保有量的合理值或在540-630万辆：在算法1的情况下，18年的重卡预期保有量为431万辆，考虑到治超新规带来的运力20%的下滑，则重卡实际保有量需达到 $431/0.8=539$ 万辆，以达到供需平衡；在算法2的情况下，18年的重卡预期保有量为502万辆，考虑到治超新规带来的运力20%的下滑，则重卡实际保有量需达到 $502/0.8=628$ 万辆。

重卡销量=更新需求+新增需求+替代需求。仅考虑更新需求，若我们按重卡5-8年更新，540万、630万保有量对应的国内年合理更新量的下限约80-90万辆，考虑到出口和军车，年化销量约90-100万辆。如果按照更新销量的中枢值来看，即使保守一点考虑，对应更新需求+出口需求也在100-110万辆左右。

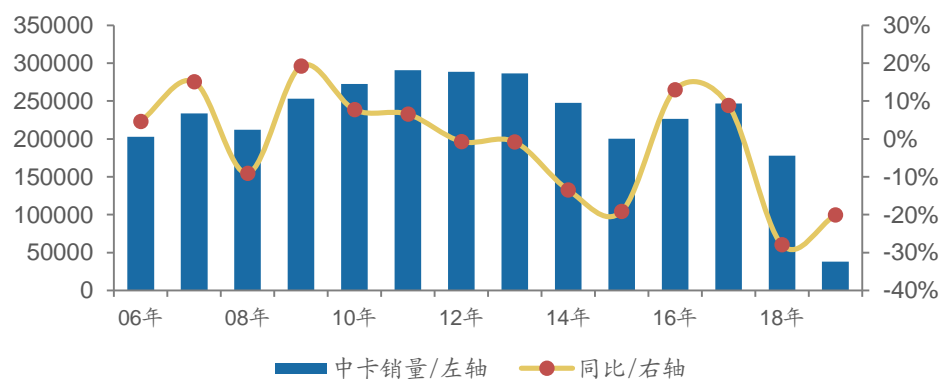
表 11：以 540 万、630 万保有量来测算需求

保有量	更新周期/年	更新需求/万辆	出口/万辆	年销量/万辆
540	5	108	10	118
	6	90	10	100
	7	77	10	87
	8	68	10	78
630	5	126	10	136
	6	105	10	115
	7	90	10	100
	8	79	10	89

数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

考虑到中重卡中高端化、大排量化进程下重卡对中卡替代产生的替代需求，我们认为，未来几年重卡销量有望继续保持平稳。

图 8：我国中卡销量及同比（辆，19年为1季度数据）



数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

投资建议

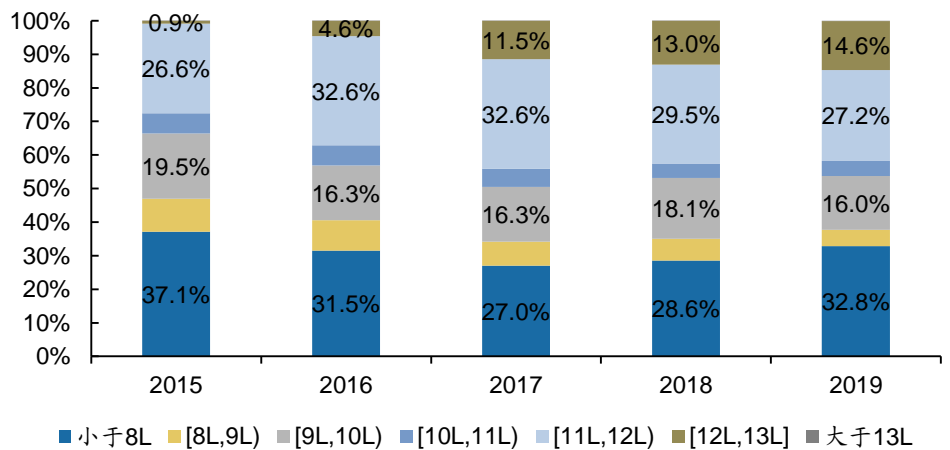
重卡板块估值较低，预期差在于市场将重卡行业供需改善带来的盈利提升理解为周期性的繁荣，同时市场忽视了排量和功率升级带来的单价和净利润率提高带来的弹性，此外市场低估了重卡龙头公司心无旁骛做主业的决心。我们估计2019年重卡行业销量的稳定性及相关个股业绩的业绩弹性有望超预期，重卡股或迎戴维斯双击。我们推荐依靠新产品周期，未来份额或持续提升的中国重汽，受益大排量重卡渗透率提升，国际化领先的潍柴动力（A/H）及低估值高壁垒、业绩稳健、高分红率的威孚高科（A/B）。

