

2024年3月14日

重卡出口+内需双轮驱动 行业龙头乘风而起

中国重汽 3808 HK

- 中国卡车出口近年来呈现指数型增长，中国重汽作为最早布局海外的重卡车企之一，出口业务进入高增长期。我们预计2024-25年重汽将凭借较高的性价比，维持出口销量**双位数**的同比增速。
- 中国国内重卡市场预计进入**上升周期**，其中**天然气重卡**将成为热点细分市场。中国重汽在我国天然气重卡市场**排名第二**，有望通过较强的品牌力、产品竞争力、广泛的销售网络和规模经济抢占更大的市场份额。
- 中国重汽在中国重卡行业的整体市占率稳步提升，**龙头地位稳固**，我们预计未来三年，中国重汽将至少能够维持稳定的市场份额在**25%+**。另外，中国重汽在**收入规模、盈利水平和负债状况**等方面均优于同业，预测2023-25年**股息率**可达**4.0%-5.6%**，投资回报可观。首予**买入**评级。

BOCOM

重卡	收盘价 港元 19.48	目标价 港元 25.06	潜在涨幅 +28.6%
----	-----------------	-----------------	----------------

2024 年 3 月 14 日

中国重汽 (3808 HK)

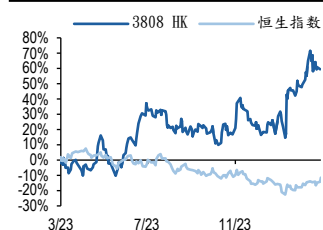
重卡出口+内需双轮驱动，行业龙头乘风而起；首予买入评级

- 首予买入评级，目标价 25.06 港元。我们认为中国重汽作为重卡行业中的龙头企业和优质标的，是我国重卡行业复苏和出口高增的主要受益者。凭借稳健的资产负债表和优于同行的盈利能力，中国重汽在行业下行时通过出口业务体现出较强的韧性，又能快速抓住内地的复苏周期的机遇持续扩大市场份额。我们认为重汽的估值至少应为市场平均水平，基于市场平均 10 倍 2024 年市盈率（较重汽过去 10 年平均远期市盈率 11.5 倍低），我们设定目标价 25.06 港元，上涨空间 28.6%，给予买入评级。2023-25 年每股股息预测为 0.71/0.85/1.01 元人民币，股息率可达 4.0-5.6%，较为吸引。
- 重卡龙头连续 18 年行业出口第一，整体市占率稳步提升。中国重汽是最早布局海外的重卡车企之一，海外营销布局较为成熟，出口销量一直领跑同行。2020 年以后，中国重汽的出口业务进入高速增长周期，重卡出口销量于 2021/2022/2023 年分别录得同比增幅 74.6%/63.8%/36.2%。2023 年，中国重汽把握住我国天然气重卡市场的发展机遇，销售约 2.7 万辆天然气重卡，同比增长 287%，在中国市场份额达 17.7%，排名第二。在出口+内需双引擎推动下，公司在重卡行业中的总销量占比稳步提升，由 2018 年的 17% 提升至 2023 年的 26%。2022-2023 年，中国重汽的重卡总销量成为行业第一；同时，在收入规模、盈利水平和负债情况等方面均优于同业。
- 重卡行业出口+内需双增长，进入上升周期。我国重卡行业在经历了 2020-2022 年的下行周期后，在 2023 年迎来了拐点，实现了销量同比增长 35.6% 的亮眼成绩。我们认为，未来两年，重卡行业的销量将处于上升周期，内销和出口均将实现增长，2024/25 年重卡总销量预测为 110/115 万辆，同比增长约 20.8%/4.5%，其中包括内销 80/82 万辆（同比增 26.0%/2.5%）和出口销量 30/33 万辆（同比增 8.7%/10%）。重卡内需主要受快递业务和公路运货量提升、以旧换新需求叠加新能源转型和国标淘汰加速置换推动；而重卡出口则受全球卡车需求稳定增长和中国品牌在海外市场占有率持续提升推动，从出口区域来看，预计主要增量来自于东南亚和南美等地。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	21.05
52周低位 (港元)	11.02
市值 (百万港元)	53,784.15
日均成交量 (百万)	3.36
年初至今变化 (%)	27.15
200天平均价 (港元)	15.97

资料来源: FactSet

陈庆

angus.chan@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

李易, CFA

iris.li@bocomgroup.com
(852) 3766 1850

财务数据一览

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入 (百万人民币)	93,357	59,291	85,034	102,181	113,241
同比增长 (%)	-4.9	-36.5	43.4	20.2	10.8
净利润 (百万人民币)	4,322	1,797	5,160	6,226	7,375
每股盈利 (人民币)	1.57	0.65	1.87	2.26	2.67
同比增长 (%)	-36.9	-58.4	187.2	20.7	18.4
市盈率 (倍)	11.4	27.5	9.6	7.9	6.7
每股账面净值 (人民币)	12.92	13.01	12.19	13.47	14.99
市账率 (倍)	1.39	1.38	1.47	1.33	1.19
股息率 (%)	3.1	1.6	4.0	4.8	5.6

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

目录

投资亮点：重卡行业的优质标的，整体市占率稳步提升.....4

1. 出口业务持续高增长4

2. 受益我国重卡复苏周期，燃气重卡有望成为增长亮点.....8

3. 整体市占率稳步提升，财务指标优于同业10

行业分析：重卡进入复苏周期，内需+出口双轮驱动.....12

预计 2024/25 年内销 80/82 万辆，同比增 26.0%/2.5%13

预计 2024/25 年出口销量 30/33 万辆，同比增 8.7%/10.0%14

财务分析与预测.....17

销量和均价17

收入18

盈利18

资产负债表和现金流稳健.....19

预计股息稳定增长20

与市场一致预测的对比20

估值22

首次覆盖，给予买入评级，目标价为 25.06 港元.....22

风险因素24

公司简介：重卡行业的龙头企业，产品矩阵丰富、竞争力强.....25

丰富的产品矩阵和品牌布局.....26

投资亮点：重卡行业的优质标的，整体市占率稳步提升

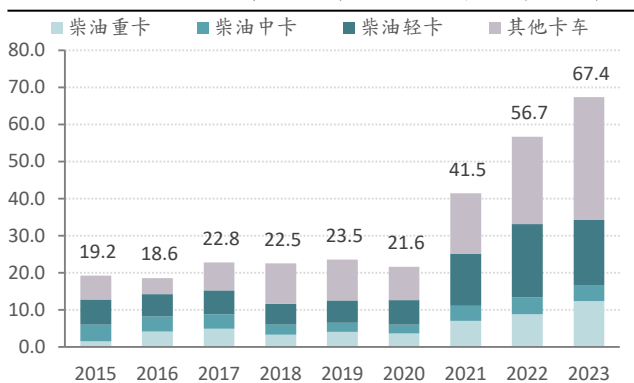
要点：

1. 随着中国卡车出口近年来呈现指数型增长，中国重汽作为最早布局海外的重卡车企之一，其出口业务进入高速增长期。我们预计 2024-25 年重汽将凭借较高的性价比优势，维持出口销量双位数的同比增速。
2. 中国内地重卡市场预计进入上升周期，其中天然气重卡将成为热点细分市场。中国重汽在我国天然气重卡市场排名第二，有望通过较强的品牌力、产品竞争力、广泛的销售网络和规模经济抢占更大的市场份额。
3. 中国重汽在中国重卡行业的整体市占率稳步提升，龙头地位稳固，我们预计未来三年，中国重汽将至少能够维持稳定的市场份额在 25%+。另外，中国重汽在收入规模、盈利水平和负债状况等方面均优于同业。

1. 出口业务持续高增长

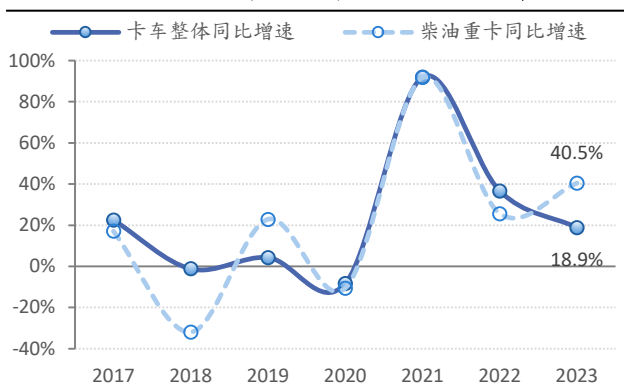
2021-23 年中国卡车出口呈现指数型增长。2020 年以前，卡车出口总量维持在每年 20 万辆左右，而 2021-2022 年期间中国完整的汽车供应链优势充分展现，加上中国车企在海外的布局日趋完善，卡车出口量在 2021-23 年分别达到了 41.5/56.7/67.4 万辆，同比增长 92.1%/36.7%/18.9%。其中，柴油重卡的增速于 2023 年远高于卡车整体的同比增速，达 40.5%。

图表 1: 2015-2023 年中国卡车出口销量 (万辆)



资料来源: 海关总署, 交银国际

图表 2: 2016-2023 年中国卡车出口同比增速%

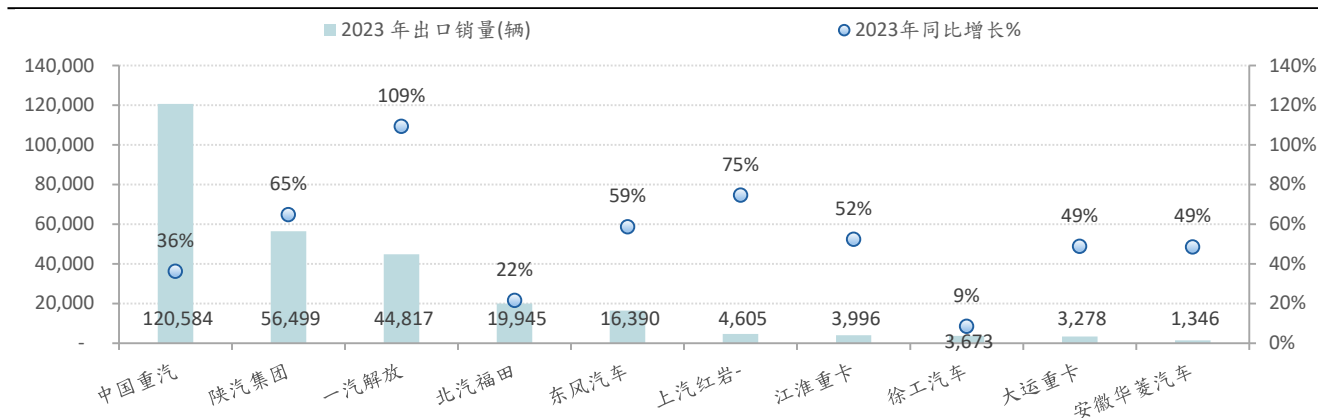


资料来源: 海关总署, 交银国际

中国重汽是中国卡车出口的中坚力量，连续 18 年保持行业出口第一的位置。由于中国重汽是最早布局海外的重卡车企之一，其出口销量一直领跑同行。根据卡车网的数据，2023 年，中国重汽出口重卡 12 万辆，占重卡出口总量的 44%，超出第二名陕汽一倍有余。2020 年以后，中国重汽的出口业务进入高速增长周期，2021/2022/2023 年分别录得同比增幅 74.6%/63.8%/36.2%，在公司总

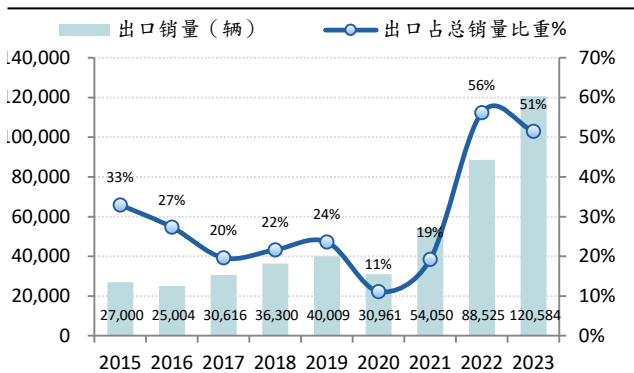
销量中的比重由 2021 年的 19% 激增至 2023 年的 51%。海外业务的高增部分抵消了中国内地重卡下行周期中内销的下滑，体现出较好的抗周期能力。

