

# 中国重汽 (000951.SZ) 需求透支影响有望逐步弱化，业绩修复可期

2022年10月19日

——公司首次覆盖报告

**投资评级：买入（首次）**
**邓健全（分析师）**
**赵悦媛（分析师）**
**支露静（联系人）**

dengjianquan@kysec.cn

zhaoyueyuan@kysec.cn

zhilujing@kysec.cn

证书编号：S0790521040001

证书编号：S0790522070005

证书编号：S0790121070003

日期	2022/10/18
当前股价(元)	11.51
一年最高最低(元)	18.01/8.95
总市值(亿元)	135.23
流通市值(亿元)	135.22
总股本(亿股)	11.75
流通股本(亿股)	11.75
近3个月换手率(%)	65.58

## 股价走势图



数据来源：聚源

### ● 重卡行业龙头， $\alpha$ 与 $\beta$ 共振，业绩有望迎修复

中国重汽是国内历史悠久、技术积淀深厚的重卡行业龙头，公司旗下经营豪沃、黄河、豪瀚等多个品牌，出口份额行业领先，截至2021年中国重汽集团连续十七年位居国内重卡行业出口首位。集团发动机制造方面不断消化吸收海外先进技术，同时AMT变速箱制造具备先发优势，发动机、变速箱等核心部件自主可控，并形成领先的技术实力赋能车型产品力、带动集团及公司重卡市场份额提升。2020-2021年透支需求影响逐步弱化，公司销量以及业绩有望逐步修复。我们预计公司2022-2024年营收分别为362.1/513.4/683.9亿元，2022-2024年归母净利润7.69/11.56/16.47亿元，对应EPS为0.65/0.98/1.40元/股，10月18日收盘股价11.51元/股，对应PE为17.6/11.7/8.2倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 国企改革经典范本，经营效率&市场竞争力大幅提升

2018年，曾成功主导潍柴动力改革的谭旭光担任中国重汽集团董事长，负责主导集团改革。2019年中国重汽(A股)市占率止跌回升，自2019年11.67%回升至2021年14.52%。得益于系列改革控费举措，公司经营效率也得到大幅提升，人均产出自2019年512万元提升至2021年793万元，远高于同业对手。大刀阔斧的改革之后，中国重汽重回昔日巅峰，公司竞争力较之前显著提升。

### ● 重卡行业黎明将至，公司业绩修复可期

国五升级国六带来需求透支影响叠加国三淘汰带来换购需求，重卡行业销量2020-2021年达到历史高点，同时公司业绩也于2020年达到高点。2021年下半年以来，行业需求低迷，公司业绩也陷入低谷。目前来看，2022H1重卡出口依旧维持高景气，而专项债资金到位以及疫情影响弱化或带动基建需求环比增长。出口高增长、基建需求环比修复双重因素影响下，重卡需求有望从低迷状态快速恢复。我们预计2022-2024年行业重卡批发销量分别为71/98/127万辆，同比分别-49%/+38%/+30%，作为上升势头强劲的重卡龙头，公司业绩有望迎来修复。

● **风险提示：**下游汽车销量不及预期、原材料价格上涨、局部地区疫情反复。

### 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	59,938	56,099	36,207	51,335	68,389
YOY(%)	50.4	-6.4	-35.5	41.8	33.2
归母净利润(百万元)	1,880	1,038	769	1,156	1,647
YOY(%)	53.7	-44.8	-25.9	50.5	42.5
毛利率(%)	9.5	7.4	7.4	7.6	7.9
净利率(%)	4.0	3.0	3.1	3.4	3.7
ROE(%)	25.6	11.1	7.2	10.4	13.4
EPS(摊薄/元)	1.60	0.88	0.65	0.98	1.40
P/E(倍)	7.2	13.0	17.6	11.7	8.2
P/B(倍)	1.6	1.0	0.9	0.9	0.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、觉醒的“巨人”——老牌重卡龙头重回巅峰.....	4
1.1、重卡工业“民族脊梁”，不断进步的中国重汽.....	4
1.2、重卡出口连续十七年位居行业首位，重汽品牌打响全球.....	5
1.3、不破不立国企改革卓有成效，中国重汽重回巅峰.....	6
2、打造核心技术优势，车型竞争力提升.....	8
2.1、发动机技术进入 MAN、潍柴两开花时代，核心部件优势强化.....	9
2.2、AMT 重卡需求有望迎快速增长，公司具备先发优势.....	11
3、站在当下：基建需求好转，出口维持高增，行业修复动力强.....	12
3.1、2022H1 发行专项债 3.9 万亿，基建需求发力在即.....	12
3.2、2021 年以来中国重汽集团出口保持高增，打开成长新空间.....	13
4、盈利预测.....	13
4.1、关键假设.....	14
4.2、盈利预测及估值.....	14
5、风险提示.....	15
附：财务预测摘要.....	16

## 图表目录

图 1：中国重汽集团不断引进先进技术、消化吸收.....	4
图 2：中国重汽集团业务包含重卡、轻卡、客车等.....	5
图 3：2021 年中国重汽集团卡车销售营收占比 97%（亿元）.....	5
图 4：2021 年中国重汽集团卡车销售以重卡为主（万辆）.....	5
图 5：中国重汽集团旗下经营多个重卡品牌.....	6
图 6：2022H1 中国重汽集团重卡出口 3.97 万辆（万辆）.....	6
图 7：2021 年来中国重汽集团重卡出口收入快速增长（亿元人民币）.....	6
图 8：中国重汽（A 股）人均产出高于同业（万元）.....	7
图 9：中国重汽（A 股）研发投入 4 年增长 3 倍.....	7
图 10：2020 年中国重汽（A 股）总营收达到 598 亿元高点（亿元）.....	7
图 11：2020 年中国重汽（A 股）归母净利润达到 18.8 亿元高点（亿元）.....	7
图 12：2019 年来中国重汽（A 股）净毛利率下降而净利率稳定.....	8
图 13：中国重汽（A 股）期间费用率（含研发）低于同行（%）.....	8
图 14：中国重汽（A 股）销售费用率低于同行（%）.....	8
图 15：中国重汽（A 股）管理费用率低于同行（%）.....	8
图 16：中国重汽（A 股）2021 年市占率为 14.52%（批发销量口径，万辆）.....	9
图 17：曼发动机技术采用蠕墨铸铁机体、多种轻量化材料.....	10
图 18：潍柴 WP15H 系列发动机具备高动力性、经济性等特点.....	10
图 19：目前中国重汽集团搭载发动机分为 MC、MT、T、D 系列等.....	10
图 20：欧洲、美洲 2021 年 AMT 重卡渗透率超过 90%.....	11
图 21：国内 AMT 重卡渗透率 2025 年有望达到 50%.....	11
图 22：2022H1 专项债发行额同比+126%.....	12
图 23：房屋新开工面积处于较低水平（亿平米）.....	12
图 24：建筑业 PMI：新订单指数环比提升（%）.....	12

