

重卡周期研判深度： 如何看待内需中枢与本轮周期？

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

2024年7月29日

当年GDP或货运周转量



当年单车GDP/货运周转量



当年重卡保有量



去年重卡保有量



当年保有量增量



当年重卡报废率



当年报废量



重卡销量

1. 通过横向比较美国/日本/德国/中国，寻找重卡周期变化的共同性规律。
2. 利用共同性规律去大方向判断中国重卡保有量及销量中枢是否持续上行？每轮周期高点是否能创新高？
3. 基于重卡保有量分析框架，判断并预测本轮周期中国重卡保有量如何变化？
4. 拆分重卡保有量结构，判断并预测本轮周期重卡更新需求，以及本轮周期重卡销量如何变化？

- **国内重卡销量中枢及周期高点如何变化？**
- 我们通过对标美国/日本/德国，试图寻找重卡周期规律的共性。当前中国经济增长阶段可对标、且表现好于2000年以前的美国/德国、1990年以前的日本，该阶段的美/日/德经济增速低于5%。历史时期上美国/日本/德国重卡市场呈现特征为：
 - GDP增长，公路货运周转量同步增长
 - 重卡保有量增长
 - 销量中枢增长，每轮周期高点销量均可创新高
- **我们认为，国内经济增长不失速，则公路货运需求同步增长，对应重卡有效保有量中枢持续上移。随经济增速换挡、服务业占比提升，货运需求增速与重卡保有量增速放缓，重卡将从增量市场过渡到存量更新市场。**
- **随有效保有量中枢上移，重卡销量中枢将不断上移。**
- **重卡销量受经济周期+政策冲击影响，销量中枢持续上移时，每轮周期高点不断创历史新高。**
- **本轮周期国内保有量及销量变化如何看待？**
- **国内重卡销量受四类因素驱动：**需求侧（货运需求+更新需求+货运结构+运力结构）、供给侧（治超治限）、盈利环境（货运市场景气度）、政策冲击（排标切换/以旧换新），其中，需求侧+供给侧因素影响保有量及销量中枢，盈利环境+政策因素影响销量节奏和幅度。
- 将重卡拆分为物流车/工程车来看，物流车保有量增速与工业GDP增速高度相关，工程车保有量增速与地产投资增速高度相关，同时国内公路货运周转量、重卡占比基本稳定，非关键影响因素，我们认为，当前货运市场存量运力过剩，车多货少、运价低迷，仍在持续出清阶段，房地产市场仍在底部，尚未出现拐点，因此我们预测**2023-2024年重卡保有量持续下滑，直至货运市场均衡，保有量从22年底的894万下降至24年底的881万；2024-2026年重卡保有量提升至900万辆，与经济总量趋势一致。**

- 国内重卡由新增需求主导逐步转向更新需求主导，以8~9年的报废年限来看，我们**预计25-26年将迎来16-18年上行期对应集中报废拐点，且25年起国五淘汰将释放较大弹性，16-18年国内重卡销量中枢达91万辆**。我们预测2024-2026年重卡新增需求分别-7/6/14万辆，更新需求分别81/78/82万辆，出口分别30/32/34万辆，批发销量分别103/115/130万辆，同比分别+12.7%/+12.1%/ +13.1%。
- **投资建议：天然气重卡+出口+或有以旧换新政策共同支撑24年总量稳中有升**。24年内需随经济弱复苏，公路货运量正增长为保有量提供支撑。油气价差维持高位，经济性驱动天然气重卡持续高增长；政策驱动新能源重卡加速放量。出口非俄地区高增长填补俄罗斯下滑，全年出口具备韧性。淘汰老旧货车或有实质性补贴政策出台，拉动国三/国四车报废。中长期来看，工程车已达底部，看好未来地产复苏+基建加码拉动底部回升；累计更新需求的集中释放或蕴含较大弹性。**我们预计2024-2025年批发销量分别103/115万辆，同比分别+12.7%/+12.1%。重卡板块投资聚焦强 α （天然气重卡+出口）+业绩兑现高确定性品种进行布局【潍柴动力+中国重汽+一汽解放/福田汽车】。**
- **风险提示：国内货运市场复苏力度低于预期；全球经济复苏力度低于预期；地缘政治不确定性风险增大。**



- 一、海外：重卡周期的几种演绎方式
- 二、国内：重卡销量中枢和周期高点如何变化
- 三、国内：本轮周期节奏和幅度如何看待
- 四：投资建议与风险提示

一、海外：重卡周期的几种演绎方式

本部分核心回答以下问题：

- 在不同的经济增长阶段，保有量与销量中枢会如何变化？
- 中枢向上时，重卡销量周期的高点如何变化？

针对上述问题，我们通过对标美国/日本，试图寻找重卡周期规律的共性：

- **模式一：美国。**重卡保有量随GDP总量长周期上行，重卡销量呈现周期波动，且每一轮周期都可回到/突破上一轮高点。
- **模式二：日本。**卡车保有量在95-00年阶段性见顶后下行，卡车保有量在见顶后持续下行15年，销量相应下行。15年起保有量开始小幅回升，但销量低位稳定。
- **模式三：德国。**中重卡保有量跟随GDP总量上行，GDP中等增速阶段，销量中枢上移且逐步创新高，低增速阶段，销量中枢基本不变，上行期不断接近但未回到上轮高点。
- 我们总结出以下规律：
 - 1. 一个国家重卡的销量与GDP/货运周转量呈现正相关关系。
 - 2. 当一个国家经济发达到服务业占比超过60%之前，货运周转量和GDP同步，重卡销量中枢/重卡保有量中枢会上移。
 - 3. 当一个国家经济发达到服务业占比超过60%之后，货运周转量与GDP可能会背离，一旦两者出现背离，该国重卡销量/保有量中枢会停滞。
- 我们认为，当前中国经济增长阶段可对标、且表现好于2000年以前的美国/德国、1990年以前的日本。国内经济增长不失速，则公路货运需求同步增长，重卡保有量与更新销量中枢将不断上移。随重卡行业逐步变为存量更新行业，销量中枢将持续上移，在此基础上每轮周期高点有望不断创新高。

美国

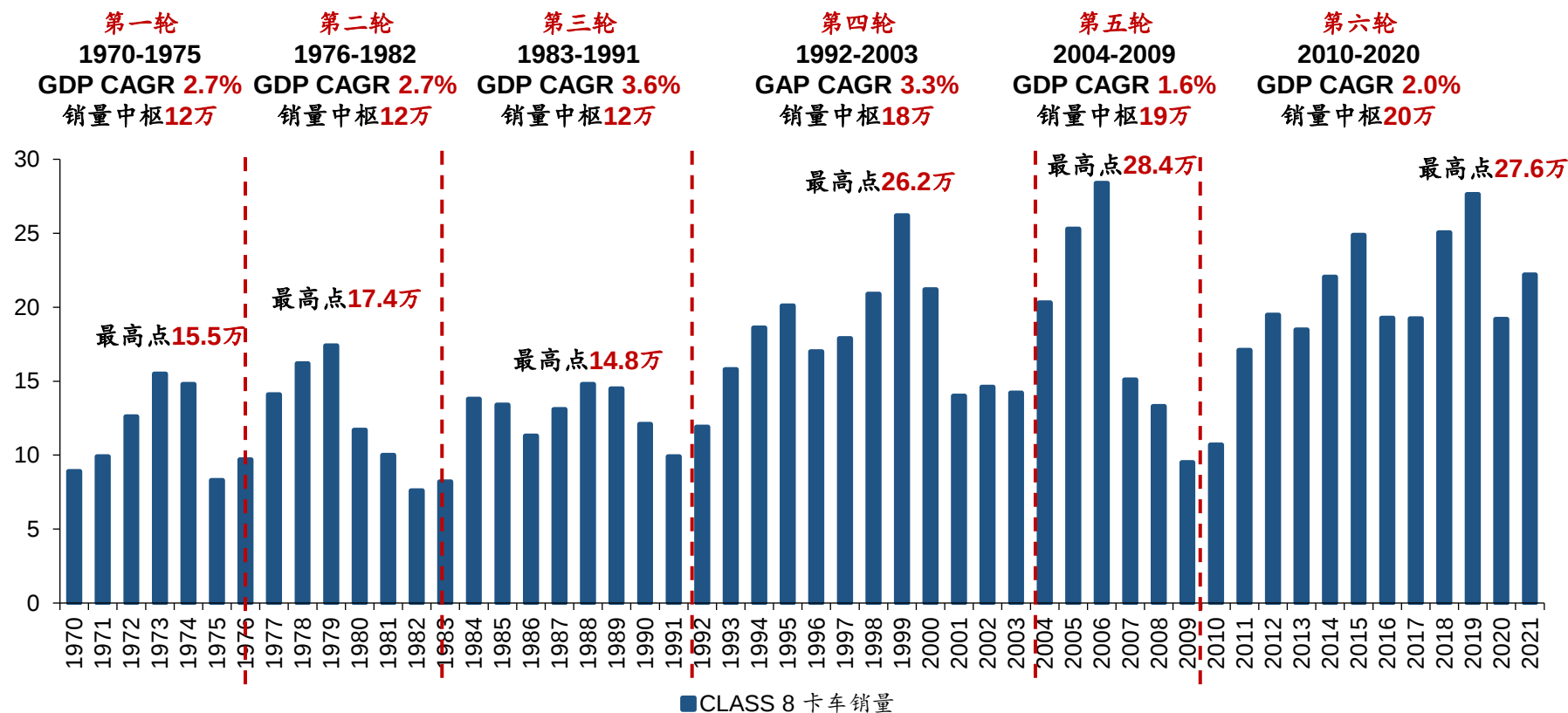
口径说明：

- 国内重卡划分口径为总质量**14吨**以上卡车，美国卡车划分口径下，**CLASS 7**对应**11.8-15吨**卡车，**CLASS 8**对应**15吨**以上卡车。
- 考虑数据可得性，我们以**CLASS 7-8**卡车作为中重卡，以**CLASS 8**卡车作为重卡进行分析。

美国：销量中枢持续上移，每轮周期均可回到上轮高点

- 以增长-衰退为一轮完整经济周期，我们将1970-2020年美国经济划分为六轮周期。
- CLASS 8重卡（≥15吨）来看，每轮周期重卡销量中枢均有提升，且每轮周期高点均可突破/回归上一轮高点。
- 销量中枢/高点变化与经济增速/结构/政策等多重因素相关，将在下文展开讨论。

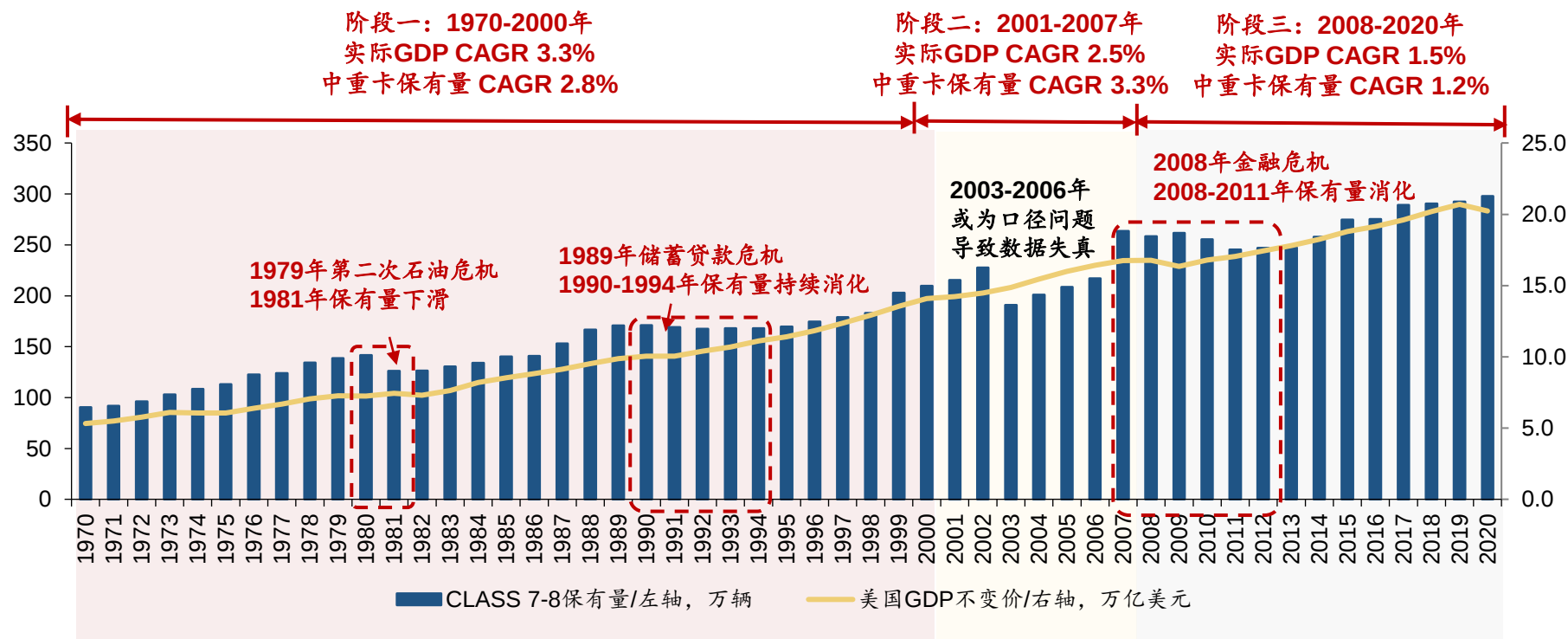
图：1970-2021年六轮周期CLASS 8卡车销量（万辆）



美国：中重卡保有量长周期随GDP总量增长

- 考虑数据可得性，我们先以CLASS 7-8卡车（≥11.8吨）口径讨论美国中重卡保有量及销量变化规律，再讨论CLASS 7-8卡车内部的结构变化。
- 1970-2020年，剔除衰退影响，**长周期下美国GDP稳健增长**，可划分为【1970-2000】【2001-2007】【2008-至今】三个阶段，剔除六次衰退期后三阶段实际GDP增速区间分别【4%-5%】【3%-4%】【2%-3%】，经济增速缓慢下台阶。
- **中重卡保有量长周期随GDP总量增长**，阶段性存在透支和消化，以历次经济衰退期为主，保有量多出现阶段性增长停滞/下行。

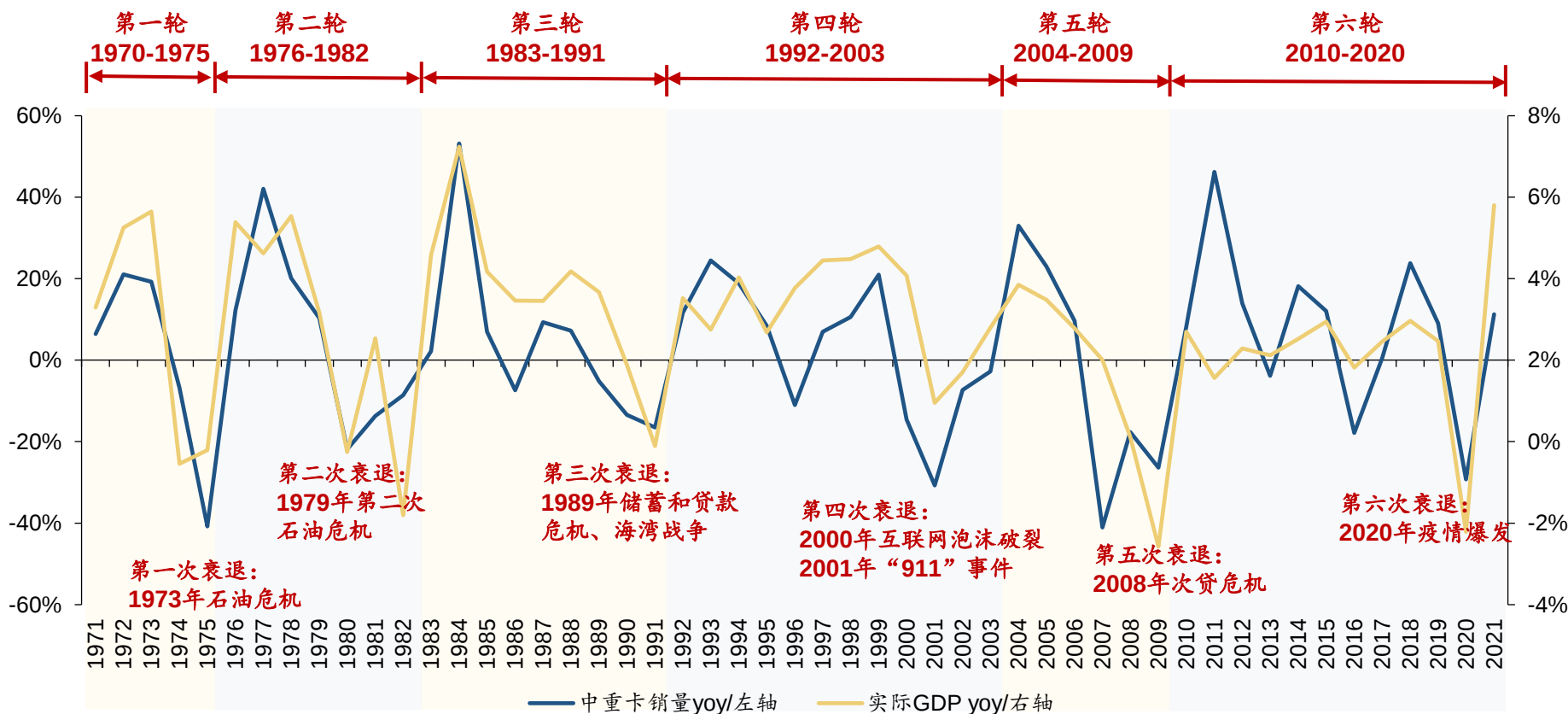
图：1970-2020年美国中重卡保有量及实际GDP



美国：中重卡销量周期与经济周期同步

- **美国中重卡销量周期与经济周期同步。**1970年至今，美国经济以5~10年为周期，历经六次衰退，历次上行期中重卡销量均同步上行，衰退期中重卡销量均同步下行。

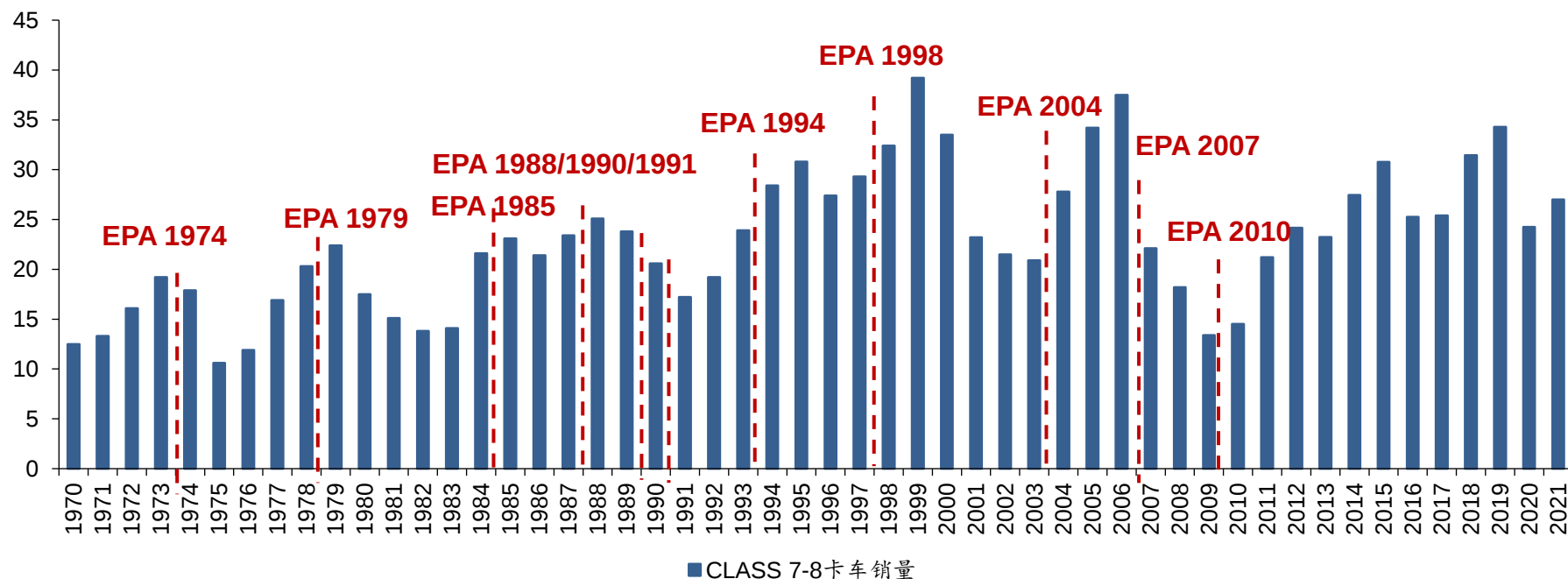
图：1971-2021年美国中重卡销量增速及GDP增速



美国：排标切换对中重卡销量短期冲击不明显

- 1970年至今美国重型卡车EPA排放法规经历了11次升级。
- 除EPA 2007引发了明显的提前购买以外，其余数次EPA法规升级对销量无明显冲击，经济周期对中重卡销量影响更明显。
- 我们认为，美国货运市场以物流公司为主，规范化程度高，客户往往会根据EPA切换时间提前购车；而中国货运市场以散户/小车队为主，购车行为计划性低，更易受外生冲击而造成短期销量大幅波动。

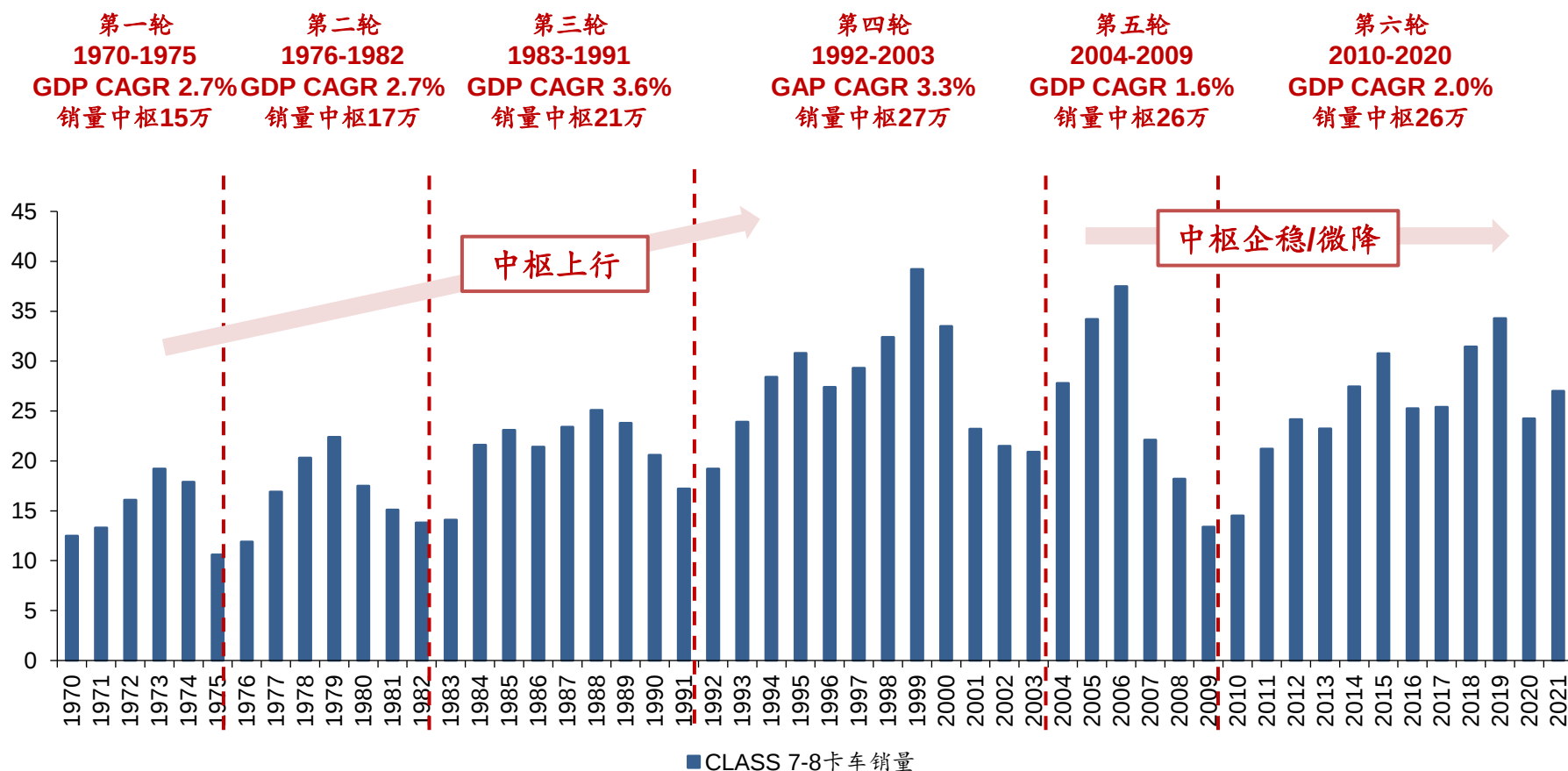
图：1970-2021年美国中重卡销量（万辆）及EPA排标切换时间



美国：中重卡销量中枢15万上移至26万后企稳

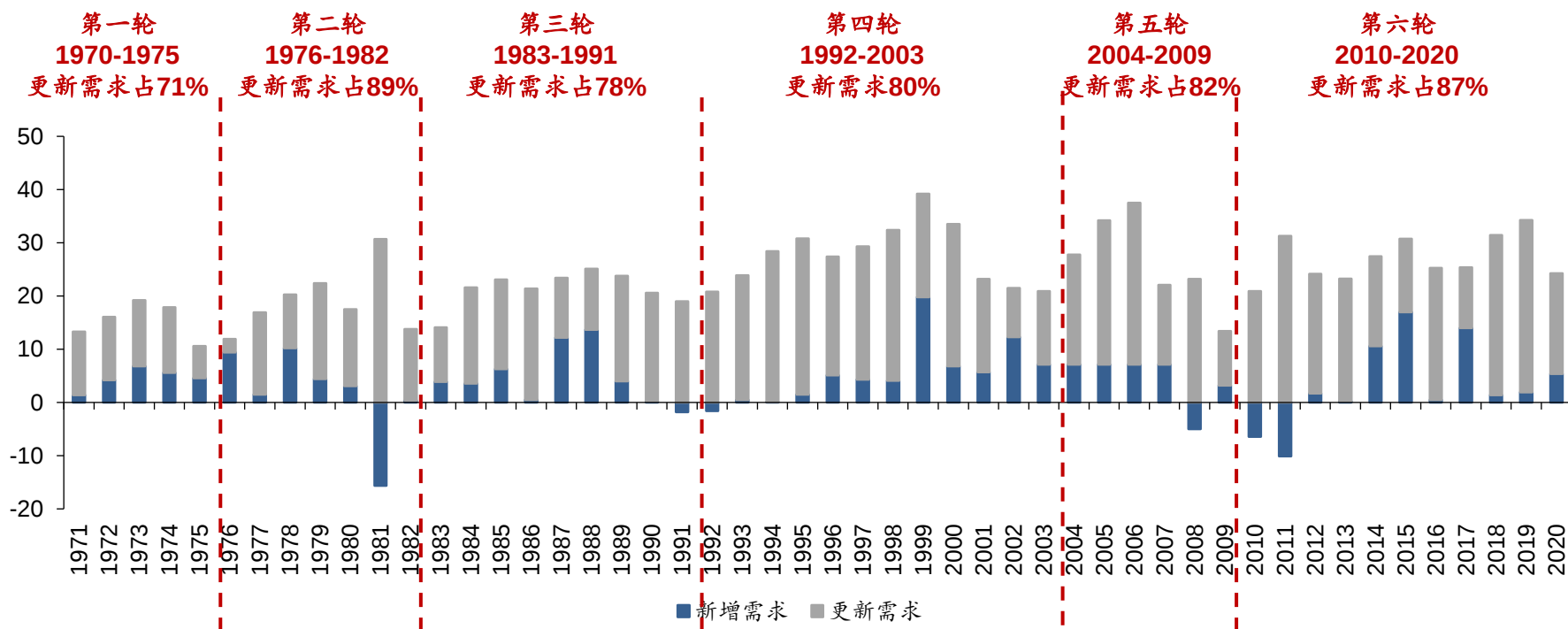
- 跨周期来看中重卡销量中枢，GDP增速下台阶带来销量中枢的增长停滞。
- 第一轮~第四轮周期：GDP CAGR 接近3%~4%，期间中重卡销量中枢持续上移。
- 第五轮~第六轮周期：GDP CAGR 降至2%及以下，期间中重卡销量中枢企稳或微降。

图：1970-2021年美国重卡销量（万辆）



- **销量 = 新增需求（保有量变化量）+ 更新需求**
- 拆分各阶段需求构成来看，1970年以来**美国重卡销量均以更新需求为主且占比逐步提升**，由第一轮周期（1970-1975年）的71%提升至第六轮周期（2010-2020年）的87%。GDP增速下台阶后，更新需求的主导作用明显提升。

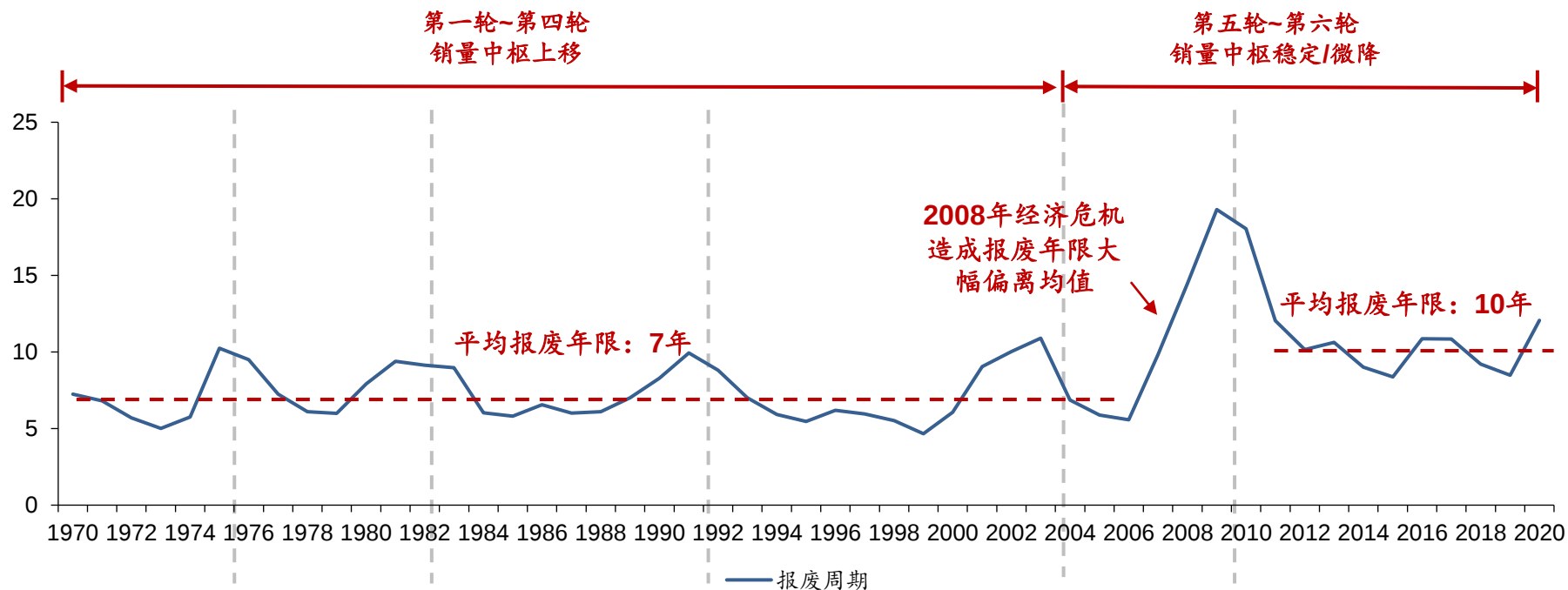
图：1971-2020年美国中重卡销量拆分（万辆）



美国：报废年限中枢7年上移至10年

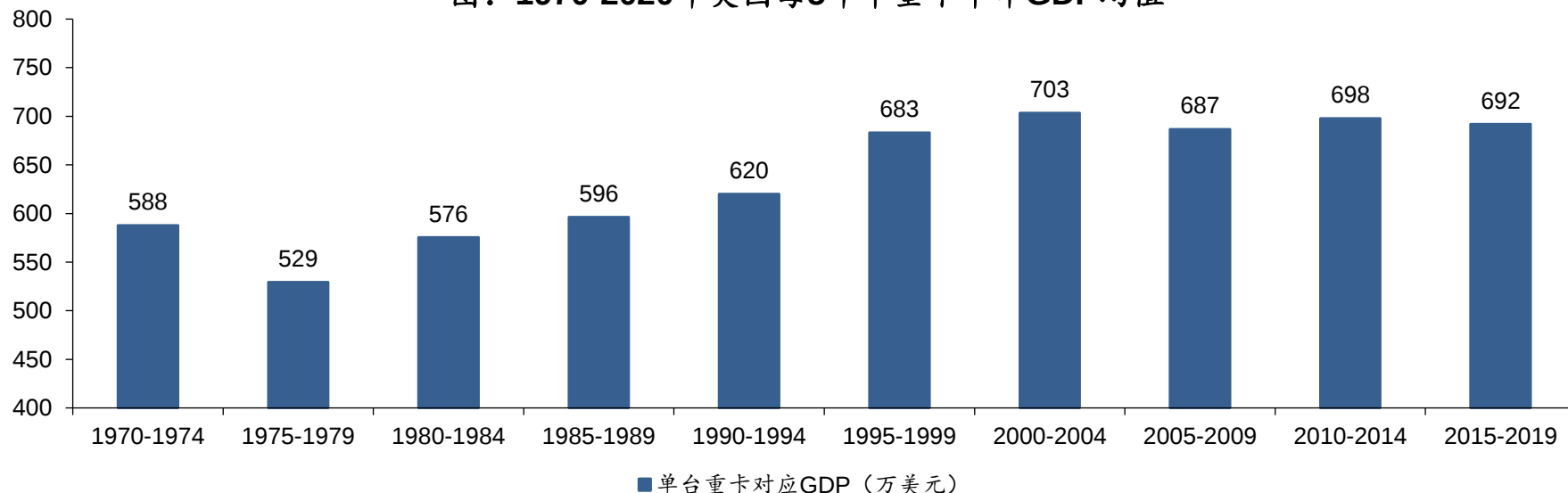
- **报废年限 = 保有量 / 销量**
- 每轮周期内部报废年限均有小幅波动，上行周期报废年限缩短，下行周期报废年限拉长。
- 跨周期来看，前四轮周期（1970-2003年）报废年限中枢均稳定在7年左右；第五轮周期中，2008年经济危机造成报废年限大幅偏离均值，达到19.3年，但不可持续；第六轮周期（2010年起）报废年限回归常态，但中枢上移至10年左右。

图：1970-2020年美国中重卡报废周期（年）



- 我们用实际**GDP/中重卡保有量**表征中重卡单车运力。
- 1980年起，随着经济结构转型下**单位GDP公路货运需求下行+重卡持续替代中卡**，单台中重卡对应GDP持续提升，至2000年起趋于稳定。

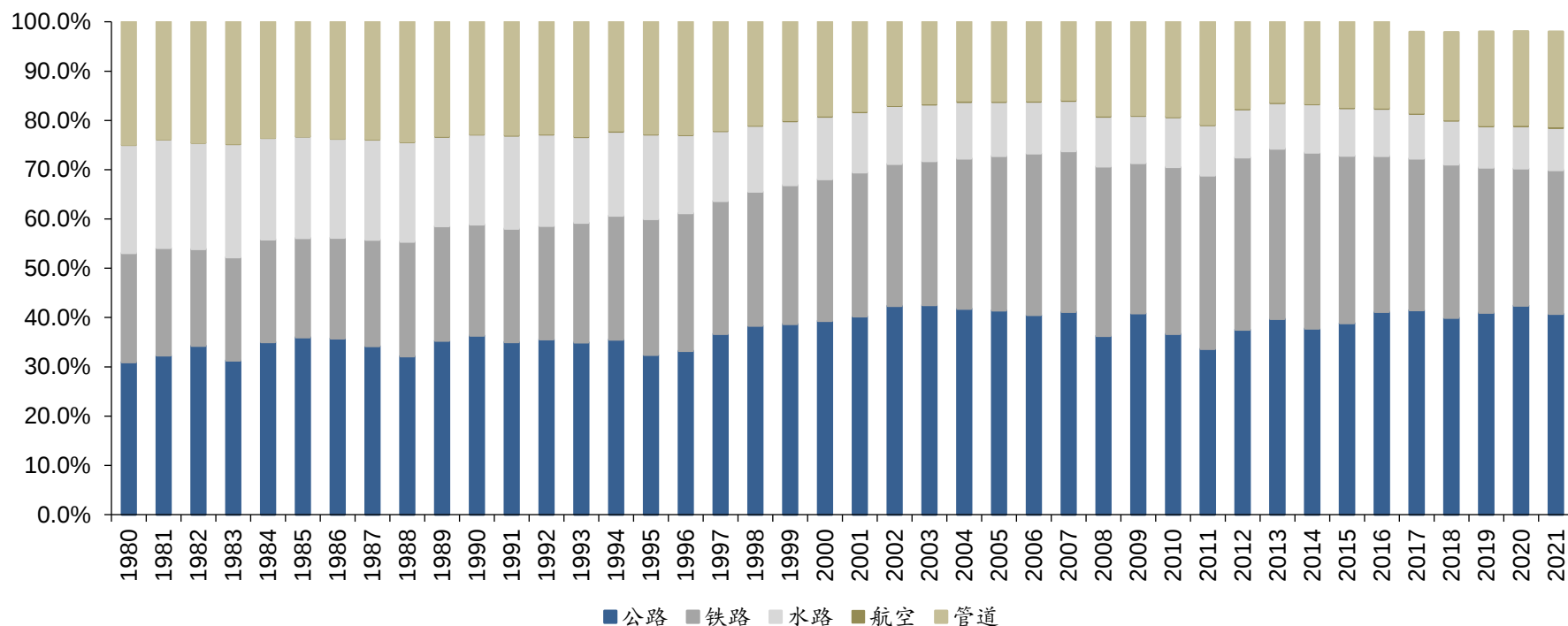
图：1970-2020年美国每5年中重卡单车GDP均值



美国-结构1：公路货运需求占比稳中有升

- 我们从美国货运市场结构、经济结构、中重卡结构出发拆解单车运力变化的原因。
- 1980-2021年，美国公路货运周转量占比稳中有升，由30.9%逐步提升至40.7%。

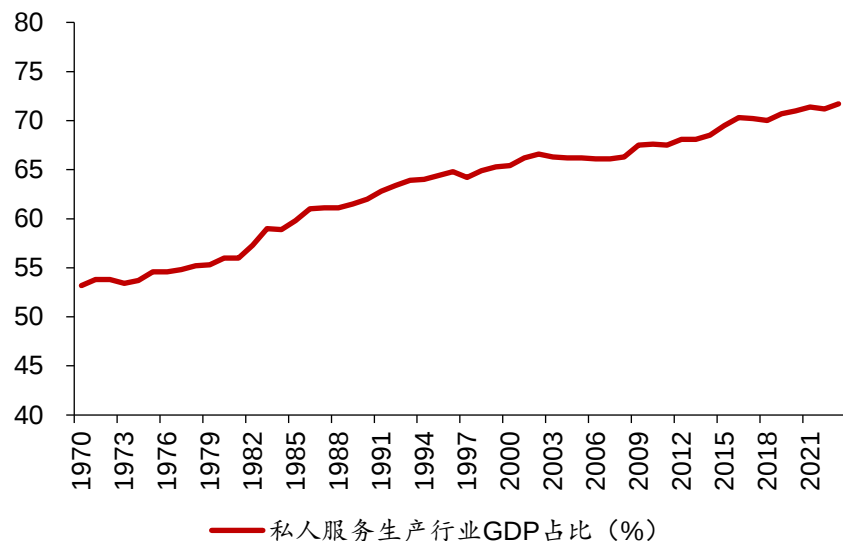
图：1980-2021年美国货运周转量分结构



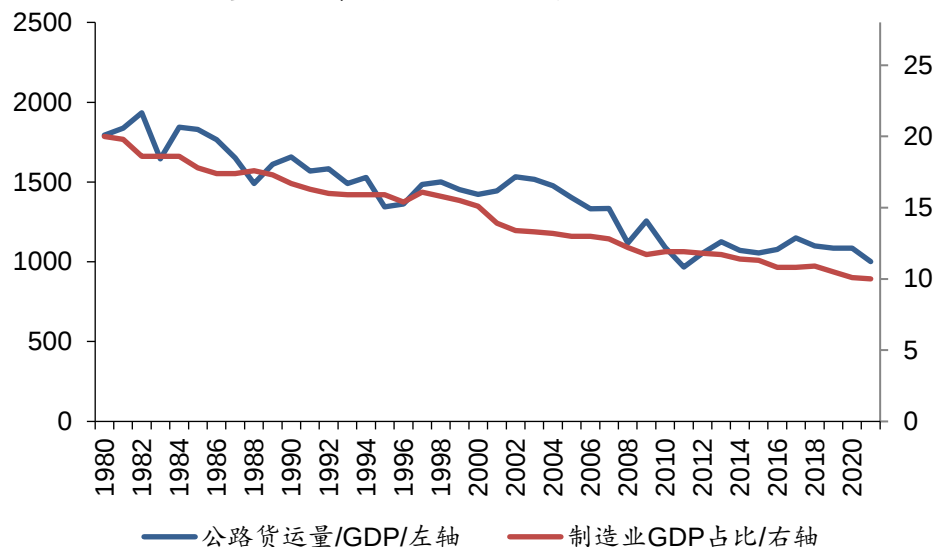
美国-结构2：服务业占比提升，单位GDP货运需求下降

- 经济发展到成熟阶段，结构的变化必然带来经济。GDP总量可拆分为：政府+私人商品生产行业+私人服务生产行业；货运需求来自政府+私人商品生产行业。
- 服务业发展：1970年至今私人服务GDP占比由54%提升至72%；制造业外流：1980-2021年，制造业GDP占比由20%下降至10%，美国单位GDP对应公路货运量相应下行。

图：1970-2023年私人服务生产行业GDP占比



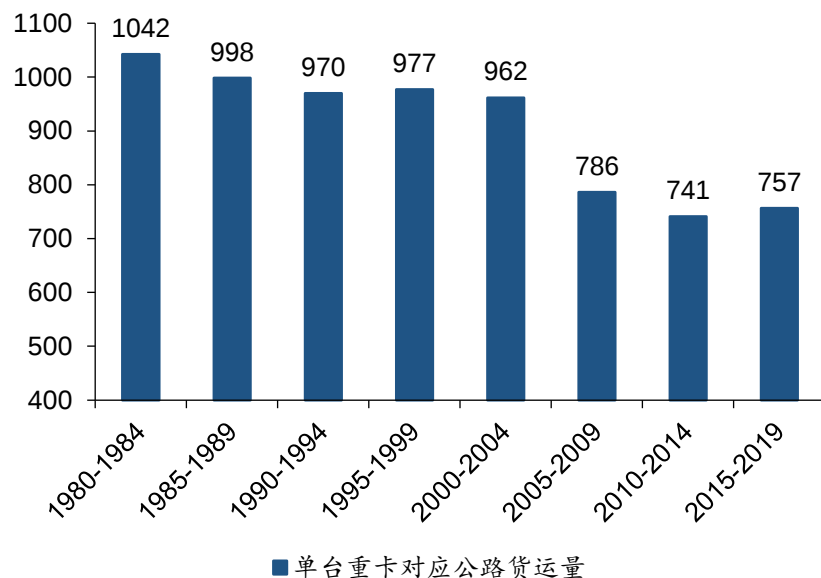
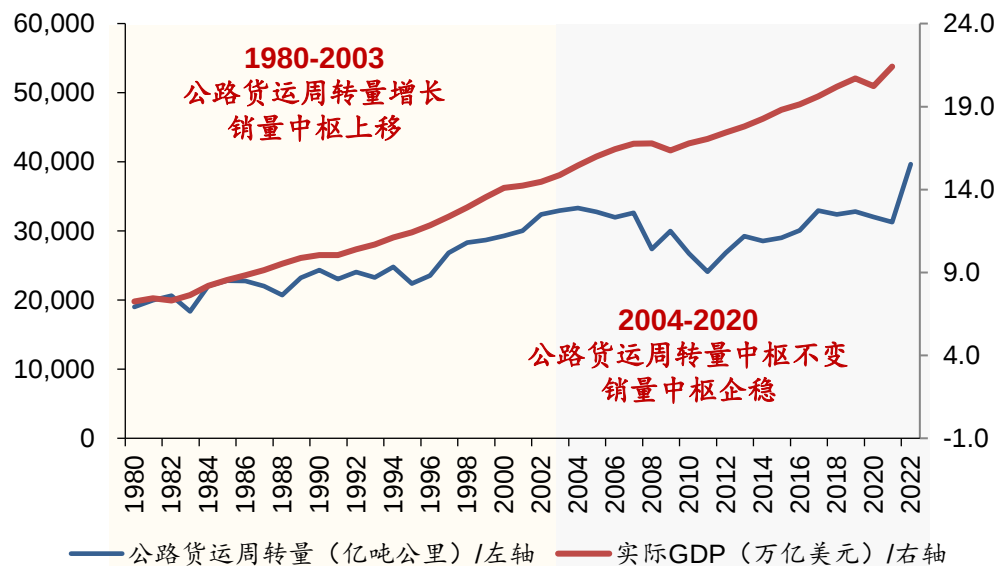
图：1980-2021年单位GDP公路货运量（吨公里/万美元）与制造业GDP占比（%）



美国-结构2：服务业占比提升，单位GDP货运需求下降

- GDP和公路货运周转量背离：1980-2022年，美国实际GDP呈持续增长趋势；公路货运周转量1980-2003年持续增长，2004年起则停止增长，围绕中枢波动。
- 单台中重卡对应公路货运量持续下降：1980-2003年缓慢下滑，2004年至今快速下滑至700-800吨公里区间。

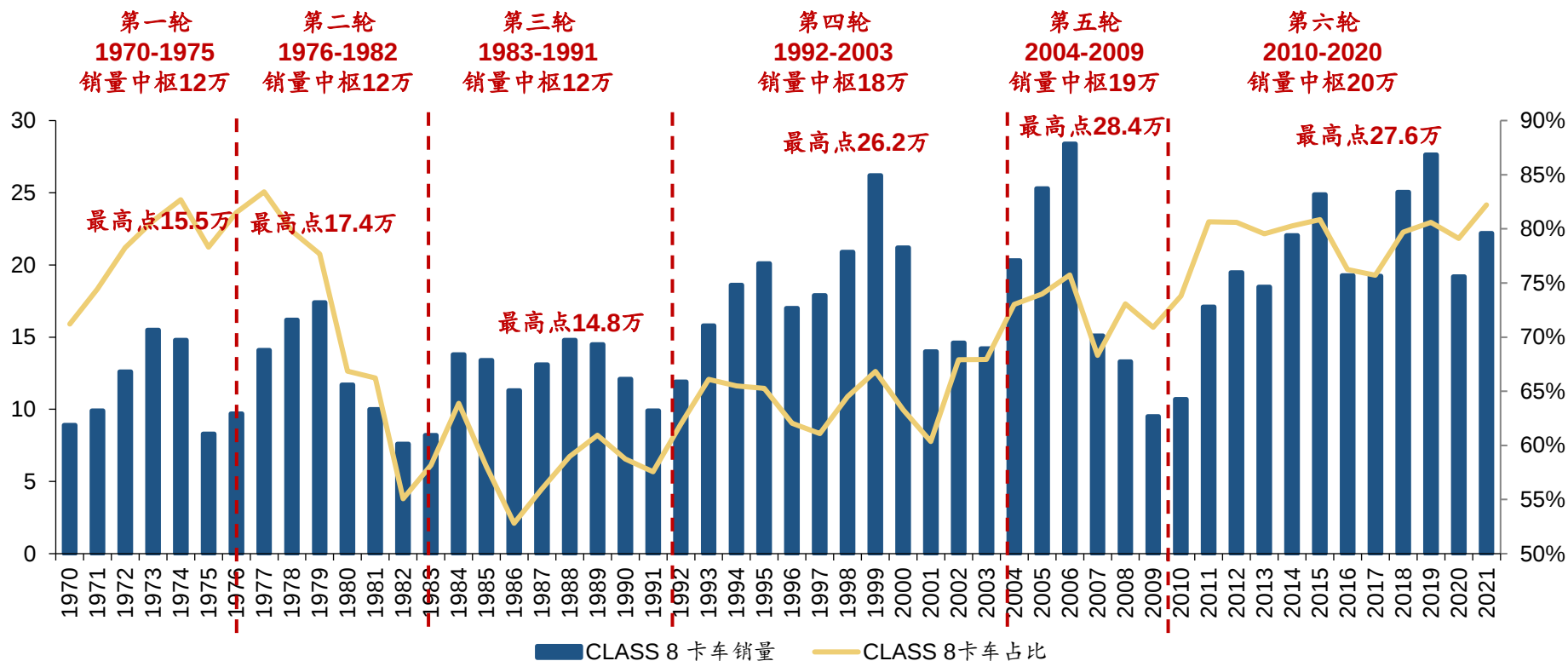
图：1980-2022年美国公路货运周转量与实际GDP走势 图：1980-2019年美国单台中重卡对应公路货运量（吨公里）



美国-结构3：中重卡大型化趋势显著

- 1980年起，美国重卡替代中卡趋势明显，CLASS 8卡车于CLASS 7-8卡车占比从1980s年的59.7%提升至2010s的78.8%。
- 1980年开始，在卡车大型化的结构性因素下，每轮周期CLASS 8重卡销量中枢均有提升，且每轮周期高点均可突破/回归上一轮高点。

图：1970-2021年CLASS 8重卡车销量（万辆）及占比（%）



保有量：

- GDP长期稳增长下，**中重卡保有量随经济总量增长**，且随经济周期波动阶段性透支和消化。
- 结构上，经济转型下（服务业发展）单位GDP对应货运需求持续下行，同时重卡持续替代中卡，带来单车对应GDP提升。

销量：

- 过去50年美国经济经历六轮周期，**销量波动与经济周期同步**。
- 货运市场更规范/理性，**排放标准切换的对销量的短期冲击不明显**。
- 跨周期来看，**随GDP增速下台阶保有量由增长转为企稳**，第1-4轮周期，每轮周期中重卡销量中枢均上行，第5-6轮周期，中枢微降/维稳。
- 结构上，销量中**存量更新需求占主导**，且随保有量增速放缓，更新需求占比持续提升。
- 更新需求主导下，报废年限是影响中重卡销量的关键指标。
- 上行周期报废年限缩短，下行周期报废年限拉长。
- 跨周期来看，**报废年限中枢由7年提升至10年是压制销量中枢进一步上移的重要原因**（或为无效保有量增加带来统计报废年限中枢增加，实际报废年限不一定增加）。
- 重卡对中卡的替代趋势下，CLASS 8 重卡销量中枢稳步上移。
- 每轮周期高点与当期经济波动幅度/外生冲击力度有关，**保有量/销量中枢不下移，每轮周期都可突破/回归上轮高点**。

对标：

- 对中国经济长期乐观的前提下，国内重卡保有量有望随GDP长期增长，销量中枢上移/企稳。
- 考虑国内货运市场更不规范/非理性，且上轮周期高点市场非理性程度高，本轮周期不可简单对标美国认为可突破/回归上轮高点。

日本

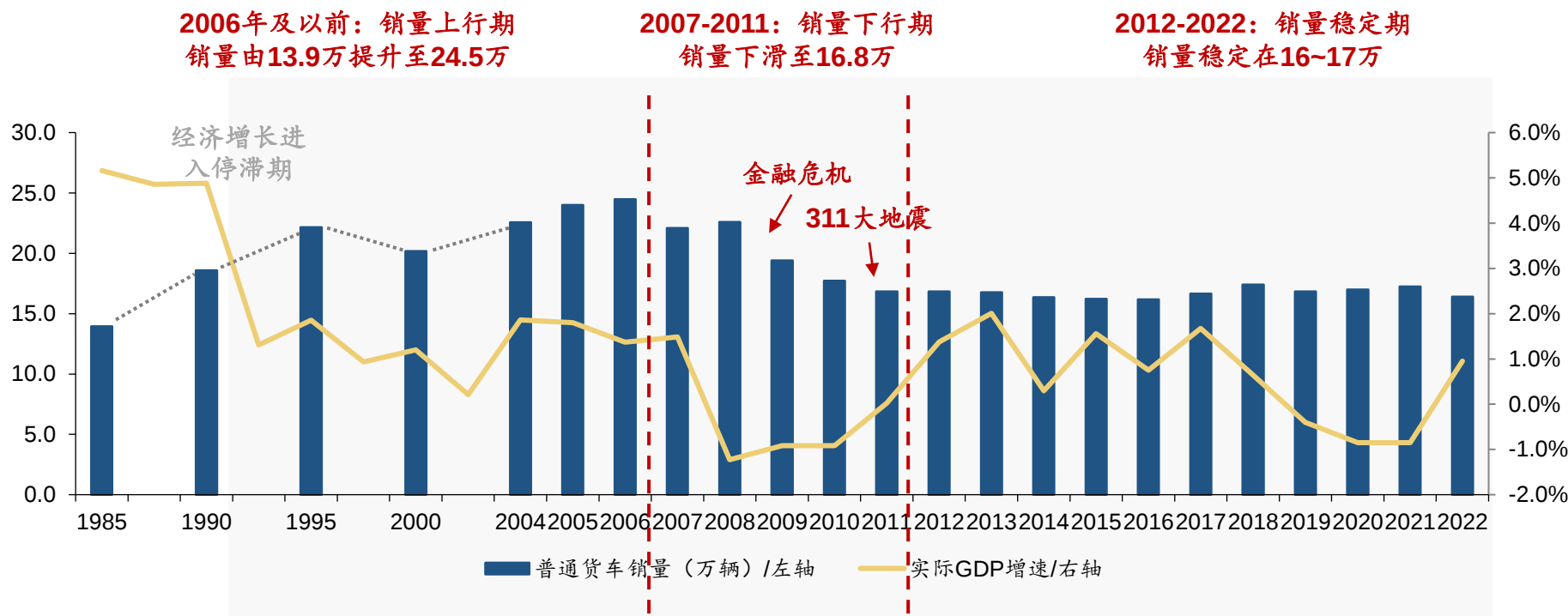
口径说明：

- 日本货车划分为微型货车/小型货车/普通货车，普通货车指2吨以上货车。
- 普通货车可按吨位进一步划分，其中最大吨位口径为9吨及以上货车，最接近重卡概念。
- 考虑数据可得性，本部分主要用普通货车数据进行分析。

日本：货车销量自2006年后中枢下行且未创新高

- 1985年至今日本货车销量变化可划分为三大阶段：【上行期】2006年及以前，销量存在阶段性波动但整体上行，【下行期】2007-2011年，销量快速下行；【稳定期】2012-2022年，销量稳定在低位且波动性小。
- 随经济增长停滞+周期性减弱，**货车销量逐步走向稳定，且无法回到当年高点。**

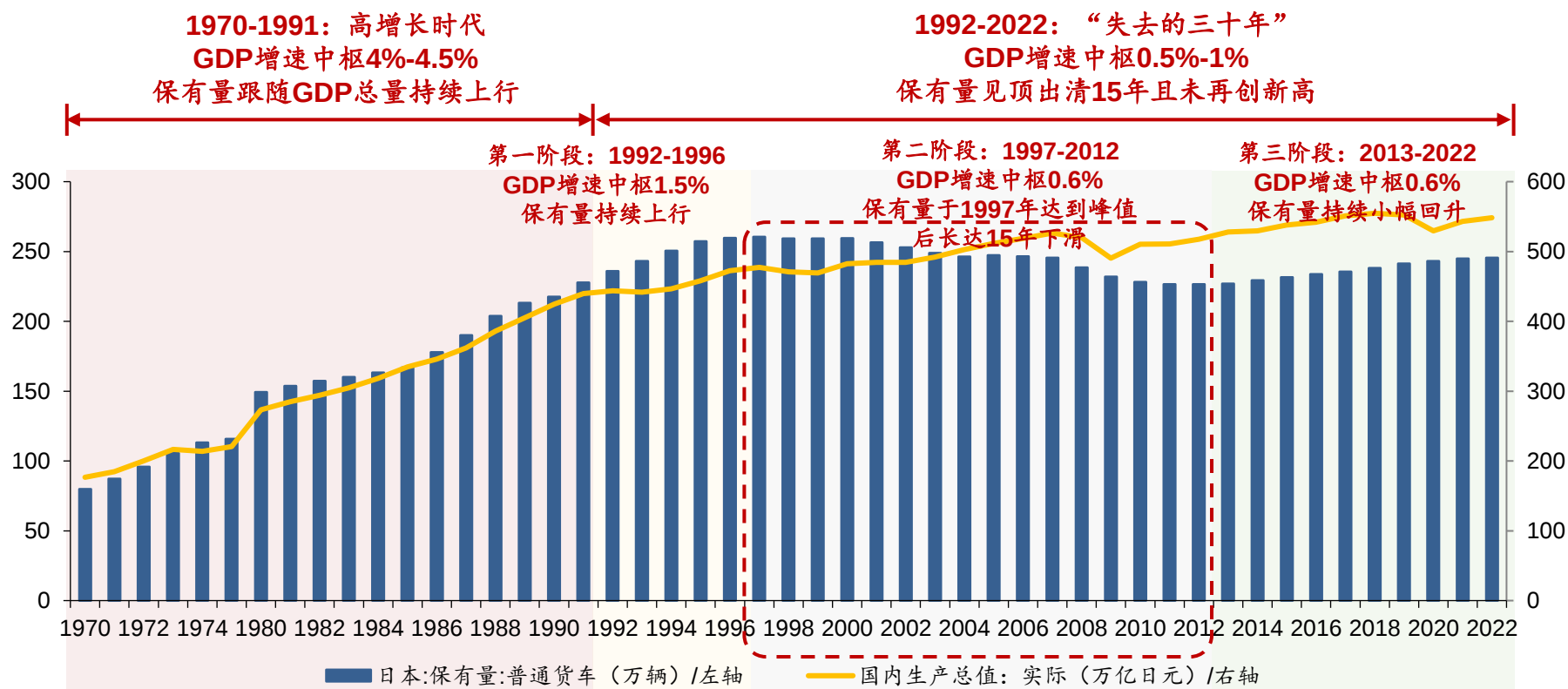
图：1985-2022年日本普通货车销量（万辆）及实际GDP增速



日本：高增长阶段保有量上行，失去的三十年保有量下行

- **高增长阶段**：1970-1991年，日本经济高速增长，GDP增速中枢4%-4.5%，普通货车保有量随经济增长而快速提升。
- **失去的三十年**：1992-2022年，日本经济增长停滞，GDP增速中枢0.5%-1%，普通货车保有量历经【5年增长】【15年出清】【10年回升】三个阶段，于1997年达到峰值后下行2015年再回升且未再创新高。

图：1970-2022年日本普通货车保有量与实际GDP

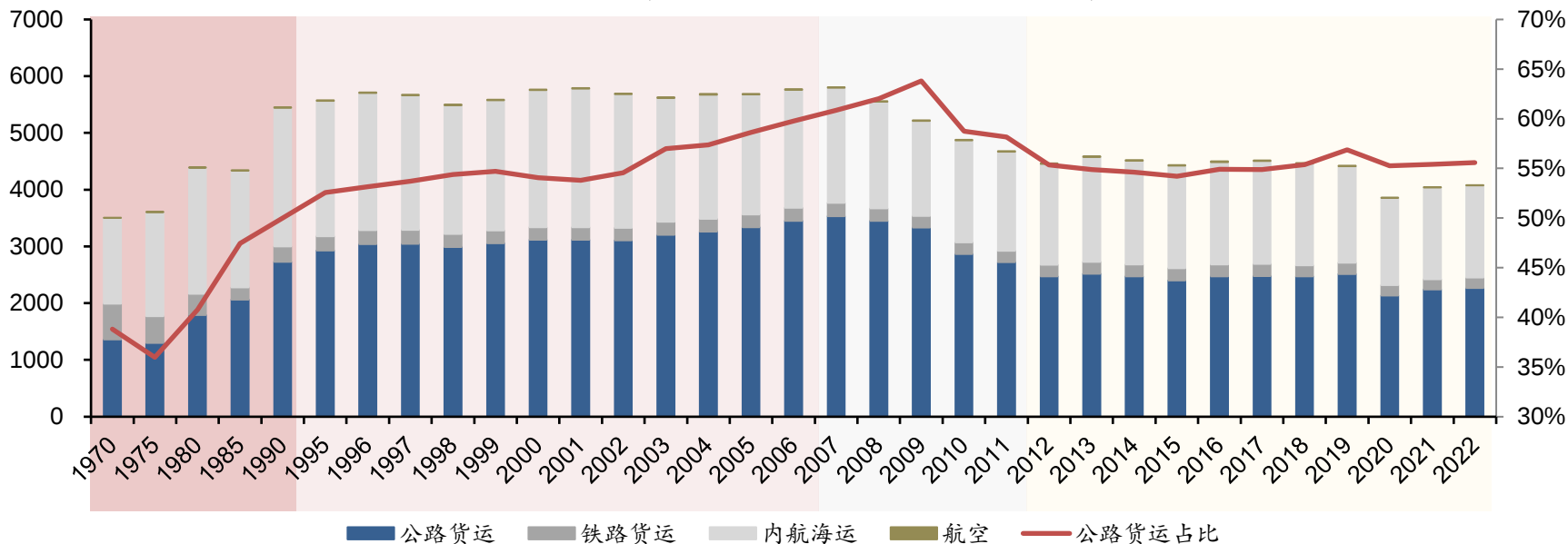


日本：销量变动趋势与公路货运周转量趋势与一致

- 1970-2006年，公路货运周转量增长，销量提升；2007-2011年，公路货运周转量快速下滑，销量同步下滑；2012年至今，公路货运周转量、货车销量均稳定，且中枢下移。

	1970-1991	1992-2006	2007-2011	2012-2022
经济总量	4%-4.5%增长	增长停滞	增长停滞	增长停滞
公路货运周转量	快速 增长	缓慢 增长 （货运总需求稳定，公路货运占比提升）	随货运总需求快速 下滑	稳定
普通货车保有量	稳定	见顶后持续下降	持续下滑	缓慢回升
普通货车销量	持续提升	持续提升	快速 下滑	低位 稳定

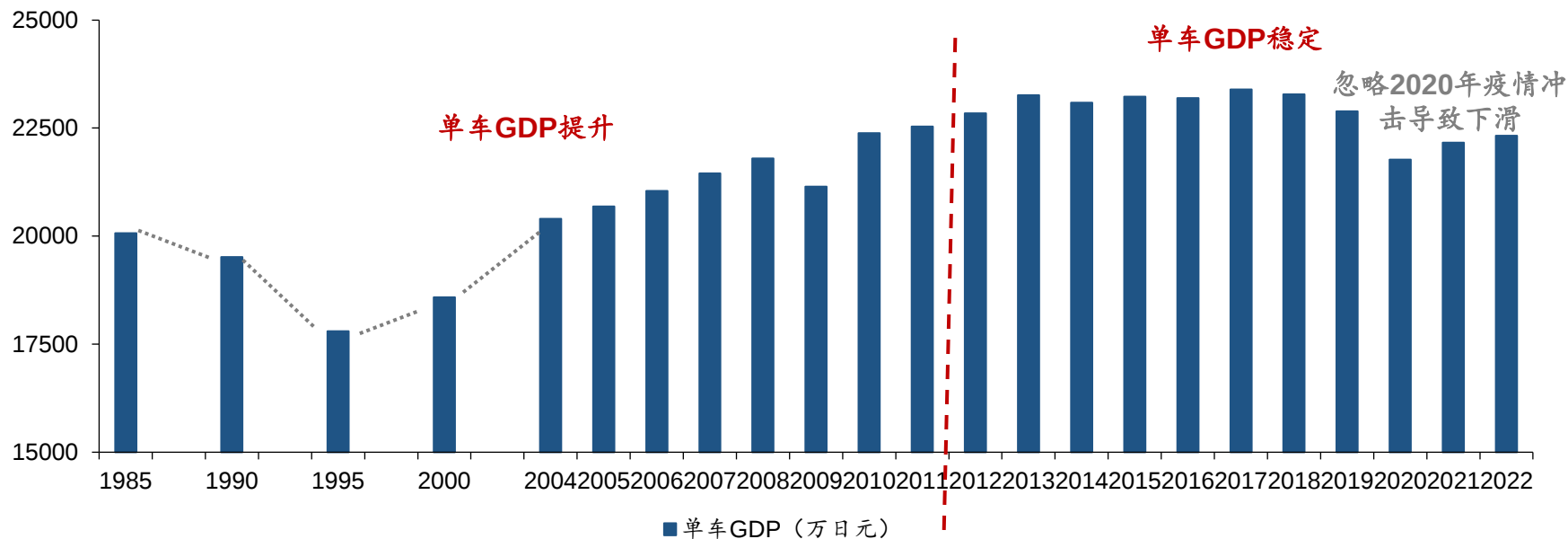
图：日本分类别货运量（百万吨公里）及公路货运占比



日本：单车GDP持续提升而后稳定

- 从日本货车保有量与GDP对应关系来看，1995-2011年，日本单车GDP持续提升，2012年起较为稳定。
- 一方面，单车货运周转量下行；一方面，经济结构变化+外生冲击下，单位GDP对应货运需求下行；综合导致单车对应GDP提升至一定阶段后稳定。

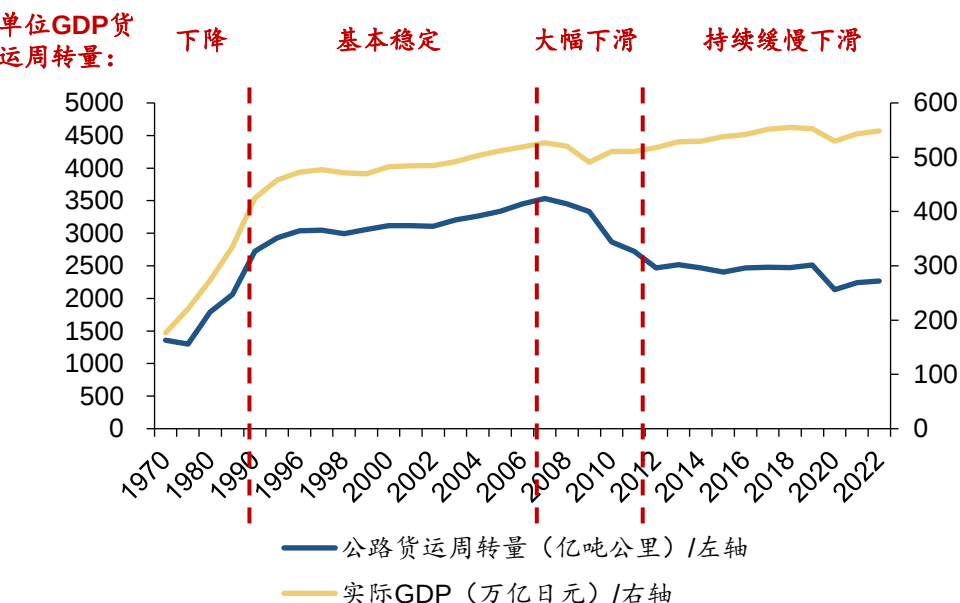
图：1985-2022年日本单车GDP



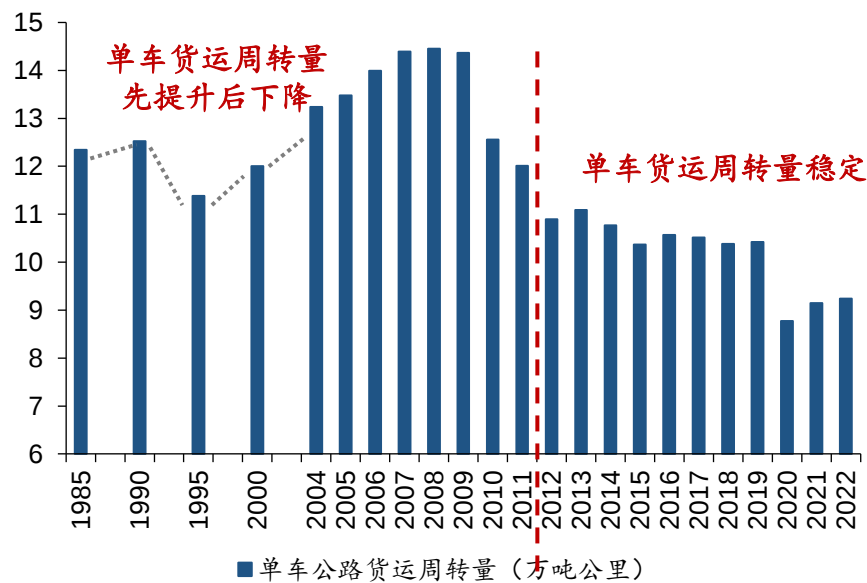
日本：2007年至今单车货运周转量下行

- **GDP和公路货运周转量背离**：1970-2006年，GDP与公路货运周转量走势方向相同；2007年至今，GDP仍上行，但公路货运周转量大幅下行后企稳，告别增长趋势。**单位GDP对应货运需求下行。**
- 单车货运周转量来看，2008年之前单车货运周转量长期增长，2009-2012年大幅下滑，2012年至今低位企稳，仍有持续小幅下滑。

图：1970-2022年日本GDP与公路货运周转量



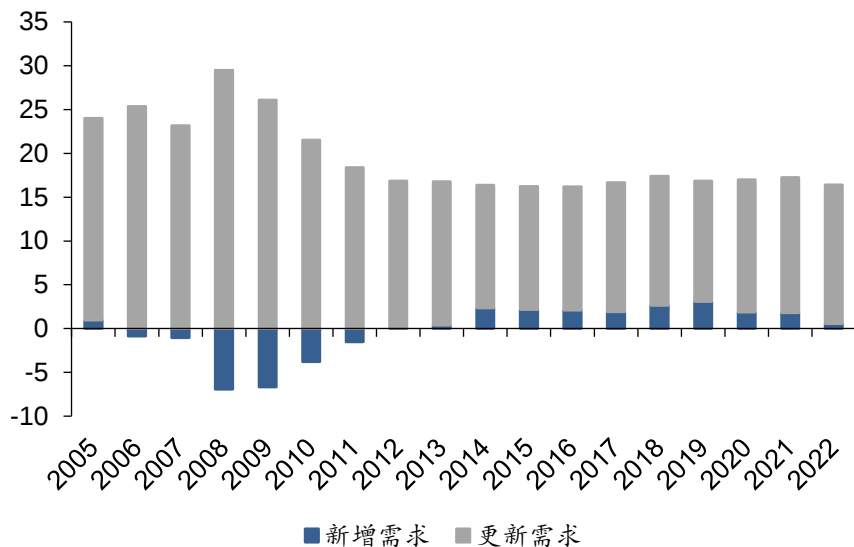
图：1985-2022年日本单车公路货运周转量



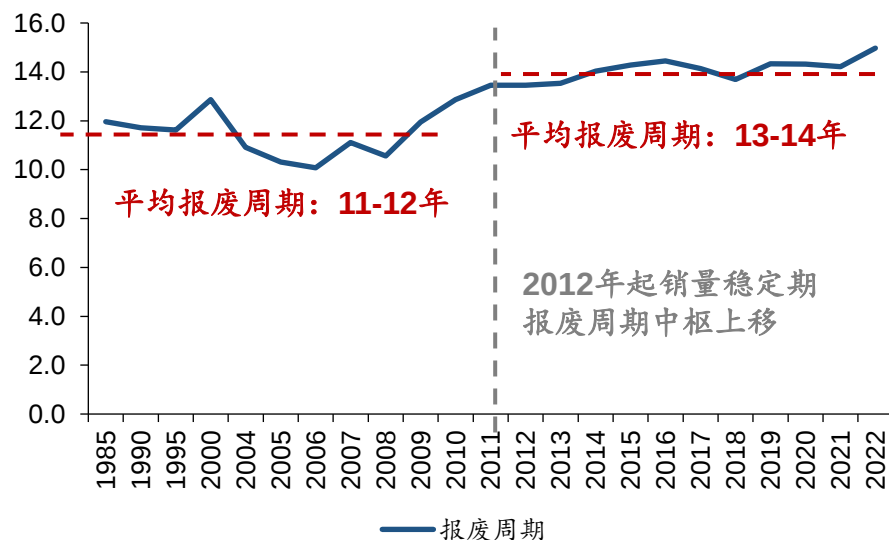
日本：更新需求占主导，销量下行期报废年限上移

- 拆分销量结构来看，存量经济下日本货车需求结构持续由【更新需求主导】。
- 【销量上行期】2009年及以前，日本货车**平均报废年限11-12年**；【销量下行期】2009-2011年，随日本货车销量下滑，**报废年限快速上移**；【销量稳定期】2012年起，**报废年限稳定在13-14年，中枢上移**。

图：2005-2022年日本货车销量拆分（万辆）



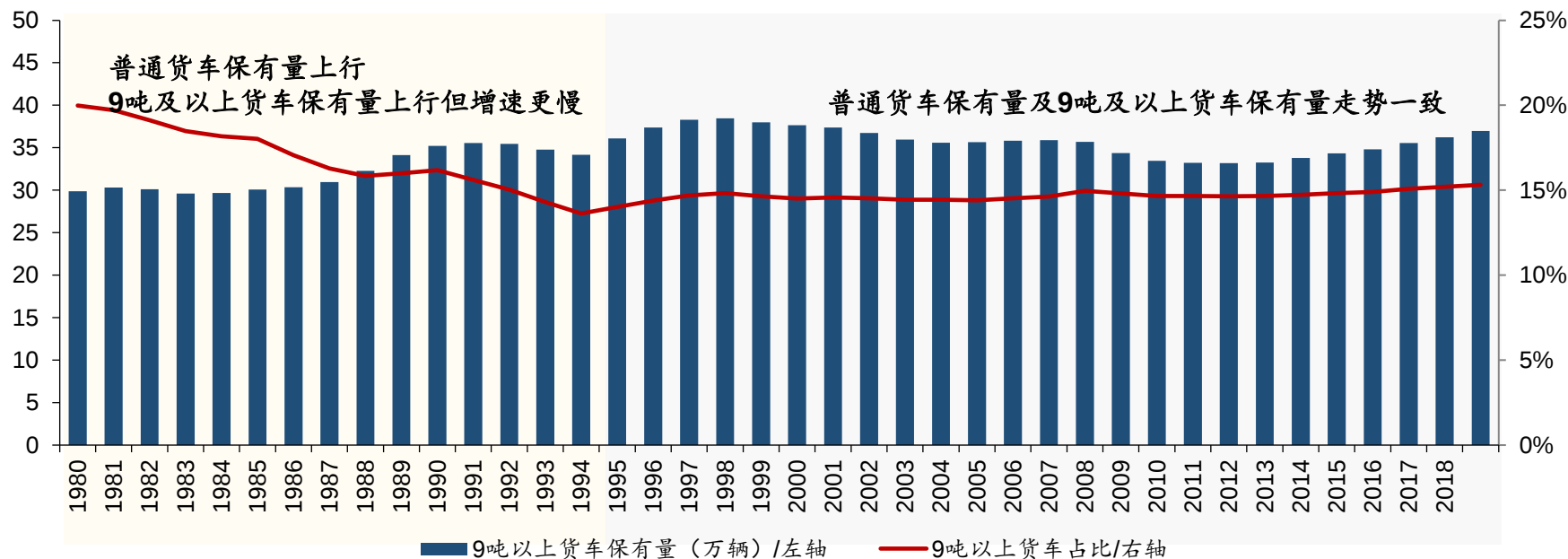
图：1985-2022年日本货车报废周期（年）



附：以普通货车代替重卡进行分析具备合理性

- 1975-1994年，日本9吨以上货车保有量占普通货车保有量比重持续下滑，期间普通货车保有量随经济高速增长，9吨以上货车保有量也呈增长趋势但增速更慢。
- 1995年起，9吨以上货车保有量占比稳定，保有量走势与普通货车基本一致，考虑数据可得性，我们以普通货车替代重卡进行分析，具备一定合理性。

图：1980-2019年9吨以上货车占普通货车（2吨以上）保有量比



德国（欧洲典型样本）

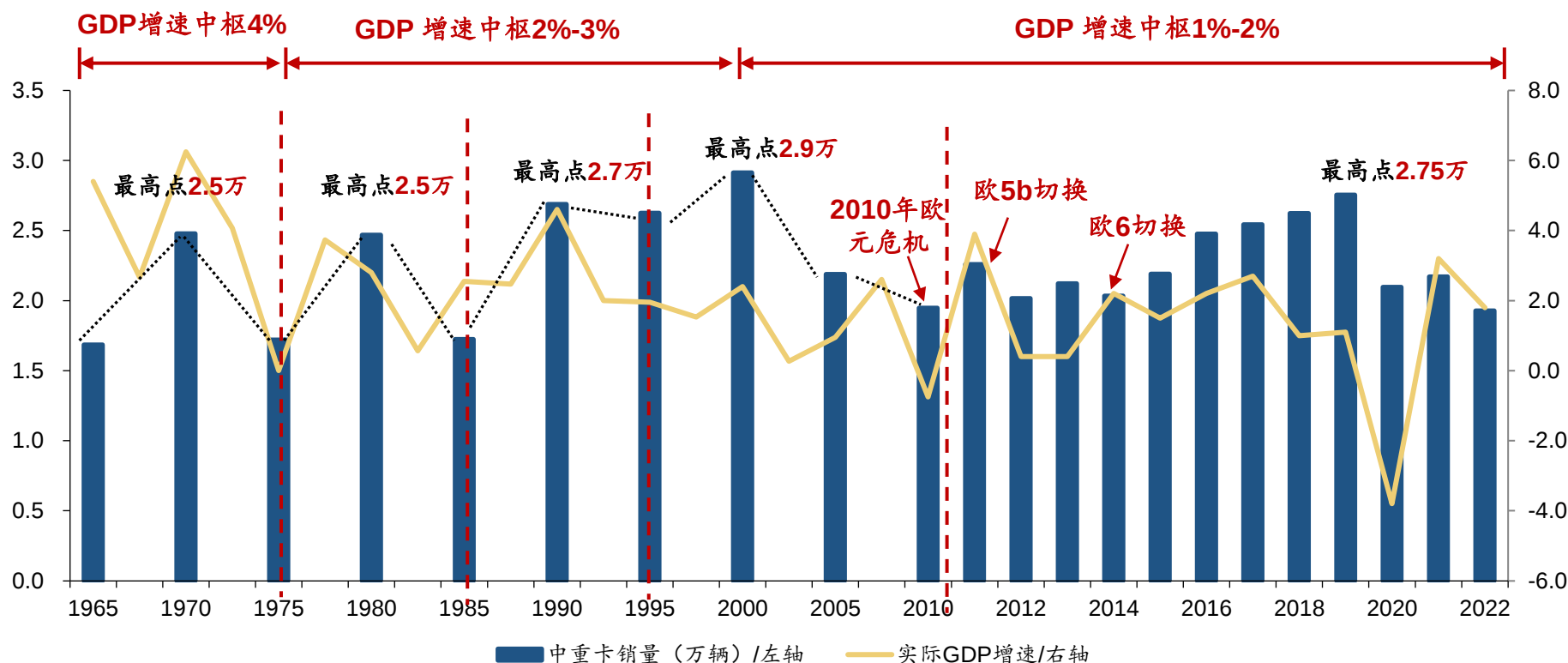
口径说明：

- 德国中重卡口径为12吨以上货车。
- 考虑数据可得性，本部分用中重卡数据进行分析；且用数据较为齐全的德国作为欧洲国家的典型样本。

德国：中等增长时代中重卡销量中枢上移且屡创新高

- 【中等增长时代】：1965-2000年，德国经济增速由4%放缓至2%左右，期间中重卡销量中枢上行，以10年为一轮中重卡周期（与报废周期一致），周期峰值屡次突破前高。
- 【微增时代】：2000年至今，德国经济维持1%-2%增速低增长，期间中重卡销量经历10年下行+10年上行，中枢基本不变，上行期不断接近但未回到上轮高点（2019年2.75万，上轮2000年2.9万）。

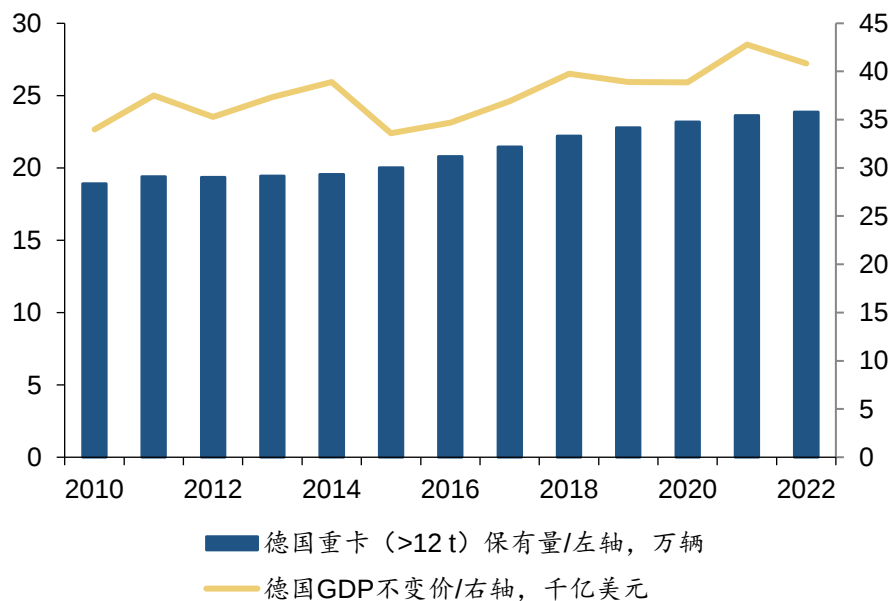
图：1965-2022德国中重卡销量（万辆）及实际GDP增速（%）



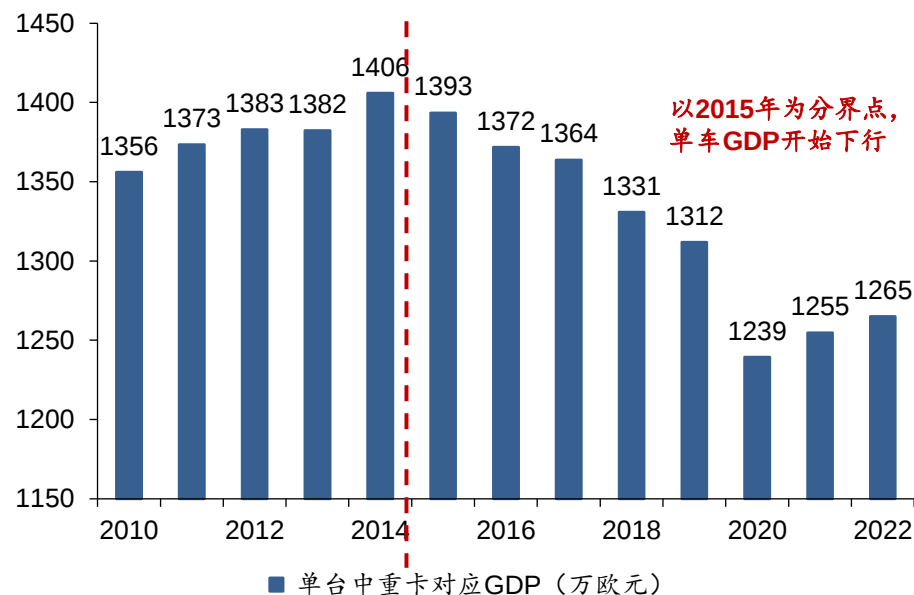
德国：低增长阶段，保有量仍跟随GDP总量增长

- 2010-2022年，德国GDP波动上行，平均增速1.5%-2%；中重卡保有量随GDP增长而稳步提升。
- 单车GDP从2015年开始下降。2010-2024年，单车GDP提升；2015-2019年，单车GDP降低；2020年受疫情冲击而单车GDP大幅下行。

图：2010-2022年德国中重卡保有量及实际GDP



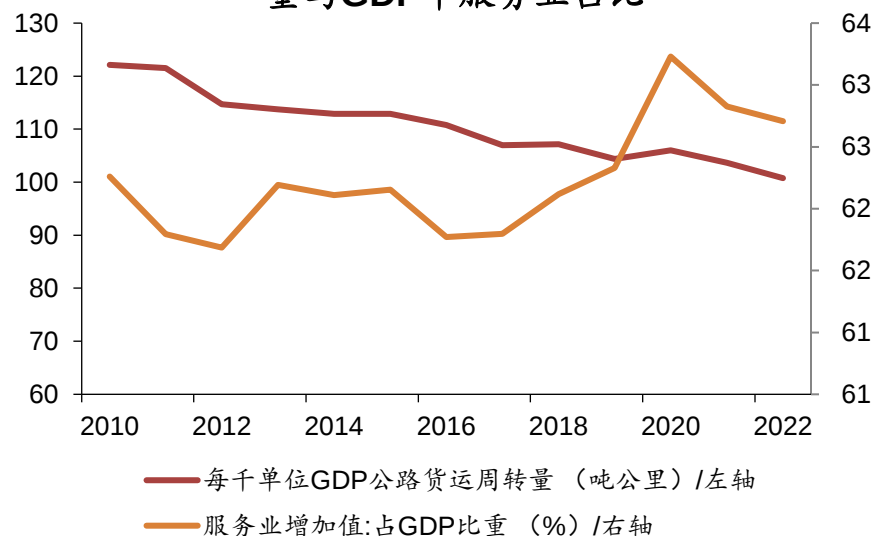
图：2010-2022年德国中重卡单车对应GDP



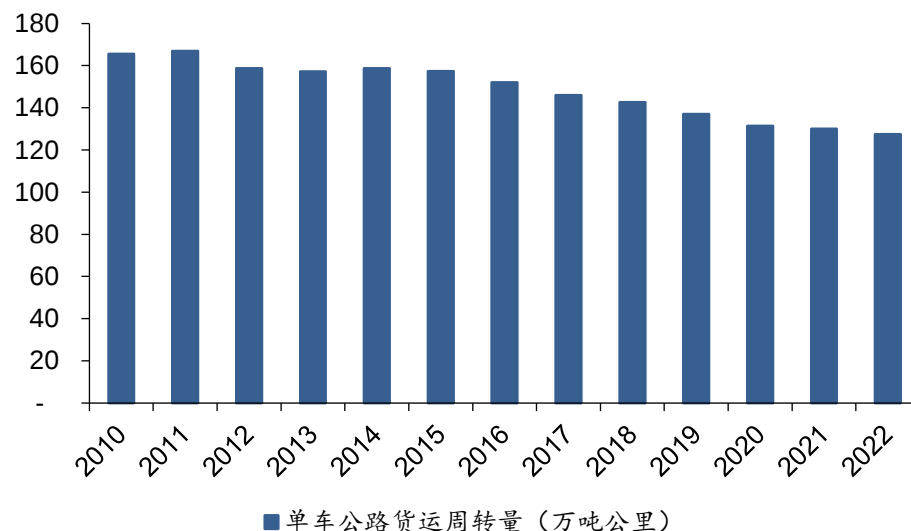
德国：单位GDP货运需求与单车货运周转量持续下行

- 2010-2022年，德国GDP总量持续增长，公路货运周转量基本维持稳定，千单位GDP对应货运周转量由122吨公里下滑至101吨公里。分结构来看，德国GDP总量中服务业占比提升，制造业下降。
- 2010-2022年，德国中重卡单车公路货运周转量持续下行。

图：2010-2022年德国单位GDP公路货运周转量与GDP中服务业占比

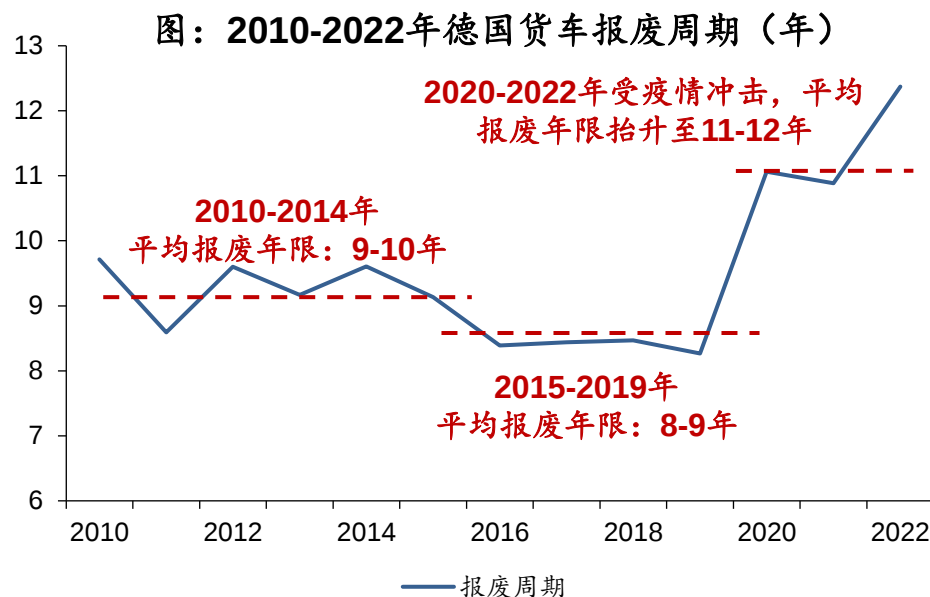
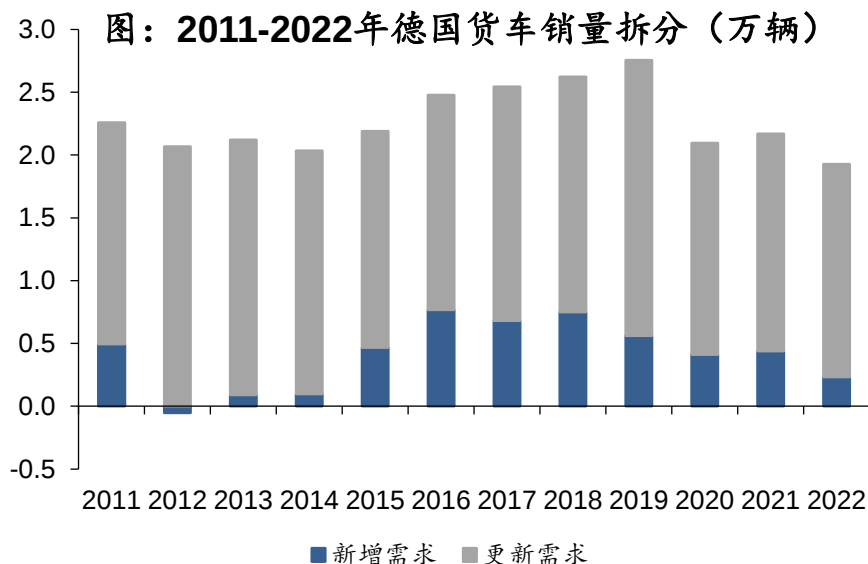


图：2010-2022年德国单车公路货运周转量



德国：更新需求主导，常态报废周期8-10年

- 德国中重卡销量结构符合成熟经济体特征【更新需求主导】，2022年销量中88%为更新需求。
- 销量稳定期（2010-2014年）平均报废年限9-10年；销量上行期（2015-2019年）平均报废年限8-9年。疫情冲击下，2020-2022销量中枢大幅下移，平均报废年限抬升至11-12年，但并非常态。



中国

口径说明：

- 国内重卡定义为14T以上货车底盘

中国：2000年以来我国重卡销量经历了三轮周期

图：2000-2023年重卡销量（万辆）及批发销量增速（%）

上行期：2000-2004

经济：加入WTO经济高速发展

上行期：2006-2010

经济：GDP及公路货运周转量持续高速增长，08年国二切国三，08年后4万亿刺激基建需求

上行期：2016-2021H1

政策：16年起治超治限；18-20年三年蓝天保卫战促进老旧车报废；20年支线物流&工程车治超单车运力进一步下滑

下行期：2005

政策：04年国一切国二造成需求透支

下行期：2011-2015

经济：4万亿刺激后缺乏强接力
政策：13年国三切国四透支需求

下行期：2021H2-2022

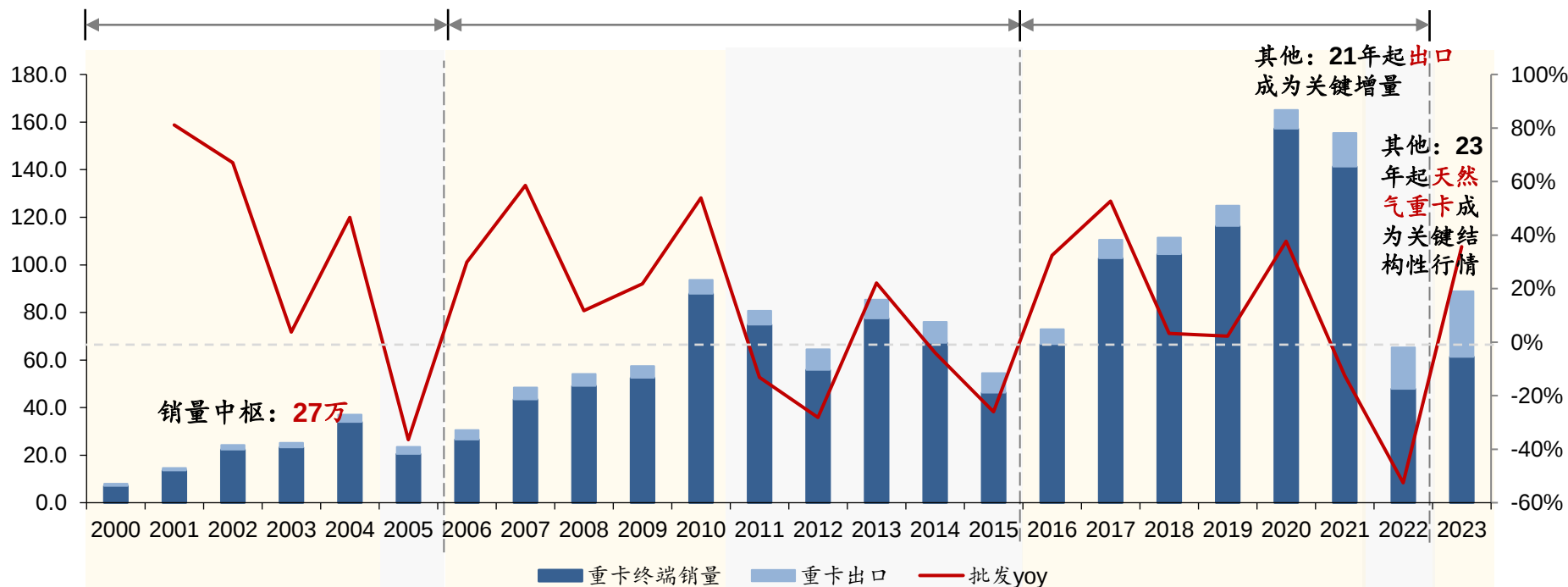
政策：21年国五切国六造成需求透支，22年去化二手国五库存
货运市场：车多货少，22年起运价下跌

第一轮：2000-2005

第二轮：2006-2015

第三轮：2016-2022

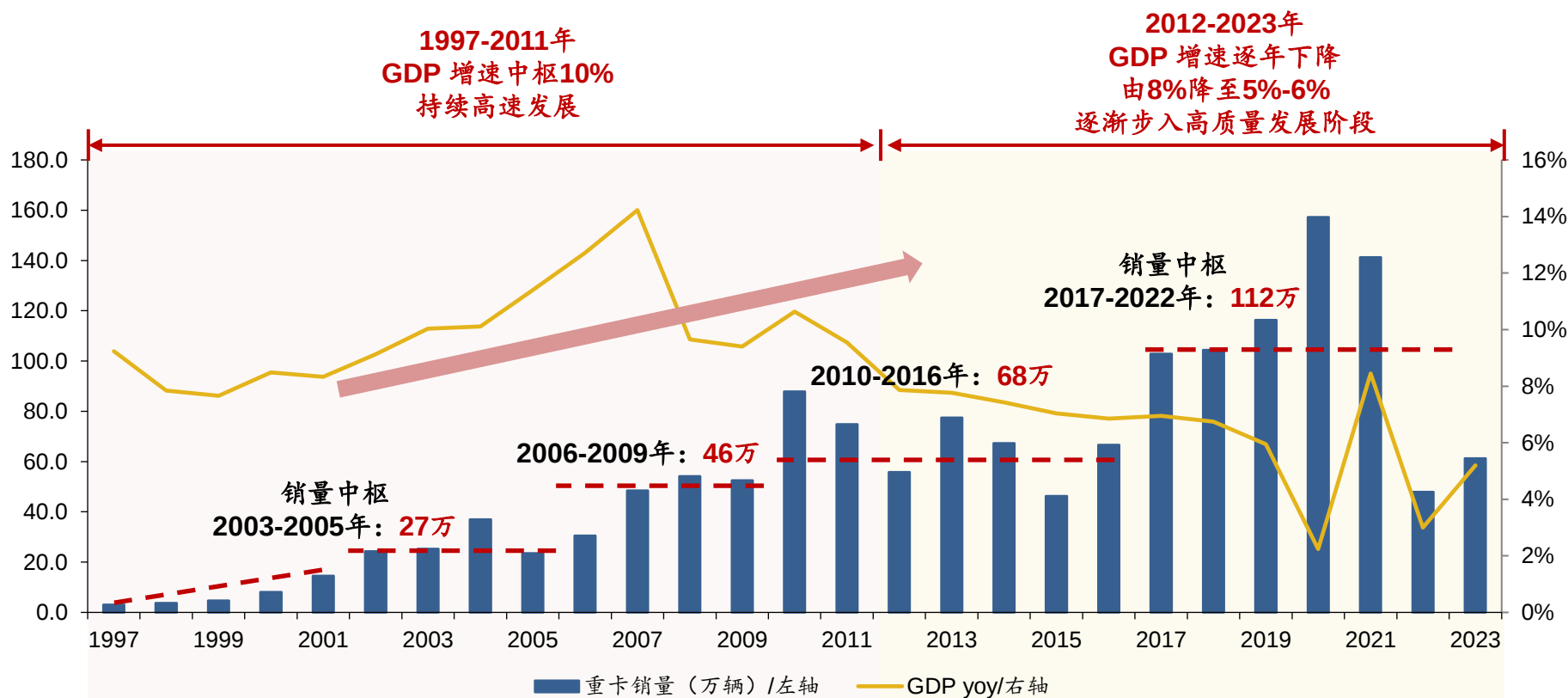
第四轮？



中国：27年来每轮周期重卡销量中枢均上移

- 1997年至今，我们将中国经济发展分为两大阶段：【高速发展阶段】1997-2011年，先后由于加入WTO、四万亿刺激等，经济持续高速增长，GDP增速中枢10%；【换挡阶段】2012年至今，GDP增速逐年下台阶，由8%降至当前的5%-6%，逐步由高速发展进入高质量发展阶段。
- 过去27年国内重卡销量中枢持续向上，1997-2001年重卡销量由3万快速提升至15万，2003-2005年中枢27万，2017-2022年中枢提升至112万。

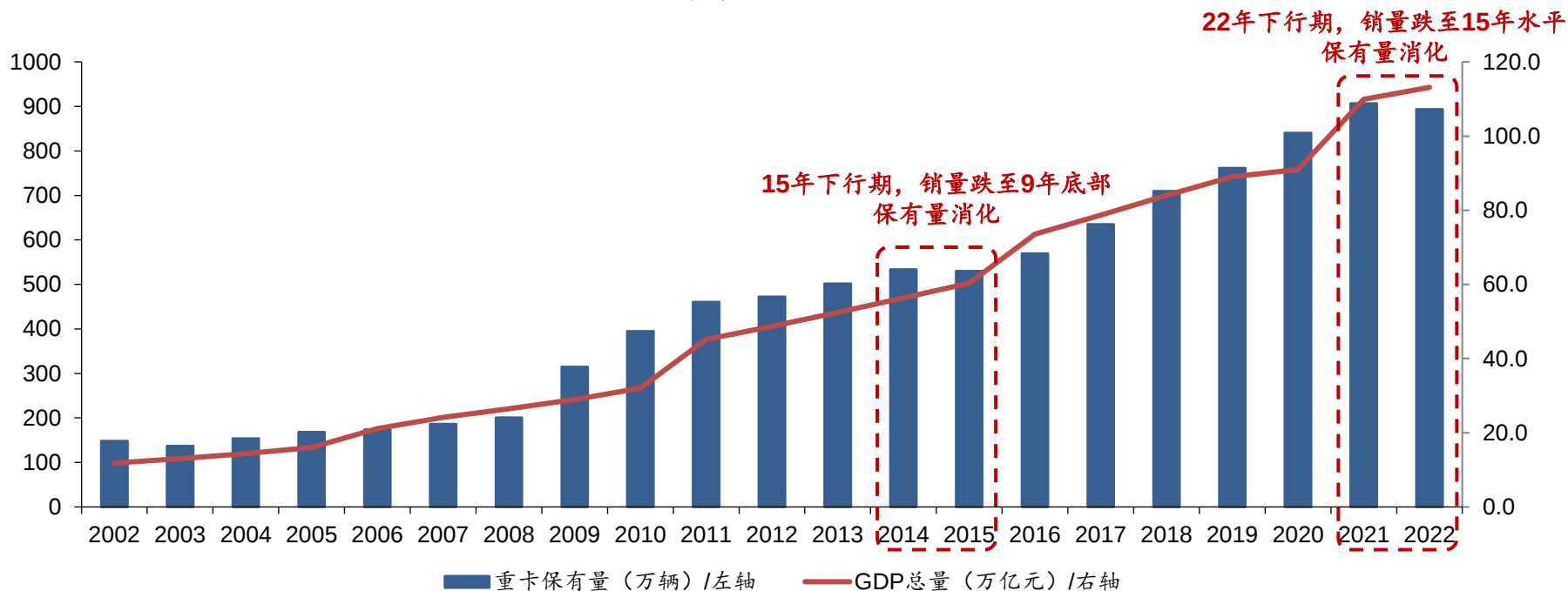
图：1997-2023年重卡销量（万辆）及GDP增速（%）



中国：重卡保有量随GDP总量持续增长

- 当前，我国经济虽然由高速发展转变为高质量发展，但仍保有5%以上的中高增速，重卡保有量跟随GDP总量持续增长。
- 保有量存在阶段性过剩和消化。经济/重卡销量上行期，保有量快速增长；下行期保有量增长缓慢，或出现停滞/下行。如历史上的销量底部2015/2022年，保有量均同比上年下滑。

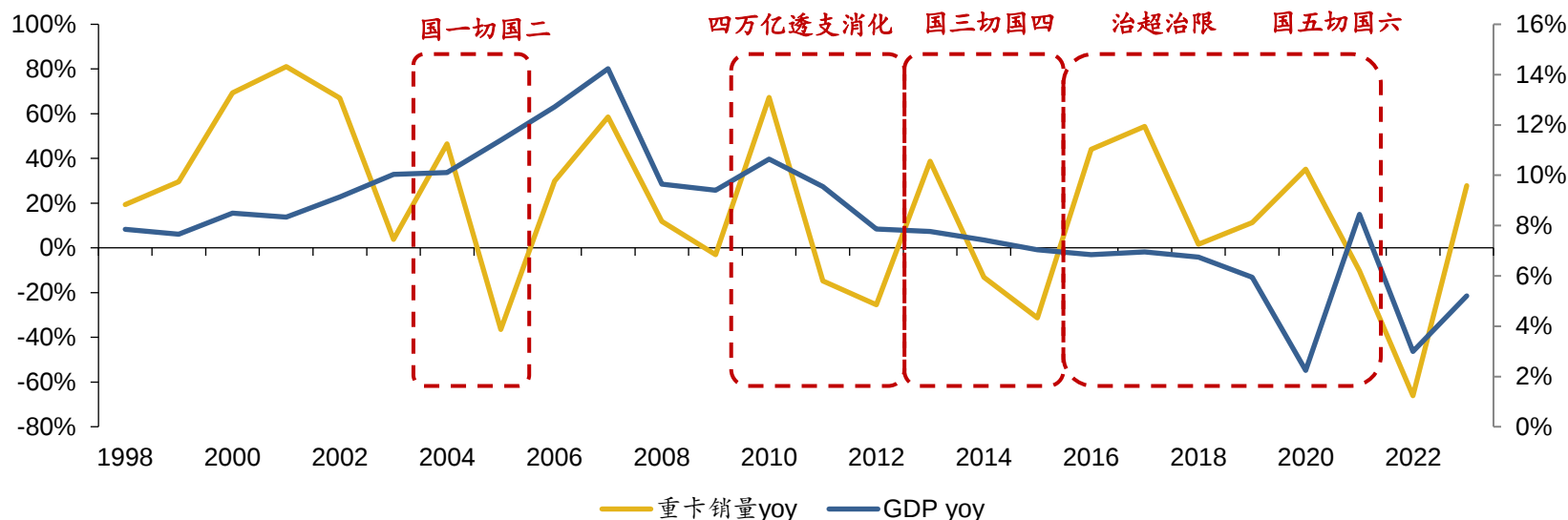
图：2002-2022年中国重卡保有量与实际GDP



中国：销量随经济周期波动，同时政策驱动明显

- 整体上，国内重卡销量随经济周期波动，经济高速发展期销量高增长，经济增长放缓时销量慢增长，如2006-2007高增长期、2022年下行期、2023年复苏期均呈现明显同步性。
- 与海外不同的是，国内重卡销量周期存在【政策驱动】+【非理性】的特点。
- 重卡销量增速与GDP增速变动存在1-2年的阶段性背离，主要受排放法规、治超治限、老旧货车淘汰等政策影响，透支-消化周期明显。

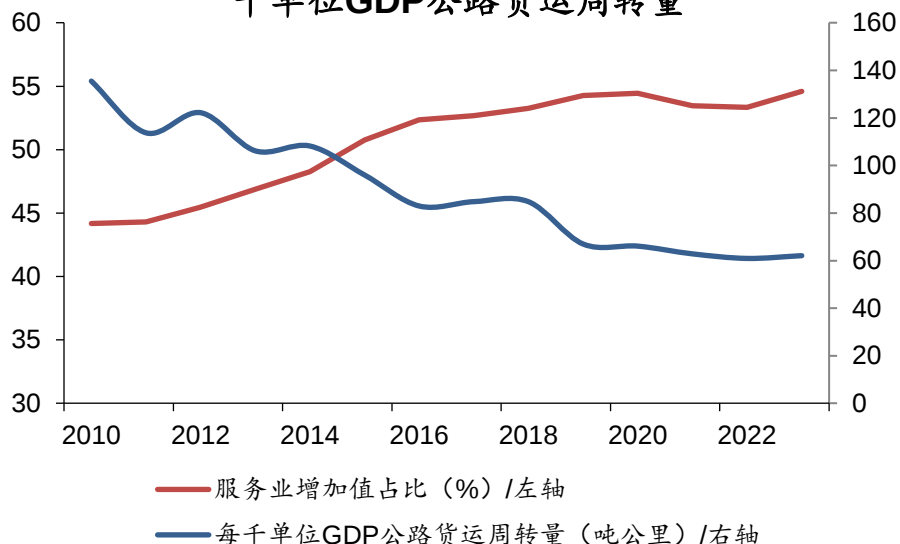
图：1998-2022年中国重卡销量增速vs实际GDP增速



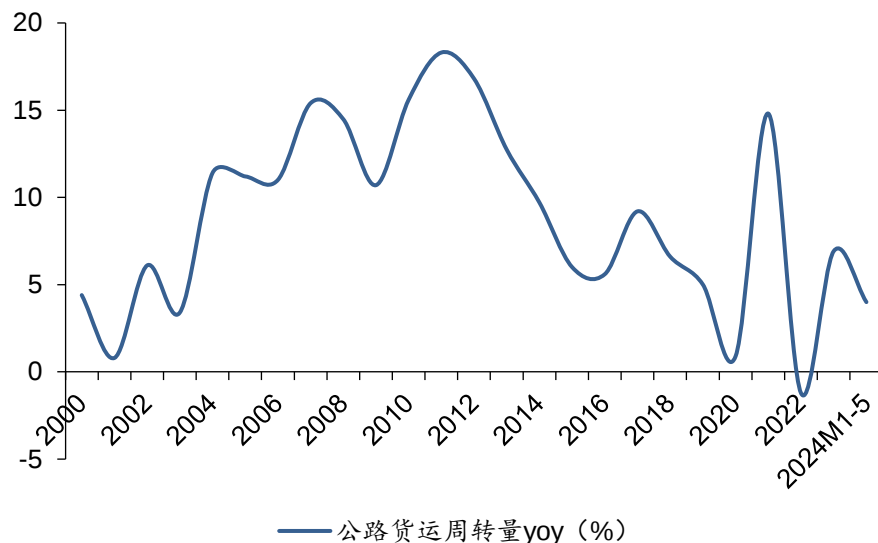
中国：公路货运周转量长期正增长且韧性强

- 2010-2022年，国内服务业GDP占比持续提升，单位GDP对应货运周转量持续下滑。
- 2023年，中国GDP结构中服务业占比54.6%，公路货运周转量仍呈正增长趋势，2000年至今，除2022年疫情导致小幅下滑1.2%外，我国公路货运周转量持续正增长，韧性较强。
- 持续正增长的第二产业及第三产业中零售业、邮政业等产业支撑公路货运需求增长。长期正增长的公路货运周转量为保有量和销量中枢提供支撑。

图：2010-2022年国内服务业占GDP比重与每千单位GDP公路货运周转量



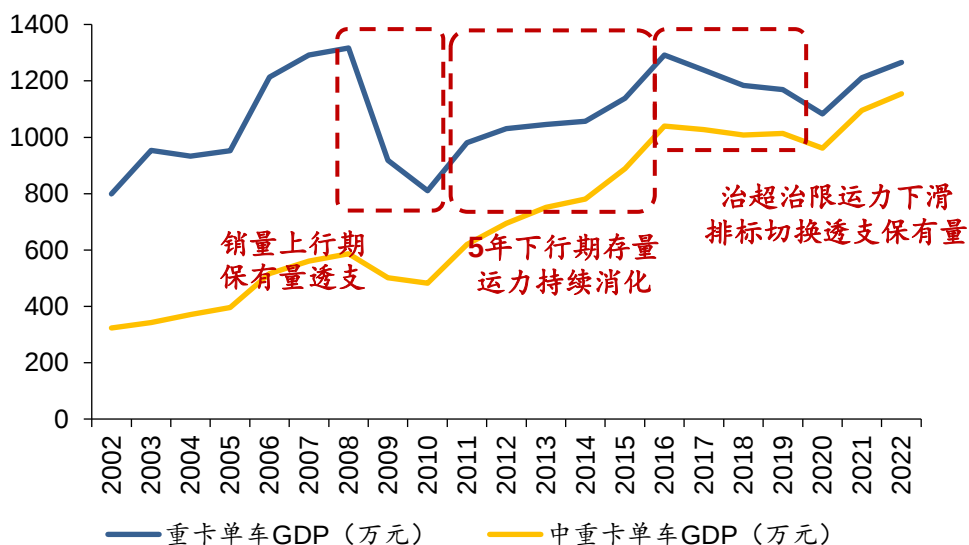
图：2000年至今中国公路货运周转量同比增速



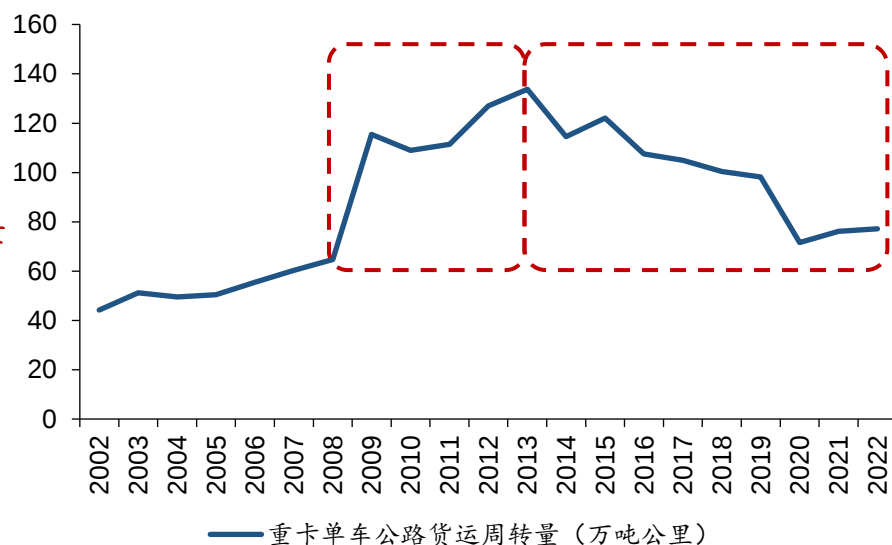
中国：单车GDP波动上行，单车货运量持续下行

- 从GDP和重卡保有量对应关系来看，销量下行期GDP增速快于重卡保有量增速，单车GDP提升，销量上行期GDP增速慢于重卡保有量增速，单车GDP下滑。从中重卡单车GDP来看，由于重卡对中卡替代趋势持续，中重卡单车GDP持续提升。
- 从公路货运周转量和重卡保有量关系来看，2008年以后经济高速增长带来公路货运周转量10%+的年增速，单车公路货运周转量持续提升，2014年起公路货运周转量持续下行。

图：2002-2022年重卡及中重卡单车GDP



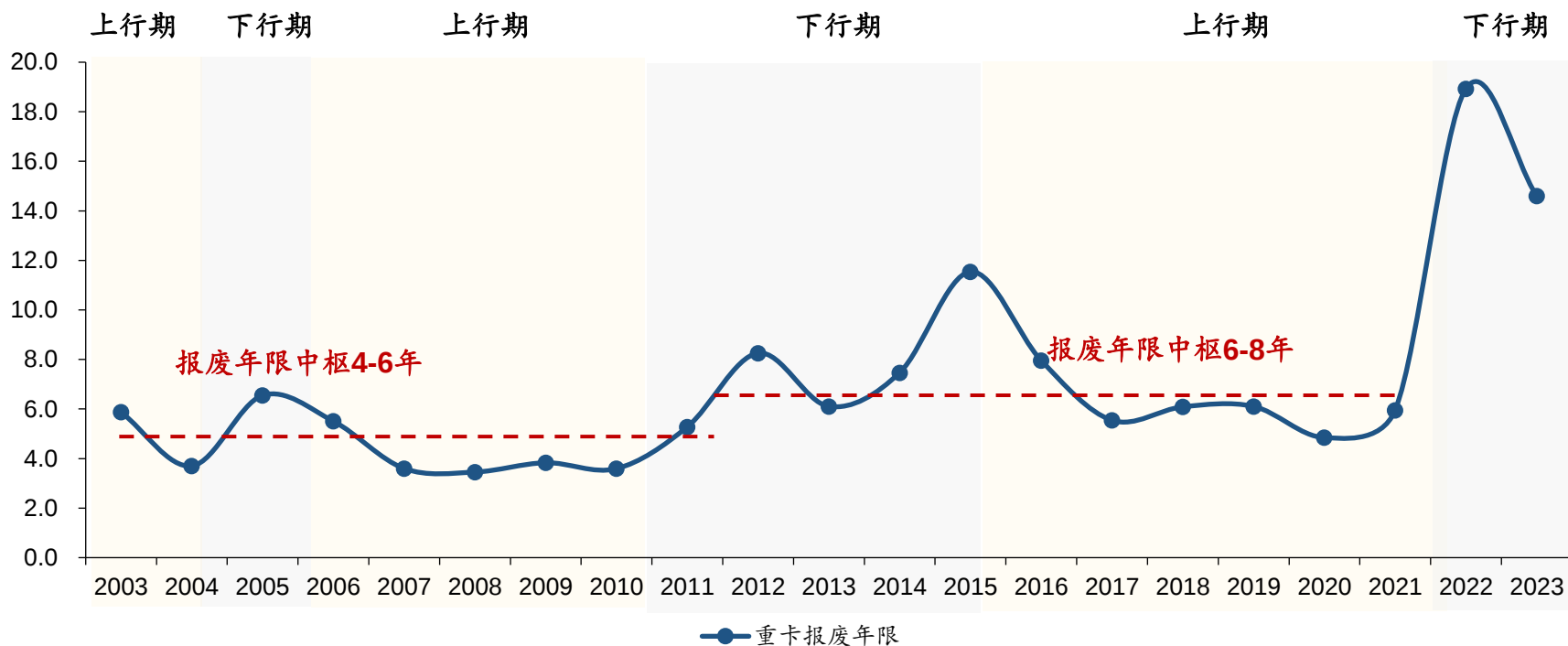
图：2002-2022年重卡单车公路货运周转量



中国：每轮周期报废年限中枢上移

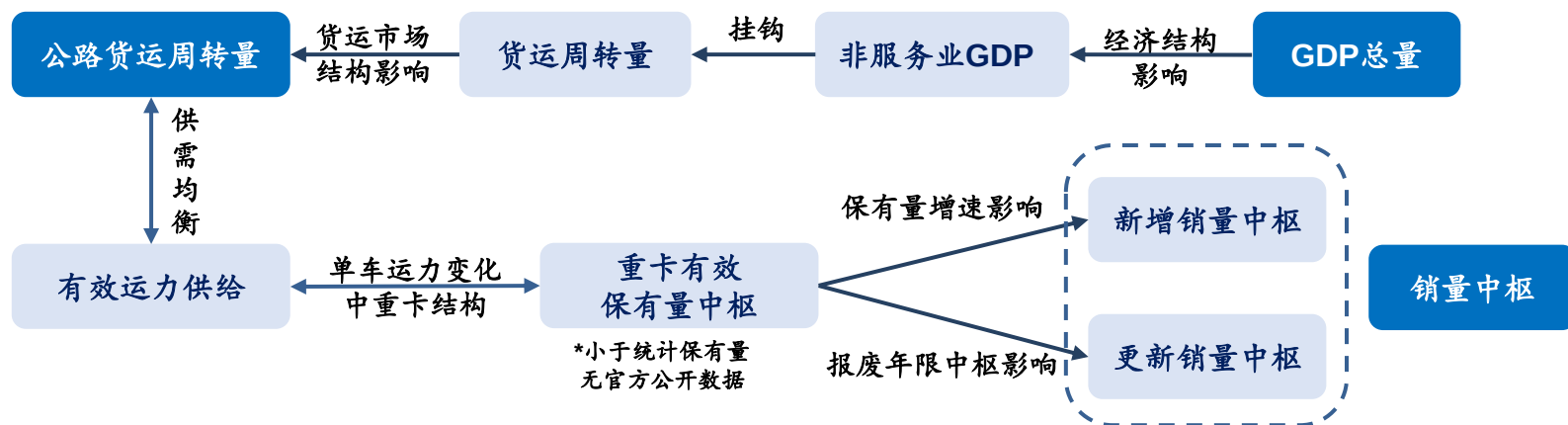
- 周期内部来看，上行期报废年限低，下行期报废年限长，周期底部报废年限大幅偏离均值（2005/2015/2022年，分别对应6.5/11.5/18.9年）。
- 跨周期来看，一轮完整周期后下一轮周期报废年限上移，2003-2010年报废年限中枢4-6年，2011-2021年报废年限中枢6-8年。

