



2020年04月15日

增持(首次评级)

当前价：23.31 元
目标价：28 元

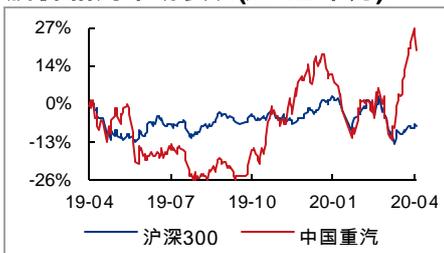
分析师：徐昊

执业编号：S0300519040001
电话：010-66235709
邮箱：xuhao@ykzq.com

联系人：逢增山

电话：13816595023
邮箱：pangzengshan@ykzq.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	39.84	45.00	46.94	49.07
(+/-)	-1%	13%	4%	5%
归母净利润	1591	1870	2190	2485
(+/-)	31%	18%	17%	13%
EPS(元)	1.82	2.56	2.97	3.31
P/E	12.79	9.12	7.84	7.04

资料来源：粤开证券研究院

近期报告

中国重汽(000951.SZ)

【粤开汽车深度研究】中国重汽(000951.SZ)降本增效，受益基建

投资要点

汽车市场持续调整，重卡同比正增长，成为唯一亮点

2019年国内汽车销量2575万辆，同比下滑8.15%，商用车销量432万辆，同比下滑1.06%；重卡销量117万辆，同比提高2.27%，成为汽车市场唯一的亮点。

重卡 CR4 行业集中度进一步提升，“四大”优势明显。2019年重卡企业一汽解放、东风汽车、中国重汽和陕汽集团合计占比达到75%，CR8为94%。

中国重汽集团是中国重型汽车工业的摇篮

中国重汽是重汽集团重卡整车核心板块。2019年公司重卡销量13.7万辆，重汽集团19.1万辆，连续三年占集团比重70%以上。

公司稳步发展，盈利能力逐年提升。2018年9月谭旭光接任中国重汽集团董事长，在组织结构、降本增效、人员优化等方面进行了一系列优化，成果明显。2018年公司销售费用、管理费用和财务费用分别降低了10.47%、44.96%和28.43%，而公司总营收不降反升，提高了8.22%；公司近三年归母净利润分别为8.98亿、9.05亿和12.23亿，同比114.64%、0.84%和35.16%，稳步增长；除2018年外，公司近五年毛利率均在10%~11%间；从2014年以来，公司整车价值稳步提升，近三年维持在25万元以上。

集团海外出口业务连续十四年位居国内首位。2016年~2019年集团出口分别为2.5万辆、3.1万辆、3.6万辆和4万辆，海外业务优势明显。

公司发展机遇大于当前挑战

我们从需求端、政策端和供应端三个维度来看，需求端，逆经济周期下的基建托底经济，是重卡销量增长的确定性因素。从今年3月份近万亿的债券融资中可以看出，有16%是流向基建行业，30%是房地产与建筑业，其他部分也有很大比例最终流向基建。政策端，国三置换补贴，以及治超治限持续巩固现有销量；而随着物流行业的持续发展，占据重卡销量七成的物流类重卡成为巩固重卡销量的绝对主力。截止到2018年底，全国重卡保有量710万辆，同比增加12%，其中国三重卡保有量150万辆，占比21%，其中5年及以上车辆共计131万辆，占国三重卡比重87%；治超治限常态化，有助于重卡销量持续向好。供应端，谭旭光就任以来所进行的一系列改革，做好了迎接机遇和挑战的准备；与潍柴动力的合作，有望进一步提升公司市占率。我们认为，这一系列举措，对于提升公司行业竞争力，都是值得期待的。

盈利预测及投资建议

面对当前市场行情，公司深化改革，降本增效，优化内部组织，在国家稳增长、基建托底经济、国三加速淘汰的背景下，预计未来盈利能力继续扩大，我们预计2020~2022年净利润分别约为18.70亿元、21.90亿元、24.85亿元，EPS分别为2.56元、2.97元和3.31元，对应PE分别为9.12倍、7.84



倍和 7.04 倍，给予“增持”评级。

风险提示

- 1、宏观经济波动影响；
- 2、新车型推出不及预期；
- 3、治超治限、国三淘汰不及预期；
- 4、公司内部改革落实不到位。



目 录

投资案件	5
投资评级与估值	5
关键假设点	5
有别于大众的认识	5
股价表现催化剂	5
核心风险提示	5
一、卡车行业现状	6
(一) 卡车市场发展现状	6
(二) 行业市场格局-“四大”优势明显	8
二、中国重汽-中国重型汽车工业摇篮	10
(一) 中国重汽是我国重型汽车工业的摇篮	10
(二) 公司稳步发展，盈利能力逐年提升	14
四、盈利预测及投资建议	16
(一) 从三个维度看公司发展机遇	16
1、需求端-基建带来的确定性增长机会	16
2、政策端-国三置换补贴和治超治限持续巩固现有销量	18
3、供应端-深化改革，迎接新挑战	21
(二) 盈利预测及投资建议	21
1、可比公司估值	21
2、收入分析及预测	22
四、风险提示	23

图表目录

图表 1：国内历年汽车销量（单位：万辆）及 YoY（%）	6
图表 2：国内历年乘用车和商用车销量（单位：百万）及 YoY（%）	6
图表 3：国内历年各类卡车销量（单位：万辆）及 YoY（%）	7
图表 4：2019 年商用车销量组成	7
图表 5：国内历年卡车和重卡销量（单位：万辆）	8
图表 6：国内历年卡车和重卡销量 YoY（%）	8
图表 7：历年重卡行业集中度变化曲线（%）	9
图表 8：国内重卡销量 TOP5 公司对比（单位：辆）	9
图表 9：重点重卡公司市占率	10
图表 10：中国重汽集团发展历程	11
图表 11：公司股份结构	12
图表 12：集团产品构成	12
图表 13：集团在售重点产品品牌	13
图表 14：公司历年销量（单位：辆）及 YoY（%）	13
图表 15：公司重卡销量占集团比重（%）	13



图表 16 : 2019 年公司各业务营收构成.....	13
图表 17 : 公司三费变化 (单位 : 百万元)	14
图表 18 : 公司与陕汽重卡总营收 (单位 : 百万元) 对比.....	15
图表 19 : 公司与陕汽重卡归母净利润 (单位 : 百万元) 对比.....	15
图表 20 : 公司与陕汽重卡归母净利率对比.....	15
图表 21 : 公司单车价格 (单位 : 万元) 逐年提升.....	15
图表 22 : 公司毛利率逐步改善.....	15
图表 23 : 中国重汽集团海外业务分布	16
图表 24 : 中国重汽集团出口海外业务 (单位 : 辆) 及同比.....	16
图表 25 : 非金融企业的债券净融资分布.....	17
图表 26 : 物流重卡和工程重卡历年销量 (单位 : 万辆)	17
图表 27 : 工程类重卡销量与基建、房地产开发投资和采矿业对比.....	18
图表 28 : 各类卡车历年保有量 (单位 : 万辆) 变化趋势.....	18
图表 29 : 重卡历年保有量 (单位 : 万辆) 及占比.....	19
图表 30 : 2020 年各地重卡淘汰补贴政策汇总.....	19
图表 31 : 超载超限标准变化.....	20
图表 32 : 卡车销量与申万物流行业指数.....	20
图表 33 : 历年物流类重卡占据重卡比例.....	20
图表 34 : 可比公司估值 (截至 2020 年 4 月 15 日)	21
图表 35 : 公司主要财务指标预测	22
图表 36 : 公司主要财务指标预测	22
图表 37 : PE Band.....	23
图表 38 : PB Band.....	23
附录 : 公司财务预测表 (百万元)	24



投资案件

投资评级与估值

我们预计 2020 年、2021 年和 2022 年营业收入分别是：450.00 亿、469.44 亿和 490.71 亿元，归母净利润为 18.70 亿、21.90 亿和 24.85 亿元，EPS 分别为 2.56 元、2.97 元和 3.31 元，对应 PE 为 9.12 倍、7.84 倍和 7.04 倍，当前公司股价为 23.31 元。参考行业内可比公司平均估值，考虑到基建和国三淘汰置换需求，公司未来市场份额有望持续提升，维持“增持”评级。