---

图 25: 重卡出口增长长期短期逻辑明确 .....	13
图 26: 2022 年 1-8 月对墨西哥、俄罗斯卡车出口量大增 .....	13
图 27: 中国重汽集团重卡出口量 2021 年来保持高增长 (万辆) .....	13
表 1: 中国重汽集团引进曼公司 D 系列发动机, 国产化后推出 MC 系列发动机 .....	9
表 2: AMT 变速箱传动效率高 .....	11
表 3: 公司业绩拆分 .....	14
表 4: 可比公司估值 (PE/PEG) .....	14

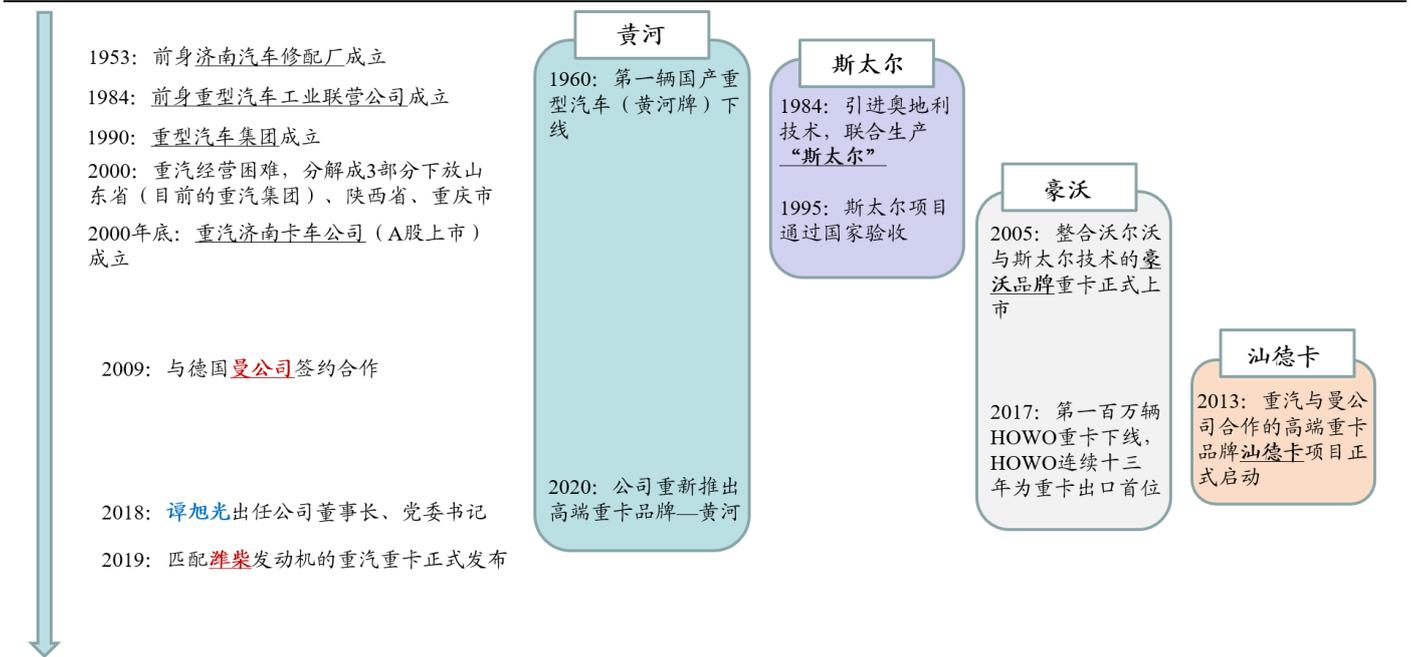
## 1、觉醒的“巨人”——老牌重卡龙头重回巅峰

### 1.1、重卡工业“民族脊梁”，不断进步的中国重汽

中国重汽集团为国内重型汽车制造工业的龙头，以重卡起家，产品范围逐步拓展至中重卡、轻微卡、客车、各类特种车及专用车等，同时公司也掌握发动机、变速箱、车桥总成等部件制造能力。中国重汽集团的发展史就是国内重型汽车制造业发展的缩影。中国重汽集团前身始建于1930年，1953年被命名为济南汽车修配厂，1960年实现重型汽车制造的突破，第一辆国产重型汽车黄河牌载货汽车正式下线。2000年左右，中国重汽集团经营困难，业务分解成三部分分别下放至山东省、陕西省、重庆市，下放至山东省的部分也即为现在的中国重汽集团。

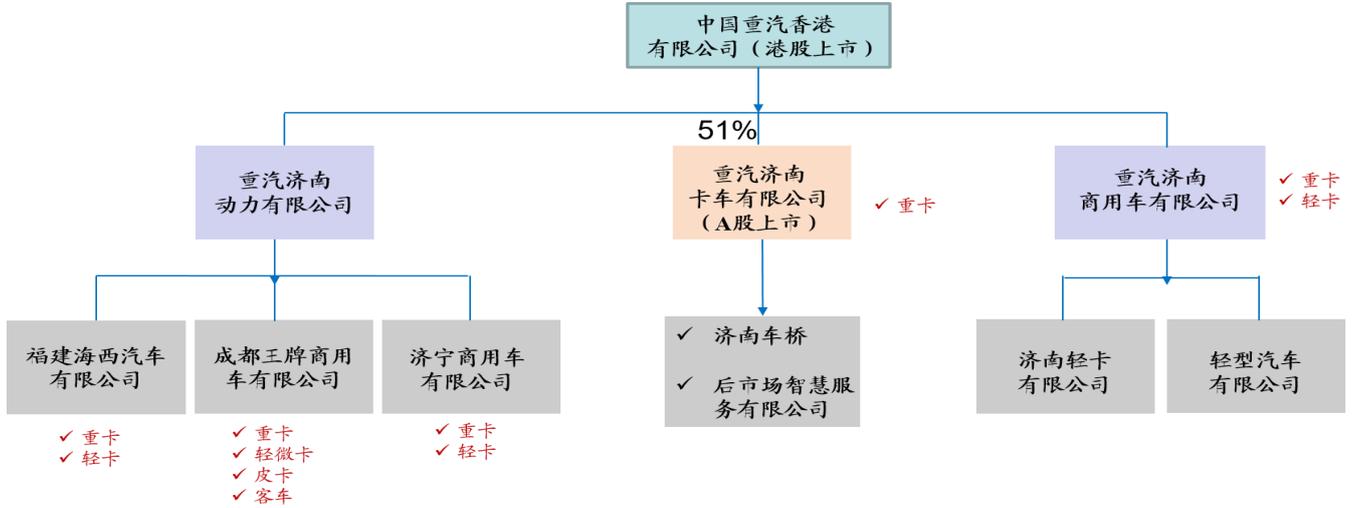
中国重汽集团通过外部合作、技术引进等方式不断提升自身实力，打造了豪沃（HOWO）、汕德卡（SITRAK）等多个国内外知名的重卡品牌。1960年第一辆黄河牌卡车诞生，其后中国重汽集团在国内重卡技术相对薄弱情况下，引进奥地利斯太尔公司的技术打造斯达-斯太尔品牌重卡，和沃尔沃合作打造的豪沃重卡大获成功，与德国曼集团合作推出高端品牌汕德卡。2020年中国重汽集团重新推出新的高端自主重卡品牌——黄河重卡。