图表 3: 2023 年中国重卡出口销量前 10 车企



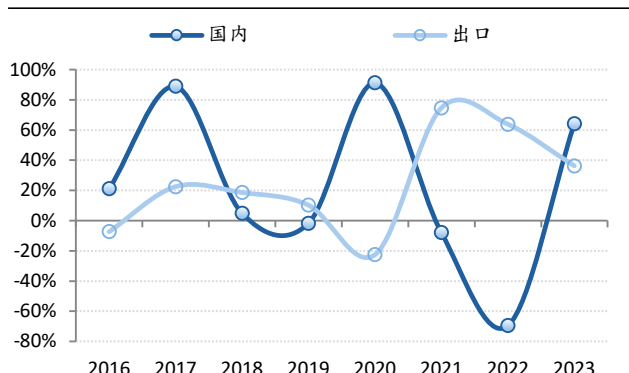
资料来源: 卡车网, 交银国际

图表 4: 2015-2023 年中国重汽出口销量及占比



资料来源: 公司资料, 交银国际

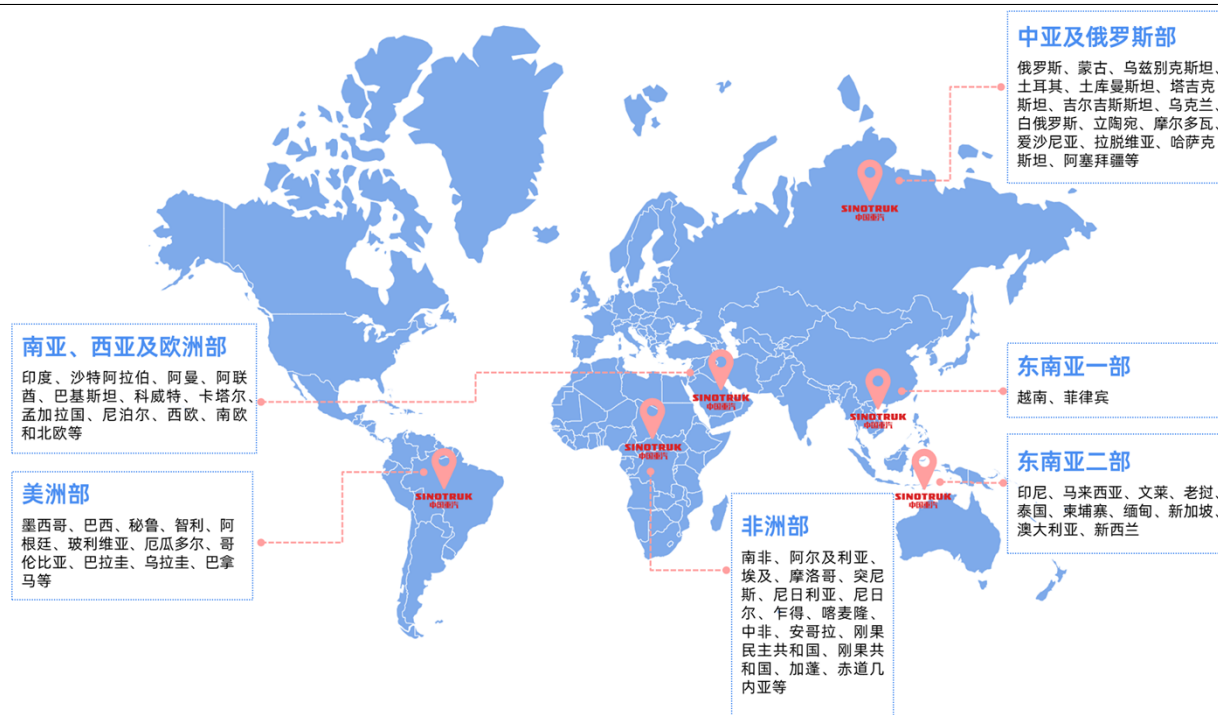
图表 5: 2016-2023 年中国重汽内销 vs 出口同比增速



资料来源: 公司资料, 交银国际

中国重汽海外布局较为成熟，将全面受益于重卡出口的增长。经过多年耕耘海外市场，中国重汽已在全球 67 多个国家设立代表处，全球经销商 125 个，运营 277 个服务网点和 239 个配件网络，并在海外设立了 26 个 KD 生产工厂，形成了相对于同行成熟的海外营销网络，基本覆盖非洲、中东、中南美、中亚和东南亚等发展中国家，以及澳大利亚、爱尔兰、新西兰、中国香港、中国台湾等部分成熟市场的营销网络。我们预计 2024/25 年中国重卡出口的销量将达到 30 万/33 万辆，同比增长 8.7%/10.0%。而中国重汽作为出口的领头羊，预计将保持高于行业平均的增速，维持双位数的增长。

图表 6: 中国重汽出口业务布局



资料来源: 公司資料, 交銀國際

中国重汽产品对比欧美产品性价比优势显著。中国重汽通过供应链优势、规模经济和成本控制压低产品价格，并通过持续的研发投入提升产品性能，形成了较强的性价比优势，对比欧美主流品牌的竞品，性能上虽然仍有差距，马力、扭矩、转速等可能是欧美品牌的 80-90%，但价格便宜约 50%。在中国重汽重点布局的发展中国家和新兴经济体市场，客户对驾驶舒适度、可靠性和品牌知名度的要求相对没有那么高，反而更看重产品的性价比，因此中国重汽的出口产品竞争力高，有望继续提升市场占有率。

图表 7: 中国重汽重卡产品与欧美竞品对比

	中国重汽 HOWO T7H 重卡 500 马力 6X4 AMT 自动挡牵引车	沃尔沃 FH16 重卡 540 马力 6X4 牵引车	奔驰 Actros 重卡 510 马力 6X4 牵引车
			
厂商指导价	50.0 万	约 100 万	92.5 万
轴距	3225mm	3400mm	3550mm
整车重量	8.8 吨	10.87 吨	9.34 吨
最大马力	500	540	510
最大输出功率	368kW	397kW	375kW
最大扭矩	2400N·m	2600N·m	2500N·m
最大扭矩转速	1000-1400rpm	1000-1450rpm	1000-1400rpm
额定转速	1900rpm	2200rpm	1600rpm
前进档位	16 档	14 档	12 档
油箱容量	860+240L	570L	540+430L

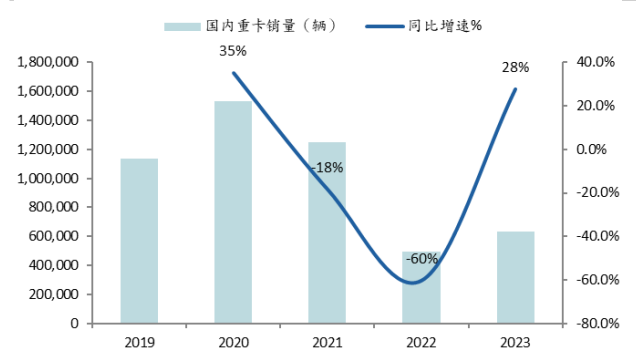
资料来源: 卡车之家, 交银国际

2. 受益我国重卡复苏周期，燃气重卡有望成为增长亮点

中国重卡行业预计进入上升周期。我国重卡销量经历了 2020-2022 年的下行周期后，在 2023 年迎来复苏。2023 年重卡内销达 63.5 万辆，同比增长 28%。2024 年 1 月份更是迎来开门红，重卡销量达 9.1 万辆，环比增 75%，同比增 87%。尽管 1 月份的高增包含了低基数和不少企业将 2023 年底的销量结转至 2024 年初的影响，但市场普遍预期 2024 年将延续去年复苏的态势，内销将实现 10% 左右的增长，而几家主流车企更是将总销量增长目标定在 10-20%，显示行业景气度提升。

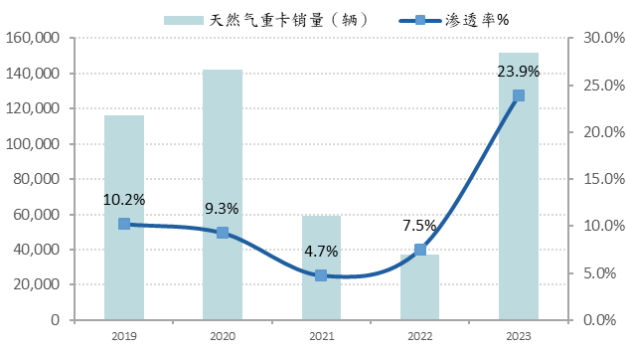
天然气重卡为 2023 年主要增量，预计也是 2024 年的重点增长细分市场。2023 年中国内地天然气重卡销量达 15.2 万辆，同比激增 307%，主要因为 1) 油气价差比基本在 1.5 以上，天然气重卡经济性提升，盈利水平高于柴油车，导致重卡司机选择从柴油车置换为天然气车；2) 过去天然气重卡运营场景局限在工业品、危化品、煤炭等几个特定范围，技术也存在一定壁垒（比如扭矩的稳定性），现在主机厂通过产品优化提升扩大了应用场景、解决了技术痛点。展望 2024 年，由于市场普遍预期燃气供给将十分充足（根据行业专家提供的数据，2024 年预测新增 30+ 家进口天然气接收站，可提供新增供应量 950 亿方，三条新增在建管道可提供新增供应 680 亿方，再加上中国新增气田将超过 10 家，可提供新增供应 2300 亿方），为天然气价格企稳提供基础，油气价差比有望维持在 1.5 以上，我们预计中国内地天然气重卡的销量将同比增长 104% 至 31 万辆左右，渗透率进一步上升至 28%。

图表 8: 2019-2023 年中国内地重卡销量



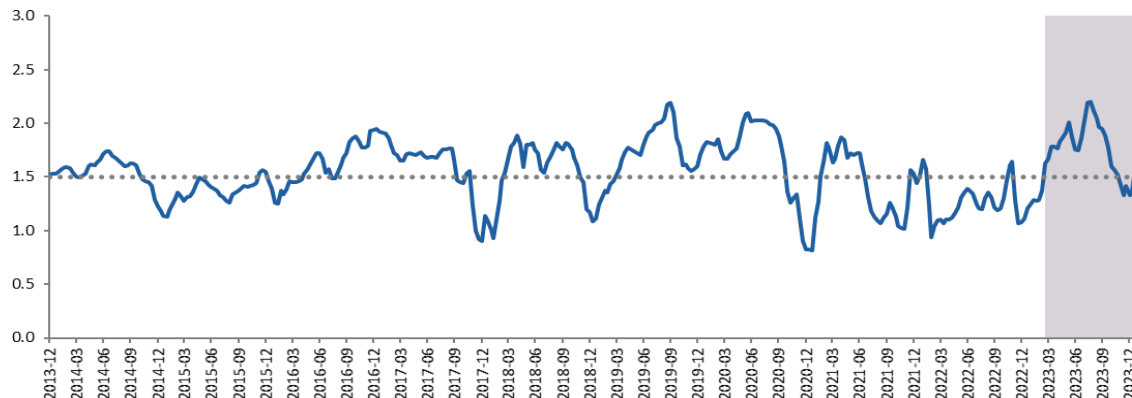
资料来源: 第一商用车网, 交银国际

图表 9: 2019-2023 年中国内地天然气重卡销量



资料来源: 第一商用车网, 交银国际

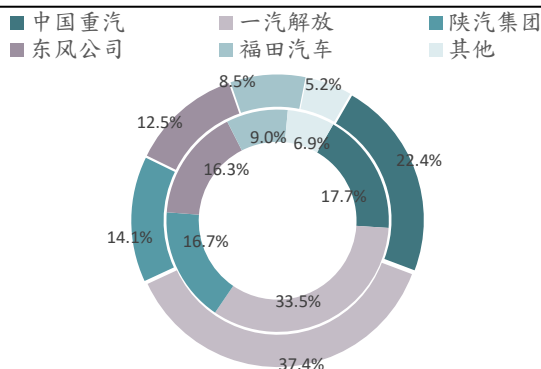
图表 10: 中国油气价差比



资料来源: 国家统计局, 交银国际 *油气价差比=平均柴油价格/平均天然气价格

中国重汽在中国内地天然气重卡市场排名第二。2023 年, 中国重汽销售约 2.7 万辆天然气重卡, 同比增长 287%, 在内地市场的份额达 17.7%, 排名第二。2024 年 1 月, 重汽继续在天然气市场上发力, 售出 1427 辆天然气重卡, 同比增 248%, 市场份额显著上升至 22.4%。我们预计, 2024 年天然气重卡头部两家公司, 即中国重汽和一汽解放将有望通过较强的品牌力、产品竞争力、广泛的销售网络和规模经济抢占更大的市场份额。

图表 11: 2023 年及 2024 年 1 月中国内地天然气重卡市场份额



资料来源: 第一商用车网, 交银国际 *内圈为 2023 年, 外圈为 2024 年 1 月

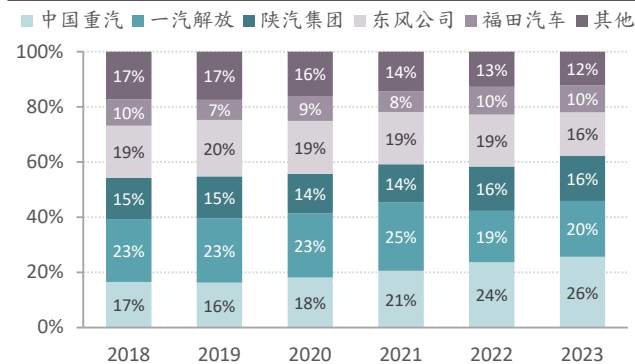
3. 整体市占率稳步提升，财务指标优于同业

中国重汽在中国重卡企业的销量占比逐步提升，龙头地位稳固。凭借丰富的产品线、持续的研发投入和技术创新和出口的先发优势等，中国重汽在行业中的销量占比稳步提升，由 2018 年的 17% 提升至 2023 年的 26%。2022-2023 年，中国重汽的总销量超越一汽解放，成为行业第一。

2023 年，中国重汽在多个细分市场取得多个行业第一，包括中长途干线市场（市占率 26.6%）、搅拌车市场（占有率 26.2%）、冷藏车市场（占有率 25.5%）、AMT 市场（占有率 30%）、清障类专用车市场（占有率 35.2%）、危险品车市场（占有率 28.7%）、高端专用车市场（占有率 52.1%）、渣土车市场（占有率 26.8%）、4x2 牵引车市场（占有率 26.5%）和燃气车市场（4 季度占有率 22%）。

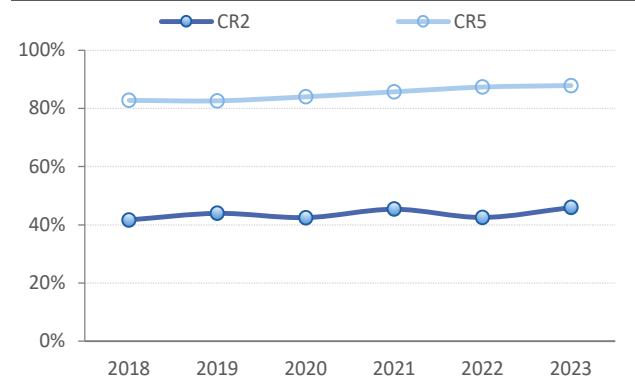
中国重卡行业较为集中，格局稳定。2018-2023 年，中国重卡企业 CR2/CR5 的市场份额保持在 40%/80% 以上，呈现稳中有升态势。对比成熟的美国市场，其 CR2/CR5 的市场份额在 50%/90% 以上，中国重卡龙头企业的份额还有进一步提升的空间。我们预计未来三年，中国重汽将至少能够维持稳定的市场份额在约 25%，甚至更高。

图表 12: 2018-2023 年中国重卡企业销量占比（含出口销量）



资料来源: 第一商用车网, 交银国际

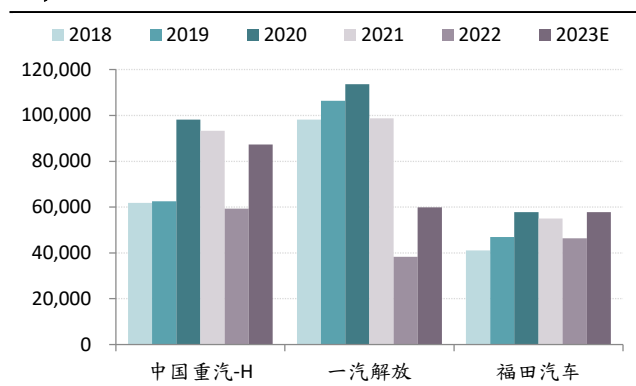
图表 13: 2018-2023 年中国重卡企业 CR2 和 CR5 市场份额



资料来源: 第一商用车网, 交银国际

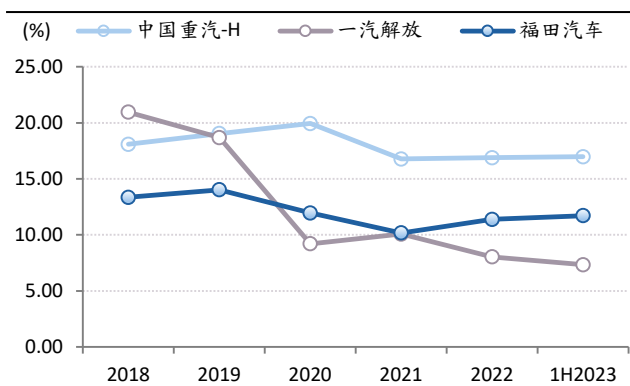
中国重汽收入规模、盈利水平和负债状况均优于同业。与另外两家上市的重卡车企比较，中国重汽自 2022 年已通过市占率的提升超越一汽解放成为收入规模最大的重卡车企。通过实现规模经济效应、控制成本，中国重汽的毛利率和净利率也是三家中最高，2023 年上半年，重汽/福田/一汽的毛利率分别为 16.97%/11.71%/7.34%，净利率分别为 6.34%/2.06%/1.22%。负债方面，重汽的资产负债率为 60.2%，也低于福田/一汽的 72.6%/66.5%，财务状况更为稳健。

图表 14: 重卡车企收入规模对比 (人民币百万元)



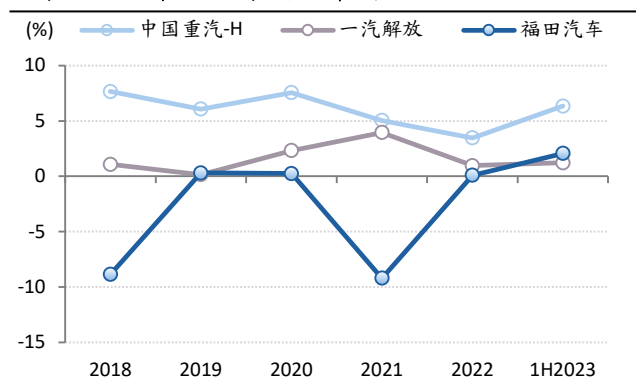
资料来源: iFinD, 交银国际 *2023 年预测为 iFinD 市场一致预测

图表 15: 重卡车企毛利率对比



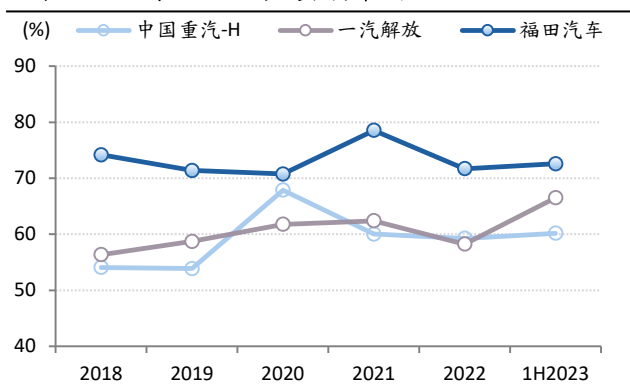
资料来源: iFinD, 交银国际

图表 16: 重卡车企净利率对比



资料来源: iFinD, 交银国际

图表 17: 重卡车企资产负债率对比



资料来源: iFinD, 交银国际

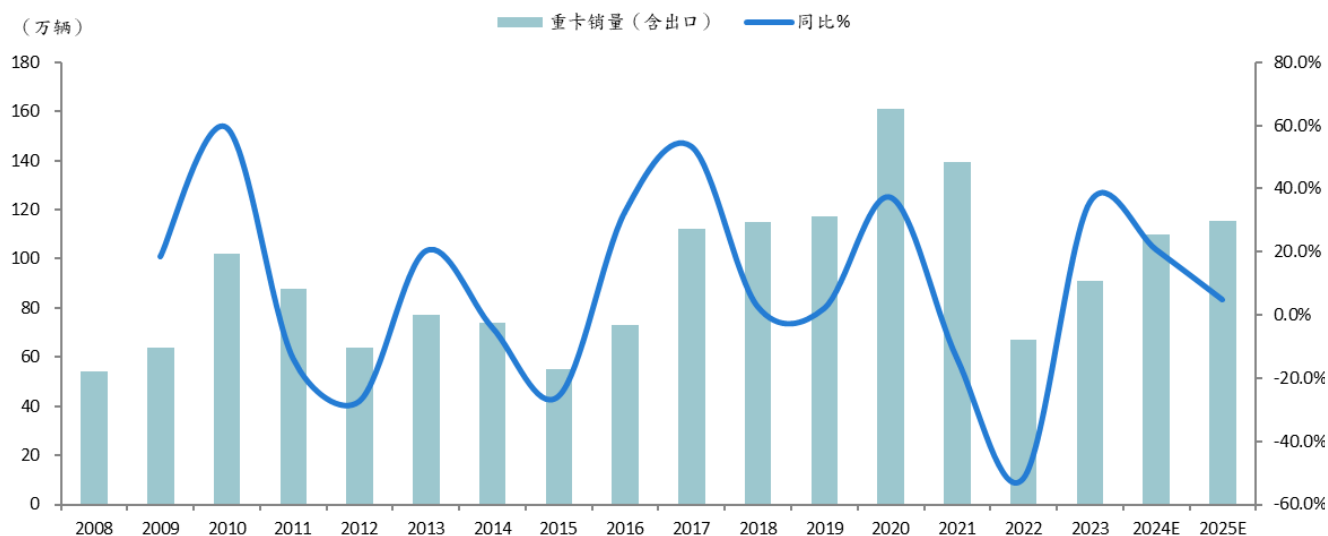
行业分析：重卡进入复苏周期，内需+出口双轮驱动

要点：预计 2024/25 年中国重卡行业总销量 110/115 万辆（同比 +20.8%/4.5%），包括：

1. 内销 80/82 万辆（同比+26.0%/2.5%），主要增长驱动力包括快递业务和公路运货量提升带动物流类重卡需求，以旧换新需求和新能源转型加速置换。
2. 出口销量 30/33 万辆（同比+8.7%/10.0%），主要增长驱动力包括全球卡车需求预计稳定增长和中国品牌在海外市场的占有率有望继续攀升。

预计 2024/25 年重卡销量同比增长约 20.8%/4.5%。我国重卡行业在经历了 2020-2022 年的下行周期后，在 2023 年迎来了拐点，实现了销量同比增长 35.6% 的亮眼成绩。我们认为，未来两年，重卡行业的销量仍将处于上升周期，内销和出口均将实现增长，2024/25 年重卡总销量预测为 110/115 万辆，同比增长约 20.8%/4.5%，其中包括内销 80/82 万辆（同比增 26.0%/2.5%）和出口销量 30/33 万辆（同比增 8.7%/10.0%）。

图表 18: 2008-2025E 中国重卡销量（含内销+出口）（万辆）



资料来源: 第一商用车网, 中汽协, 交银国际预测

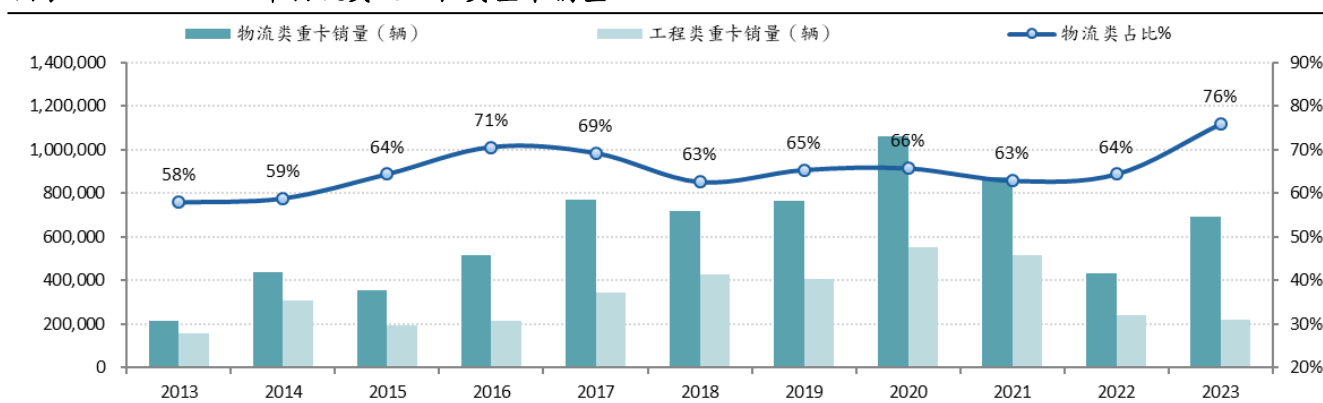
预计 2024/25 年内销 80/82 万辆，同比增 26.0%/2.5%

中国内地重卡销量在 2023 年录得 63.5 万辆，实现同比增长 27.8%，扭转了 2020-22 年的下降趋势，我们预计 2024-25 年将继续同比增长 26.0%/2.5%，增长的驱动力包括：

(1) 物流类重卡需求旺盛，受益于快递业务和公路运货量提升

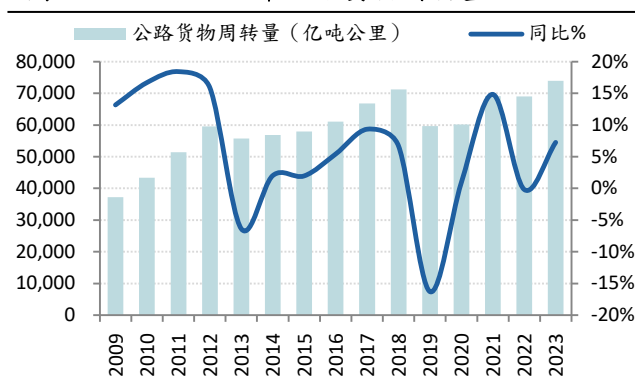
随着快递业务的迅速发展，物流类重卡的占比在 2013 年已经稳定超过 50%，在 2023 年更是因工程车销量企稳而上升至 76% 的水平。公路货物周转量自 2020 年来逐步回升，于 2023 年已超越 2019 年以前的水平，之前车多货少的情况已经明显改善。另外，快递业务量也连年增长，2023 年同比增长 19%，支撑对于物流类重卡的需求。未来我们预期物流类重卡的占比可能维持在 70% 左右，为主要的增量。

图表 19: 2012-2022 年物流类及工程类重卡销量



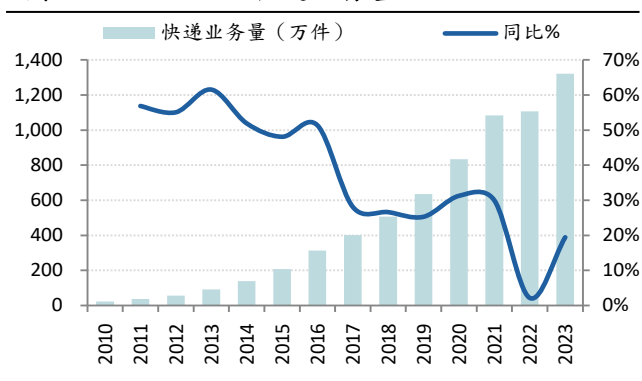
资料来源: 万得, 中汽协, 交银国际

图表 20: 2009-2023 年公路货物周转量



资料来源: 国家统计局, 交银国际

图表 21: 2010-2023 快递业务量

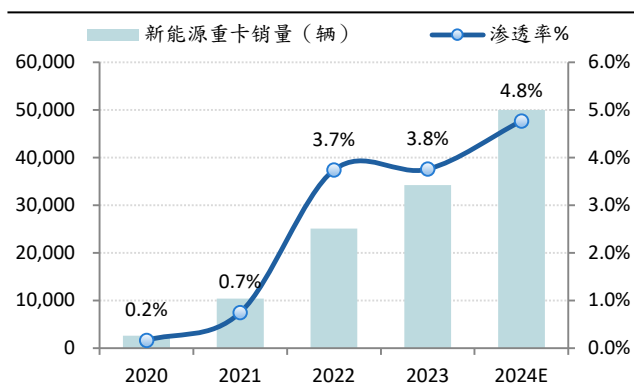


资料来源: 国家统计局, 交银国际

(2) 自然置换需求在 2025-2028 年维持高位：目前我国重卡的保有量在 800-850 万辆，由于重卡的设计寿命一般在 8-10 年左右，即使按 10 年更换周期计算，每年的置换量也可以稳定在 80 万辆左右；而 2017-2020 年的重卡销量属于历史上的高位，分别录得 112/115/117/161 万辆销售，这些重卡将在 2025-2028 年进行自然报废置换，以旧换新置换需求达到高峰，可能超过每年 100 万辆。

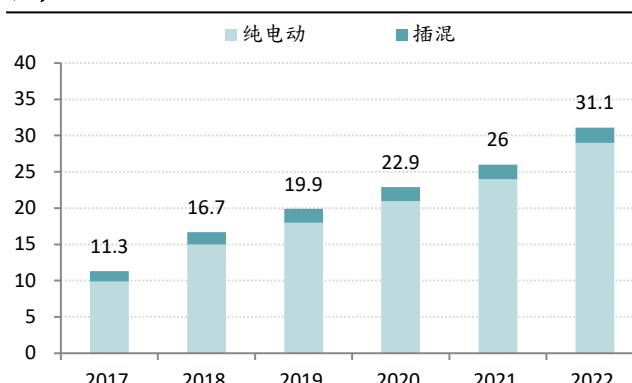
(3) 重卡新能源转型带来需求增量：2022 年 11 月国家发布的《深入打好重污染天气消除、臭氧污染防治和柴油货车污染治理攻坚战行动方案》明确指出 2025 年国六标准货车和新能源货车的保有量占比要达到 40%，根据中国重汽的预测，目前国六+新能源的保有量占比仅为 15%，距离目标仍有较大的距离。如果按 800 万辆保有量计算，国六和新能源的缺口仍有 200 万辆。由于购置成本高、里程焦虑、补能设施尚未完善等因素，重卡行业的新能源渗透率仍然较低，我们预计，政策导向将加速新能源转型，新能源重卡的销量将会逐年上升，为重卡行业带来新的增长机遇。我们预测 2024 年新能源重卡销量约 5 万辆，同比增长 46.2%，渗透率上升至 4.8%。

图表 22: 2020-2024E 中国新能源重卡销量



资料来源: 第一商用车网, 交银国际预测

图表 23: 2017-2022 年中国新能源重卡保有量 (万辆)



资料来源: 国际能源署, 交银国际

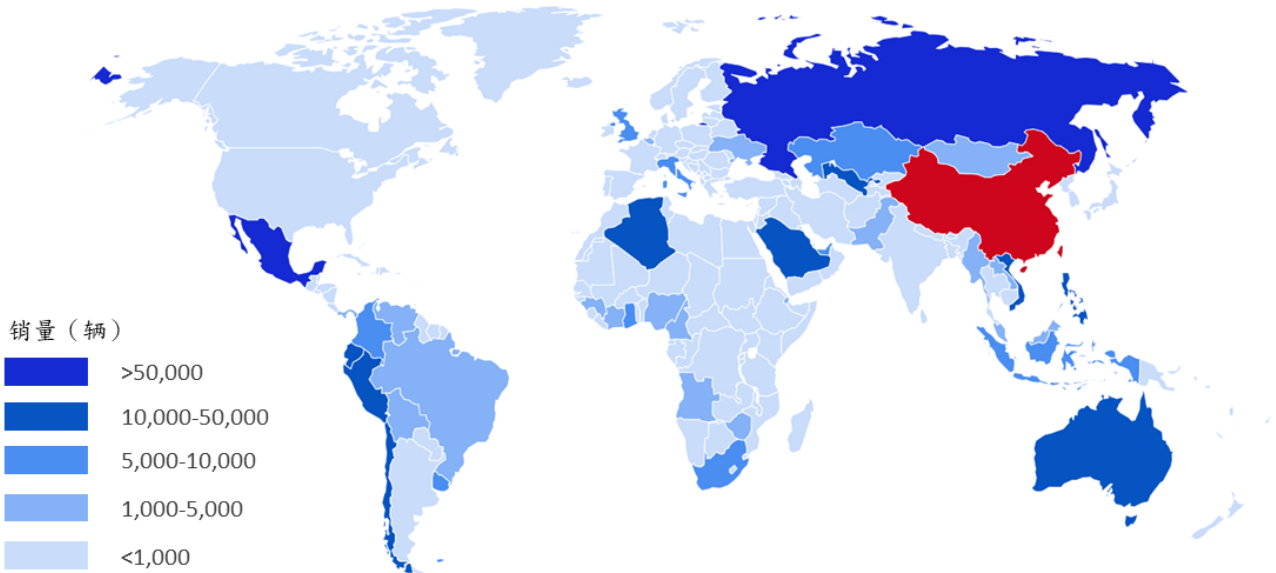
预计 2024/25 年出口销量 30/33 万辆，同比增 8.7%/10.0%

中国卡车出口自 2021 年开始进入增长周期。2023 年中国卡车出口总量达到 67.4 万辆，2020-23 年复合增长率达 46.2%。出口重点以“一带一路”国家为主，包括俄罗斯、智利、越南、菲律宾、沙特、乌兹别克斯坦、阿尔及利亚和秘鲁。2022-23 年，由于欧美品牌退出俄罗斯市场，中国对俄罗斯出口卡车数量迅速提升，快速填补了该市场的需求缺口，使得俄罗斯于 2023 年成为我国卡车出口量最大的国家。

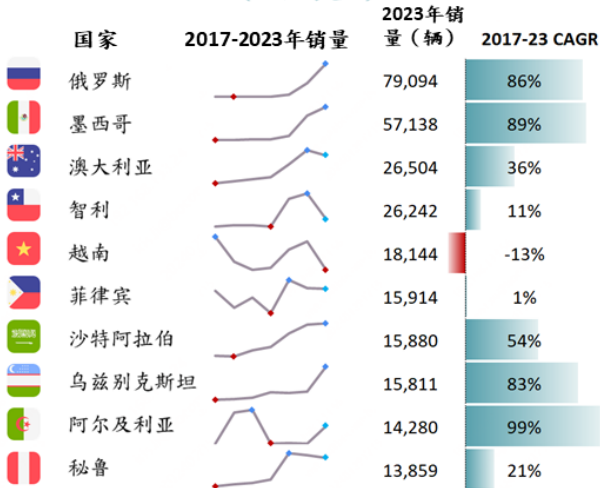
图表 24: 中国卡车出口概览

中国卡车出口概览

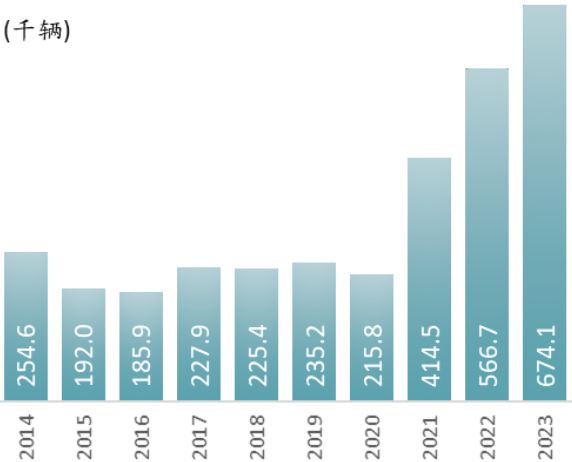
2023 年中国卡车出口地图



2023 年中国卡车出口的前10大国家 (按销量)



中国卡车出口总销量 (2014-2023 年)



资料来源: 海关总署, 交银国际

未来几年全球卡车需求预计将保持稳定增长。除中国以外的全球其他地区重卡销量已于 2022 年恢复至与 2019 年相若的水平，根据 Statista 的预测，全球重卡销量将在 2021-2025/2025-2030 年期间分别以 5.6%/7.7% 的 CAGR 稳定增长。中国重汽作为最早出海的车企，具有先发优势，将是海外需求增长的受益者。

中国品牌在海外市场的占有率有望继续攀升。而我们看到 2019-2023 年，中国的重卡产品凭借较欧美产品更高的性价比，在海外销量中的占有率逐步攀升，由 2.8% 上升至 19.6%。我们认为，未来几年，中国重卡出口在海外市场的占有率将继续提升，因：

(1) 我国重卡企业投资模式已经从原来的整车贸易出口模式、部分 KD 模式为主发展成为直接投资模式，包括重汽、一汽解放、福田等主流卡车企业直接投资的工厂已经开始在境外大批量本地化生产，将更快地对当地消费者的需求做出反应、提振产销量；

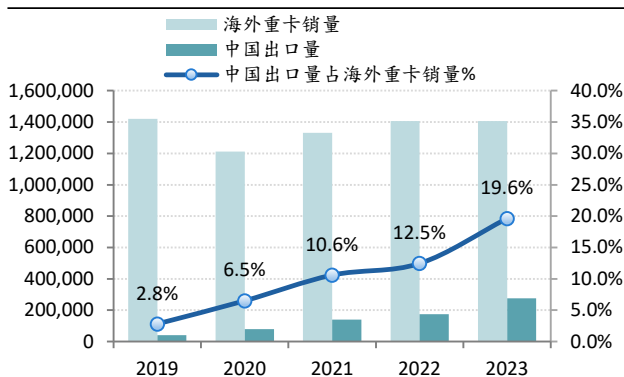
(2) 我国重卡企业通过不断研发创新，提升产品的竞争力，在保持价格低于外资品牌 50% 左右的同时，在性能和可靠性方面逐步缩小与外资品牌的差距，并且在电气化、智能化方面甚至比外资品牌更有优势。例如，中国重卡自动驾驶目前整体处于从 L2 级向 L3 级发展的阶段，部分封闭场景如港口、矿山等已经可以实现 L4 级自动驾驶，为全球领先。

(3) 随着更多中国车企出海，中国品牌在海外认可度提升，带动销量增长。

基于全球重卡销量稳定增加和中国品牌在海外市场占有率进一步提升这两个判断，结合主流车企管理层的预测，我们预计 2024/25 年中国重卡出口的销量将达到 30 万/33 万辆，同比增长 8.7%/10.0%。

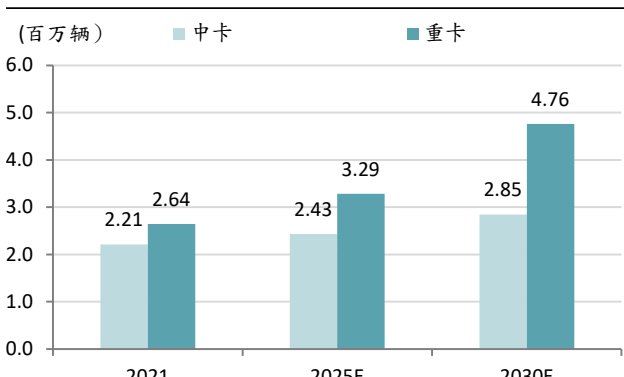
分出口地区来看，尽管市场担忧出口俄罗斯市场的可持续性，但我们认为相较北美、欧洲等地更看重产品的性能和可靠性，俄罗斯市场则更注重性价比，而这一点中国品牌对比欧美品牌有明显优势，因此我们预计 2024-25 年对俄罗斯的出口量有望保持稳定。另外，东南亚（如印尼、马来西亚、老挝、澳大利亚）和南美（如墨西哥、巴西）可能继续贡献额外的增量。北美、欧洲的重卡销量增长预期不高，且竞争格局稳定、以欧美品牌为主，预计出口量不会有明显的增长。非洲作为最早进入的市场，发展已经较为稳定，预计增长较温和。

图表 25: 2014-2023 年全球重卡销量



资料来源: 第一商用车网, 卡车网, MarkLines, 交银国际

图表 26: 全球中重卡销量预测



资料来源: Statista, 交银国际

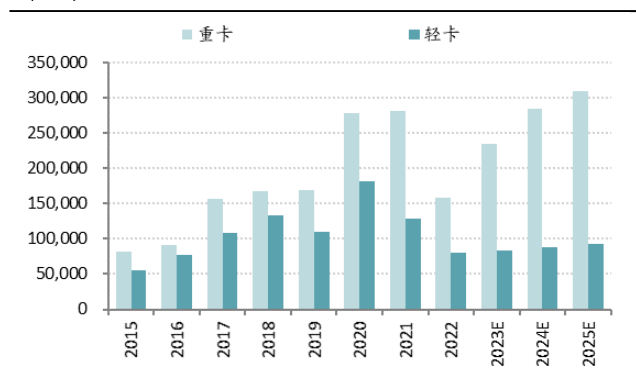
财务分析与预测

销量和均价

销量方面，我们预测公司重卡销量在 2023-25 年期间将录得 23.4/28.5/31.0 万辆，同比增长 48.5%/21.7%/8.8%，主要得益于我国重卡需求的复苏（尤其是液化天然气重卡）和海外对重卡的需求增加。国六排放政策严格执行（加速淘汰不符合排放标准的重卡）也可能推动我国重卡的销售。根据我们对重卡行业销量的预测，我们预测 2023-25 年中国重汽的总市占率（含出口）分别为 25.7%/25.9%/27.0%，同比提升 2.2/0.2/1.1 个百分点，显示龙头通过规模效应和品牌力进一步抢占市场份额。我们预测 2023-25 年公司轻卡销量为 8.3/8.8/9.3 万辆，同比增加 4.0%/5.7%/5.7%。

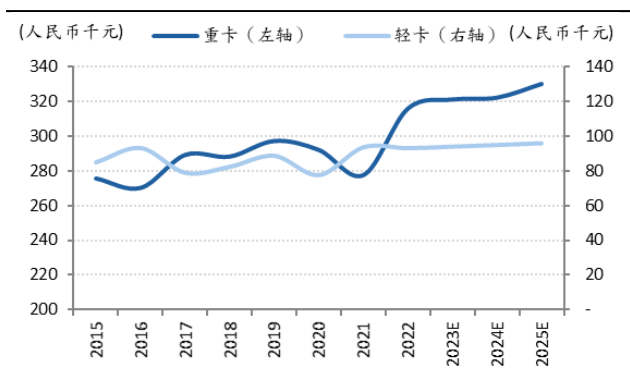
均价方面，2020 年和 2021 年，公司重卡销售均价下降，主要是由于国六标准出台前对老旧国五车型进行了清库存优惠。国六标准从 2021 年年中开始全面实施，由于国六车型排放标准更高，导致价格上涨，因此中国重汽的重卡销售均价从 2021 年的 27.8 万元提高到 2022 年的 31.6 万元。同时，由于新推出的汕德卡品牌和黄河 X7 价格较高，产品结构的优化推高均价。另外，公司海外重卡产品的高端化进展良好，我们预计将进一步缩小与中国内地产品的价格差距，带动整体重卡均价上升。

图表 27: 2015-2025E 中国重汽重卡和轻卡销量 (辆)



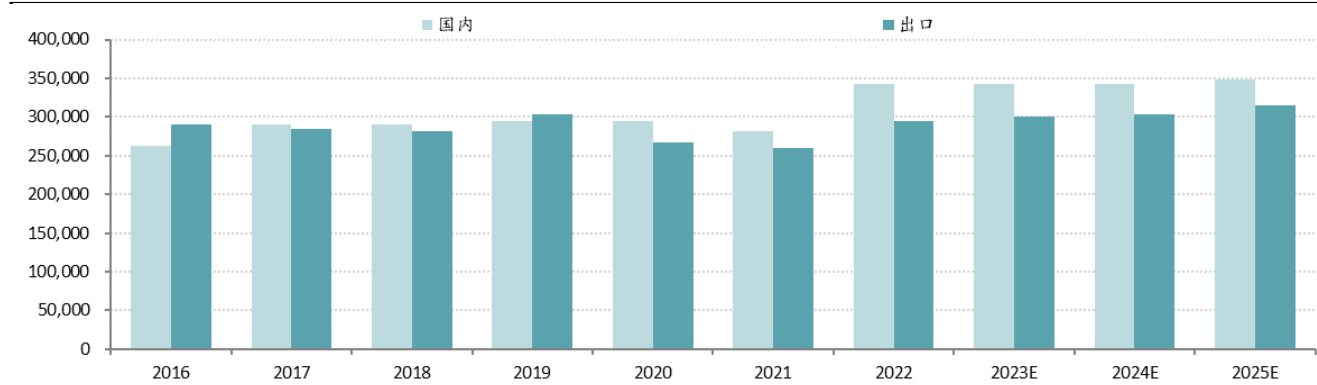
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 28: 2015-2025E 中国重汽重卡和轻卡均价



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 29: 中国重汽内地 vs 出口重卡产品均价 (人民币元)

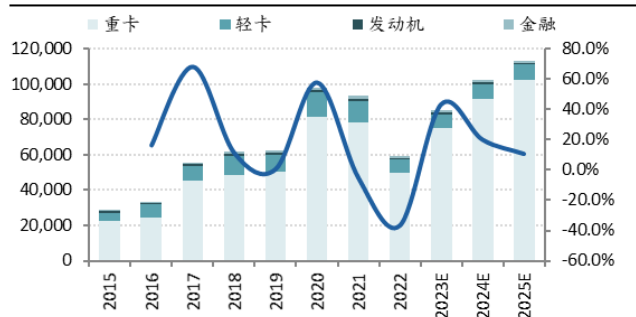


资料来源: 公司数据, 交银国际预测

收入

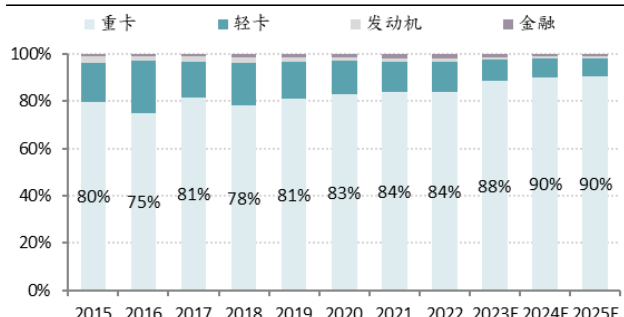
基于我们对于销量和均价的预测, 重汽 2023-25 的总收入预计为 850/1,022/1,132 亿元, 同比增长 43.4%/20.2%/10.8%。重卡仍然是核心收入驱动因素, 占总收入的 90%左右。

图表 30: 2015-2025E 中国重汽收入 (人民币百万 元)



资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 31: 2015-2025E 中国重汽收入结构

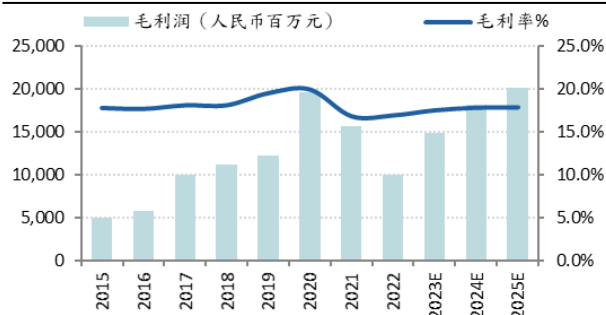


资料来源: 公司资料, 交银国际预测

盈利

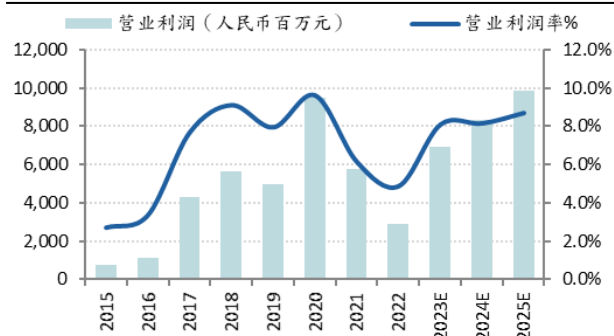
我们预计, 在中国重汽深厚的技术储备的支持下, 由于出口销售占比提升 (出口毛利率高于内销) 和产品结构升级优化 (高端产品占比提升), 未来几年毛利率将略有改善。我们预测重汽于 2023-25 年将录得毛利润 149/182/202 亿元, 毛利率分别为 17.5%/17.8%/17.8%。同时, 我们预计在规模经济的支撑下, 管理费用率继续摊薄至 5.0%/4.8%/4.7%, 销售费用大致维持在 4.8% 的水平, 带动营业利润率上升至 8.1%/8.2%/8.7%。在销量大幅增长、收入结构优化、成本管理得宜的支持下, 我们预测 2023-25E 公司将录得归母净利润 51.6/62.3/73.8 亿元, 同比增长 187.2%/20.7%/18.4%。

图表 32: 2015-2025E 毛利润与毛利率(%)



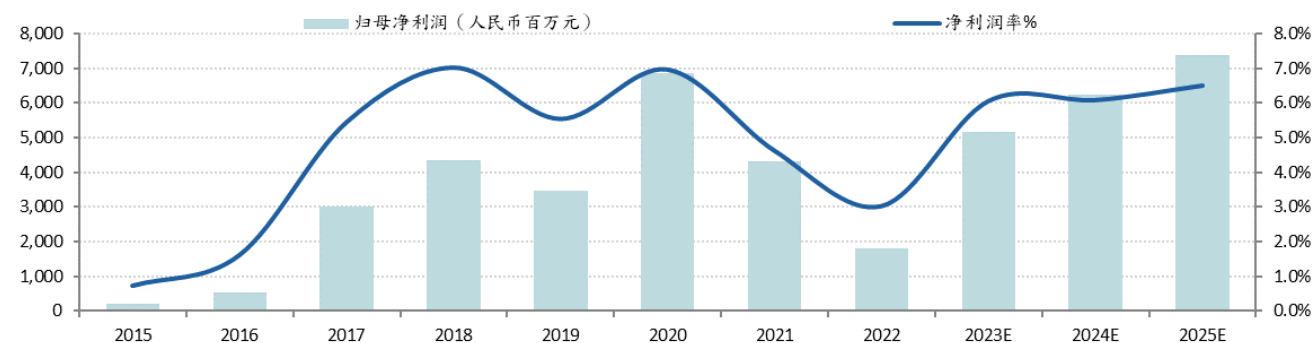
资料来源: 公司数据, 交银国际预测

图表 33: 2015-2025E 营业利润与营业利润率 (%)



资料来源: 公司数据, 交银国际预测

图表 34: 中国重汽净利润及同比增速 (%)

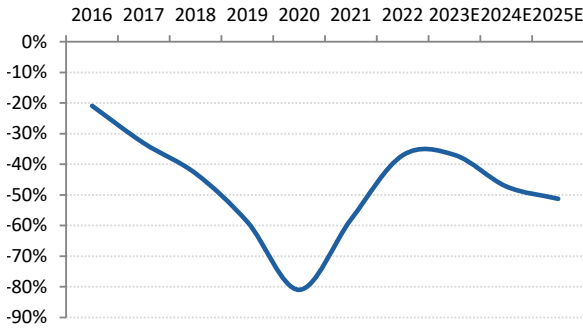


资料来源: 公司数据, 交银国际预测

资产负债表和现金流稳健

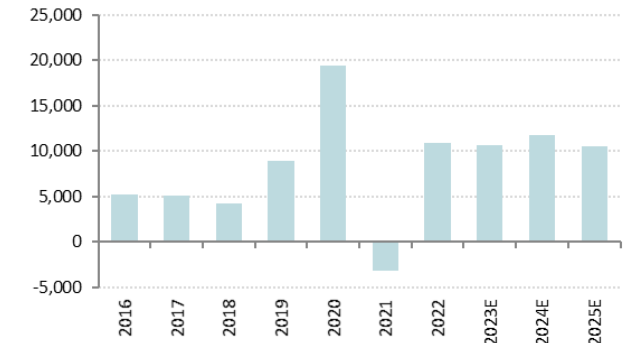
中国重汽的资产负债表多年来一直很健康, 我们预计 2023-25 年将保持稳健。公司自 2016 年以来一直保持净现金头寸, 负债水平非常低。与此同时, 除了 2021 年行业低迷期间外, 中国重汽一直保持正运营现金流。我们预计, 在 2023-25 年盈利增长的推动下, 公司将继续产生强劲稳定的现金流。

图表 35: 净负债率 (%)



资料来源: 公司数据, 交银国际预测

图表 36: 经营性现金流量 (人民币百万元)

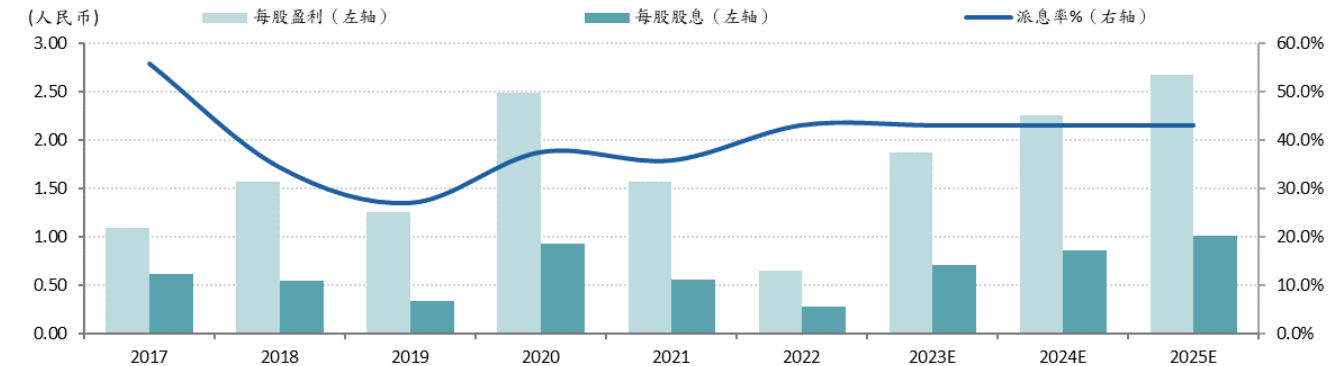


资料来源: 公司数据, 交银国际预测

预计股息稳定增长

公司指引派息率将介于 40-45% 区间, 基于我们每股盈利的预测, 2023-25 年每股股息预测为 0.71/0.85/1.01 元, 同比增加 153%/21%/18%, 对应股息率可达 4.0-5.6%, 较为吸引。

图表 37: 中国重汽净利润及同比增速 (%)



资料来源: 公司数据, 交银国际预测

与市场一致预测的对比

对于 2023 年, 我们的收入/净利润预测较 VisibleAlpha 市场一致预测高 3.16%/5.18%, 但我们净利润 51.6 亿元的预测已处于公司盈利预告的下端 (50.10-56.78 亿元), 因此我们认为市场一致预测可能尚未完全反映公司最新业绩的更新。我们对 2024/2025 年的收入预测略高于一致预测 6.33%/1.03%, 因我们对于公司持续提升重卡市占率和优化产品结构更有信心, 且对于行业 2024 年整体销量的预测较市场预期高; 我们对 2024/2025 年的净利润预测高于一致预测 8.73%/4.59%, 因我们认为规模效应将使公司能够持续降低运营成本、提升盈利水平, 我们预测的净利润率为 6.1%/6.5%, 高于一致预测的 6.0%/6.3%。

图表 38: 财务预测 vs 市场一致预测

(人民币百万元)	2023 年			2024 年			2025 年		
	交银国际	一致预测	差异%	交银国际	一致预测	差异%	交银国际	一致预测	差异%
收入- 重卡	75,149.97	73,974.85	1.59%	91,739.76	85,364.23	7.47%	102,207.27	103,007.22	(0.78%)
收入- 轻卡	7,828.53	7,599.01	3.02%	8,358.96	8,086.53	3.37%	8,922.24	8,764.36	1.80%
收入- 发动机	787.32	728.29	8.11%	826.69	801.82	3.10%	868.02	865.40	0.30%
收入- 金融	1,268.60	1,159.47	9.41%	1,255.91	1,183.43	6.12%	1,243.35	1,236.70	0.54%
总收入	85,034.42	82,431.44	3.16%	102,181.32	96,099.49	6.33%	113,240.89	112,082.55	1.03%
营业利润	6,901.45	6,765.68	2.01%	8,354.65	7,893.38	5.84%	9,878.99	9,811.61	0.69%
EBITDA	8,569.04	8,435.80	1.58%	10,162.64	9,650.96	5.30%	11,826.28	11,664.48	1.39%
净利润	5,159.61	4,905.61	5.18%	6,226.18	5,726.54	8.73%	7,374.56	7,050.79	4.59%
每股盈利 (人民币元)	1.87	1.77	5.56%	2.26	2.04	10.66%	2.67	2.55	4.85%
每股股息 (人民币元)	0.71	0.70	0.97%	0.83	0.78	5.49%	1.02	0.95	7.20%

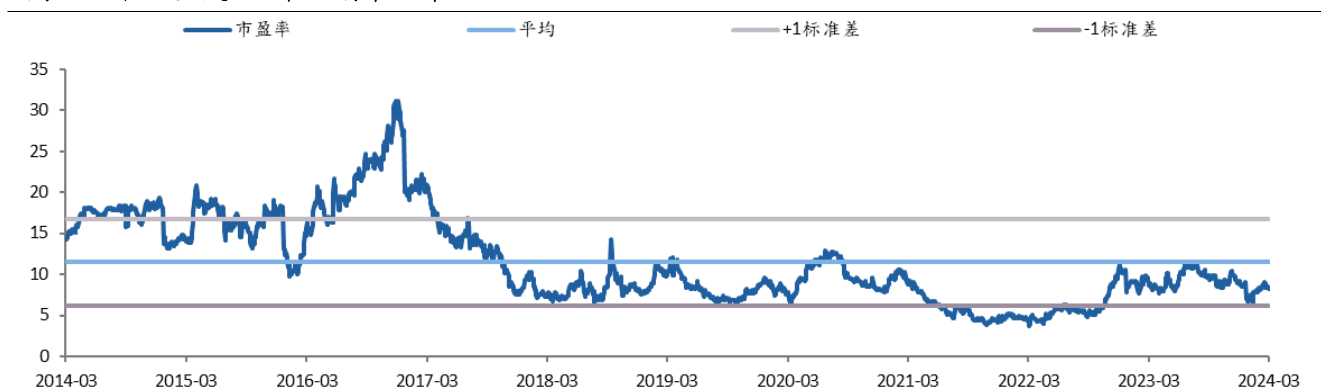
资料来源: VisibleAlpha , 交银国际预测

估值

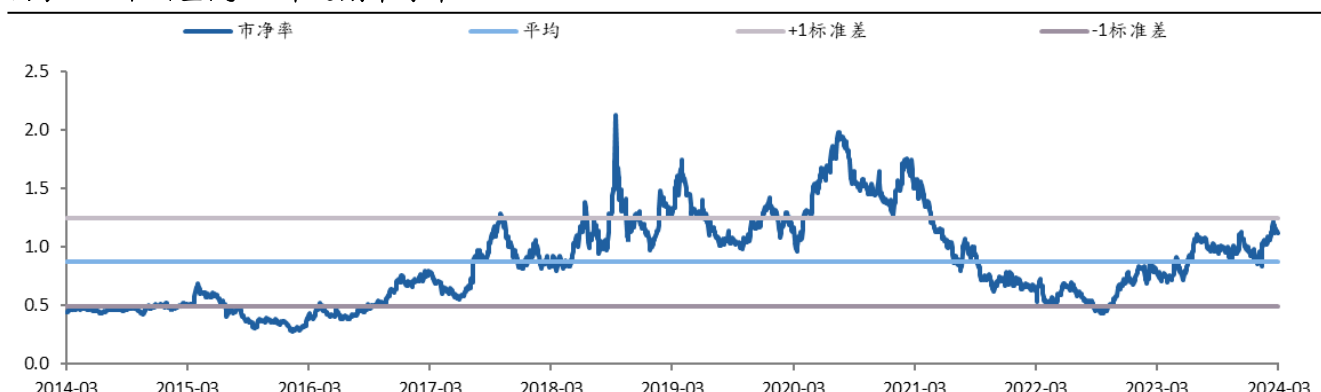
首次覆盖，给予买入评级，目标价为25.06港元

我们认为中国重汽作为重卡行业中的龙头企业和优质标的，是我国重卡行业复苏和重卡出口高增的主要受益者。凭借稳健的资产负债表和优于同行的盈利能力，中国重汽在行业下行时通过出口业务体现出较强的韧性，又能快速抓住复苏周期的机遇持续扩大市场份额。因此，我们认为重汽的估值至少应为市场平均水平，目前中国重卡和工程机械板块的平均 2024 年市盈率为 10.2 倍，与日本市场（10.3 倍）相若，低于美国企业（14.3 倍），高于欧洲企业（8.5 倍），我们认为目前行业的估值水平较为合理。基于 10 倍 2024 年市盈率（仍较重汽过去 10 年平均市盈率 11.5 倍低），我们设定目标价 25.06 港元，上涨空间 28.6%，我们首次覆盖中国重汽，给予**买入**评级。

图表 39: 中国重汽 10 年远期市盈率



图表 40: 中国重汽 10 年远期市净率



图表 41: 重卡行业估值比较

股票代码	公司	货币 单位	价格	市值		3M ADTV* (US\$ m)	—EPS 增长—			3-yr CAGR '22-25E (%)	PEG (x)	—市盈率—		—ROE—		—P/B—		—股息率—		—EV/S—	
				Beta	'23E (US\$ bn)		'23E (%)	'24E (%)	'25E (%)			'23E (x)	'24E (x)	'23E (%)	'24E (%)	'23E (x)	'24E (x)	'23E (%)	'24E (%)	'23E (x)	'24E (x)
中国							70.9	22.9	21.8	34.2	0.3	12.6	10.2	10.8	11.9	1.3	1.1	3.4	4.1	0.8	0.7
2338 HK Equity	潍柴动力	HKD	14.7	18.7	0.99	18.1	105.9	23.7	16.1	43.5	0.2	13.2	10.7	11.5	12.3	1.5	1.3	3.0	3.8	0.7	0.7
3808 HK Equity	中国重汽	HKD	19.48	6.9	0.97	7.5	278.1	16.4	17.1	72.7	0.1	9.6	8.2	13.7	13.9	1.2	1.1	4.3	5.2	0.5	0.5
631 HK Equity	三一国际	HKD	5.84	2.4	0.80	4.5	69.4	28.7	29.9	41.5	0.1	7.3	5.6	20.3	22.3	1.4	1.2	3.7	4.7	0.7	0.6
1157 HK Equity	中联重科	HKD	5.13	8.7	0.89	4.1	52.4	22.2	19.7	30.7	0.3	11.1	9.1	6.3	7.3	0.7	0.7	4.3	5.1	1.7	1.5
3339 HK Equity	中国龙工	HKD	1.33	0.7	0.67	0.6	(1.0)	11.1	13.5	7.7	0.9	8.0	7.2	6.7	7.2	0.5	0.5	7.1	7.8	0.1	0.1
000528 CH Equity	柳工	CNY	7.95	2.2	0.61	17.8	48.7	30.8	39.2	39.4	0.3	16.6	12.7	5.7	7.1	0.9	0.9	1.8	2.5	0.9	0.8
600710 CH Equity	苏美达	CNY	7.94	1.4	1.00	11.3	4.2	14.2	13.6	10.6	0.8	10.1	8.8	14.6	14.9	1.5	1.3	2.6	2.8	0.1	0.1
600031 CH Equity	三一重工	CNY	14.11	16.7	1.15	90.3	20.4	32.6	25.8	26.2	0.6	22.5	16.9	7.8	9.7	1.8	1.6	1.4	1.7	1.6	1.5
000425 CH Equity	徐工机械	CNY	6.1	10.0	0.74	48.5	30.3	22.3	26.9	26.5	0.4	11.9	9.8	10.6	11.9	1.3	1.1	3.5	4.1	1.2	1.1
000338 CH Equity	潍柴动力	CNY	15.89	18.7	0.81	107.3	100.5	27.0	15.9	43.4	0.3	16.0	12.6	11.1	12.4	1.7	1.6	2.6	3.3	0.7	0.6
美国							56.8	15.4	13.9	22.5	0.6	16.2	14.3	36.6	32.6	4.7	4.0	2.3	2.4	2.5	2.4
CMI US Equity	康明斯	USD	270.15	38.3	0.97	424.1	256.6	13.7	10.6	64.9	0.2	14.7	12.9	26.8	27.0	3.7	3.3	2.5	2.7	1.3	1.3
CAT US Equity	卡特彼勒	USD	334.97	167.3	1.12	795.2	(0.1)	4.3	6.0	3.4	4.5	15.8	15.2	57.5	48.7	8.2	7.0	1.6	1.7	2.6	2.5
DE US Equity	迪尔	USD	375.05	104.4	1.08	636.9	(22.5)	0.8	7.3	(5.7)	N/M	13.8	13.7	39.4	35.0	5.5	4.7	1.5	1.6	2.3	2.3
DAN US Equity	德纳公司	USD	12.18	1.8	1.45	14.3	1.2	69.7	44.8	35.5	0.3	16.3	9.6	6.9	10.8	1.0	1.0	3.3	3.4	0.4	0.4
PH US Equity	派克汉尼汾公司	USD	536.04	68.8	1.11	293.5	54.7	6.1	7.6	20.9	1.0	22.0	20.7	26.1	24.3	5.7	4.9	1.1	1.2	4.0	3.9
PCAR US Equity	帕卡	USD	114.03	59.7	0.88	215.6	(7.7)	5.5	6.3	1.1	11.7	14.1	13.4	27.9	22.8	3.3	2.9	3.0	3.1	1.6	1.5
ALSN US Equity	艾里逊变速箱	USD	74.56	6.5	0.88	39.8	3.1	14.1	20.4	12.3	0.7	9.8	8.6	47.0	41.7	4.5	3.6	1.3	1.3	2.7	2.6
RRX US Equity	Regal Rexnord	USD	171.57	11.4	1.08	71.8	257.0	21.8	18.2	72.6	0.2	16.9	13.9	19.0	17.5	1.5	1.4	0.8	0.8	2.7	2.6
ETN US Equity	伊顿	USD	292.7	116.9	0.95	414.5	22.3	11.3	11.9	15.1	1.7	28.7	25.8	20.3	21.3	6.0	5.5	1.2	1.4	5.0	4.6
MMM US Equity	3M 公司	USD	94.05	52.0	1.01	376.5	3.4	7.0	5.6	5.3	1.7	9.9	9.2	95.5	76.4	7.6	6.0	6.6	6.7	2.0	1.9
亚洲							10.8	46.3	6.0	9.6	1.1	15.9	10.3	11.2	11.7	1.2	1.0	2.9	3.2	0.8	0.8
7012 JP Equity	川崎重工	JPY	4563	5.2	1.19	50.3	(71.8)	300.7	23.0	11.6	1.0	48.5	12.1	2.7	9.7	1.3	1.0	0.9	2.3	0.9	0.8
6302 JP Equity	住友重工	JPY	4502	3.8	1.13	12.0	(5.1)	15.0	11.4	6.7	1.6	12.2	10.6	7.3	8.0	0.9	1.0	3.0	3.4	0.6	0.6
6301 JP Equity	小松制作所	JPY	4251	28.1	1.26	108.8	16.9	(0.4)	1.3	5.7	1.8	10.4	10.4	14.6	13.7	1.4	1.0	3.8	3.9	1.4	1.4
7270 JP Equity	斯巴鲁汽车	JPY	3110	15.9	1.18	67.3	70.8	(0.8)	2.0	20.0	0.3	6.6	6.7	16.0	14.0	1.0	1.0	3.2	3.5	0.3	0.3
6432 JP Equity	竹内制作所	JPY	5400	1.8	1.19	14.0	50.9	2.2	1.9	16.3	0.6	10.5	10.3	18.3	18.0	1.8	0.9	2.7	2.8	1.1	1.0
6305 JP Equity	日立建机	JPY	4228	6.2	1.38	29.7	32.8	5.1	3.4	13.0	0.7	9.3	8.8	13.8	13.3	1.2	1.0	3.8	4.0	1.1	1.1
6371 JP Equity	椿本链条	JPY	4835	1.3	0.92	2.6	(19.0)	2.3	(0.7)	(6.3)	N/M	13.5	13.2	5.6	5.3	0.8	0.9	2.7	2.8	0.6	0.5
欧洲							45.1	21.1	15.1	23.3	0.4	10.2	8.5	12.4	13.0	1.4	1.3	3.9	4.6	0.7	0.6
KGX GR Equity	凯傲集团	EUR	48.33	6.9	1.91	11	16.5	25.4	16.6	19.4	0.6	13.8	11.0	7.8	9.4	1.0	1.0	2.0	2.6	1.0	1.0
MAN SE Equity	曼恩商用车	CHF	64.5								N/M										
ALO FP Equity	阿尔斯通	EUR	11.87	5.0	1.25	30	234.3	66.0	27.7	92.1	0.1	10.4	6.3	4.6	7.0	0.5	0.5	0.6	3.0	0.5	0.5
DTG GY Equity	戴姆勒卡车	EUR	44.45	40.0	1.11	52.4	2.0	11.1	11.2	8.0	1.1	9.6	8.6	15.6	15.4	1.5	1.4	4.4	4.9	0.5	0.5
VOW3 GY Equity	大众汽车	EUR	117.7	70.1	1.09	117	(1.4)	(3.5)	10.7	1.7	2.3	3.8	3.9	9.0	8.1	0.3	0.3	7.6	7.5	0.2	0.2
VOLVB SS Equity	沃尔沃集团	SEK	298.65	59.6	1.04	76.2	(25.9)	6.5	9.5	(4.8)	N/M	13.3	12.5	24.9	25.3	3.4	3.1	4.7	4.9	1.1	1.0

资料来源: 彭博预测, 交银国际

*注: 3M ADTV 指三个月日均成交量; 股价截止至 2024 年 3 月 12 日

风险因素

- ⊕ **海外市场需求低于预期：**出口在中国重汽销售中所占比例较高。如果海外市场需求不及预期，其营收可能受到较大影响。
- ⊕ **内地市场需求低于预期：**我国重卡市场仍处于复苏阶段，如果置换需求和新增需求不及预期，公司的收入增长可能会受到影响。
- ⊕ **原材料价格波动风险：**钢材、铝材、橡胶等原材料价格的波动可能会影响中国重汽的生产成本，进而影响利润水平。

公司简介：重卡行业的龙头企业，产品矩阵丰富、竞争力强

公司历史悠久、积淀深厚。中国重汽的历史可以追溯至 1953 年，早在 1960 年就已生产出第一批重卡产品，经营历史悠久；随后公司积极整合资源、引进国外先进技术，与我国领先的发动机制造商潍柴动力强强联手，推出一系列性能佳、可靠性强的产品。

图表 42: 中国重汽发展里程碑

年份	里程碑
1953	集团前身为济南汽车维修配件厂
1960	第一辆国产重型汽车（黄河牌）下线
1983	批准引进奥地利斯太尔 91 系列重型汽车制造技术项目
1990	集团更名为中国重汽集团
2000	该集团分为三个部分，分别下放到山东、陕西和重庆市管理。主要部分下放到山东，保留了“中国重汽”的名称
2003	中国重汽与沃尔沃集团重型汽车合资项目在北京钓鱼台国宾馆正式签署
2005	整合沃尔沃与斯太尔技术的豪沃品牌重卡上市
2007	中国重汽（香港）作为红筹股在香港上市
2009	MAN 收购中国重汽 25% 的股份
2013	与 MAN 公司合作的高端重卡品牌汕德卡项目正式启动
2018	潍柴电力董事长谭旭光被任命为 CNHTC 董事长
2019	发布匹配潍柴发动机的重卡
2020	重新推出高端重卡品牌“黄河”

资料来源: 公司数据，交银国际

股权结构简单稳定。中国重汽（香港）公司由山东济南市的国有企业中国重汽集团持有 51% 的股份，最终由山东省政府控制。另外，德国 MAN 集团（大众汽车旗下的商用车生产商）通过 MAN 金融控股有限公司持有中国重汽（香港）25% 的股份。公司股权结构较为集中，管理稳定。

通过与德国 MAN 合作引进国外先进技术。中国重汽与 MAN 之间的合作始于 2009 年，是在技术和资本层面的长期战略合作。2009 年 7 月 15 日，MAN 公司宣布将投资 5.6 亿欧元（约合 60.5 亿港元）收购中国重汽 25% 的股份，成为中国重汽的第二大股东，是当时德国上市公司对香港上市公司的最大投资之一。技术方面，MAN 公司以独占许可的方式授予中国重汽有关完整的 TGA 卡车、符合欧 III、欧 IV、欧 V 排放标准的 D08、D20、D26 发动机及相关零部件的使用许可技术和专门技术，以及相关的分销、售后维护及服务使用许可技术和专门技术的权利。通过与 MAN 的合作，中国重汽在重卡和发动机开发方面的整体技术储备得到了提升。

股权激励计划彰显公司信心。2024 年 1 月，中国重汽公布股权激励计划，向不超过 194 名员工授予最多 2760 万股作为激励（总股本 1%）。而公司设定的考核目标为 2024-26 年收入不低于 948/1091/1255 亿元，意味着 2022-26 年复合增长率达 20.6%，同期销售利润率不低于 7.5%/8.0%/8.5%，较 2022 年分别提升 4.0/4.5/5.0 个百分点，显示出公司管理层对于业绩增长的信心。

图表 43: 中国重汽 2024 年股权激励计划业绩目标

	2024 年	2025 年	2026 年
经营收入 (人民币亿元)	948	1,091	1,255
销售利润率 (=税前利润/收入)	7.5%	8.0%	8.5%

资料来源: 公司公告, 交银国际

丰富的产品矩阵和品牌布局

与同行相比, 中国重汽拥有更丰富的产品矩阵, 覆盖了从微卡到重型卡车的全系列商用汽车, 是中国重卡行业驱动形式和功率覆盖最全的企业之一。

图表 44: 中国重汽汽车品牌布局

产品系列	品牌	简介
中重卡系列	 黄河	高端豪华品牌，民族重卡的创新技术引领者，主要定位干线物流运输
	 豪沃	核心重卡品牌，为中国内地产品最多、品系最全的商用车品牌
	 汕德卡	高端重卡品牌，销往中国及全球 50 多个国家和地区
	 重汽成都	中高端中重卡品牌，完成全系列、全场景应用的新能源产品布局
轻卡系列	 豪沃轻卡	中国轻卡行业的领导品牌
	 重汽王牌	专为工程建设、物流运输打造的中高端轻卡品牌
	 重汽豪曼	致力于提供综合物流运输解决方案
新能源系列	 蓝立方	布局纯电动、燃料电池、混合动力三种路线
专用车系列	 重汽济专	涵盖环卫类、冷藏保温类、危化品类、工程类四大品系
	 青专重工	涵盖自卸类、建筑类、环卫类、物流类等 300 多个品种
	 重汽华盛	包含专用汽车、特种汽车、特种装备三大品类，主要为特种车底盘、消防车、挂车等
	 重汽华盛	包含自卸车、罐式车、厢式车、仓栅车、环卫车、随车吊、工程维修车、洗扫车等 300 多个品种
客车系列	 运力	主要产品为各类专用汽车及专用设备
	 中通客车	中国内地最早的客车生产企业之一
轻型汽车系列	 中国重汽	产品覆盖高端皮卡、SUV、VAN 等多种车型

资料来源: 公司资料，交银国际

在核心业务重卡品类下，中国重汽目前运营多个品牌，主要包括：

(1) 豪沃品牌 (HOWO) 是中国重汽自主研发的新一代重卡品牌，吸收融合了沃尔沃与斯太尔的技术，自 2005 年推向市场以来，以其高性价比和良好的市场表现而受到欢迎。豪沃共有 35 个系列，1,140 个车型在售，涵盖了自卸车/牵引车/货车/搅拌机等广泛的细分市场，在同细分市场的竞争品牌中具有更好的性价比，品种丰富，可靠性高，成为旗舰品牌，占中国重汽的总销量达 70% 左右。

图表 45: HOWO T7H 牵引车



资料来源: 卡车之家, 交银国际

图表 46: HOWO TX 自卸卡车



资料来源: 卡车之家, 交银国际

(2) 汕德卡 (SITRAK) 品牌是中国重汽推出的高端重卡品牌, 自 2013 年推出以来, 以其高端定位、高性能、高可靠性、舒适性和智能化水平、以及超越客户期望的服务, 在国内外市场上赢得了良好的声誉。汕德卡车型在设计、装配工艺、生产管理、试验验证等方面采用了德国标准, 确保了产品的高品质。汕德卡品牌的车型在运营里程上也创造了多项纪录, 如 5 年运营超过 200 万公里, 9 年运营超过 300 万公里, 展示出较高的耐用性和可靠性。

2024 年 1 月, 中国重汽展示了汕德卡 G7H 重卡, 搭载潍柴 17 升发动机, 最大可输出 840 马力, 再次刷新我国重卡行业的最高马力值, 断层式地领先。目前中国内地仅有一汽解放的 J7 牵引车的最高 700 马力可略微竞争, 其他品牌的主流产品最大马力值基本在 600 或以下。

在我国主流的新能源重卡中, 中国重汽的汕德卡 GX 换电牵引车搭载双桥三电机, 峰值功率达到 816 马力, 也属于行业领先。得益于底部换电形式, 底盘空间更大, 可以配置更高电量电池, 最高电量可达 513kWh, 同样为行业领先水平; 另外, 该款车型电池电量还可选 171/243Wh, 可以适配更多运输场景。随着国家政策鼓励发展换电重卡, 未来换电站建成率有望提升, 该款车型将有望在干线物流领域得到推广。

图表 47: 中国主流新能源重卡车型参数一览

企业	车型名称	驱动电机	最大马力 (PS)	最大扭矩 (N m)	电池电量 (kWh)
中国重汽	汕德卡 GX 底部换电牵引车	重汽 TZ220XS-ZQV13/TZ220XS-ZQV13/Z220XS-ZQV14 三电机	816	/	513/342/171
福田戴姆勒	欧曼智蓝底部换电牵引车	福田高功率双电机	816	2500	513
三一重卡	魔塔 1165 纯电动牵引车	三一双扁线电机	748	1700	1165
远程新能源商用车	星瀚 H 纯电动牵引车	博世 TZ230XY100 型双电机	720	/	/
宇通重卡	T680E 底置换电牵引车	宇通客车高效双电机	680	/	513
东风商用车	天龙 KL 充换电一体牵引车	苏州绿控高效电机	612	3100	282
大运重卡	E8 2.0 充换电一体牵引车	苏州绿控/特百佳双电机	571	/	/
一汽解放	J6P 充换电一体牵引车	解放 CAM400PT54 型电机	558	2500	350/282
徐工汽车	全新 EHLF4E5 纯电动牵引车	特百佳高功率双电机	/	/	282

资料来源: 第一商用车网, 交银国际

除多种驱动形式和功率的重型卡车外, 汕德卡还拥有消防车、冷藏车和油田作业车等特种车辆。据《卡车之家》报道, 汕德卡消防车在我国消防车市场占据主导地位。

图表 48: 汕德卡 C7H 消防车



资料来源: 卡车之家, 交银国际

图表 49: 汕德卡 G7 冷藏车



资料来源: 卡车之家, 交银国际

(3) 黄河品牌是中国重汽的历史悠久的品牌之一, 第一辆黄河牌重型汽车于 1960 年下线。黄河品牌的车型在中国重型汽车工业发展中有着重要地位, 曾经是中国重型卡车的代名词。在 1990 年之前, 黄河牌汽车累计生产了 10 万辆, 占国产重型汽车保有量的 72%。

发展至 2020 年, 中国重汽决定重塑黄河品牌, 推出了新一代自主高端黄河牌重卡。新一代黄河重卡主打高端干线物流牵引车市场, 无论在外观、内饰, 还是动力总成、智能化等方面, 都有了全新的突破:

- ④ 采用了低风阻设计, 风阻系数达到 0.37, 比全球行业主流产品低 30%, 遥遥领先国内外在售卡车。

- ⊕ 动力方面，新一代黄河重卡采用了曼技术 MC/MT 系列发动机和潍柴 WP 系列发动机，提供了强劲可靠的动力，输出功率范围覆盖 430-600 马力，10 万公里长换油周期，B10 寿命高达 180 万公里。
- ⊕ 配备中国重汽自主开发的 AMT 变速器和曼技术 MCY 系列驱动桥，构成了黄金动力链。
- ⊕ 具备 L2 级智能驾驶水平，并预留了 L3 级无人驾驶系统接口，以满足未来无人驾驶功能拓展的需要。

图表 50: 新一代黄河重卡功率范围覆盖 430-600 马力，动力性能佳



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 51: 新一代黄河重卡采用轻量化设计



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 52: 中国重汽 (3808 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 53: 交银国际汽车行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
3808 HK	中国重汽	买入	19.48	25.06	28.6%	2024 年 03 月 13 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	14.70	18.60	26.5%	2024 年 03 月 13 日	重卡
2015 HK	理想汽车	买入	147.00	192.81	31.2%	2024 年 02 月 27 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	8.84	12.50	41.4%	2023 年 08 月 23 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	9.30	12.25	31.7%	2023 年 07 月 17 日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	209.60	309.67	47.7%	2023 年 03 月 29 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	中性	49.00	40.30	-17.8%	2024 年 03 月 06 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	3.32	4.43	33.4%	2023 年 08 月 28 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	沽出	41.25	27.30	-33.8%	2024 年 01 月 26 日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 3 月 12 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	93,357	59,291	85,034	102,181	113,241
主营业务成本	(77,693)	(49,277)	(70,166)	(84,000)	(93,037)
毛利	15,664	10,013	14,868	18,182	20,203
销售及管理费用	(4,540)	(2,861)	(4,103)	(4,930)	(5,464)
研发费用	(6,285)	(4,774)	(4,252)	(4,905)	(5,322)
其他经营净收入/费用	920	524	388	8	462
经营利润	5,760	2,903	6,901	8,355	9,879
财务成本净额	109	128	99	95	131
应占联营公司利润及亏损	(6)	(23)	10	10	10
税前利润	5,863	3,008	7,010	8,459	10,020
税费	(1,153)	(958)	(1,402)	(1,692)	(2,004)
非控股权益	(387)	(254)	(449)	(541)	(641)
净利润	4,322	1,797	5,160	6,226	7,375
作每股收益计算的净利润	4,322	1,797	5,160	6,226	7,375

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	28,306	19,804	19,296	25,461	30,289
应收账款及票据	24,063	16,145	22,132	25,195	26,371
存货	16,667	13,496	19,224	21,403	22,431
其他流动资产	10,946	30,312	27,304	24,701	25,681
总流动资产	79,984	79,758	87,955	96,759	104,771
物业、厂房及设备	14,215	15,487	15,978	16,966	17,793
无形资产	270	232	156	75	(9)
其他长期资产	12,552	10,001	12,520	13,569	14,288
总长期资产	27,036	25,721	28,654	30,610	32,071
总资产	107,020	105,479	116,609	127,369	136,843
短期贷款	3,511	3,890	4,084	4,289	4,503
应付账款	37,479	33,221	48,059	56,383	62,450
其他短期负债	21,900	24,203	22,060	20,144	18,432
总流动负债	62,889	61,314	74,203	80,816	85,384
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,363	1,196	1,250	1,307	1,367
总长期负债	1,363	1,196	1,250	1,307	1,367
总负债	64,252	62,510	75,453	82,122	86,751
股本	16,717	16,717	16,717	16,717	16,717
储备及其他资本项目	18,954	19,192	16,931	20,480	24,684
股东权益	35,671	35,909	33,648	37,197	41,401
非控股权益	7,097	7,060	7,508	8,050	8,691
总权益	42,768	42,969	41,157	45,247	50,092

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	5,863	3,008	7,010	8,459	10,020
折旧及摊销	1,371	1,351	1,516	1,649	1,781
营运资本变动	(7,832)	6,243	3,449	3,263	695
税费	(2,504)	(521)	(1,471)	(1,763)	(2,077)
其他经营活动现金流	(110)	814	142	149	156
经营活动现金流	(3,211)	10,895	10,646	11,757	10,575
资本开支	(2,517)	(1,440)	(3,000)	(3,000)	(3,000)
其他投资活动现金流	2,480	(17,166)	331	360	389
投资活动现金流	(37)	(18,606)	(2,669)	(2,640)	(2,611)
负债净变动	(412)	0	787	768	750
股息	(2,693)	(1,729)	(2,219)	(2,677)	(3,171)
其他融资活动现金流	5,063	(119)	0	0	0
融资活动现金流	1,958	(1,847)	(1,431)	(1,910)	(2,421)
汇率收益/损失	(67)	128	0	0	0
年初现金	26,049	24,692	15,262	19,296	25,461
年末现金	28,306	19,804	19,296	25,461	30,289

财务比率					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	1.565	0.651	1.869	2.255	2.671
全面摊薄每股收益	1.565	0.651	1.869	2.255	2.671
每股股息	0.560	0.280	0.707	0.853	1.011
每股账面值	12.920	13.006	12.187	13.472	14.995
利润率分析(%)					
毛利率	16.8	16.9	17.5	17.8	17.8
EBIT利润率	6.2	4.9	8.1	8.2	8.7
净利率	4.6	3.0	6.1	6.1	6.5
盈利能力(%)					
ROA	4.0	1.7	4.6	5.1	5.6
ROE	12.8	5.0	14.8	17.6	18.8
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
存货周转天数	88.0	111.7	100.0	93.0	88.0
应收账款周转天数	86.6	123.8	95.0	90.0	85.0
应付账款周转天数	216.5	261.8	250.0	245.0	245.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司及乐思集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。



机构销售团队



@bocomgroup.com

熊璇	(852) 3768 2850	xuan.xiong
邓志恒	(852) 3768 2795	alvin.tang
刘静	(852) 3768 2969	judy.liu
邵将星	(852) 3768 2962	jensens.shaw
罗圆	(852) 3768 2783	Jackie.Luo
周玛利	(852) 3768 2809	Mary.Zhou
刘方舟	(852) 3768 2782	Noah.Liu

www.bocomgroup.com