



重卡优质企业，静待行业复苏

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 重卡行业有望复苏，预计22-25年行业销量分别为66、79、94、113万辆，23-25年复合增速19.6%；2) 公司重卡市占率有望持续提升，22-24年市占率预计分别15%、16%、17%；3) 公司盈利能力有望提升，在国六产品全面推出、高端品牌黄河旗下产品X7开始交付的助力下，预计公司整车均价和盈利能力都将显著提升。
- **重卡行业有望复苏。** 在国五促销透支了国六的消费、燃油价格高涨、经济增速放缓等因素的影响下，重卡销量自21年5月以来已连续19个月同比下滑，但8月以来同比降幅已经收窄至10%左右，预计未来有望继续收窄；中长期看，在燃油价格有所回落、透支效应逐渐出清等背景下，重卡销量有望恢复增长，而根据《柴油货车污染治理攻坚战行动方案》，全国到2025年新能源和国六排放标准货车保有量占比力争超过40%，叠加出口有望保持高位，我们测算25年重卡销量有望达到111万辆，23-25年复合增速19.6%。
- **集团是重卡龙头，公司是集团重卡核心资产，市占率有望提升。** 集团口径22年前三季度累计重卡销售12.6万辆，同比-48.2%，但下滑幅度明显小于行业(-57.5%)，前三季度集团市占率达24%，较去年同期提升4.4pp，超越解放成为国内重卡龙头。出口方面，10月集团口径下重卡出口单月过万，前十月重卡出口已达7.6万辆，同比增长54%，出口量连续17年保持国内第一。而公司是集团重卡核心资产，公司重卡销量占集团70%左右，将极大受益于集团重卡的快速发展，市占率有望持续提升。
- **盈利能力有望恢复。** 20、21年公司盈利能力下降主要是因为国五产品降价促销，22年前三季度盈利能力继续下降系受行业影响，公司销量大幅下滑，产能利用率走低。展望未来，一方面行业销量预计将触底复苏，另一方面国五促销已于21年7月结束，叠加高端产品黄河X7于22年6月开始交付，公司整车均价和盈利能力预计将有所恢复。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2022-2024年公司EPS分别为0.46元、0.92元、1.41元，考虑到重卡行业复苏带来估值修复以及公司在重卡行业的领先地位，给予公司2023年20倍PE，对应目标价18.4元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 重卡行业复苏不及预期的风险；出口销量不及预期的风险；原材料价格大幅波动的风险；汇率波动风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	56099.17	30160.08	39139.10	50769.19
增长率	-6.40%	-46.24%	29.77%	29.71%
归属母公司净利润(百万元)	1037.90	539.34	1085.57	1654.17
增长率	-44.79%	-48.04%	101.28%	52.38%
每股收益EPS(元)	0.88	0.46	0.92	1.41
净资产收益率ROE	11.14%	5.57%	10.18%	13.65%
PE	16	30	15	10
PB	1.10	1.05	0.96	0.84

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zllans@swsc.com.cn

联系人: 冯安琪
电话: 021-58351905
邮箱: faz@swsc.com.cn

联系人: 白臻哲
电话: 010-57758530
邮箱: bzzyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	11.75
流通A股(亿股)	11.75
52周内股价区间(元)	9.15-17.56
总市值(亿元)	164.13
总资产(亿元)	354.78
每股净资产(元)	11.84

相关研究

目 录

1 公司概况：发展历史悠久	1
2 行业分析：重卡行业回暖，出口有望维持高增	3
2.1 重卡销量回暖，行业有望温和复苏	3
2.2 重卡出口有望稳中有增	8
2.3 预计未来几年行业复合增速近 20%	10
3 公司分析：背靠强大集团，销量/出口双冠军	12
3.1 集团实力强劲，是公司发展的可靠后盾	12
3.2 公司是集团重卡核心资产，单车价值有望提升	16
4 财务分析：盈利能力行业领先	19
4.1 盈利能力较好，净利率行业领先	19
4.2 偿债能力、总资产周转率相对较好	21
5 盈利预测与估值	23
5.1 盈利预测	23
5.2 相对估值	24
6 风险提示	24

图 目 录

图 1: 中国重汽集团发展历程.....	1
图 2: 公司 2022H1 主营业务收入结构.....	2
图 3: 公司 2022H1 主营业务毛利结构.....	2
图 4: 2017 年以来公司营业收入及增速.....	2
图 5: 2017 年以来公司净利润及增速.....	2
图 6: 中国重汽股权结构.....	3
图 7: 2021 年以来重卡月度销量及同比增速.....	3
图 8: 1998 年至今重卡年度销量及同比增速.....	3
图 9: 2000-2022 我国 GDP 增速.....	5
图 10: 2000-2022 重卡销量 YoY 与 GDP 增速同比变化散点图.....	5
图 11: 2013 年至 2022 年重卡销量与柴油价格按年散点图.....	5
图 12: 2013 年至今重卡销量与柴油价格按季度散点图.....	5
图 13: 重卡销量/上一年保有量.....	6
图 14: 我国货车保有量情况.....	7
图 15: 2017 年以来重卡销量占货车销量比重情况.....	7
图 16: 柴油价格处于历史高位 (元/吨).....	8
图 17: 2021 年以来半挂牵引车出口量及同比增速.....	8
图 18: 2011 年至今重卡出口量及同比增速.....	8
图 19: 2022Q1-Q3 货车出口区域分布.....	9
图 20: 2018-2022.04 重卡出口俄罗斯数量 (辆).....	9
图 21: 美元兑人民币汇率创新 2008 年 3 月以来新高.....	9
图 22: 重卡销量预测.....	11
图 23: 重汽集团主要整车品牌.....	12
图 24: 汕德卡 (SITRAK) 品牌的车型.....	12
图 25: 豪沃 (HOWO) 品牌的车型.....	12
图 26: 斯太尔 (STR) 品牌的车型.....	13
图 27: 豪瀚 (HOHAN) 品牌的车型.....	13
图 28: 汕德卡 SITRAK C7H 消防车.....	14
图 29: 汕德卡 SITRAK G7 冷藏车.....	14
图 30: 集团重卡销量走势.....	15
图 31: 国内重卡 TOP5 以及重汽 A 股市占率走势.....	15
图 32: 中国重汽的重卡出口地区.....	16
图 33: 集团出口销量走势以及出口市占率.....	16
图 34: 重汽集团在售车系、车型结构 (截至 22 年 11 月 9 日).....	16
图 35: 截至 2021 年公司豪沃重卡销量占集团销量比重.....	16
图 36: 公司重卡销量以及占集团销量比重.....	18
图 37: 公司重卡市占率.....	18
图 38: 公司整车销售均价情况 (万元/台).....	18
图 39: 公司与可比公司毛利率.....	20

图 40: 公司与可比公司净利率.....	20
图 41: 公司与可比公司管理费用率.....	20
图 42: 公司与可比公司研发费用率.....	20
图 43: 公司与可比公司销售费用率.....	20
图 44: 公司与可比公司财务费用率.....	20
图 45: 公司与可比公司期间费用率.....	21
图 46: 公司与可比公司 ROA 走势.....	21
图 47: 公司与可比公司 ROE (平均) 走势.....	21
图 48: 公司与可比公司资产负债率走势.....	22
图 49: 公司与可比公司流动比率走势.....	22
图 50: 公司与可比公司总资产周转率走势 (次).....	22
图 51: 公司与可比公司存货周转率走势 (次).....	22
图 52: 公司与可比公司货币现金情况 (亿元).....	23
图 53: 公司与可比公司经营性现金流净额情况 (亿元).....	23

表 目 录

表 1: 2019-2020 的新基建政策及内容.....	4
表 2: 2022 年国家部分基建政策.....	7
表 3: 我国部分重卡厂商海外布局情况.....	10
表 4: 重汽集团与潍柴合作的主要重卡产品.....	14
表 5: 重汽 A 股旗下的重卡品牌与主要产品.....	17
表 6: 中国重汽新能源项目情况.....	19
表 7: 分业务收入及毛利率.....	23
表 8: 可比公司 PE 估值 (2022 年 12 月 2 日).....	24
附表: 财务预测与估值.....	25

1 公司概况：发展历史悠久

公司成立于1998年9月，1999年上市，主要从事重型载重汽车、重型专用车底盘、车桥等汽车配件的制造及销售业务，依托于完整高效的全球化布局，集团口径下的重卡出口已连续17年保持国内重卡出口龙头地位，并且今年集团凭借强大的产品竞争力，也一跃成为国内重卡龙头。

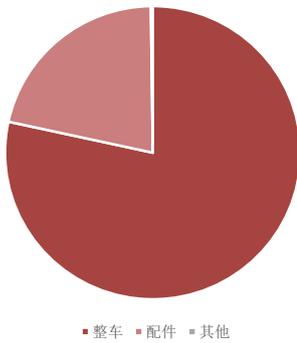
集团发展历程大致可分为五个阶段：1) 1953-2000年，业务起步，自主研发与吸收国外技术相结合，生产了中国第一辆重型汽车黄河牌JN150八吨载货汽车，引进了奥地利斯太尔重型汽车项目。2) 2001-2006年，规模扩张，建成全国最大的重型汽车桥箱生产基地，具有国际先进水平的重型汽车发动机生产线正式投入运行。3) 2007-2010年，走向国际市场，上市后引进曼公司先进的驾驶室、发动机、车桥和底盘技术；随后推出轻卡产品，拓展产品型谱。4) 2011-2017年，精进合作同时自主研发发力，推出MC系列的国产化发动机；与曼合作的整车产品汕德卡系列全面推向市场。5) 2018年至今，进军智能化领域，全球首台无人驾驶电动卡车“HOWO-T5G”在天津港开启试运营；推出全新一代重卡品牌黄河，低风阻挂车领先国内外在售卡车，干线物流牵引车可满足未来L3级无人驾驶功能拓展需要。

图1：中国重汽集团发展历程

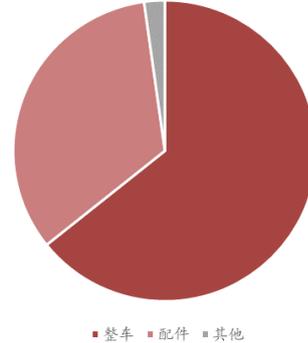


数据来源：中国重汽官网，西南证券整理

公司主营业务结构：公司业务分为整车和配件两大业务，22H1公司整车销售同比-71.7%至120.2亿元，占总营收78.4%，配件销售同比-34.2%至32.8亿元，占总营收21.4%。