➤ 中国重汽

长期来看，在重卡行业大功率化、中高端化趋势下，T系列车将提升公司盈利水平，公司心无旁骛做主业，业绩富有韧性。

中长期来看，行业集中度的提升利好公司等重卡龙头，公司源自曼技术平台的T系列中高端新车在未来5-8年内仍将维持竞争力，公司依托T系列新车有望提升市场份额，同时产品结构上移或将带动公司盈利水平进一步提升。根据中机中心数据，我国重卡中高端化、大排量化趋势明显，近年来12升以上排量民品重卡占比持续上升，已由15年的0.9%大幅提升至18年的13.1%。

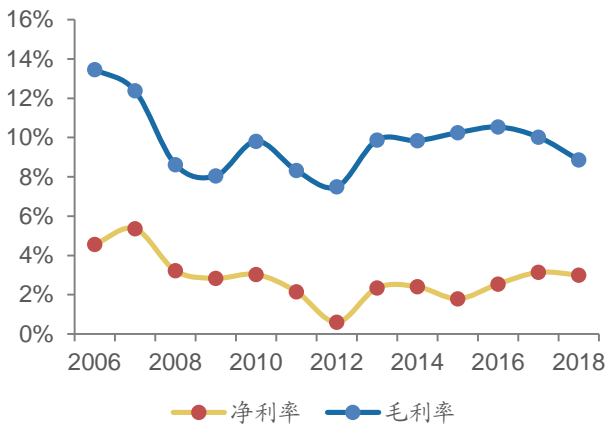
图 9：我国国内民品重卡分发动机排量变化（19年为19年1月份数据）



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

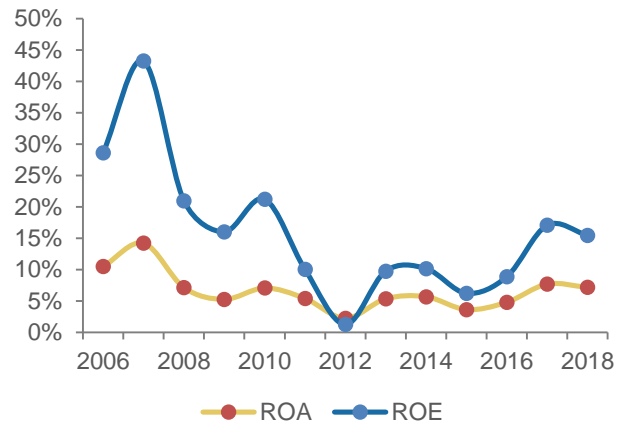
此外，公司盈利中枢上行，资产负债表、现金流等显著改善：1）盈利能力：18年在毛利率下滑下，受益于期间费用率下降，公司净利率同比略下降0.1个百分点至3.0%，15年后公司盈利能力总体处于上行区间。2）营运能力：18年公司总资产周转率为1.65，较15、16年的1.15、1.13显著提升。3）现金流：18年公司经营性现金流量净额为18.7亿元，同比增长111%，创上市以来新高。4）公司长期资本负债率、带息债务/全部投入资本处历史低位。

图 10: 公司净利率、毛利率情况



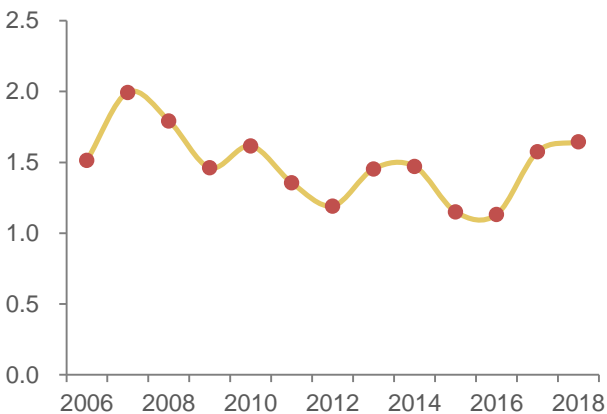
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 11: 公司ROE、ROA情况



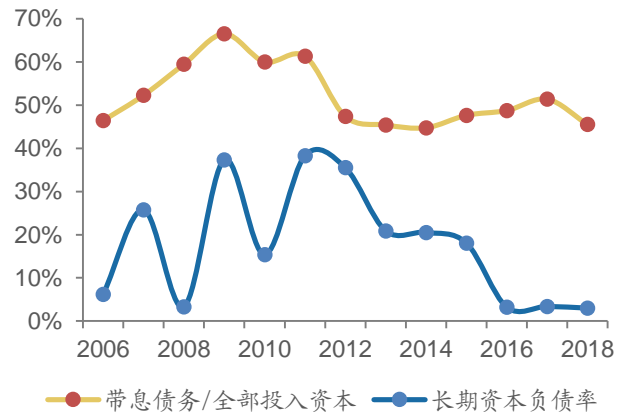
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 12: 公司总资产周转率变动情况



