

汽车行业

全面治超是重卡行业长期的实质性利好

核心观点:

● 治理超载为什么在量、价方面都对重卡行业有着非常积极的影响

超载既影响公共安全,又对商用车行业供需格局、产品升级和提高国际竞争力有着长期负面影响,治超则有望改变劣币驱逐良币的情况。

1) 量的角度: 治超则通过规范单车运输能力,从而影响存量重卡保有量(供给侧)和宏观经济衍生出来的公路货运周转量(需求端)之间的供需关系,进一步影响重卡年销量(更新需求+替代需求+新增需求)。

2) 价的角度: 规范化引导产品升级,尤其利好行业龙头。整治之后用户要从效率中要收益,而中高端重卡是对高效物流的保证,根据中机中心数据,15-19年上半年,我国排量在12升以上的重卡发动机渗透率由0.9%大幅提升至19.1%,利好中高端产品具有优势的行业龙头。

● 重卡销量中枢估计上升15%-25%,工程车和非高速物流车弹性大

总的来看,GB1589与GB7258法规体系下,中国与欧美法规体系对重卡的载重限定差异不大。综合考虑重卡不同细分市场的应用场景不同,治超的手段、阶段不一样,弹性有所不同:高速公路通过多年的市场化治超,超载已并不严重,但工程车或不上高速公路,或昼伏夜出,超载问题相对严重,超载其次严重的是非高速公路物流车。1) 上牌环节源头治超可有效治理超载,5月央视报道蓝牌轻卡超载问题,上牌环节生产一致性监管变得非常严格(为了超载,非合规车辆自重会显著高于合格证参数),超重不再被允许上牌,自卸车和水泥搅拌车销售的新车相比之前的单车实际载重保守下降30-50%;2) 非高速道路物流重卡与高速公路上的物流重卡单车运力分别下降10-20%、3-5%。我们保守估计,19年治理或带来重卡销量中枢提升15%-25%左右,展望2020年,我们估计重卡销量增速或在0-10%。

● 本轮治理与16年略有不同,利好会持续释放

本轮治理与16年略有不同,利好会持续释放。16年921新政实际上是GB1589新规使得存量重卡运力平均20%的下滑,带来了重卡行业过剩保有量的快速出清,重卡更新率快速回归均值;19年的多项治理措施主要是针对新车,随着规范化持续推进,20、21年都有望维持不错的景气。

● 投资建议

治理超载有利于行业长期销量中枢的提升和产品品质的提高,对20、21年重卡销量有着积极的影响,工程车的销量弹性更大,我们继续推荐有阿尔法的中国重汽(000951.SZ)、潍柴动力(000338.SZ/2338.HK)以及高现金含量、高股息率的威孚高科(000581.SZ)。

● 风险提示

重卡行业景气度不及预期;政策影响超预期;重卡治理力度不及预期。

行业评级

买入

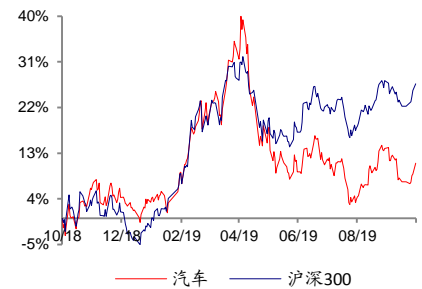
前次评级

买入

报告日期

2019-10-28

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:

刘智琪



SAC 执证号: S0260518080002



SFC CE No. BOT241



021-60750604



liuzhiqi@gf.com.cn

分析师:

邓崇静



SAC 执证号: S0260518020005



SFC CE No. BEY953



020-66335145



dengchongjing@gf.com.cn

分析师:

李爽



SAC 执证号: S0260519070003



021-60750604



fzlishuang@gf.com.cn

请注意,张乐,闫俊刚,李爽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:

19年上半年商用车行业回顾 2019-07-21

之一:卡车的三大关键词:规

范、升级、韧性

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	16.6	2019/10/27	买入	26.9	1.79	2.32	9.25	7.15	5.57	4.04	17.7	19.8
潍柴动力	000338.SZ	CNY	12.0	2019/8/30	买入	18.2	1.22	1.34	9.87	8.95	3.60	2.93	21.2	21.0
潍柴动力	02338.HK	HKD	12.6	2019/8/30	买入	20.0	1.22	1.34	9.34	8.47	3.38	2.73	21.2	21.0
威孚高科	000581.SZ	CNY	16.5	2019/8/27	买入	30.9	2.06	2.12	8.02	7.77	14.09	12.61	12.4	12.3

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, 港股收盘价及合理价值单位为港币, EPS 单位为人民币。

目录索引

治理超载为什么在量、价方面都对重卡行业有着非常积极的影响	5
量的角度：通过规范单车运输能力影响供需关系，造成供给端缺口	5
价的角度：规范化引导产品升级，尤其利好行业龙头	6
重卡销量中枢估计上升 15%-25%，工程车和非高速物流车弹性大	9
整治带来的运力下滑将提升行业销量中枢.....	11
车企层面，中国重汽等工程车占比较高的企业尤为受益.....	12
附：近期自卸车、搅拌车、非高速物流车整治情况概述.....	14
本轮治理与 16 年略有不同，利好会持续释放.....	20
投资建议	21
风险提示	21

图表索引

图 1: 我国公路货运量及同比情况.....	5
图 2: 我国公路货运周转量及同比情况.....	6
图 3: 我国货运量中公路、铁路、水路占比情况.....	6
图 4: 我国货物周转量中公路、铁路、水路占比.....	6
图 5: 2019 年上半年不同马力重卡发动机占比情况.....	7
图 6: 我国重卡发动机分马力占比变化情况.....	8
图 7: 我国重卡发动机分排量占比变化情况.....	8
图 8: 欧洲中重卡分排量结构.....	9
图 9: 2016 年美国重卡分发动机排量结构情况.....	9
图 10: 美国八级卡车均价 (美元).....	9
图 11: 中国重汽重卡整车税后平均价格 (万元).....	9
图 12: 欧洲各国卡车最大载货量 (吨).....	10
图 13: 我国公路货运车辆超限超载认定新标准.....	11
图 14: 不同重卡车企产品差异较大-2019 年上半年.....	14
图 15: 我国重卡结构变化情况.....	14
图 16: 牵引车——东风商用车 天龙 6X4.....	15
图 17: 载货车——一汽解放 J6M 8x2.....	15
图 18: 自卸车——福田戴姆勒 欧曼 GTL 8x4.....	15
图 19: 搅拌车——中国重汽 HOWO-T7H 8x4.....	15
图 20: 我国重卡自卸车月度销量同比增速情况.....	16
图 21: 我国重卡水泥搅拌车月度销量同比增速情况.....	17
图 22: 我国工程类、物流类重卡月度销量同比增速情况.....	19
图 23: 我国重卡月度批发销量及同比情况 (辆).....	19
图 24: 我国重卡终端月度销量及同比情况 (辆).....	19
图 25: 2010 年重卡车型行驶路面情况.....	21
表 1: 普通长途物流、高效长途物流对比.....	7
表 2: 重卡治理影响弹性测算.....	12
表 3: 19 年前三季度我国主流重卡企业销量情况 (辆).....	13
表 4: 近期重卡治理给部分车企带来销量中枢增幅测算.....	13
表 5: 混凝土搅拌运输车技术要求.....	17
表 6: 全国部分省市近期治超加严情况.....	18
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 0.69.....	20

治理超载为什么在量、价方面都对重卡行业有着非常积极的影响

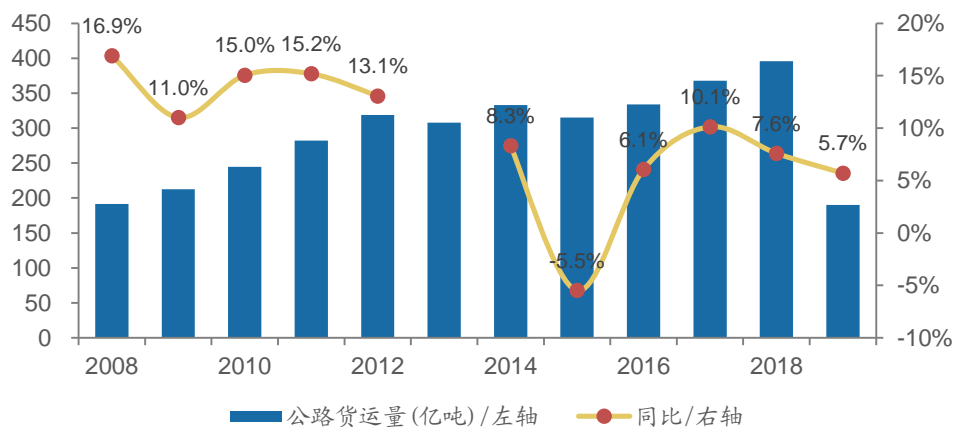
超载既影响公共安全，又对商用车行业供需格局、产品升级和提高国际竞争力有着长期负面影响。从2004年交通运输部联合多部委发布《关于在全国开展车辆超限超载治理工作的实施方案》（交公路发[2004]219号），在全国开展货运车辆超限超载集中治理工作，到2011年3月7日，国务院第593号令颁布《公路安全保护条例》，从管理手段上强化超限治理措施，到2016年8月18日，五部委联合发布《关于进一步做好货车非法改装和超限超载治理工作的意见》，再到今年工程车、非高速公路物流车的整治，重卡行业的规范化一直在持续进行，且从每次行业规范化整治来看，其长期影响都是正面的，且尤其利好行业龙头。

量的角度：通过规范单车运输能力影响供需关系，造成供给端缺口

从量的角度，治超直接带来运力的下滑，通过规范单车运输能力，从而影响存量重卡保有量（供给侧）和宏观经济衍生出来的公路货运周转量（需求端）之间的供需关系，进而影响重卡年销量（更新需求+替代需求+新增需求）。

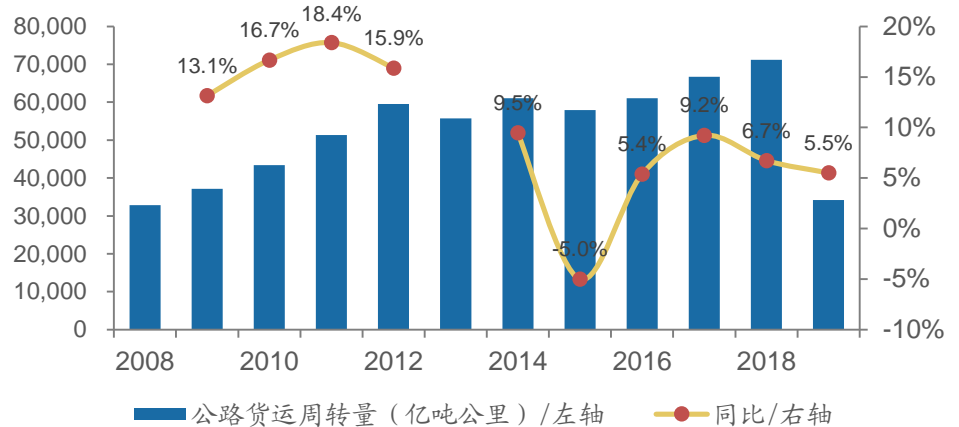
单车运力下滑叠加我国日益增长的需求，势必会提升重卡的销量中枢。需求端看，我国公路货运量总体上呈上升趋势，下游重卡整车需求在平稳增长。根据国家统计局数据，19年上半年我国公路货运量为190.1亿吨，同比增长5.7%，13-18年，我国公路货运量由307.7亿吨增长至395.9亿吨，年复合增速为5.2%；19年上半年我国公路货物周转量为34204亿吨公里，同比增长5.5%，13-18年，我国公路货物周转量年复合增速为5.0%。13-18年，我国公路、水路、铁路货运量年复合增速分别为5.2%、4.5%、0.3%，公路货运表现也好于水路货运和铁路货运。

图 1：我国公路货运量及同比情况



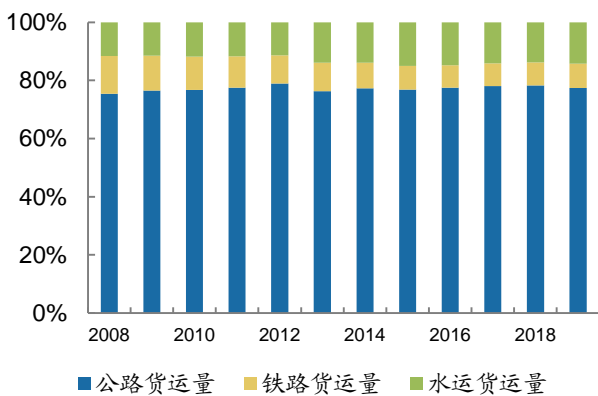
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心；备注：13年起数据口径有所调整

图 2：我国公路货运周转量及同比情况



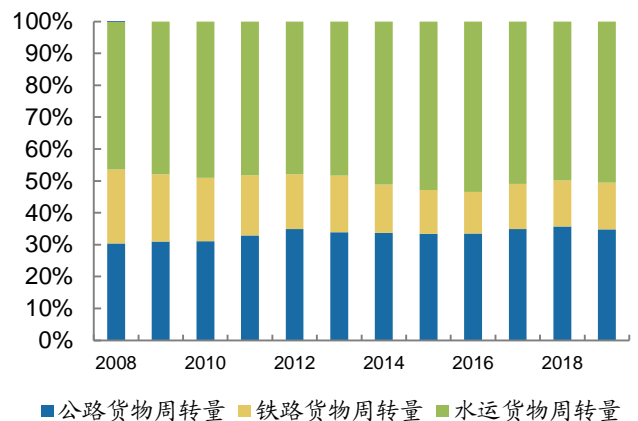
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心；备注：13年起数据口径有所调整

图 3：我国货运量中公路、铁路、水路占比情况



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 4：我国货物周转量中公路、铁路、水路占比



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

价的角度：规范化引导产品升级，尤其利好行业龙头

从价的角度，长期来看，规范化还能引导产品升级，提升行业技术水准和国际竞争力。

不同于强消费属性的乘用车，单位用户、个人用户购买重卡基本看重的是该车辆带来的经济效益。整治之前，用户通过采购“大吨小标”提升产品运载能力、用户运营过程中通过多拉超载提升运货量，以此来提升经济效益；而整治之后，用户要从效率中要收益。

中高端重卡产品具有更好的产品性能、更高的可靠性，是对高效物流的保证。中高端重卡越来越迎合用户的需求，因为对于重卡用户而言，他们往往看重：1) 车辆的燃油经济性；2) 车型的可靠性：高可靠性才能保证大里程持久运营；3) 车辆的舒适性：司机驾驶时间长，长途物流往往还需要给两个司机提供睡眠区，加之

“90后”司机占比的提升，车辆舒适性愈发成为重要卖点。

根据我们专家交流和调研情况，某车企中高端重卡产品在实际运营过程中，其高效物流较普通长途物流可提升12%的平均车速、提升6%的日运行时间、提升37%的月出勤天数，最终使得其用户月运营里程较普通长途物流高60%以上。

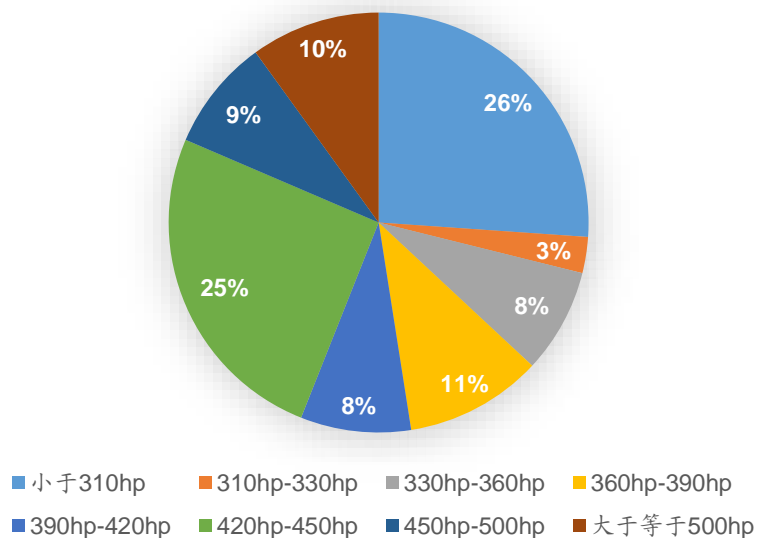
表 1: 普通长途物流、高效长途物流对比

项目	普通长途物流	高效长途物流	效率提升
常用车速 (km/h)	70-80	80-90	
平均车速 (km/h)	56.7	63.6	12.2%
日运行时间 (h)	13.9	14.7	5.8%
出勤天数 (天)	19	26	36.8%
月行驶里程 (km)	13324	21865	64.1%

数据来源：商联会、广发证券发展研究中心

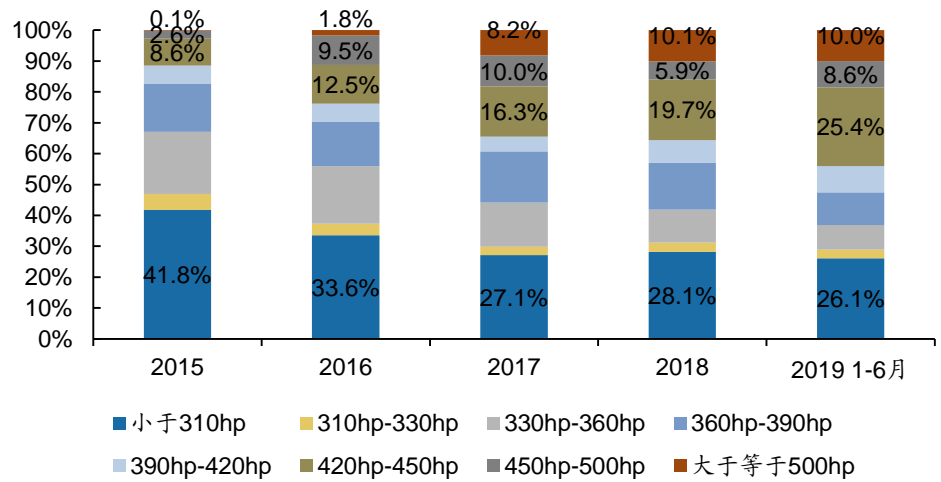
中高端重卡产品往往需要大排量、大功率发动机。功率升级的好处在于发动机可以较大的排量、较低的转速实现单位内时间较少的做功次数，从而实现较低的油耗、更高的可靠性。**16年“921”以来，我们看到了重卡发动机功率的快速提升。**根据中机中心数据，15年至19年上半年，功率在310马力的重卡发动机占比由41.8%下滑至26.1%，420马力以上发动机占比由11.4%提升至44.0%。**排量方面，大排量重卡发动机渗透率也在快速提升：15、16、17、18、19年上半年，我国排量在12升以上的重卡发动机分别占总量的0.9%、4.6%、11.5%、13.0%、19.1%。**与之相反，15-19年上半年，9L以下重卡发动机占比由47.0%下滑至31.8%。

图 5: 2019年上半年不同马力重卡发动机占比情况



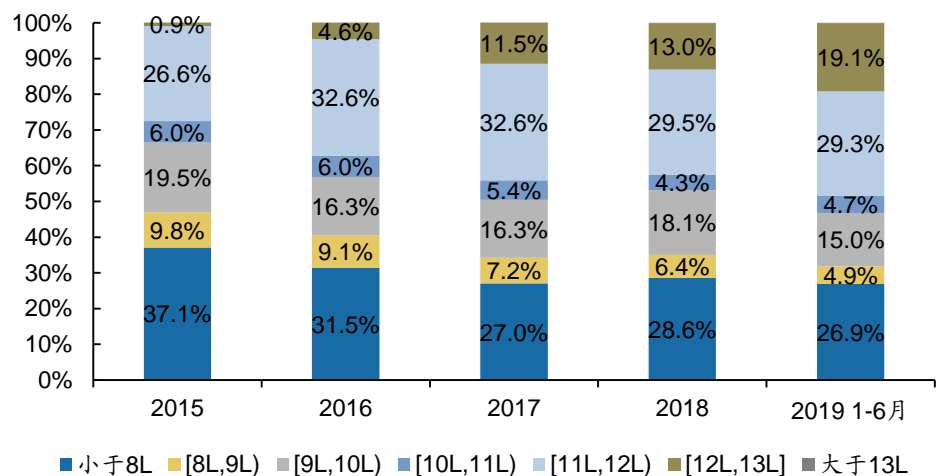
数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

图 6: 我国重卡发动机分马力占比变化情况



数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心

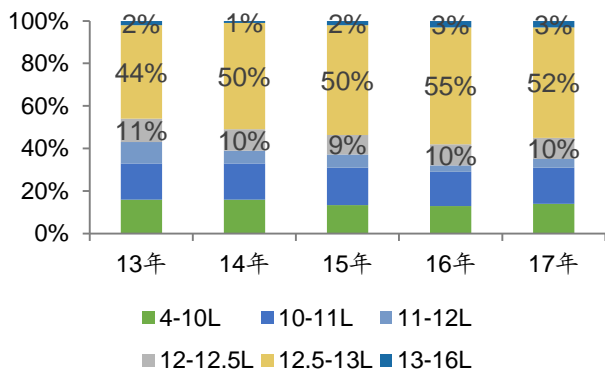
图 7: 我国重卡发动机分排量占比变化情况



数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心

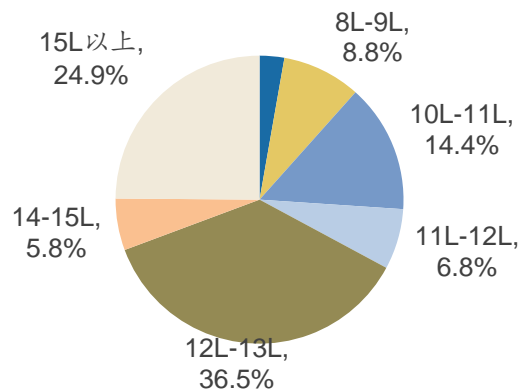
对比国外, 我国重卡发动机排量仍显著偏低, 仍有巨大提升空间。根据NADA数据, 16年美国8级卡车12升以上排量占比超过60%, 根据康明斯统计的数据, 17年欧洲总质量大于等于6吨的中重卡中12升以上排量占比约65%, 而19年上半年我国重卡中12升以上重卡占比仅19%。我国发动机排量偏低也直接体现在重卡整车售价上, 16年美国8级卡车均价约75万元人民币, 相比之下, 中国重汽18年重卡税后均价仅约26.4万元人民币。

图 8: 欧洲中重卡分排量结构



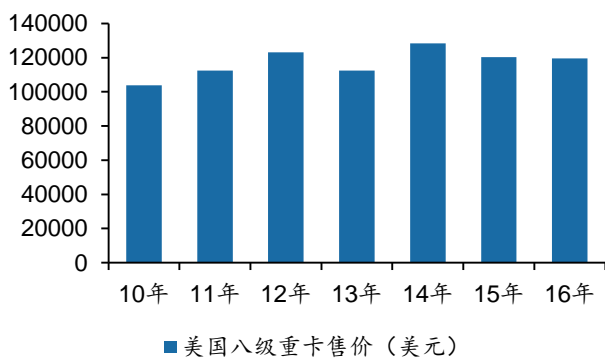
数据来源: 康明斯、广发证券发展研究中心

图 9: 2016年美国重卡分发动机排量结构情况



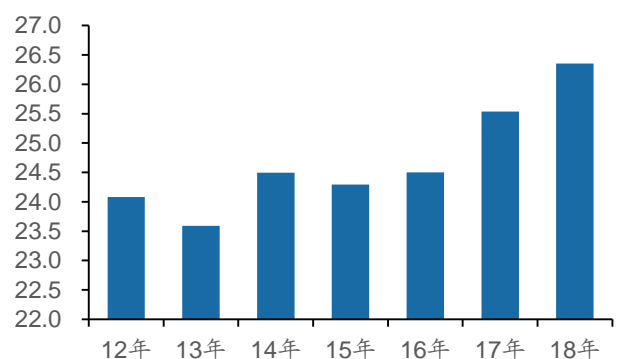
数据来源: NADA、广发证券发展研究中心

图 10: 美国八级卡车均价 (美元)



数据来源: NADA、广发证券发展研究中心

图 11: 中国重汽重卡整车税后平均价格 (万元)



数据来源: 中国重汽公司公告、广发证券发展研究中心

从车企的角度, 规范化尤其利好行业龙头。在整治之前, 若尾部企业通过生产与公告不一致的车型提升产品运力, 而龙头企业按规定生产, 那么往往前类产品更受市场欢迎, 造成“劣币驱逐良币”, 恶性竞争下车企普遍违规生产, 阻碍了产品升级。而整治之后, 由于龙头企业在中高端产品端的显著优势, 尾部企业会被逐渐出清, 长期来看有利于行业集中度的提升。

重卡销量中枢估计上升 15%-25%, 工程车和非高速物流车弹性大

总的来看, 在GB1589-2016《汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限值》与GB7258-2017《机动车运行安全技术条件》法规体系下, 中国与欧美法规体系对重卡的载重限定差异不大。

以欧洲为例, 欧洲各国在卡车尺寸、载重量上有相对统一的标准, 每个国家针对不同情况有部分特殊规定。欧洲卡车的最高载重量严格按照96/53/EC执行, 该法

规适用于M2类和M3类客车和N2和N3类载货车（12吨以上卡车）。补充法规为2002年的2002/7/EC，但只对巴士尺寸限值进行了修改，卡车尺寸、最高载重量没有变化。欧洲大部分国家以40吨作为限值，如德国、法国、希腊等，部分国家规定的卡车载质量超过40吨，如比利时最高载质量为44吨、意大利44吨、丹麦48吨、荷兰50吨等。由于欧洲货车跨国运行较多，使其更多遵守最低的40吨的标准，总重40吨的5轴车是欧洲常见的车型，与我国5轴车42-43吨的总重限值相当。

图 12: 欧洲各国卡车最大载货量 (吨)

PERMISSIBLE MAXIMUM WEIGHTS OF TRUCKS IN EUROPE (in tonnes)							
Country	Weight per non-drive axle	Weight per drive axle	Lorry 2 axles	Lorry 3 axles	Road Train 4 axles	Road Train 5 axles and +	Articulated Vehicle 5 axles and +
Albania	10	11.5 (3)	18	26 (2)	36	40	44
Armenia	10 10 18			22	36 (19) 36	(19) 36	(19)
Austria	10	11.5	18	26	36	40	40
Azerbaijan	10 10 18			24 36		42	44
Belarus	10	10 / 11.5	18 / 20	25	38 / 40	40 / 42	42 / 44
Belgium	10 12 19			26 39		44	44 (1)
Bosnia-Herzegovina	10	11.5	19	26	38	40	40
Bulgaria	10 11.5		18 26	(2)36		40	40
Croatia	10	11.5	18	24	36	40	40
Czech Republic	10 11.5 18			26 (2)36		44 (2)42	/ 48
Denmark	10	11.5 (3)	18	26 (2, 3)	38	42 / 48	42 / 48
Estonia	10 11.5 18			26 (2)36	(4)	40 (5)	40
Finland (6)	10	11.5	18	26 (2)	36	44 / 60 (7)	42 / 48
France	13 13 19			26 38		40	40
FYROM	10	11.5	18	24	31	40	40
Georgia	10 11.5				44	44	44
Germany	10	11.5	18	26 (2)	36	40	40
Greece	7 / 10	13	19	26	33	40	40
Hungary	10	11.5	18	25	30	40	40 / 44 (8)
Iceland	10 11.5 18			26 (2)36		40	44
Ireland	10	11.5 (9)	18	26 (2)	36	44 (2)	44 (2)
Italy	12 12 18			26 (2)40		44	44
Latvia	10	11.5	18	26 (2)	40	40	40
Liechtenstein	10 11.5 18			26	36	40	40
Lithuania	10	11.5	18	26 (2)	36	40	40 / 44 (10)
Luxembourg	10 12	(11)	19 26		44	44	44
Malta	10	11.5	18	25	36	40	40 / 44 (8)
Moldova	10 10 18			24 36		40	40
Montenegro	10		16	24	36	40	40
Netherlands (12)	10 11.5		21.5	33	40	50	50
Norway	10	11.5	19	26	37	42	44
Poland	10 11.5 18			26 (2)36		40	40
Portugal (4)	10	12	19	26	37	40	40
Romania	10 11.5 18			25	36	40	40
Russia	10	10	18	25 (2)	36	38	38
Serbia	10 11.5 18			26	32	40	40
Slovakia	10	11.5	18	26 (2)	36	40	40
Slovenia	10 11.5 18			26 (2)36		40	40
Spain	10	11.5	18	26	36	40	44 (13) 42 (14)
Sweden	10 11.5 18			26 (2)38		48/60 (10)	48/60 (10)
Switzerland	10	11.5	18	26 (2)	36	40	40
Turkey	10 11.5 18			25/26 (16)	36 40		40/44 (10)
Ukraine	11	11	16 (17)	22 (17)	38 (17)	38 (17)	38 (17)
United Kingdom	10 11.5 18			26 (2)36		40 (18)	40 / 44 (10, 18)

数据来源: 国际交通论坛、《96/53/EC》法规、广发证券发展研究中心

图 13: 我国公路货运车辆超限超载认定新标准

轴数	车型	图例	总质量限值 (吨)
2轴	载货汽车		18
3轴	中置轴挂车列车		27
	铰接列车		
3轴	载货汽车		25
4轴	中置轴挂车列车		36
			35
	铰接列车		36
	全挂汽车列车		
5轴	中置轴挂车列车		43
	铰接列车		
5轴	铰接列车		43
			42
	全挂汽车列车		43
	中置轴挂车列车		49
			46
			49
			46
铰接列车		49	
		46	
全挂汽车列车		49	
		46	

数据来源: 交通部、广发证券发展研究中心

整治带来的运力下滑将提升行业销量中枢

综合考虑重卡不同细分市场的应用场景不同，治超的手段、阶段不一样，弹性有所不同。高速公路通过多年的市场化治超，超载的情况已经并不严重，但工程车或不上高速公路，或昼伏夜出，超载问题相对严重，其次是非高速公路的物流车超载。

1) 自卸车和水泥搅拌车销售的新车相比之前的单车载重保守下降30-50%: 上牌环节源头治超是有效整理超载的好办法，5月央视焦点访谈报道蓝牌轻卡超载问题，上牌环节生产一致性监管变得非常严格（为了提升运力，非合规车辆自重会显著高于合格证参数），超重不再被允许上牌；2) 非高速道路物流重卡与高速公路上的物流重卡单车运力分别下降10-20%、3-5%。展望2020年，我们估计重卡销量增速或在0-10%。

根据我们的测算，保守估计，自卸车、搅拌车、高速及非高速公路物流车治理带来的运力下滑，或将重卡稳态保有量提升15%-25%左右。

搅拌车、自卸车、高速公路行驶物流车、非高速公路行驶物流车分别占重卡总保有量的6%、24%、49%、21%左右，各细分车型稳态保有量增幅测算如下：

1) 搅拌车：罐体变小带来的水泥搅拌车运力下滑幅度约为30%-50%（下滑幅度说明见附“水泥搅拌车新规影响”部分），则保有量理论增长幅度为43%-100%，考虑其6%重卡总占比，提升重卡总保有量2.6%-6%。

2) 自卸车：乐观假设下，自卸车车型不变，大吨小标治理带来的运力下滑幅度约60%，则保有量理论增长幅度为150%，考虑其24%重卡总占比，提升重卡总保有量36%；中性假设下，部分8×4车型替代6×4车型，大吨小标治理带来的运力下滑幅度约40%（8×4车型公告总质量约31吨，考虑到15.5吨的自重，运力在15.5吨左右，而原先6×4超载车型运力约在30吨，运力下滑近一半），则保有量理论增长幅度为67%，考虑其24%重卡总占比，提升重卡总保有量16%；保守假设下，车型进行改装应对治理，大吨小标治理带来的运力下滑幅度约20-30%，则保有量理论增长幅度为25%-43%，考虑其24%重卡总占比，提升重卡总保有量6%-10%。

3) 高速公路行驶物流车：计重收费改按轴收费带来的运力下滑幅度约为3%-5%（高速公路超载基本得到整治，但现在高速公路超载车不多），则保有量理论增长幅度为3%-5%，考虑其49%重卡总占比，提升重卡总保有量1.5%-2.5%。

4) 非高速公路行驶物流车：非高速公路治超带来的运力下滑幅度约为10%-20%（参考GB1589，同时受整治影响），则保有量理论增长幅度为11%-25%，考虑其21%重卡总占比，提升重卡总保有量2.3%-5.3%。

表 2：重卡治理影响弹性测算

车型	保有量占比	其中：细分车型	其中：细分车型占比	细分车型占重卡总量比例	治理后运力下滑幅度		保有量理论增长幅度	对重卡保有量总影响
工程车	30%	搅拌车	20%	6%	30%-50%	罐体变小	43%-100%	2.6%-6%
		自卸车	80%	24%	60%	乐观假设：车型不变	150%	36%
					40%	中性假设：部分8×4替代6×4	67%	16%
					20%-30%	保守假设：车型改装	25%-43%	6%-10%
物流车	70%	高速公路	70%	49%	3%-5%	计重收费改按轴收费	3%-5%	1.5%-2.5%
		非高速公路行驶	30%	21%	10%-20%	即本次发生无锡事故的省道	11%-25%	2.3%-5.3%

数据来源：商联会、广发证券发展研究中心

展望2020年——国三车19-20年淘汰100万的收官之年，考虑到今年整治及明年高速公路计重收费改为按轴收费带来的运力的下滑，我们估计明年重卡销量增速或在0-10%左右。

车企层面，中国重汽等工程车占比较高的企业尤为受益

受工程车治理影响，中国重汽、上汽红岩等工程车占比较高的车企销量有所下

滑，19年前3季度中国重汽集团、上汽红岩重卡批发销量分别下滑6.2%、8.2%，其中5月份中国重汽集团重卡销量下滑15.8%。

从短期来看，随着产品端调整到位，中国重汽重卡销量在持续恢复，19年7、8、9月，中国重汽重卡销量增速分别为-8.6%、-7.5%、-1.9%，降幅逐渐收窄，4季度有望迎来市占率回升。

表 3: 19 年前三季度我国主流重卡企业销量情况 (辆)

整车企业	19 年 Q1-Q3 销量	18 年 Q1-Q3 销量	累计同比	19 年 Q1-Q3 市占率
一汽集团	228533	212424	7.6%	25.7%
东风汽车	178074	163431	9.0%	20.0%
中国重汽	138412	147520	-6.2%	15.6%
陕西重汽	131765	132101	-0.3%	14.8%
北汽福田	63937	86387	-26.0%	7.2%
上汽红岩	43168	47027	-8.2%	4.9%
安徽江淮	28493	34218	-16.7%	3.2%

数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

从长期来看，由于重卡特别是工程重卡稳态保有量的上行，中国重汽由于工程车占比较高将尤为受益。

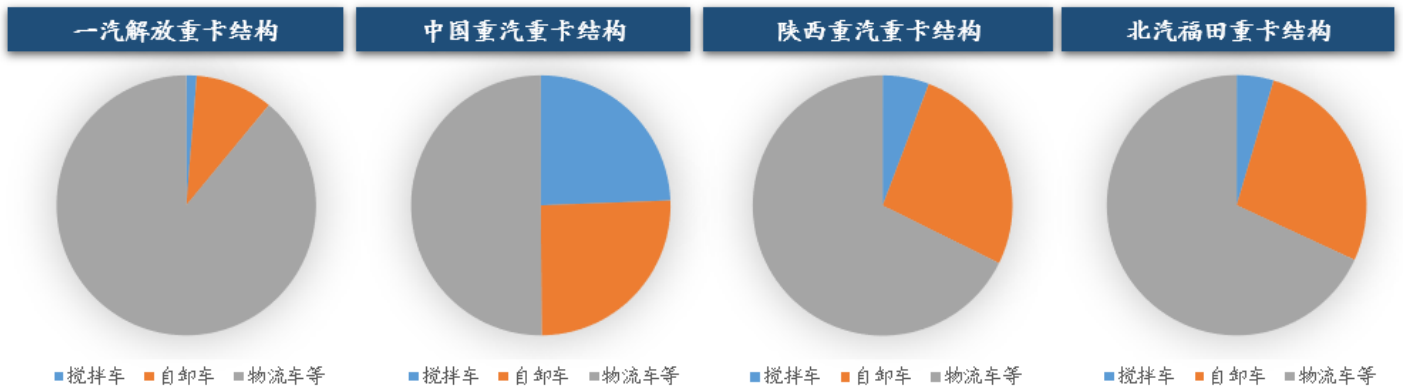
根据我们测算，由于整治对工程车带来弹性较大，保守假设下，一汽解放、中国重汽、陕西重汽、北汽福田重卡销量中枢分别提升约7.8%、19.6%、12.8%、12.5%。

表 4: 近期重卡治理给部分车企带来销量中枢增幅测算

企业	车型	细分行业弹性-保守	公司销量中枢涨幅	细分行业弹性-中性	公司销量中枢涨幅	细分行业弹性-乐观	公司销量中枢涨幅
一汽解放	搅拌车	43.0%	7.8%	71.5%	14.7%	100.0%	25.6%
	自卸车	25.0%		67.0%		150.0%	
	物流车等	5.4%		8.2%		11.0%	
中国重汽	搅拌车	43.0%	19.6%	71.5%	38.6%	100.0%	68.2%
	自卸车	25.0%		67.0%		150.0%	
	物流车等	5.4%		8.2%		11.0%	
陕西重汽	搅拌车	43.0%	12.8%	71.5%	27.5%	100.0%	53.0%
	自卸车	25.0%		67.0%		150.0%	
	物流车等	5.4%		8.2%		11.0%	
北汽福田	搅拌车	43.0%	12.5%	71.5%	27.2%	100.0%	53.0%
	自卸车	25.0%		67.0%		150.0%	
	物流车等	5.4%		8.2%		11.0%	

数据来源：商联会、广发证券发展研究中心

图 14: 不同重卡车企产品差异较大-2019 年上半年



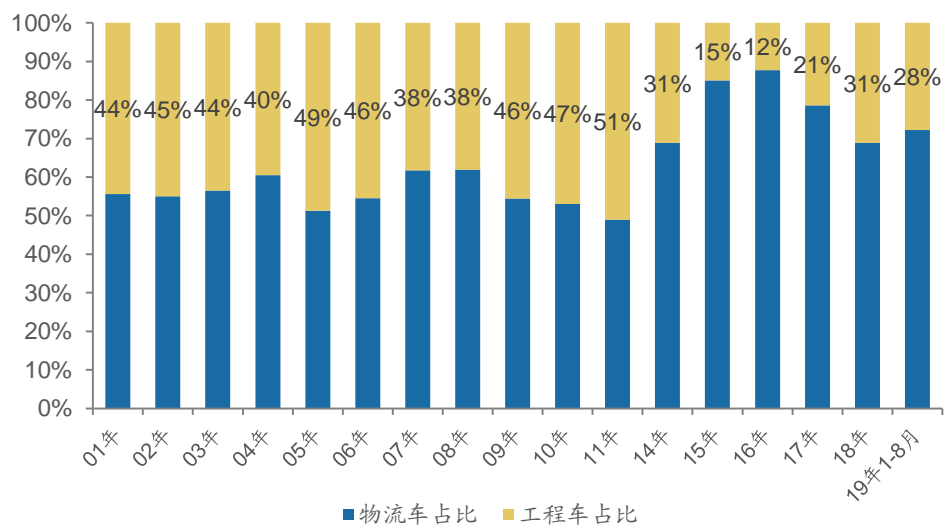
数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心

附: 近期自卸车、搅拌车、非高速物流车整治情况概述

重卡分为物流类重卡和工程类重卡, 物流类重卡主要包括牵引车、载货车、搅拌车外的专用车, 工程类重卡主要包括自卸车、搅拌车。19年1-8月, 我国物流类重卡、工程类重卡分别占重卡总量的约72%、28%。

19年重卡行业治理主要涉及工程车“大吨小标”问题、水泥搅拌车新规及近期无锡桥面侧翻后多地展开的治超工作。我们将就19年重卡治理涉及到的自卸车、水泥搅拌车、非高速公路重卡物流车逐一进行阐述。

图 15: 我国重卡结构变化情况



数据来源: 商联会、广发证券发展研究中心

图 16: 牵引车——东风商用车 天龙 6X4



数据来源: 中国卡车网、广发证券发展研究中心

图 17: 载货车——一汽解放J6M 8x2



数据来源: 中国卡车网、广发证券发展研究中心

图 18: 自卸车——福田戴姆勒 欧曼GTL 8x4



数据来源: 中国卡车网、广发证券发展研究中心

图 19: 搅拌车——中国重汽 HOWO-T7H 8x4



数据来源: 中国卡车网、广发证券发展研究中心

➤ 自卸车: 重卡工程车“大吨小标”治理

1、央视曝光轻卡“大吨小标”问题: 19年5月21日, 央视《焦点访谈》报道了部分车企生产的4.5吨以下轻卡不符合车辆生产一致性管理要求的问题, 5月22日, 工信部随即约谈相关企业, 并于次日组织中国载货汽车生产企业联席会C8成员单位(东风汽车、一汽解放、中国重汽、上汽依维柯红岩、北汽福田、东风商用车、江淮汽车、陕汽集团)召开专题工作会议, 强调车辆生产一致性管理, 督促车企主动开展自查并整改。

2、车企“大吨小标”问题及产生原因: 与悬挂黄牌的中重卡不同, 蓝牌轻卡在一些城区不被限行, 加之19年1月开始交通部取消了蓝牌轻卡的货运从业资格和车辆营运证, 拥有轿车牌照的司机便可驾驶蓝牌轻卡, 这就使其在城配等领域产生了很大的需求。

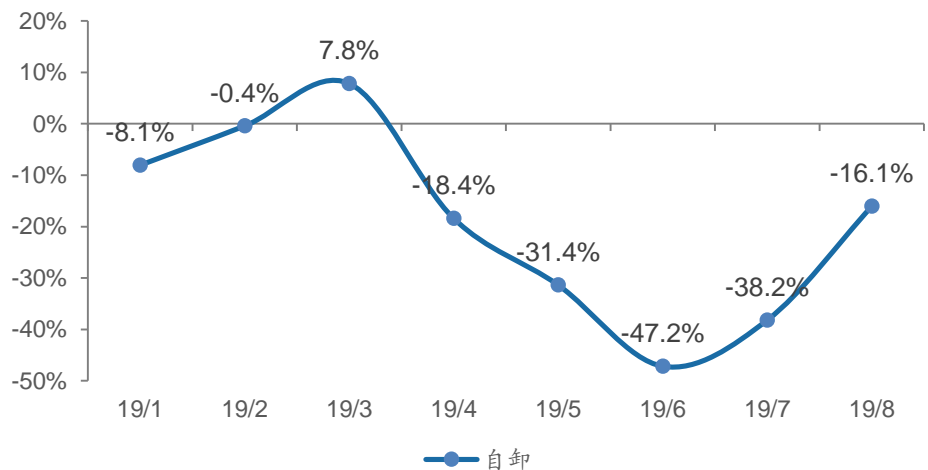
我国规定上蓝牌的载货卡车车身总长不得超过6米, 总质量小于4.5吨, 核定载

质量小于2吨，车厢长度限定在4.2米以内。车主购买蓝牌轻卡以在城区运输重货，但符合法规要求的车型无法承载大重量货物，在市场上也就没有需求，所以车企普遍在车型公告和合格证中将核定载质量标的较低，生产车型则通过加厚钢材、加装配置等提升其运载力，导致整备质量高于备案质量。

3、自卸车“大吨小标”治理及短期影响：“大吨小标”治理虽然起于蓝牌轻卡超重，但由于工程重卡自重超重现象比较普遍，随即遭遇了全国范围内的整治。工程重卡中，受影响最大的为6x4自卸车，8x4轻量化自卸车由于自重轻，受影响较小。由于此次整治一方面要求车企合规生产，保证产品一致性，另一方面要求注册监管部门严格执法，车管所暂停违规车辆上牌，整治力度极高，违规车辆基本被杜绝。

自卸车由于产品调整，销量短期内受到显著负面影响。分月度看，19年5-7月份我国主流重卡车企重卡自卸车销量同比增速分别大幅回落至-31.4%、-47.2%、-38.2%。但随着车企产品调整到位，我国重卡自卸车销量降幅在逐渐收窄，6、7、8月份，我国重卡自卸车销量同比增速分别为-47.2%、-38.2%、-16.1%。

图 20: 我国重卡自卸车月度销量同比增速情况



数据来源：商联会、广发证券发展研究中心

➤ 搅拌车：水泥搅拌车新规影响

1、水泥搅拌车超载问题：以广东省为例，2018年9月19日，由于交通运输部办公厅发布《关于严格执行全国超限超载认定标准的通知》，广东省当年9月份展开最严治超执法行动，对所有运输车辆、水泥车、石车、砂车搅拌车严格限超（三轴搅拌车限载4方，四轴搅拌车限载6方）。

而在广东省进行严格整治之前，当地搅拌车市场基本以6x4的三轴车为主，车型罐体容积为12立方，一般总质量25吨、限载10吨左右。1立方混凝土约重2.4吨，即装载4立方的混凝土不会超载，而在平时运营中，此类车型大都装满12方的容积，超载达200%。北方地区由于4轴搅拌车较多，罐体容积在15-20方，超载更为严重。

2、水泥搅拌车超载整治：针对国内厂家搅拌车罐体容量越做越大的情况，为提高罐式运输车辆产品质量和安全性能，15年1月9日，中机中心发布了《关于规范混凝土搅拌运输车<公告>管理要求的通知》，对搅拌筒搅动容量、几何容量、填充率做出了要求，并要求各企业应在15年7月1日前对公告内产品进行整改。在当时6x4底盘车搅动容量做到12立方米、8x4底盘车做到16立方米已经相当普遍，而通知中规定，2轴车型的搅拌筒的搅动容量需≤4立方米，3轴车型需≤6立方米，4轴车型需≤8立方米，按此标准，新型搅拌车的承载能力下降50%。

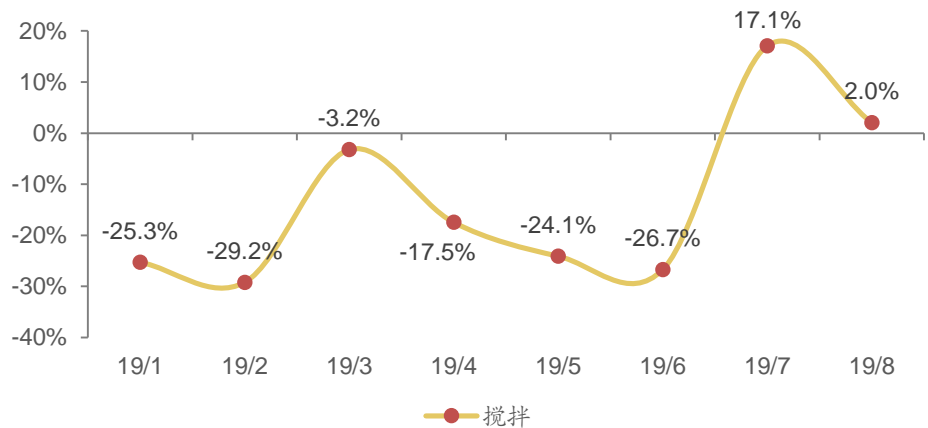
表 5：混凝土搅拌运输车技术要求

车型	最大总质量 (kg)	搅拌筒搅动容量 (m ³)	搅拌筒几何容量 (m ³)
二轴混凝土搅拌运输车	≤16000a	≤4	≤7.7
三轴混凝土搅拌运输车	≤25000a	≤6	≤11.6
四轴混凝土搅拌运输车	≤31000a	≤8	≤15.5
a.当驱动轴为每轴每侧双轮胎且装备空气悬架时，该限值可加 1000kg。			

数据来源：中机中心、广发证券发展研究中心

今年受水泥搅拌车罐体监管加严影响，19年1-6月我国主流重卡车企水泥搅拌车月度销量同比持续负增长，1-6月销量累计下滑19.7%。今年7、8月份我国主流重卡车企水泥搅拌车销量有所恢复，当月销量同比增速分别为17.1%、2.0%。

图 21：我国重卡水泥搅拌车月度销量同比增速情况



数据来源：商联会、广发证券发展研究中心

➤ 非高速道路物流重卡：无锡桥面侧翻后多地治超影响

无锡桥面侧翻，全国多地货运车治超工作加严。今年10月10日，江苏省无锡市312国道K135处、锡港路上跨桥发生桥面侧翻事故，根据事故救援指挥部初步分析，事故原因或与运输车辆超载有关。受此影响，近期江苏、河南、广东、海南、湖南、上海、福建、甘肃等全国多地加强了货运车治超工作。

表 6: 全国部分省市近期治超加严情况

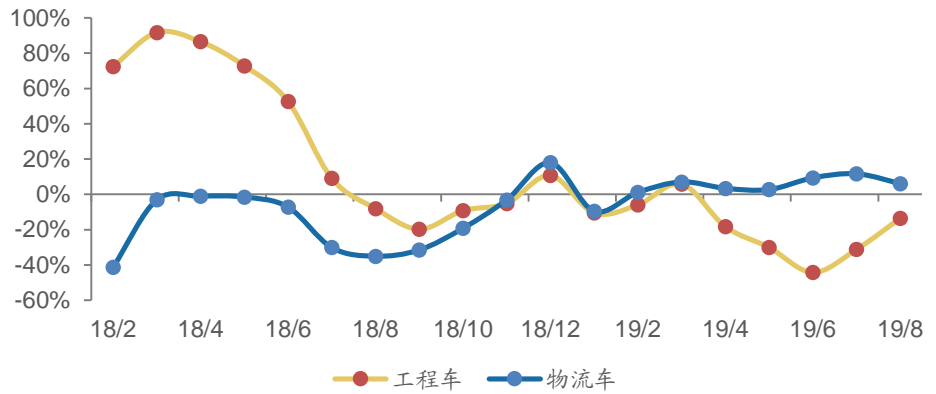
省市	整治措施
江苏	10月13日,江苏交通总局发布超限超载车辆整治措施,对“两客一危”车辆、货运车辆、港口船舶等进行专项整治,严管严控。在专项整治期间对违法行为实施顶格处罚,对严重超载超限车辆运用《安全生产法》实施顶格处罚,做到现场处罚到位、卸驳载到位、“一超四罚”到位。
甘肃嘉峪关	10月11日,嘉峪关市公安局交警支队决定在全市范围内集中开展非法超限超载货运车辆整治工作,非法改装恢复原状,超载30%以上记6分。
河南	濮阳全面围剿“百吨王”、超限率在50%以上的违规车辆等严重超限超载违法行为,坚持露头就打;郑州重点对重、中型载货汽车、低速载货汽车严重超载、非法拼装改装、涉牌涉证、超速驾驶等违法行为进行查处。
广东	紧盯六轴、满载货车,杜绝超载车绕路,对途径货运车辆特别是六轴、高护栏、厚钢板、高护栏、满载等重点车辆的动态自动称重检测和电子抓拍,落实一超四罚。
海南	下发《关于进一步加强治超工作的通知》,对超限超载企业及个人,顶格处罚;重点路段设检查站,禁止超限车进入主干公路;值守重点路段桥梁,防止超限车上路过桥。
湖南	治超办率督查组一行深入株洲、衡阳、郴州三市督查公路治超工作,全面落实“一超四究”制度,严查非法改装行为和违法超限超载货运车辆所属企业,狠抓车辆、货物源头治理,对违法超限超载车辆驾驶员要实行记分处理;加强对农村公路车辆超限超载专项治理。
上海	10月11日,上海市交通委执法总队与交警部门在S20徐浦大桥、洋桥、枫泾等处,对过往货运车开展例行检查,货车超限,当场卸货接受处理,在多个点位对过往货运车自动称重、抓拍、查处;13日,上海交通部发布超限超载车辆整治措施。
福建	10月11日上午,福建省交通综合行政执法总队召开专题会议,要求全省各级交通综合行政执法机构全线出动开展严查超限超载专项治理行动。

数据来源: 物流沙龙、广发证券发展研究中心

➤ 短期来看,重卡整治带来的负面影响逐渐消化

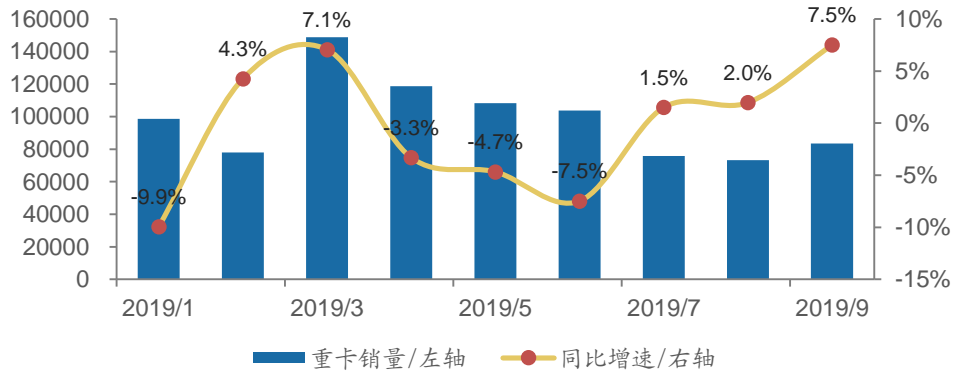
受工程车“大吨小标”整治、水泥搅拌车新规影响,19年5、6月份我国工程类重卡销量分别下滑30.0%、44.2%。受此影响,根据中汽协数据,19年5、6月份我国重卡批发销量分别下滑4.7%、7.5%。而随着工程车生产端调整到位,7、8月份我国工程类重卡降幅持续收窄,7-9月我国重卡批发销量增速分别回升至1.5%、2.0%、7.5%,7-9月销量持续正增长也好于年中市场对下半年销量下滑10-15%的预期。从需求端来看,19年9月份我国国内重卡终端销量增速也已转正。

图 22: 我国工程类、物流类重卡月度销量同比增速情况



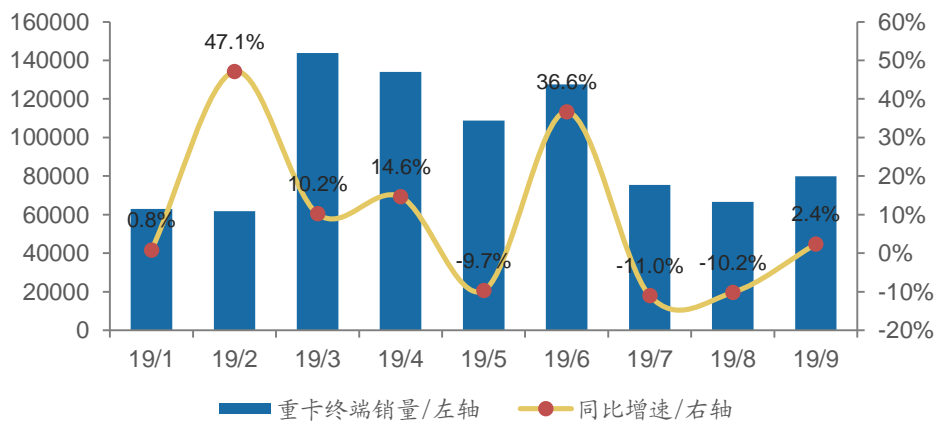
数据来源: 商联会、广发证券发展研究中心

图 23: 我国重卡月度批发销量及同比情况 (辆)



数据来源: 中汽协、广发证券发展研究中心

图 24: 我国重卡终端月度销量及同比情况 (辆)



数据来源: 中机中心、广发证券发展研究中心

本轮治理与 16 年略有不同，利好会持续释放

本轮治理与16年略有不同，利好会持续释放。16年921新政实际上是GB1589新规使得存量重卡运力平均下滑20%，带来了重卡行业过剩保有量的快速出清，重卡更新率快速回归均值；19年的多项治理措施则主要是针对新车，随着规范化持续推进，20、21年都有望维持不错的景气。

我们之前在多篇报告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。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。GB1589新规使得存量重卡运力平均下滑20%，加速了重卡行业过剩保有量的出清，16年供需较为匹配后，重卡更新率快速回归均值。

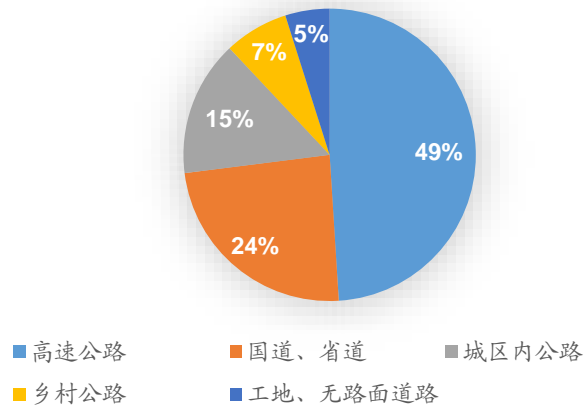
表 7：重卡行业 09、10 年透支影响出清测算/万辆——以重卡保有量年复合增速/实际 GDP 年复合增速为 0.69

年份	实际 GDP 增速	重卡预期保有量同比增速 (GDP 增速*0.69)	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

而19年的多项治理措施与16年存在不同：1) 高速公路监管相对简单，物流重卡中约70%的车型行驶在高速公路，16年新规实施后，存量重卡的运力随即大幅下滑；2) 19年的多项治理针对生产端的新增车辆，同时也针对运营端的保有车辆，新增车辆运力将会确定性下降，但运营的工程车和非高速行驶物流车相对较难监管，且保有车辆运力的下滑需要监管人力的持续投入，所以不同于16年，今年治理带来的利好，将随着监管加严及保有车辆的更新而缓慢释放。

图 25：2010年重卡车型行驶路面情况



数据来源：商联会、广发证券发展研究中心

投资建议

治理超载有利于行业长期销量中枢的提升和产品品质的提高，对20、21年重卡销量有着积极的影响，工程车的销量弹性更大，我们继续推荐有阿尔法的中国重汽（000951.SZ）、潍柴动力（000338.SZ/2338.HK）以及高现金含量、高股息率的威孚高科（000581.SZ）。

风险提示

重卡行业景气度不及预期；政策影响超预期；重卡治理力度不及预期。

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。
- 刘智琪**：资深分析师，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**：资深分析师，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。
- 邓崇静**：海外汽车行业高级分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，2017 年《亚洲货币》（Asiamoney）香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016 年《亚洲货币》（Asiamoney）中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。

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。