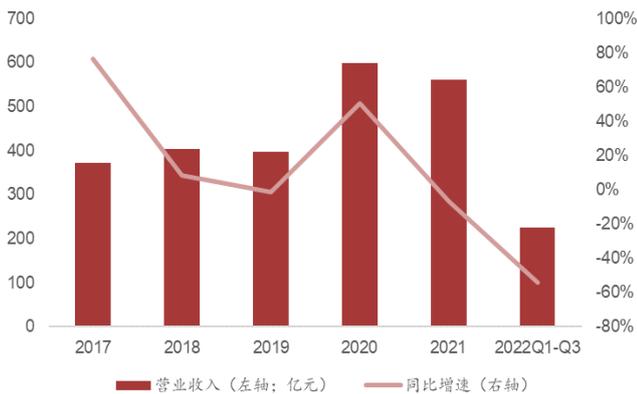
图 2：公司 2022H1 主营业务收入结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

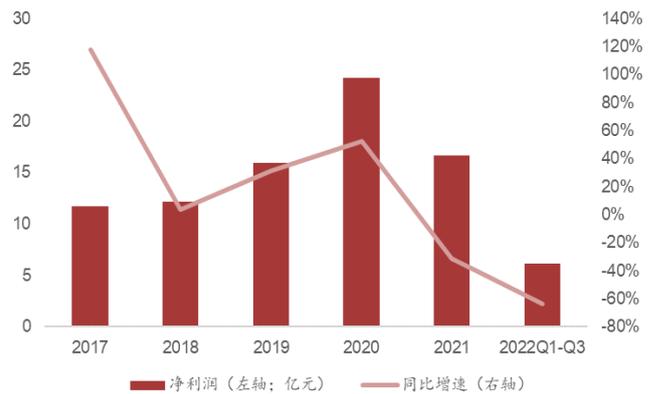
图 3：公司 2022H1 主营业务毛利结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩状况：2017-2021 公司营收从 373.1 亿元增至 561.0 亿元，CAGR 21.6%，同期净利润从 11.7 亿元增至 16.7 亿元，CAGR 25.4%；2022 年受重卡行业下行影响，22Q1-Q3 公司营收 224.6 亿元，同比-54.1%，净利润为 6.2 亿元，同比-63.6%。

图 4：2017 年以来公司营业收入及增速


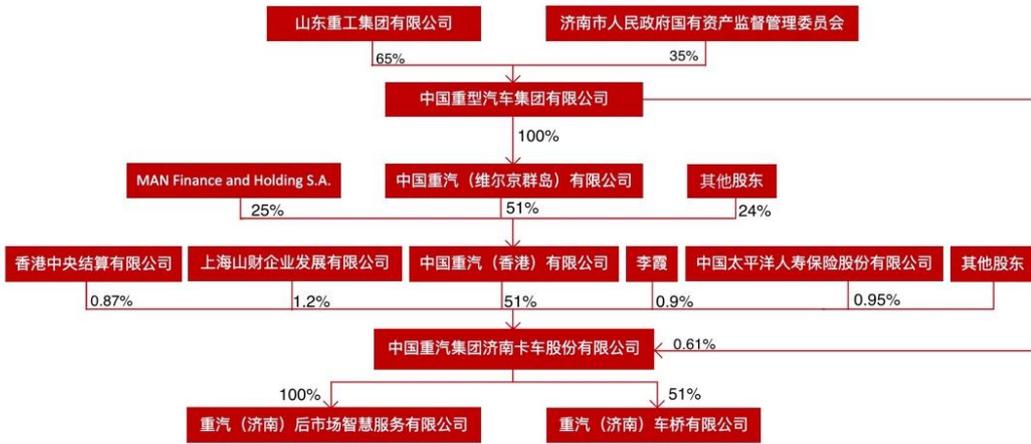
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：2017 年以来公司净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

股权结构情况：股权高度集中，国有股占比大，外资助力发展。公司第一大股东中国重汽(香港)有限公司持股 51%，股权集中度高，公司经营管理稳定性强；中国重汽(香港)有限公司第一大股东为中国重汽(维尔京群岛)有限公司，第二大股东为德国曼公司，通过外资助力长远发展与合作；其中，中国重汽(维尔京群岛)有限公司由中国重型汽车集团有限公司 100%控股，其背后为山东重工集团有限公司和济南市国资，截止 2022 年 3 月，公司实际控制人为山东省人民政府国有资产监督管理委员会，控股比例为 15.57%，国资控股保障了公司经营的有序稳健。

图 6：中国重汽股权结构



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

2 行业分析：重卡行业回暖，出口有望维持高增

2.1 重卡销量回暖，行业有望温和复苏

至暗时刻已过，销售回暖迹象显现。2022 年 1 至 11 月重卡累计销量 61.6 万辆，同比下降约 54%。自去年 5 月以来，重卡市场已遭遇“19 连降”，重卡销量跌至冰点。但 8 月以来同比降幅已经缩窄至 10% 左右，呈现一定销售回暖现象。最新 11 月数据显示销量 4.5 万台，同比降幅约 12%，环比下滑约 7%，主要是受到广州、重庆等地疫情影响，未来若伴随这些影响减弱，销量预计将逐渐同比转正。

图 7：2021 年以来重卡月度销量及同比增速



数据来源：Wind，第一商用车网，西南证券整理

图 8：1998 年至今重卡年度销量及同比增速



数据来源：Wind，第一商用车网，西南证券整理

回顾历史，重卡销量增速主要受专项政策、基建投资、需求透支效应、GDP 增速和燃油价格影响。

1) 针对重卡的专项政策促进重卡更新换代

2007年，计重收费政策实施范围不断扩大，有近20个省、市、自治区的高速公路实施了计重收费。计重收费政策实施前，本可以用一辆重卡装运的货物，现在必须用两辆重卡装运，这使公路货运车辆大幅增加，大大刺激了重卡需求，成为导致2007年重卡销售呈井喷态势的关键因素。此外，08年将实施国III排放标准，促进一些运输企业对于中型尤其是重型货车品种在2007年的提前购买。

2016/2017年，新版GB1589全面实施，治理超载超限从严，牵引车车辆集中置换，拉高了重型卡车市场整体增幅。

2020年，国三淘汰、按轴收费和治理前期不合规车辆等政策的推动促进了车辆的集中采购和置换，同时，国六排放升级也推动了提前购车的需求释放，叠加疫情期间高速免费措施，降低货运成本，刺激了重卡市场需求。

2) 投资增加驱动重卡需求增长

2007年是北京奥运会、上海世博会等大型活动开幕前的重要准备阶段，固定资产投资向高位攀升，很多重要工程进入攻坚阶段，对于重卡的需求也持续攀升。

2010年，我国依托四万亿刺激经济的计划，基建投资大幅增加，尤其是与货运行业联系紧密的房地产等基础设施建设加大、城市化加剧、电商物流、城市货物运输等货运需求加大，驱动了重卡需求的快速增长。

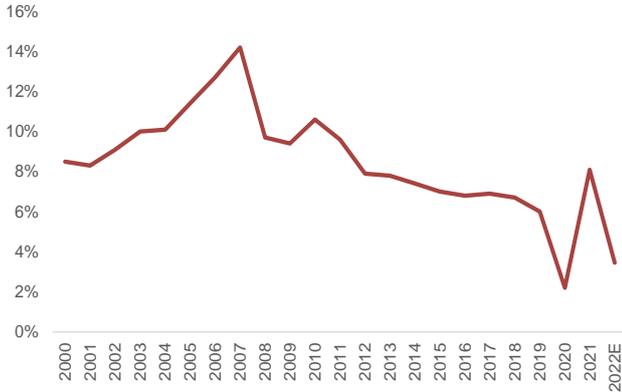
2020年，我国新基建投资规模超万亿元，刺激重卡需求。

表 1：2019-2020 的新基建政策及内容

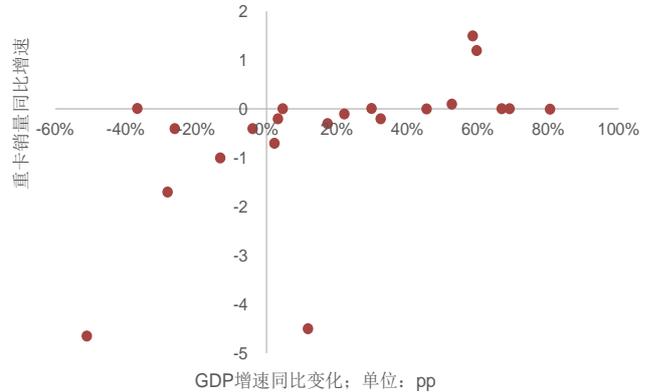
时间	会议/文件	内容
2018年12月21日	中央经济工作会议	加大制造业技术改造和设备更新，加快5G商用步伐，加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设
2019年3月5日	政府工作报告	加大新一代信息基础设施建设
2019年7月30日	中央政治局会议	加快推进信息网络等新型基础设施建设
2019年12月12日	七部门印发《关于促进“互联网+社会服务”发展的意见》	加快布局新型数字基础设施，加速构建支持大数据应用和云端海量信息处理的云计算基础设施，支持政府和企业建设人工智能基础服务平台
2020年1月3日	国务院第四次常务会议	要大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020年3月4日	中共中央政治局常委会	加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020年4月20日	国资委和国家发展改革委	明确新基建三大领域

数据来源：政府官网，西南证券整理

3) GDP 增速影响重卡需求。重卡需求增速和 GDP 增速的同比变化量呈强相关，经济增速加快时，通常伴随较高的重卡需求，经济增速放缓时，重卡需求也会随之减弱，根据我们测算，GDP 增速的同比变化量与重卡销量的同比增速较强相关性，剔除 2020 和 2021 年的异常值后相关性达 0.55。

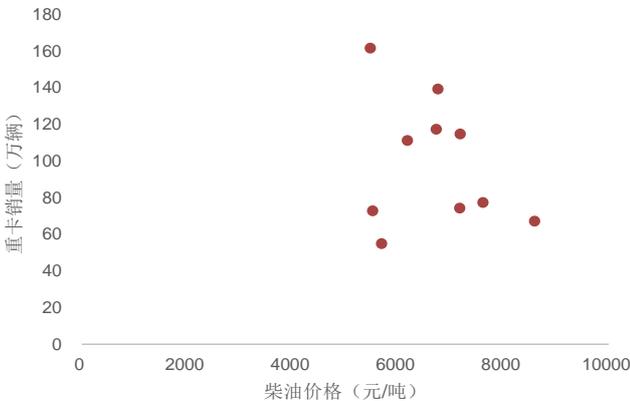
图 9：2000-2022 我国 GDP 增速


数据来源：Wind，西南证券整理；注：2022 年增速来自 WIND 一致预期

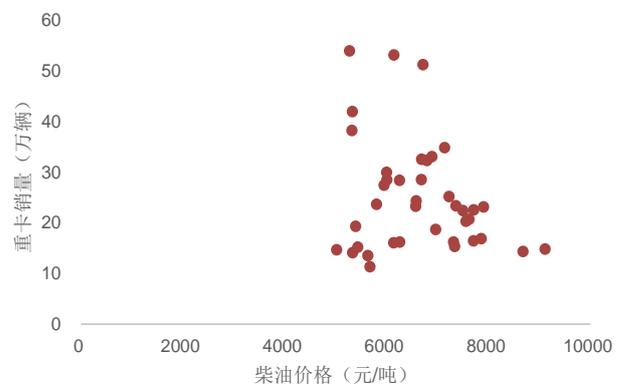
图 10：2000-2022 重卡销量 YoY 与 GDP 增速同比变化散点图


数据来源：Wind，西南证券整理；注：剔除了 2020 和 2021 的异常值；2022 年的 GDP 采用 WIND 一致预期；假设 2022 年 12 月重卡销量环比持平从而计算出 22 年全年重卡销量约 66 万辆