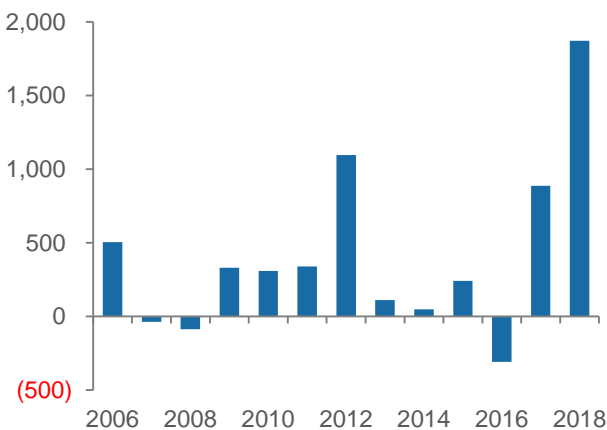
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 13: 公司长期资本负债率,带息债务/投入资本



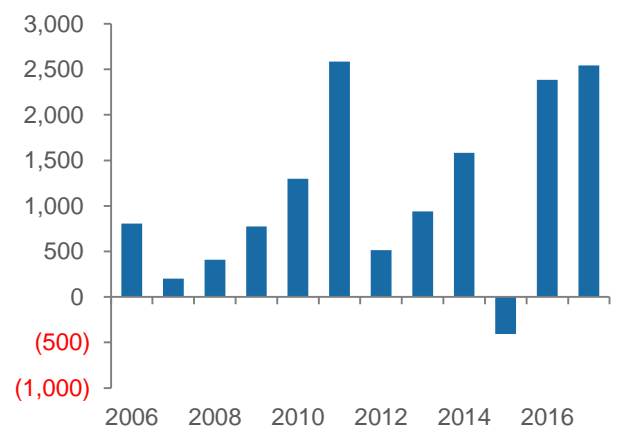
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 14: 公司经营性现金流净额 (百万元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 15: 公司经营性现金流净额+应收票据的增加值 (百万元)



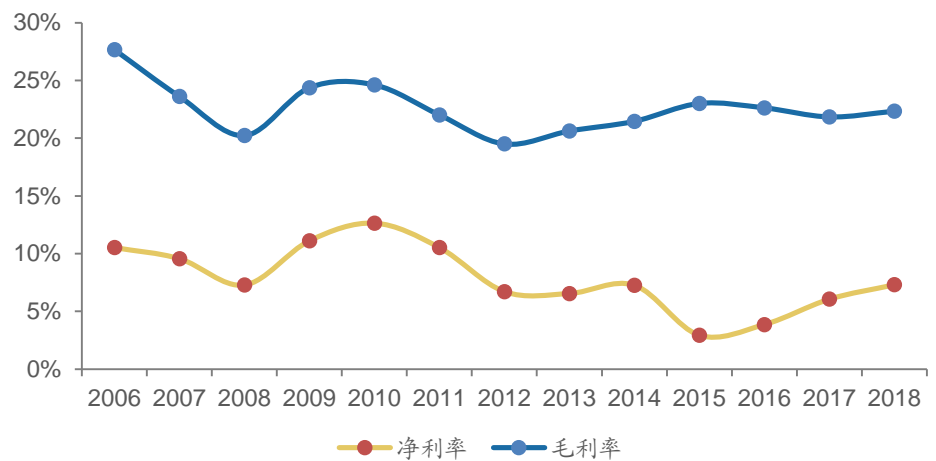
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

➤ 潍柴动力

根据年报数据，18年公司销售重卡发动机36.3万台，市占率为31.6%。公司作为重卡发动机领先企业，大排量重卡发动机渗透率提升将有利于提升公司盈利水平，公司心无旁骛做主业，有望迎来价值重估。