关键假设点

- 1、受益于 2020 年稳增长的扩张财政政策，基建确定性强，带来边际改善；
- 2、国三加快淘汰，政策持续补助；
- 3、公司持续深化改革，降本增效，产品结构持续优化，产品盈利能力增强，单车价格持续提升，三年毛利率分别为：11.56%，12.03%，12.27%。
- 4、受益于重卡行业集中度提升，公司市占率提升，销量稳步增长，销量增速分别为 3.68%，2.12%和 2.18%。

有别于大众的认识

市场普遍认为，当前重卡行业 CR4 市占率逐步提升，头部企业之间竞争激烈，中国重汽很难保持在销量下滑 3.4%情况下，实现归母净利润大幅提高。但是 2019 年公司归母净利润实现 12.23 亿元，同比大幅提高 35.2%，同时整车单价也提高了 0.39%，达到 26.5 万元。主要得益于公司近两年深化改革，组织结构调整，降本增效，提升产品竞争力。

股价表现催化剂

- 1、公司改革持续优化，降本增效，提升产品竞争力；
- 2、基建稳增长带来的需求边际改善；
- 3、国三排放车辆加快淘汰带来的更新需求。

核心风险提示

- 1、宏观经济波动影响；
- 2、新车型推出不及预期；
- 3、治超、国三淘汰不及预期；
- 4、公司内部改革落实不到位。



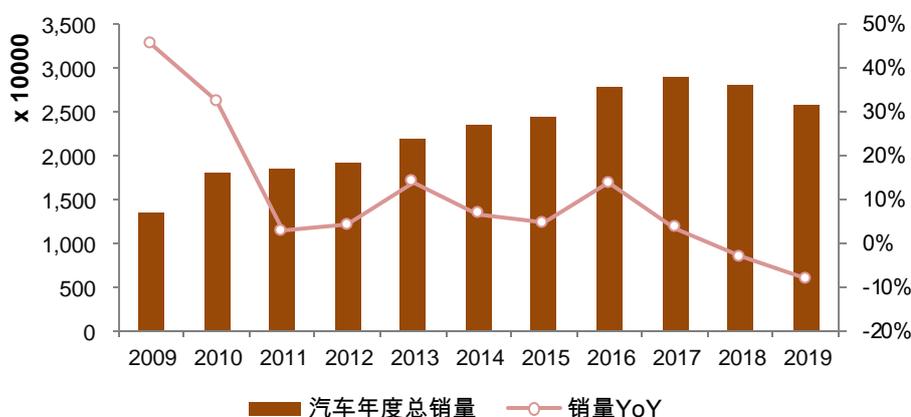
一、卡车行业现状

(一) 卡车市场发展现状

2019年国内汽车销量2575万辆，同比下滑8.15%，商用车销量432万辆，同比下滑1.06%；重卡销量117万辆，同比提高2.27%；中重卡销量合计131万辆，同比下滑19.51%；轻卡销量188万辆；同比下滑0.37%。

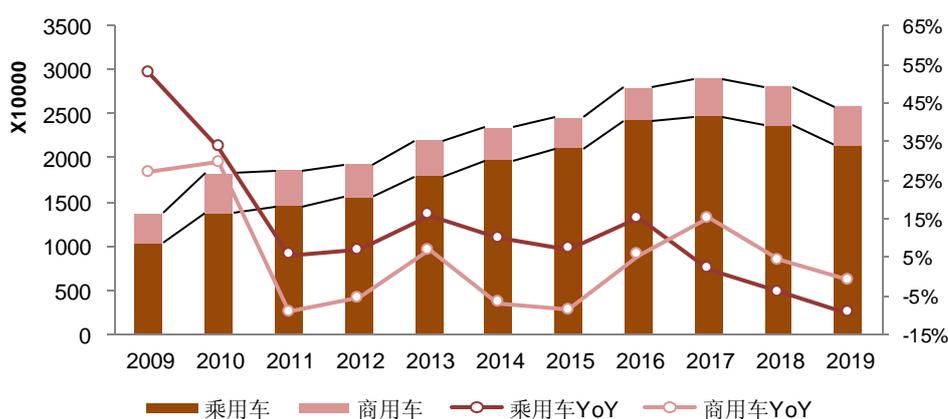
2020年第一季度，商用车销量79万辆，同比下滑28%，重卡销量27万辆，同比下滑16%。其中，三月份重卡销量12万辆，同比下滑19%，环比增长219%；中卡销量1.3万辆，同比下滑23%，环比增长336%；轻卡销量17万辆，同比下滑23%，环比增长496%，各车型销量较2月份相比降幅均明显收窄。

图表1：国内历年汽车销量（单位：万辆）及YoY（%）



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表2：国内历年乘用车和商用车销量（单位：百万）及YoY（%）



资料来源：wind、粤开证券研究院

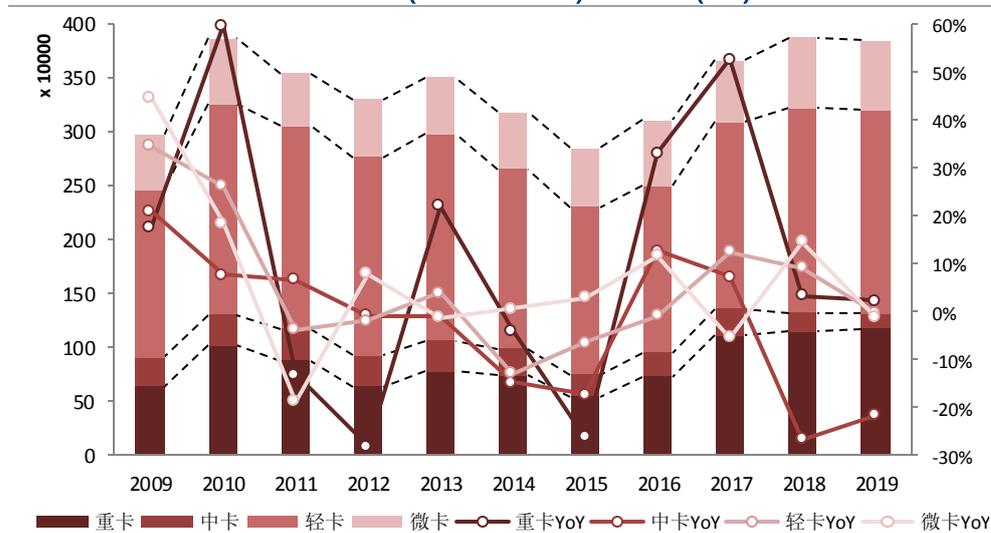
在国内商用车市场中，卡车销量占比最大，大约为96%；在卡车中，又以轻卡和重卡销量最多，两者合计占比76.1%。

重卡具有生产资料属性，受政策、需求等方面的影响，销量有明显的周期性，从数据上看，近十年，2010年、2013年和2017年分别达到销量峰值，同比增加59.7%、



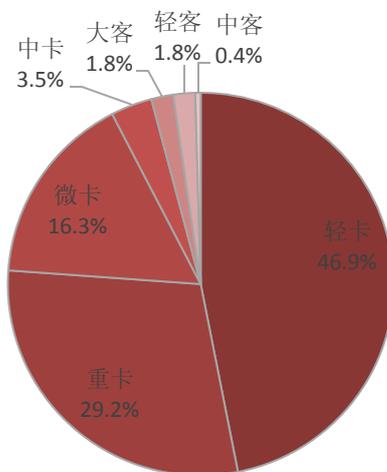
22.1%和 52.7%。以最近的 2017 年为例，重卡销量达到 111 万辆，主要是受国内重卡在强制性国标 GB1589-2016《汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限值》的实施、921 治超新政、国五排放切换等政策和市场等因素刺激。

图表3：国内历年各类卡车销量（单位：万辆）及 YoY（%）



资料来源：wind、粤开证券研究院

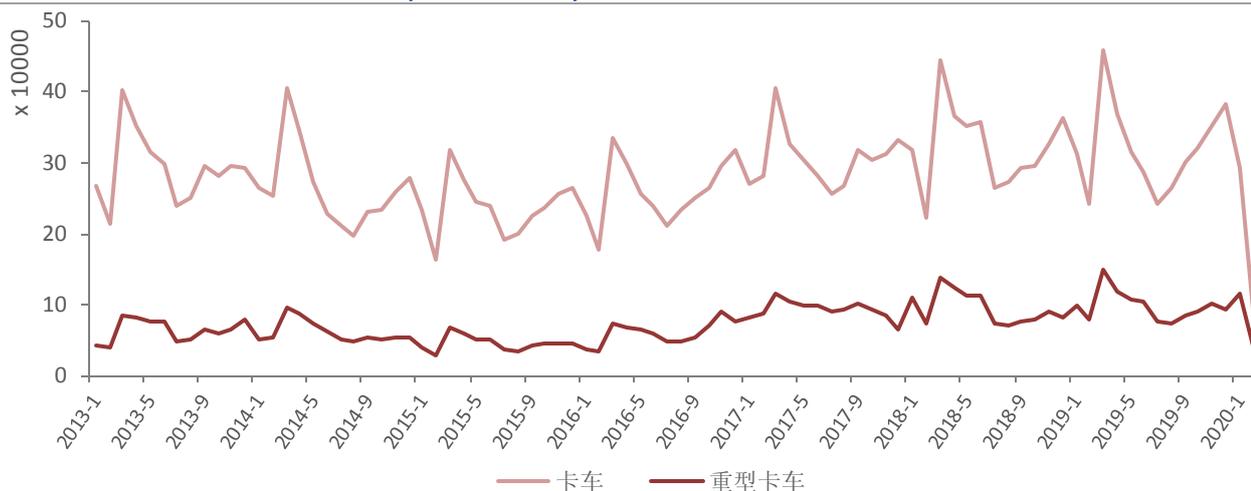
图表4：2019年商用车销量组成



资料来源：wind、粤开证券研究院

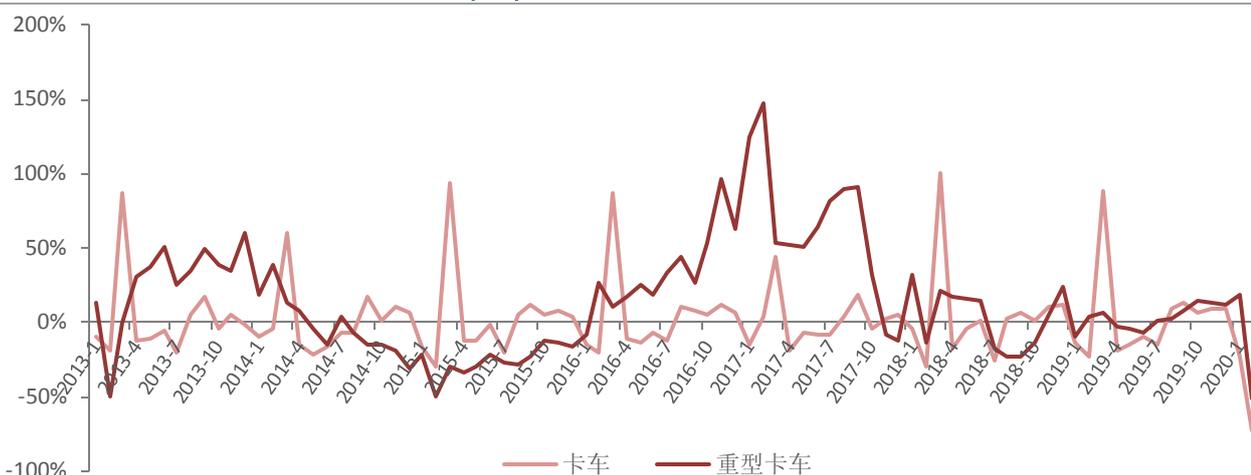


图表5：国内历年卡车和重卡销量（单位：万辆）



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表6：国内历年卡车和重卡销量 YoY (%)



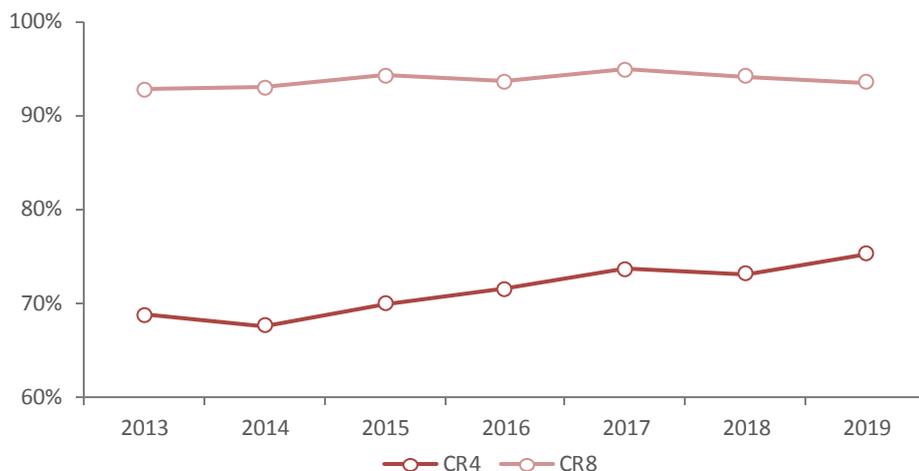
资料来源：wind、粤开证券研究院

（二）行业市场格局-“四大”优势明显

从集团重卡市占率角度来看，目前重卡市占率格局比较清晰，前四位分别是一汽解放、东风汽车、中国重汽集团和陕汽集团，并且行业集中度逐年提升，近几年 CR8 一直维持在 92%以上，；而从 2016 年开始，CR4 也在 71%以上，2016 年~2019 年分别是：72%，74%，73%，75%，与处在第五位的北汽福田差距逐步拉大，行业集中明显。

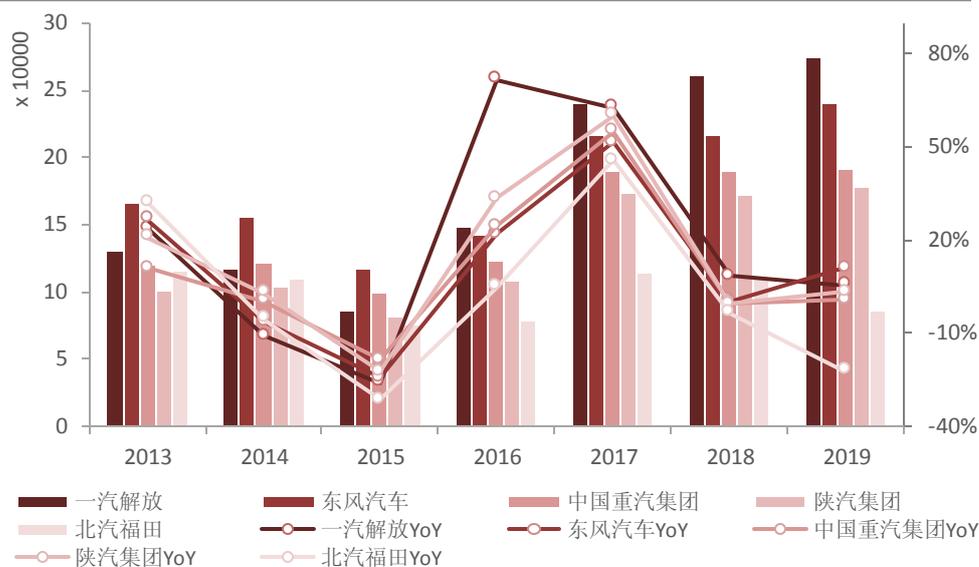


图表7：历年重卡行业集中度变化曲线（%）



资料来源：公司公告、第一商用车网、粤开证券研究院

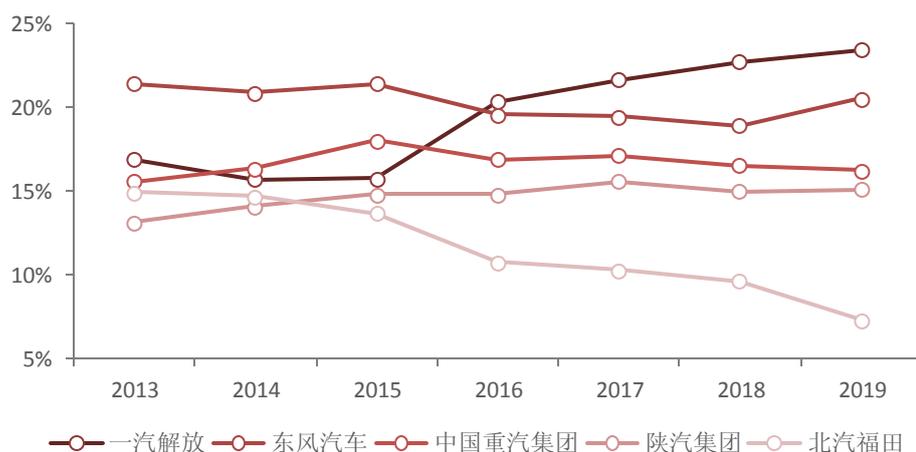
图表8：国内重卡销量TOP5公司对比（单位：辆）



资料来源：公司公告、第一商用车网、粤开证券研究院



图表9：重点重卡公司市占率



资料来源：公司公告、Wind、粤开证券研究院

二、中国重汽-中国重型汽车工业摇篮

(一) 中国重汽是我国重型汽车工业的摇篮

中国重汽集团有限公司(以下简称“中国重汽集团”)前身是济南汽车制造总厂,1960年制造了中国第一辆重型汽车-黄河牌 JN150 八吨载货汽车,结束了我国不能生产重型汽车的历史。同年5月,毛泽东主席视察济南,参观了样车并给予高度评价。朱德委员长亲笔撰写“黄河”二字。在社会主义建设初期,为国民经济的发展和国防建设做出了重大贡献,成为中华民族自力更生、艰苦奋斗的标志性成果之一。1983年在邓小平同志的关心下,成功引进了奥地利斯太尔重型汽车项目,是国内第一家全面引进国外重型汽车制造技术的企业。

2007年在香港实现主板红筹上市,成为目前我国制造业大型国有企业唯一一支在港红筹上市公司,初步搭建起国际化发展平台。2009年与德国MAN战略合作,在引进技术基础上,成功开发了具备世界先进水平的MC/MT系列发动机、MCY系列驱动桥、汕德卡/T7H系列整车等先进重型汽车整车及关键总成技术和产品。2013年具有自主知识产权的汕德卡系列产品正式推向市场,继续引领国内重型汽车工业发展。

目前,中国重汽集团已经成为我国最大的重型汽车生产基地,是我国重卡行业驱动形式和功率覆盖最全的企业,并形成了以重卡为主导,同时涵盖中卡、轻卡、客车、特种车等全系列商用车的产业格局。集团下属两个上市公司,分别为中国重汽(香港)有限公司和中国重汽集团济南卡车股份有限公司(000951.SZ)(简称“中国重汽”)。

集团主要组织开发研制、生产销售各种载重汽车、特种汽车、客车和专用车及发动机、变速箱、车桥等总成和汽车零部件,拥有汕德卡、豪沃、豪瀚、斯太尔、王牌、福泺等全系列商用车品牌,是我国重卡行业驱动形式和功率覆盖最全的重卡企业。


图表 10：中国重汽集团发展历程

1953	• 由国家交通部批准，定名为济南汽车修配厂，归交通部直属管理
1956	• 济南汽车制造厂正式成立
1964	• 更名为济南汽车制造总厂
1983	• 经国家批准，引进奥地利斯太尔91系列重型汽车制造技术项目
1984	• 经国家批准，以济南汽车制造总厂为主体，吸收国内其他整车、发动机及零部件制造厂，组建重型汽车工业联营公司
1984	• 从奥地利斯太尔公司引进整车技术，济汽作为主要项目单位，在国内联合生产“斯太尔”系列重型汽车
1990	• 经国务院批准，以重型汽车工业联营公司为主，联合其他相关业务主体组成中国重型汽车集团公司
1995	• 斯太尔项目通过国家验收
2000	• 国务院第74次总理办公会议，决定将重汽集团分为三个部分，分别下放到山东、陕西和重庆管理，保留“中国重汽”名称
2001	• 新的中国重汽正式宣告成立
2002	• 中国重汽建成全国最大的重型汽车桥箱生产基地
2003	• 6月9日，公司与沃尔沃集团关于重型汽车合资项目正式签约；7月10日，双方合资的济南华沃卡车有限公司成立
2004	• 2月12日，经深圳证券交易所核准，山东小鸭电器股份有限公司变更为“中国重型汽车集团济南卡车股份有限公司” • 8月7日，中国重汽（香港）国际资本有限公司经商务部批准正式成立
2006	• 中国重汽集团济南动力有限公司成立，具有国际先进水平的重型汽车发动机生产线正式投入运行
2007	• 中国重汽集团以红筹形式在香港主板上市，上市公司名为中国重汽（香港）有限公司，股票代码3808
2009	• 中国重汽（香港）有限公司与德国MAN公司正式签约，在资本、技术、产品、市场等方面实施战略合作
2010	• 4月11日，中国重汽集团绵阳专用车有限公司开业揭牌 • 9月28日，中国重汽集团成都王牌商用车有限公司揭牌
2011	• 中国重汽举行首期投资10亿元建设福建海西汽车股份有限公司新厂区奠基仪式
2013	• 中国重汽与德国MAN强强合作的SITRAK品牌正式启动
2014	• 在国务院总理李克强对非洲四国访问期间，公司与尼日利亚DANGOTE集团签署战略合作协议
2015	• 8月16日，中国重汽集团科技中心正式启用，这是全国唯一的一家重型汽车工程技术研究中心 • 9月19日，集团控股的山东豪沃汽车金融有限公司成立
2016	• 3月2日，“智慧重汽”APP正式上线，中国重汽集团济南地球村电子商务有限公司成立，中国重汽开启“互联网+营销”新时代 • 9月19日，中国重汽代首款智能重卡正式面世
2017	• 集团举办“百万英雄见证百万豪沃”的第一百万辆HOWO重卡下线仪式。
2018	• 4月12日，中国重汽制造的全球首台无人驾驶电动卡车在天津港开启试运营 • 7月12日，地球村保险经纪有限公司开业揭牌 • 9月1日，谭旭光同志担任集团党委书记、董事长
2019	• 集团第30000辆汕德卡下线，标志着国内高端重卡迈上了一座新里程碑

资料来源：公司官网、粤开证券研究院

上市公司中国重汽集团济南卡车股份有限公司（以下简称“中国重汽”）是中国重汽集团的最终控股子公司，目前拥有“HOWO”、“HOWO-A7”、“HOWO-T 系”、“豪瀚”等品牌及系列车型。



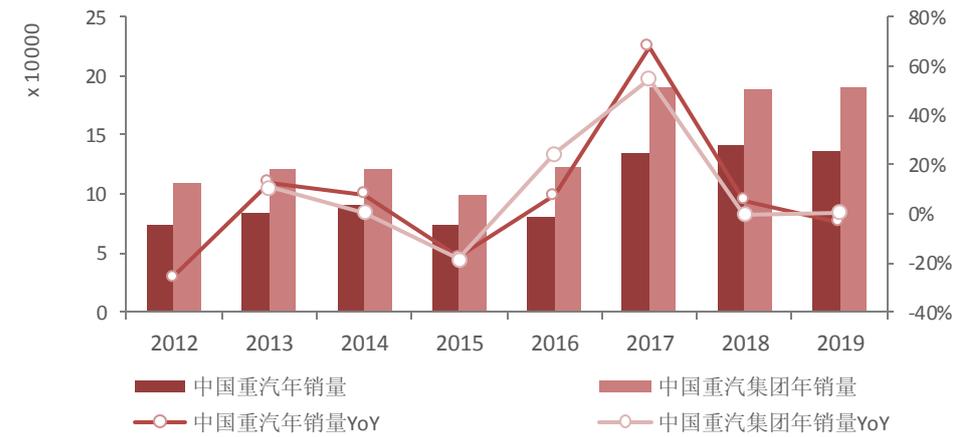
图表13：集团在售重点产品品牌



资料来源：公司公告、粤开证券研究院

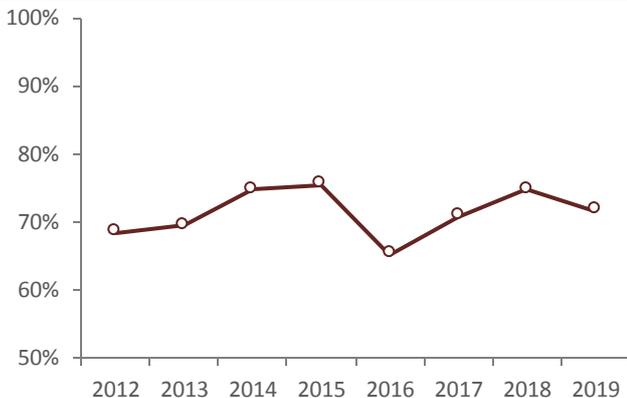
中国重汽是重汽集团重卡整车核心板块。公司的主营业务板块是重卡生产及销售，营收占公司总营收的90%以上；作为重汽集团最主要的重卡生产制造板块，除2016年外，公司近年重卡销量占集团比重持续稳定在70%以上。从2017年~2019年三年间，公司重卡销量均在13万辆以上，集团重卡销量也基本维持在19万辆左右，整体销量相对稳定。