4) 燃油价格上涨抑制重卡需求。2013 年至今，柴油指导价与重卡销量按年度的相关系数为 -0.28，说明燃油价格上涨会一定程度抑制重卡销量增长。2022 年燃油价格持续上涨，9 月柴油价格相比 2021 年 12 月已上涨 20.8%。燃油价格上涨使货运成本增加，也是导致重卡销量走低的一个重要因素。与之对应的是 2020 年上半年燃油价格持续降低，3 月柴油价格相比上年 12 月降低 24%，也是促进重卡销量高增的原因之一。

图 11：2013 年至 2022 年重卡销量与柴油价格按年散点图


数据来源：Wind，西南证券整理；注：假设 2022 年 12 月重卡销量环比持平从而计算出 22 年全年重卡销量约 66 万辆

图 12：2013 年至今重卡销量与柴油价格按季度散点图


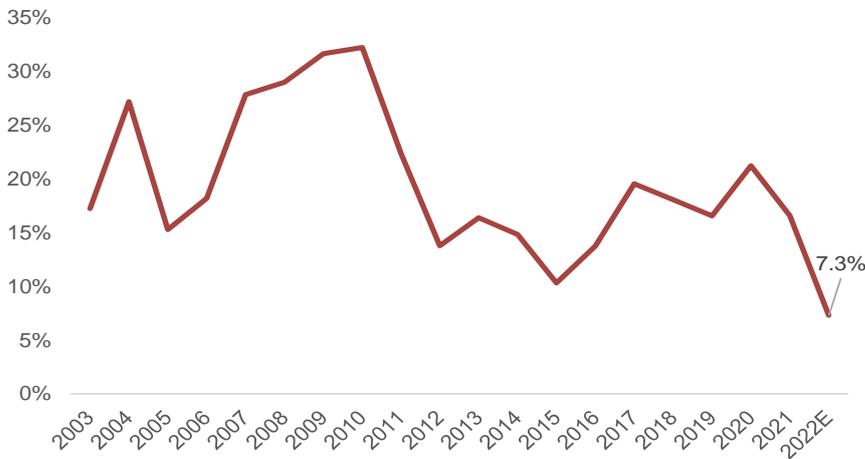
数据来源：Wind，西南证券整理；注：截止至 2022Q3

5) 需求透支是增速大幅下滑的重要原因。2011/2012 年和 2022 年重卡市场断崖式下滑，主要原因是此前几年的高速增长透支了未来的销量。从 2005 年到 2010 年，重卡市场规模逐年攀升。2010 年，重卡市场年销量首次突破 100 万辆大关，这也导致随后数年重卡市场一直处于震荡下滑状态，直到 2015 年才触底。从 2016 年到 2020 年，得益于国三淘汰、按轴收费以及治超等政策因素的多重影响，重卡销量持续增长，到 2020 年，重卡市场年销量达到 162.3 万辆，透支了未来重卡市场需求，2021 年 5 月开始至今同比销量已“19 连降”。

展望未来，在需求透支效应基本结束、利好政策有望出台、新一届政府有望出台稳增长政策、原油价格有望高位回落的背景下，重卡销量有望温和复苏。

1) 需求透支效应出清, 未来年销量有望逐渐恢复至百万台级别。2021年5月至2022年7月重卡销量同比15连降使得消费透支效应基本出清, 8月以来重卡销量温和复苏, 9、10月销量恢复并保持在5万辆以上, 同比降幅也明显收窄。一般而言, 重卡的更新换代需求在8-10年, 按照十年来估算, 则平均更新率为10%, 即上一年保有量中有10%的量需要更新, 再加上一些新增需求和出口需求, 这个比例会更高。历史上, 每年的销量除以上一年的保有量来看, 除2015年较低(仅10.3%)外, 其余年份均(最低13.8%)大幅高于10%。而今年受需求透支效应影响, 假设12月销量环比11月持平的情况下, 22年销量/21年的保有量仅7.3%, 未来随着需求透支效应的出清以及重卡保有量的增加, 以2021年907万辆保有量和10%的更新率(即10年进行更新换代)测算, 每年的更新需求约91万台, 再加上一些出口需求和新增需求, 销量有望达到百万级水平。

图 13: 重卡销量/上一年保有量

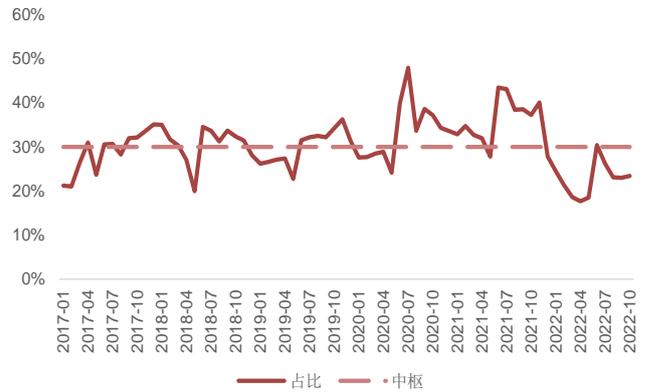


数据来源: Wind, 西南证券整理; 注: 假设2022年12月重卡销量环比持平从而计算出22年全年重卡销量约66万辆

2) 国家出台利好政策辅助重卡行业回暖。在货运成本方面, 今年四季度我国收费公路货车通行费将减免10%、四季度拟将政府定价的货物港务费标准降低20%等政策, 降低货运成本, 有利于刺激货运行业; 在货运价格方面, 交通部约谈满帮、货拉拉等4家货运平台, 要求不得恶意压价竞争, 切实保持运输价格相对稳定, 有利于货运行业发展, 进而稳住重卡市场销量; 国家还陆续出台了关于加强基建投资、稳定房地产市场的文件, 也有利于重卡市场回暖。此外, 明年新一届政府上台也有望推出新的稳增长政策, 促进经济增长从而推动重卡需求恢复; 《柴油货车污染治理攻坚战行动方案》提出环保新目标, 计划到2025年新能源和国六排放标准货车保有量占比力争超过40%。而根据公安部数据, 21年货车保有量3242万辆, 按照这个基数以及40%的国六和新能源货车保有量测算, 2025年国六或新能源货车的保有量需达约1297万辆, 而自2021年1月针对非重型货车的国六政策全面执行以来, 至22年10月, 非重型货车销量约为475万辆, 自2021年7月针对重型货车的国六政策全面执行以来, 至22年10月, 重型货车销量约92万辆, 在不剔除出口的情况下, 则还需要730万辆才能完成目标, 而重卡销量平均占货车销量30%, 则在不剔除出口的情况下重卡销量还需219万辆才能完成目标。

图 14：我国货车保有量情况


数据来源：公安部，西南证券整理；注：因统计数据不完整，采用的是当年最后一条数据

图 15：2017 年以来重卡销量占货车销量比重情况


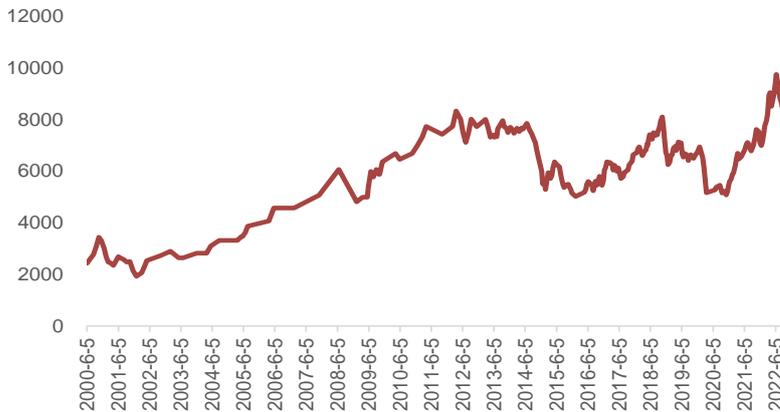
数据来源：Wind，公安部，西南证券整理

表 2：2022 年国家部分基建政策

发布时间	发布部门	文件/会议	主要内容
2022 年 3 月 5 日	国务院	《政府工作报告》	围绕国家重大战略部署和“十四五”规划，适度超前开展基础设施投资。建设重点水利工程、综合立体交通网、重要能源基地和设施，加快城市燃气管道、给排水管道等管网更新改造，完善防洪排涝设施，继续推进地下综合管廊建设。中央预算内投资安排 6400 亿元。政府投资更多向民生项目倾斜，加大社会民生领域补短板力度。深化投资审批制度改革，做好用地、用能等要素保障，对国家重大项目要实行能耗单列。要优化投资结构，破解投资难题，切实把投资关键作用发挥出来。
2022 年 3 月 29 日	国务院	国务院常务会议	水利工程是民生工程、发展工程、安全工程。今年再开工一批已纳入规划、条件成熟的项目，包括南水北调后续工程等重大引调水、骨干防洪减灾、病险水库除险加固、灌区建设和改造等工程。这些工程加上其他水利项目，全年可完成投资约 8000 亿元。
2022 年 4 月 1 日	发改委	“十四五”规划 102 项重大工程实施部联席会议	会议要求，各部门要坚决贯彻习近平总书记重要指示精神，按照 2022 年工作要点部署，加强组织领导，强化协同配合，确保 102 项重大工程每一项任务落地见效。102 项重大工程各牵头部门要切实履行好责任，区分项目类型分类有序推进，加快推动项目实施。要在防范化解各类风险基础上，扎实做好推进项目前期工作，加大资金、用地等要素保障力度，加快在建项目建设，尽快形成实物工作量。
2022 年 1 月 12 日	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	加快建设信息网络基础设施，推进云网协同和算网融合发展，有序推进基础设施智能升级。到 2025 年，数字经济核心产业增加值占国内生产总值比重达到 10%，数据要素市场体系初步建立，产业数字化转型迈上新台阶，数字产业化水平显著提升，数字化公共服务更加普惠均等，数字经济治理体系更加完善。展望 2035 年，力争形成统一公平、竞争有序、成熟完备的数字经济现代市场体系，数字经济发展水平位居世界前列。