图1：中国重汽集团不断引进先进技术、消化吸收

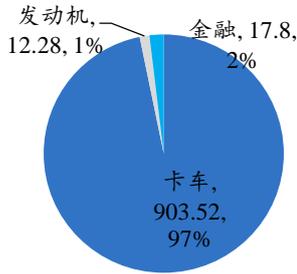


资料来源：中国重汽集团官网、开源证券研究所

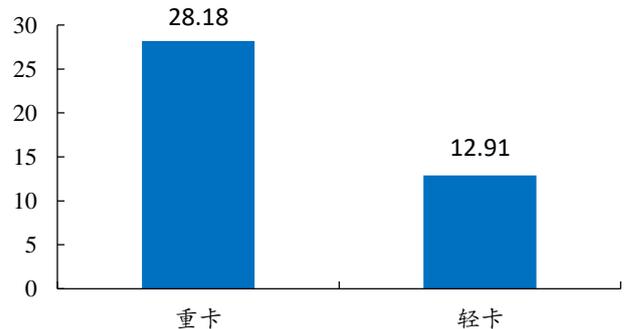
2021年中国重汽（A股）重卡销量占集团总重卡销量的71.7%。中国重汽集团旗下包含6个整车制造分部：济南卡车有限公司（也即为中国重汽A股）、济南商用车有限公司、济宁商用车有限公司、轻卡制造部、成都王牌、福建海西，其中多家公司都经营重卡业务。2021年中国重汽集团重卡销量28.18万辆，中国重汽（A股）重卡销量20.2万辆（占集团重卡总销量的71.7%），产量15.2万辆（豪瀚系列重卡不在中国重汽A股体系生产，但境内销售纳入A股体系）。

**图2：中国重汽集团业务包含重卡、轻卡、客车等**


资料来源：中国重汽集团财报、中国重汽福建海西汽车有限公司等官网、开源证券研究所

**图3：2021 年中国重汽集团卡车销售营收占比 97% (亿元)**


数据来源：中国重汽集团财报、开源证券研究所

**图4：2021 年中国重汽集团卡车销售以重卡为主 (万辆)**


数据来源：中国重汽集团财报、开源证券研究所

## 1.2、重卡出口连续十七年位居行业首位，重汽品牌打响全球

中国重汽集团旗下运营包含黄河、豪沃、汕德卡等在内的多个重卡品牌，其中中国重汽(A股)主要生产豪沃、黄河系列重卡，豪瀚重卡由济宁商用车公司生产，境内销售纳入A股上市公司体系内。豪沃系列为公司明星品牌，2005年上市，2017年销量突破百万，更是多年保持国内重卡出口首位。黄河重卡为中国重汽集团生产的第一辆重卡，2020年集团重启黄河品牌，打造高端民族自主品牌，主攻高端干线物流牵引车市场。

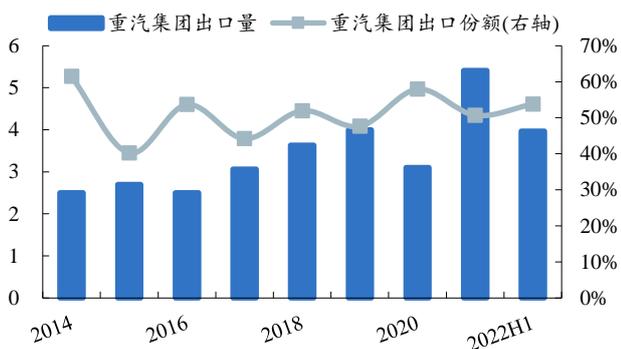
图5：中国重汽集团旗下经营多个重卡品牌



资料来源：中国重汽集团财报、中国重汽（A股）财报、开源证券研究所

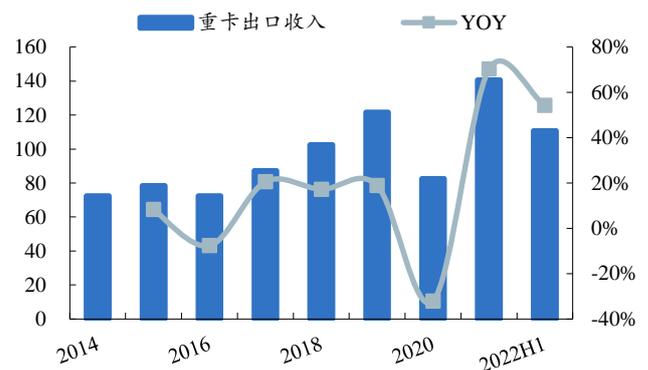
截至2021年，中国重汽集团已连续十七年位居国内重卡行业出口首位。通过引进斯太尔公司、曼公司、沃尔沃等的先进技术并不断吸收消化，集团核心部件总成产品如发动机、变速箱等制造实力持续提升，目前整车研发水平与国际接轨，关键总成零部件接近国际水平。此外汕德卡、豪沃等品牌走向国门的过程中有沃尔沃、德国曼公司等背书，便于集团快速开拓国际市场。中国重汽集团目前在14个国家和地区建立22个境外KD工厂，在90多个国家和地区发展各级经销商近300家，完善的经销网络也带动公司出口向好。中国重汽（A股）的出口主要是依靠中国重汽国际有限公司进行销售。

图6：2022H1中国重汽集团重卡出口3.97万辆（万辆）



数据来源：中汽协、海关数据网、方得网、中国重汽集团财报、开源证券研究所

图7：2021年来中国重汽集团重卡出口收入快速增长(亿元人民币)

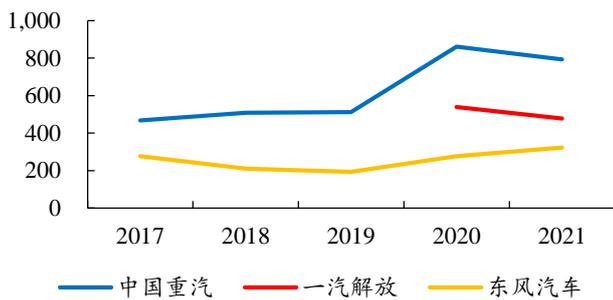


数据来源：中国重汽集团财报、开源证券研究所

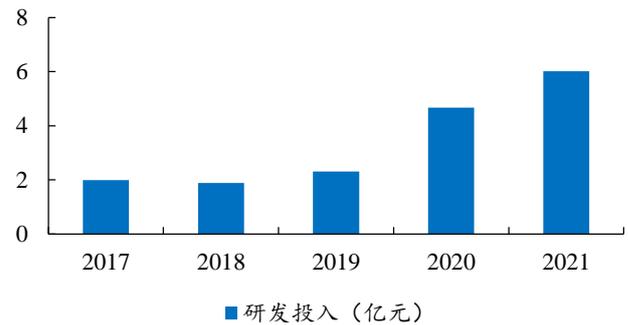
### 1.3、不破不立国企改革卓有成效，中国重汽重回巅峰

2018年山东重工集团对中国重汽集团实施战略重组，谭旭光担任集团董事长开启改革。2018年之前的中国重汽集团内外交困，外有跨国竞争对手和国内同行竞争发力，内有国企弊病、人员冗余、效率低下等问题。2018年山东重工集团正式对中国重汽集团实施战略重组，由之前成功主导潍柴动力改革的谭旭光担任中国重汽集团董事长主导此次改革。

中国重汽集团大幅削减冗余岗位，中层领导干部实施竞聘上岗，集团经营效率大幅提升。中国重汽集团积极发力改革，削减冗余岗位，实施中层干部竞聘上岗，通过改革举措，集团领导干部数量减少 391 人，降幅 24%，员工减少 4992 人，降幅 11%。2021 年中国重汽（A 股）人均产出 793 万元，较 2017 年提升 70%，经营效率远高于国内同行。此外公司更加注重人才引进与研发投入，中国重汽（A 股）研发投入从 2017 年 1.99 亿元增长到 2021 年 6.02 亿元，4 年时间增长 3 倍，中国重汽集团引进中高端人才 6800 多人。

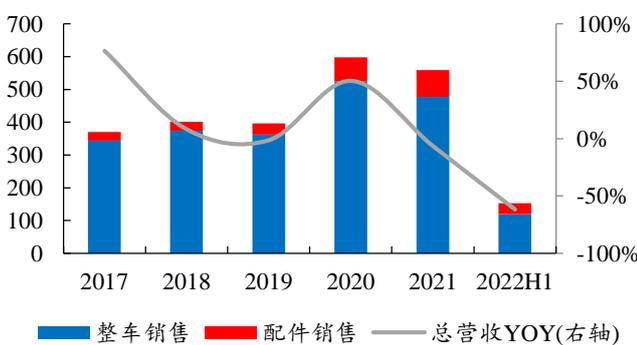
**图8：中国重汽（A 股）人均产出高于同业（万元）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

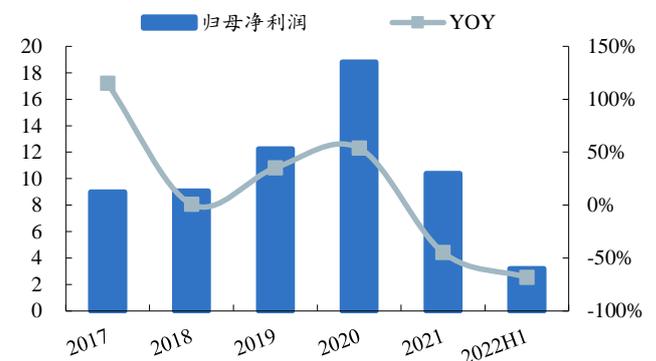
**图9：中国重汽（A 股）研发投入 4 年增长 3 倍**


数据来源：中国重汽（A 股）财报、开源证券研究所

份额提升  $\alpha$  与重卡行业周期性行情  $\beta$  共振，2020-2021 年中国重汽（A 股）迎来业绩阶段性高点。公司内部改革的发力也带来了市场的认可，中国重汽（A 股）重卡市场份额自 2019 年 11.7% 提升至 2021 年 14.5%，叠加 2020-2021 年重卡排放标准升级&国三车淘汰带来的行业需求大增，2020 年公司营收及归母净利润创下阶段新高。2022 年以来，伴随重卡行业需求回落，公司业绩也受到较大影响，2022H1 公司营收/归母净利润同比下降了 62%/68%。

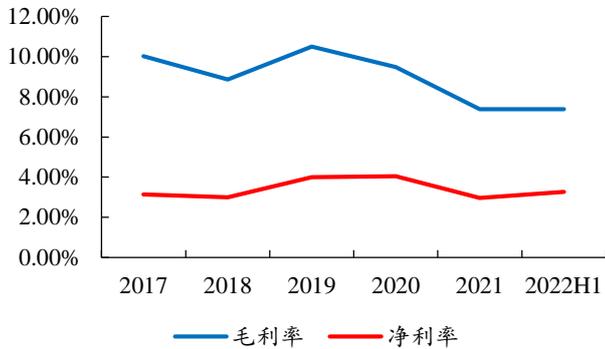
**图10：2020 年中国重汽（A 股）总营收达到 598 亿元高点（亿元）**


数据来源：中国重汽（A 股）财报、开源证券研究所

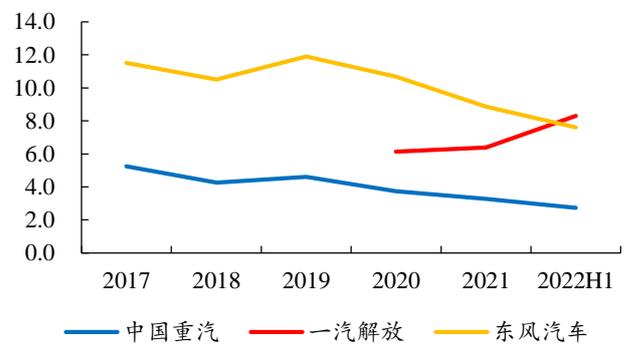
**图11：2020 年中国重汽（A 股）归母净利润达到 18.8 亿元高点（亿元）**


数据来源：中国重汽（A 股）财报、开源证券研究所

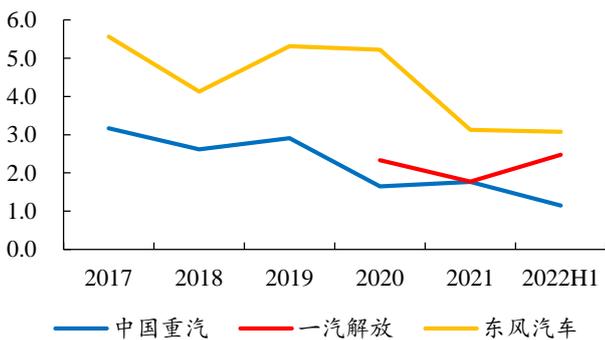
近年来的改革、控费、降本举措卓有成效，中国重汽（A 股）期间费用率水平自 2019 年 4.6% 下降至 2022H1 的 2.7%，公司销售费用率、管理费用率水平也远低于同行。

**图12: 2019 年来中国重汽 (A 股) 净毛利率下降而净利率稳定**


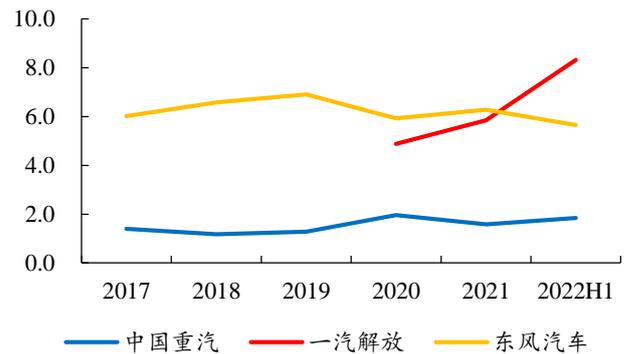
数据来源: 中国重汽 (A 股) 财报、开源证券研究所

**图13: 中国重汽 (A 股) 期间费用率 (含研发) 低于同行 (%)**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图14: 中国重汽 (A 股) 销售费用率低于同行 (%)**


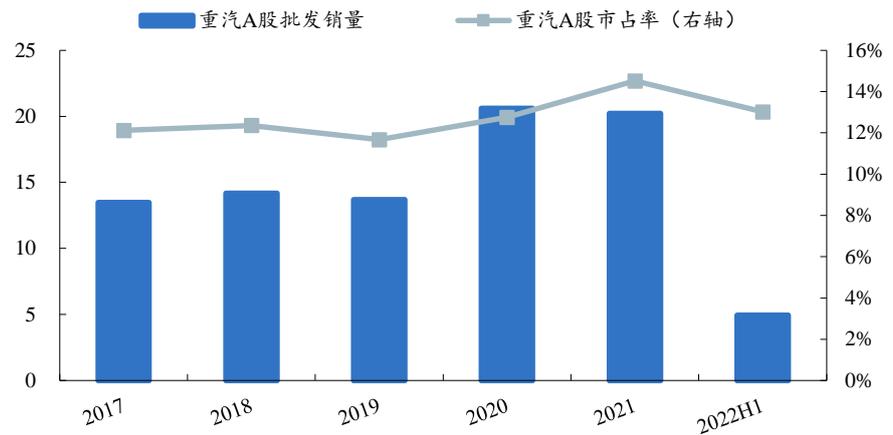
数据来源: Wind、开源证券研究所

**图15: 中国重汽 (A 股) 管理费用率低于同行 (%)**


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2、打造核心技术优势，车型竞争力提升

中国重汽集团发动机制造方面不断吸收消化海外先进技术，和潍柴动力的重新合作进一步提升了发动机技术的优势，AMT 变速箱推出时间较早，具备数据算法方面的先发优势。核心技术优势带动车型竞争力提升，中国重汽 (A 股) 市占率自 2019 年 11.67% 提升至 2021 年 14.52%。

**图16: 中国重汽(A股) 2021年市占率为14.52% (批发销量口径, 万辆)**


数据来源: 中汽协、中国重汽(A股)财报、开源证券研究所

## 2.1、发动机技术进入MAN、潍柴两开花时代, 核心部件优势强化

发动机为决定重卡性能(如舒适性、经济性、动力性)的关键部件, 在重卡成本中占比约30%。中国重汽集团最早从1958年开始研制柴油发动机, 1964年取得较大突破, 自行研制开发成功我国第一台6120型高速车用柴油机。其后, 集团通过外部合作+自身开发不断强化发动机制造的优势。

**1983年中国重汽集团同奥地利斯太尔公司合作, 引进91系列中型车, 利用外部合作打磨提升自身发动机制造技术。**1983年中国重汽集团引进奥地利斯太尔技术, 引进项目包括16-40吨斯太尔91系列中型车、配套的ZF变速箱、转向器、富勒变速器等。91系列车型代表当时全球重型汽车技术的先进水平, 国产化后的斯太尔车型风靡重卡市场。中国重汽集团发动机技术也从自主研发逐步走向外部合作, “市场换技术”补足国内重卡核心部件制造方面的短板。

**2009年中国重汽集团和德国曼公司达成合作, 推动D系列发动机国产化、推出MC系列发动机。**2009年德国曼公司以5.6亿欧元入股中国重汽集团, 获得集团25%+1股的股权, 同时双方签署合作协议, 曼公司将旗下TGA卡车、发动机、底盘、车桥等技术许可独家授权给中国重汽集团。TGA系列卡车涵盖功率范围从140PS到560PS的D08、D20、D26三种发动机, 根据协议, 曼公司D系列发动机的任何升级改造都将同步给中国重汽集团。通过对D系列发动机技术的吸收消化, 中国重汽集团推出MC系列发动机——MC05、MC07、MC11、MC13等, 后者采用德国设备以及曼公司原供应商主要配套件进行生产制造。

**表1: 中国重汽集团引进曼公司D系列发动机, 国产化后推出MC系列发动机**

引进曼发动机	国产化发动机	排量	质量	功率	
D08	D0834	MC05 发动机	5L	459kg	140/160/180/210 马力
	D0836	MC07 发动机	7L	640kg	210/240/280/310/340 马力
D20	D2066	MC11 发动机	11L	955kg	320/360/400/440 马力
D26	D2676	MC13 发动机	13L	975kg	480/540 马力

资料来源: 卡车之家、卡车网、开源证券研究所

通过吸收 MAN 发动机技术,中国重汽集团推出国内首款 500 马力以上发动机,曼技术发动机取代斯太尔成为集团重卡的主流配置。在 D 系列发动机的基础上,中国重汽集团推出国内首款 500 马力以上 MC 系列发动机,引领国内大马力发动机潮流。MC 系列发动机传承 MAN 的技术,采用蠕墨铸铁而非传统的灰铸铁材料,发动机机体抗拉强度以及疲劳强度提升至之前的两倍。曼技术发动机逐步取代斯太尔发动机成为中国重汽集团重卡的主流配置,集团还在 MC 系列发动机的基础上推出了 MT 系列天然气发动机。

图17: 曼发动机技术采用蠕墨铸铁机体、多种轻量化材料

蠕墨铸铁机体: 抗拉强度&疲劳强度是普通灰铸铁的两倍

抗拉强度和疲劳强度是传统灰铸铁的两倍, 发动机获得更大的功率和扭矩

涨断连杆: 主轴承孔和连杆采用涨断工艺, 定位精准

有效减少曲轴颈的磨损

模块化设计: 发动机零部件减少25%

大幅降低发动机故障率

新材料应用: 发动机更加轻量化

发动机噪声、震动更小, 提高整机舒适性

资料来源: 提加商用车网、开源证券研究所

重新启用潍柴发动机, 中国重汽集团发动机技术步入 MAN、潍柴两开花时代。自潍柴从中国重汽集团独立之后, 集团发动机以自产为主, 2018 年谭旭光担任集团董事长之际, 集团重新开始配置潍柴发动机。2019 年起, 潍柴 WP 系列发动机开始批量供货中国重汽集团, 集团旗下黄河、豪沃、汕德卡等多个品牌搭载潍柴 WP 15H 系列大马力发动机。2022 年潍柴动力和中国重汽集团耗费四年时间打造的 T 系列发动机正式发布, 后续有望搭载于更多的集团车型上。

图18: 潍柴 WP 15H 系列发动机具备高动力性、经济性等特点



资料来源: 汽车之家

图19: 目前中国重汽集团搭载发动机分为 MC、MT、T、D 系列等

D系列 (斯太尔技术)

MC系列 (曼技术)

MT系列 (天然气发动机)

T系列 (潍柴&重汽合作)

重汽  
发动机技术

资料来源: 中国重汽集团公众号、开源证券研究所

## 2.2、AMT 重卡需求有望迎快速增长，公司具备先发优势

AMT 变速箱是在传统机械变速器基础上进行改造而来，通过自动操纵系统取代手动换挡结构，利用 ECU 电子控制单元和软件算法达到优良的燃油经济性和动力性。驾驶员通过加速踏板和操纵杆向 ECU 传递信号，ECU 采集信号并按照存储于其中的最佳程序控制三大部分：（1）发动机供油；（2）离合器的分离与结合；（3）变速器换挡等操作。

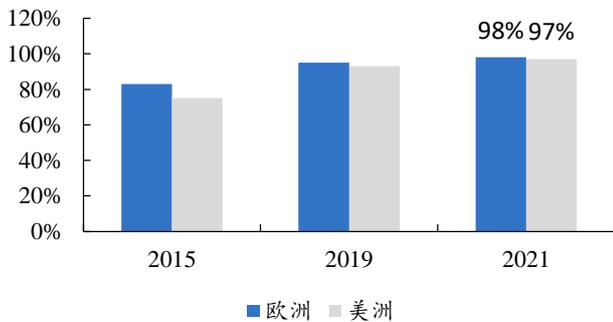
AMT 变速箱具备舒适性好、节油性好等多种优势，预计 2025 年 AMT 重卡渗透率提高至 50%。相较于其他变速器，AMT 具备以下优势：（1）舒适性好，传统机械变速器需要驾驶员不断换挡以保证发动机工作在高效区间，AMT 可利用算法自动选择合适档位，节省驾驶员精力。（2）节油性好，AMT 变速箱由于按照最佳的程序控制档位，相比普通手动挡整体节油 8% 左右，百公里可省油 2.5L。国内 AMT 重卡需求有望迎来快速增长，华经产业研究院预计 2025 年 AMT 重卡渗透率有望达到 50%。

表2：AMT 变速箱传动效率高

变速箱类型	优点	缺点
AT	车辆启动时液力变矩器提供扭矩增幅，冲击小、舒适性好	传动效率低、油耗高
AMT	传动效率高、动力损失小	换挡过程中扭矩中断，平顺快捷控制比较难
CVT	换挡平顺、驾驶舒适	无法承受大扭矩，大负荷情况下易打滑
DCT	无动力中断换挡、执行机构具有高效率	车辆启动时离合器不能转化扭矩，可靠性较低

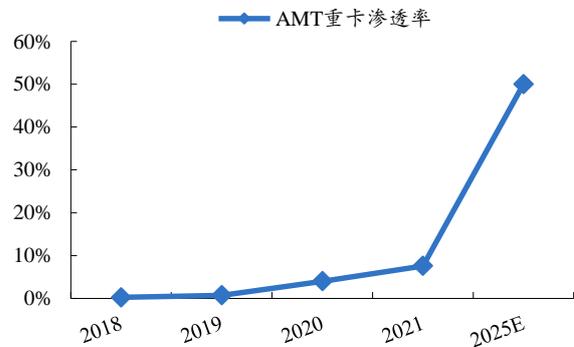
资料来源：腾讯网、开源证券研究所

图20：欧洲、美洲 2021 年 AMT 重卡渗透率超过 90%



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

图21：国内 AMT 重卡渗透率 2025 年有望达到 50%



数据来源：华经产业研究院、方得网、开源证券研究所

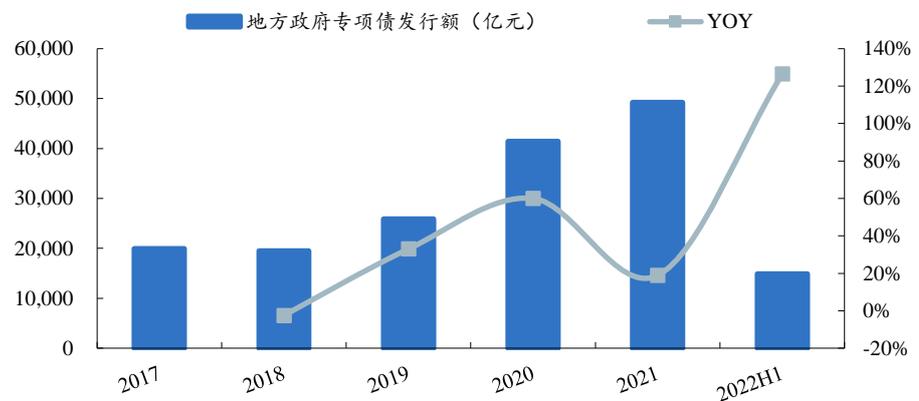
中国重汽集团 AMT 变速箱技术推出时间较早，积累了足够的时间窗口期不断改进自动换挡技术，数据算法方面具备先发优势。2008 年北京车展期间，中国重汽集团推出国内首款搭载自主研发 AMT 变速箱的 HOWO A7 车型，当时 AMT 市场尚未兴起，集团一方面小批量推广 AMT 重卡车型，另一方面通过大量的实验验证和数据搜集改进 AMT 产品。后续基本每隔 3 年，集团就会推出一款 AMT 换代产品，程序算法不断优化，变速箱性能表现也持续提升。目前集团已推出第七代 S-AMT16 变速箱，数据和算法方面的先发优势有望在后续市场高增期赋予重汽重卡车型更强的竞争力。

### 3、站在当下：基建需求好转，出口维持高增，行业修复动力强

#### 3.1、2022H1 发行专项债 3.9 万亿，基建需求发力在即

疫情影响基建项目开工进度，下半年专项债资金加快使用或带动新开工项目大幅增加。疫情影响下，基建投资为政府提振经济的重要方式，2022H1 地方政府专项债券发行共计 3.9 万亿元，预计投向交通基础设施、保障性安居工程、社会事业等多个领域。2022 年上半年局部地区疫情导致相关基建项目施工受到影响，部分项目开工推迟，我们预计下半年开始专项债资金会加快拨付使用，开工项目或迎来环比大幅增长。

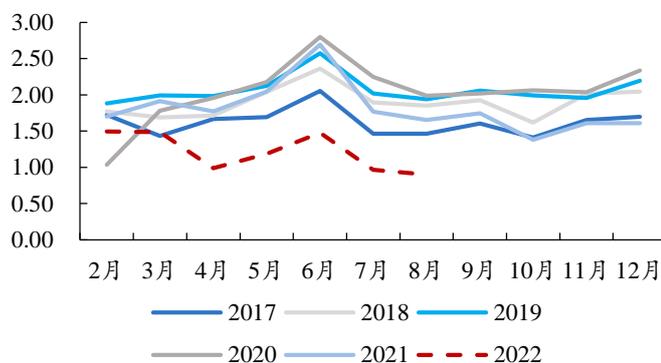
图22：2022H1 专项债发行额同比+126%



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

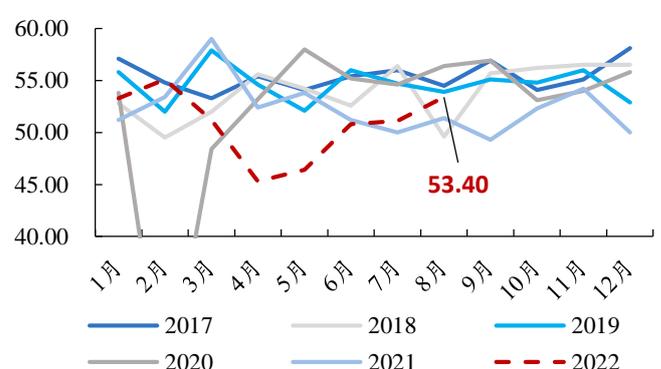
基建新订单指数环比大幅提升，后续工程重卡需求或迎快速提升。分地产与基建来看，目前房屋新开工面积仍处于较低水平，但建筑业 PMI：新订单指数（含地产与基建）环比已实现大幅修复，重回 50% 荣枯线之上，侧面印证了基建需求发力在即，有望带动工程重卡需求环比大幅增长。

图23：房屋新开工面积处于较低水平（亿平米）



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图24：建筑业 PMI：新订单指数环比提升（%）

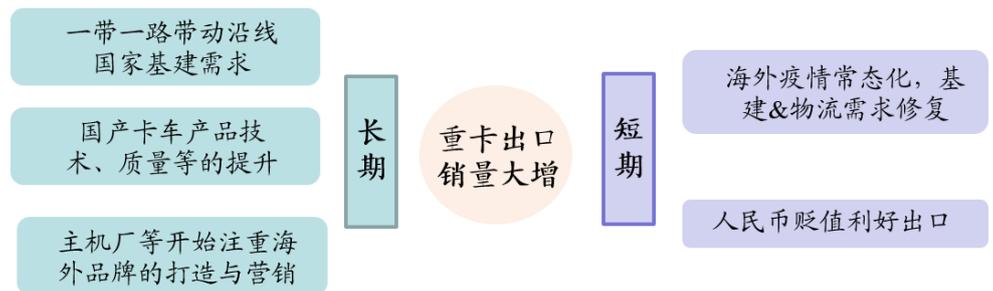


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

### 3.2、2021 年以来中国重汽集团出口保持高增，打开成长新空间

一带一路需求催化，叠加国内重卡车型竞争力提升，重卡出口有望带来增量市场。一带一路带动沿线国家如马来西亚、越南等地基建需求增加，国内主机厂经过长时间技术积累、引进消化先进海外技术，核心部件如发动机等制造工艺水平已经实现和国际接轨，国内重卡车型舒适性、经济性、动力性等性能表现不断提升。此外，中国重汽集团等海外经销网络、生产基地布局等逐步完善，支撑主机厂海外市场的开拓，中国重汽集团目前在海外 14 个国家和地区建立 22 个境外 KD 工厂，在 90 多个国家和地区发展各级经销商近 300 家，服务及配件网点近 500 个。

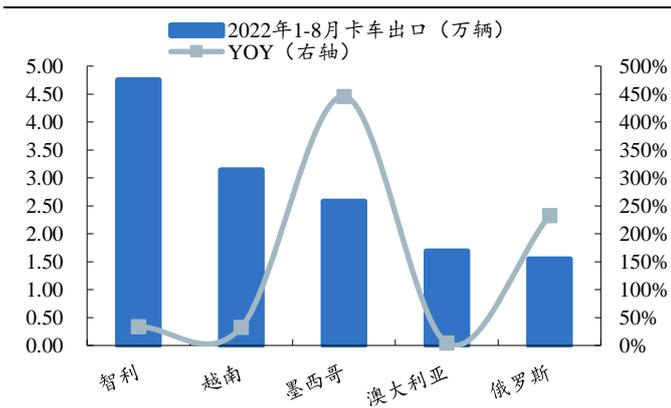
图25：重卡出口增长长期短期逻辑明确



资料来源：开源证券研究所

中国重汽集团 2021 年以来重卡出口量维持高增。伴随海外疫情的常态化，国外多个国家地区基建及物流需求逐步修复，而人民币贬值进一步提升了国内重卡产品的性价比，2022 年 1-8 月，国内对多个国家卡车出口销量大增，对墨西哥出口卡车量同比+446%，对俄罗斯出口卡车量同比+233%。中国重汽集团 2021 年、2022H1 重卡出口量同比分别+74.52%、+41.80%，看好重卡出口需求打开重卡成长新空间。

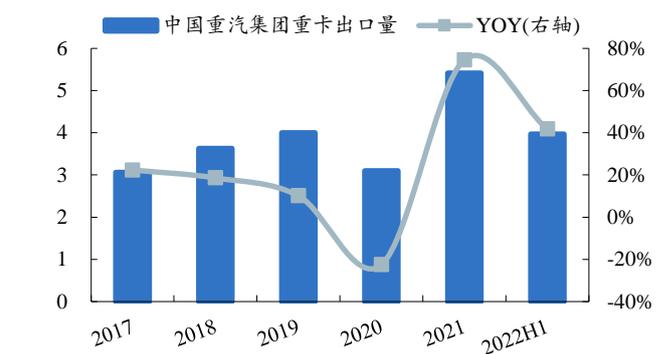
图26：2022 年 1-8 月对墨西哥、俄罗斯卡车出口量大增



数据来源：海关数据网、开源证券研究所

注：图中所列为 2022 年 1-8 月卡车出口前五国家

图27：中国重汽集团重卡出口量 2021 年来保持高增长 (万辆)



数据来源：中国重汽集团财报、开源证券研究所

## 4、盈利预测

#### 4.1、关键假设

**整车销售：**我们预计 2022-2024 年中国重汽（A 股）重卡批发销量分别为 12.4/17.4/23.0 万辆，2022-2024 年整车销售收入分别为 303.3/430.4/573.8 亿元，毛利率分别为 6.2%/6.5%/6.7%。

**配件销售：**公司持股 51% 的子公司济南车桥部分产品外供，带来外销收入，我们预计 2022-2024 年配件销售收入分别为 57.4/81.4/108.5 亿元，毛利率分别为 12%/13%/14%。

表3：公司业绩拆分

单位：亿元	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营收	373.1	403.8	398.4	599.4	561.0	362.1	513.4	683.9
YOY	76.7%	8.2%	-1.3%	50.4%	-6.4%	-35.5%	41.8%	33.2%
毛利率	10.02%	8.86%	10.50%	9.49%	7.38%	7.42%	7.66%	7.93%
归母净利润	8.98	9.05	12.23	18.80	10.38	7.69	11.56	16.47
YOY	114.8%	0.8%	35.1%	53.7%	-44.8%	-25.9%	50.5%	42.5%
①整车销售收入：亿元	344.0	373.8	362.3	525.0	477.6	303.3	430.4	573.8
YOY	75.1%	8.7%	-3.1%	44.9%	-9.0%	-36.5%	41.9%	33.3%
毛利率	9.71%	8.47%	10.14%	8.59%	5.94%	6.20%	6.50%	6.70%
整车批发销量：万辆	13.47	14.18	13.7	20.61	20.22	12.38	17.36	22.95
YOY	68.0%	5.3%	-3.4%	50.4%	-1.9%	-38.8%	40.2%	32.2%
②配件销售收入：亿元	26.0	27.5	34.0	72.7	81.9	57.4	81.4	108.5
YOY	101.9%	5.7%	23.9%	113.8%	12.6%	-30.0%	41.9%	33.3%
毛利率	14.77%	13.98%	13.21%	15.70%	15.03%	12.00%	13.00%	14.00%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