图表14：公司历年销量（单位：辆）及YoY（%）



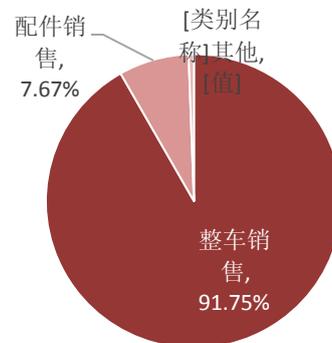
资料来源：公司公告、卡车之家、粤开证券研究院

图表15：公司重卡销量占集团比重（%）



资料来源：公司公告、卡车之家、粤开证券研究院

图表16：2019年公司各业务营收构成



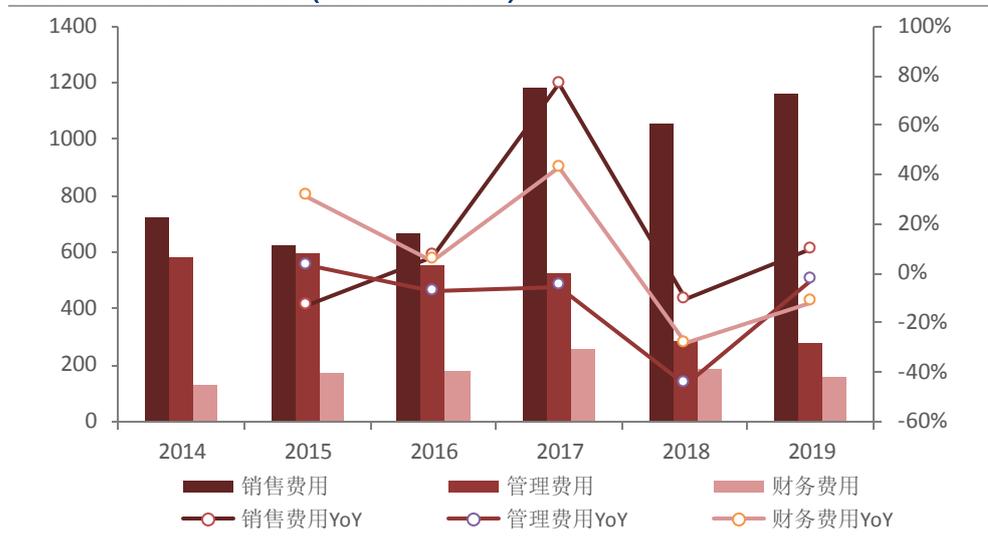
资料来源：公司公告、粤开证券研究院



(二) 公司稳步发展，盈利能力逐年提升

新掌门人上任，组织结构优化、降本增效初见成果。2018年9月谭旭光接任董事长后，进行了大刀阔斧的改进，从降本增效、组织机构、人员优化等方面进行了一系列改革。随着掌管潍柴动力和山东重汽两大集团帅印，有效实现了资源的整合，开启了山东重工发展的新局面；通过了《中国重汽集团关于深化改革的十条意见》，拉开了中国重汽改革的大幕：进行人事制度改革，从正部级开始，所有领导干部全部重新竞聘上岗；以市场为导向，大力精简组织机构；坚决消灭关联交易、独家供货，坚定不移地推进采购降低成本；建立全面预算管理体系，以业绩为导向，建立优胜劣汰的考核激励体系；大力推动后勤单位改革改制，以及僵尸企业、金融单位改制推出，剥离辅业。这五项措施针对的是中国重汽集团现存的问题，同时又明确了未来的目标和方向。这些措施带来了明显效果，2018年公司销售费用、管理费用和财务费用分别降低了10.47%、44.96%和28.43%，而公司总营收不降反升，提高了8.22%，我们认为，随着改革的持续进行，公司依旧有很大降本空间。

图表17：公司三费变化（单位：百万元）

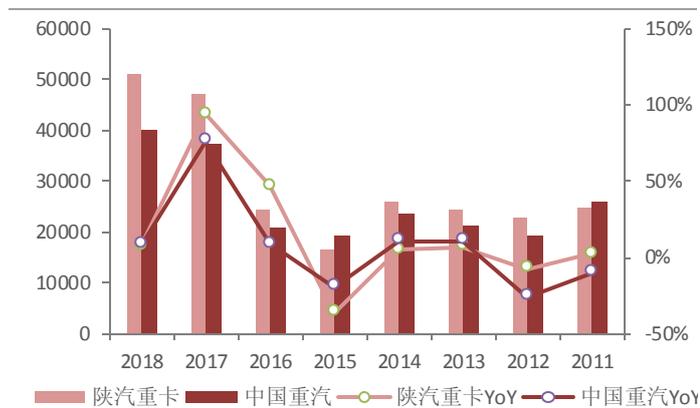


资料来源：公司公告、粤开证券研究院

整体盈利能力不断改善，单车价值逐年提升。公司2017年、2018年、2019年总营收分别为398亿元、404亿元、373亿元，同比-1.33%、8.22%、-76.67%，归母净利润分别为8.98亿、9.05亿和12.23亿，同比114.64%、0.84%和35.16%，稳步增长；归母净利率3.07%、2.24%和2.41%，并且2013~2017年要明显高于陕汽重卡；除2018年外，公司近五年毛利率均在10%~11%间；同时从2014年以来，公司整车价值稳步提升，近三年维持在25万元以上，公司产品结构优化初显成效，产品盈利能力增强。

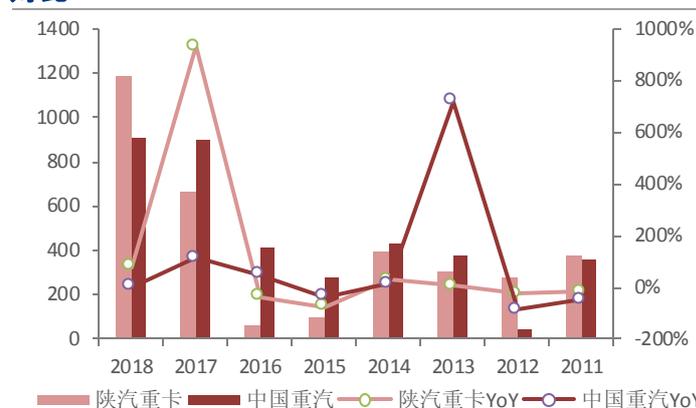


图表18：公司与陕汽重卡总营收（单位：百万元）对比



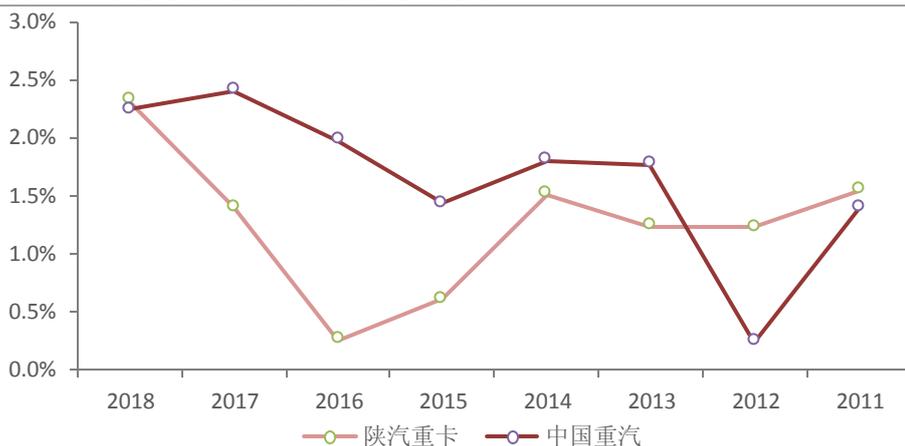
资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表19：公司与陕汽重卡归母净利润（单位：百万元）对比



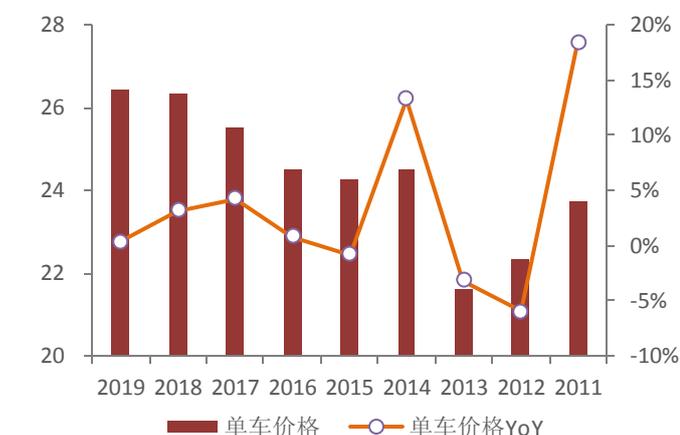
资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表20：公司与陕汽重卡归母净利率对比



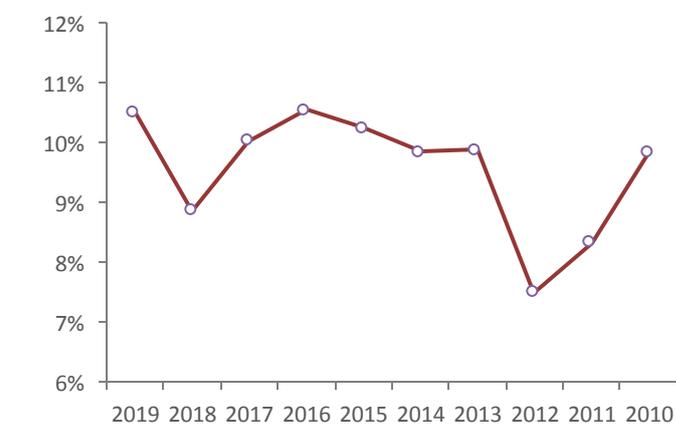
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表21：公司单车价格（单位：万元）逐年提升



资料来源：公司公告、粤开证券研究院

图表22：公司毛利率逐步改善



资料来源：Wind、粤开证券研究院



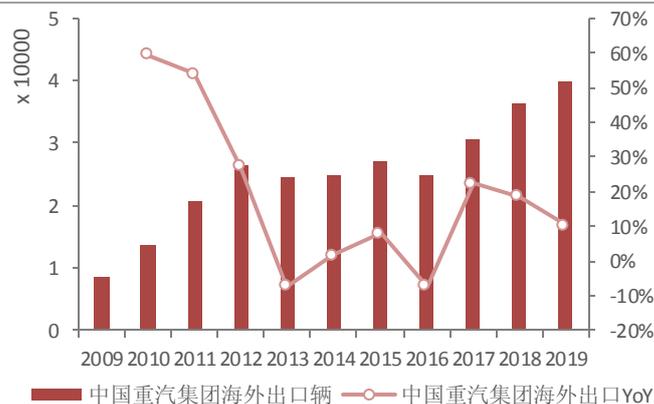
集团海外出口业务连续十四年位居国内首位。公司海外出口业务作为公司业务的一大亮点，主要是通过中国重汽（香港）旗下子公司中国重汽集团国际公司实现，公司目前在全球 69 个国家和地区建立了代表处和办事机构，在国际市场上拥有 180 多家经销商，270 多个服务站和 240 多个配件销售点，产品远销 90 多个国家和地区，形成年出口重型汽车四万辆的影响能力，连续十四年位居中国重卡行业首位。2016 年~2019 年集团出口分别为 2.5 万辆、3.1 万辆、3.6 万辆和 4 万辆，海外业务优势明显。

图表23：中国重汽集团海外业务分布



资料来源：公司官网、粤开证券研究院

图表24：中国重汽集团出口海外业务（单位：辆）及同比



资料来源：公司公告、粤开证券研究院

四、盈利预测及投资建议

（一）从三个维度看公司发展机遇

重卡市场的发展，受政策、经济形势、需求等各方面的影响，2020 年风云变幻，对于公司来说，既有挑战，又有机遇，总的来说机遇大于挑战。

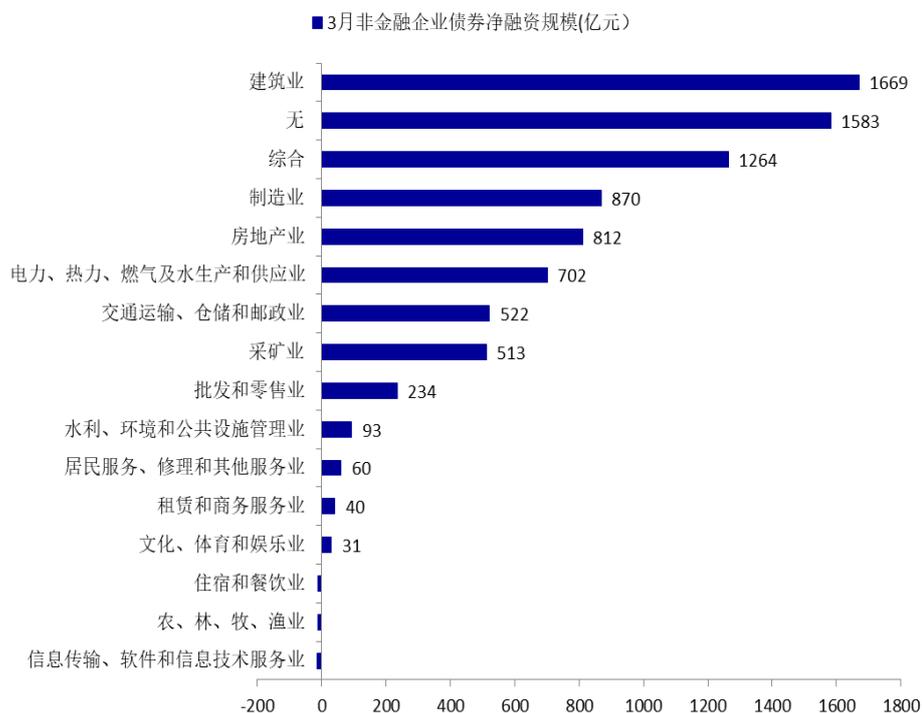
1、需求端-基建带来的确定性增长机会

逆经济周期下的基建托底经济，是重卡销量增长的确定因素。2020 年以来，面对复杂的经济形势，各地出台稳就业、稳投资、稳增长举措，在 3 月 27 日的政治局会议上，提出扩大专项债规模的财政扩张政策。这些专项债将重点投向基建，作为今年稳增长发力点之一。

从 3 月份近万亿的债券融资中可以看出，有 16%是流向基建行业，30%是房地产与建筑业，其他部分也有很大比例最终流向基建。这些社融的放量将有助于拉动新一轮基建投资的增长，进而带动其他相关行业比如重卡方面的增量。



图表25：非金融企业的债券净融资分布



资料来源：wind、粤开证券研究院 注：以证监会行业分类为标准，无表示没有显示所属行业

从用途上，重卡分为物流类重卡和工程类重卡两大类，工程类重卡的上游需求主要有基建、房地产、采矿业等，这些相关行业周期性变化与重卡销量是明显相关的。2019年房地产开发和采矿业处在相对稳定状态，我们预计随着2020年财政扩张政策的实施，整个基建行业的发展将带动重卡行业开启新一轮增长，工程类重卡将成为重卡市场增量的贡献因素。