数据来源：政府官网，西南证券整理

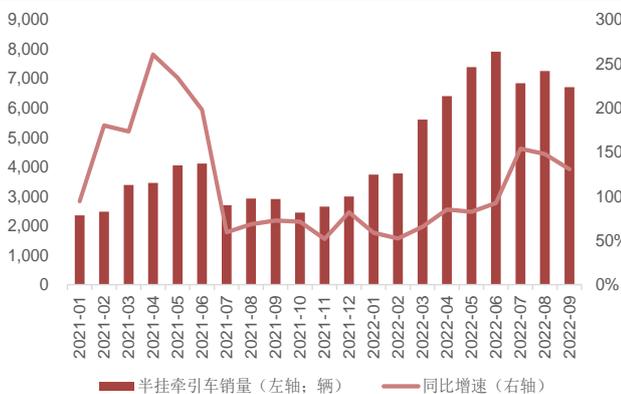
3) 柴油价格处于历史最高位，长期看有望回落。受俄乌冲突影响，全球能源价格暴涨，目前国内柴油价格基本处于历史最高位，我们预计向上空间已经较小，中长期来看价格有望逐渐回归正常水平，从而一定程度上促进重卡销量复苏。

图 16: 柴油价格处于历史高位 (元/吨)


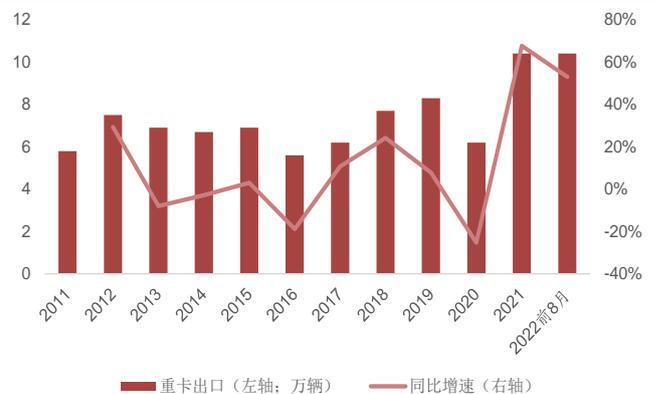
数据来源: Wind, 西南证券整理

2.2 重卡出口有望稳中有增

重卡出口持续高增。不同于 21 年以来整体重卡惨淡的销量，我国重卡出口持续高增，2021 年我国重卡出口增速在 60% 以上，22 年前 8 月，我国重卡出口同比增速也保持在 50% 以上；其中，根据中汽协披露的半挂月度数据，半挂的出口一直保持 50% 以上的高同比增长，最新 22 年 9 月半挂出口 6709 辆，同比增长 130.8%。

图 17: 2021 年以来半挂牵引车出口量及同比增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

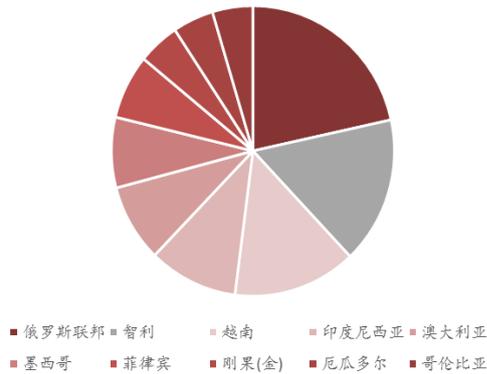
图 18: 2011 年至今重卡出口量及同比增速


数据来源: 方得网, 中国重汽官网, 西南证券整理

我们分析，重卡出口高增主要有以下几个原因：

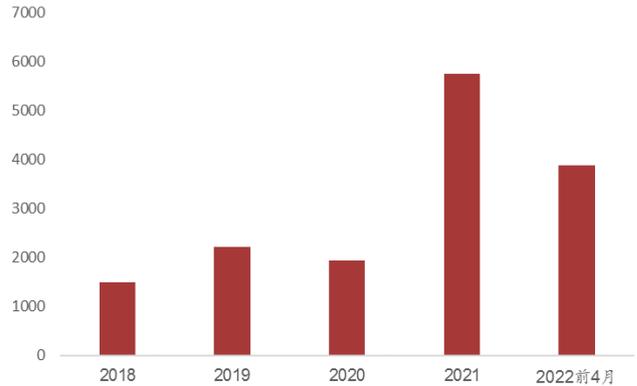
一方面，需求侧来看，亚太地区和俄罗斯有较强的重卡进口需求。1) “一带一路”带动沿线亚太地区国家的基建需求，目前，中国重卡出口市场主要集中在亚太、拉美区域，“一带一路”影响加之海外疫情逐渐常态化，沿线国家基建与物流需求也逐步修复，由带动了重卡需求的增长。2) **俄罗斯重卡市场需求扩大**，俄乌冲突影响导致欧卡停供俄罗斯。从 2021 年起重卡出口俄罗斯数量激增，据海关总署数据统计，2022 年货运机动车辆出口俄罗斯金额达 58.13 亿，超越智利排名首位，重卡出口俄罗斯市场迎来机会。

图 19: 2022Q1-Q3 货车出口区域分布



数据来源: 海关总署, 西南证券整理

图 20: 2018-2022.04 重卡出口俄罗斯数量 (辆)



数据来源: 中国汽车流通协会海关数据, 西南证券整理

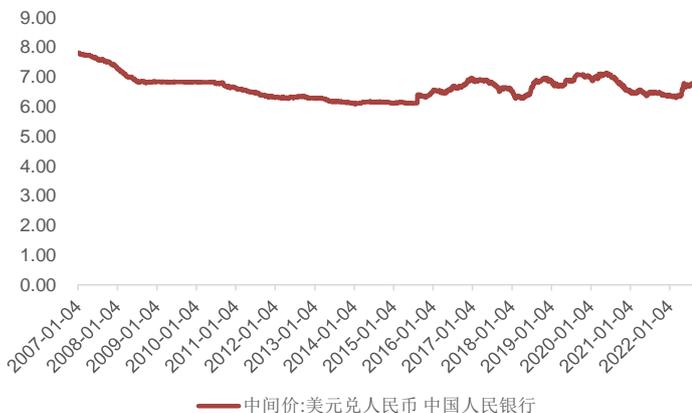
另一方面, 供给侧来看, 我国重卡出口竞争力优势逐渐显现。

1) 国内技术与国外接轨, 产品质量提升。近年来国内主机厂核心部件的制造工艺水平逐渐和国际接轨, 国内重卡能源种类不断丰富, 兼顾性能与体验感, 提升在海外市场的竞争力。核心部件如发动机方面, 行业龙头中国重汽早在 1964 年自研成功 6120 型高速车用柴油机, 此后集团不断吸收海外新技术, 先后推出国产 MC 系列和潍柴 WP 系列发动机, 2022 年, 公司发布和潍柴共同打造的 T 系列发动机, 实现核心部件的优质国产替代; 在能源种类方面, 目前潍柴动力已完成 15kW-200kW 全系列氢燃料电池产品准备, 除了燃料电池技术、柴油机技术外, 公司也在发展氢内燃机、甲醇内燃机、氨内燃机等, 应对能源多元化的挑战。在体验感方面, 汉马科技于 2022 年 8 月 28 日发布两款全新的牵引车产品华菱 S11 和华菱 X9, 华菱 S11/X9 基于乘用车理念, 其驾驶环境、驾乘感受和功能化配置都向乘用车方向靠近, 改善卡车司机的驾驶质感, 开启了国内重卡乘用车化的先河, 引领中国重卡行业迈向了新高度。

2) 我国重卡厂商海外布局发力。在国内重卡市场低迷的情况下, 我国重卡厂商愈发重视海外成长空间, 注重海外品牌的打造与营销。

3) 人民币贬值利于出口, 性价比优势明显。2022 年 3 月以来, 美元兑人民币汇率就持续拉升, 从最低 6.30 已拉升到目前 7.17 (10 月 28 日), 已创了 2008 年 3 月以来的新高, 使得国产重卡产品在海外市场的性价比也明显提升, 这也是重卡出口增长的一个重要因素。

图 21: 美元兑人民币汇率创新 2008 年 3 月以来新高



数据来源: 中国人民银行, 西南证券整理

表 3：我国部分重卡厂商海外布局情况

重卡厂商	海外布局情况
中国重汽	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。海外市场借助于重汽国际的完善网络布局以及高效战略突破，产品出口市场份额继续保持国内重卡行业第一。
一汽解放	2022H1 海外市场实现销售近万辆，同比提升 42%。公司产品出口东南亚、中东、拉美、非洲、东欧等 80 个国家和地区，在全世界近 40 个国家和地区有逾 70 个一级经销商，近 300 家分销商，出口产品包括 J6、JH6、虎 V 等车型。
福田汽车	公司海外业务以客户为导向，以产品平台为基础，实施“矩阵式+两级管理”模式，强化战略与运营相结合。2022H1 出口整车 46318 辆，较去年同期增长 54.8%，销量主要集中在亚太、美洲、中南非、中亚、西亚等区域。中重卡、皮卡、新能源等新重产品推广效果明显。
潍柴动力	公司已经制定了全球化的战略方针，积极开拓海外市场，今年以来在俄罗斯和中东市场销量均有较大幅度增长。2022H1 重卡出口 1.35 万台，同比增长 51.8%，控股子公司陕重汽海外订单突破 2 万辆，同比增长 98%。
玉柴集团	在“一带一路”和 RCEP 的推动下，今年玉柴产品在越南市场的发展不断提速，1-8 月，玉柴发动机配套出口越南市场同比增长超过 20%，在中国车中的细分市场份额不断提高，其中重卡牵引车市场份额达 48%，8x4 米载货车市场份额达 80%。目前，玉柴发动机在越南的市场保有量接近 15 万台，广泛服务于汽车、机械、船舶等多个领域，与越南长海汽车厂、TMT 汽车厂、长江汽车厂、梅花汽车等 20 多家汽车厂及大型整车进口代理商都有深入合作。
汉马科技	去年年底，公司首批出口巴西华菱电动重卡交付，交付车辆包括华菱换电牵引车、华菱纯电牵引车、华菱换电自卸底盘，华菱纯电自卸底盘等多种车型，是汉马科技新能源产品首次出口海外，也是中国电动重卡首次出口巴西。
东风集团	公司出口重卡主要销往南美、东南亚、北非，在智利、秘鲁、越南、摩洛哥等主要战略市场，2021 年，东风小康、郑州日产加快自主品牌新能源汽车产品出口投放，实现新能源汽车出口近千辆，进一步助力东风公司海外商品布局优化，2022 年，发布了“品牌向上战略”，主推车型包括东风天龙 GX、东风天龙 KX（王者版）、东风天龙 KL（轻赢版）、东风天龙 KC（擎天版）等涵盖燃油、纯电动牵引、载货、工程、专用车等在内的 28 款产品。
陕汽集团	今年以来，公司海外订单持续增长，所产重卡远销 130 多个国家和地区，截至目前海外出口订单 3.1 万辆，较去年同期增长 100% 以上，创历史最好水平。公司重卡扩能项目也于近期投产，该项目全线采用超重载智能 AGV、智能拧紧、集中加注等行业先进技术和数字化装备，整车和零部件板块实现提档升级。

