

预计重卡量价齐升，促进盈利增长弹性向上

核心观点

- **公司在重卡行业具备竞争实力。**2021 年公司重卡整车收入比重 85.1%，配件产品收入比重 14.6%。公司在重卡产品方面具备竞争实力，近几年市场份额持续提升。随着重卡行业需求转暖，预计公司盈利能力有望逐步改善。
- **重卡行业：预计最差时期已过，需求逐季转好。**2022 年重卡行业受房地产行业下滑、疫情反复拖累公路货运、国五切国六透支需求等较多不利因素影响，导致销量下滑较多。随着疫情防控措施逐步优化，国内经济有望迎来平稳复苏，物流运输需求恢复，国内物流重卡销量有望回升。在稳增长政策指引下，各地重大基建项目加速推进，有望推动工程重卡销量恢复。海外市场，预计重卡出口销量仍有望维持平稳增长。预计行业最差时候已经过去，2023 年重卡行业销量有望企稳回升。
- **预计公司重卡将量价齐升，促进盈利增长弹性向上。**公司拥有豪沃及黄河两大重卡品牌，豪沃定位中高端重卡，重卡产品涵盖载货车、牵引车、自卸车三大车型。随着重卡行业企稳向上，预计 2023 年公司重卡销量 14.24 万辆，同比增长 27.1%左右。随着重卡需求逐步回暖，预计行业促销力度将出现下降，对销售均价回升形成利好。另一方面，预计 2023 年基建投资和房地产行业将持续发力，工程重卡销量有望逐步回暖、占重卡销量比例有望回升，产品结构变化将促进整体销售均价提升；预计公司整车销售均价将有望回升，带动公司毛利率迎来改善。
- **重组后经营效率提升，公司与潍柴实现协同发展。**潍柴发动机能够弥补重汽在 10 升及以下发动机的短板，与 MAN 技术发动机形成协同效应；潍柴发动机在中短途资源型运输等部分使用场景拥有忠诚客户、市占率较高，重汽通过配套潍柴发动机能够吸引更多用户群体，实现额外增量，为销量及市占率进一步提升奠定基础。重组后经营改革成效凸显，费用率及盈利能力改善显著。

盈利预测与投资建议

- 预测公司 2022-2024 年每股收益分别为 0.18、0.83、1.33 元，可比公司为重卡整车及零部件公司，可比公司 2023 年 PE 平均估值为 26 倍，目标价为 21.58 元，首次给予买入评级。

风险提示

重卡行业销量低于预期、公司重卡销量、均价低于预期、原材料成本波动风险。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	59,938	56,099	32,446	42,407	51,706
同比增长(%)	50.4%	-6.4%	-42.2%	30.7%	21.9%
营业利润(百万元)	3,104	2,039	640	1,658	2,466
同比增长(%)	52.8%	-34.3%	-68.6%	158.9%	48.7%
归属母公司净利润(百万元)	1,880	1,038	217	970	1,561
同比增长(%)	53.7%	-44.8%	-79.1%	346.9%	60.9%
每股收益(元)	1.60	0.88	0.18	0.83	1.33
毛利率(%)	9.5%	7.4%	6.3%	7.8%	8.3%
净利率(%)	3.1%	1.9%	0.7%	2.3%	3.0%
净资产收益率(%)	24.4%	9.3%	1.6%	6.8%	10.2%
市盈率	10.2	18.5	88.5	19.8	12.3
市净率	2.3	1.4	1.4	1.3	1.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（首次）
股价（2023年03月10日）	16.34 元
目标价格	21.58 元
52 周最高价/最低价	18.49/8.75 元
总股本/流通 A 股（万股）	117,487/117,478
A 股市值（百万元）	19,197
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2023 年 03 月 11 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-9.17	8.79	3.61	32.39
相对表现	-5.21	12.18	4.39	39.98
沪深 300	-3.96	-3.39	-0.78	-7.59



证券分析师	
姜雪晴	jiangxueqing@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860512060001

联系人	
袁俊轩	yuanjunxuan@orientsec.com.cn

目 录

1 公司在重卡行业具备竞争实力	4
2 重卡行业：预计最差时期已过，需求逐季转好.....	4
3 预计公司重卡将量价齐升，促进盈利增长弹性向上	8
3.1 公司重卡是中国重汽集团的主要组成部分	8
3.2 预计今年公司重卡有望量价齐升	9
4 重组后经营效率提升，公司与潍柴实现协同发展	12
5 盈利预测及估值	14
6 主要风险提示	15

图表目录

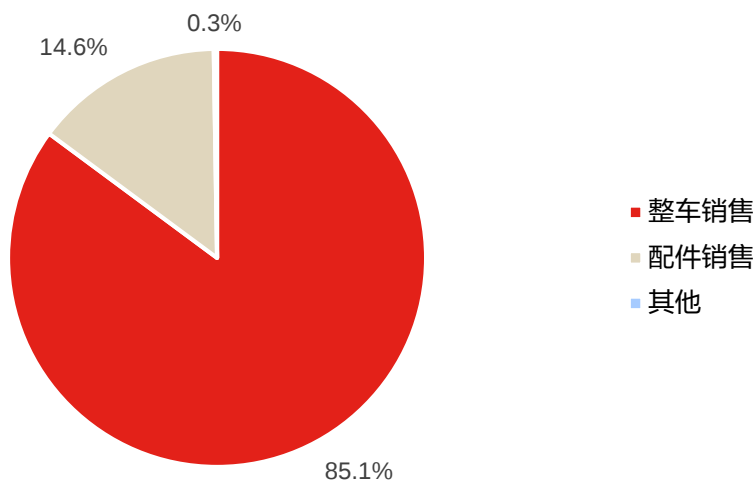
图 1：公司收入构成（2021）	4
图 2：预计 2023 年重卡行业销量有望企稳回升	5
图 3：重卡行业季度销量及同比增速	5
图 4：重卡行业月度销量及同比增速	5
图 5：房地产当月新开工面积与重卡行业月度销量同比增速比较	6
图 6：物流重卡销量及公路货物周转量同比增速比较	6
图 7：工程重卡销量及基建投资累计同比增速比较	6
图 8：重卡出口销量及同比增速（万辆）	7
图 9：重卡出口销量及内销销量占比	7
图 10：重卡行业年度销量及同比增速预测	7
图 11：中国重汽集团架构	8
图 12：中国重汽集团旗下品牌	8
图 13：中国重汽 A 股公司整车销售均价	10
图 14：预计公司毛利率有望改善	10
图 15：2022 年国内工程重卡及物流重卡月度销量同比增速比较	11
图 16：国内工程重卡及物流重卡销量占比	11
图 17：中国重汽 A 股公司整车销量及同比增速	11
图 18：中国重汽与潍柴动力合作持续深化	12
图 19：2015-2020 年中国重汽 A 股公司销售费用率	13
图 20：2015-2020 年中国重汽 A 股公司管理费用率	13
图 21：2015-2020 年中国重汽 A 股公司销售净利率	13
图 22：2015-2020 年中国重汽 A 股公司 ROE（加权）	13
图 23：中国重汽集团在国内重卡市场份额	14
图 24：中国重汽 A 股公司在国内重卡市场份额	14
表 1：重汽集团主要重卡品牌	8
表 2：公司旗下主要品牌及产品	9
表 3：收入分类预测表	14
表 4：可比公司估值比较	15

1 公司在重卡行业具备竞争实力

公司主要从事重卡的研发、生产及销售，2021 年重卡整车收入比重达到 85.1%，配件产品收入比重 14.6%。

公司在重卡产品方面具备竞争实力，近几年市场份额持续提升。随着重卡行业需求转暖，预计公司盈利能力有望逐步改善。

图 1：公司收入构成（2021）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

2 重卡行业：预计最差时期已过，需求逐季转好

2022 年重卡行业受房地产行业下滑、疫情反复拖累公路货运、国五切国六透支需求等较多不利因素影响，导致销量下滑较多。

随着疫情防控措施逐步优化，国内经济有望迎来平稳复苏、消费有望逐步回暖，从而促进物流运输需求恢复，国内物流重卡销量有望回升。在稳增长政策指引下，专项债及政策性金融工具等金融支持政策逐步落地，各地重大基建项目加速推进，有望推动国内工程重卡销量恢复；2022 年 11 月“金融 16 条”、扩大民营企业债券融资支持工具、预售资金监管放宽等举措出台，对于房地产市场恢复形成利好，有望减少对重卡行业拖累；2021 年国五国六替换周期导致 2022 年重卡需求透支较为严重，2023 年透支影响预计将逐步减弱，多方因素有望共同促进 2023 年国内重卡销量企稳。海外市场，2021-2022 年中国重卡出口增长较快，预计中国品牌在海外市场的影响力将进一步增强，2023 年中国重卡出口销量仍有望维持平稳增长。

预计重卡行业最差时候已经过去，2023 年随着国内销量较快恢复及海外销量平稳增长，重卡行业销量有望企稳回升。

图 2：预计 2023 年重卡行业销量有望企稳回升

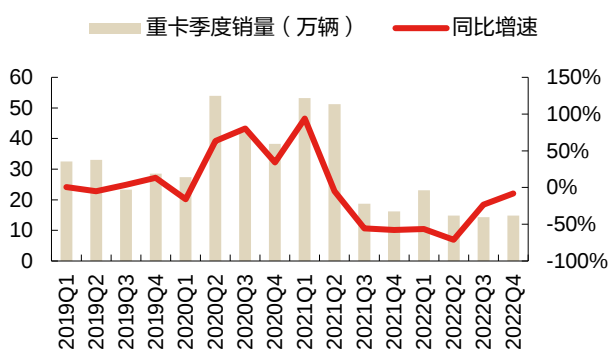


数据来源：东方证券研究所绘制

从季度销量看，政策切换导致的换车需求在 2021 年上半年释放，2021 年下半年重卡销量较上半年大幅下滑。2022 年上半年，由于疫情反复等因素影响，重卡销量持续低迷，同比下降 63.7%。2022 年下半年重卡行业销量下跌趋势减缓，3 季度重卡销量同比下降 23.3%，季度销量同比下滑幅度大幅收窄；4 季度重卡销量下跌幅度进一步收窄，同比下降 8.2%。

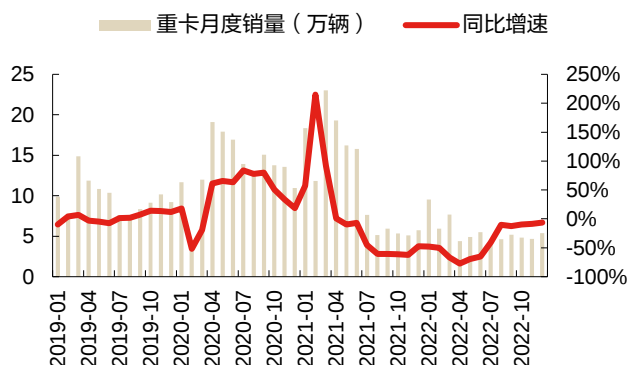
从月度销量看，2022 年全年各月重卡销量均同比下跌，1-7 月销量下跌较为严重，同比跌幅均超过 40%。2022 年 8 月起重卡行业月度销售下跌态势开始缓解，同比降幅收窄；11 月重卡销量 4.66 万辆，同比下降 8.8%；12 月重卡销量 5.40 万辆，同比下降 6.6%，环比提升 15.8%，同比跌幅较 1-7 月各月明显收窄，预计随着前期需求透支影响减弱，重卡月销量同比增速有望转好。

图 3：重卡行业季度销量及同比增速



数据来源：中汽协、第一商用车网、东方证券研究所

图 4：重卡行业月度销量及同比增速



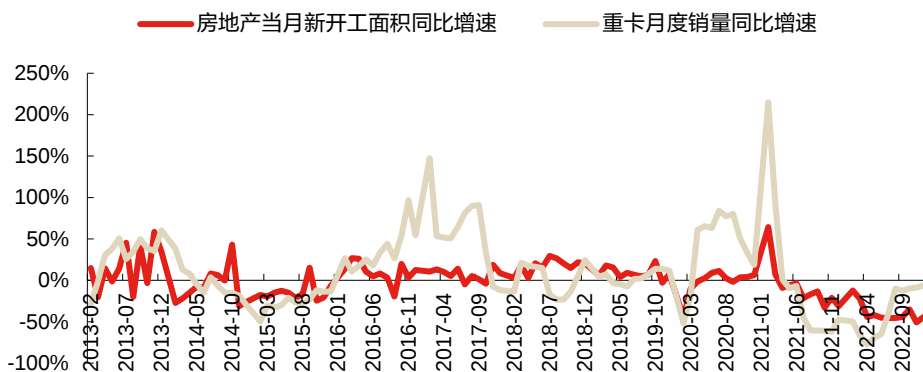
数据来源：中汽协、第一商用车网、东方证券研究所

房地产当月新开工面积同比增速与重卡月销量同比增速存在一定正相关性，新开工面积增加能够产生新的重卡需求。2022 年中全国各地疫情出现反复，降低了潜在购房者的收入、购买力与购买意愿，叠加 2022 年国内人口负增长的负面影响，地产行业需求萎缩较为明显，2022 年各月新开工面积同比均下降，且 4 月起同比增速降幅均在 35%以上。截至 2022 年底，房地产行业尚未迎来拐点，12 月房屋新开工面积同比下降 44.3%，全年房屋新开工面积同比下降 39.4%。2022 年

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

11 月以来，“金融 16 条”等政策为房地产行业提供较为宽松的融资环境，预计将推动 2023 年房地产行业工程量改善，促进重卡需求回暖。

图 5：房地产当月新开工面积与重卡行业月度销量同比增速比较



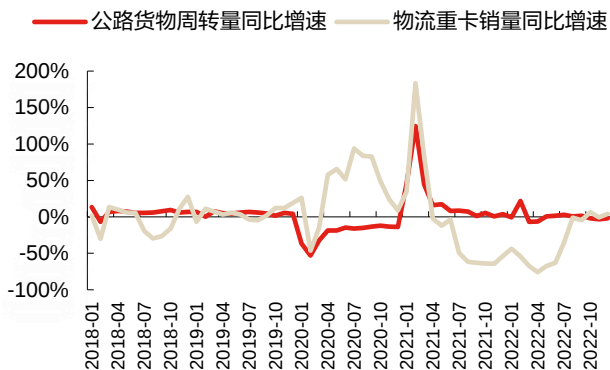
数据来源：Wind、中汽协、第一商用车网、东方证券研究所

据中汽协划分，重卡主要可分为半挂牵引车、重卡整车及非完整车辆，其中半挂牵引车主要用于物流领域，非完整车辆主要用于工程建设领域，重卡整车以物流需求居多。

2022 年国内多地出现疫情反复，全年公路货物周转量同比下跌 0.2%。物流重卡销量受公路货物周转量下降影响，叠加整个重卡行业需求透支等不利因素，2022 年 1-7 月物流重卡累计销量同比下降 61.2%。下半年疫情缓解，经济预期转变，物流重卡月度销量降幅显著收窄，2022 年 8 月销量同比降幅缩小至 1.0%。随着疫情措施优化，10 月物流重卡月销量同比增幅由负转正，10-12 月物流重卡累计销量同比增长 3.24%。预计 2023 年在经济平稳复苏、消费回暖带动下，公路货运需求将有望逐步恢复，推动物流重卡需求回暖。

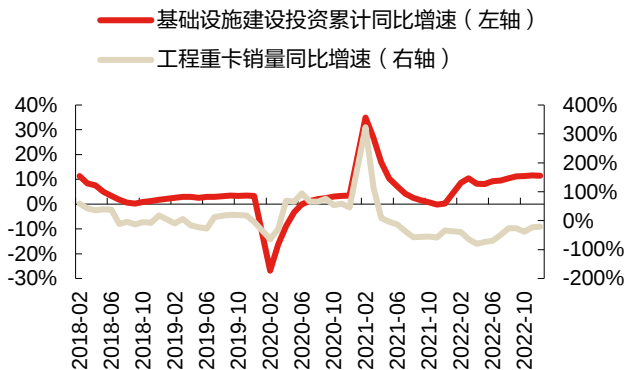
除房地产之外，基建投资增长对工程重卡需求也将起到拉动作用。2022 年基建投资持续增长，全年基建投资累计同比增速达 11.5%，但工程重卡受前期需求透支、房地产萎缩等影响，2022 年全年累计销量增速同比降幅达 56.0%。2022 年底中央经济工作会议将实施扩大内需战略放在首位，预计财政政策将积极加力，进一步拉动基建投资需求，有望对工程重卡销量回暖起到促进作用。

图 6：物流重卡销量及公路货物周转量同比增速比较



数据来源：Wind、中汽协、东方证券研究所

图 7：工程重卡销量及基建投资累计同比增速比较



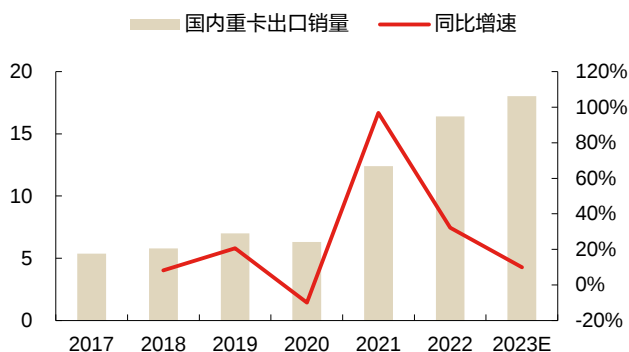
数据来源：Wind、中汽协、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2021-2022 年重卡出口销量保持较快增长，出口销量占比持续提升。随着全球疫情影响逐渐缓解，海外市场的重卡需求恢复较快，2021 年重卡出口销量达 12.4 万辆，同比增长 96.8%；2022 年重卡出口销量进一步增长至 16.4 万辆，同比增长 32.3%。随着中国品牌重卡在海外市场影响力提升，预计 2023 年重卡出口有望维持平稳增长。

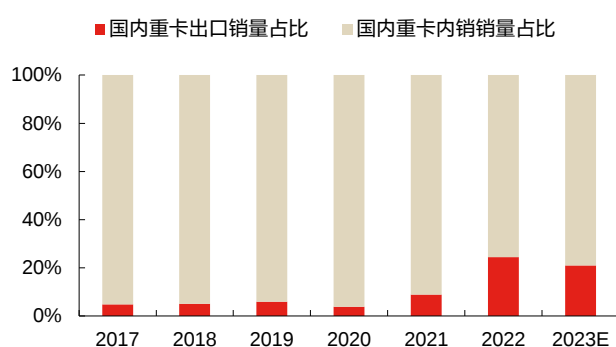
从销量占比看，2020 年重卡出口销量占国内重卡总销量比重为 3.9%，2021 年重卡出口销量占比提升至 8.9%；2022 年国内重卡整体销量下滑明显，重卡出口销量占比大幅提升至 24.4%。

图 8：重卡出口销量及同比增速（万辆）



数据来源：中国汽车流通协会、东方证券研究所

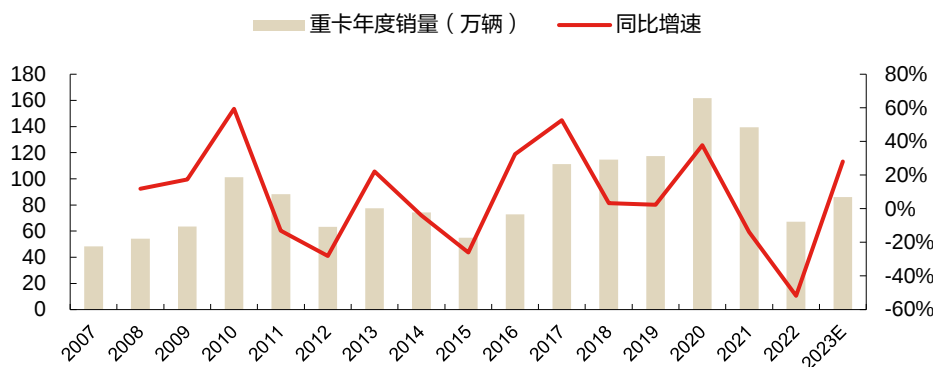
图 9：重卡出口销量及内销销量占比



数据来源：中国汽车流通协会、东方证券研究所

2022 年重卡行业受疫情反复、货运及房地产疲软、国五切国六透支需求等不利因素影响较为显著，全年重卡行业销量 67.2 万辆，同比下降 51.8%。在国内经济逐步复苏、基建及房地产政策支持、前期透支影响逐渐消退、重卡出口平稳增长等因素带动下，预计 2023 年中国重卡行业销量有望企稳回升，预计 2023 年重卡行业销量为 86 万辆左右，同比增长约 28.0%左右。

图 10：重卡行业年度销量及同比增速预测



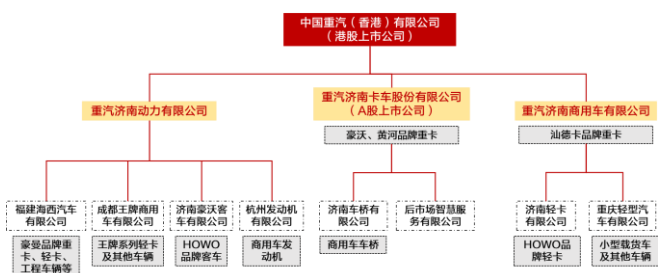
数据来源：Wind、中汽协、第一商用车网、东方证券研究所

3 预计公司重卡将量价齐升，促进盈利增长弹性向上

3.1 公司重卡是中国重汽集团的主要组成部分

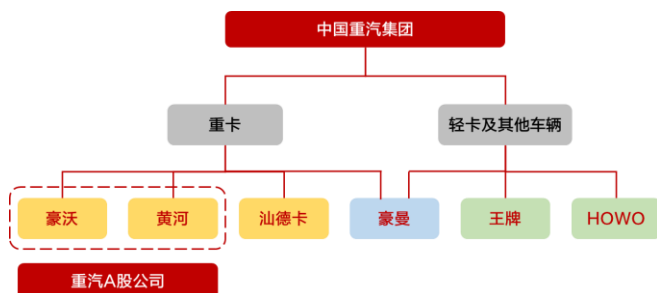
中国重汽集团主要业务包括重卡、轻卡及其他汽车、发动机等，旗下拥有济南卡车股份有限公司（A 股主体）、济南商用车有限公司、福建海西有限公司、成都王牌商用车有限公司、济南豪沃客车有限公司等多家整车制造企业。其中，A 股主体济南卡车股份有限公司主要涉及集团重卡及车桥业务，负责豪沃（HOWO）、黄河等重卡品牌。除 A 股主体外，济南商用车有限公司主要负责汕德卡（SITRAK）、斯太尔等重卡品牌以及 HOWO 品牌轻卡等，济南动力有限公司主要负责豪曼品牌、王牌品牌、豪沃客车等，涵盖重卡、轻卡及其他车辆、发动机等业务。

图 11：中国重汽集团架构



数据来源：公司公告、中国重汽集团官网、重汽福建海西公司官网、东方证券研究所

图 12：中国重汽集团旗下品牌



数据来源：公司公告、中国重汽集团官网、重汽福建海西公司官网、东方证券研究所

重汽集团旗下重卡品牌包括豪沃、汕德卡、黄河、豪曼等。豪沃品牌由中国重汽与沃尔沃携手打造，2017 年豪沃车型累计销量已突破 100 万辆，成为集团销售主力。豪沃品牌产品涵盖牵引车、载货车、自卸车等，代表车型包括豪沃 TX 载货车、豪沃 TH7 牵引车等。

2009 年中国重汽与德国 MAN 形成战略合作，重汽引进了 MAN 公司 TGA 整车，D08、D20、D26 系列发动机以及车桥、传动系统等技术。2013 年汕德卡品牌及首款车型 C7H 正式发布，汕德卡定位国产高端重卡品牌，C7H 搭载基于 MAN 技术的 MC11 发动机、采埃孚 16S 系列 16 档变速箱、MAN MCY13 系列驱动桥等高端零部件；2020 年汕德卡发布价格更亲民的 G 系列车型，提供 MC 及潍柴发动机选配，以高性价比打开中高端市场。除牵引车、载货车等重卡车型外，汕德卡旗下产品还包括冷藏车、消防车、油罐车等特种车辆。

黄河是历史悠久的民族品牌，2020 年 9 月，中国重汽集团正式重启黄河品牌并发布新一代重卡车型黄河 X7 牵引车，计划将黄河打造为高端民族品牌。豪曼是重汽集团福建海西汽车有限公司结合中国重汽多年造车经验以及 MAN 先进技术打造的全新品牌系列，2014 年 3 月豪曼 H5 系列正式上市，定位性价比车型。

表 1：重汽集团主要重卡品牌

品牌	定位	品牌发布时间	代表车型	售价（万元）
豪沃（重汽 A 股）	中高端	2004 年	TX 载货车	16.50-57.00
			TH7 牵引车	33.00-57.20
汕德卡	高端（C 系列）	2013 年	C7H 牵引车	33.08-78.00
	中高端（G 系列）	2020 年	G7 载货车	24.00-53.64

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

黄河（重汽 A 股）	高端	2020 年	X7 牵引车	45.00-53.00
豪曼	中低端	2014 年	H5 载货车	13.20-34.38

数据来源：公司公告、中国重汽官网、卡车之家、卡车网、东方证券研究所

公司旗下拥有豪沃及黄河两大重卡品牌，豪沃定位中高端重卡品牌，旗下车系及产品丰富，重卡产品涵盖载货车、牵引车、自卸车三大车型，拥有 TX 系列、MAX 系列、T5G 系列、TH7 系列等载货车产品，TX 系列、MAX 系列、T5G 系列、TH7 系列、T7H 系列等牵引车产品以及 TX 系列、MAX 系列、T5G 系列、HOWO-7 系列等自卸车产品。除常规重卡车型外，豪沃品牌旗下还拥有垃圾车等其他重卡车型。截至 2023 年 2 月 13 日，豪沃重卡共拥有 18 个产品系列、1333 款在售车型，车系及车型数量在集团内大幅领先，成为集团重卡销售的主力品牌。

黄河品牌是重汽集团 2020 年重启的新一代高端重卡品牌，首款车型黄河 X7 定位高端节油重卡，采用流线造型配合车挂一体式设计、主动进气格栅、车身导流套件等降风阻措施，实现低于 0.36 的风阻系数，风阻系数比其他主流重卡产品低 30%。据第一商用车网，黄河 X7 较其他重卡车型降低油耗 10%，按干线物流运输年行驶里程 30 万公里计算，平均每年可节省燃油费用 5-6 万元，降本增效效应显著。动力方面，黄河 X7 支持基于 MAN 技术的 MC 系列发动机以及潍柴 WP 系列发动机，搭载重汽自研第七代 S-AMT 16 挡变速箱、MAN 技术 MCY 系列驱动桥，动力系统强劲可靠。智能化方面，黄河 X7 配备交通标识识别系统、车道偏离预警系统、自动紧急制动、自适应巡航、360 环视、疲劳监控系统、数据记录系统、换挡控制系统等辅助驾驶功能，具备 L2 级智能驾驶水平并预留 L3 级自动驾驶系统接口，满足未来功能升级需要。黄河 X7 于 2022 年 6 月开始交付，凭借在节油能力、动力性能、智能化水平等方面的优势，有望成为中高端市场畅销车型。

表 2：公司旗下主要品牌及产品

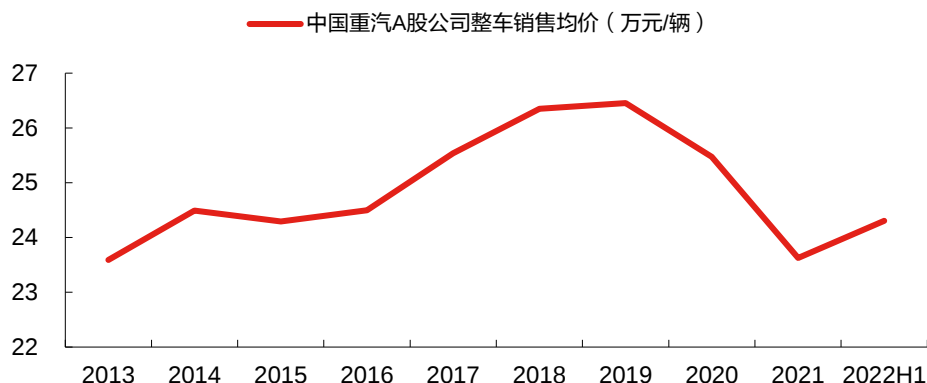
品牌	主要车型	发动机	最大马力	前进档位	排放标准	售价（万元）
豪沃	豪沃 TX 载货车	中国重汽/潍柴	210-330	8/9/10/12	国六/国五/京五	16.50-57.00
	豪沃 TH7 牵引车	中国重汽/潍柴	430-680	12/16	国六/国五	33.00-57.62
	豪沃 TX 自卸车	中国重汽/潍柴	330-490	8/9/10/12	国六	37.38-51.56
	豪沃 MAX 载货车	中国重汽/潍柴/ MC11H.49-61	290-510	8/9/10/12/16	国六	25.93-40.33
黄河	黄河 X7 牵引车	中国重汽/潍柴	460-680	16	国六	45.00-53.00

数据来源：卡车之家、东方证券研究所

3.2 预计今年公司重卡有望量价齐升

在产品结构逐步优化、品牌力提升带动下，2013-2019 年公司整车销售均价整体呈上升趋势，2019 年销售均价达到 26.45 万元/辆的高点。2020 年，新国六排放标准即将开始执行，预计公司为消化国五车型库存加大了促销让利力度，导致销售均价下滑至 25.47 万元，较 2019 年下滑 3.7%；2021 年国五切换国六正式实施，预计公司为抢夺市场份额进一步加大促销力度，销售均价下滑至 23.63 万元，同比下滑 7.3%。2022 年上半年公司销售均价稍有回升至 24.31 万元/辆。

图 13：中国重汽 A 股公司整车销售均价



数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

与国五重卡相比，国六重卡需要加装 EGR、DPF 等后处理系统部件，成本提升较大，据公司公告，国六重卡成本较国五重卡高 2 万元左右。2021 年 7 月 1 日国六排放标准开始全面实施，国五重卡正式退出新车市场，经过 2021-2022 年的库存消化，预计国五车型库存已逐步出清，价格更高的国六车型将取代国五车型成为市场销量主力，带动重卡车型均价提升。与此同时，2021-2022 年行业出现较大幅度下滑，各大重卡厂商为去化整车库存、争夺市场份额等均选择加大促销力度，从而压低销售价格；随着重卡需求逐步回暖，预计行业促销力度将出现下降，对销售均价回升形成利好。另一方面，2022 年销售均价相对较高的工程重卡销量下降幅度高于物流重卡，在稳增长政策指引下，预计 2023 年基建投资和房地产行业将持续发力，工程重卡销量有望逐步回暖、占重卡销量比例有望回升，产品结构变化将促进整体销售均价提升；此外，新高端牵引车型黄河 X7 于 2022 年 6 月开始交付，2023 年将迎来首个完整交付年度，预计黄河 X7 等高端产品也将对重汽 A 股公司销售均价提升形成贡献。考虑 2023 年原材料等成本上升，预计 2023 年单位成本上升幅度将低于重卡价格提升幅度，综合考虑，预计公司毛利率有望迎来改善。

图 14：预计公司毛利率有望改善



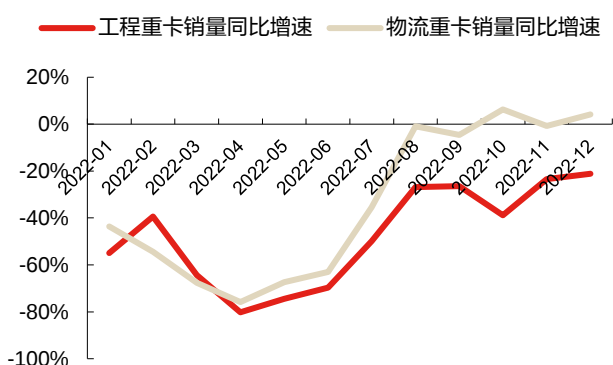
数据来源：东方证券研究所绘制

2022 年工程重卡销量下滑幅度高于物流重卡。由于国五切国六透支，2022 年上半年国内工程重卡及物流重卡各月销量同比均大幅下降，同比增速走势基本一致；2022 年下半年工程重卡及物流重卡销量同比跌幅均出现收窄，其中物流重卡 8-12 月销量与 2021 年同期基本持平，而工程重卡

8-12月除10月外各月销量同比下降幅度约为20%-30%，物流重卡销量增速恢复程度显著强于工程重卡。整体而言，2022年工程重卡销量同比下降56.0%，物流重卡销量同比下降49.7%，工程重卡销量下滑幅度高于物流重卡。

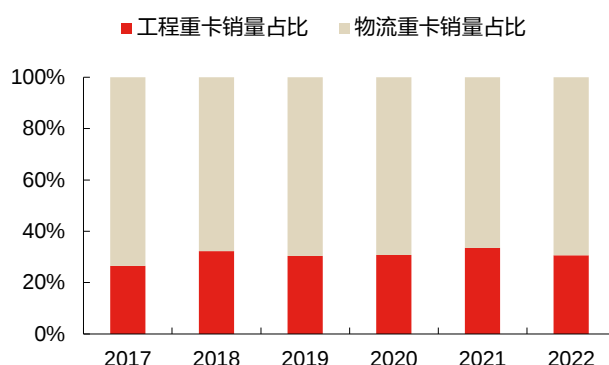
从销量占比看，2021年工程重卡销量占比约为33.5%，物流重卡销量占比约为66.5%，2022年工程重卡销量下滑较多，销量占比下滑至30.6%，较2021年减少2.9个百分点，物流重卡销量占比提升至69.4%。随着基建及房地产刺激政策逐步落地，预计基建投资及房地产行业将迎来复苏，工程重卡销量占比将有望逐步回升。

图 15：2022 年国内工程重卡及物流重卡月度销量同比增速比较



数据来源：Wind、中汽协、东方证券研究所

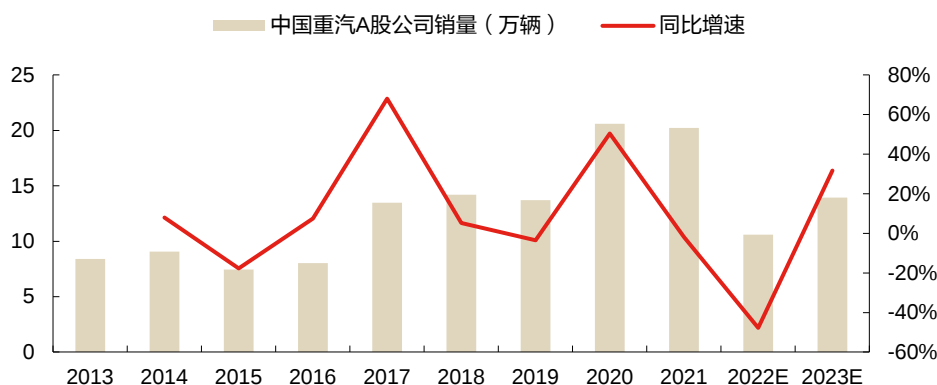
图 16：国内工程重卡及物流重卡销量占比



数据来源：Wind、中汽协、东方证券研究所

随着重卡行业企稳向上，预计2022年、2023年公司重卡销量分别为11.2万辆、14.24万辆，分别同比增长-44.6%和27.1%左右。

图 17：中国重汽 A 股公司整车销量及同比增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

4 重组后经营效率提升，公司与潍柴实现协同发展

2018 年 9 月，山东重工董事长谭旭光兼任中国重汽集团董事长，山东重工开始对中国重汽重组整合，中国重汽与潍柴动力恢复合作。2019 年 5 月，中国重汽发布搭载潍柴发动机的新斯太尔系列与豪瀚系列车型，标志着潍柴发动机开始进入中国重汽车型。2019 年 9 月，济南市国资委将所持的 45% 中国重汽股份划转至山东重工，中国重汽正式归于山东重工旗下。2021 年 8 月，中国重汽将子公司重油高科电控燃油喷射系统（重庆）有限公司 60% 股权转让给潍柴动力。2022 年 8 月，中国重汽举办产品品鉴会，发布搭载潍柴 T 系列发动机的全系列整车产品。T 系列发动机是潍柴动力与中国重汽合作打造的专属大马力柴油发动机，依托全球首款突破 51% 热效率的商业化柴油机平台，结合高效进排气系统、高效燃烧系统、低摩擦功耗技术等先进技术，实现高热效率、高通用化及高轻量化等特点，节油性能达 8% 以上。T 系列发动机将在豪沃 TH7、黄河 X7、汕德卡 C7H 等中国重汽拳头重卡产品搭载，双方合作进一步扩大至大马力高端产品。2022 年 10 月，潍柴动力以 5.9 亿元收购中国重汽集团旗下橡塑件子公司旗下后处理业务资产组，强化资源协同效应。2023 年 2 月 9 日，首辆搭载潍柴 WP15T 发动机的豪沃 TH7 牵引车正式交付。

中国重汽与潍柴动力实现优势互补、协同发展。一方面，潍柴发动机能够弥补重汽在 10 升及以下发动机的短板，与 MAN 技术发动机形成协同效应，从而进一步丰富产品矩阵，开拓各大细分市场；另一方面，潍柴发动机在中短途资源型运输等部分使用场景拥有忠诚客户、市占率较高，重汽通过配套潍柴发动机能够吸引更多用户群体，实现额外增量。目前中国重汽旗下黄河 X7、汕德卡 G 系列以及豪沃大多数车系均已配套潍柴发动机，随着中国重汽与潍柴动力合作不断深化拓展，中国重汽在商用车市场的竞争力有望持续向上，为销量及市占率进一步提升奠定基础。

图 18：中国重汽与潍柴动力合作持续深化

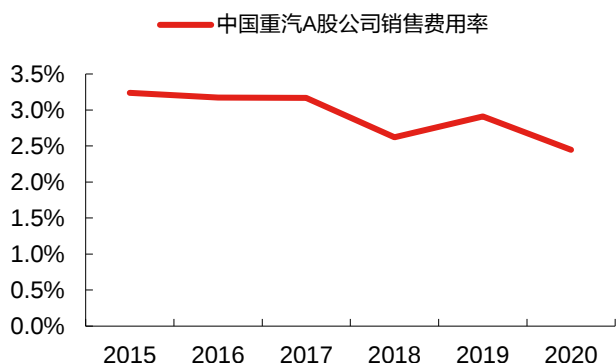


数据来源：公司公告、潍柴动力公告、重汽集团官网、卡车网、搜狐汽车、东方证券研究所

2018 年前，作为传统国企的中国重汽集团内部存在产权结构复杂、人员冗余、非主营业务包袱过重等诸多弊病。谭旭光在履新中国重汽董事长后，针对以上问题对中国重汽集团推行全面改革：在业务层面，重汽集团确定“心无旁骛攻主业”的方针，加快退出医院、房地产、幼儿园、低端零部件等非主营业务，并打造中国重汽全系列商用车产业链，形成核心竞争力；在人员层面，重汽集团实行领导干部全体竞聘上岗制度，坚持优胜劣汰、奖罚分明，同时优化调整干部结构，将干部人数从 329 人大幅减少至 238 人；在考核制度层面，重汽集团建立业绩导向的薪酬考核体系，在管理、技术、营销等岗位全面实施 KPI 管理，将个人利益与企业经营业绩紧密挂钩。在成本费用层面，重汽集团推行全面预算管理，加强采购和生产过程中的成本控制，通过战略合作、集中竞标等方式优化供应链管理，实现降本增效。

经营改革成效凸显，费用率及盈利能力改善显著。费用率角度，改革后首年 2019 年中国重汽 A 股公司销售费用率 2.91%，较 2017 年下降 0.3 个百分点；2019 年管理费用率 0.70%，较 2017 年下降 0.2 个百分点，整体而言全面改革后降本控费收效明显；2020 年公司经调整后销售费用率进一步下降至 2.45%，管理费用率因计提内退福利及离职后福利 3.94 亿元提升至 1.18%。盈利能力角度，2019 年、2020 年中国重汽 A 股公司销售净利率分别达 3.99%、4.04%，2019 年销售净利率较 2018 年提升 1.0 个百分点；2019 年公司加权 ROE 达 17.75%，较 2018 年提升 2.8 个百分点，2020 年加权 ROE 进一步提升至 24.68%，整体而言全面改革后公司盈利能力实现大幅提升。

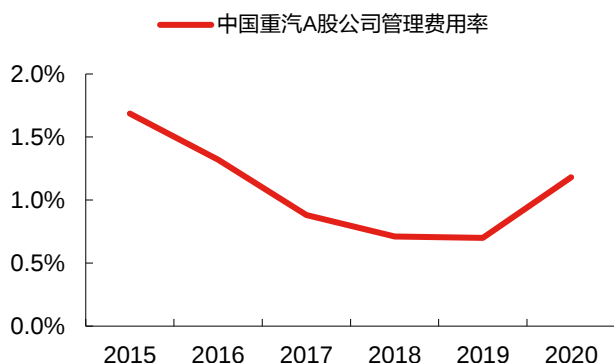
图 19：2015-2020 年中国重汽 A 股公司销售费用率



注：据公司公告，2020 年公司将运输费计入营业成本，故对销售费用率数据进行调整

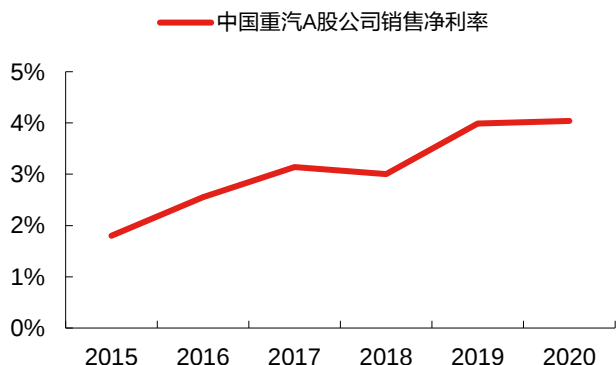
数据来源：Wind、中国重汽 A 股公司公告、东方证券研究所

图 20：2015-2020 年中国重汽 A 股公司管理费用率



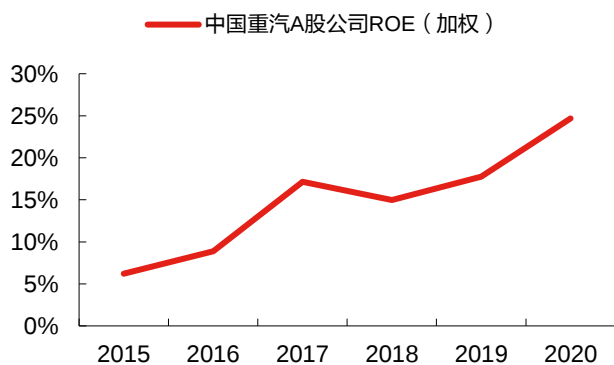
数据来源：Wind、中国重汽 A 股公司公告、东方证券研究所

图 21：2015-2020 年中国重汽 A 股公司销售净利率



数据来源：Wind、中国重汽 A 股公司公告、东方证券研究所

图 22：2015-2020 年中国重汽 A 股公司 ROE（加权）



数据来源：Wind、中国重汽 A 股公司公告、东方证券研究所

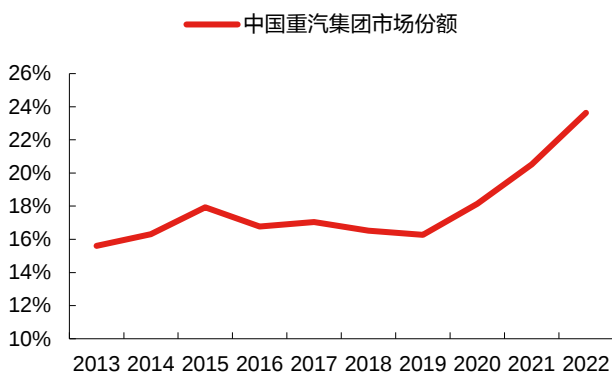
2020 年后中国重汽集团市场份额持续提升，2022 年跃居重卡行业首位。2019 年前重汽集团在国内重卡市场份额约为 16%-18%，各年市场份额波动较小。2020 年重汽集团紧抓行业高速增长机遇，在产品端针对各细分市场进行全系产品规划，物流及工程重卡销量均实现大幅增长，豪沃 TH7、豪沃 NX 等明星产品导入进一步提升产品力，在营销端持续优化营销体系，以高效的决策机制以及灵活精准的商务政策带动营销能力升级；同时快速实现配件和服务体系升级，形成重卡一站式体验服务，集团重卡整体竞争力提升明显。2020 年重汽集团在国内重卡市场份额提升至 18.1%，较 2019 年提升 1.9 个百分点。2021 年重汽集团延续 2020 年发展势头，克服全球供应链紧张、下半年需求转弱等不利因素，国内重卡市场份额提升至 20.5%，较 2020 年提升 2.4 个百分

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

点，超越东风汽车成为行业第二。2022 年，在行业明显下滑的背景下，重汽集团在国内大马力牵引车以及冷链、快递等载货车市场发力，市占率提升明显；海外市场维持稳步发展，出口市场份额稳居行业第一。整体而言 2022 年重汽集团在行业逆境中展现出强大的发展韧性，国内重卡市场份额进一步提升至 23.6%，较 2021 年大幅提升 3.1 个百分点，超越一汽解放成为行业第一。

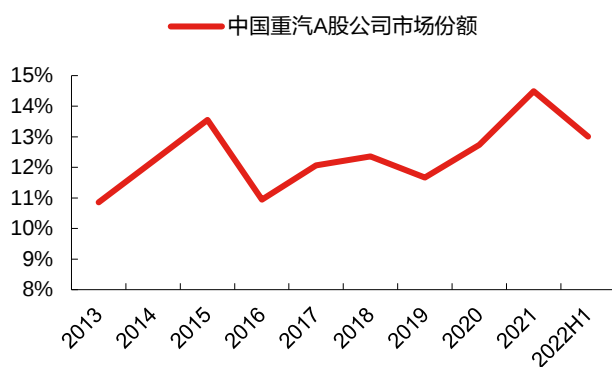
2015 年中国重汽 A 股公司在国内重卡市场所占份额达到 13.5% 的高点，随后回落至约 11%-12.5% 的水平，2019 年重汽 A 股国内重卡市场份额为 11.7%。2020 年起重汽 A 股公司同步实现市占率稳步提升，2020 年、2021 年市场份额分别提升至 12.7%、14.5%，同比提升 1.1、1.8 个百分点，2022 年上半年重汽 A 股公司国内市场份额略回落至 13.0%。

图 23：中国重汽集团在国内重卡市场份额



数据来源：Wind、第一商用车网、东方证券研究所

图 24：中国重汽 A 股公司在国内重卡市场份额



数据来源：Wind、第一商用车网、中国重汽 A 股公司公告、东方证券研究所

5 盈利预测及估值

随着 2023 年重卡行业需求逐步改善，公司重卡销量有望快速增长，重卡均价也将提升，预计 2023 年公司盈利将稳定增长。

(1) 考虑 2022 年重卡行业销量下降，预测 2022 年公司重卡业务收入下降 46.1%；考虑 2023-2024 年重卡行业销量增长及公司市场份额，预计公司市场份额维持稳定，预测公司重卡业务 2023-2024 年收入分别增长 33.6%、23.6%；考虑 2022 年公司重卡受行业销量影响及降价促销影响，预测毛利率为 4.8% 左右，考虑 2023 年-2024 年成本上升幅度低于单价提升幅度，预计毛利率分别为 6.5%、7.3%；

(2) 考虑 2022 年重卡行业销量下降，预测 2022 年配件业务收入下降 20% 左右；考虑 23-24 年重卡行业企稳向上，预测配件业务 2023-2024 年收入分别增长 20%、15%，考虑 2022 年重卡需求向下，预计配件业务毛利率下降至 12% 左右，预计 2023-2024 年配件业务毛利率分别为 13%、13%；

(3) 预测其它业务 2022-2024 年收入分别增长 0% 左右，毛利率分别为 22% 左右。

表 3：收入分类预测表

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
重卡					
销售收入（百万元）	52,502.0	47,763.5	25,749.4	34,400.1	42,518.5
增长率	44.9%	-9.0%	-46.1%	33.6%	23.6%
毛利率	8.6%	5.9%	4.8%	6.5%	7.3%
配件					
销售收入（百万元）	7,274.0	8,193.0	6,554.4	7,865.3	9,045.1
增长率	113.8%	12.6%	-20.0%	20.0%	15.0%
毛利率	15.7%	15.0%	12.0%	13.0%	13.0%
其它业务					
销售收入（百万元）	162.0	142.0	142.0	142.0	142.0
增长率	-23.2%	-12.3%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	22.2%	52.1%	22.0%	22.0%	22.0%
合计	59,937.6	56,099.2	32,445.8	42,407.4	51,705.6
增长率	50.4%	-6.4%	-42.2%	30.7%	21.9%
综合毛利率	9.5%	7.4%	6.3%	7.8%	8.3%

数据来源：Wind、东方证券研究所

可比公司估值方面，因公司产品主要是重卡，主要选取了相关的整车及零部件公司，如福田汽车、江淮汽车、隆盛科技、鸿泉物联、潍柴动力、一汽解放等，这些可比公司 2023 年平均估值为 26 倍左右，因此给予公司 2023 年 PE 26 倍估值，目标价 21.58 元，首次给予买入评级。

表 4：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
福田汽车	600166	3.48	-0.63	0.01	0.22	0.30	-5.50	497.14	15.63	11.69
江淮汽车	600418	13.71	0.09	-0.08	0.18	0.28	149.67	-174.43	76.63	48.76
隆盛科技	300680	22.91	0.42	0.51	1.13	1.74	54.20	44.56	20.23	13.19
鸿泉物联	688288	23.02	0.29	-1.07	0.42	0.94	78.11	-21.51	55.11	24.51
潍柴动力	000338	11.60	1.06	0.55	0.79	0.99	10.94	21.07	14.61	11.66
一汽解放	000800	8.42	0.84	0.08	0.71	0.98	10.04	106.72	11.92	8.57
调整后平均							38.32	37.71	26.40	15.26

数据来源：WIND 一致预期、东方证券研究所

6 主要风险提示

重卡行业销量低于预期。我们预测重卡行业 23 年销量 86 万辆，其中预测出口销量 18 万辆左右，重卡行业销量及出口销量基于设定的前提假设基础之上，存在行业增速发生变化导致结果产生偏差的风险，进而也将会影响公司盈利增长。

公司重卡销量低于预期。我们预测公司重卡 22-24 年销量分别为 11.2 万辆、14.24 万辆、17.09 万辆，若销量低于预期，则会影响公司盈利增长。

重卡均价低于预期。我们预计 23、24 年公司重卡均价同比提升，若价格低于预期，则会影响公司盈利增长。

原材料成本波动风险。若钢材等原材料价格上涨幅度超预期，则将影响公司盈利增长。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,805	7,820	10,488	10,403	10,098
应收票据、账款及款项融资	18,757	16,097	8,853	11,552	14,438
预付账款	199	133	89	119	137
存货	10,158	5,000	4,326	5,552	6,011
其他	735	742	508	640	654
流动资产合计	32,654	29,791	24,264	28,266	31,339
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,188	3,222	3,985	4,558	4,997
在建工程	1,746	918	1,141	1,063	1,033
无形资产	898	876	853	829	806
其他	631	670	572	624	622
非流动资产合计	4,463	5,687	6,550	7,075	7,459
资产总计	37,117	35,478	30,814	35,341	38,797
短期借款	1,500	600	2,233	1,444	1,426
应付票据及应付账款	20,207	13,169	8,734	11,909	13,354
其他	5,590	6,323	4,375	5,216	5,541
流动负债合计	27,297	20,093	15,342	18,569	20,321
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	373	410	323	369	367
非流动负债合计	373	410	323	369	367
负债合计	27,669	20,502	15,666	18,938	20,688
少数股东权益	1,057	1,063	1,371	1,740	2,164
实收资本（或股本）	671	1,175	1,175	1,175	1,175
资本公积	432	4,930	4,930	4,930	4,930
留存收益	7,379	7,847	7,711	8,616	9,885
其他	(93)	(39)	(38)	(57)	(45)
股东权益合计	9,447	14,975	15,148	16,403	18,109
负债和股东权益总计	37,117	35,478	30,814	35,341	38,797

现金流量表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	2,422	1,669	524	1,339	1,985
折旧摊销	111	154	402	513	617
财务费用	76	(46)	(77)	(74)	(77)
投资损失	8	(8)	(5)	(10)	(10)
营运资金变动	3,868	1,321	1,963	(228)	(1,658)
其它	(2,331)	(1,028)	133	34	27
经营活动现金流	4,153	2,063	2,941	1,573	884
资本支出	(2,163)	(1,316)	(1,364)	(985)	(1,003)
长期投资	0	0	0	0	0
其他	1,312	866	42	(1)	16
投资活动现金流	(851)	(450)	(1,322)	(985)	(987)
债权融资	338	293	(308)	108	31
股权融资	0	5,001	0	0	0
其他	(3,942)	(2,183)	1,358	(780)	(232)
筹资活动现金流	(3,604)	3,111	1,050	(673)	(201)
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
现金净增加额	(302)	4,724	2,668	(85)	(305)

利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	59,938	56,099	32,446	42,407	51,706
营业成本	54,252	51,957	30,392	39,118	47,395
营业税金及附加	130	219	127	165	202
销售费用	988	990	552	721	879
管理费用及研发费用	1,175	890	710	781	850
财务费用	76	(46)	(77)	(74)	(77)
资产、信用减值损失	199	100	119	65	24
公允价值变动收益	(13)	31	0	5	10
投资净收益	(8)	8	5	10	10
其他	6	11	12	12	12
营业利润	3,104	2,039	640	1,658	2,466
营业外收入	86	53	20	20	20
营业外支出	1	5	5	5	5
利润总额	3,189	2,087	655	1,673	2,481
所得税	767	419	131	335	496
净利润	2,422	1,669	524	1,339	1,985
少数股东损益	542	631	307	369	424
归属于母公司净利润	1,880	1,038	217	970	1,561
每股收益（元）	1.60	0.88	0.18	0.83	1.33

主要财务比率					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	50.4%	-6.4%	-42.2%	30.7%	21.9%
营业利润	52.8%	-34.3%	-68.6%	158.9%	48.7%
归属于母公司净利润	53.7%	-44.8%	-79.1%	346.9%	60.9%
获利能力					
毛利率	9.5%	7.4%	6.3%	7.8%	8.3%
净利率	3.1%	1.9%	0.7%	2.3%	3.0%
ROE	24.4%	9.3%	1.6%	6.8%	10.2%
ROIC	20.6%	12.0%	2.7%	7.2%	10.2%
偿债能力					
资产负债率	74.5%	57.8%	50.8%	53.6%	53.3%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.20	1.48	1.58	1.52	1.54
速动比率	0.82	1.23	1.28	1.21	1.23
营运能力					
应收账款周转率	15.8	11.9	7.7	13.7	12.8
存货周转率	7.0	6.8	6.3	7.5	7.8
总资产周转率	2.0	1.5	1.0	1.3	1.4
每股指标（元）					
每股收益	1.60	0.88	0.18	0.83	1.33
每股经营现金流	6.19	1.76	2.50	1.34	0.75
每股净资产	7.14	11.84	11.73	12.48	13.57
估值比率					
市盈率	10.2	18.5	88.5	19.8	12.3
市净率	2.3	1.4	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	2.6	4.0	8.8	4.1	2.8
EV/EBIT	2.7	4.3	15.2	5.4	3.6

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。