图表26：物流重卡和工程重卡历年销量（单位：万辆）



资料来源：wind、粤开证券研究院



图表 27：工程类重卡销量与基建、房地产开发投资和采矿业对比

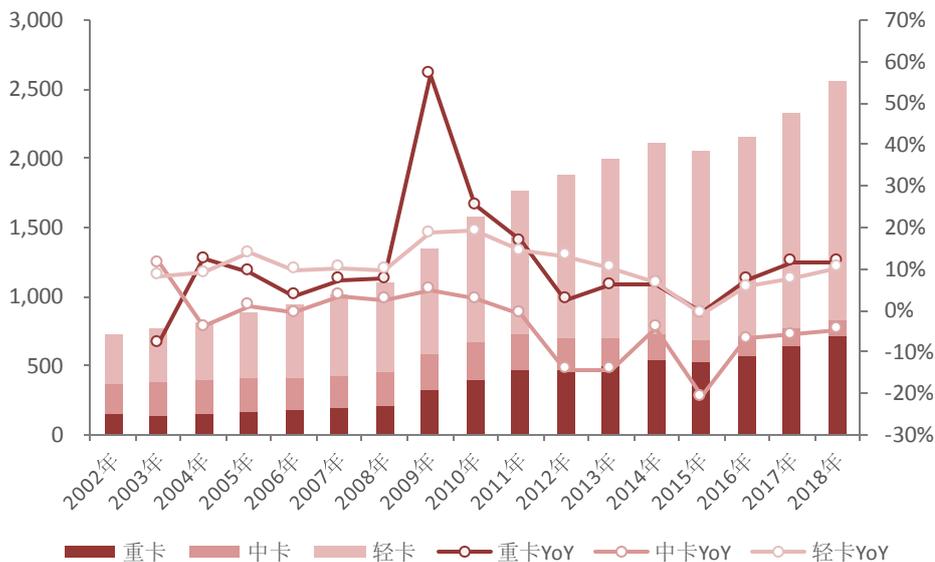


资料来源：wind、粤开证券研究院

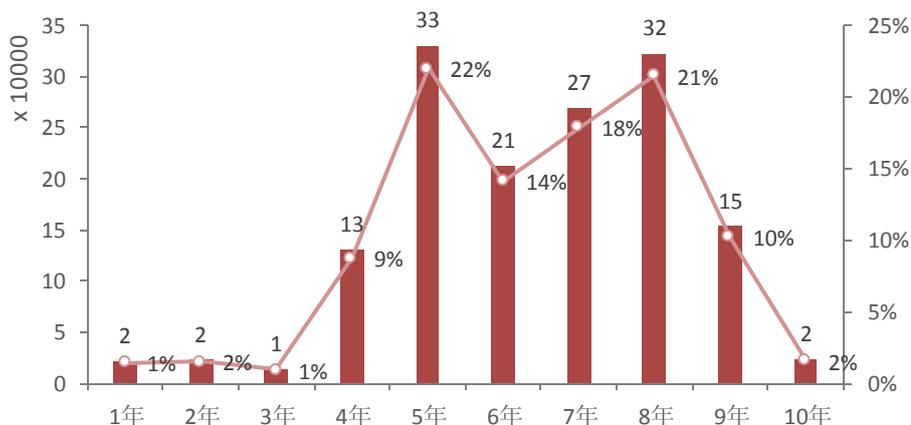
2、政策端-国三置换补贴和治超治限持续巩固现有销量

政策补贴加速国三排放车辆淘汰，扩大新车导入空间。截止到 2018 年底，全国重卡保有量 710 万辆，同比增加 12%，其中国三重卡保有量 150 万辆，占比 21%，其中 5 年及以上车辆共计 131 万辆，占国三重卡比重 87%。

图表 28：各类卡车历年保有量（单位：万辆）变化趋势



资料来源：wind、粤开证券研究院


图表29：重卡历年保有量（单位：万辆）及占比


资料来源：方得网、粤开证券研究院

2020年是蓝天保卫战的收官之年，中央和地方政府陆续出台各项政策，鼓励国三排放车报废和转出淘汰。其中，3月31日，国务院常务会议上确定，中央财政采取以奖代补方式，支持京津冀等重点地区淘汰国三及以下排放标准柴油货车；而上海、南京、武汉和宁波等地最高可以提供11万元的补贴。随着报废补贴逐年下降，及卡车逐渐扩大规模的限行政策，预计可以贡献近30~40万辆增量。

图表30：2020年各地重卡淘汰补贴政策汇总

		2008年及以前	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
上海	重型柴油货车	22000	32000	41000	50000	59000	68000	
	集装箱运输车	38000	54000	70000	85000	101000	116000	
北京	14000 (4月-12月)							
深圳		21000	30100	39200	48300	57400	66500	
南京		18000 (2008年)	22000	26000	30000	34000	38000	
青岛			25000 (6月30日前)	30000 (2009/7-2010/6)	35000 (2010/7-2011/6)	40000 (2011/7-2012/6)	45000 (2012/7-2013/6)	50000 (2013/7以后)
武汉		26000 (2008年)	32000	38000				
宁波			28000		33000	40000	50000	57000
温州			25000		31000 (2011/1-2013/6)		37000 (2013/7以后)	
长治		8800	14300	14300	16500	19800		
陕西					26000			
海南					25000			

资料来源：各地政策、粤开证券研究院

严查治理超载超限，有助于维持重卡需求持续向好。2016年“921”治超政策实施，随后质检总局和国家标委GB1589-2016法规的发布，以及2018年9月交通部要求全国统一超限超载标准，进一步加强了治超管理，有效拉动了重卡销量，并稳定在了110万辆以上。2019年10月，无锡高架桥侧翻事件，则对治超起了催化作用，进一步巩固了本年度重卡的市场销量。我们认为，治超行动常态化，是有助于重卡销量持续向好。



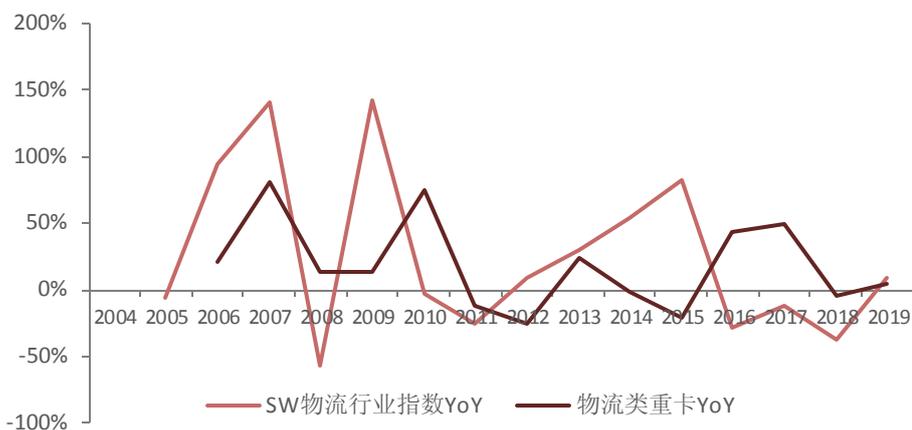
图表31：超载超限标准变化

		旧版标准	新版标准
超限	长	-	18.1 米
	宽	-	2.55 米
	高	-	4 米
超载	二轴车辆	20 吨	18 吨
	三轴车辆	30 吨	25 吨
	四轴车辆	40 吨	31 吨
	五轴车辆	50 吨	43 吨
	六轴及以上车辆	55 吨	49 吨

资料来源：交通部、粤开证券研究院

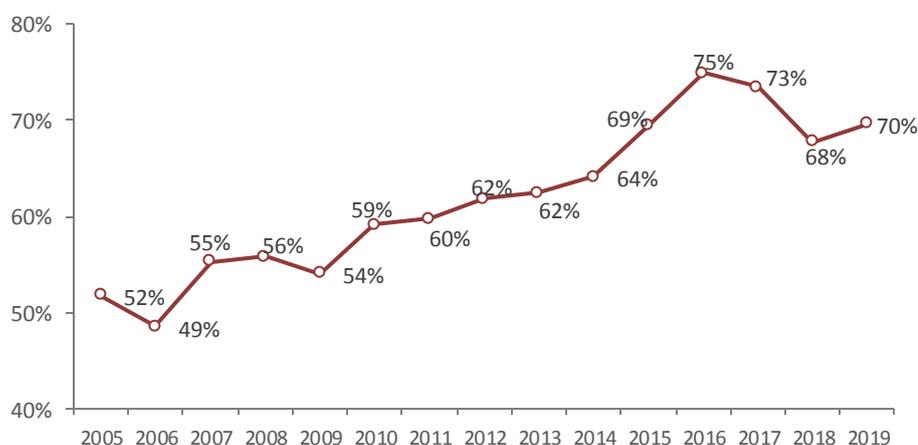
物流行业持续发展，物流类重卡是重卡销量的绝对主力。我们根据申万物流行业指数与物流类重卡历年变化趋势，可以看出，随着国内物流市场的发展，明显带动物流类重卡的增长；纵观近十五年物流类重卡数据，其在重卡中的渗透率逐年提升，近五年更是达到了七成左右，是巩固重卡销量的主力。

图表32：卡车销量与申万物流行业指数



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表33：历年物流类重卡占据重卡比例



资料来源：wind、粤开证券研究院



3、供应端-深化改革，迎接新挑战

机遇总是给有准备的人。谭旭光在中国重汽的市场化改革，比如全体领导干部公开透明竞聘、加大考核激励力度、采购降成本及透明化管理、强化费用管控、加快辅业剥离等，这些改革的力度和深度前所未有。我们可以看到，谭旭光在潍柴动力的耕耘，将潍柴动力树立起行业龙头地位，那么对于中国重汽集团来说，这是可以期待的。

与潍柴动力合作，有望提升公司市占率。中国重汽集团近几年一直处在行业前三，2016年~2019年分别是16.87%、17.11%、16.53%和16.26%，而一汽解放和东风汽车市占率有所提升，2019年两者分别为23.44%和20.50%，与公司的差距正在逐步扩大，而陕汽集团也有15.10%，正在缩小与公司的差距，这是公司需要面对在保持现有优势情况下，进一步提升市占率的挑战。而与潍柴动力的合作，有利于公司提量降本，将进一步提升公司产品竞争力。

(二) 盈利预测及投资建议

1、可比公司估值

公司作为重卡行业排名前三企业，近年在谭旭光带领下，为适应市场形势主动变革，大刀阔斧优化内部结构，降本增效，提升单车价值，改善毛利率，推动品牌向上战略，预计将来盈利能力有继续扩大空间。因此，我们预计2020~2022年净利润分别约为18.70亿元、21.90亿元、24.85亿元，EPS分别为2.56元、2.97元和3.31元，对应PE分别为9.12倍、7.84倍和7.04倍，给予“增持”评级。

图表34：可比公司估值（截至2020年4月15日）

代码	上市公司	营业收入 (亿元)	净利润 (TTM) (亿元)	P/E			P/B		EPS (元)		
				TTM	2020E	2021E	2020E	2021E	TTM	2020E	2021E
000338.SZ	潍柴动力	1743.61	119.07	11.69	10.51	9.66	1.97	1.71	1.15	1.28	1.39
600418.SH	江淮汽车	472.86	1.72	89.12	38.41	22.82	0.72	0.70	0.06	0.13	0.22
600166.SH	福田汽车	453.86	-16.85	-7.53	24.25	19.44			-0.25	0.08	0.10
600375.SH	华菱星马	72.38	0.56	45.52					0.10		
000951.SZ	中国重汽	398.43	15.91	12.79	10.87	10.05	1.90	1.64	1.82	2.14	2.32

资料来源：Wind、粤开证券研究院



2、收入分析及预测

图表35：公司主要财务指标预测

		2019A	2020E	2021E	2022E
整车销售	销量/辆	148,172	145,010	142,000	136,955
	YoY	2.18%	2.12%	3.68%	-3.45%
	营收/百万	44,923	42,880	41,289	36,230
	YoY	4.76%	3.85%	13.96%	-3.08%
	单价/万元	30.32	29.57	29.08	26.45
	YoY	2.53%	1.70%	9.91%	0.39%
	营业成本/百万	39,487	37,799	36,607	32,555
	YoY	4.47%	3.26%	12.45%	-4.84%
	毛利率	12.10%	11.85%	11.34%	10.14%
	占总营收比重	91.55%	91.34%	91.75%	90.93%
配件销售	营收/百万	3,870	3,804	3,451	3,402
	同比增减	1.72%	10.24%	1.43%	23.93%
	营业成本/百万	3,342	3,282	2,968	2,952
	同比增减	1.83%	10.56%	0.54%	25.05%
	毛利率	13.64%	13.73%	13.98%	13.21%
	占总营收比重	7.89%	8.10%	7.67%	8.54%
其他	营收/百万	278	260	260	211
	同比增减	6.84%	-0.09%	23.37%	-16.70%
	营业成本/百万	221	214	223	150
	同比增减	3.41%	-3.85%	48.23%	-34.28%
	毛利率	20.35%	17.71%	14.49%	28.83%
	占总营收比重	0.57%	0.55%	0.58%	0.53%
共计	总营收/百万	49,071	46,944	45,000	39,843
	同比增减	4.53%	4.32%	12.94%	-1.33%
	总营业成本/百万	43,050	41,294	39,798	35,658
	同比增减	4.25%	3.76%	11.61%	-3.11%
	毛利率	12.27%	12.03%	11.56%	10.50%

资料来源：公司公告、粤开证券研究院

图表36：公司主要财务指标预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入/百万元	39,843	45,000	46,944	49,071
+/- (%)	-1%	13%	4%	5%
净利润/百万元	1591	1870	2190	2485
+/- (%)	31%	18%	17%	13%
EPS (元)	1.82	2.56	2.97	3.31
P/E	12.79	9.12	7.84	7.04

资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表37 : PE Band



资料来源 : Wind、粤开证券研究院

图表38 : PB Band



资料来源 : Wind、粤开证券研究院

四、风险提示

- 1、宏观经济波动影响；
- 2、新车型推出不及预期；
- 3、治超、国三淘汰不及预期；
- 4、公司内部改革落实不到位。



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	21,828	30,234	22,785	31,555	经营活动现金流	2604	-5549	11541	-5160
现金	2,761	450	2,586	491	净利润	1591	1870	2190	2485
应收账款	3,353	10,465	3,950	11,118	折旧摊销	236	475	475	475
其它应收款	79	90	87	98	财务费用	191	315	195	66
预付账款	102	157	112	169	投资损失	0	0	0	0
存货	5120	8659	5638	9267	营运资金变动	979	3387	2561	2788
其他	10412	10412	10412	10412	其它	-28	0	0	0
非流动资产	2,176	1,592	1,008	425	投资活动现金流	-150	43	49	40
长期投资	0	0	0	0	资本支出	157	0	0	0
固定资产	1,405	869	332	-205	长期投资	0	0	0	0
无形资产	357	310	263	217	其他	0	41	47	38
其他	413	413	413	413	筹资活动现金流	-896	3196	-9455	3025
资产总计	24,003	31,825	23,793	31,980	短期借款	4600	8642	0	3779
流动负债	15950	20969	10959	16941	长期借款	0	0	0	0
短期借款	4600	8642	0	3779	其他	-5496	-5446	-9455	-754
应付账款	8423	10503	9135	11338	现金净增加额	1557	-2311	2136	-2095
其他	691	691	691	691					
非流动负债	188	188	188	188	主要财务比率	2009	2010E	2011E	2012E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	114	114	114	114	营业收入	-1%	13%	4%	5%
负债合计	16138	21157	11147	17129	营业利润	38%	40%	16%	12%
少数股东权益	876	1392	1992	2661	归属母公司净利润	35%	40%	16%	11%
归属母公司股东权益	6989	8174	9551	11087	获利能力				
负债和股东权益	24003	30723	22691	30877	毛利率	11%	12%	12%	12%
利润表	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率	4%	5%	6%	6%
营业收入	39843	45000	46944	49071	ROE	18%	21%	21%	20%
营业成本	35658	39798	41294	43050	ROIC	16%	24%	15%	31%
营业税金及附加	155	143	159	171	偿债能力				
营业费用	1160	1310	1367	1429	资产负债率	67%	66%	47%	54%
管理费用	279	422	440	460	净负债比率	23%	86%	-22%	24%
研发费用	231	261	273	285	流动比率	1.37	1.44	2.08	1.86
财务费用	165	315	195	66	速动比率	0.39	0.53	0.61	0.70
资产减值损失	52	109	109	109	营运能力				
公允价值变动收益	0	0	0	0	总资产周转率	1.66	1.41	1.97	1.53
投资净收益	0	0	0	0	应收账款周转率	11.88	4.30	11.88	4.41
营业利润	2029	8886	13100	14648	应付账款周转率	350	253	369	255
营业外收入	51	61	71	61	每股指标(元)				
营业外支出	16	7	8	10	每股收益	1.82	2.56	2.97	3.31
利润总额	2066	2614	3055	3449	每股经营现金	3.88	-8.27	17.20	-7.69
所得税	475	744	865	964	每股净资产	10.41	12.18	14.23	16.52
净利润	1591	1870	2190	2485	估值比率				
少数股东损益	368	516	600	669	P/E	12.79	9.12	7.84	7.04
归属母公司净利润	1223	1715	1995	2223	P/B	2.24	1.91	1.64	1.41
EBITDA	2463	3765	4130	4397	EV/EBITDA	7.61	6.82	3.76	5.02
EPS (元)	1.82	2.56	2.97	3.31					

资料来源：公司财务报告、粤开证券研究院



分析师简介

徐昊，英国纽卡斯尔大学硕士，2017年1月加入粤开证券，汽车及零部件行业分析师，证书编号：S0300519040001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@ykzq.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@ykzq.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；
增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供,旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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,不构成所述证券的买卖出价或询价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内,本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此,投资者应注意,在法律许可的情况下,本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或期权交易,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。在法律许可的情况下,本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险,投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素,亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前,如有需要,投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的,须在允许的范围内使用,并注明出处为“粤开证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真:010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼粤开证券(平安财富大厦)

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址:www.ykzq.com