

重卡系列深度第一篇：2023年底部复苏可期

证券分析师：黄细里

执业证书编号：S0600520010001

联系邮箱：huangxl@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199793

2023年1月6日

■ **复盘：国内重卡行业销量在成长&周期&政策等三重因素下呈现波动上升趋势，本质映射为国内宏观经济不断发展的长期趋势。** 1) **总量维度**：重卡年销量=Δ保有量+报废量，即由经济（GDP）增速决定的重卡保有量与报废率共同影响，消费板块/资本形成板块分别影响物流/工程重卡运力需求，经济环境&使用寿命&排放标准等因素共同影响重卡报废比例。总结而言，当前国内重卡销量核心反映由经济短周期波动&政策外力因素带来的运力供需关系的周期波动，结合经济发展周期判断，当前处于周期底部位置。2) **格局维度**：国内重卡格局相对稳固，近十年CR5超80%，一线车企内部陕重汽份额提升趋势明显。当前重卡板块PB估值处于10年维度中低部水平，向上空间较大。

■ **对比：美国重卡市场成熟稳定，龙头企业发展路径分化，强管理能力为核心壁垒。** 美国市场周期内总销量与市场格局均相对稳定，四大企业瓜分所有市场份额。公司角度，整车制造龙头帕卡利用美国市场完善配套供应链体系，以专业化分工实现低毛利+低费用+高盈利，零部件龙头康明斯凭借全球化布局规模优势实现崛起，欧洲一体化企业斯堪尼亚全产业链整合实现崛起，发展路径差异化较大，**核心壁垒体现在成熟企业运营过程中强管理能力带来的降本增效，毛利率与费用率的持续优化。**

■ **预测：多重因素影响下，重卡行业销量有望见底回升。** 2022年在供应链、疫情等多方面因素冲击下重卡销量见底，2023年在基建发展+疫情修复+国标切换三重因素共振下，我们预计保有量微增，至2024年内需消费发力，物流重卡运力需求激增叠加老车置换等刺激因素，2022~2024年重卡销量预计68/89/121万辆，分别同比-51%/+31%/+36%。

■ **投资建议：2022年重卡销量触底，2023年保守预计双位数正增长，布局点已至。** 销量增长核心系：1) 消费复苏+投资增长下运力需求增加，保有量新增；2) 国六B排放标准施行驱动置换。建议关注：**重卡黄金产业链一体化垂直布局【潍柴动力】+重卡整车制造行业龙头【中国重汽】+【威孚高科/福田汽车/一汽解放】。**

■ **风险提示**：国内宏观经济恢复情况低于预期，原材料成本上涨超预期。



■ **复盘：成长与周期轮动，本质映射宏观经济**

■ **对比：市场稳定，路径分化，管理为王**

■ **预测：经济复苏/更新置换，销量有望高增**

■ **投资建议与风险提示**

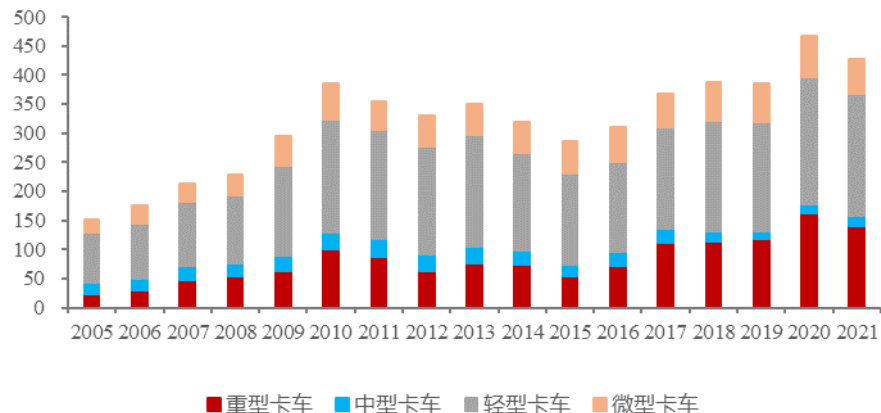
一、复盘：成长与周期轮动，本质映射宏观经济

商用车：卡车占比近九成，重卡占比持续提升

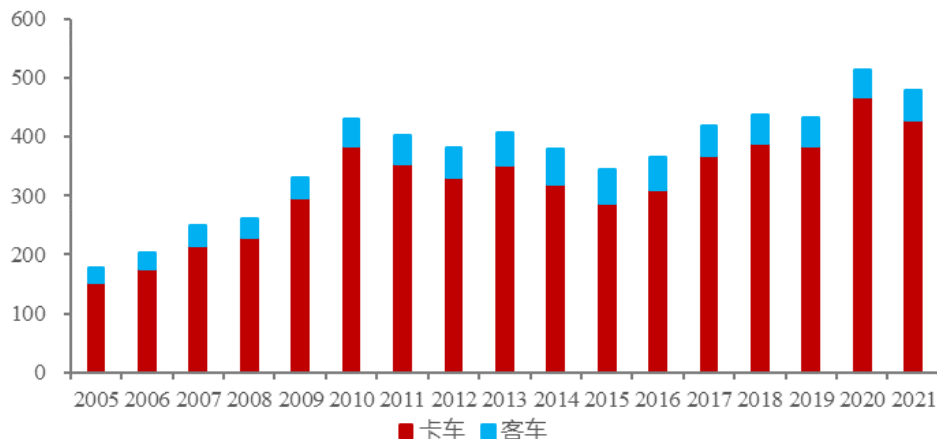
■ 销量维度：

- 2020/2021年商用车板块行业年销量450~500万辆左右，其中卡车占比接近九成，2020/2021年超400万辆。
- 卡车内部来看，重卡销量占比持续提升，从2005年16%提升至2021年的33%；轻卡销量占卡车比例持续稳定50%以上。（微/轻/中/重卡以总质量1.8/6/14吨为区分）
- 客车内部来看，轻客占比最大。

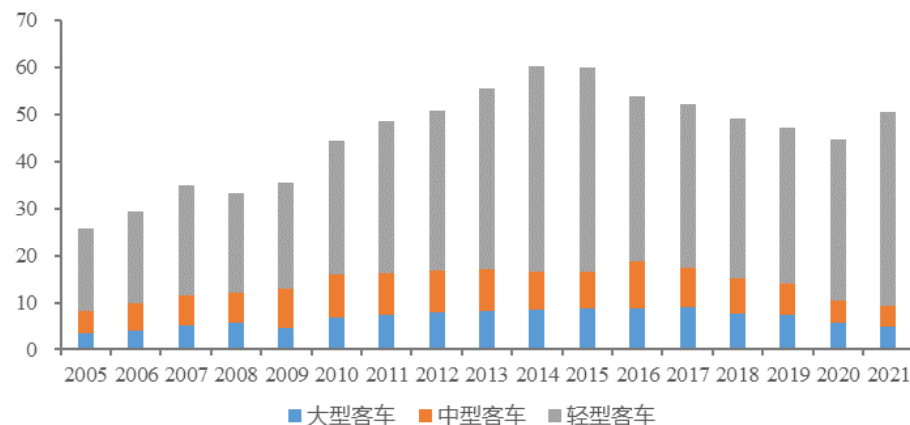
图：卡车分尺寸历史年度销量/万辆



图：商用车卡车/客车历史年度销量/万辆



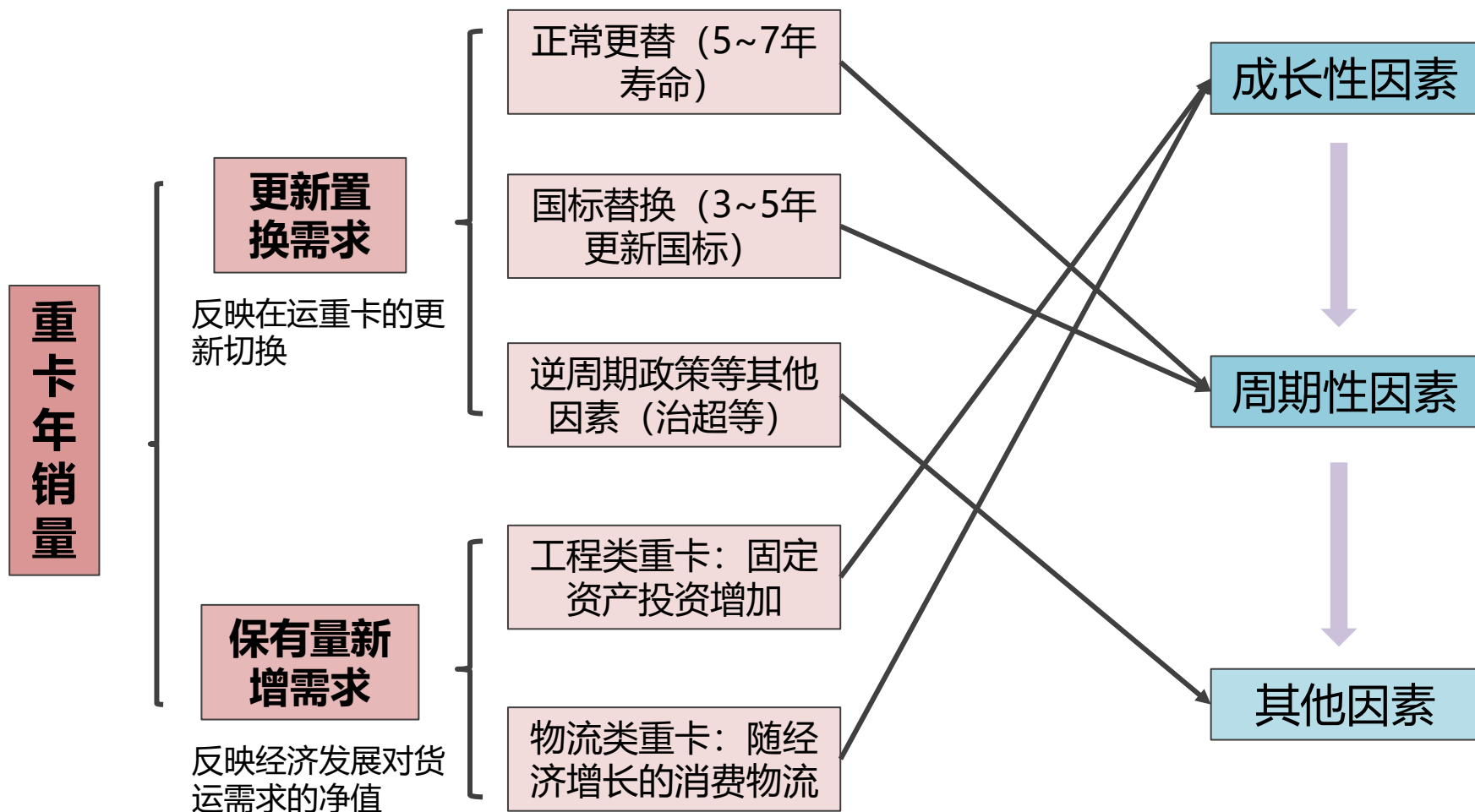
图：客车分尺寸历史年度销量/万辆



重卡销量波动要素：更新置换和保有量新增两大类

- 重卡行业年销量波动变化的影响因素梳理如下：**周期因素带来波动，成长因素增加保有量，其他外力因素并存。**

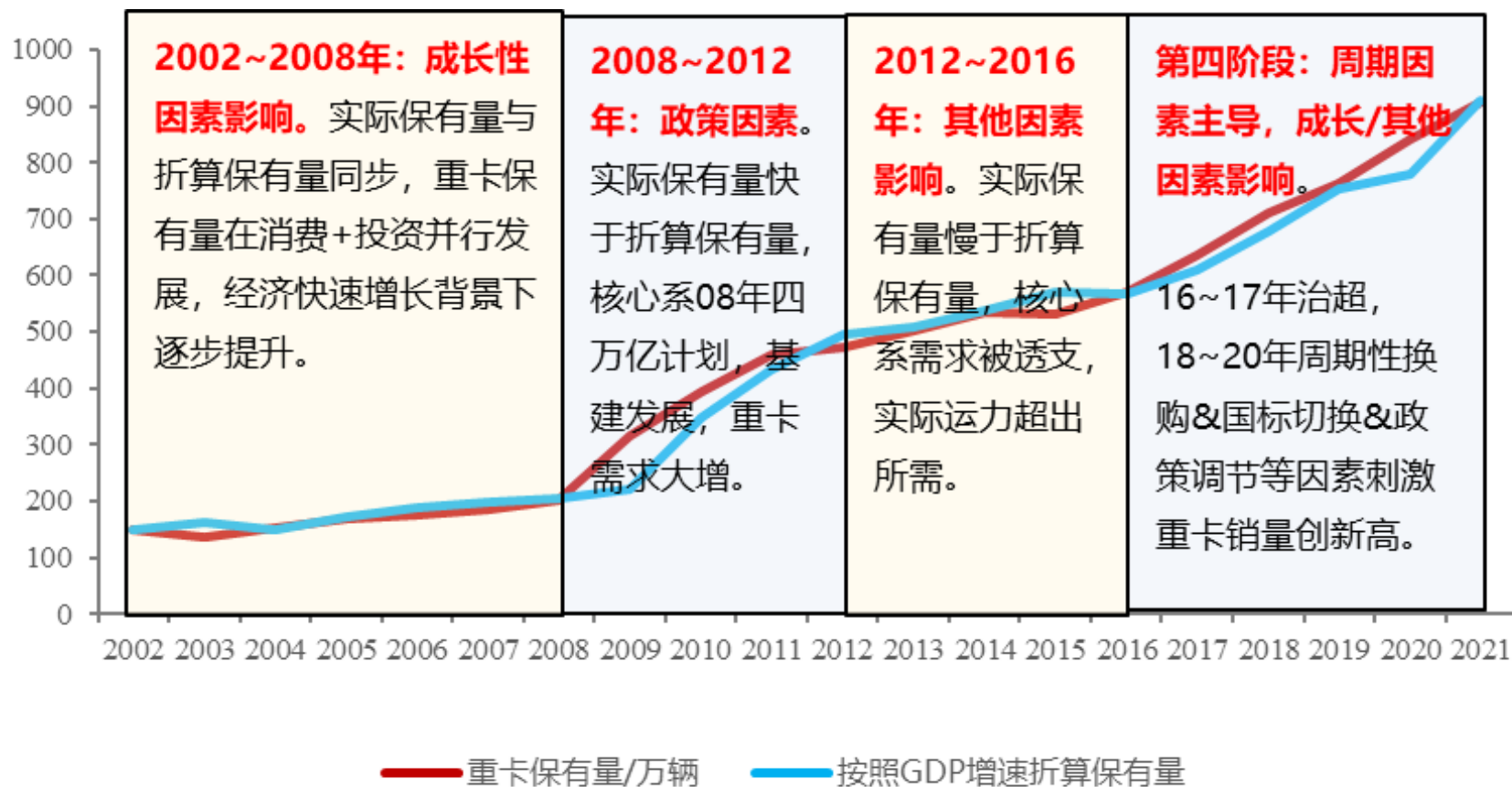
图：重卡销量影响因素拆解



保有量变化：围绕GDP变化，受多种外力因素影响

- 国内重卡实际保有量与折算保有量（以2004年实际保有量为基数，按照当年GDP增速进行折算）趋势基本一致。近十余年来发展，08~12以及16~20年两次在外力作用下增速较快，可以概括为：成长性因素贯穿始终，周期性置换需求伴随，以政策为主的外力因素干扰。

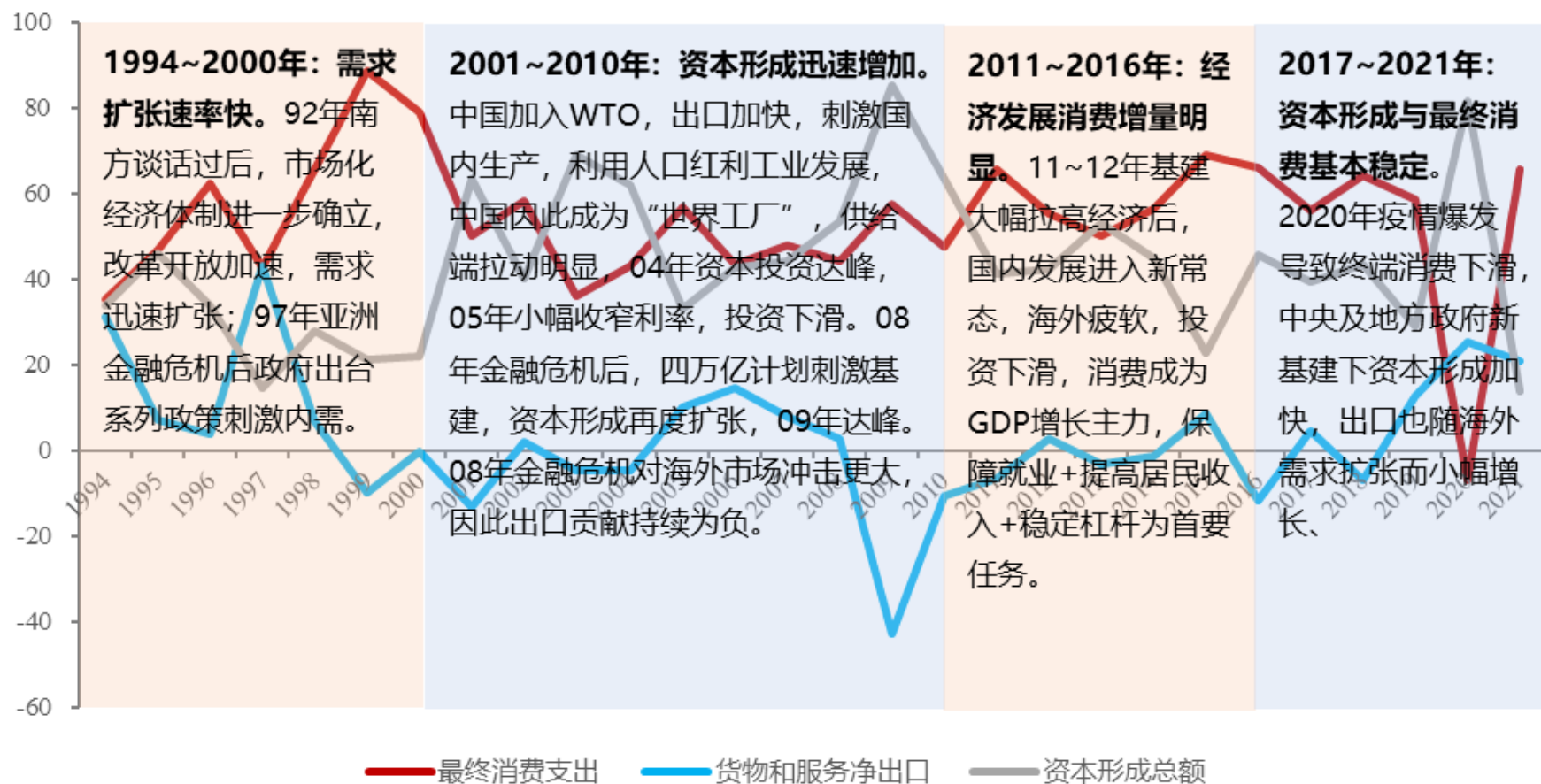
图：重卡历史保有量与GDP以及年新增销量变化关系/万辆



GDP进一步拆分：消费+投资+出口三驾马车驱动

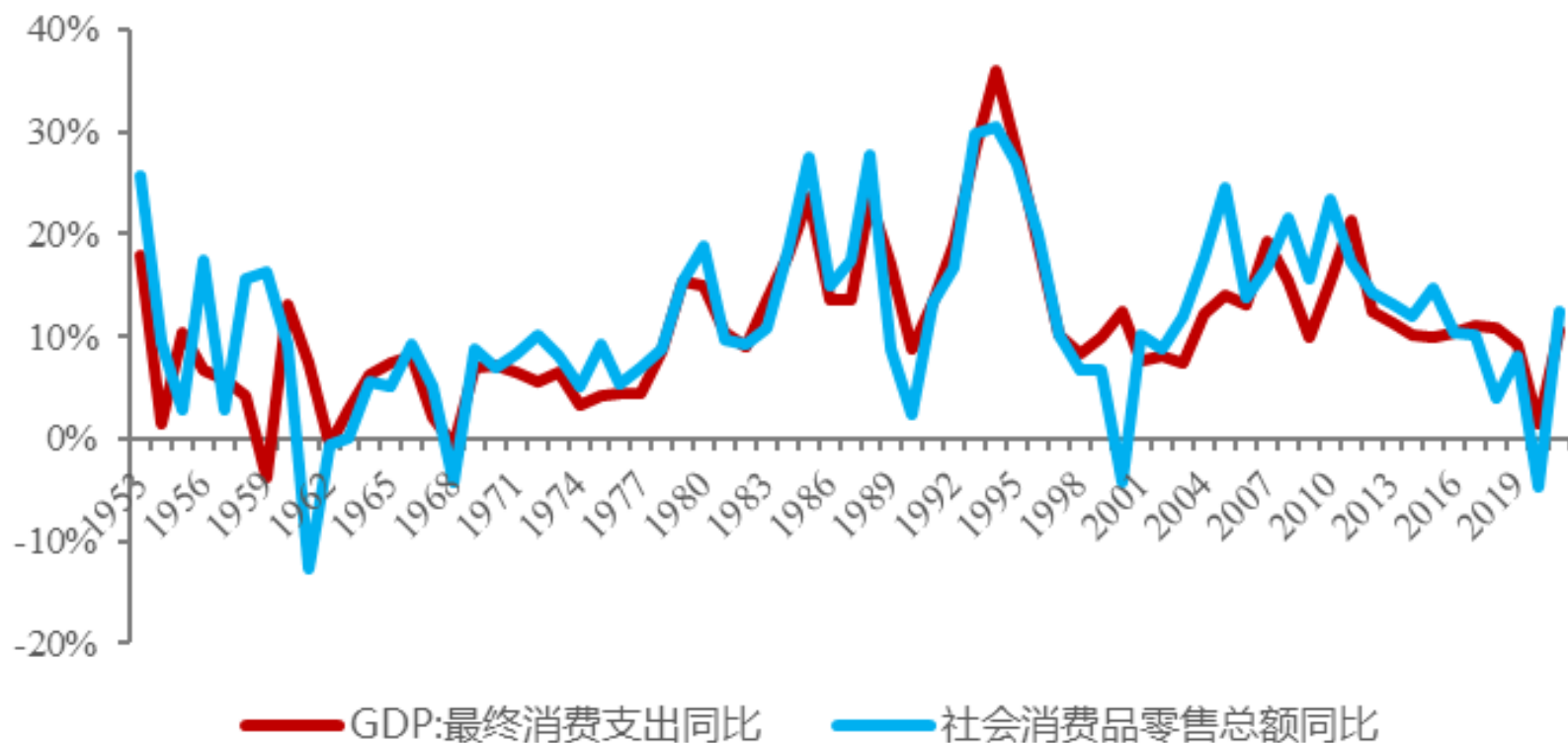
- GDP整体增速为经济发展的直接表征，又可以被进一步拆分为消费+投资+出口三驾马车共同驱动，以消费和投资为主，出口占比整体较低。未来中短期核心看消费增量贡献。

图：消费+投资+出口三驾马车对GDP贡献比例变化/%



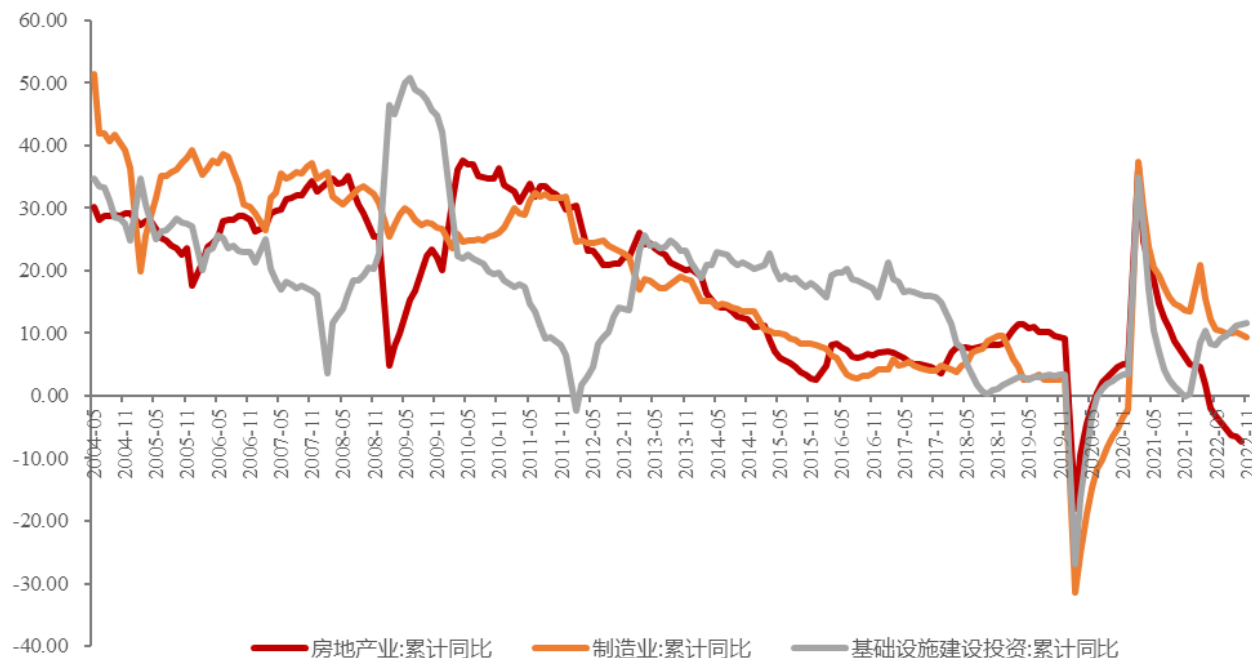
- 进一步细化来看，最终消费支出历史同比变化与社会消费品零售额同比走势高度相关，二者从定义维度相差：1) 教育医疗等服务性消费支出；2) 居民自产自销等虚拟消费支出等区别，但整体历史增速拟合来看高度相关。

图：最终消费支出与社零总额高度相关



- 进一步细化来看，资本形成核心可以分为两大类：固定资产投资+存货投资，后者占比极低（5%左右），固定资产投资又可以分为三种：房地产、基建以及制造业（设备投资）。
- **基建投资核心涨跌催化主要系政策原因，作为逆周期对冲工具**，在经济下行压力较大时作用明显。2008年开启四万亿计划后，基础设施建设投资涨幅较大，2022年起增速迅速提升。
- **决定制造业投资中枢的主要因素依然为社会内需和工业企业盈利情况，本质上以大的技术或者人口变革为驱动，周期较长**。制造业投资同比增速变化来看，2004年以来处于稳定下滑趋势。
- **房地产投资则呈现出明显的周期性，本质上略微落后于以M1为代表的社会流动性的周期变化**，并且在2020年以来，政策倾向上对于房地产的保护略微降低，因此房地产投资增速下滑较为明显当前处于周期底部位置。

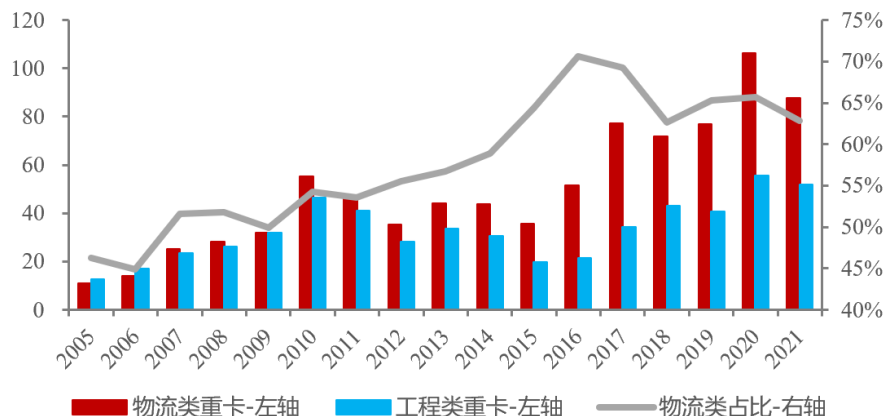
图：资本形成细节拆分：房地产+基建+制造业/%



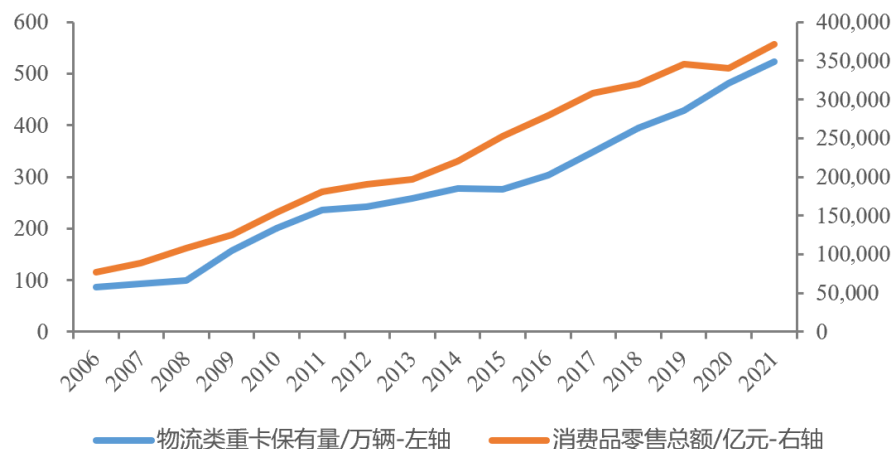
工程&物流类重卡保有量分别与消费&投资高度相关

- 按照中汽协分类，重卡底盘归为工程类重卡，半挂牵引车归为物流类重卡，重卡整车按照2:8分别划分工程:物流，可以发现:
- 2005年以来物流类重卡占比持续提升，当前稳定在60%+水平，主要系国内GDP增长核心增量贡献逐步由投资转向消费驱动。
- 除消费/投资增加所代表的经济增长外，保有量变化还受政策逆周期调节/排放标准切换以及治超等额外政策因素的影响。

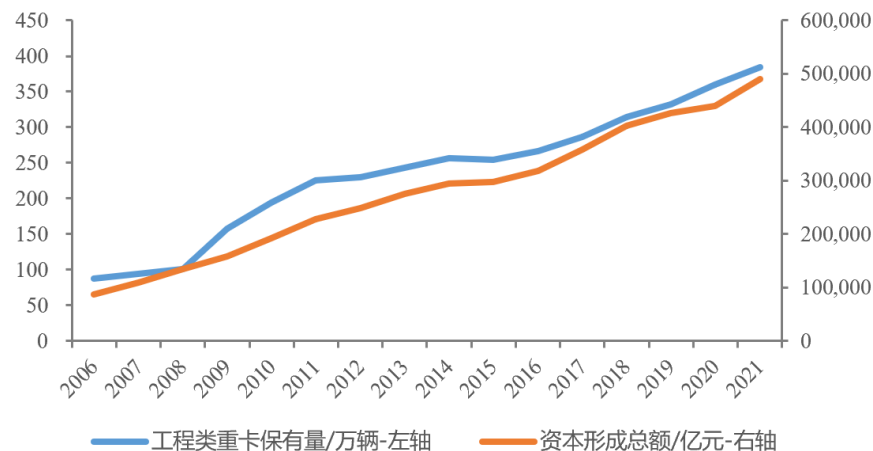
图：不同类型重卡销量/万辆



图：物流类重卡保有量与消费品零售总额变化



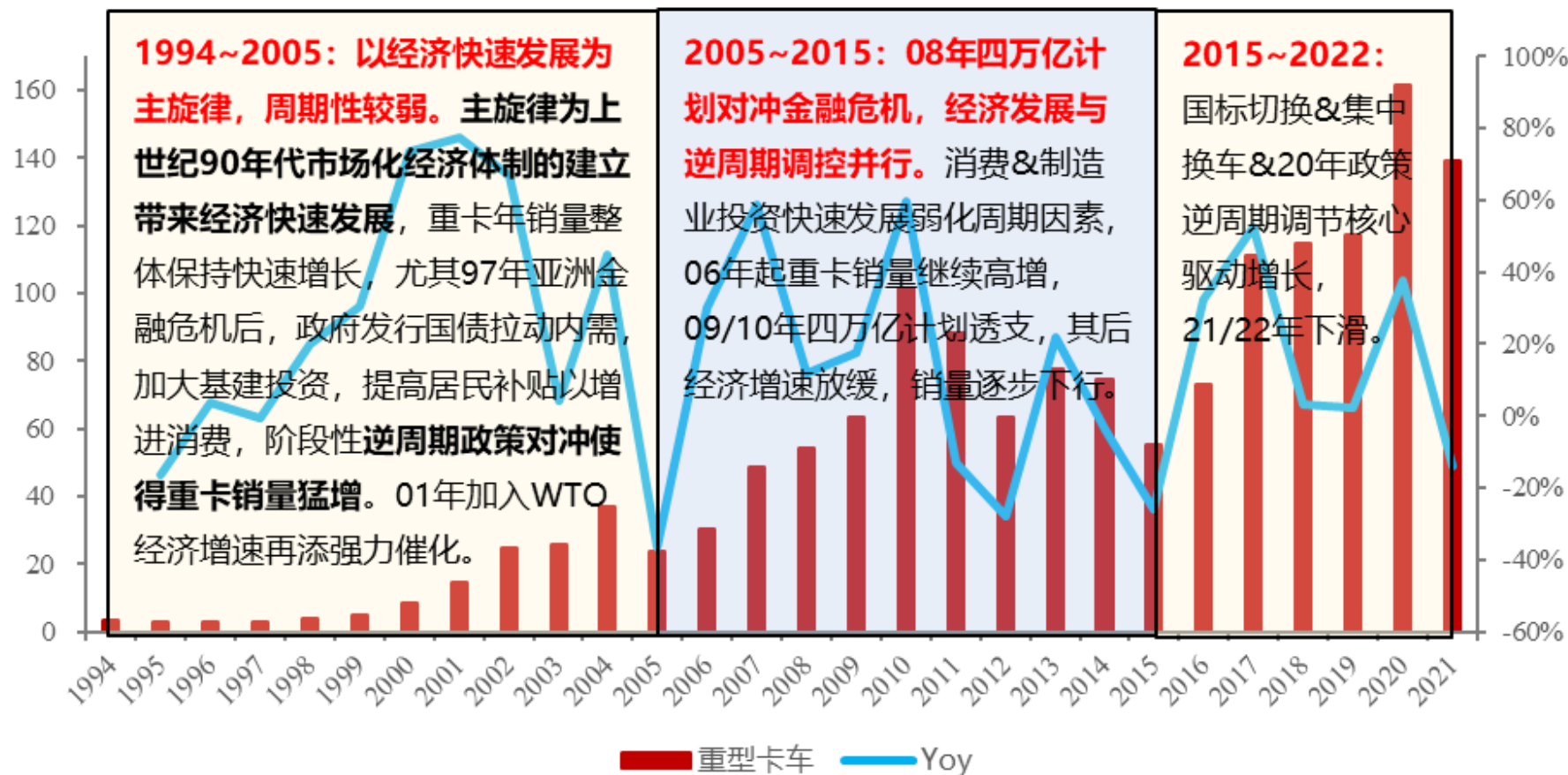
图：工程类重卡保有量与资本形成总额变化



重卡年销量：以10年为大周期，多因素并行影响

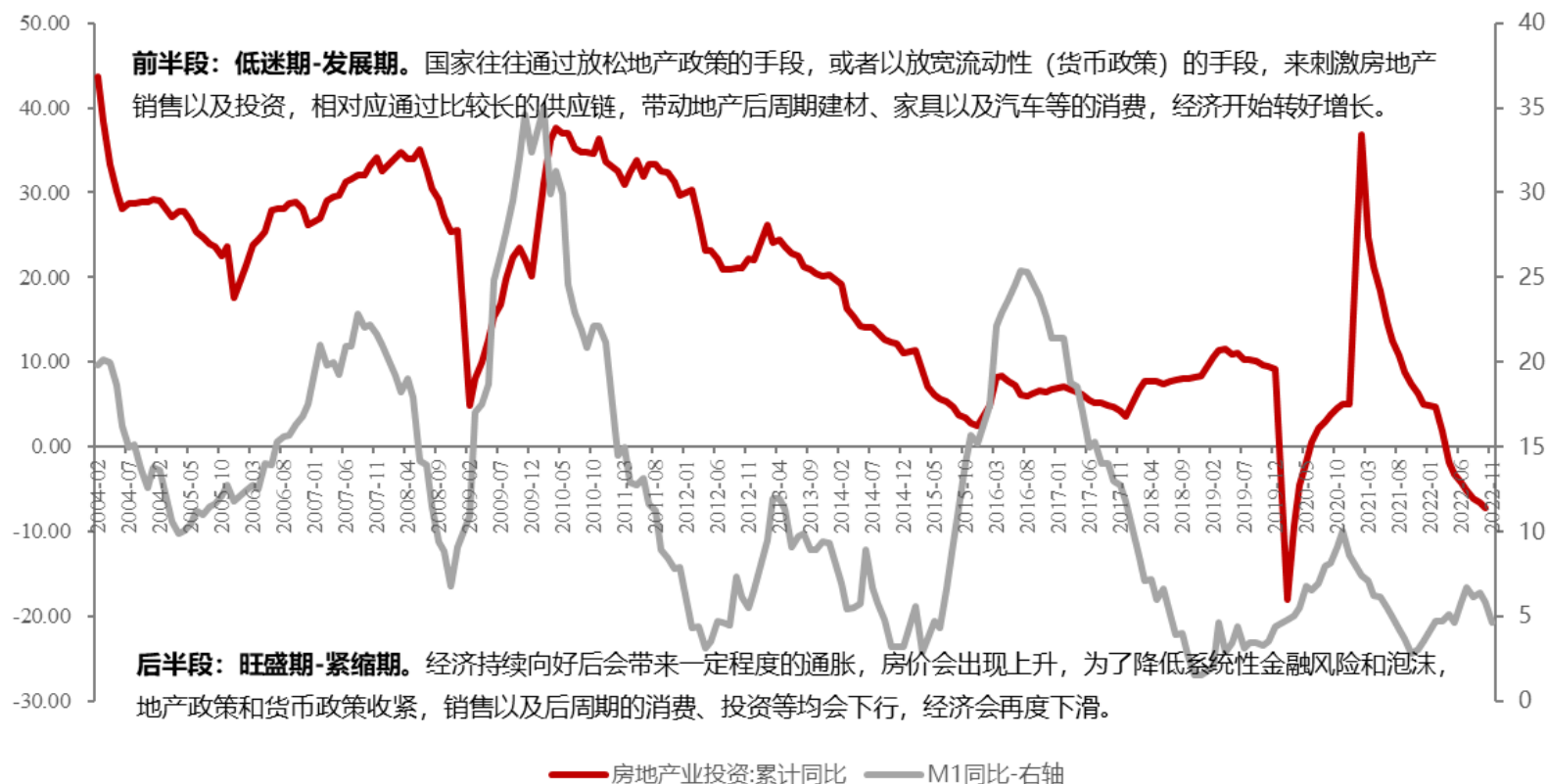
- **销量周期变化本质是经济短周期&重卡更新周期&国标替换周期的结合，逆周期政策是重要外力。**
- **销量出现峰值核心驱动：**流动性释放，且**政府逆周期调控政策**是重要推手，一般经济短周期前期。
- **销量持续增长核心驱动：**经济持续发展，**消费、制造业/房地产**、出口等均趋势向好形成良性循环。
- **销量下滑主要因素：**周期后半段销量快速增长后被透支，政府收紧流动性，经济下行压力较大。

图：重卡年销量变化/万辆



- 以市场流动性（M1同比）作为宏观经济运行周期的表征指标，**一次短周期内**伴随“经济下行时，货币政策宽松后，流动性提升，带来经济增长，GDP增加，随后持续提升带来通胀，再后政府控制流动性收紧，经济下滑，通胀紧缩”。**与地产周期强相关核心原因**：1) 政府控制流动性往往以地产行业作为核心手段，包括对房地产投资的调控，对房价的调控，以及保障性住房/棚户区改造等民生工程；2) 地产行业占国家GDP比重最高。**当前（2022年底）处于短周期向上位置。**

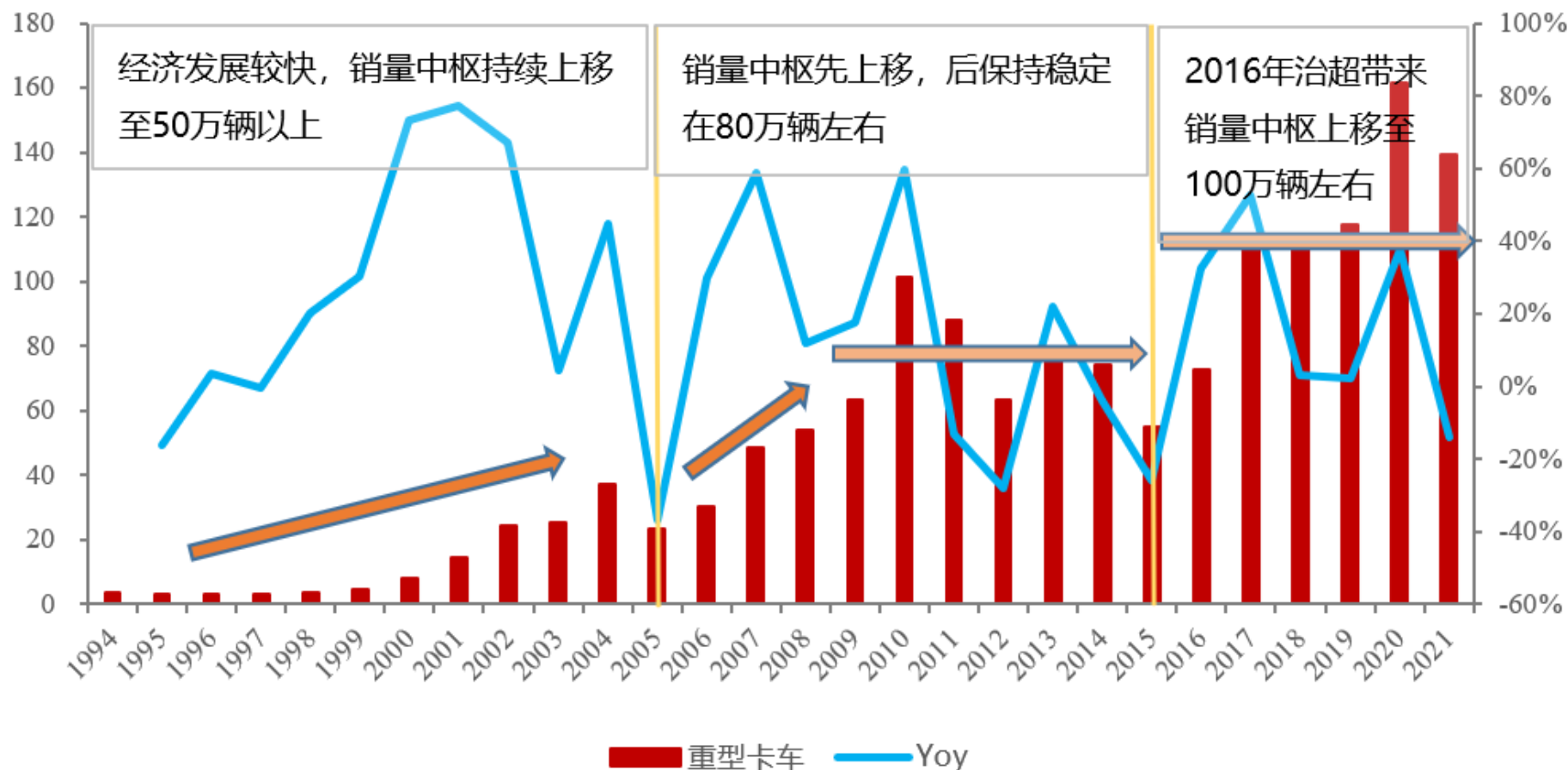
图：宏观经济周期波动与地产行业波动变化/%



长短期不同因素影响，重卡销量中枢不断上移

- **决定重卡跨周期销量中枢的主要因素：**1) **长期因素：**经济发展水平（GDP拆分后的消费+投资+出口）决定的运力总需求，涵盖物流需求与工程需求；2) **短期因素：**政策治超，单车运力变化。
- **决定重卡一轮周期内销量变化的主要因素：**1) 经济发展决定的车主预期收益影响的换车周期；2) 排放标准政策变化；3) 政府逆周期调控政策；4) 客观经济的短周期波动。

图：重卡年销量变化/万辆



报废率：车寿+经济环境+国标切换等决定报废率

- **重卡年销量= Δ 物流/工程重卡保有量-保有量*年报废比例（年报废量/当年保有量）**。复盘历史数据，年报废量受重卡使用寿命、当年经济环境以及排放标准硬性切换等因素影响。
- 因素一：长周期，2010年之后报废率降低，主要系技术升级下车辆使用寿命增加，报废比例降低。
 - 因素二：短周期，以06/07/17年等为例，经济环境向好，消费信心充足背景下，报废率略有增加。
 - 因素三：排放标准切换，以08/13/17/21年为例，排放标准切换会带来报废率升高。

图：重卡行业历史报废比例变化

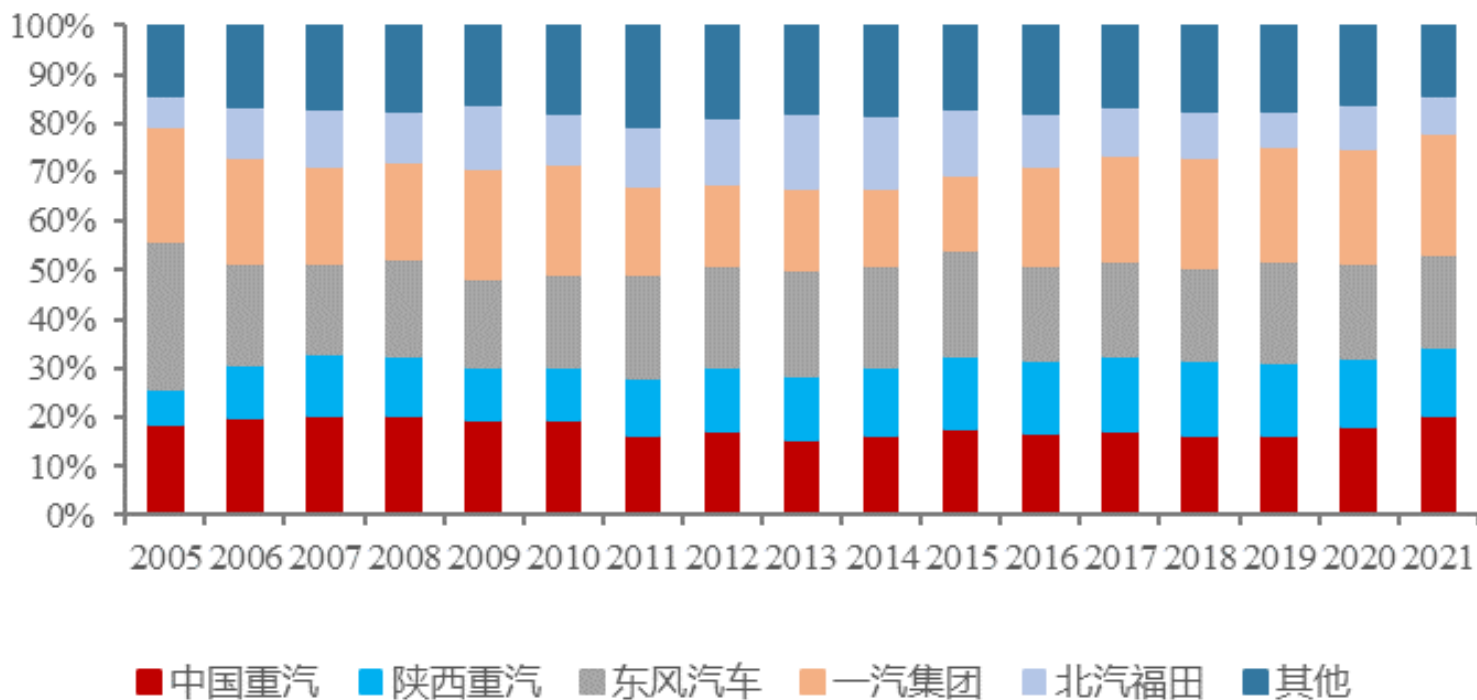


备注：数据2009年报废率数据空缺，因重卡衡量标准切换，导致保有量增加超过新车销量，报废量为负，属于异常值，因此剔除该值。

重卡行业格局变化：集中度较高，格局稳固

- 当前国内重卡行业集中度较高，2021年全年一汽集团+中国重汽+陕汽集团+福田汽车+东风汽车五大行业龙头CR5为86%，与2005年基本相同，二线重卡车企基本不存在后来居上的可能性。
- 一线内部来看，2005~2021年，中国重汽/陕西重汽市占率明显提升，其中陕西重汽在潍柴助力下市占率提升最为明显，2021年相比2005年实现市占率翻倍增长达14%，东风汽车市占率下滑最大，一汽集团/福田汽车整体稳定。

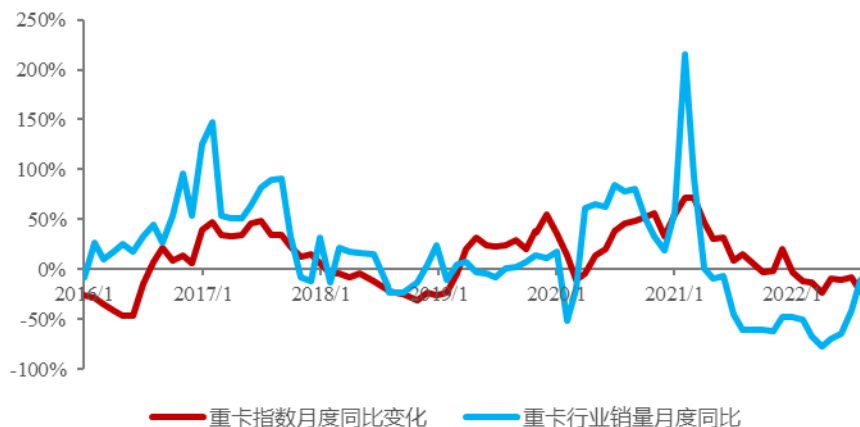
图：重卡行业格局变化



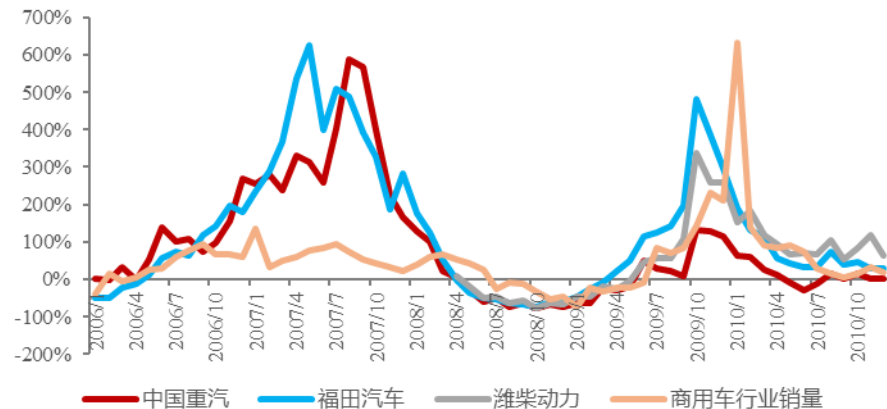
重卡行业销量同比变化直接影响指数及核心标的行情

- 重卡指数（2016年开始）月度同比变化与重卡行业销量同比变化基本同频。
- 核心标的来看，潍柴/重汽/福田等重卡代表性公司股价月度同比变化与行业销量变化也基本同步。

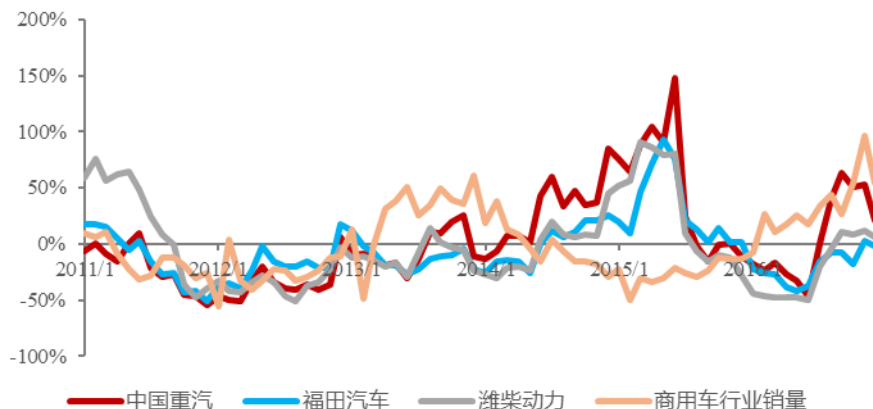
图：2016年以来重卡指数与行业销量月度同比基本同步变化



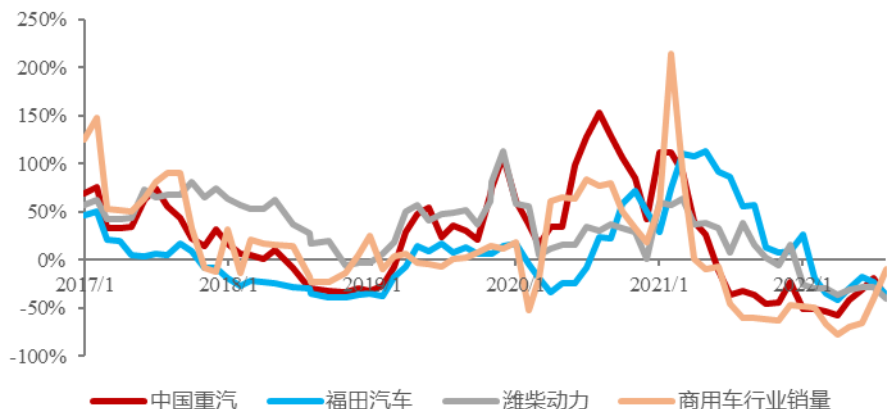
图：2006~2010年重卡行业销量与潍柴/重汽/福田股价月度同比变化



图：2011~2016年重卡行业销量与潍柴/重汽/福田股价月度同比变化



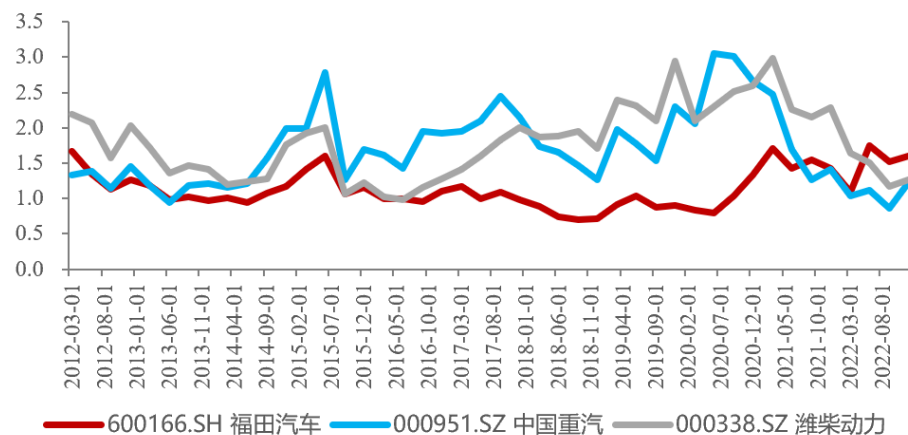
图：2017~2022年重卡行业销量与潍柴/重汽/福田股价月度同比变化



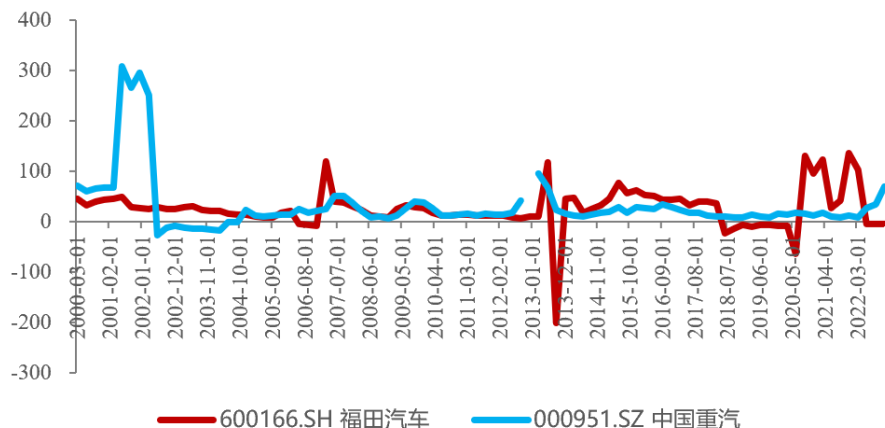
以PB看，当前重卡板块处于近十年来估值中低部

- PE估值对于大部分重卡企业并不适用。由于行业周期波动变化较大，重卡公司盈利波动十分大，因此除潍柴外，其余公司不适合采用PE估值方式。
- 以PB看，2012年以来重卡行业PB估值整体保持相对稳定，中枢在1.5倍左右。当前重汽/潍柴PB估值处于历史纵向比较的中低水平。

图：重汽/福田/潍柴历史PB估值变化（2012年之前变化较大，剔除）



图：中国重汽/福田汽车历史PE波动十分大



图：潍柴动力历史PE波动较小，中枢在15倍左右

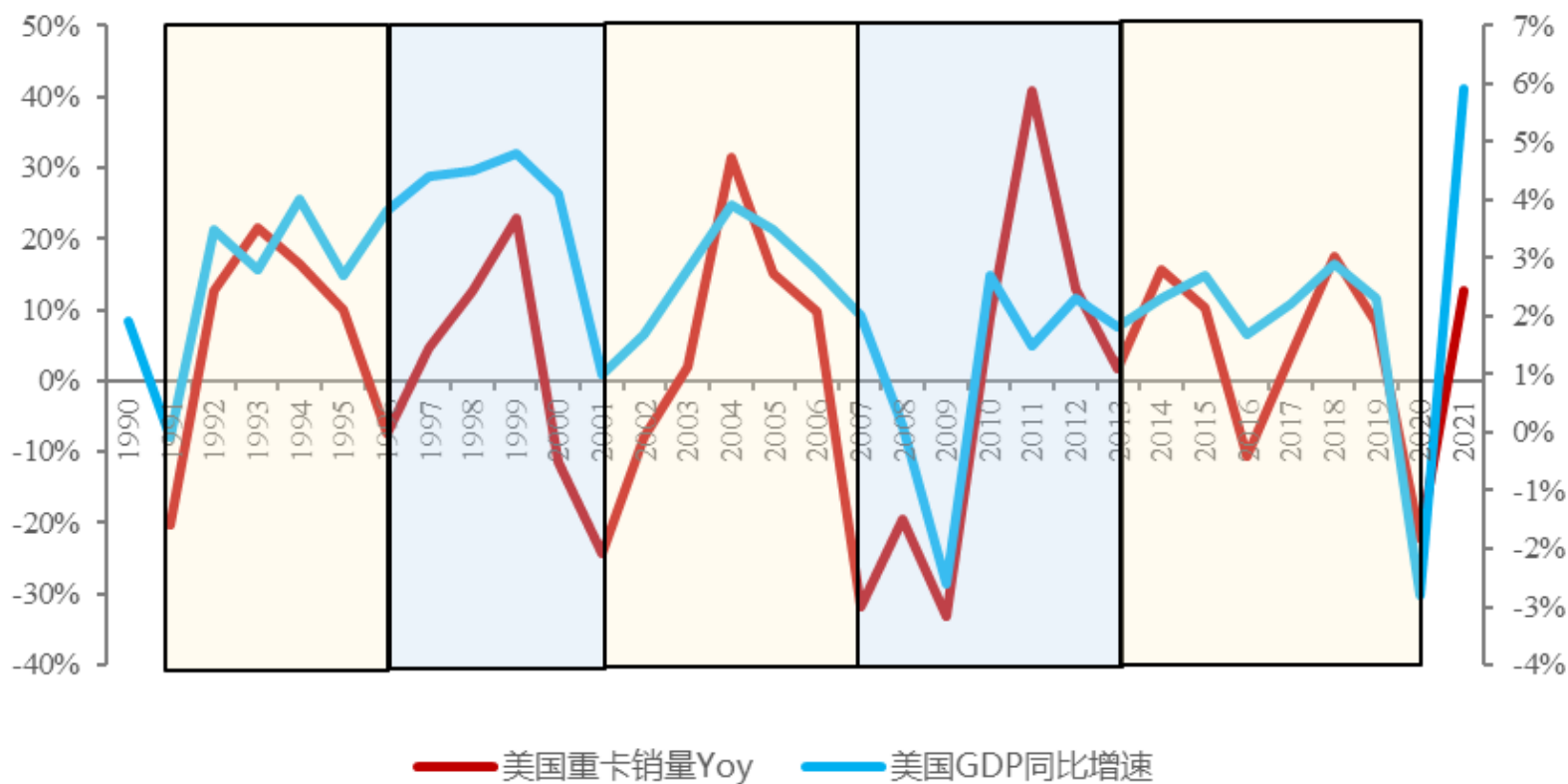


二、对比：市场稳定，路径分化，管理为王

美国重卡总量：围绕40万辆中枢，随GDP波动变化

- **其一：**与国内市场相比，美国经济运行更加市场化，缺少政府逆周期调控，并且整体经济发展进入完全成熟阶段，因此“消费+投资+出口”三大板块来看，**经济周期（流动性强弱引起的消费以及投资额的波动）变化是影响行业中卡需求的主要变量。**
- **其二：**美国重卡行业销量变化略晚于GDP同比变化，平均时滞周期在半年左右。