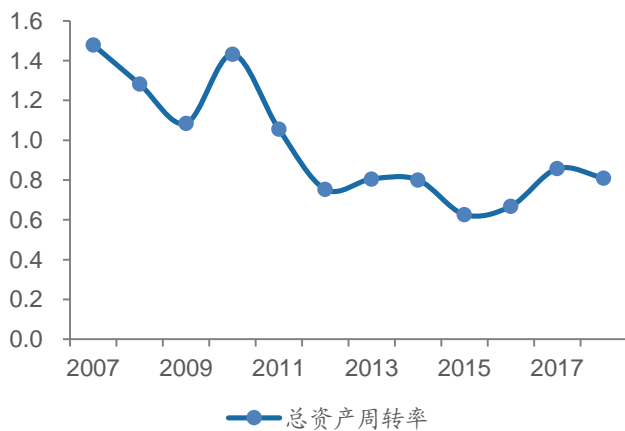
公司盈利能力、营运能力、现金流等发生显著改善：1) 盈利能力：18年公司毛利率为22.3%，同比增长0.5个百分点；公司净利率为7.3%，同比增长1.2个百分点。2) 营运能力：18年公司总资产周转率为0.81，较15年的0.63显著提升。3) 现金流：18年公司经营性现金流量净额为222.6亿元，同比增长35.4%，远高于15年的67.7亿元。

图 16: 公司毛利率、净利率变动情况



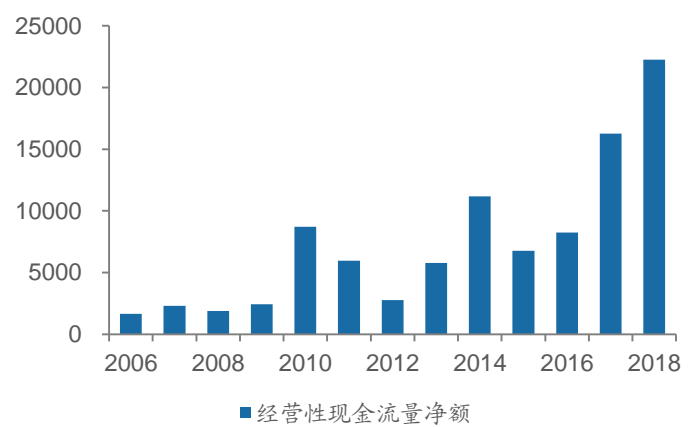
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 17: 公司总资产周转率变动情况



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 18: 公司经营性现金流量净额 (百万元)



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

重卡排量升级趋势确定，公司有望享受渗透率、市占率双升的红利。在大排量重卡渗透率快速提升下，公司发动机单价和净利润率有较大向上弹性：根据年报，18年公司12L、13L发动机销售22.0万台，同比增长1.6%；根据中机中心国内民品重卡发动机数据，公司在9L以上市占率已由15年的22.3%，提升至18-19年1月份的31%左右。此外，下游重卡行业销量稳定性提升，对公司发动机业务是正面影响。

图 19：潍柴9L以上国内民用重卡发动机市占率情况

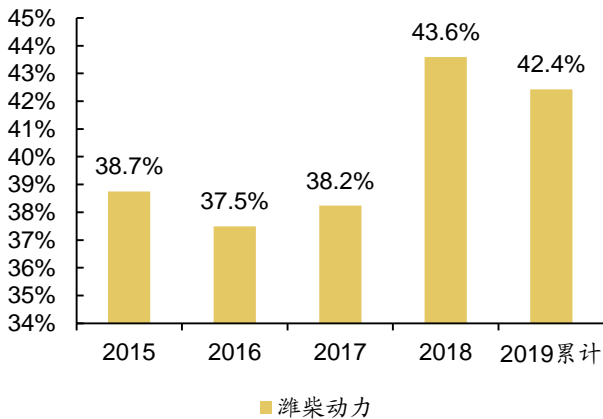
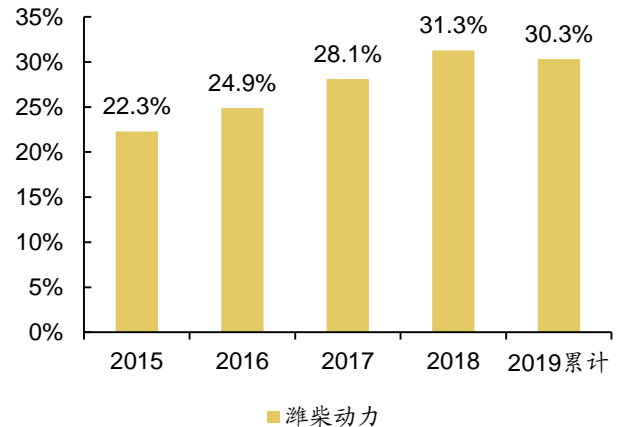


图 20：潍柴国内民用重卡发动机市占率情况



数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

➤ 威孚高科

我们推荐低估值高壁垒、业绩稳健、高分红率的威孚高科（A/B）。公司产品壁垒极高，下游重卡行业稳定性或超预期。此外，国六排放法规实施在即，公司也将受益。

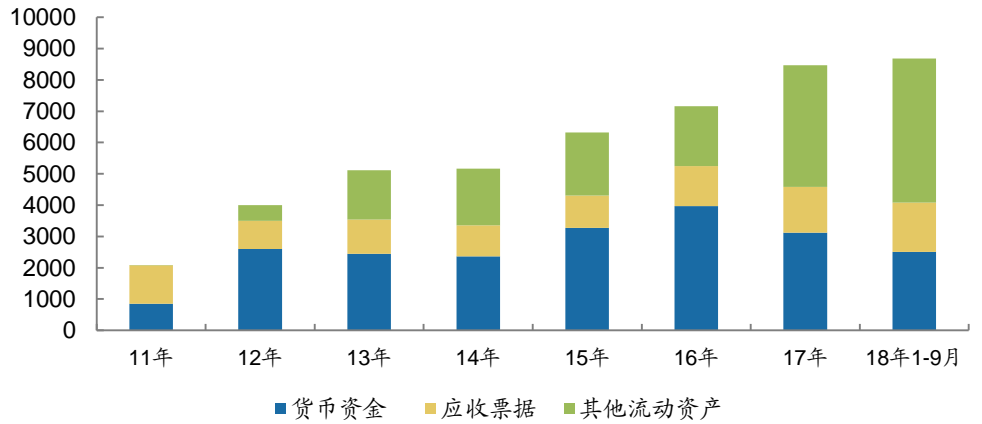
公司产品壁垒高，多业务协同业绩稳健。公司主营业务为汽车燃油喷射系统、后处理系统及发动机进气系统，其中，发动机燃油喷射系统业务为公司核心业务。公司是国内汽车燃油喷射系统龙头供应商，其生产的柴油燃油喷射系统产品广泛用于各档功率的柴油机。国际上电喷技术主要由博世、德尔福、日本电装等企业垄断，公司与世界柴油喷射技术的领军者博世集团投资建立合资公司，为国内大部分柴油车提供配套产品。而本土零部件企业极少数能够生产高压共轨产品，产品质量也无法与博世比肩。

公司业绩主要由投资收益贡献，18年前3季度公司投资收益为15.82亿元，占营业利润的71.1%，18年前3季度公司业绩同比增长10.9%主要与投资收益同比增长13.6%有关。公司投资收益主要由博世汽柴、中联电子贡献。博世汽柴由威孚高科与德国博世合资成立，威孚高科直接持股比例为32.5%，间接持股比例为1.5%，合计持有博世汽柴34%的股权。博世汽柴核心产品高压共轨系统具备较高的技术壁垒，主要配套重卡、轻卡等车型，在国内市场处于绝对领先地位。

财务状况良好，公司有序进行业务升级转型。公司现金流情况较好，自11年来公司货币资金+应收票据+其他流动资产呈上升趋势，17年年末、18年3季度末分别达84.7、86.8亿元。同时，公司18年3季度末资产负债率仅22.4%，长期资本负债率（非流动负债/（非流动负债+股东权益））仅3.4%。公司寻求业务转型升级，

18年上半年公司与Protean进行轮毂电机业务合作，合资项目正在有序推进。

图 21：公司货币资金+应收票据+其他流动资产年变动情况（百万元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

风险提示

重卡景气度不及预期；宏观经济低于预期；测算未考虑运输效率提高。

广发汽车行业研究小组

- 张 乐**：首席分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，5年半汽车产业工作经历，9年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名，2015 年第四名，2014 年第五名，2011、2012、2013 年入围；中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2018、2017、2016 年第一名，2014、2015 年第三名；水晶球 2018 年第一名；金牛奖评比中多次上榜和入围。2012 年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚**：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，13 年汽车产业工作经历，5 年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名、2015 年第四名、2014 年第五名团队成员；中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2018、2017、2016 年第一名；水晶球 2018 年第一名。2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 唐 哲**：资深分析师，复旦大学金融学硕士，浙江大学金融学学士，CPA。新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名、2015 年第四名、2014 年第五名团队成员；中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖 2018、2017、2016 年第一名；水晶球 2018 年第一名。2014 年加入广发证券发展研究中心。
- 刘智琪**：分析师，复旦大学资产评估硕士，复旦大学金融学学士，新财富最佳汽车行业分析师 2017、2016 年第一名团队成员，水晶球 2018 年第一名，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 李 爽**：联系人，复旦大学金融硕士，南京大学理学学士，新财富最佳汽车行业分析师 2017 年第一名团队成员，2017 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入**： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有**： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出**： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入**： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持**： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有**： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出**： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。