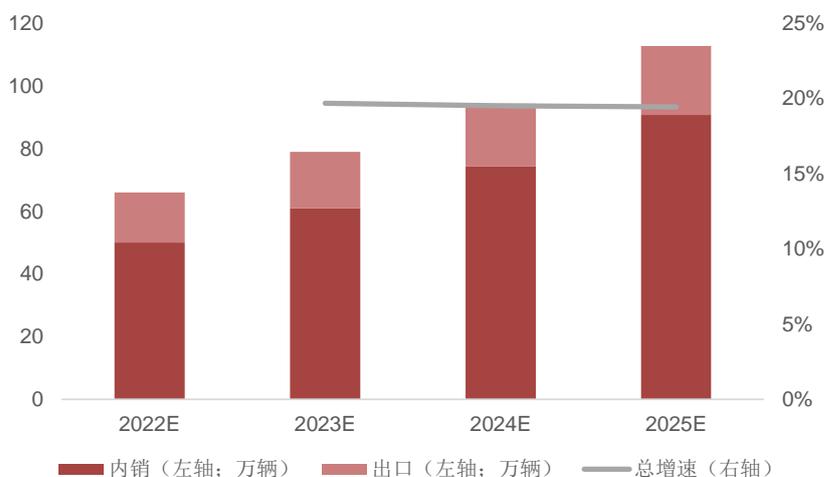
数据来源：各公司官网或公告，西南证券整理

展望未来，我们认为重卡出口有维持增长的动力。技术方面，我国重卡已经具备较强实力，而价格方面，预计美元兑人民币汇率中短期难以发生较大变化，所以我国重卡产品性价比优势预计将较长时间维持；同时，需求方面，预计“一带一路”沿线国家的基建需求将较长时间存在，欧洲对俄罗斯的供给短期也难以恢复，所以我们预计四季度以及明年，我国重卡出口都将继续保持较好的增长态势。

2.3 预计未来几年行业复合增速近 20%

根据前文测算，考虑到《柴油货车污染治理攻坚行动方案》的目标，25 年新能源或国六卡车保有量需要达到约 1297 万辆，其中已实现的（不考虑出口以及国六政策实施前的新能源货车销量）约为 567 万辆。考虑到出口和新能源货车的销量则需要剔除 2021 年以来的非重型货车出口以及 2021 年 7 月以来的重型货车出口，另需加上 2021 年之前的非重型货车新能源保有量以及 2021 年 7 月之前的重型货车新能源保有量。

- 根据中汽协数据,2022年前10月实现货车(包括重型与非重型)出口约40.6万辆,2021年货车(包括重型与非重型)出口约36万辆,根据方得网数据,其中重卡出口约7万辆,假设上下半年出口销量相同,则需要剔除的出口量约为73万辆。
- 我国卡车主要出口南美洲、非洲等地区,出口产品主要为非国六、非新能源的中低端产品,所以假设新能源卡车均计入内销。根据卡车之家数据,2017-2021年新能源卡车销量分别为6.6万辆、4.2万辆、2.6万辆、5.8万辆、4.8万辆,则2017年-2020年合计19.2万辆;2021年重卡新能源销量为10539辆,假设上下半年销量相同,则分别约5270辆。则需要加上的新能源卡车保有量19.7万辆,考虑到2017年之前也存在一些销量并且目前仍然计入在货车保有量之中,假设这部分保有量为10万辆,则合计需加上30万辆新能源保有量。
- 所以已实现的国六或新能源的保有量为567万辆减去73万辆再加上30万辆,约为524万辆,不考虑前期保有量更新换代的条件下,则还需要773万辆国六和新能源销量才能完成《柴油货车污染治理攻坚行动方案》目标。
- 因重卡销量占货车销量中枢为30%,所以假设773万辆中30%是重卡,则重卡内销自22年11月起至2025年结束需完成约232万辆。
- 根据第一商用车网数据,22年11月重卡销量为4.5万辆,假设12月销量环比持平,则12月销量为4.5万辆。出口方面,根据中国重汽官网披露,前10月集团出口7.6万辆,其中10月出口约1万辆,市场份额超50%,假设集团出口市占率60%,则前十月总出口12.7万辆,假设11、12月中国重汽集团出口保持10月水平,出口市占率保持60%,则11、12月出口为3.3万辆,内销将为5.7万辆,则还需226万辆内销才能完成《柴油货车污染治理攻坚行动方案》目标。同时,可以计算得出全年内销约50万辆,出口约16万辆。
- 按23-25年内销相同的增速测算,23-25年内销销量分别约61、74、91万辆;再假设23-25年每年出口保持18、20、22万辆,则23-25年销量分别约为79万辆、94万辆、113万辆,复合增速约19.6%。

图 22: 重卡销量预测


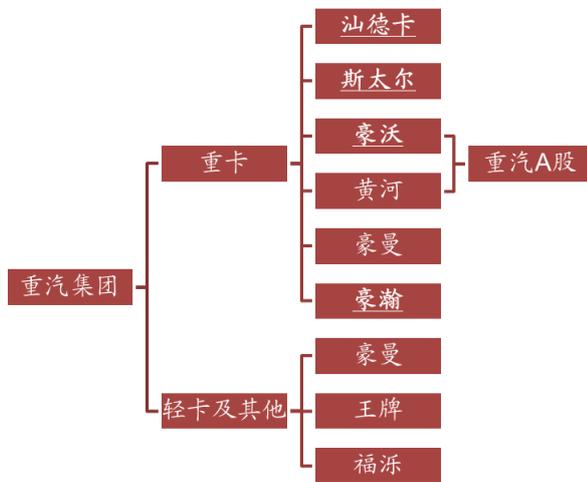
数据来源: 中汽协, 第一商用车网, 西南证券

3 公司分析：背靠强大集团，销量/出口双冠军

3.1 集团实力强劲，是公司发展的可靠后盾

集团品牌矩阵丰富。中国重汽集团已经初步形成以重卡为主导，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，产品包括各种载重汽车、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，其拥有汕德卡(SITRAK)、豪沃(HOWO)、斯太尔(STR)、豪瀚(HOHAN)、黄河、王牌、福泺等全系列商用汽车品牌，是我国重卡行业驱动形式和功率覆盖最全的重卡企业，其中汕德卡和斯太尔由济南商用车生产，豪沃由中国重汽生产，豪瀚由济宁商用车生产，这四大品牌也都在中国重汽(香港)旗下。

图 23：重汽集团主要整车品牌



数据来源：公司官网，西南证券整理；注：下划线处是集团四大品牌

图 24：汕德卡 (SITRAK) 品牌的车型



数据来源：公司官网，卡车之家，西南证券整理

图 25：豪沃 (HOWO) 品牌的车型



数据来源：公司官网，卡车之家，西南证券整理

图 26: 斯太尔 (STR) 品牌的车型


数据来源: 公司官网, 卡车之家, 西南证券整理

图 27: 豪瀚 (HOHAN) 品牌的车型


数据来源: 公司官网, 卡车之家, 西南证券整理

引入斯太尔, 与 MAN、潍柴强强联手打造强大竞争力。重汽集团之所以能发展壮大成为我国重卡行业的龙头以及重卡出口的龙头, 得益于公司对核心技术业精于勤的追求, 从引入斯太尔到与 MAN/潍柴强强联手合作, 伴随着中国重汽从辉煌到低谷、重组新生、跨越发展的历程, 一步步实现了核心技术的突破, 形成了公司的核心竞争力。

- **引入斯太尔, 打造产品差异化。**1983年, 中国重汽成功引进了奥地利斯太尔(1989年被德国MAN公司收购)的91系列重型汽车制造技术项目, 成为国内第一家全面引进国外重型汽车整车制造技术的企业; 1984年, 从斯太尔公司引进整车技术, 在国内联合生产“斯太尔”系列重型汽车; 1995年, 斯太尔项目通过了国家验收, 开发出新款斯太尔重型汽车; 2002年, 中国重汽成功开发斯太尔王, 使重汽拉开了与竞争对手产品差异化的距离。斯太尔技术和产品的引进为中国重汽在重卡领域的发展奠定了坚实的基础, 使重汽完成了产品结构的调整, 现在斯太尔发动机仍然位于中国重汽发动机的重要产品序列。
- **引入MAN技术, 推出汕德卡品牌。**2009年7月15日, 中国重汽(香港)与德国MAN公司达成战略合作, MAN公司通过其全资附属公司MAN FINANCE AND HOLDING S.A.R.L.参股重汽(香港)25%+1股, 中国重汽集团则以独占许可的方式引进MAN公司的TGA系列卡车整车和D20、D26、D08三种先进的发动机(欧三到欧五)及其他零部件总成生产技术。2013年1月17日, 中国重汽集团与德国MAN集团强强合作的SITRAK(汕德卡)品牌正式启动, 2019年4月1日第3万辆汕德卡重卡下线, 汕德卡现已成为中国重汽集团的高端重卡品牌, 在业内有着良好的口碑, “进口替代型重卡”成为汕德卡的代名词; 而汕德卡旗下不仅有重卡产品, 还有消防车、冷藏车、油田作业车等特种车辆, 据中国卡车网报道, 汕德卡消防车在国产消防车中占领了高端市场60%以上的份额。

图 28: 汕德卡 SITRAK C7H 消防车


数据来源: 公司官网, 卡车之家, 西南证券整理

图 29: 汕德卡 SITRAK G7 冷藏车


数据来源: 公司官网, 卡车之家, 西南证券整理

- **与潍柴动力强强联合, 助力自身发展。**2018年9月, 谭旭光履职中国重汽集团, 他的履职也使关系破裂12年的潍柴动力和中国重汽恢复了合作。2019年5月中国重汽搭配潍柴WP10H发动机的新斯太尔产品、豪瀚N7W/N5W车型上市发布, 标志着重新合作的步伐开启, 此后, 双方合作不断深化: 2019年9月, 山东重工收购中国重汽集团, 中国重汽集团和潍柴动力将成为关联方; 2021年8月, 重汽集团将重庆燃油喷射系统有限公司60%股权转让给潍柴动力; 2022年1月重汽集团收购潍柴智能科技30%股权。在11升、13升大排量产品上, 中国重汽今后仍以MAN技术发动机为主导; 在其他排量的产品上, 中国重汽将遵循“市场化原则”, 将用户选择作为第一考虑因素, 未来将会形成潍柴动力和曼动力的差异化动力供应链。中国重汽集团作为全国排名前三的重卡公司、潍柴动力作为位列全国第一的柴油发动机公司, 双方的合作将助推各自的发展更进一步。对于中国重汽而言, 一方面客户购买中国重汽的重卡有了潍柴发动机这一选项, 将吸引青睐潍柴发动机的客户; 另一方面在谭旭光的带领下, 通过学习潍柴动力的经营管理方法, 也将实现公司治理和经营的改善。

表 4: 重汽集团与潍柴合作的主要重卡产品

品牌	型号	发动机型号
汕德卡	G5 自卸车	潍柴
	C5H 牵引车	中国重汽/潍柴
	C7H 自卸车	中国重汽/潍柴
	G5 载货车	中国重汽/潍柴
	G7 牵引车	中国重汽/潍柴
	G7 载货车	中国重汽/潍柴
	C9H 牵引车	中国重汽/潍柴
	G7S 牵引车	中国重汽/潍柴
	G7 自卸车	中国重汽/潍柴
	G7H 自卸车	中国重汽/潍柴
豪曼	H5 载货车	潍柴/玉柴/中国重汽/云内动力
	H5 自卸车	潍柴/玉柴/中国重汽/云内动力

品牌	型号	发动机型号
	H5 牵引车	中国重汽/潍柴
豪沃	TX 载货车	中国重汽/潍柴
	TH7 牵引车	中国重汽/潍柴
	Max 载货车	MC11H.49-61/中国重汽/潍柴
	T7H 牵引车	中国重汽/潍柴
	Max 牵引车	中国重汽/潍柴
	TX 牵引车	中国重汽/潍柴
	HOWO-7 自卸车	中国重汽/潍柴
	TX 自卸车	中国重汽/潍柴
	TH7 载货车	中国重汽/潍柴
	TH7 自卸车	中国重汽/潍柴
	T5G 牵引车	中国重汽/潍柴
	黄河	X7 牵引车

数据来源：公司公告，西南证券整理

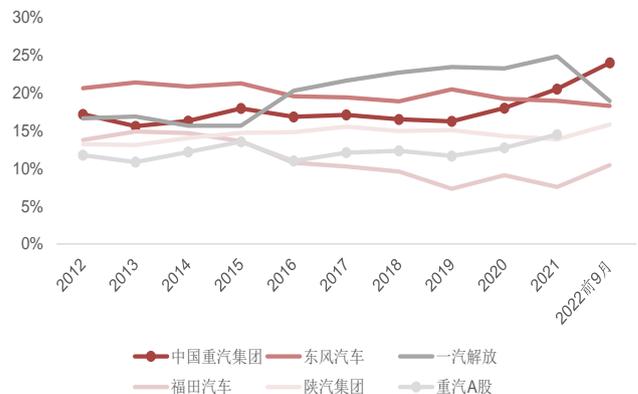
集团销量超越解放成为重卡龙头。2013年至2021年，集团口径重卡销量从12.1万辆增至28.6万辆，CAGR11.3%，也显著优于行业，2022年前9月受行业不景气影响，集团重卡销量同比下滑48.2%至12.6万辆，但降幅明显小于行业（57.5%），因此，公司市占率显著提升，2022年前9月公司国内市场份额已达到24%，较21年同期提升4.4pp，超越一汽解放成为行业龙头。

图 30：集团重卡销量走势



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 31：国内重卡 TOP5 以及重汽 A 股市占率走势



数据来源：Marklines，西南证券整理

重卡出口稳居行业第一，21年来持续高增。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，其中重汽国际公司是集团面向海外的主要经销商，已形成较为完善的海外市场营销网络体系。海外市场借助于重汽国际的完善网络布局以及高效战略突破，集团已连续17年保持国内出口第一，并且出口份额持续提升，从10年前40%不到提升至目前50%以上，22年前10月，集团出口7.6万辆，同比增长54%，10月单月，集团单月出口已突破万辆，创下单月历史新高。

图 32：中国重汽的重卡出口地区



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 33：集团出口销量走势以及出口市占率

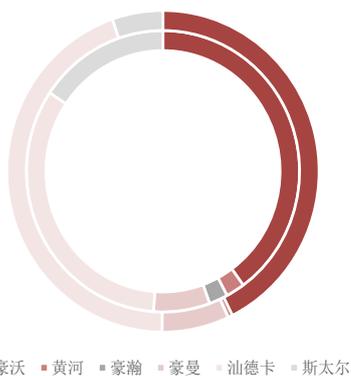


数据来源：公司公告，公司官网，Wind，西南证券整理

3.2 公司是集团重卡核心资产，单车价值有望提升

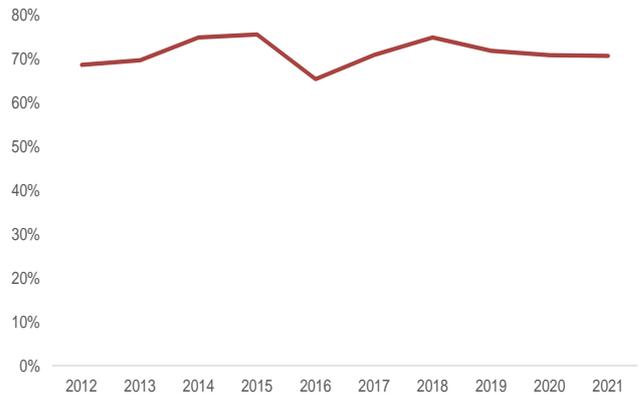
豪沃拥有丰富重卡车系/车型，是集团重卡最核心资产。公司旗下拥有豪沃和黄河两个重卡品牌，其中豪沃是集团重卡业务最核心资产，豪沃的重卡销量占整个集团重卡销量 70% 左右，豪沃旗下拥有丰富的重卡车系，包括 HOWO TX 载货车/牵引车、HOWO TH7 载货车/牵引车、HOWO T7H 牵引车等，根据卡车之家数据，截至 2022 年 11 月 9 日，豪沃在售重卡车系 18 种、在售重卡车型 1333 款，占整个集团重卡（这里指豪沃、豪瀚、豪曼、黄河、汕德卡、斯太尔）在售车系的 40%、占在售车型的 42.7%。豪沃销量占总销量的比例远大于豪沃车系/车型占总车系/车型的比例，也说明豪沃品牌相对更加优质。

图 34：重汽集团在售车系、车型结构（截至 22 年 11 月 9 日）



数据来源：卡车之家，西南证券整理；注：内圈为车系、外圈为车型

图 35：截至 2021 年公司豪沃重卡销量占集团销量比重



数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理；注：黄河品牌 22 年开始交付，公司年报中披露的重卡销量均为豪沃的销量

黄河重卡正式推出，定位高端重卡品牌，节油效果极佳。黄河是 2020 年公司推出的全新一代高端重卡品牌，目前推出了黄河 X7 车系。相较豪沃的在售车型，黄河 X7 性能更好，全系搭载 16 档自动挡 AMT 变速箱，风阻系数仅为 0.37，可节油约 10%，起步价 45 万元，比豪沃在售主流牵引车型起步价高 12-15.2 万元。根据今日商用车评测，普通货车跑上海-武汉专线一圈（约 1800 公里）需要约 700L 油，而黄河 X7 上海-武汉专线跑一圈相对普通重卡能节油 100+L，我们保守假设 1) 上海-武汉专线一圈相比普通货车节油 10%（即 70L）；

2) 一年往返 100 圈；3) 一升柴油 6 元（历史价格中枢约 6 元）。则一年可节省油费 42000 元，5 年即可节省油费 21 万元，以 3% 的折现系数折现，现值为 19.2 万元，也高于购车成本的增量。而除了节油之外，黄河 X7 还拥有双液晶大屏、多功能方向盘、电子手刹、无忧换挡等配置，远优于普通车型，黄河 X7 于 22 年 6 月才刚开始交车，我们预计未来黄河 X7 将会有不错的销量表现。

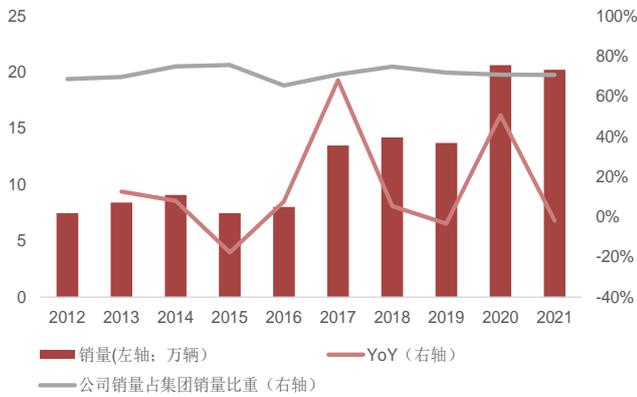
表 5：重汽 A 股旗下的重卡品牌与主要产品

品牌	产品系列	样图	售价（万元）	特点
豪沃	HOWO TX 载货车		16.50-57.00	8/9/10/12 挡手动挡或 AMT；210-350 马力；国五/京五/国六排放
	HOWO TH7 牵引车		33.00-57.62	12/16 挡手动挡或 AMT；430-610 马力；国五/国六排放
	HOWOMAX 载货车		25.95-40.33	9/10/12/16 挡手动挡或 AMT；330-510 马力；国六排放
	HOWO T7H 牵引车		29.80-53.50	10/12/16 挡手动挡或 AMT；320-520 马力；国四/国五/京五/国六排放
黄河	X7 牵引车		45.00-53.00	16 挡 AMT；460-570 马力；风阻系数 0.37，可以降低油耗大约 10%；国六排放

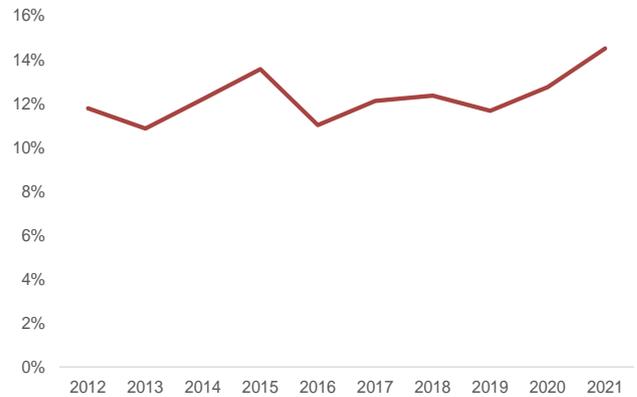
数据来源：卡车之家，西南证券整理

公司销量与市占率持续提升。 凭借豪沃丰富的车型和强大的竞争力，2013 年至 2021 年，公司重卡销量从 8.4 万辆增至 20.2 万辆，CAGR11.7%，显著跑赢行业（9.1%）；同时，公司重卡销量占国内重卡销量的比重也持续提升，已由 2013 年的 10.9% 提升至 2021 年的

14.5%。最新 22 年前 9 月的数据公司尚未披露，但是公司销量一直稳定占集团销量 70% 左右，而集团前 9 月市占率较 21 年同期提升了 4.4pp，我们认为集团市占率的提升也离不开豪沃的贡献。

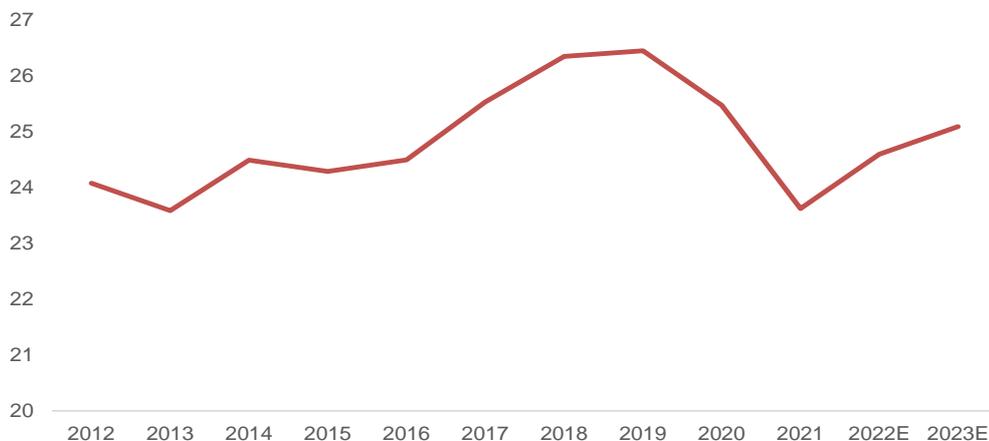
图 36：公司重卡销量以及占集团销量比重


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 37：公司重卡市占率


数据来源：公司公告，WIND，西南证券整理

国六升级+黄河 X7 发力，整车销售均价有望再度提升。2020 年以来，公司整车销售单价有所下降，但实则属于正常现象，主要是由于新国标国六即将全面执行，整个行业都会对现有的国五车型进行打折促销，而 2021 年 7 月起新国标已全面执行，国六车型将全面取代国五车型，而国六本身排放标准更高，成本更高，加之不再打折促销，预计整个销售均价将显著高于之前，另外，从历史数据也可以验证，新国标全面推行后的均价将显著高于之前两年，如 2014 年就是国四全面推行后的第一个整年，销售均价同比提升 0.9 万元，比 2012 年也提升 0.3 万元；2018 年是国五标准全面推行后的第一个整年，销售均价也同比提升 1 万元比 2015 年提升 1.2 万元，而今年也是国六标准全面推行的第一个整年，加之黄河 X7 今年 6 月开始交付，也将促进销售均价提升，所以我们预计公司整车销售均价今年有望同比提升 1 万元左右，而 23 年是黄河 X7 开始交付的第一个整年，预计也将继续为销售均价提升做出贡献，预计 23 年销量均价将提升 0.5 万元。

图 38：公司整车销售均价情况（万元/台）


数据来源：Wind，西南证券整理

发力新能源与智能网联，产品矩阵进一步完善。公司积极响应新能源发展战略，同时发力智能网联项目，扩展增长新空间。在项目建设方面，从 2019 年底起，公司开始在山东省济南市莱芜区投资建设智能网联(新能源)重卡项目，截至目前，项目正在持续投入建设中，其中驾驶室焊装线、内饰线、涂装线、总装线等阶段已投入运行，各系列车型也在逐步进行通线验证，公司正在逐步完善 MES、LES、WMS、智慧园区等系统及数据治理机制，以信息化保障生产运营的敏捷、高效，致力于打造中国领先、世界一流的高端、智能、绿色重卡生产基地。在产品方面，豪沃新能源产品配备了行业领先的磷酸铁锂电池、大功率电机，以及自主研发的多合一整车控制器，可采用“换电模式”提高运营效率。此外，在工信部官网发布的《道路机动车辆生产企业及产品公告》(第 352 批)中，中国重汽发布的新能源车型及底盘共计 10 款，包含纯电动牵引车、纯电动自卸车、纯电动混凝土搅拌车，纯电动厢式运输车及底盘。年初在 2022 年云商务大会上推出 12 款新能源产品，涉及纯电动、氢燃料、混动力等技术路线。

表 6：中国重汽新能源项目情况

项目	投资总额	项目地址	项目用途	效益测算
智能网联(新能源)重卡项目	61.14 亿元	山东省济南市莱芜区	项目实施后将缓解公司面临的环保压力、交通运输仓储压力等，提升生产线产品质量保证能力，满足公司智能网联汽车、新能源汽车的产能需求，提升生产线信息化、柔性化、自动化、智能化水平，提升整车产品和工艺流程中能源利用效率。	预计将建成达产年销售收入 576.75 亿元，年创造利润 22.39 亿元，年上交国家增值税、销售税金附加及所得税 16.39 亿元

数据来源：公司公告，西南证券整理

4 财务分析：盈利能力行业领先

4.1 盈利能力较好，净利率行业领先

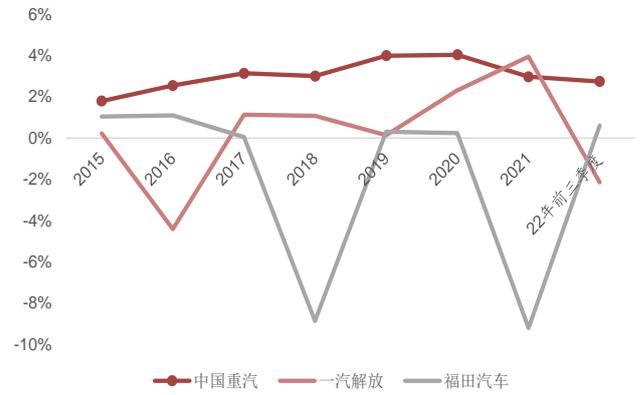
毛利率较为落后，净利率行业领先。纵向来看，2019 年公司毛利率达到 10.5% 后持续降低，最新 22 年前三季度毛利率 6.9%，同比下降 1pp，2020、2021 年下降主要是由于 2021 年 7 月全面推行国六，所以 2020-2021 年对国五重卡进行促销，2022 年毛利率继续下降的原因在于行业销量大幅下滑，产能利用率大幅降低。横向来看，公司毛利率与一汽解放和福田汽车相比要略低一些。虽然毛利率重汽 A 股一直不如一汽解放和福田汽车，但是得益于公司较好的费用管理能力，公司期间费用率一直处于行业较低水平，最新 22Q3 公司期间费用率为 1.8%，显著低于一汽解放和福田汽车，这也使得公司的净利率长期处于行业领先地位，最新 22 年前三季度公司净利润为 2.7%，显著高于一汽解放和福田汽车。

图 39：公司与可比公司毛利率



数据来源：WIND，西南证券整理

图 40：公司与可比公司净利率



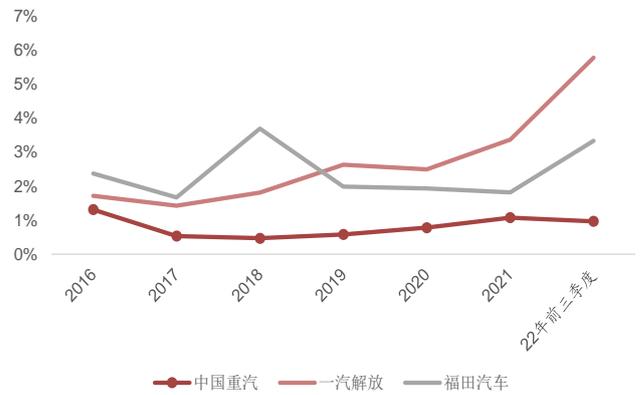
数据来源：WIND，西南证券整理

图 41：公司与可比公司管理费用率



数据来源：WIND，西南证券整理

图 42：公司与可比公司研发费用率



数据来源：WIND，西南证券整理

图 43：公司与可比公司销售费用率



数据来源：WIND，西南证券整理

图 44：公司与可比公司财务费用率

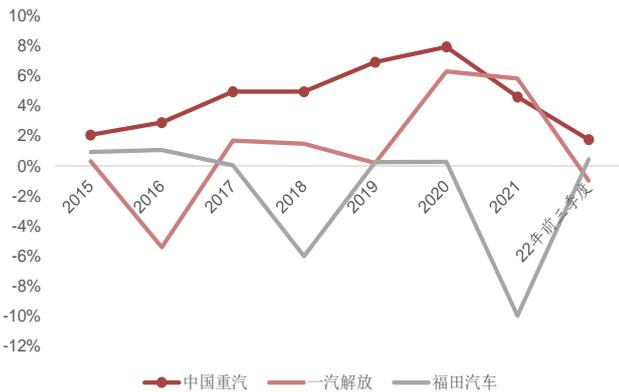


数据来源：WIND，西南证券整理

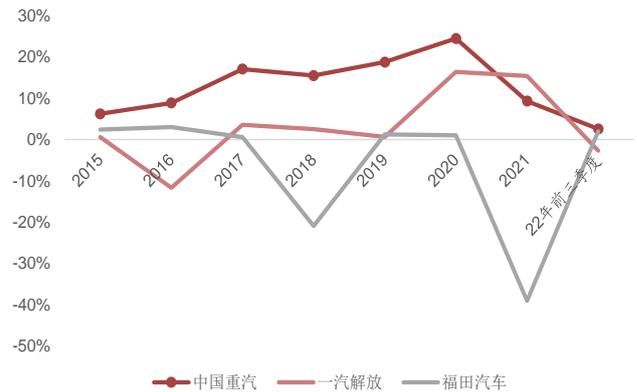
图 45：公司与可比公司期间费用率


数据来源：WIND，西南证券整理

ROA/ROE 均处于行业上游水平。公司 ROE\ROA 与净利率走势基本一致，受益于公司净利率水平更高，公司 ROA、ROE 也持续处于行业上游水平，最新 2022 年前三季度公司 ROA、ROE 分别为 2.6%、1.8%。

图 46：公司与可比公司 ROA 走势


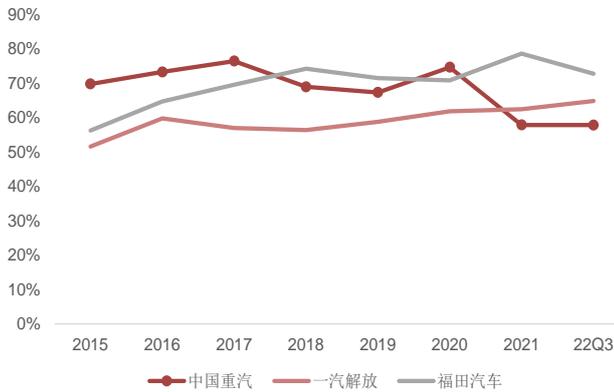
数据来源：WIND，西南证券整理

图 47：公司与可比公司 ROE (平均) 走势


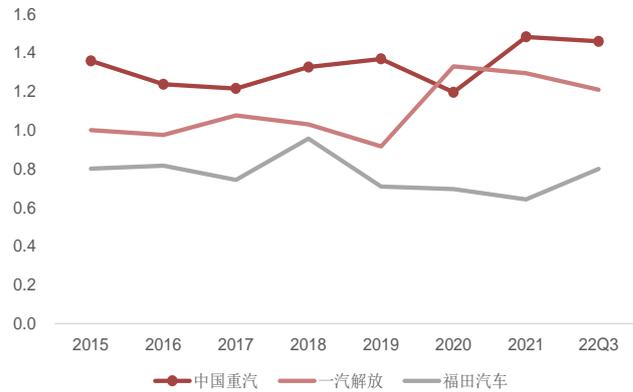
数据来源：WIND，西南证券整理

4.2 偿债能力、总资产周转率相对较好

公司短/长期偿债能力相对较强。公司资产负债率位于行业较低水平，流动比率位于行业上游水平，最新 22Q3 公司资产负债率/流动比率为 57.8%/1.5，说明公司经营风格相对稳健，偿债能力相对较强。

图 48: 公司与可比公司资产负债率走势


数据来源: WIND, 西南证券整理

图 49: 公司与可比公司流动比率走势


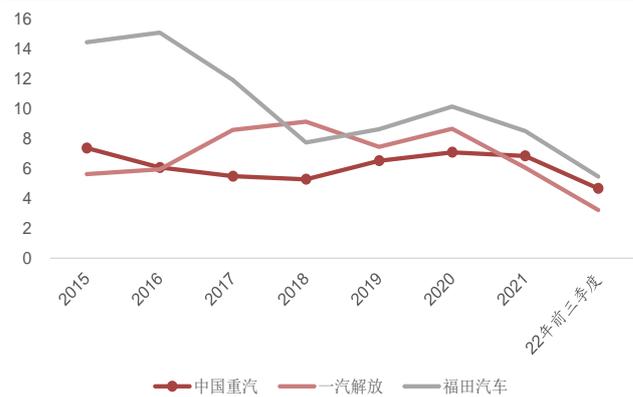
数据来源: WIND, 西南证券整理

总资产周转率相对较好, 存货周转率相对改善。2015年-2020年, 公司总资产周转率持续提升, 主要是得益于重卡行业销量持续提升, 公司产能利用率持续提升, 2021年以来随着行业销量下滑, 公司总资产周转率也连续下降, 2022前三季度公司总资产周转率为0.64次, 同比降低0.64次, 和可比公司相比, 公司总资产周转率处于行业中上游水平。2020年及之前, 公司存货周转率处于行业下游水平, 近两年, 公司营运能力相对有所改善, 处于行业中游水平, 最新22年前三季度公司存货周转率为4.7次, 同比下降1.5次, 下降主要是受到行业销量大幅下滑影响。

货币资金充裕, 经营性现金流较好。最新22Q3公司货币资金为112亿元, 非常充裕, 处于行业正常水平; 公司经营性现金流也较为健康, 自2017年以来, 公司经营性现金流持续为正, 最新22年前三季度为45.5亿元, 处于行业领先地位。

图 50: 公司与可比公司总资产周转率走势 (次)


数据来源: WIND, 西南证券整理

图 51: 公司与可比公司存货周转率走势 (次)


数据来源: WIND, 西南证券整理

图 52: 公司与可比公司货币现金情况 (亿元)


数据来源: WIND, 西南证券整理

图 53: 公司与可比公司经营性现金流净额情况 (亿元)


数据来源: WIND, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 假设行业销量如前文所预测, 即 22-24 年分别 66、79、94 万辆, 公司重卡市占率分别为 15%、16%、17%; 同时基于国六产品与黄河 X7 贡献, 公司产品结构有望优化, 假设 22-24 年销售均价分别为 24.6、25.1、25.6 万元。

假设 2: 22-24 年公司汽配销量分别每年增长-30%、30%、35%, 平均单价每年下降 1%。

假设 3: 随着产能利用率提升和产品结构优化, 公司毛利率将显著改善, 假设 22-24 年公司整车毛利率分别 5.5%、8%、9%, 汽配毛利率分别 12%、13%、14%。

基于以上假设, 我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表:

表 7: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
整车	收入	47,763.54	24354.00	31716.29	40898.96
	增速	-9.03%	-49.01%	30.23%	28.95%
	毛利率	5.94%	5.50%	8.00%	9.00%
汽配	收入	8,193.21	5677.89	7307.45	9766.41
	增速	12.64%	-30.70%	28.70%	33.65%
	毛利率	15.03%	12.00%	13.00%	14.00%
其他	收入	142.43	128.18	115.37	103.83
	增速	-12.0%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
	毛利率	52.27%	25.00%	25.00%	25.00%
合计	收入	56,099.17	30,160.08	39,139.10	50,769.19
	增速	-6.40%	-46.24%	29.77%	29.71%

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
	毛利率	7.38%	6.81%	8.98%	9.99%

数据来源：Wind，西南证券

根据上述假设，我们测算出公司 2022-2024 年营业收入分别为 301.6 亿元、391.4 亿元和 507.7 亿元，同比增速分别为 -46.2%/29.8%/29.7%，归母净利润分别为 5.4 亿元、10.9 亿元和 16.5 亿元，同比增速分别为 -48.0%/101.3%/52.4%。

5.2 相对估值

我们选取潍柴动力、福田汽车作为可比公司，2023 年两家公司平均 PE 为 11 倍，目前行业估值较低原因在于重卡行业不景气，未来随着行业景气度提升，行业标的估值均将得到修复。考虑到前文测算 23-25 年重卡行业复合增速近 20% 以及公司在重卡行业的领先地位，给予公司 2023 年 20 倍 PE，对应目标价 18.4 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8：可比公司 PE 估值（2022 年 12 月 2 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
000338.SZ	潍柴动力	10.56	1.06	0.8	1.1	1.3	9.96	13.04	9.87	8.00
600166.SH	福田汽车	2.73	-0.63	0.06	0.22	0.28	-4.32	43.82	12.24	9.61
平均值							-	28.43	11.06	8.80
000951.SZ	中国重汽	13.97	0.88	0.46	0.92	1.41	15.81	30.43	15.12	9.92

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

1) 重卡行业复苏不及预期的风险。公司业务均属于重卡行业，若重卡行业复苏不及预期，公司业绩将难以很好的改善。

2) 行业出口销量不及预期的风险。集团是重卡出口龙头，公司也占了集团出口的较大部分，若行业出口不及预期，将会较大影响到公司的业绩。

3) 原材料价格大幅波动的风险。原材料及配件占公司营业成本 80% 以上，若原材料价格大幅波动，将影响公司的盈利能力。

4) 汇率波动风险。集团是重卡出口龙头，公司也占了集团出口的较大部分，估汇率波动将对公司盈利能力产生一定影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	56099.17	30160.08	39139.10	50769.19	净利润	1668.75	867.16	1745.40	2659.60
营业成本	51957.31	28107.22	35622.99	45695.03	折旧与摊销	234.50	361.13	382.94	382.94
营业税金及附加	219.20	117.85	152.93	198.38	财务费用	-46.05	-375.21	-410.35	-503.04
销售费用	989.76	532.11	690.53	895.72	资产减值损失	-134.48	130.00	130.00	130.00
管理费用	287.35	551.93	716.25	929.08	经营营运资本变动	1614.63	4987.11	1022.41	920.40
财务费用	-46.05	-375.21	-410.35	-503.04	其他	-1274.47	-141.36	-142.00	-143.77
资产减值损失	-134.48	130.00	130.00	130.00	经营活动现金流净额	2062.88	5828.83	2728.40	3446.13
投资收益	7.57	13.00	13.00	13.00	资本支出	-1765.71	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	30.84	0.00	0.00	0.00	其他	1315.51	13.00	13.00	13.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-450.20	13.00	13.00	13.00
营业利润	2038.96	1109.19	2249.75	3437.02	短期借款	-900.00	-600.00	0.00	0.00
其他非经营损益	48.31	17.00	17.00	17.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2087.27	1126.19	2266.75	3454.02	股权融资	5001.38	0.00	0.00	0.00
所得税	418.52	259.02	521.35	794.42	支付股利	-570.65	-315.08	-163.73	-329.55
净利润	1668.75	867.16	1745.40	2659.60	其他	-419.45	414.71	410.35	503.04
少数股东损益	630.85	327.82	659.82	1005.42	筹资活动现金流净额	3111.28	-500.36	246.62	173.49
归属母公司股东净利润	1037.90	539.34	1085.57	1654.17	现金流量净额	4723.96	5341.46	2988.02	3632.62
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	7819.74	13161.21	16149.23	19781.85	成长能力				
应收和预付款项	6684.27	3605.74	4675.80	6061.08	销售收入增长率	-6.40%	-46.24%	29.77%	29.71%
存货	4999.51	3731.75	4615.57	5751.85	营业利润增长率	-34.31%	-45.60%	102.83%	52.77%
其他流动资产	10287.65	373.30	460.54	573.53	净利润增长率	-31.10%	-48.04%	101.28%	52.38%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-34.35%	-50.83%	102.94%	49.25%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	4140.84	3818.70	3474.75	3130.80	毛利率	7.38%	6.81%	8.98%	9.99%
无形资产和开发支出	875.55	836.56	797.57	758.58	三费率	2.19%	2.35%	2.55%	2.60%
其他非流动资产	670.23	670.23	670.23	670.23	净利率	2.97%	2.88%	4.46%	5.24%
资产总计	35477.79	26197.49	30843.68	36727.91	ROE	11.14%	5.57%	10.18%	13.65%
短期借款	600.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.70%	3.31%	5.66%	7.24%
应付和预收款项	13756.75	8438.11	10901.98	13720.07	ROIC	12.22%	6.54%	32.07%	55.19%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	3.97%	3.63%	5.68%	6.53%
其他负债	6145.61	2192.37	2793.02	3529.11	营运能力				
负债合计	20502.36	10630.48	13695.00	17249.19	总资产周转率	1.55	0.98	1.37	1.50
股本	1174.87	1174.87	1174.87	1174.87	固定资产周转率	25.44	8.57	10.73	15.37
资本公积	4930.03	4930.03	4930.03	4930.03	应收账款周转率	11.86	6.82	11.02	11.02
留存收益	7846.60	8070.86	8992.71	10317.33	存货周转率	6.75	6.28	8.32	8.63
归属母公司股东权益	13911.99	14175.76	15097.60	16422.23	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	66.99%	—	—	—
少数股东权益	1063.43	1391.25	2051.07	3056.50	资本结构				
股东权益合计	14975.43	15567.01	17148.68	19478.72	资产负债率	57.79%	40.58%	44.40%	46.96%
负债和股东权益合计	35477.79	26197.49	30843.68	36727.91	带息债务/总负债	2.93%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.48	2.04	1.95	1.91
					速动比率	1.23	1.68	1.60	1.57
					股利支付率	54.98%	58.42%	15.08%	19.92%
					每股指标				
					每股收益	0.88	0.46	0.92	1.41
					每股净资产	12.75	13.25	14.60	16.58
					每股经营现金	1.76	4.96	2.32	2.93
					每股股利	0.49	0.27	0.14	0.28
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	2227.40	1095.10	2222.35	3316.93					
PE	15.81	30.43	15.12	9.92					
PB	1.10	1.05	0.96	0.84					
PS	0.29	0.54	0.42	0.32					
EV/EBITDA	3.79	2.28	-0.22	-1.24					
股息率	3.48%	1.92%	1.00%	2.01%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn