

中国重汽 (000951)

重卡龙头，行业上行最大受益者【勘误版】

买入（维持）

2023年03月06日

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 杨惠冰

执业证书：S0600121070072

yanghb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	56,099	30,422	40,945	57,347
同比	-6%	-46%	35%	40%
归属母公司净利润（百万元）	1,038	221	1,039	1,431
同比	-45%	-79%	369%	38%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.88	0.19	0.88	1.22
P/E（现价&最新股本摊薄）	20.36	95.47	20.35	14.77

关键词：#市占率上升

投资要点

- 行业维度：宏观经济发展驱动销量中枢上移，政策是重要外力；2023~2025年销量预计分别为89/121/132万辆。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：重卡保有量由反应社会运力需求的GDP总量决定，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，最终消费/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。2000年以来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%，重汽/陕汽/一汽/福田/东风保持行业领先。**
- 公司维度：重卡整车制造龙头，以卓越管理+领先技术为核心竞争力：1) 国有控股股权稳定，外资参股提升技术。中国重汽为山东重卡旗下核心重卡制造公司，国有控股；德国曼为公司第二大股东，入股形式保障公司发展早期技术稳定投放；2) 市占率稳定行业龙头。产品内销/出口并举，集团/重汽A股市场份额分别围绕20%/13%波动。3) 财务角度，公司毛利率/净利率中枢分别10%/3%，盈利能力稳定；2012年以来公司期间费用率整体呈现下滑趋势，管理能力卓越，降本增效成效显著。**
- 产品/技术/渠道三重优势加持，有望充分受益行业上行红利：1) 产品覆盖全面：重汽A股拥有黄河、豪沃等品牌系列车型，售价覆盖20~200万元全价格带，是我国卡车行业驱动形式及吨位覆盖较全的企业。2) 技术持续提升保证领先。公司先后与斯太尔-德国曼-潍柴进行技术合作，斯太尔/德国曼技术加持下，重汽逐步完成核心技术自主可控，重启与潍柴合作后，在大排量发动机/新能源/智能化等领域持续深化技术研发，持续位于行业领先水平。3) 渠道维度：国内300余家经销网络+海外成熟组装工厂/销售门店配置，海内外渠道布局全面，销售体系成熟。**
- 盈利预测与投资评级：看好重卡行业周期上行背景下龙头表现。我们预计公司2022~2024年营业总收入为304/409/573亿元，归属母公司净利润为2.21/10.39/14.31亿元，分别同比-79%/+369%/+38%，对应EPS为0.2/0.9/1.2元，对应PE为95/20/15倍。选取A/H三家重卡整车同业公司作为中国重汽的可比公司，可比公司估值均值为216/13/10倍。鉴于中国重汽持续保持国内重卡整车制造行业龙头位置，我们认为中国重汽应该享受更高估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。**
- 风险提示：重卡行业复苏不及预期；原材料价格大幅波动。**

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.99
一年最低/最高价	8.95/18.49
市净率(倍)	1.53
流通A股市值(百万元)	21,134.22
总市值(百万元)	21,135.90

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.79
资产负债率(%，LF)	57.75
总股本(百万股)	1,174.87
流通A股(百万股)	1,174.78

相关研究

《中国重汽(000951)：重卡整车制造龙头，行业上行最大受益者》

2023-03-05

《中国重汽(000951)：中国重汽：重卡行业高景气，量价齐升带来高业绩增速》

2017-10-27

内容目录

1. 重卡行业：2023年起销量有望持续复苏	4
1.1. 历史复盘：成长与周期轮动，本质映射宏观经济发展	4
1.1.1. 保有量：围绕GDP折射的真实运力需求波动，政策为主要外力	5
1.1.2. 销量：周期波动，中枢不断上移	7
1.2. 销量展望：经济复苏趋势下，2023~2025年销量有望回归100+万辆	9
1.3. 格局分析：长期格局稳定，下游产品需求变化或带来短期份额波动	11
2. 中国重汽：重卡整车制造龙头再出发	12
2.1. 国有控股股权稳定，外资参股提升技术	12
2.2. 出口+内销并举，市占率稳居国内第一	13
2.3. 享受重卡行业红利，盈利能力稳定	14
3. 产品/技术/渠道提供坚实壁垒，上行周期最大受益者	15
3.1. 双品牌加持，产品矩阵丰富	16
3.2. 坚持先进技术引入+自研，保障行业领先	16
3.2.1. 阶段一：引入斯太尔，打造产品差异化	17
3.2.2. 阶段二：引进曼技术，逐步实现核心技术自主可控	17
3.2.3. 阶段三：重启潍柴合作，形成双动力格局	18
3.2.4. 新能源智能网联技术不断推进落地	18
3.3. 国内+海外全球化布局，渠道铺设全面	19
4. 盈利预测与投资评级	20
5. 风险提示	21

图表目录

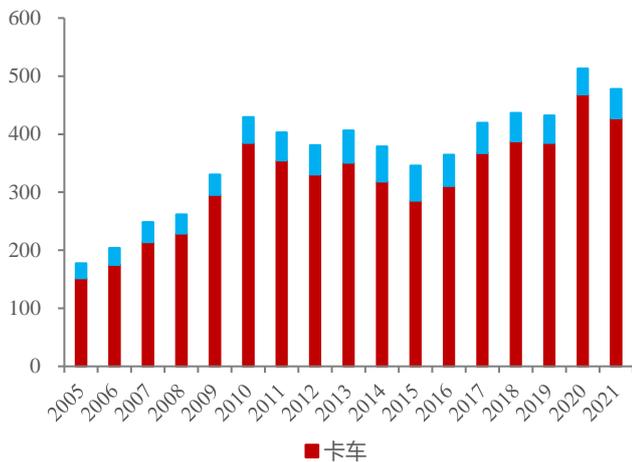
图 1:	商用车卡车/客车历史年度销量/万辆	4
图 2:	卡车分尺寸历史年度销量/万辆	4
图 3:	重卡销量影响因素拆解	4
图 4:	重卡历史保有量与 GDP 以及年新增销量变化关系	5
图 5:	最终消费支出与社零总额高度相关	6
图 6:	资本形成细节拆分: 房地产+基建+制造业	6
图 7:	不同类型重卡销量/万辆	6
图 8:	物流类重卡保有量与消费品零售总额变化	7
图 9:	工程类重卡保有量与资本形成总额变化	7
图 10:	重卡三阶段年销量变化/万辆以及影响因素分析	7
图 11:	重卡分三阶段年销量中枢变化/万辆	8
图 12:	重卡行业历史报废比例变化	8
图 13:	我国重卡出口量及增速/万辆	9
图 14:	重卡行业销量及增速	10
图 15:	公路货运量当月值历史变化趋势	10
图 16:	消费者信心指数当月值历史变化趋势	10
图 17:	国三至国六不同标准排放要求时间表	11
图 18:	重卡行业格局变化	11
图 19:	中国重汽集团发展历程	12
图 20:	中国重汽集团股权结构	13
图 21:	中国重汽集团销量及市占率/万辆	13
图 22:	中国重汽 A 股销量及市占率/万辆	13
图 23:	中国重汽集团出口销量/万辆及增速	14
图 24:	2004-2022 年 9 月中国重汽营收及增速	14
图 25:	中国重汽单车均价/万元	14
图 26:	2004-2021 年中国重汽毛利率和净利率	15
图 27:	2004-2021 年中国重汽 ROA 和 ROE	15
图 28:	中国重汽期间费用率 (季度)	15
图 29:	中国重汽期间费用率 (年度)	15
图 30:	重汽集团产品矩阵	16
图 31:	中国重汽集团技术合作	16
图 32:	潍柴 WP13T 系列国六柴油发动机	18
图 33:	中国重汽集团现有发动机	18
图 34:	中国重汽集团海外布局情况	19
表 1:	中国重汽智能网联项目情况	19
表 2:	中国重汽与天津港的合作	19
表 3:	中国重汽 2022~2024 年盈利预测核心假设	20
表 4:	中国重汽可比公司估值比较【2023 年 3 月 5 日】	21

本文以国内 A 股上市公司、重卡整车制造龙头企业中国重汽为研究对象，结合行业景气度以及公司核心竞争力两方面进行展开。我们对未来 3 年重卡行业销量，并结合中国重汽自身在产品/技术/渠道等维度的核心竞争力进行分析后认为，未来三年重卡行业销量有望持续复苏，中国重汽凭借自身丰富的产品矩阵&领先的技术布局&完善的渠道铺设三方面核心竞争力，持续保持国内重卡行业龙头地位，充分受益国内消费物流+工程建设回暖的行业红利，有望实现业绩高速增长。

1. 重卡行业：2023 年起销量有望持续复苏

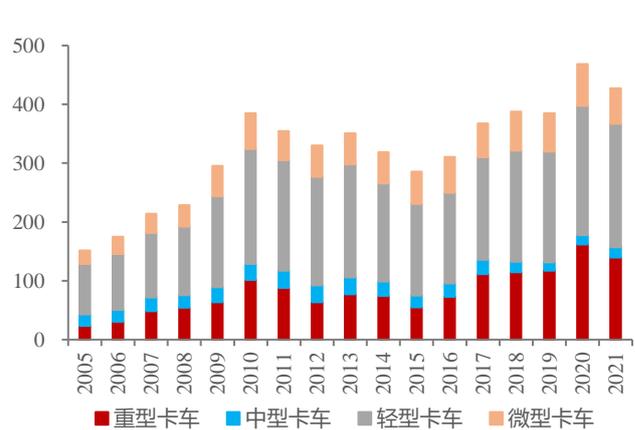
卡车占比近九成，重卡占比持续提升。从销量维度来看，商用车板块行业年销量 450~500 万辆左右，其中卡车占比接近 9 成，2020/2021 年销量超 400 万辆。从卡车内部来看，重卡销量占比持续提升，从 2005 年 16% 提升至 2021 年的 33%；轻卡销量占卡车比例持续稳定 50% 以上。（微/轻/中/重卡以总质量 1.8/6/14 吨为区分）

图1：商用车卡车/客车历史年度销量/万辆



数据来源：中汽协，东吴证券研究所

图2：卡车分尺寸历史年度销量/万辆

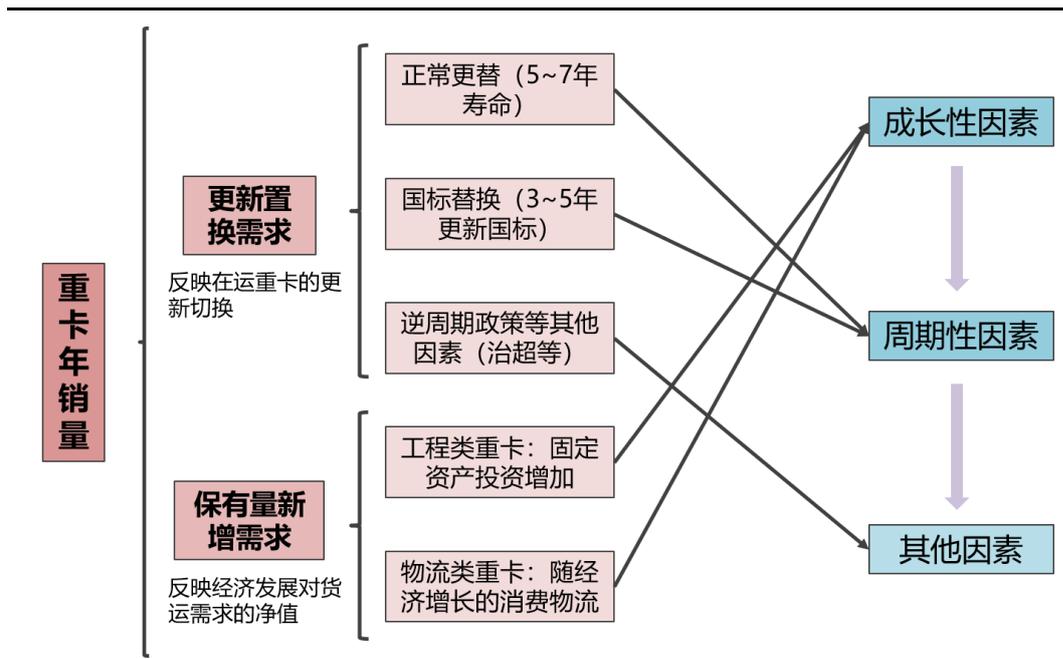


数据来源：中汽协，东吴证券研究所

1.1. 历史复盘：成长与周期轮动，本质映射宏观经济发展

重卡行业年销量波动变化，影响因素有：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3：重卡销量影响因素拆解



数据来源：东吴证券研究所绘制

1.1.1. 保有量：围绕 GDP 折射的真实运力需求波动，政策为主要外力

重卡保有量围绕 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：成长性因素贯穿始末，周期性置换需求伴随，以政策为主的外力因素干扰。

图4：重卡历史保有量与 GDP 以及年新增销量变化关系



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

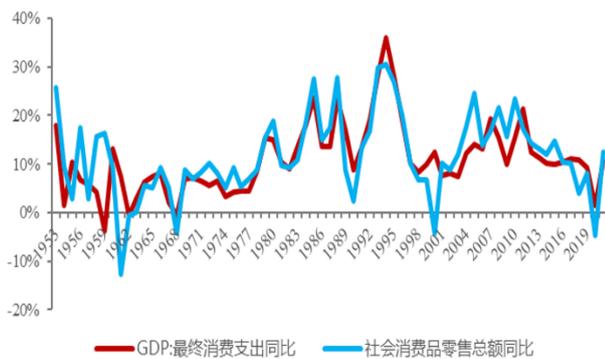
GDP 受消费+投资+出口三驾马车共同驱动。GDP 整体增速为经济发展的直接表征，又可以被进一步拆分为消费+投资+出口三驾马车共同驱动，以消费和投资为主，出口占比整体较低。

从消费角度来看，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。

从投资角度来看，资本形成可细拆为基建、制造业、房地产。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基建、制造业（设备投资）以及房地产。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，略微落后于以M1为代表的社会流动性的周期变化，房地产投资增速当前处于周期底部位置。

图5：最终消费支出与社零总额高度相关



数据来源：wind，东吴证券研究所

图6：资本形成细节拆分：房地产+基建+制造业



数据来源：wind，东吴证券研究所

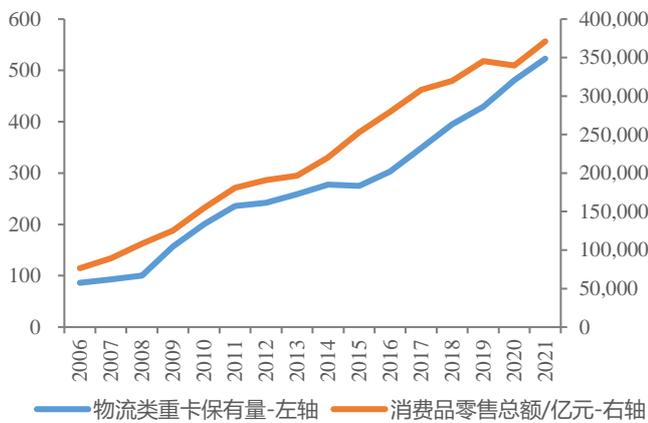
物流、工程类重卡保有量分别与消费、投资高度相关。按照中汽协分类，重卡底盘归为工程类重卡，半挂牵引车归为物流类重卡，重卡整车按照 2: 8 分别划分工程：物流，可以发现：2005 年以来物流类重卡占比持续提升，当前稳定在 60%+水平，主要系国内 GDP 增长核心增量贡献逐步由投资转向消费驱动。

图7：不同类型重卡销量/万辆



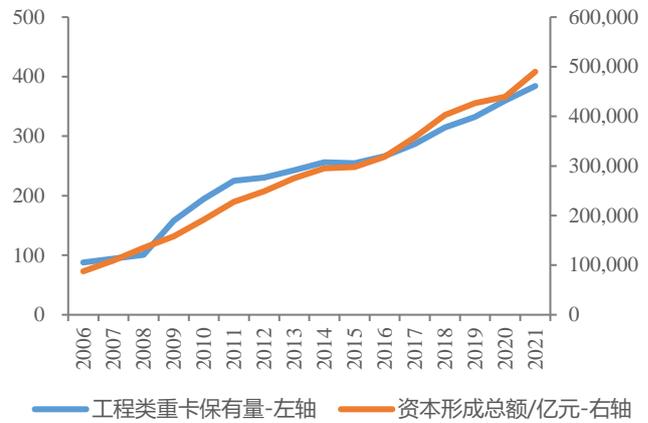
数据来源：wind，东吴证券研究所

图8：物流类重卡保有量与消费品零售总额变化



数据来源：wind，东吴证券研究所

图9：工程类重卡保有量与资本形成总额变化



数据来源：wind，东吴证券研究所

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。

1.1.2. 销量：周期波动，中枢不断上移

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)。重卡年销量呈周期变化，多种影响因素并行。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。

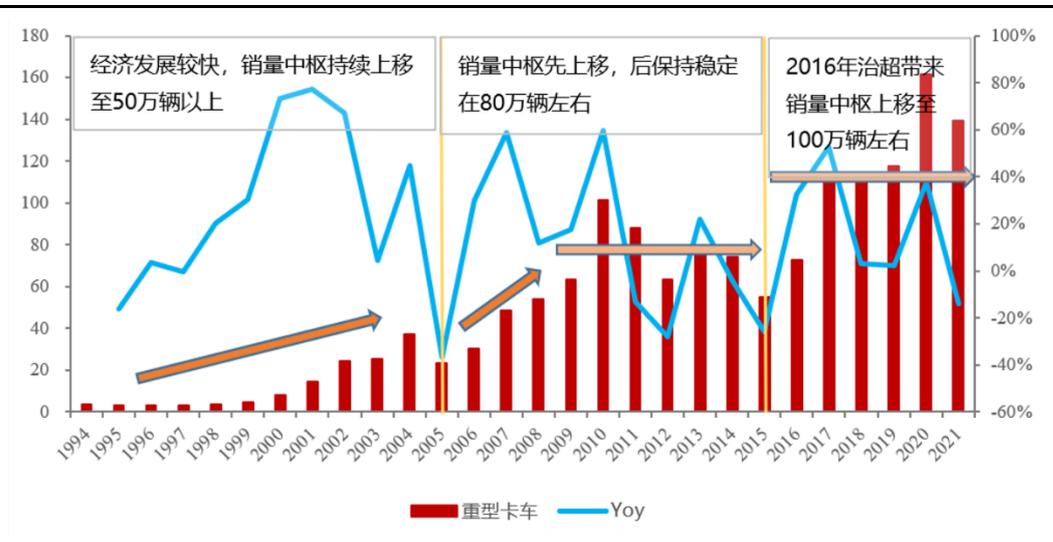
图10：重卡三阶段年销量变化/万辆以及影响因素分析



数据来源：中汽协，东吴证券研究所

长短期不同因素作用，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**。

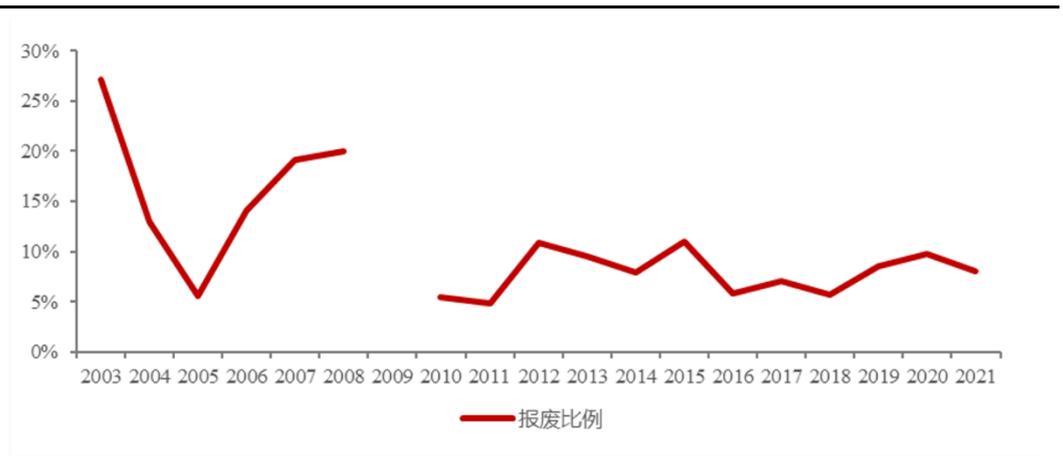
图11：重卡分三阶段年销量中枢变化/万辆



数据来源：中汽协，东吴证券研究所

车寿、经济环境、国标切换等影响报废率。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。中长期来看，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。短期来看，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。此外，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12：重卡行业历史报废比例变化

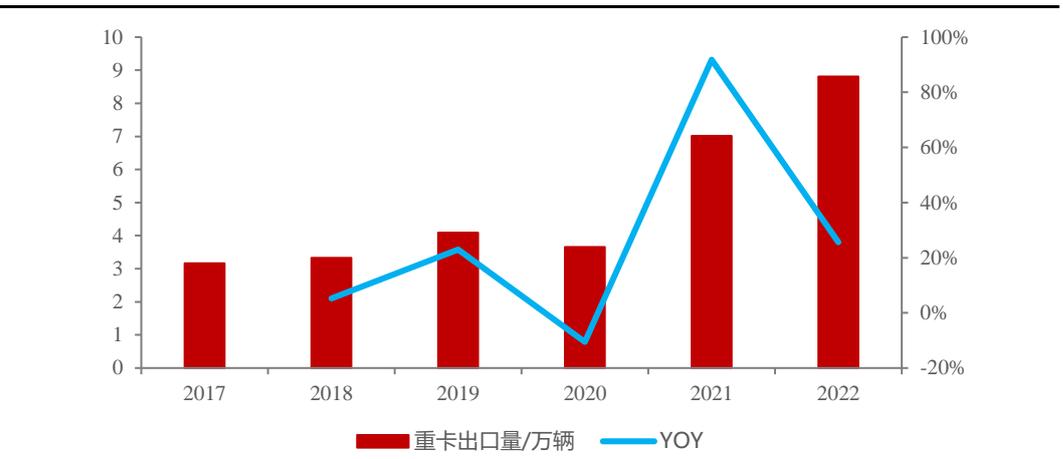


数据来源：国家统计局，中汽协，东吴证券研究所

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。

从出口角度来看，重卡出口占比较低，近两年有所增长。2021 年之前，我国重卡出口处于低位，年重卡出口量低于 4 万辆。近两年出口量有所增长，2021 年我国重卡出口增速在 90% 以上，2022 年增速放缓，保持在 25% 左右。总体来看，重卡出口占行业整体批发比例较低。

图13: 我国重卡出口量及增速/万辆



数据来源：海关总署，东吴证券研究所

1.2. 销量展望：经济复苏趋势下，2023~2025 年销量有望回归 100+万辆

重卡行业销量有望迎来稳步复苏。依照重卡销量测算模型： $\text{重卡年销量} = \Delta \text{物流/工程重卡保有量} - \text{保有量} * \text{报废率}$ 。2022 年重卡行业销量触底，全年销量同比下滑 52%，至 67 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%。

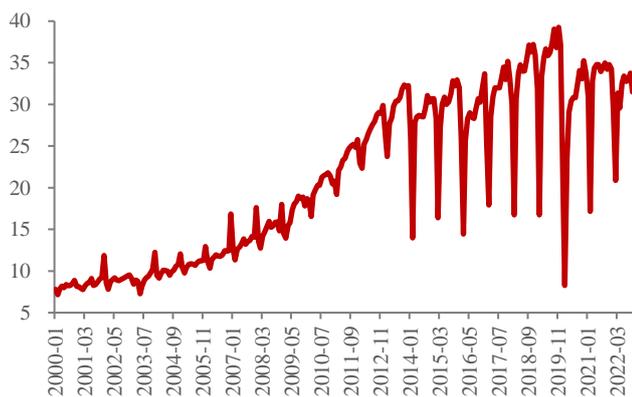
图14：重卡行业销量及增速



数据来源：中汽协，东吴证券研究所

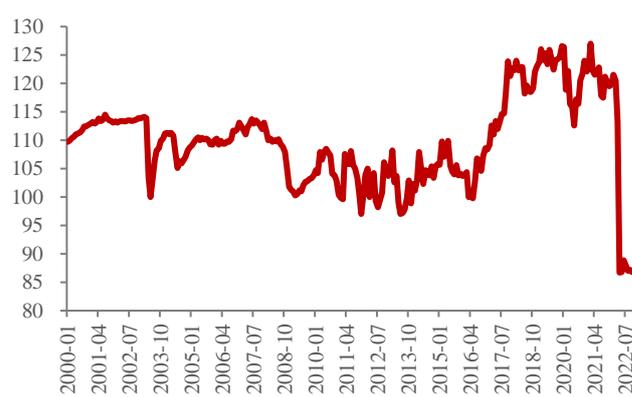
驱动因素一：封控放开，经济复苏，物流货运需求增加。2020年以来消费受疫情影响较大，疫情封控政策放开有望为消费注入新一轮活力。2020年以前公路货运量以及消费者信心指数保持高位，2020年以来，在疫情影响下消费大幅下滑至历史低位，公路货运量也呈现降低趋势。疫情防控政策放开以后，消费复苏有望带来公路货运需求大增。**2022年12月政府印发《扩大内需战略规划纲要(2022-2035年)》，主要目标是促进消费投资，内需规模实现新突破。**顺应消费升级趋势，提升传统消费，培育新型消费，扩大服务消费，适当增加公共消费，着力满足个性化、多样化、高品质消费需求。政策支持背景下，消费复苏有望为重卡公路货运需求量带来更大增量。

图15：公路货运量当月值历史变化趋势



数据来源：wind，东吴证券研究所

图16：消费者信心指数当月值历史变化趋势



数据来源：wind，东吴证券研究所

驱动因素二：新排放标准上线+正常置换带来更换需求。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。此外，2016/2017 年集中购买的大批量重卡也陆续进入换车周期，进一步促进更换。

图17：国三至国六不同标准排放要求时间表

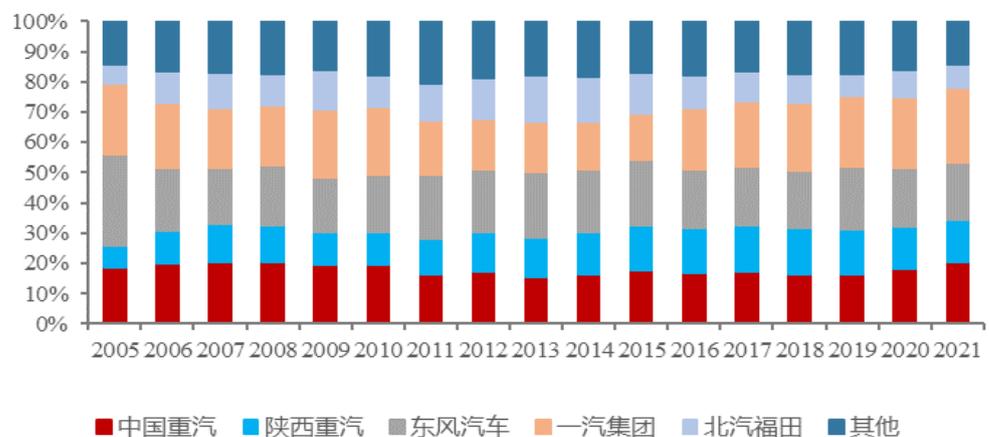
标准	全面实施时间	不同类型具体实施时间	
		车型	实施时间
国3	2009年7月1日	轻型柴油车	2009年7月1日
		重型汽油车	2010年7月1日
		重型燃气车	2008年7月1日
		重型柴油车	2008年7月1日
国4	2013年7月1日	轻型柴油车	2013年7月1日
		重型汽油车	2013年7月1日
		重型燃气车	2011年1月1日
		重型柴油车	2013年7月1日
国5	2017年7月1日	东部11省市所有轻型汽油车、轻型柴油客车、重型柴油车(仅公交、环卫、邮政用途)	2016年4月1日
		所有轻型汽油车、重型柴油车(客车和公交、环卫、邮政用途)	2017年1月1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		

数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

1.3. 格局分析：长期格局稳定，下游产品需求变化或带来短期份额波动

重卡行业集中度较高，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18：重卡行业格局变化



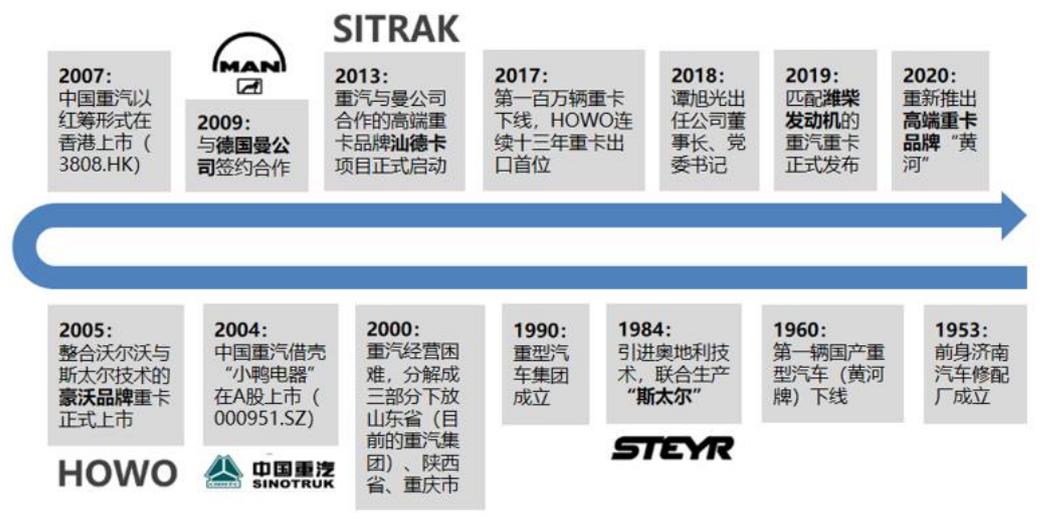
数据来源：中汽协，东吴证券研究所

2. 中国重汽：重卡整车制造龙头再出发

中国重型汽车集团有限公司（以下简称“中国重汽集团”）为国内重卡整车制造行业龙头。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）等多个重卡品牌。1960年，重汽集团第一辆黄河牌卡车诞生，1984年，济南汽车制造厂吸收国内其他几家整车、发动机、零部件制造厂，组建重型汽车工业联营公司，并成功引进奥地利斯太尔 91 系列重型汽车项目。2003年，重汽集团与沃尔沃签订合资项目，2004年自主百万级品牌豪沃 HOWO 诞生，同年中国重汽济南卡车股份有限公司（以下简称“中国重汽”）通过与小鸭电器资产置换实现在深交所借壳上市。2009年，重汽集团与 MAN 公司达成战略合作，获得了有关完整 TGA 卡车、欧 III、欧 IV 及欧 V 排放标准的发动机及相关零部件的在中国的独家使用许可技术。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19：中国重汽集团发展历程

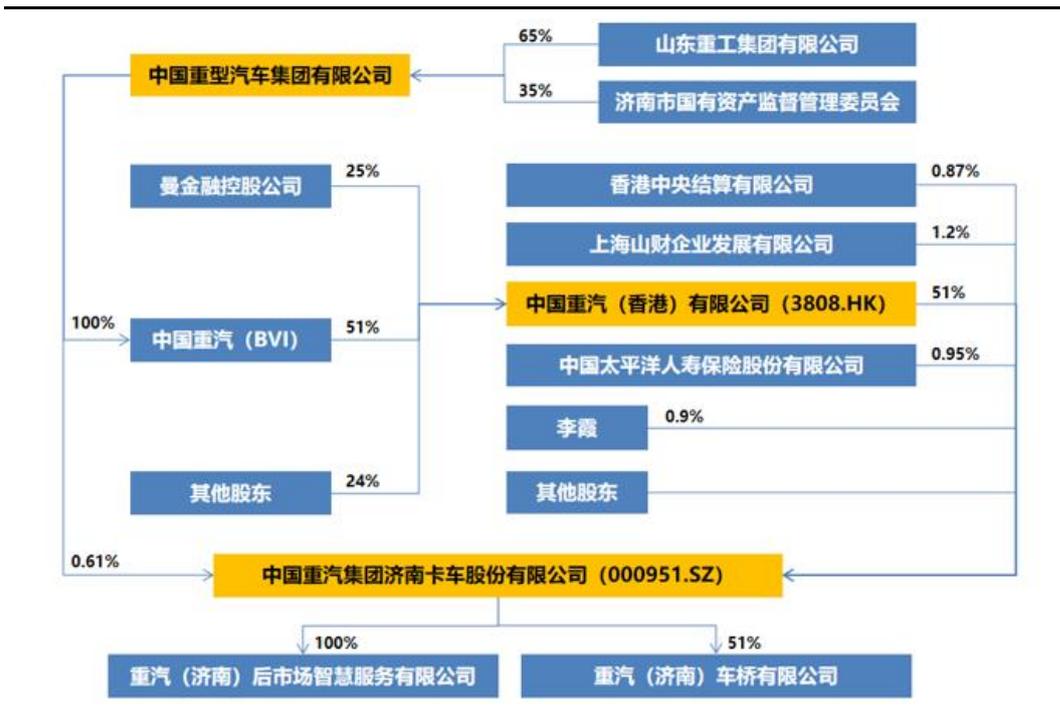


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1. 国有控股股权稳定，外资参股提升技术

股权高度集中，国有股占比大，外资助力发展。中国重汽第一大股东中国重汽(中国香港)有限公司持股 51%；中国重汽(中国香港)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委。

图20：中国重汽集团股权结构



数据来源：wind，东吴证券研究所

2.2. 出口+内销并举，市占率稳居国内第一

中国重汽集团重卡销量随行业波动，市占率稳定在 20%左右，位居行业第一。2015-2021 年，受益重卡行业销量爆发，中国重汽的重卡销量整体上呈增长趋势，2015 年销量仅 9.88 万辆，市占率 17.97%，到 2021 年销量增长到 28.64 万辆，市占率达 20.55%，增速明显快于行业整体。

以中国重汽 A 股上市公司为研究对象，因品牌车型归属问题，中国重汽 A 股上市公司销量仅为中国重汽集团一部分，全市场份额处于 10~15%左右，整体与集团市占率波动基本同频。2021 年中国重汽 A 股重卡销量占集团总重卡销量的 71.7%。

图21：中国重汽集团销量及市占率/万辆



数据来源：公司年报，中汽协，东吴证券研究所

图22：中国重汽 A 股销量及市占率/万辆



数据来源：公司年报，中汽协，东吴证券研究所

集团已连续 17 年保持国内出口第一。近几年，随着重汽国际公司在海外市场布局的完善，公司产品出口实现大幅增长。2021 年集团出口量达 5.41 万辆，同比增长 75%；2022 年前 11 月出口量已突破 8 万辆，且 10 月份单月出口量突破 1 万辆。

图23：中国重汽集团出口销量/万辆及增速



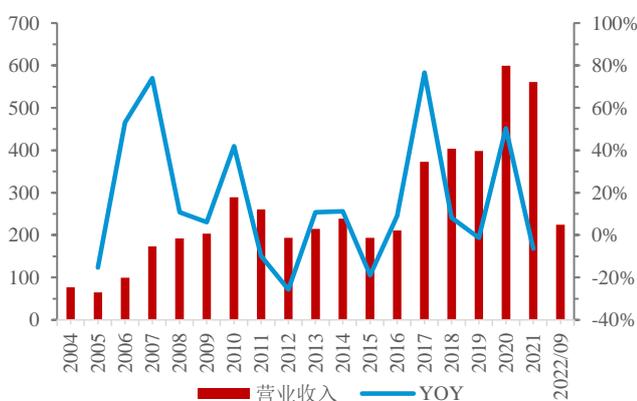
数据来源：公司官网，产业信息网，东吴证券研究所

2.3. 享受重卡行业红利，盈利能力稳定

营收整体呈增长趋势，跟随行业波动。2004-2021 年中国重汽的营收从 76.8 亿元增长到 561 亿元，同比增幅超 6 倍；2011/2012 年受重卡行业销售低迷的影响，中国重汽营收大幅下滑；2021 年受限于行业周期性波动等外力影响下，中国重汽营收表现再度下滑。

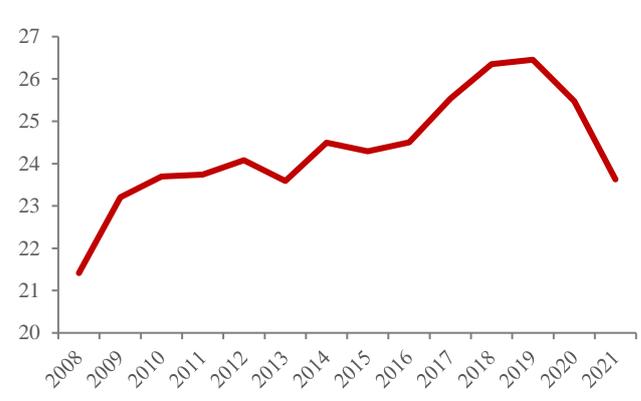
从单车均价来看，整体呈现小幅提升趋势。2008~2019 年，中国重汽单车均价持续提升，从 21 提升至 26 万元。2020 年以来，公司整车销售单价有所下降，主要是由于新国标国六即将全面执行，行业现有国五车型打折促销。往后来看，国六车型将全面取代国五车型，而国六本身排放标准更加严格，我们预计销售均价将继续呈现提升趋势。

图24：2004-2022 年 9 月中国重汽营收及增速



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

图25：中国重汽单车均价/万元



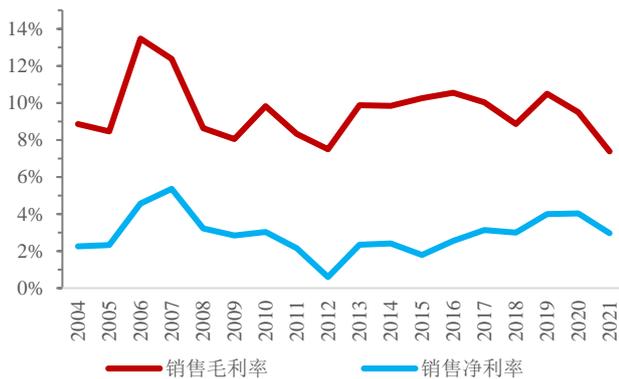
数据来源：中华压铸网，公司年报，东吴证券研究所

盈利能力稳步增强。中国重汽的销售毛利率和销售净利率近年来总体保持稳定，毛

利率中枢基本维持在 10%左右，净利率中枢保持在 3%左右，公司运营情况良好，盈利状况健康稳定。

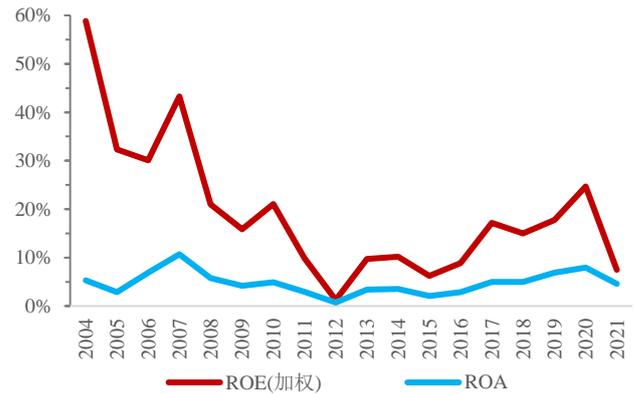
ROE 持续改善。2012 年之前，在 08 年四万亿计划刺激下，以中国重汽为代表的重卡企业产能扩张较快，但自 2010 年起销量整体呈现降低趋势，产能利用率较低，ROE 明显下滑。后随着市场回暖、公司持续深化改革，盈利能力提升显著。2012-2021 年，公司销售净利润从 0.6%增至 2.97%；ROE 从 1.25%提高到 7.5%，恢复明显。

图26：2004-2021 年中国重汽毛利率和净利率



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

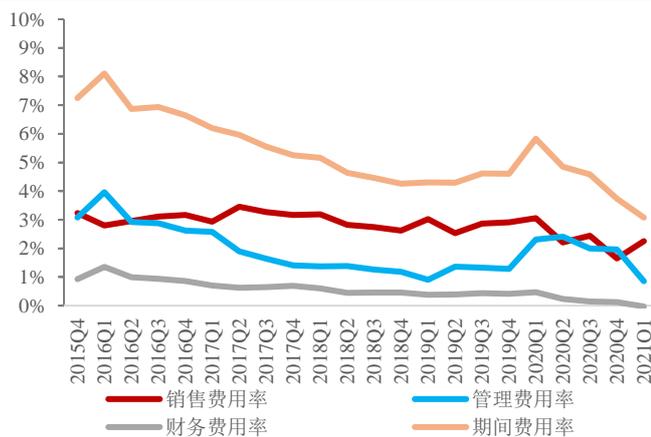
图27：2004-2021 年中国重汽 ROA 和 ROE



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

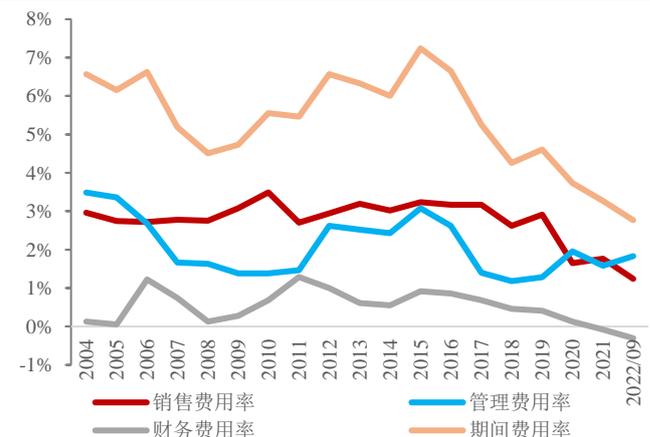
管理结构持续优化，降本增效成效明显。自 2016 年以来，中国重汽坚持转方式、调结构，积极推动供给侧结构性改革，以用户为中心进一步发挥企业优势，实现了在销量保持增长的趋势下，管理费用大幅下滑，财务费用和销售费用也受益于公司自身经营状态调整的影响，期间费用率持续下降。2016 年，公司的期间费用率为 6.65%，其中管理费用率为 1.59%；至 2021 年，期间费用率已下滑至 3.27%。

图28：中国重汽期间费用率（季度）



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

图29：中国重汽期间费用率（年度）



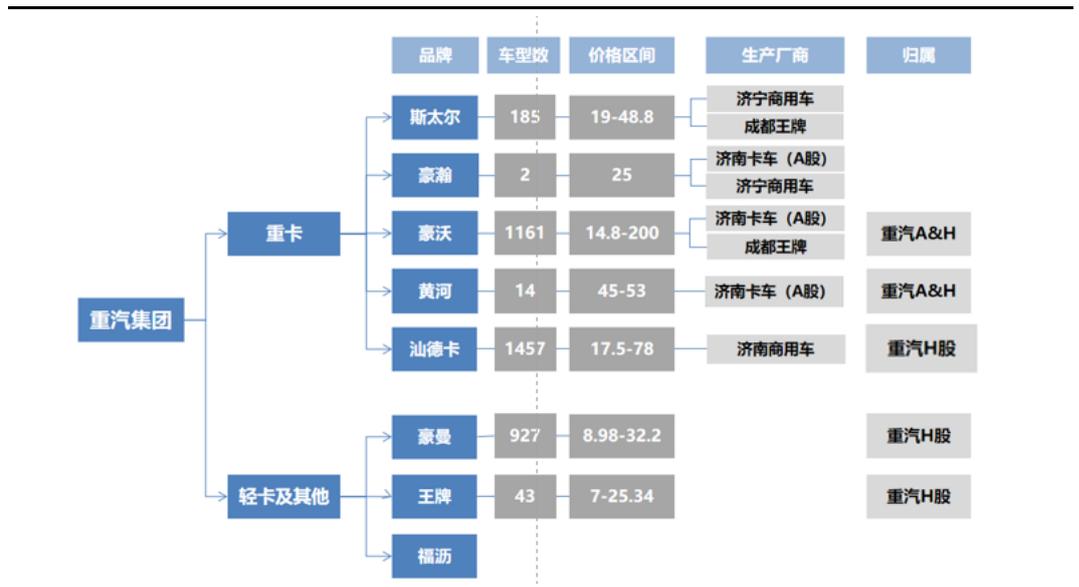
数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

3. 产品/技术/渠道提供坚实壁垒，上行周期最大受益者

3.1. 双品牌加持，产品矩阵丰富

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、福泐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企业，其中重汽 A 股目前拥有黄河、豪沃（HOWO）等品牌及系列车型，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，也是目前国内最大的重型卡车制造基地之一。

图30：重汽集团产品矩阵

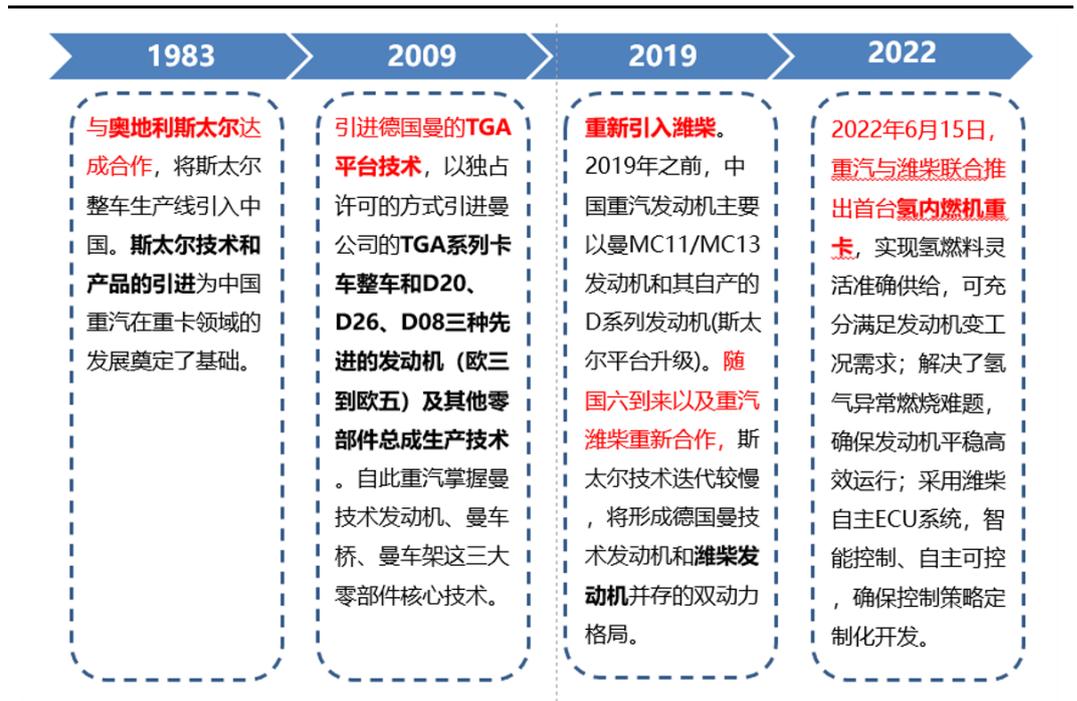


数据来源：中华压铸网，公司年报，东吴证券研究所（重卡价格单位：万元）

3.2. 坚持先进技术引入+自研，保障行业领先

中国重汽集团发展壮大为我国重卡行业的龙头企业，核心原因在于其对核心技术的不懈追求。从引入斯太尔，到与曼、潍柴联手合作，中国重汽集团逐步构建技术维度核心竞争力。

图31：中国重汽集团技术合作



数据来源：中华压铸网，公司年报，东吴证券研究所

3.2.1. 阶段一：引入斯太尔，打造产品差异化

引入斯太尔，打造产品差异化。1983年，重汽集团从奥地利斯太尔公司全套引进斯太尔91系列重型汽车整车制造技术，1984年在国内联合生产“斯太尔”系列重型汽车，1985年，第一辆斯太尔重卡下线。2002年，中国重汽结合当代欧洲卡车的风格，重新设计并命名了斯太尔王。此外，中国重汽还通过对斯太尔技术的吸收消化进行自研，并于2005年自主研发了HOWO重型卡车。

斯太尔技术和产品的引进为中国重汽集团在重卡领域的发展奠定了基础，使集团完成了产品结构的调整，众多重卡或多或少采用了斯太尔技术，且斯太尔发动机仍位于中国重汽发动机的重要产品序列。

3.2.2. 阶段二：引进曼技术，逐步实现核心技术自主可控

引进曼技术，构建核心竞争力。2009年7月5日，中国重汽与德国曼公司签订合作协议，德国曼公司以5.6亿欧元获得中国重汽25%的股权，中国重汽引进曼公司TGA系列化整车技术平台，以独占许可的方式引进曼公司的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，中国重汽与德国曼的合资车型SITRAK品牌正式启动。2015年，中国重汽汕德卡推出的搭载MC13.54-40发动机540马力6X2牵引车，引领国产重卡迈入500+的时代，具有大马力、低油耗、高出勤率的优势。

随着中国重汽与德国曼的合作，搭载重汽曼技术的产品逐渐成熟，车型也逐渐增多。

目前曼技术产品包括了 SITRAK-C7H、C5H、HOWO-T7H、T5G、以及装配 MC 系列发动机的豪瀚、新斯太尔产品。

3.2.3. 阶段三：重启潍柴合作，形成双动力格局

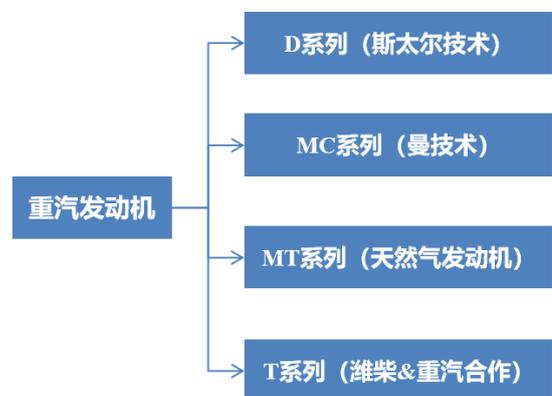
与潍柴重新合作，形成双动力格局。2018 年 9 月 1 日，谭旭光通知担任中国重汽集团董事长，主导推进中国重汽和潍柴动力重新合作，集团开始配置潍柴发动机。2019 年，中国重汽潍柴机新斯太尔产品上市发布；之后，中国重汽集团旗下黄河、豪沃、汕德卡等多个品牌搭载潍柴 WP 15H 系列大马力发动机。2022 年，潍柴动力和中国重汽集团耗费四年时间打造的 T 系列发动机正式发布，后续有望搭载于更多的集团车型上。随着步入国六阶段，中国重汽集团在动力方面将形成德国曼技术发动机和潍柴发动机并存的双动力格局。

图32：潍柴 WP13T 系列国六柴油发动机



数据来源：卡车之家，东吴证券研究所

图33：中国重汽集团现有发动机



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.2.4. 新能源智能网联技术不断推进落地

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。

表1：中国重汽智能网联项目情况

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：中华压铸网，公司年报，东吴证券研究所

中国重汽与天津港的港口无人驾驶合作不断深入。中国重汽自 2018 年年初联合天津港、主线科技开发智能、无人、线控电动集卡以来，项目取得快速进展。从一台试点，到两台协作，再到四台协同单线运营，最后到 25 台多线批量运营，中国重汽智能网联系统的安全性、稳定性、可靠性已得到市场充分认可。

表2：中国重汽与天津港的合作

时间	项目内容
2020 年 1 月 17 日	25 台由我国自主研发制造、达到全球自动化码头领先水平无人驾驶电动集卡在天津港进行全球首次整船作业
2019 年 2 月	中国重汽豪沃 T5G 无人驾驶电动卡车中标天津港项目，批量投入天津港运营
2018 年 4 月 12 日	全球首台纯电动无人驾驶集卡 HOWO—T5G (L4 阶段) 投入天津港试运营

数据来源：中华压铸网，公司年报，东吴证券研究所

3.3. 国内+海外全球化布局，渠道铺设全面

国内方面，中国重汽销售部主要承担豪沃、豪翰两大品牌中重卡及特种车型的国内销售任务。**中国重汽商用车销售部**承担 SITRAK（汕德卡）等品牌的销售服务职能。目前在全国各地设有 29 个销售分公司，拥有 300 余家经销网络、500 余家特约服务站、24 个配件中心库，建立起了覆盖全国经销、售后服务和配件供应网络。

海外市场方面，中国重汽商用车销售部立足国内、国际两个市场，产品远销非洲、俄罗斯等国家和地区。目前，中国重汽已在海外 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。

图34：中国重汽集团海外布局情况



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

基于以下核心假设，我们对中国重汽 2022~2024 年盈利进行预测：

- 1) 公司 2022~2024 年收入增速预计分别为 -46%/+35%/+40%；
- 2) 公司 2022~2024 年毛利率分别预计 6.6%/9.4%/10.3%；
- 3) 公司 2022~2024 年销售费用率分别为 1.4%/1.4%/2.0%；管理费用率分别为 1.1%/1.1%/1.5%；研发费用率分别为 1.0%/1.1%/1.5%。

表3：中国重汽 2022~2024 年盈利预测核心假设

	2021A	2022E	2023E	2024E
收入增速	-6%	-46%	+35%	+40%
毛利率	7.38%	6.61%	9.37%	10.27%
销售费用率	1.76%	1.40%	1.40%	2.00%
管理费用率	0.51%	1.10%	1.10%	1.50%
研发费用率	1.07%	1.00%	1.10%	1.50%

数据来源：wind，东吴证券研究所

我们预计公司 2022~2024 年营业总收入为 304/409/573 亿元，归属母公司净利润为 2.21/10.39/14.31 亿元，分别同比 -79%/+369%/+38%，对应 EPS 为 0.2/0.9/1.2 元，对应 PE 为 95/20/15 倍。选取 A/H 三家重卡整车同业公司作为中国重汽的可比公司，可比公司估值均值为 216/13/10 倍。鉴于中国重汽持续保持国内重卡整车制造行业龙头位置，我们认为中国重汽应该享受更高估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

表4：中国重汽可比公司估值比较【2023年3月5日】

证券代码	公司简称	收盘价/ 元	市值/亿 元	归母净利润/亿元			PE/倍		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600166.SH	福田汽车	3.62	289.74	0.56	17.82	23.91	517.39	16.26	12.12
000800.SZ	一汽解放	8.64	401.93	3.67	32.87	45.71	109.52	12.23	8.79
3808.HK	中国重汽	13.02	359.48	17.33	29.98	43.08	20.74	11.99	8.34
			可比公司算术平均PE				215.88	13.49	9.75
000951.SZ	中国重汽	17.99	211.36	2.21	10.39	14.31	95.47	20.35	14.77

数据来源：Wind，东吴证券研究所(注：其余公司盈利采用 wind 一致预期)

数据来源：wind，东吴证券研究所

5. 风险提示

重卡行业复苏不及预期。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。

原材料价格大幅波动。若原材料价格大幅波动，将影响公司的盈利能力。

中国重汽三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	29,791	18,625	36,530	33,903	营业总收入	56,099	30,422	40,945	57,347
货币资金及交易性金融资产	7,900	9,233	9,584	10,941	营业成本(含金融类)	51,957	28,412	37,110	51,455
经营性应收款项	16,230	5,886	17,775	14,973	税金及附加	219	183	164	229
存货	5,000	2,893	8,446	7,276	销售费用	990	426	573	1,147
合同资产	0	0	0	0	管理费用	287	335	450	860
其他流动资产	661	613	726	714	研发费用	602	304	450	860
非流动资产	5,687	5,403	5,070	4,687	财务费用	-46	-48	-61	-64
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	10	3	4	6
固定资产及使用权资产	3,222	3,039	2,856	2,672	投资净收益	8	3	4	6
在建工程	918	818	668	468	公允价值变动	31	25	30	35
无形资产	876	876	876	876	减值损失	-100	-101	-151	-201
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	1	1	2
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	2,039	742	2,147	2,708
其他非流动资产	670	670	671	671	营业外净收支	48	15	17	18
资产总计	35,478	24,028	41,601	38,590	利润总额	2,087	757	2,164	2,726
流动负债	20,093	8,491	24,452	19,397	减:所得税	419	189	541	681
短期借款及一年内到期的非流动负债	600	600	600	600	净利润	1,669	568	1,623	2,044
经营性应付款项	13,169	4,193	19,516	13,358	减:少数股东损益	631	346	584	613
合同负债	1,473	881	1,150	1,647	归属母公司净利润	1,038	221	1,039	1,431
其他流动负债	4,850	2,817	3,186	3,793	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.88	0.19	0.88	1.22
非流动负债	410	410	410	410	EBIT	1,953	767	2,202	2,802
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,188	950	2,385	2,985
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	7.38	6.61	9.37	10.27
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	1.85	0.73	2.54	2.50
其他非流动负债	410	410	410	410	收入增长率(%)	-6.40	-45.77	34.59	40.06
负债合计	20,502	8,901	24,862	19,807	归母净利润增长率(%)	-44.79	-78.67	369.24	37.74
归属母公司股东权益	13,912	13,718	14,745	16,176					
少数股东权益	1,063	1,410	1,994	2,607					
所有者权益合计	14,975	15,127	16,739	18,783					
负债和股东权益	35,478	24,028	41,601	38,590					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,063	1,735	340	1,327	每股净资产(元)	11.84	11.68	12.55	13.77
投资活动现金流	-450	19	22	26	最新发行在外股份(百万股)	1,175	1,175	1,175	1,175
筹资活动现金流	3,111	-446	-42	-30	ROIC(%)	11.78	3.67	9.99	11.44
现金净增加额	4,724	1,308	321	1,322	ROE-摊薄(%)	7.46	1.61	7.05	8.85
折旧和摊销	234	183	183	183	资产负债率(%)	57.79	37.04	59.76	51.33
资本开支	-458	16	18	20	P/E(现价&最新股本摊薄)	20.36	95.47	20.35	14.77
营运资本变动	27	897	-1,595	-1,071	P/B(现价)	1.52	1.54	1.43	1.31

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

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>