#### 4.2、盈利预测及估值

公司为国内重卡龙头，掌握发动机、变速箱核心部件制造技术并打造出自己的核心竞争优势。公司 2018 年以来实施的改革举措卓有成效，内部经营效率大幅提高，同时市场份额也有所提升。预计伴随重卡行业需求的好转，公司业绩将从低谷快速修复。我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 362.1/513.4/683.9 亿元，2022-2024 年归母净利润 7.69/11.56/16.47 亿元，对应 EPS 为 0.65/0.98/1.40 元/股，10 月 18 日收盘股价 11.51 元/股，对应 PE 为 17.6/11.7/8.2 倍，A 股可比公司 2022-2024 年 PE 均值分别为 16.7/13.1/11.3 倍，公司目前处于业绩低谷，伴随 2023-2024 年公司本身业绩修复，对应 2023-2024 年 PE 估值水平低于可比公司平均水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

表4：可比公司估值（PE/PEG）

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

证券代码	股票简称	总市值	收盘价	EPS			PE			PEG
		(亿元)	(元/股)	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	(2024E)
600006.SH	东风汽车	117.60	5.88	0.27	0.35	0.41	21.46	16.78	14.20	0.78
000338.SZ	潍柴动力	797.74	9.76	0.82	1.04	1.18	11.83	9.42	8.29	0.61
可比公司平均 PE							16.65	13.10	11.25	
000951.SZ	中国重汽	135.23	11.51	0.65	0.98	1.40	17.59	11.69	8.21	0.19

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：收盘日期 2022 年 10 月 17 日，东风汽车、潍柴动力盈利预测采用 Wind 一致预期数据）

## 5、风险提示

下游汽车销量不及预期、原材料价格上涨、局部地区疫情反复。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	32654	29791	24507	33767	38021
现金	2805	7820	7757	8445	10025
应收票据及应收账款	3838	6435	1492	5566	7920
其他应收款	225	117	106	187	247
预付账款	199	133	82	220	221
存货	10158	5000	4779	9055	9314
其他流动资产	15428	10287	10291	10293	10295
<b>非流动资产</b>	4463	5687	6258	6794	7360
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1188	3222	3736	4136	4527
无形资产	898	876	951	1045	1161
其他非流动资产	2377	1589	1572	1612	1672
<b>资产总计</b>	37117	35478	30765	40561	45381
<b>流动负债</b>	27297	20093	14577	23175	26017
短期借款	1500	600	1000	1500	2000
应付票据及应付账款	20207	13169	9816	14272	18391
其他流动负债	5590	6323	3761	7404	5625
<b>非流动负债</b>	373	410	435	465	505
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	373	410	435	465	505
<b>负债合计</b>	27669	20502	15012	23640	26521
少数股东权益	1057	1063	1425	2021	2908
股本	671	1175	1175	1175	1175
资本公积	432	4930	4930	4930	4930
留存收益	7379	7847	8631	9861	11644
<b>归属母公司股东权益</b>	8390	13912	14328	14900	15952
<b>负债和股东权益</b>	37117	35478	30765	40561	45381

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	4153	2063	625	1617	2683
净利润	2422	1669	1130	1752	2535
折旧摊销	213	234	431	534	644
财务费用	76	-46	-231	-168	-133
投资损失	8	-8	0	0	0
营运资金变动	1420	30	-716	-505	-375
其他经营现金流	14	183	11	4	14
<b>投资活动现金流</b>	-851	-450	-991	-1043	-1182
资本支出	856	462	994	1044	1187
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	4	12	3	1	5
<b>筹资活动现金流</b>	-3604	3111	303	114	78
短期借款	-3100	-900	400	500	500
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	504	0	0	0
资本公积增加	0	4498	0	0	0
其他筹资现金流	-504	-990	-97	-386	-422
<b>现金净增加额</b>	-302	4724	-63	689	1580

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	59938	56099	36207	51335	68389
营业成本	54252	51957	33521	47423	62966
营业税金及附加	130	219	217	205	274
营业费用	988	990	652	821	957
管理费用	708	287	304	395	547
研发费用	467	602	507	693	889
财务费用	76	-46	-231	-168	-133
资产减值损失	-200	-134	-181	-257	-342
其他收益	5	10	8	9	8
公允价值变动收益	-13	31	5	6	7
投资净收益	-8	8	-0	-0	-0
资产处置收益	1	1	1	2	1
<b>营业利润</b>	3104	2039	1410	2206	3206
营业外收入	86	53	57	64	70
营业外支出	1	5	8	12	16
<b>利润总额</b>	3189	2087	1458	2258	3260
所得税	767	419	328	506	726
<b>净利润</b>	2422	1669	1130	1752	2535
少数股东损益	542	631	362	596	887
<b>归属母公司净利润</b>	1880	1038	769	1156	1647
EBITDA	3409	2124	1803	2727	3839
EPS(元)	1.60	0.88	0.65	0.98	1.40

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	50.4	-6.4	-35.5	41.8	33.2
营业利润(%)	52.8	-34.3	-30.9	56.5	45.3
归属于母公司净利润(%)	53.7	-44.8	-25.9	50.5	42.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	9.5	7.4	7.4	7.6	7.9
净利率(%)	4.0	3.0	3.1	3.4	3.7
ROE(%)	25.6	11.1	7.2	10.4	13.4
ROIC(%)	23.7	10.1	6.7	10.1	13.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	74.5	57.8	48.8	58.3	58.4
净负债比率(%)	-9.9	-45.5	-40.2	-38.3	-39.9
流动比率	1.2	1.5	1.7	1.5	1.5
速动比率	0.8	1.2	1.3	1.0	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.0	1.5	1.1	1.4	1.6
应收账款周转率	17.0	11.9	10.0	16.0	11.0
应付账款周转率	6.1	5.3	5.0	7.0	7.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.60	0.88	0.65	0.98	1.40
每股经营现金流(最新摊薄)	3.54	1.76	0.53	1.38	2.28
每股净资产(最新摊薄)	7.14	11.84	12.20	12.68	13.58
<b>估值比率</b>					
P/E	7.2	13.0	17.6	11.7	8.2
P/B	1.6	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.0	3.6	4.7	3.3	2.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn