

# 汽车

证券研究报告  
2019年11月08日

## 如何看待 2020 年的重卡板块？

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

**邓学** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518010001  
dengxue@tfzq.com

**文康** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110519040002  
wenkang@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《汽车-行业点评:困境反转 否极泰来》 2019-11-03
- 《汽车-行业点评:重卡:10月销量超预期,累计销量同比由负转正》 2019-11-02
- 《汽车-行业投资策略:一文看透汽车景气现状》 2019-10-26

通过对此轮重卡的景气周期的复盘,可以发现此次周期的持续时间是超过了大多数投资人的预期,同时也因为超预期的发生是持续的,市场对重卡行业的预期的上调也是逐步实现,因此重卡板块的标的的上涨也不是一蹴而就的,而是持续稳步上行。以潍柴动力为例,尽管潍柴的绝对收益在19Q1体现得最为明显,但我们认为相对收益更能反映投资者对行业观点的判断变化,从相对收益的角度来看,16H2至今,潍柴的表现都相对稳定,每个季度稳步上涨。

我们测算的重卡行业保有量销量模型是我们对20年重卡行业乐观的核心。我们发现重卡的更新周期在逐步延长,通过我们优化后的模型测算,预计19-21年重卡行业的销量分别113万辆、111万辆和109万辆,明后年行业不会出现市场担心的断崖式下跌。同时,数个存在的微观因素将更有力地支撑明后年的行业表现。

国三重卡加速淘汰提升行业销量。《打赢蓝天保卫战三年行动计划》中对重卡销量影响最大的为:提出大力推进国三及以下排放标准营运柴油货车提前淘汰更新。我们通过测算,推算出19年和20年每年边际新增的国三重卡更新需求大概率超过12.3万辆。政策上来看,逐步有地区出台相关政策引导国三重卡报废(限行+报废补贴),鼓励国三标准车辆提前淘汰。

大吨小标使得部分轻卡需求转移到重卡。今年5月21日央视《焦点访谈》曝光蓝牌轻卡大吨小标乱象,揭露了当前轻卡市场存在的普遍行业不规范现象。事件的曝光与治理,杜绝了这一现象的继续,致使轻卡运力的下降,但运输量的需求仍在,使得部分原来的轻卡驾驶员改用14吨以上的重卡作为运输工具,从而推动重卡销量的增加和保有量的提升。

重卡企业并未由于行业持续景气,大幅扩张产能。这次行业景气过程中,重卡企业远比2010年时候理智,并没有大规模扩产能,因此也不会有2010年时候过度扩产能导致的后几年产能过剩这一包袱。因此就算未来两、三年行业下行,各个重卡企业的表现也是会远好于当年的。

按轴收费促进行业进一步规范。国务院发布《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》,计划从2020年1月1日起,取消原有计重收费制度,全国高速公路对货车实行统一按轴收费,并全面实行入口不停车称重检测。新标准的实施有助于整个行业日趋规范,逐渐杜绝超载超限现象,刺激我国物流运输行业发展,加速轻重卡销量增长。

可能到来的治超加严有望进一步抬升保有量和销量中枢。近期的超载事故使得各地的治超加严,交通部表示将会改进安全管理措施,加强重点领域、重点环节安全监管。在严格的治超政策之下,将会导致运价指数的上涨,单车运力的下降,这有望带来重卡需求的边际增长,提升重卡保有量。

投资建议:

继续推荐重卡发动机龙头潍柴动力,治理改善的重卡整车标的中国重汽H。

风险提示:宏观经济不及预期,社会物流运输结构发生大幅变化



## 内容目录

1. 重卡板块此轮景气周期的复盘	4
2. 依然看好 20 年重卡板块的原因	7
2.1. 保有量销量模型	7
2.1.1. 重卡的更新周期在逐步延长	7
2.1.2. 优化后的模型对明后年的重卡行业的销量预判	7
2.2. 国三重卡加速淘汰	8
2.3. 大吨小标推动部分轻卡需求转移到重卡	11
2.4. 重卡企业并未由于持续景气，大幅扩张产能	12
2.5. 按轴收费的影响	13
2.6. 超载事件带来的超载治理	14
3. 投资建议	16

## 图表目录

图 1: 重卡月度销量 (辆)	4
图 2: 重卡销量同比	5
图 3: 重卡销量环比	5
图 4: 潍柴相对收益曲线 (16 年至今)	6
图 5: 潍柴绝对收益曲线 (16 年至今)	6
图 6: 重卡理论更新周期	7
图 7: 物流重卡保有量与 GDP 相关性	8
图 8: 工程重卡保有量缓慢增长	8
图 9: 重卡保有量和分类测算的重卡销量	8
图 10: 国四到国六计划时间轴	9
图 11: 《焦点访谈》曝光蓝牌轻卡“大吨小标”乱象	11
图 12: 2019 年轻卡月度销量及同比	11
图 13: 2019 年重卡底盘月度销量及同比	11
图 14: 潍柴动力母公司报表固定资产和在建工程 (亿元)	12
图 15: 中国重汽合并报表固定资产和在建工程 (亿元)	13
图 16: 高速公路入口治超检测系统	14
图 17: 10 月 11 日苏州市连夜治理超载	15
表 1: 超限超载治理	4
表 2: 部分重卡企业在 18 年末对 19 年重卡市场的预期销量	5
表 3: 国三到国六时间表	9
表 4: 国三车辆限行政策	10
表 5: 国三车辆淘汰补贴政策	10
表 6: 新标准收费公路车辆车型分类	13

表 7：无锡事件后部分地区超载治理政策 .....14

## 1. 重卡板块此轮景气周期的复盘

此轮重卡板块的景气周期持续时间超过了投资者的预期，我们首先复盘一下此轮周期下的行业表现以及重点公司的股价表现。

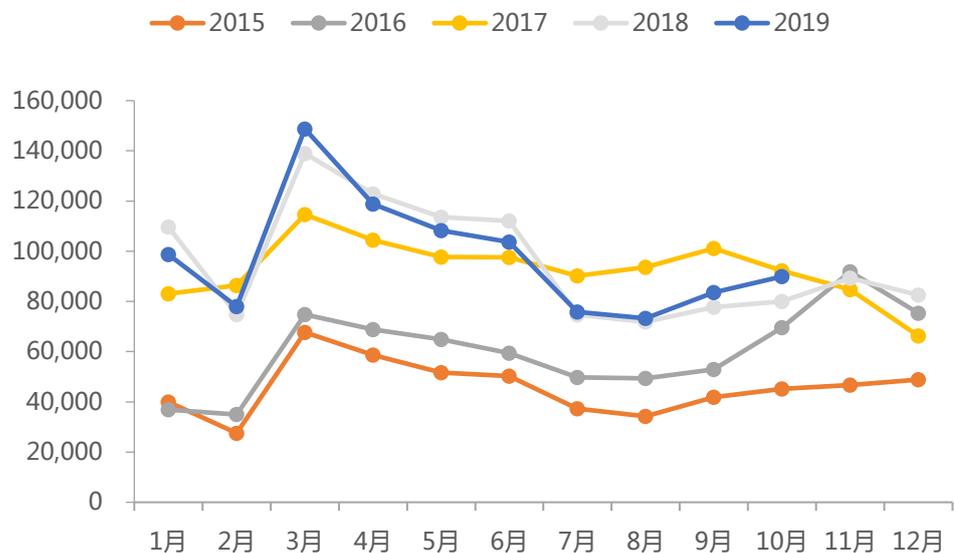
16年下半年的超限超载治理是此次重卡回暖的导火索。2016年9月21日新的强制性国家标准《汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限值》(GB1589-2016)执行，对车辆的最大载荷做了详细的说明和规定。另外叠加超载治理的因素，超载现象大幅降低，使得单车运力明显下降，导致了物流供给的真空，出现了大量的新增购置需求。重卡行业销量从16年10月开始销量大幅增长。

表 1: 超限超载治理

		旧版标准	新版标准	下降比例
超限	长	N/A	18.1 米	N/A
	宽	N/A	2.55 米	N/A
	高	N/A	4 米	N/A
超载	二轴车辆	20 吨	18 吨	10%
	三轴车辆	30 吨	25 吨	17%
	四轴车辆	40 吨	31 吨	23%
	五轴车辆	50 吨	43 吨	14%
	六轴及以上车辆	55 吨	49 吨	11%

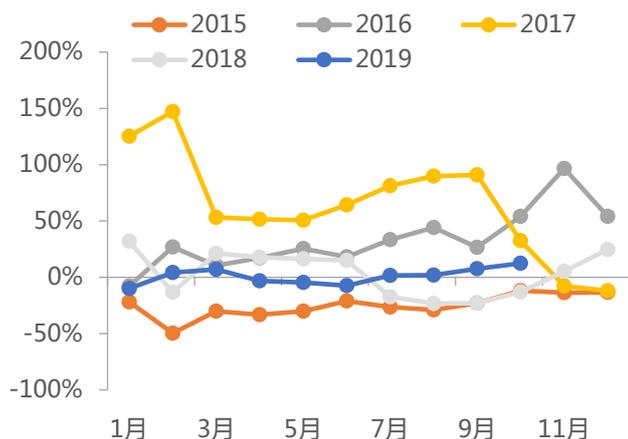
资料来源：交通运输部，天风证券研究所

图 1: 重卡月度销量 (辆)



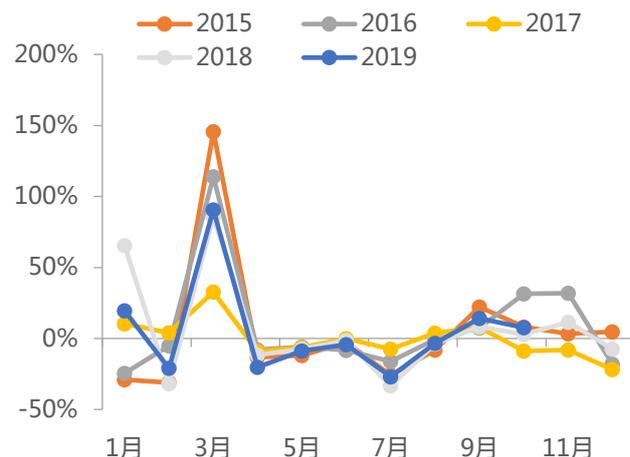
资料来源：中国汽车工业协会，第一商用车网，天风证券研究所

图 2：重卡销量同比



资料来源：中国汽车工业协会，第一商用车网，天风证券研究所

图 3：重卡销量环比



资料来源：中国汽车工业协会，第一商用车网，天风证券研究所

本轮周期的持续时间是超过了大多数投资人的预期，同时也因为超预期的发生是持续的，市场对重卡行业的预期的上调也是逐步实现，因此重卡板块的标的的上涨也不是一蹴而就的，而是持续稳步上行。

我们认为使用相对收益相比使用绝对收益更有利于分析，因为相对收益的曲线剔除了牛熊市的影响。

#### 2016 年：

上半年行业依然在景气低位运行，潍柴相对收益曲线变化不大，921 治超新政发布后，股价有一定的上涨，但市场没有预期到此次 921 超载治理的深远影响。

#### 2017 年：

全年都在持续超预期，上半年主要是物流重卡超预期，下半年是伴随工程重卡的超预期，行业在 17 年对重卡全年销量的预期逐月上调，潍柴的相对收益曲线稳步向上。

#### 2018 年：

尽管从绝对股价的角度来看，潍柴在 18 年上半年股价基本上没涨没跌，但观察相对收益的曲线还是能够看出来公司股价的表现是优于大盘的，这主要也得益于 18 年上半年行业依然景气，好于 17 年底时候市场对 18 年行业的悲观预期。

但 18Q3 行业出现了明显的环比和同比双双下滑，市场开始担心是否是重卡行业的拐点到来，加之潍柴 18Q3 母公司的毛利率有所下滑，18Q3 的相对收益一般，但也没有出现明显的下滑。但我们认为销量的波动是暂时的，而且也是正常的，因为上半年的销量基数足够高，下半年刚开始时销量有所下滑是非常正常的。在 18 年 10 月 25 日我们也发布了一篇 59 页的潍柴动力深度报告《国之重器，潍柴动力——掘金重卡预期差》，通过保有量销量的模型测算以及行业性的分析，指出了重卡行业目前存在的预期差依然巨大。

到了 18Q4，伴随着重卡行业的旺季到来，行业正常回暖，股价表现再次强势。但在 18 年底时，市场对于 19 年全年是依然悲观的，对 19 年重卡行业预期是同比下滑 20%以上，对应销量在 90 万辆左右。

表 2：部分重卡企业在 18 年末对 19 年重卡市场的预期销量

企业	对 2019 年重卡市场预估（万辆）
重汽	90
解放	100
陕汽	80-90
红岩	90

资料来源：方得网，天风证券研究所

**2019年：**

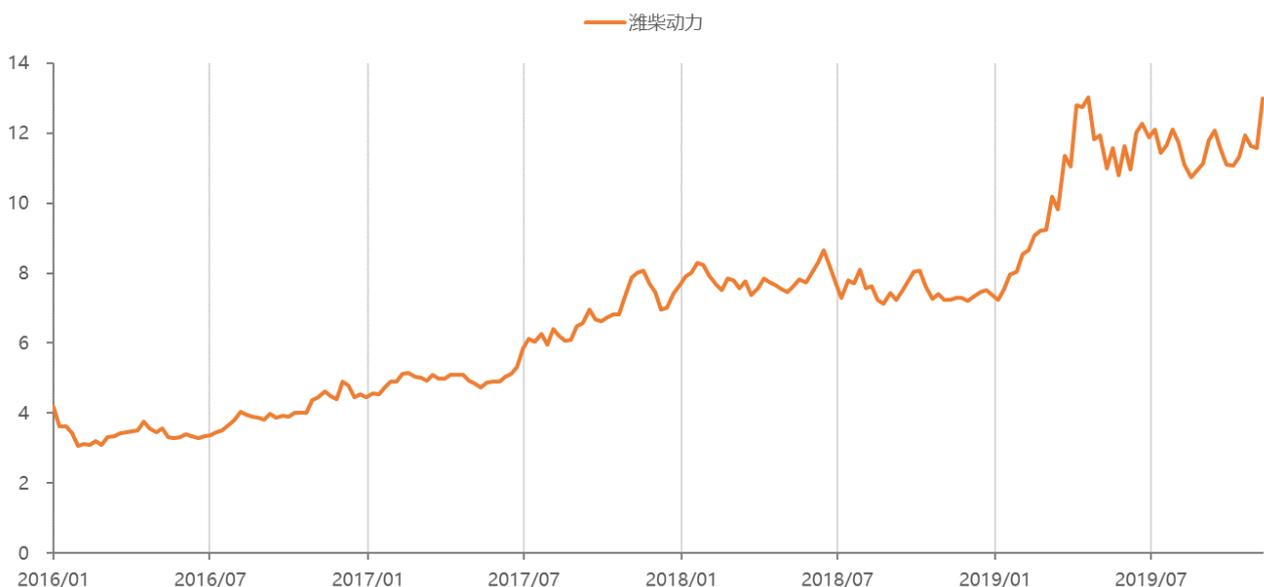
18年末时，市场预期19年要同比下滑20%以上，同时又因为18年的季度行业销量分布是前高后低，因此市场对19年上半年的预期下滑幅度是大于20%的。但19Q1半挂牵引车增速转正，前三个月累计销量同比基本持平，行业大超市场预期，因此19Q1也是潍柴相对收益最为明显的一个季度，同时伴随着大盘的回暖，绝对股价表现更强。

19年10月份销量再超市场预期，同比增速超过10%，1-10月累计销量由负转正，潍柴相对收益曲线再创16年以来的新高。

值得指出的一点是，尽管潍柴的绝对收益在19Q1体现得最为明显，但我们认为相对收益更能反映投资者对行业观点的判断变化，**从相对收益的角度来看，16H2至今，潍柴的表现都相对稳定，每个季度稳步上涨。**

**图4：潍柴相对收益曲线（16年至今）**

资料来源：Wind，天风证券研究所

**图5：潍柴绝对收益曲线（16年至今）**

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 依然看好 20 年重卡板块的原因

### 2.1. 保有量销量模型

我们测算的重卡行业保有量销量模型是我们对未来重卡行业销量乐观的核心。

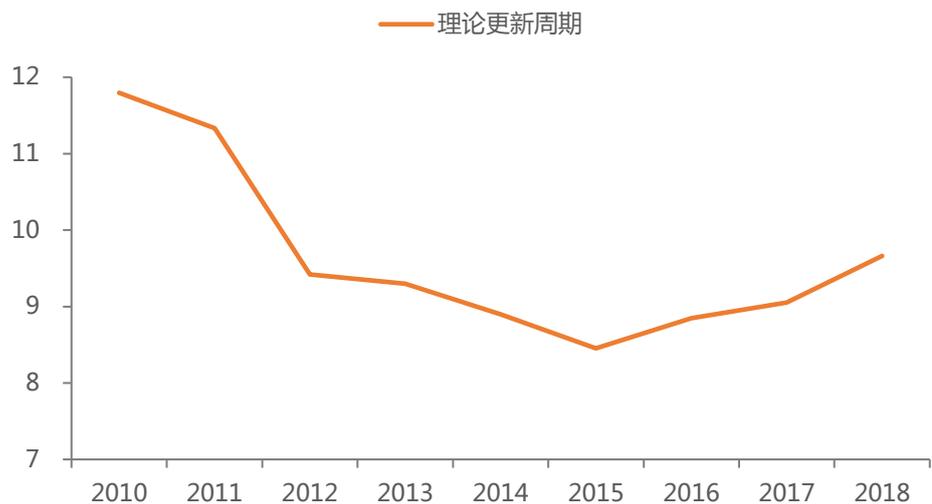
我们在 2018 年 10 月发布的深度报告《国之重器，潍柴动力——掘金重卡预期差》首次提出该模型，并对模型进行了详细分析解释，该模型的核心是：物流重卡的保有量将随着 GDP 的增长而增长。

我们通过最新的行业数据后优化该模型，得到的结论还是类似的：未来 2 年重卡行业的销量仍将在 100 万辆以上的水平，行业难以出现市场担心的断崖式下跌。

#### 2.1.1. 重卡的更新周期在逐步延长

我们在此前的深度报告推算出国内重卡的更新替换周期是 9 年左右。而根据国家统计局在近期公布的 2018 年的重卡保有量数据基础上，我们修正了关于更新周期的判断，我们认为目前国内重卡的更新周期在逐步延长。

图 6：重卡理论更新周期



资料来源：中汽协，统计局，天风证券研究所

我们认为重卡更新周期的延长主要源于两方面：

- (1) 近十几年重卡品质的进步，使得产品的耐用性得到较大的提高
- (2) 治超的加严，使得重卡的载重量有所减少，进而减缓重卡的老化损坏。

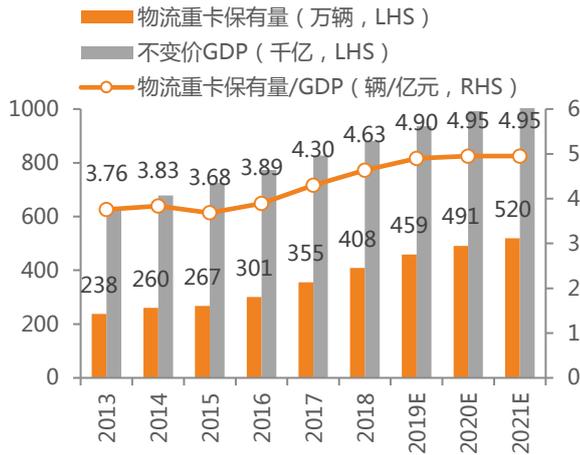
目前看来更新周期延长的趋势在未来几年还将持续。

#### 2.1.2. 优化后的模型对明后年的重卡行业的销量预判

通过我们优化后的模型测算，我们预计 19-21 年重卡行业的销量分别 113 万辆、111 万辆和 109 万辆，明后年行业不会出现市场担心的断崖式下跌。

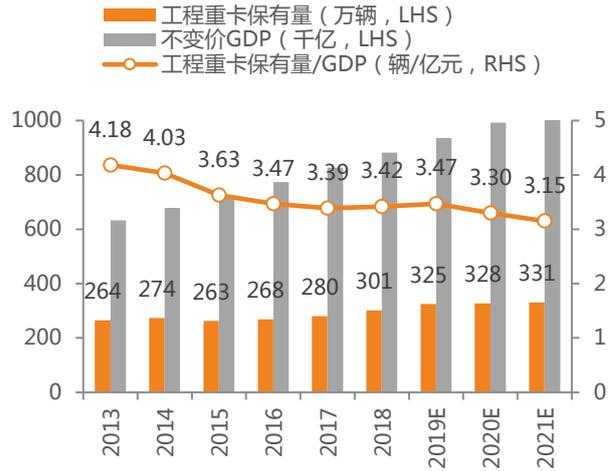
同时，我们将在后文分析数个微观因素，而这些微观因素能够更有力地支撑明后的年销量将依然景气的这一结论。

图 7：物流重卡保有量与 GDP 相关性强



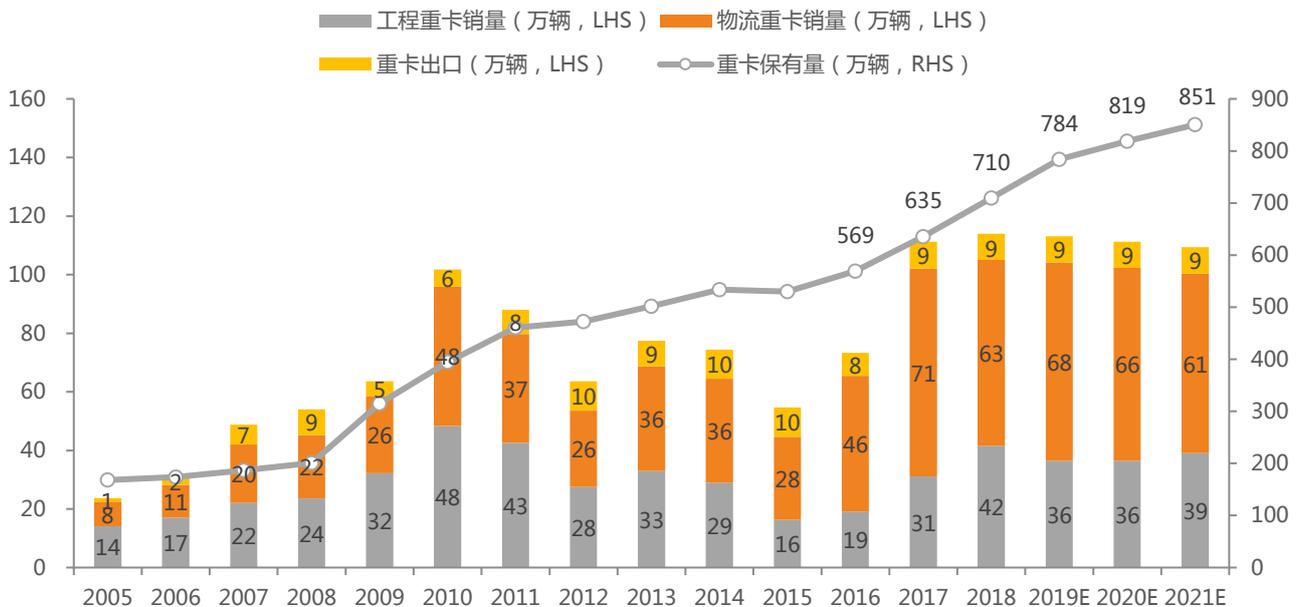
资料来源：中汽协，国家统计局，天风证券研究所

图 8：工程重卡保有量缓慢增长



资料来源：中汽协，国家统计局，天风证券研究所

图 9：重卡保有量和分类测算的重卡销量



资料来源：中汽协，国家统计局，天风证券研究所

## 2.2. 国三重卡加速淘汰

2018 年 7 月 3 日由国务院公开发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》旨在经过 3 年努力，大幅减少主要大气污染物排放总量，协同减少温室气体排放，进一步明显降低细颗粒物 (PM2.5) 浓度，明显减少重污染天数，明显改善环境空气质量，明显增强人民的蓝天幸福感。其中重点提出“积极调整运输结构，发展绿色交通体系”。

《打赢蓝天保卫战三年行动计划》中对重卡销量影响最大的为：提出大力推进国三及以下排放标准营运柴油货车提前淘汰更新。2020 年底前，京津冀及周边地区、汾渭平原淘汰国三及以下排放标准营运中型和重型柴油货车 100 万辆以上。2019 年 7 月 1 日起，重点区域、珠三角地区、成渝地区提前实施国六排放标准。推广使用达到国六排放标准的燃气车辆。

我国《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》和《重型柴油车污染物排

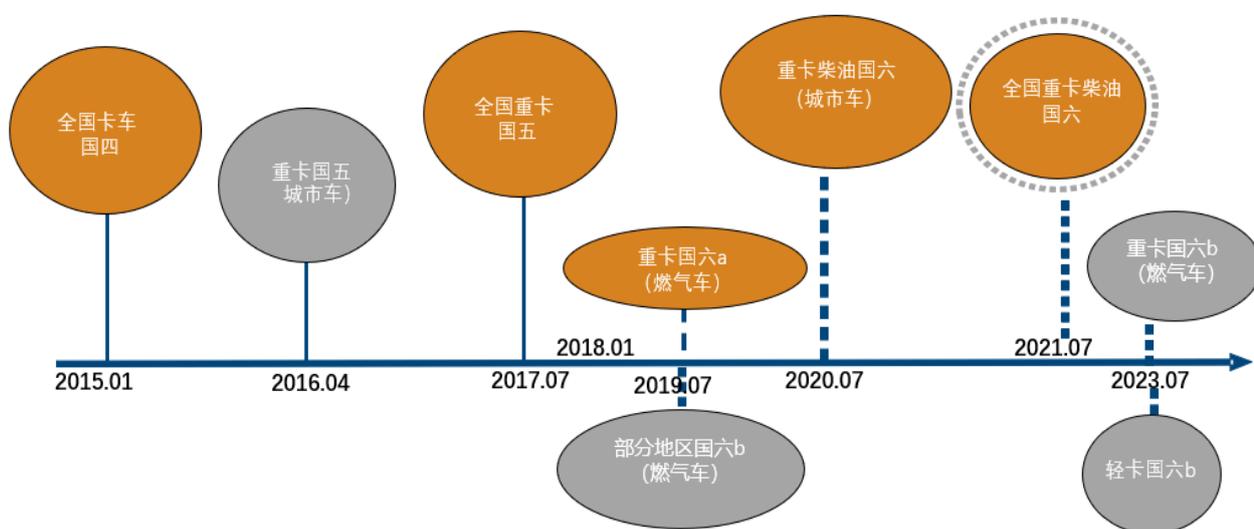
放限值及测量方法（中国第六阶段）》均已落地：轻型车国六 a、国六 b 分别于 2020 年 7 月、2023 年 7 月实施；重型车方面，燃气汽车、城市车辆、重型柴油车国六排放标准分别将于 2019 年 7 月 1 日、2020 年 7 月 1 日、2021 年 7 月 1 日起实施。

表 3：国三到国六时间表

	国三	国四	国五	国六
重型汽油车	2010.7.1	2013.7.1	2017.7.1	
重型燃气车	2008.7.1	2010.7.1	2017.7.1	2019.7.1 全国国六 a、部分地区国六 b 2023.7.1 全国实施国六 b
重型柴油车	2008.1.1	2013.7.1 部分地区实施 2015.1.1 全国实施	2017.7.1	2020.7.1 城市车辆 2021.7.1 全国实施

资料来源：环保部，天风证券研究所

图 10：国四到国六计划时间轴



资料来源：环保部，天风证券研究所

重卡柴油车国三标准开始实施时间为 2008 年 1 月 1 日，国四标准于 2013 年 7 月 1 日起分地区陆续实施并于 2015 年 1 月 1 日开始全国实施。虽然各地区推行时间有所不同，在研究国三重卡现在保有量的时候，以 2008 年 1 月 1 日为国三重卡开始销售的时间 2014 年 12 月 31 日为国三重卡停止销售的时间，整体的时间跨度为七年，并保守假设 2013 年 7 月 1 日至 2013 年 12 月 31 日国三重卡占总体销量的 70%，2014 年重卡销量中，30% 的销量为国三重卡。

在此按照重卡更新周期为 9 年的假设。2017 年底，国内国三重卡保有量为 09 年到 13 年上半年重卡的销量与 2013 年下半年到 2014 年底重卡销量中国三重卡部分。2017 年底，国三重卡的保有量约为 366 万辆。按照九年更新假设，今年上半年更新的国三重卡数量为 2009 年上半年重卡的销量 25.3 万辆。所以截止 7 月 1 日，国务院公开发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》之前，国内国三重卡保有量约为 340.8 万辆。国三重卡将在五年半之后完全退出市场，每年的更新需求大致为 62 万辆。

《打赢蓝天保卫战三年行动计划》中提出 2020 年底前，京津冀及周边地区、汾渭平原淘汰国三及以下排放标准营运中型和重型柴油货车 100 万辆以上。下面提出两种假设来探讨国三重卡加速更新的影响。第一种是京津冀与汾渭平原地区按要求更新，另一种则是京津冀及周边地区、汾渭平原按要求更新。

在第一种假设下，假设上述地区国三重卡于 2020 年底强制报废，而全国其他省份国三重卡报废时间为原更新周期，研究蓝天保卫战对国三重卡加速更新的影响。按照 2016 年上述地区重卡保有量占全国重卡保有量计算，上述地区截至 2018 年 7 月 1 日国三重卡保有

量约为 56.3 万辆。到 2020 年底，上述地区国三重卡的剩余更新时间为 2.5 年，而按照传统的更新周期，国三重卡将于 5.5 年后完全退出市场。因此 2018、2019 年和 2020 年每年新增国三重卡更新需求分别为 6.1、12.3、12.3 万辆。

在第二种假设下，上述地区截至 2018 年 7 月 1 日国三重卡保有量约为 89.3 万辆。因此推算 2018、2019 年和 2020 年每年新增国三重卡更新需求分别为 9.8、19.5、19.5 万辆。

目前许多地区就国三车辆已经出台限行政策，国三车辆使用便捷性大大降低。随着国六实施日期的日益临近，为加速国三及以下排放标准老旧车辆淘汰，2019 年 1 月，国家生态环境部等 11 部委联合印发《柴油货车污染治理攻坚战行动计划》，部分地区已经出台相关政策引导国三重卡报废，鼓励国三标准车辆提前淘汰。因此每年边际新增的国三重卡更新需求大概率超过 12.3 万辆。

表 4：国三车辆限行政策

地区	时间	限行车辆	限行区域
北京	2017.9.21-2019.10.30(每天 0 点到 6 点) 2019.11.1 起	拥有通行证以外的所有国三排放卡车 所有国三排放卡车	六环及以内道路
上海	2015.11.1 (仅凌晨 1 点到 6 点允许通行) 2020.4.1 起	国三柴油货车 国三柴油货车	中环及以内 外环及以内
深圳	2018.7.1 起	本地国三柴油货车单双号限行，外地车辆全天限行	全市
天津	2018.2.1 起	未加装 DPF 装置的国 III 中型、重型柴油货车	外环线及以内
福州	2018.1.1-2018.6.30 (22 点至 6 点) 2018.7.1 起	国三及国三以下排放标准的 中重型柴油货车	三环及以内道路
郑州	2017.10.1 起	国三及以下排放标准，未安装污染控制装置、污染控制装置不符合要求的国四重型柴油车。	四环及以内道路
济南	2018.1.10 日起	达不到国 IV 排放标准的中重型柴油货车	G35 济广高速公路济南段、G3 京台高速公路济南段、G2001 绕城高速公路南线、G2 京沪高速公路济南段以内区域(不含上述道路)及长清区、章丘区、平阴县、济阳县、商河县的城市建成区。

资料来源：交通管理局，天风证券研究所

限行政策与淘汰补贴政策的双管齐下，有效的推动了国三车辆的淘汰，加速国六车辆的置换速率。浙江省于 2018 年三季度实行国三车辆淘汰补贴政策后，2018 年完成车辆淘汰任务 3000 辆，随着政策实施的推广，预计 2019 年全年将实现淘汰车辆达 10000 辆。此外，北京、上海、深圳以及西安等全国多个地区也推出相应补贴政策来加速国三车辆淘汰。因此每年边际新增的国三重卡更新需求大概率超过 12.3 万辆。

表 5：国三车辆淘汰补贴政策

地区	出台时间	国三车辆淘汰补贴标准
南京	2018.5.18	最高 4 万元/车
杭州	2018.6.10	最高 4 万元/车

深圳	2018.10.16	最高 9.5 万元/车
北京	2018.11.05	最高 6 万元/车
西安	2018.12.24	最高 3.3 万元/车
上海	2019.10.1	最高 11.6 万元/车

资料来源：第一商用车网，天风证券研究所

### 2.3. 大吨小标推动部分轻卡需求转移到重卡

今年 5 月 21 日央视《焦点访谈》曝光蓝牌轻卡大吨小标乱象，揭露了当前轻卡市场存在的普遍行业不规范现象。报道中，一辆轻型货车在空车状态下就已经超过了额定荷载，远远超过了标识重量，而这一现象已成为了轻卡行业的常态。由于轻卡车厢限定在 4.2 米，可以悬挂和普通轿车一样的蓝牌，方便车主在限行区以及城区内配送货。同时，为了提高车辆的载重能力，生产厂商对车身结构进行了加强，提升配置。整个供求市场的不合理关系导致了大吨小标情况的泛滥。

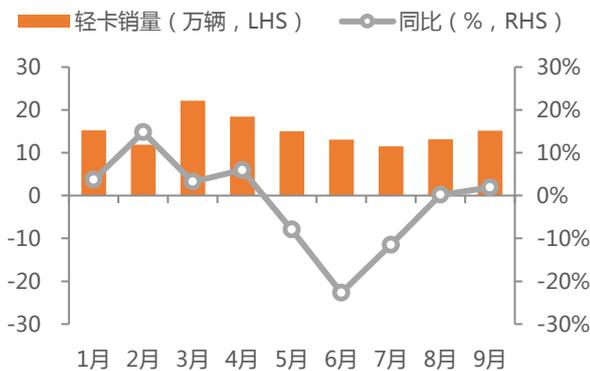
图 11:《焦点访谈》曝光蓝牌轻卡“大吨小标”乱象



资料来源：CCTV，天风证券研究所

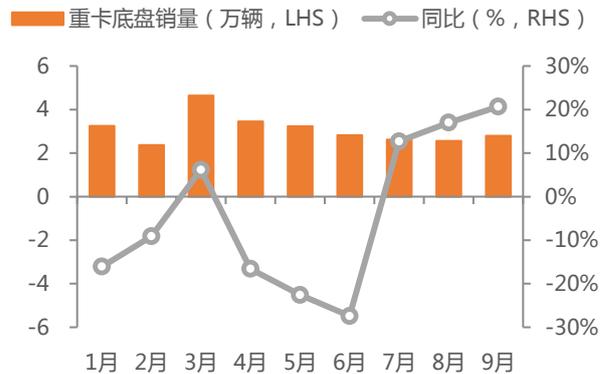
新闻曝光后，各地政府相继出台政策对大吨小标现象进行治理，严格把控轻卡车辆上牌，在加上近年来愈来愈严格的超载治理，致使轻卡行业销量出现明显下滑，六月份轻卡销量同比下降达 23%。到 8 月份，大吨小标事件影响的逐渐消散，部分地区治理情况出现好转，从而销量有所回升，但仅仅与去年同期持平。

图 12: 2019 年轻卡月度销量及同比



资料来源：中汽协，天风证券研究所

图 13: 2019 年重卡底盘月度销量及同比



资料来源：中汽协，天风证券研究所

大吨小标事件后，严格的治超波及到了重卡行业，导致 5 月份开始重卡底盘销量也出现了

一定程度的下滑，8、9 月份出现回升。但从长期的趋势上来看，大吨小标的治理导致轻卡单车运力的明显下降，对应正在增长的物流运输需求，这意味着轻卡销量以及保有量会在行业趋于规范后出现上涨。

同时，大吨小标现象的出现还有一个原因，原本载重能力较弱的轻卡，在加装配件和其他材料后，可以达到接近 14 吨重卡的承重能力，结合其蓝牌进城的优势，某种程度上给司机带来了投机的机会。事件的曝光与治理，杜绝了这一现象的继续，致使轻卡运力的下降，但运输量的需求仍在，使得部分原来的轻卡驾驶员改用 14 吨以上的重卡作为运输工具，从而推动重卡销量的增加和保有量的提升。

#### 2.4. 重卡企业并未由于持续景气，大幅扩张产能

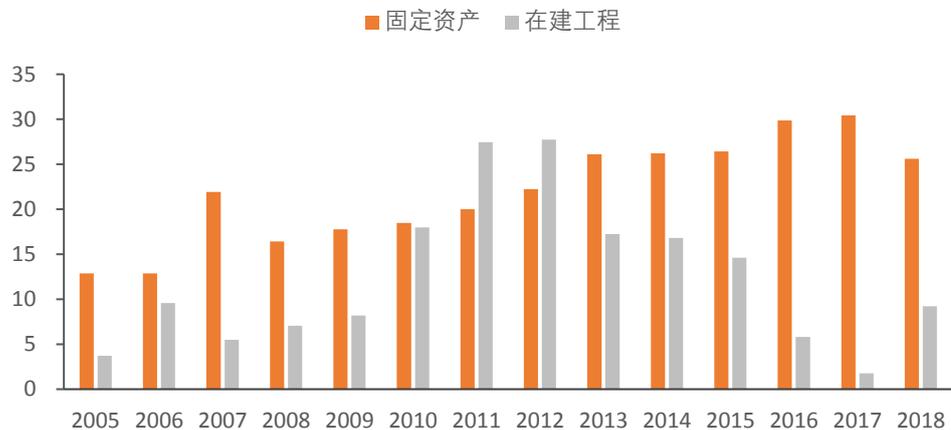
这次行业景气过程中，重卡企业远比 2010 年时候理智，并没有大规模扩产能，因此也不会有 2010 年时候过度扩产能导致的后几年产能过剩这一包袱。2010 年行业景气时，各大厂商过度投入了固定资产，以潍柴动力母公司报表和中国重汽的合并财务报表为例。

潍柴动力的母公司的在建工程在 10 到 13 年都处于极高的位置，跟固定资产达到了一个量级。而到了 17 年，在建工程不到 2 亿元，可见这一次景气周期潍柴并没有进一步大规模的进行固定资产投入，尽管 18 年在建工程有所增加，但伴随着固定资产折旧摊销，固定资产反而在下行通道。

中国重汽的固定资产在 09 年到 13 年都处于 20 亿以上的位置，而之后固定资产不断降低，到 18 年底时已降到 12.2 亿元，从在建工程来看也没有大规模扩产能的迹象。

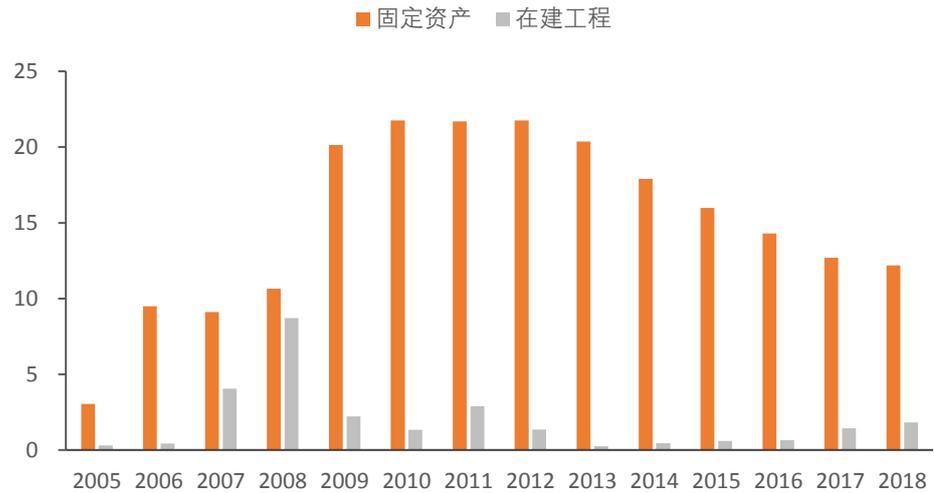
10 年之后很多重卡企业是有前期固定资产投入过多的包袱的，但这一轮重卡景气周期重卡企业并没有这样做，因此就算未来两、三年行业下行，各个重卡企业的表现也是会远好于当年的。

图 14：潍柴动力母公司报表固定资产和在建工程（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 15：中国重汽合并报表固定资产和在建工程（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.5. 按轴收费的影响

2016 年 921 治超之后，重卡单车运力明显下降，带来了运力不足，运价指数大幅上升。受央视曝光大吨小标事件的影响，国务院发布《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》，计划从 2020 年 1 月 1 日起，取消原有计重收费制度，全国高速公路对货车实行统一按轴收费，并全面实行入口不停车称重检测。新标准将各类货车按照总轴数、车长和允许总质量进行分类。新标准实施后，高速公路承载效率将大幅提高，通行效率也会得到提升。

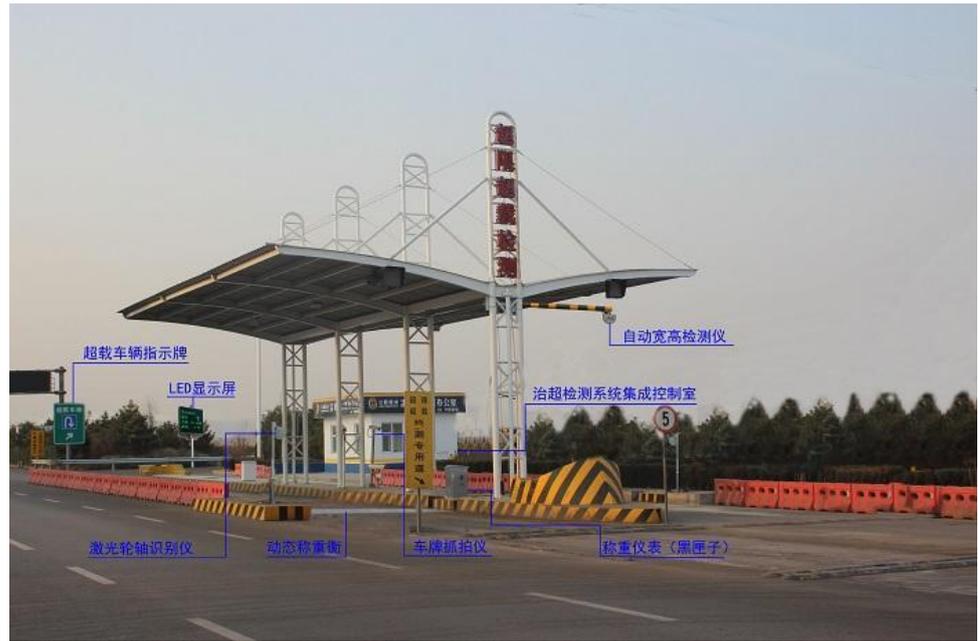
表 6：新标准收费公路车辆车型分类

车型	车货总质量限额
二轴货车	18 吨
三轴货车	25 吨
三轴汽车列车	27 吨
四轴货车	31 吨
四轴汽车列车	36 吨
五轴汽车列车	43 吨
六轴及以上汽车列车	49 吨
	46 吨（牵引车驱动轴为单轴）

资料来源：交通运输部，天风证券研究所

此外，国务院公布了取消高速公路省界收费站方案，实现“不停车快捷收费”的目标，各高速公路路口实现地秤全覆盖，超限车辆直接禁行，从根源杜绝超载的发生。人工执法向机器执法的转变也降低了灰色利益链形成的可能性。

图 16：高速公路入口治超检测系统



资料来源：万立科技，天风证券研究所

不停车计重收费和按轴收费政策的结合将大幅提高货车的通行效率，有效抑制超载的发生，同时从根源上解决大吨小标的问题，实现货车收费费率趋于公平合理。随着政策的不断蔓延，从高速公路普及到国道和省道，超载现象将会被完全扼制。整体来看，新标准的实施有助于整个行业日趋规范，逐渐杜绝超载超限现象，刺激我国物流运输行业发展，加速轻重卡销量增长。

## 2.6. 超载事件带来的超载治理

近期的超载事故促使多地区陆续下发了新的超载治理政策，进一步加大超载治理。同时，目前正处于《推进运输结构调整三年行动计划（2018-2020年）》实施时期，明年1月将进入第二考核期，预计各省市治超力度将进一步加大，范围也会向全国蔓延。政府也将出台相应的政策对运输业做进一步地规范，从刑罚，经济和征信等多方面对超载司机进行惩处。

表 7：无锡事件后部分地区超载治理政策

地区	时间	主要政策
苏州	2019.10.10	发布《关于进一步加强超限超载查处工作的紧急通知》
南京	2019.10.11	展超限超载集中整治
广东	2019.10.11	紧盯六轴、满载货车，杜绝超载车绕路、落实一超四罚
江苏	2019.10.12	"两客一危"车辆、货运车辆、港口船舶专项治理
安徽	2019.10.18	严格源头管控、加强信用体系建设、加强监督检查

资料来源：交通运输部，天风证券研究所

无锡事件发生后，交通部在10月24日的发布会上介绍了无锡桥面侧翻事故调查最新情况，初步分析系严重超载所致。下一步，交通运输部将会同有关部门深刻剖析事故原因，及时进行事故警示，改进安全管理措施，加强重点领域、重点环节安全监管，确保同类事故悲剧不再重演。

严格的治超政策之下，将会导致运价指数的上涨，单车运力的下降，我们认为这有望带来重卡需求的边际增长，提升重卡保有量。同时，随着高速公路省界收费站的逐步取消，超限车辆将无法驶入高速公路，提升高速公路的承载效率，维持重卡行业景气状态。

图 17：10 月 11 日苏州市连夜治理超载



资料来源：澎湃新闻，天风证券研究所

### 3. 投资建议

继续推荐重卡发动机龙头**潍柴动力**，治理改善的重卡整车标的**中国重汽 H**。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com