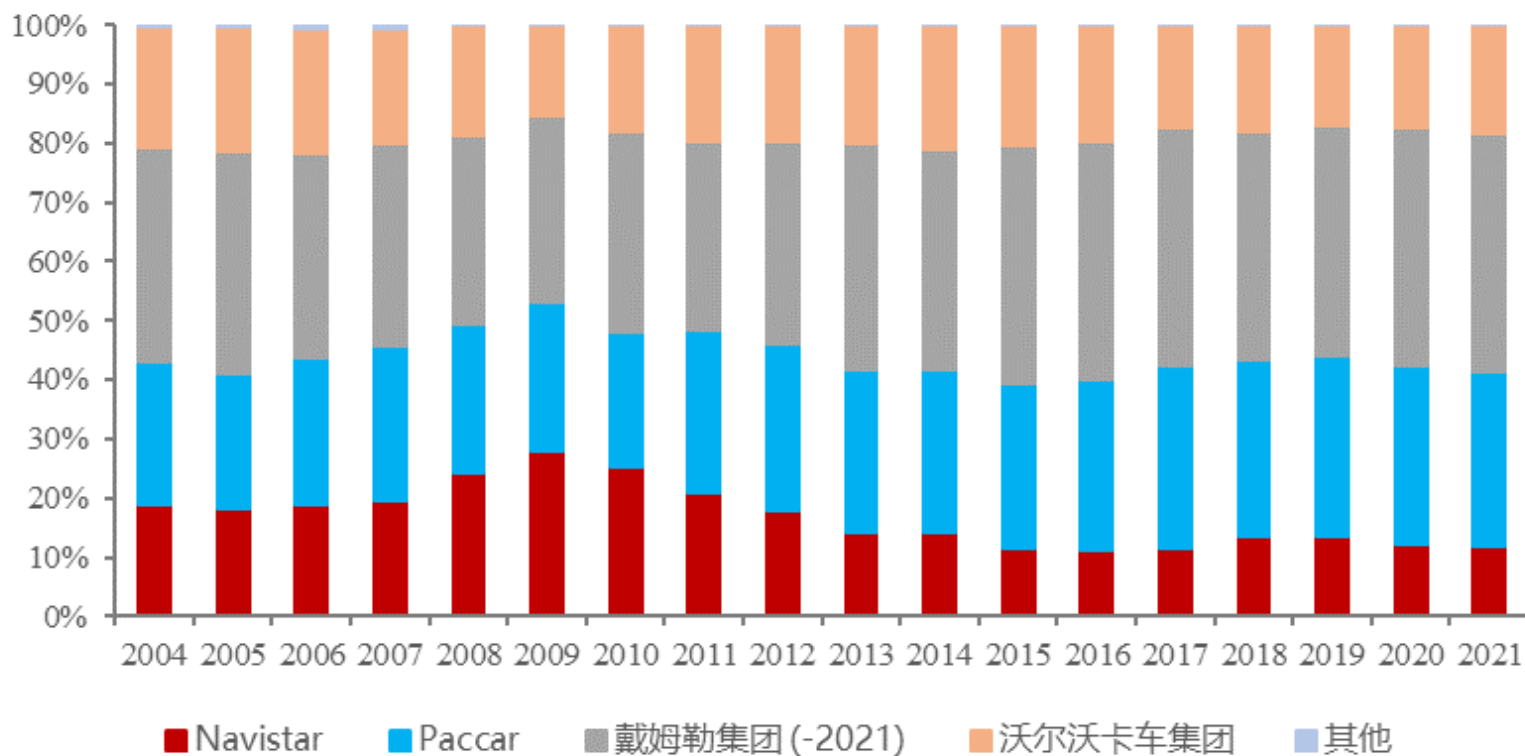
图：美国重卡市场销量同比以及GDP增速同比（右轴）变化



美国重卡行业格局：四家车企稳定占据全重卡市场

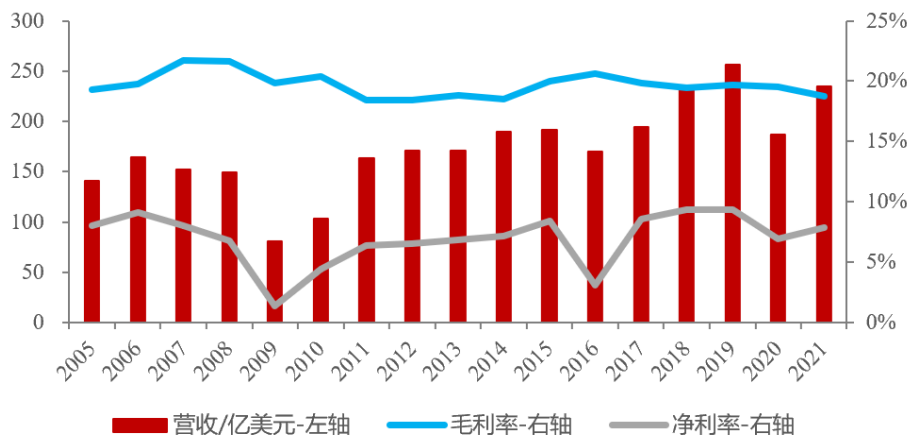
- 格局角度，2004年以来，美国市场竞争格局总体相对稳定，Navistar、帕卡以及戴姆勒、沃尔沃四家车企基本完全占据美国重卡市场100%份额。其中戴姆勒/帕拉为双龙头，份额均为25%~30%左右。

图：美国重卡市场（class 7&8）主要玩家市占率变化

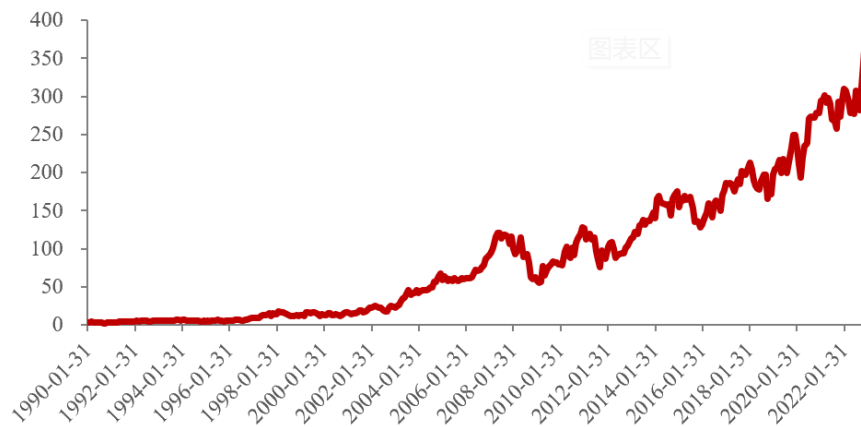


- **基本面角度：**帕卡公司是美国最大的卡车制造企业，其子公司肯沃斯公司是世界上最好的卡车及底盘生产商。公司主要有两大业务：设计，制造及分销小型、中型和重型卡车和相关零部件以及相关的售后服务；给客户和分销商提供公司产品及相关设备的融资租赁服务。公司销售肯沃斯（KENWORTH）、彼得比尔特（Peterbilt）、达夫（DAF）、福登（FODEN）等重型、公路和非公路8级卡车。
- **财务角度：**公司整体营收保持相对稳定，09/16/20年随重卡行业周期下行，营收表现迅速下行，美国市场营收占一半左右。毛利率与净利率随之波动。
- **市值角度：**帕卡长周期市值稳定增长，当前增长至350~400亿美元水平，折合人民币2500亿美元左右。

图：帕卡公司历史财务表现

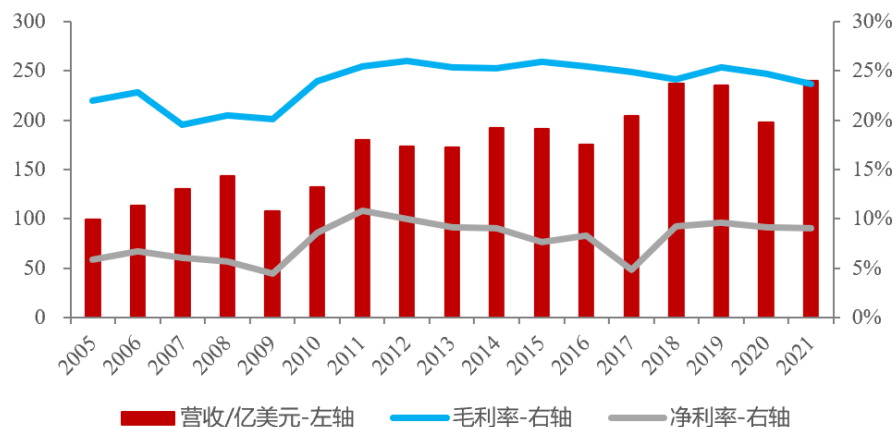


图：帕卡公司历史市值变化/亿美元

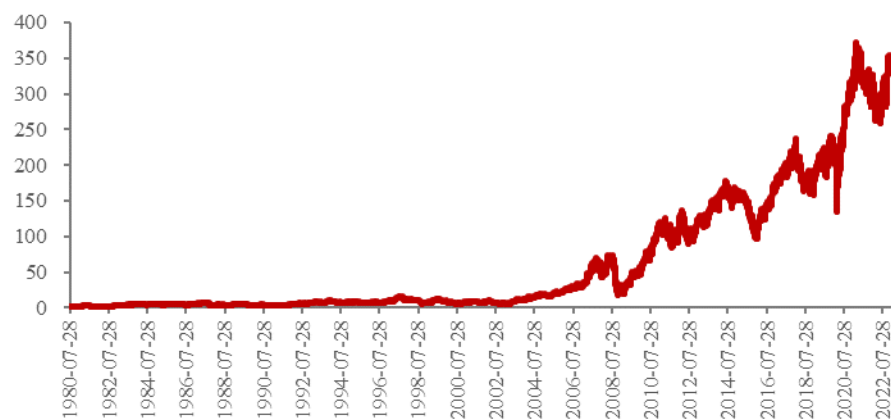


- **基本面角度：**康明斯是全球领先的动力设备制造商，设计、制造和分销包括燃油系统、控制系统、进气处理、滤清系统、尾气处理系统和电力系统在内的发动机及其相关技术，并提供相应的售后服务。
- **财务角度：**公司整体营收保持相对稳定，其中美国市场营收占50%左右，营收规模稳定在200亿美元上下，净利率9%左右。
- **市值角度：**公司长周期市值稳定增长，当前增长至350亿美元水平，折合人民币2200亿美元左右。

图：康明斯公司历史财务表现



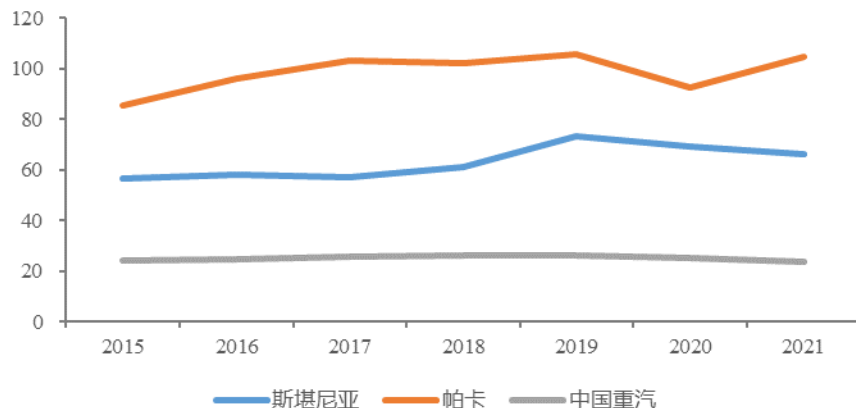
图：康明斯公司历史市值变化/亿美元



全球重卡整车制造企业对比——规模：帕卡居首

- 我们选择中国重汽，美国帕卡、欧洲斯堪尼亚三家全球维度知名重卡企业进行对比：
- 规模角度，帕卡明显领先，年收入千亿规模以上，年销量10~15万辆左右，单车收入60万元；斯堪尼亚销量规模低于帕卡，但单车均价80~100万元，远超帕卡；中国重汽销量表现领先帕卡，接近2倍，但单车均价仅20万元出头，相差较远。

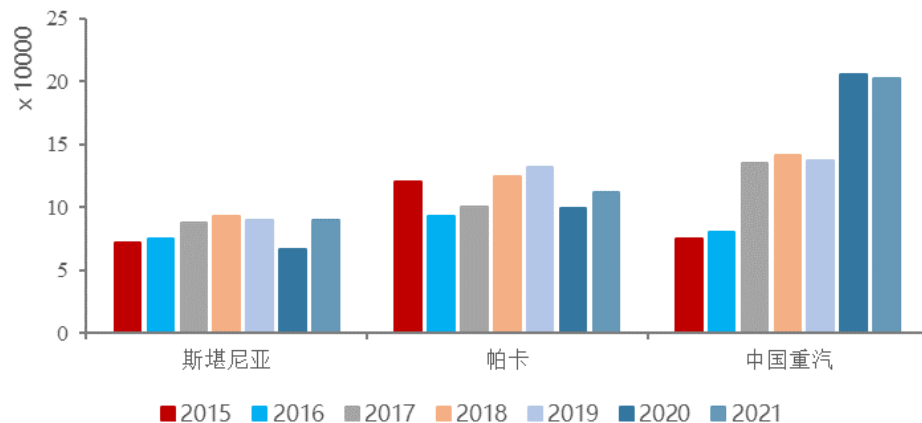
图：重卡整车企业对比：单车均价/万元人民币



图：重卡整车企业对比：卡车业务营收/亿元人民币



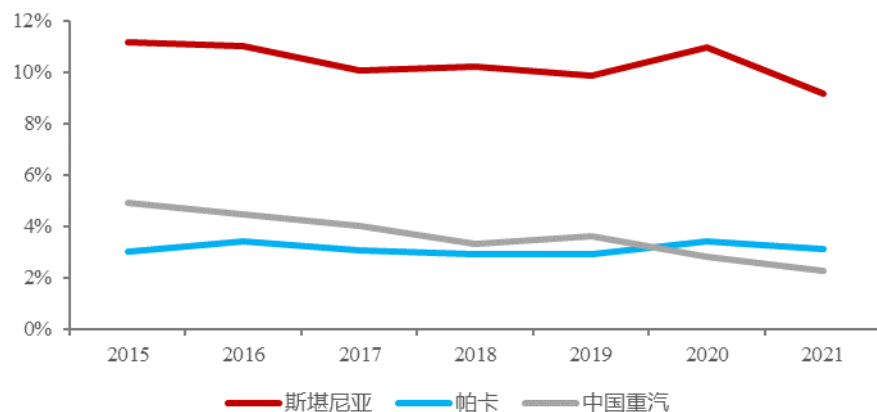
图：重卡整车企业对比：卡车销量/辆



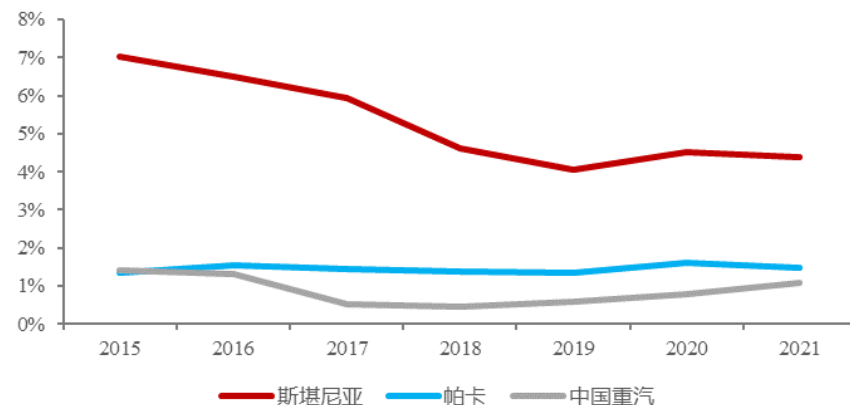
帕卡盈利能力最强，斯堪尼亚自研整合最为完善

- 我们选择中国重汽，美国帕卡、欧洲斯堪尼亚三家全球维度知名重卡企业进行对比：
- 斯堪尼亚供应链整合程度最高，毛利率领先；帕卡受益高度成熟分工供应链，净利率最高。

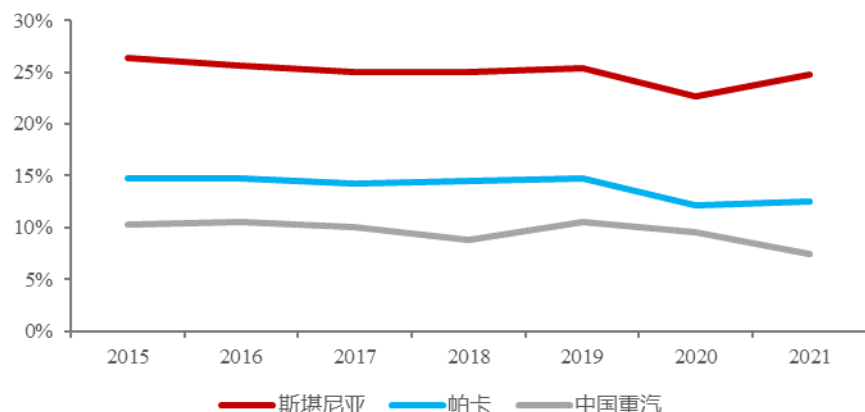
图：重卡整车企业销售+管理费用率，斯堪尼亚遥遥领先



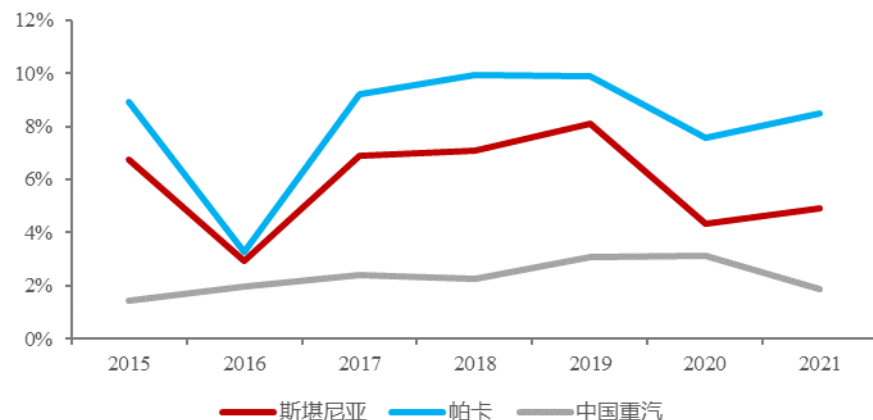
图：重卡整车企业研发费用率，斯堪尼亚遥遥领先



图：重卡整车企业毛利率，斯堪尼亚遥遥领先



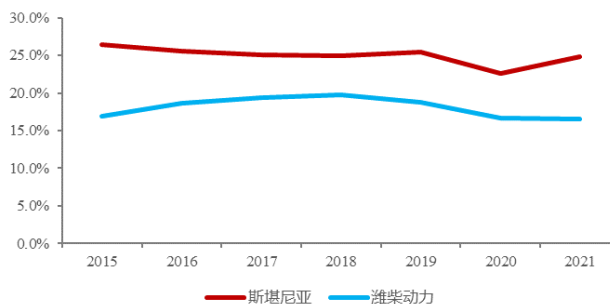
图：重卡整车企业净利率，帕卡略高，重汽明显耕地



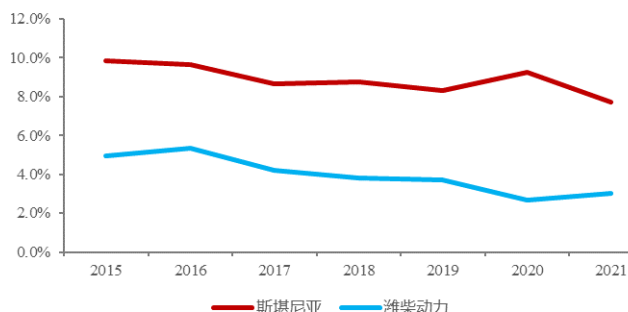
潍柴动力商业模式更似斯堪尼亚，重卡全产业链整合

- 国内重卡行业龙头潍柴动力，其业务范围涵盖重卡整车制造以及核心零部件内外供，并通过并购模式拓展至物流供应解决方案以及工程机械和农用机械等领域。对比来看，剔除潍柴动力在公司凯傲业务影响，其业务范围和商业模式类似于斯堪尼亚。详细对比来看：
- 斯堪尼亚产品均价更高，毛利率领先6pct左右；销售/管理费用率斯堪尼亚略高，潍柴管理成本更低；研发费用率潍柴略低，但差距迅速缩小，21年已持平；最终盈利能力二者基本相当。

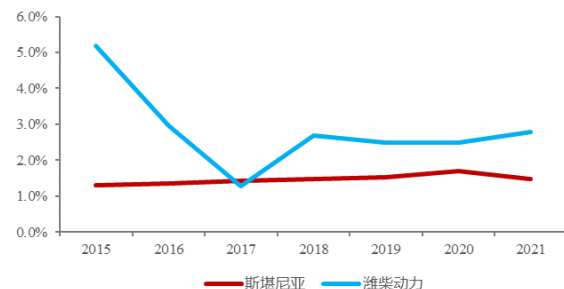
图：斯堪尼亚毛利率更高



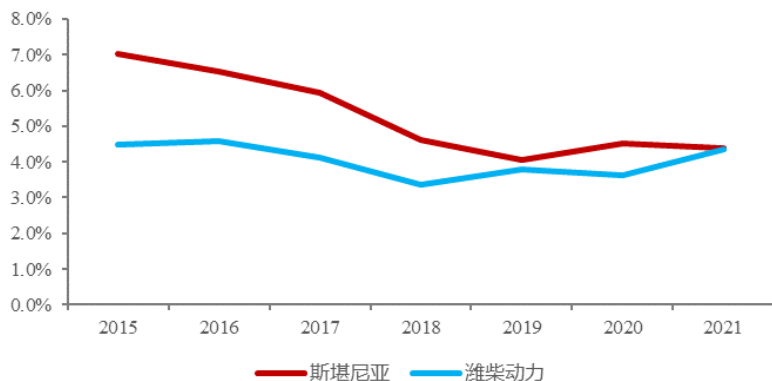
图：斯堪尼亚销售费用率更高



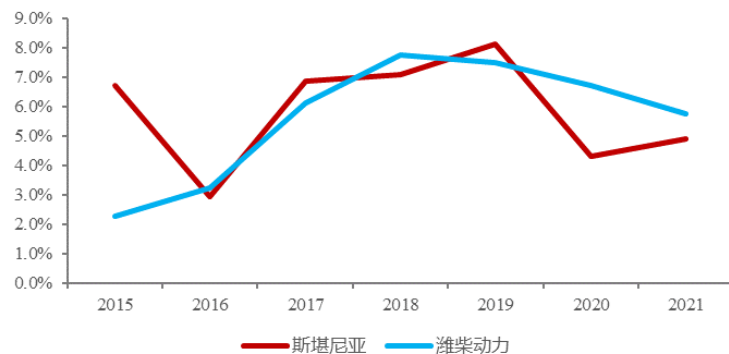
图：潍柴管理费用率更高



图：斯堪尼亚研发费用率略高



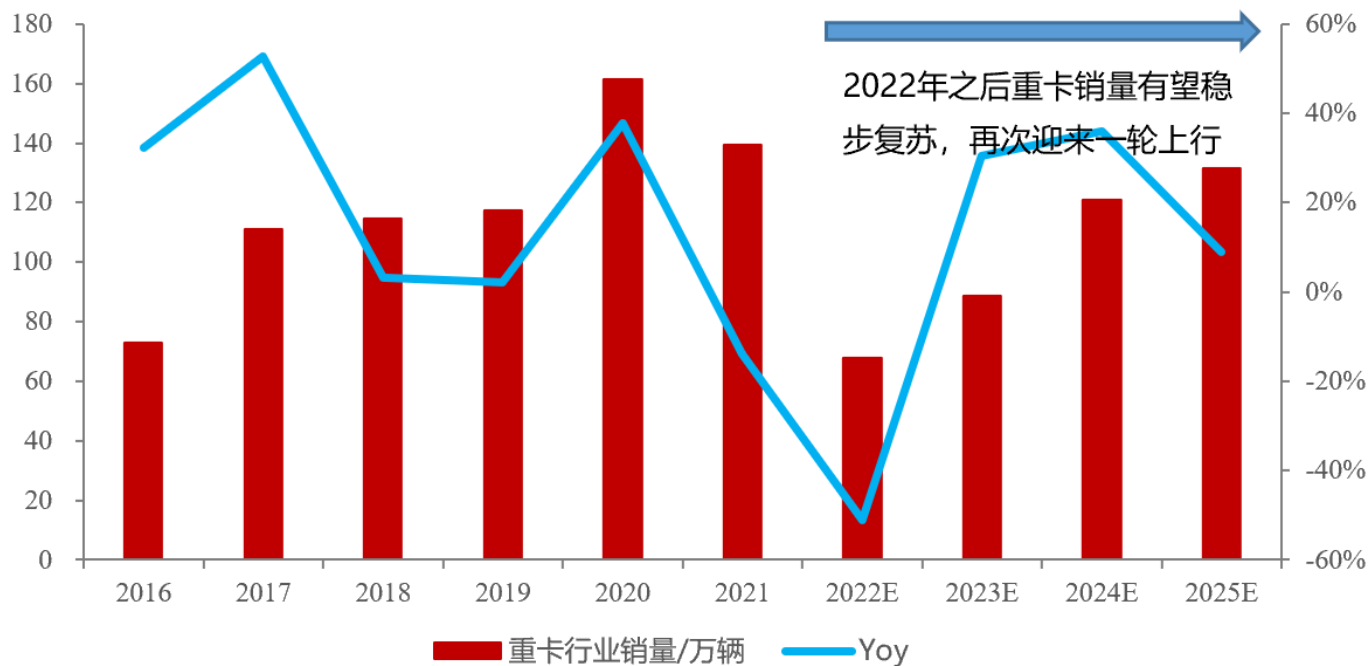
图：斯堪尼亚与潍柴净利率趋同



三、预测：经济复苏/更新置换，销量有望高增

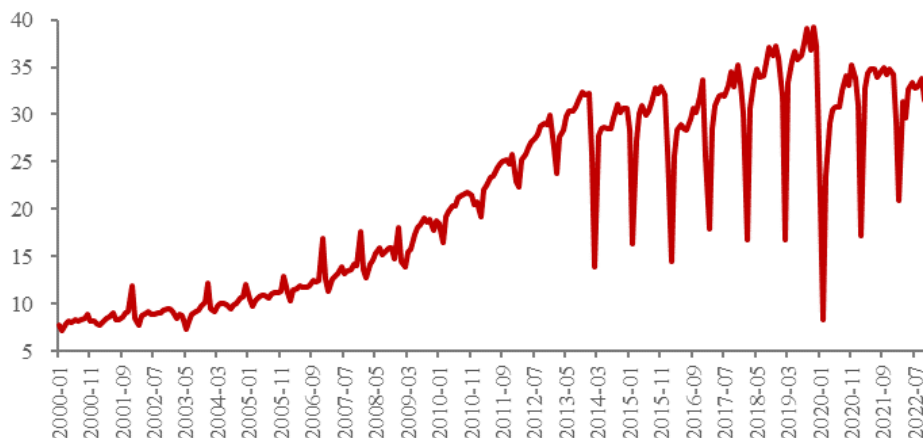
- **依照重卡销量测算模型：重卡年销量=Δ物流/工程重卡保有量-保有量*报废率。**2022年重卡行业销量触底，全年销量同比预计下滑51%，至68万辆。我们预计，2023~2025年，在经济向好复苏，内需明显改善趋势叠加国六替换国五，国四加速淘汰以及2016~2018年购车群体集中置换三种因素叠加下，重卡销量有望稳步复苏，分别同比+31%/+36%/+9%达89/121/132万辆。
- **核心假设：**1) 2022年历史数据验证全年销量预计68万辆；2) 物流/工程重卡保有量2023~2025分别以5%/5%/5%和6%/3%/2%速率增加；2) 报废比例：2022~2025重卡报废比例6%/4%/8%/9%。

图：国内重卡行业销量未来预期持续增长/万辆

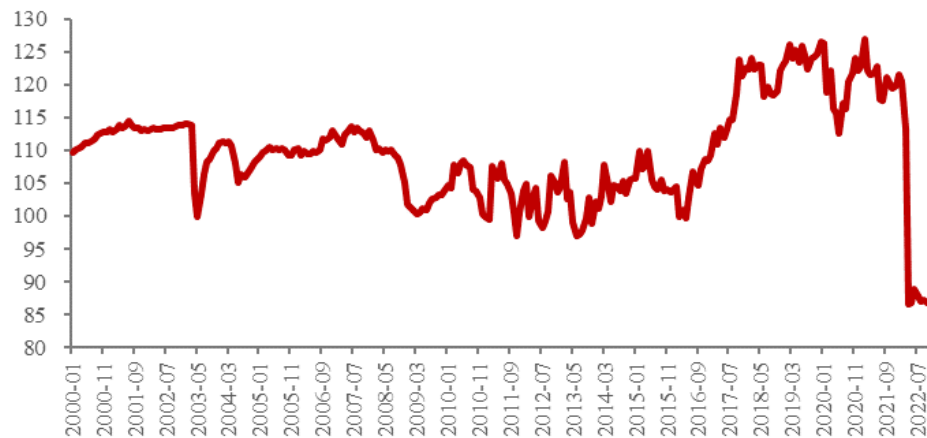


- 2020年以来消费受疫情影响较大，疫情封控政策放开有望为消费注入新一轮活力。2020年以前公路货运量以及消费者信心指数保持高位，2020年以来，在疫情影响下消费大幅下滑至历史低位，公路货运量也呈现降低趋势。疫情防控政策放开以后，消费复苏有望带来公路货运需求大增。
- 2022年12月政府引发《扩大内需战略规划纲要(2022-2035年)》，主要目标是促进消费投资，内需规模实现新突破。顺应消费升级趋势，提升传统消费，培育新型消费，扩大服务消费，适当增加公共消费，着力满足个性化、多样化、高品质消费需求。政策支持背景下，消费复苏有望为重卡公路货运需求量带来更大增量。

图：公路货运量当月值历史变化趋势/亿吨



图：消费者信心指数当月值历史变化趋势



驱动二：国六B新排放标准上线带来更换需求

- 2021H2开始国六A全面切换替代国五，2023年起国六B上线，更严格标准带来新老车型切换需求。在国五基础上，国六进一步对尾气排放限值+价格+报废时限等做进一步要求，国六A相当于国五/国六的过渡阶段，2023H2国六B正式推行后，加速淘汰剩余小部分国三以及国四车型，新老车型替换带来全新消费增量。

图：国三至国六不同标准排放要求时间表

	全面实施时间	不同类型具体实施时间	
国3	2009年7月1日	轻型柴油车	2009年7月1日
		重型汽油车	2010年7月1日
		重型燃气车	2008年7月1日
		重型柴油车	2008年7月1日
国4	2013年7月1日	轻型柴油车	2013年7月1日
		重型汽油车	2013年7月1日
		重型燃气车	2011年1月1日
		重型柴油车	2013年7月1日
国5	2017年7月1日	东部11省市所有轻型汽油车、轻型柴油客车、重型柴油车(仅公交、环卫、邮政用途)	2016年4月1日
		所有轻型汽油车、重型柴油车(客车和公交、环卫、邮政用途)	2017年1月1日
		所有重型柴油车	2017年7月1日
		所有轻型柴油车	2018年1月1日
国6A	2019年7月1日	所有燃气汽车	2019年7月1日
		所有轻型汽车	2020年7月1日
		重型车	2021年7月1日
国6B	2023年7月1日		

- **出口：**2022年10月国内重卡行业单月出口突破1万辆，且保持较快增速。2021年/2022年前十月中国重汽重卡出口量分别5.4/7.6万辆，占重卡行业出口总量50%以上比例，出口市场持续靓丽。
- **电动化转型：**2022年前10月新能源重卡累计销售16986辆，行业渗透率4.32%，其中纯电重卡占比超9成，其余为氢燃料重卡。新能源重卡领域主要玩家包括远程汽车+汉马科技+一汽解放等企业。当前国内新能源重卡尚处于起步阶段，未来在国家双碳政策驱动下有望快速提升。
- **智能化变革：**商用车重卡领域自动驾驶转型核心驱动来源于物流运输行业人力成本上涨、司机短缺、交通事故等诸多痛点，并且其自动驾驶发展模式更加清晰，当前在部分港口、物流园区（无人配送小车）、矿山等封闭场景目前已经支持实现L4级别自动驾驶，主要玩家角度，图森未来、主线科技主攻 L4 级别自动驾驶方案，智加科技、赢彻科技则计划通过 L3 级别自动驾驶前装落地，收集行驶信息形成数据闭环，反哺自动驾驶升级至 L4。

四、投资建议与风险提示

- **2022年重卡销量触底，2023年保守预计双位数正增长，布局点已至，销量中枢2025年之前依然稳定100万辆左右。销量增长核心系：**1) 经济发展带动保有量提升，消费复苏+投资增长下运力需求增加，保有量新增；2) 更严格的排放标准国六B政策施行，驱动重卡用户新一轮置换。复盘历史，重卡行业销量高增时板块面临较大投资机会。建议关注：**重卡黄金产业链一体化垂直布局【潍柴动力】+重卡整车制造行业龙头【中国重汽】+【威孚高科/福田汽车/一汽解放】。**

图：重卡行业相关核心标的盈利预测汇总

公司	营业收入/亿元			归母净利润/亿元			PE		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
潍柴动力	1708.71	2024.5	2219.7	54.07	74.31	88.54	17.27	12.57	10.55
中国重汽	343.18	438.36	554.8	5.95	9.84	13.93	31.52	19.06	13.46
一汽解放	414.84	696.02	-	14.12	32.88	-	25.93	11.14	-
福田汽车	479.51	629.9	784.11	4.99	17.85	22.75	47.48	13.27	10.41
威孚高科	123.63	135.77	139.64	22.87	25.82	27.48	7.97	7.06	6.63

- ◆ **潍柴动力：以重卡发动机业务为核心布局重卡黄金全产业链，并积极深化新能源转型；纵向向下游智能物流解决方案延伸，横向向工程/农用机械等领域拓展。**
- **重卡产业链：上下游优势互补，细分市场份额提升。** 1) **重卡行业销量见底回升。** 2022年在供应链、疫情等多方面因素冲击下重卡销量见底，2023年在基建发展+疫情修复+国标切换三重因素共振下，我们预计保有量微增，至2024年内需消费发力，物流重卡运力需求激增叠加老车置换等刺激因素，2022~2024年重卡销量预计68/89/121万辆，分别同比-51%/+31%/+36%。2) **重卡发动机龙头助力份额提升。** 公司为重卡发动机市场份额超30%，依托全系列发动机布局和成本优势，子公司陕重汽市场份额不断提升，稳居第一梯队增速较快；销量爆发同时盈利能力强于同业，对标国际龙头斯堪尼亚，表现领先同行。3) **积极转型新能源领域，提早布局技术落地。**
- **收购凯傲向下延伸布局智能物流业务，弱化重卡周期波动影响。** 物流重卡行业进一步向下延伸覆盖零售运输应用场景，利用自身发动机优势并整合凯傲叉车液压技术以及智能物流硬件技术，以专注于物流软件解决方案的德马泰克为催化，实现卡车运输+物料搬运+系统集成的服务商转型。通过凯傲业务稳定贡献，弱化国内重卡行业周期波动性对公司业绩的影响。
- **依托成熟技术横向开拓工程机械+农用机械等领域，贡献全新增量。** 利用原有重卡发动机+变速器技术并结合凯傲旗下林德液压技术，潍柴实现工程/农用机械领域核心技术全栈自研，并收购雷沃开拓下游客户，为公司贡献全新增量。
- **财务维度：发动机/整车业务/智能物流贡献核心营收来源，2020年以来年收入超2000亿。** 近十年来，毛利率稳定20%左右，期间费用率波动较大，2011~2015年行业下行期提升，其后稳定下降，净利率近三年稳定5%左右水平，盈利能力行业领先。

- ◆ **中国重汽：国有控股重卡整车制造行业龙头，市占率常年领先；以技术引进补齐自身短板，全价格带产品布局扩大销量规模，盈利表现稳定提升。**
- **国有控股股权稳定，引进海外技术补齐自身短板。**重汽第一大股东中国重汽(香港)有限公司，持股51%；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**。重汽先后于1984/2009年先后与斯太尔/德国曼公司签订合作协议，补全自身在重卡核心技术环节发动机/变速器/车桥等领域的技术布局短板，国内重卡行业市场市占率持续领先。
- **产品矩阵丰富，核心技术自主可控，并持续加强新能源智能网联建设。**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，拥有汕德卡、豪沃、斯太尔、豪瀚、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，其中重汽A股目前拥有黄河、豪沃等系列车型，是我国卡车行业驱动形式及吨位覆盖较全的重型汽车生产企业。重汽对核心技术不懈追求，先引入斯太尔，后与曼、潍柴联手合作，逐步构建技术维度核心竞争力，并持续推进新能源/智能网联建设。
- **渠道端加强全球化布局，完善经销/售后服务体系。**重汽立足国内、国际两个市场，产品远销非洲、俄罗斯等国家和地区，目前已在海外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。
- **财务数据维度：**中国重汽（集团）重卡销量随行业波动，市占率稳定处于20%左右，稳居行业第一；营收与销量同频，单车均价呈现小幅提升趋势。近十年来毛利率稳定8%~10%，盈利能力稳定。

- **国内宏观经济恢复情况低于预期。**若国内宏观经济恢复节奏低于预期，则社会重卡运力需求增加较低，影响保有量进而影响销量增长；同时经济大环境较差压力下，消费者延后更新置换需求，也会带来重卡销量增长乏力。
- **原材料成本上涨超预期。**重卡上游原材料成本上涨较多，可能影响重卡企业毛利率/净利率等盈利表现。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园