图：2003-2023年重卡报废年限（年）

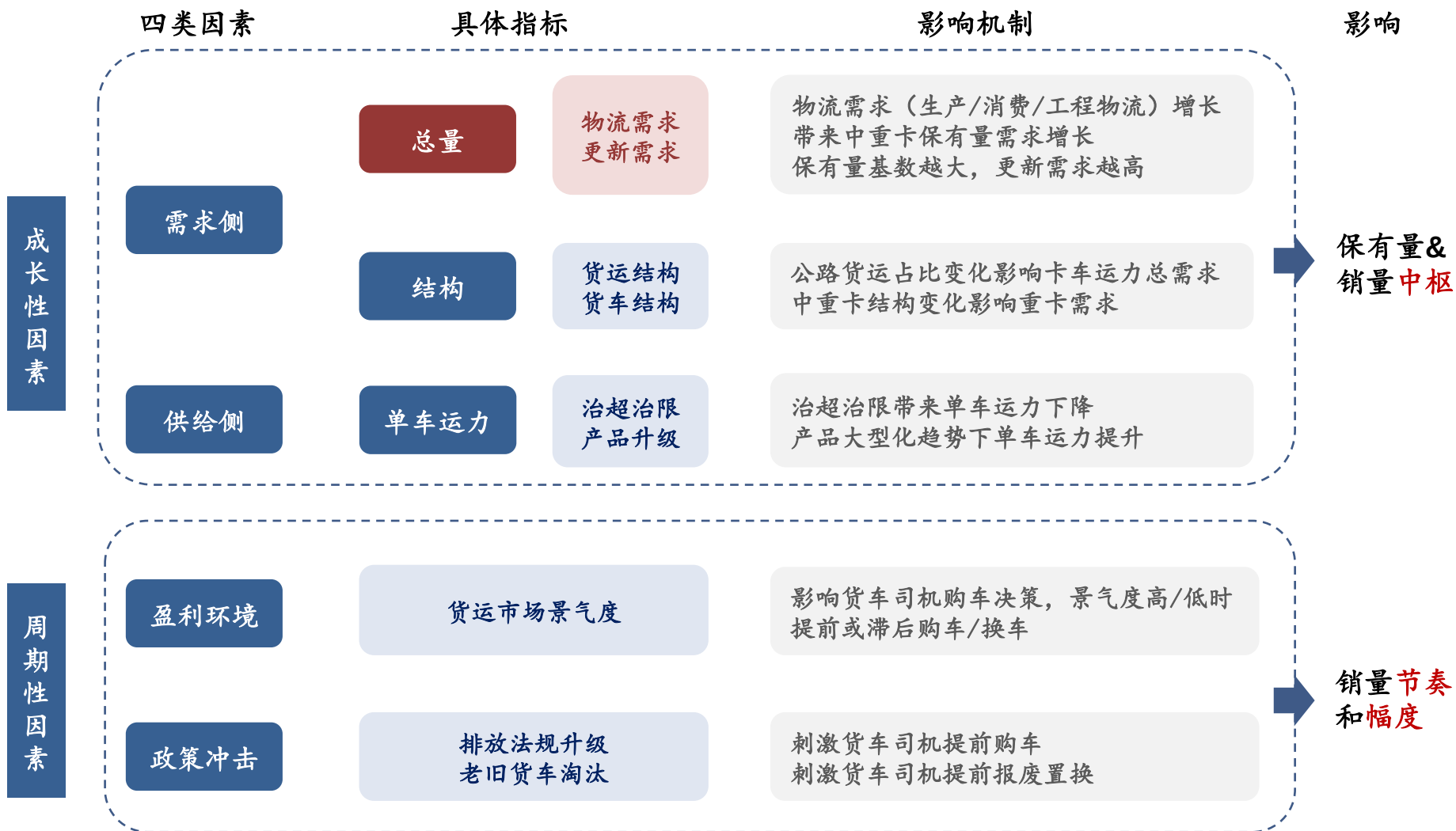


展望：销量中枢上移，周期高点有望不断创新高

- 当前中国经济增长阶段可对标、且表现好于2000年以前的美国/德国、1990年以前的日本，该阶段的美/日/德经济增速低于5%。历史时期上美国/日本/德国重卡市场呈现特征为：
 - GDP增长，公路货运周转量同步增长
 - 重卡保有量增长
 - 销量中枢增长，每轮周期高点销量均可创新高
- 我们认为，国内经济增长不失速，则公路货运需求同步增长，对应重卡有效保有量中枢持续上移。随经济增速换挡、服务业占比提升，货运需求增速与重卡保有量增速放缓，重卡将从增量市场过渡到存量更新市场。
- 随有效保有量中枢上移，重卡销量中枢将不断上移。
- 重卡销量受经济周期+政策冲击影响，销量中枢持续上移的前提下，每轮周期高点不断创历史新高。



二、国内：重卡销量中枢和周期高点如何变化



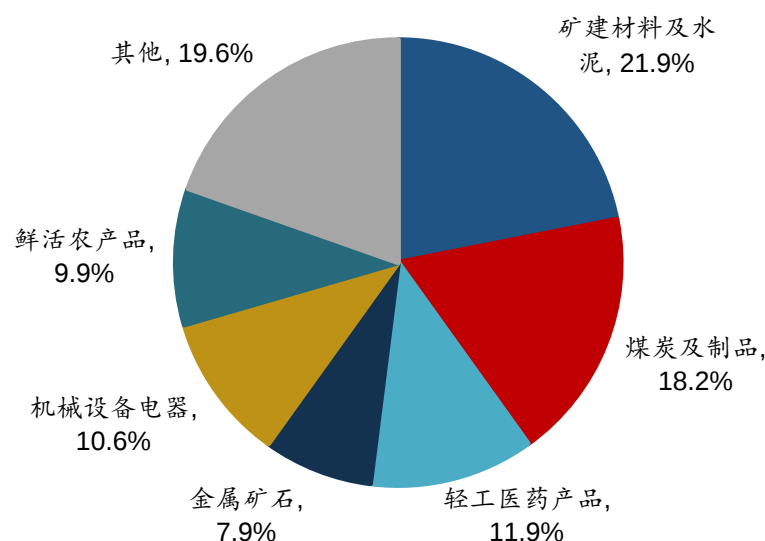
产品拆分：重卡可拆分为工程车/物流车

- **重卡定义：总质量大于14吨的一类货车底盘；**按车型可划分为重卡整车、重卡底盘、半挂牵引车，按功能用途可划分为半挂牵引车、载货车、专用车、自卸车。
- **我们将重卡分为工程车和物流车。**其中工程车包括自卸车、专用车中的工程用途车型（搅拌车、汽车起重机、沥青洒布车等）；物流车包括牵引车、载货车、专用车中的非工程用途车型（环卫车、危险品运输车、冷链运输车等）。

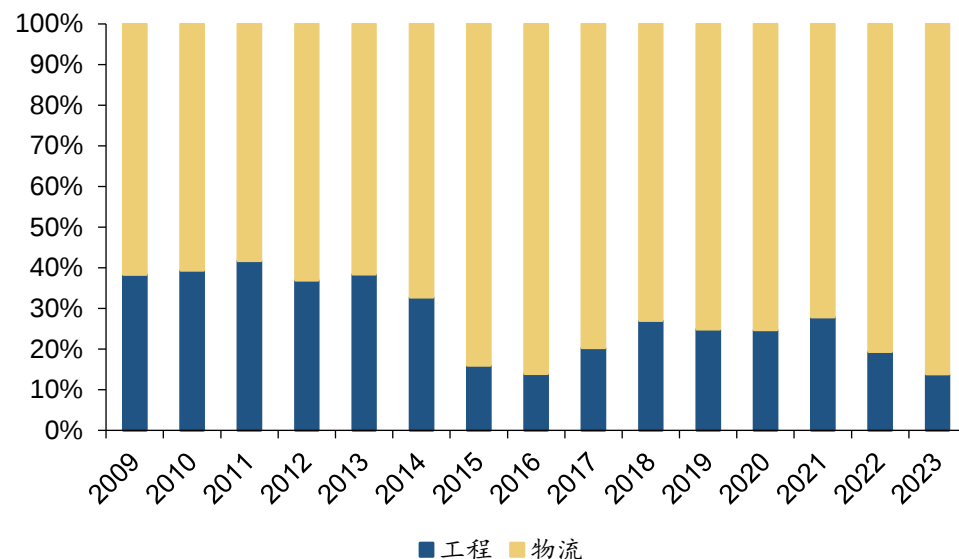


- **货运需求：**货运需求可分为工程物流、生产物流、消费物流。2019年9月，从货物类型拆分来看，公路货运周转量中工程物流类的矿建材料及水泥占比21.9%，生产物流类的煤炭、金属占比26.1%，消费物流类的轻工医药、机械设备、农产品等占比31.6%，其他占比19.6%。当前工程物流占比较低，生产物流、消费物流在货运结构中占比接近。
- **运力供给：**按重卡类别，可分为物流车（牵引车、载货车、部分专用车）、工程车（自卸车、部分专用车-搅拌车及汽车起重机等）

图：2019年9月分类别公路货运周转量

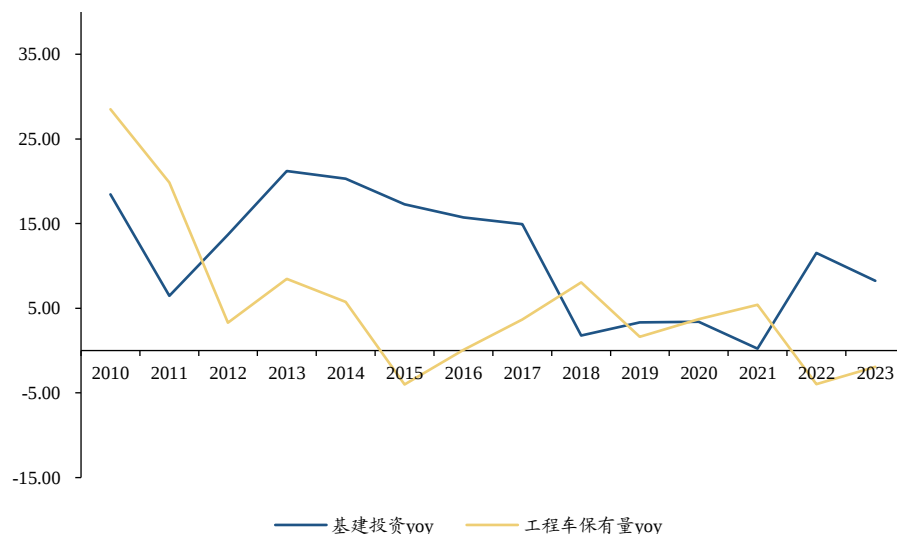
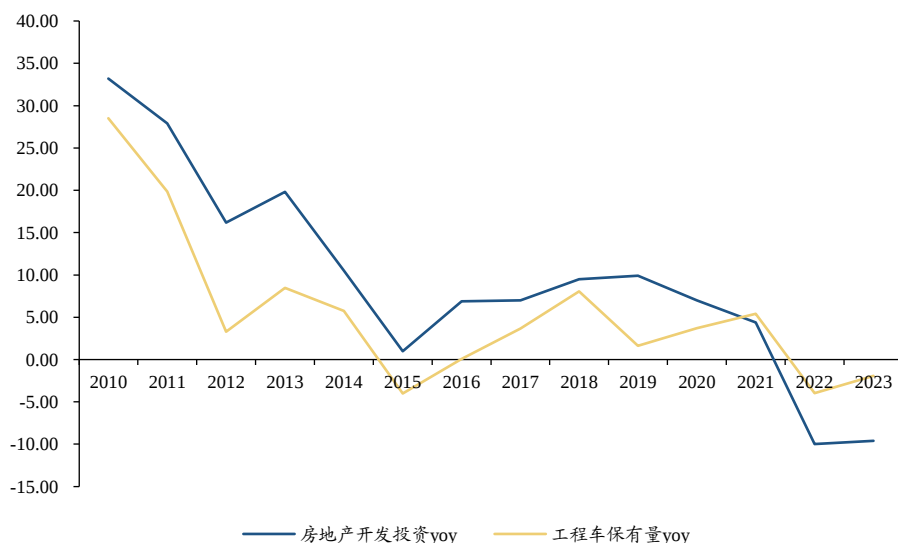


图：2009-2023年工程车&物流车终端销量占比



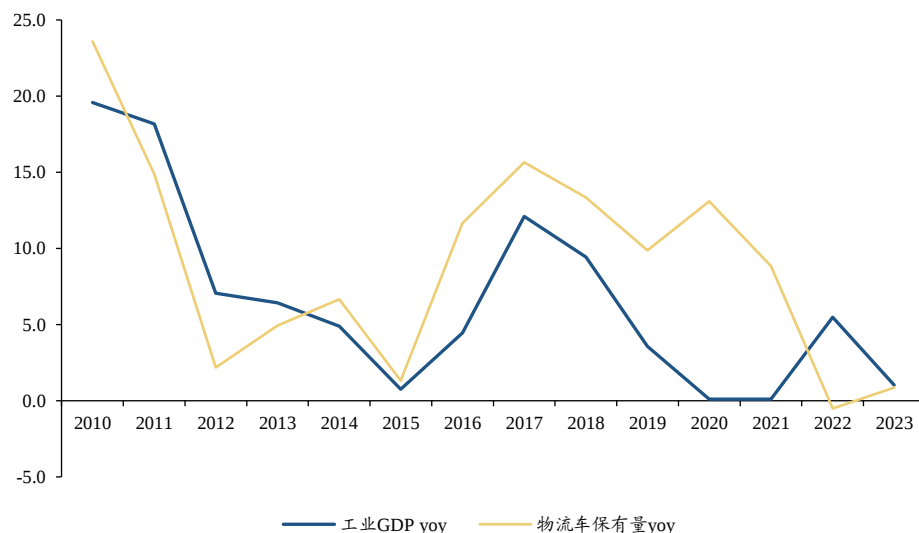
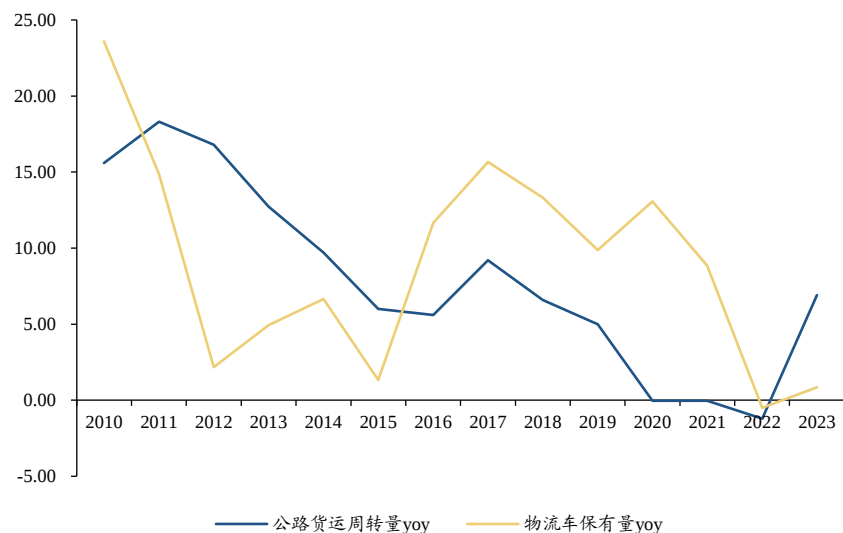
- 工程车保有量与房地产开发投资高度相关。2010-2023年，房地产开发投资增速与工程车保有量增速变动方向基本一致。
- 工程车保有量增速与基建投资增速较弱。或因为基建投资具有逆周期调节属性，基建投资对工程车销量的拉动作用与房地产投资的影响对冲。2012-2017年，房地产投资增速放缓，而基建投资增速则上涨并维持高位；2018-2021年，房地产投资维持中等增速，基建投资则小幅微增；2022-2023年，房地产开发投资持续下行，基建投资则高增长。

图：2010-2023年房地产开发投资与工程车保有量增速（%） 图：2010-2023年基建投资与工程车保有量增速（%）



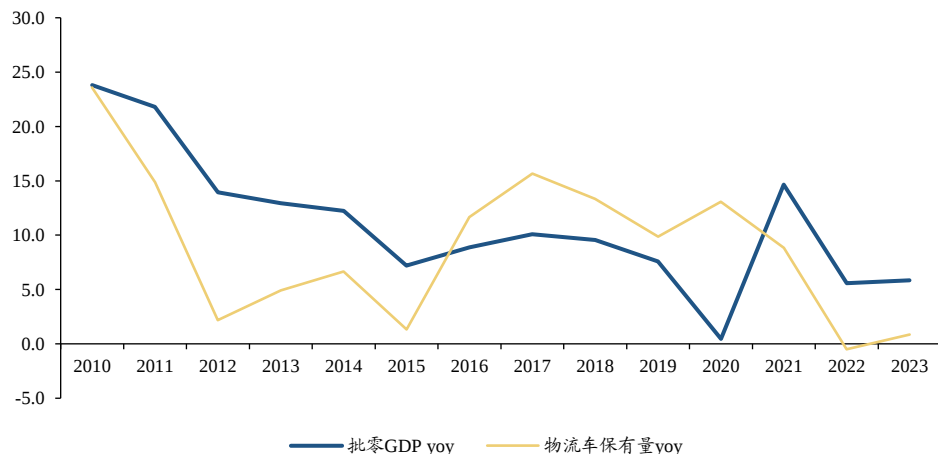
- 物流车保有量与公路货运周转量具备相关性。2010-2023年，公路货运周转量增速与物流车保有量增速基本一致，其中2016-2020年，治超治限导致物流车保有量增幅明显大于公路货运周转量增速。
- 工业GDP与物流车保有量高度相关。物流车下游应用场景分为生产物流（大宗及工业原材料运输，对应GDP第二产业-工业）、消费物流（快递等国内消费及出口运输，对应GDP第三产业-批发零售业，或支出法下的消费及出口GDP）。2010-2023年，工业GDP增速与物流车保有量增速高度相关，其中20-22年GDP增速与保有量增速的阶段性背离或因排标切换带来的外部冲击导致。

图：2010-2023年公路货运周转量与物流车保有量增速（%）图：2010-2023年工业GDP与物流车保有量增速（%）

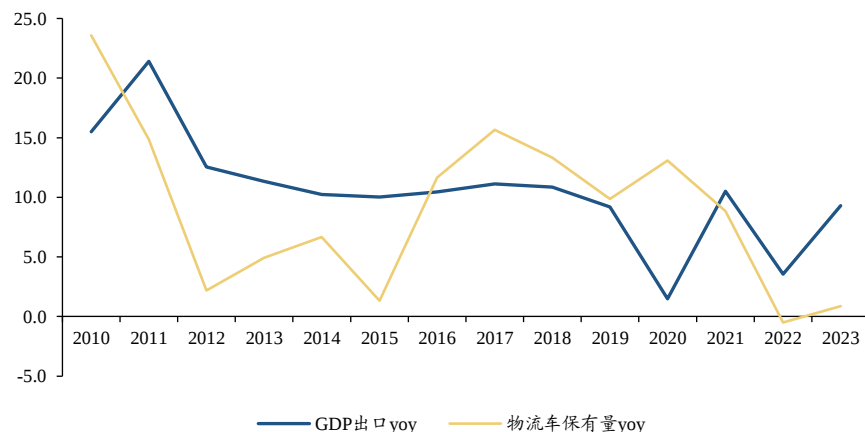


- 我国制造业、钢铁、煤炭等工业产业与公路货运活动关系最为紧密。而第一、三产业增加值、社会消费品零售总额以及社会发电量则与公路货运量、公路货运周转量呈现中等相关。从货类来看，原煤、钢材产量与公路货运量、公路货运周转量呈现较强相关性，基本与公路货运的主要货类相符。

图：2010-2023年批发零售业GDP与物流车保有量增速（%）



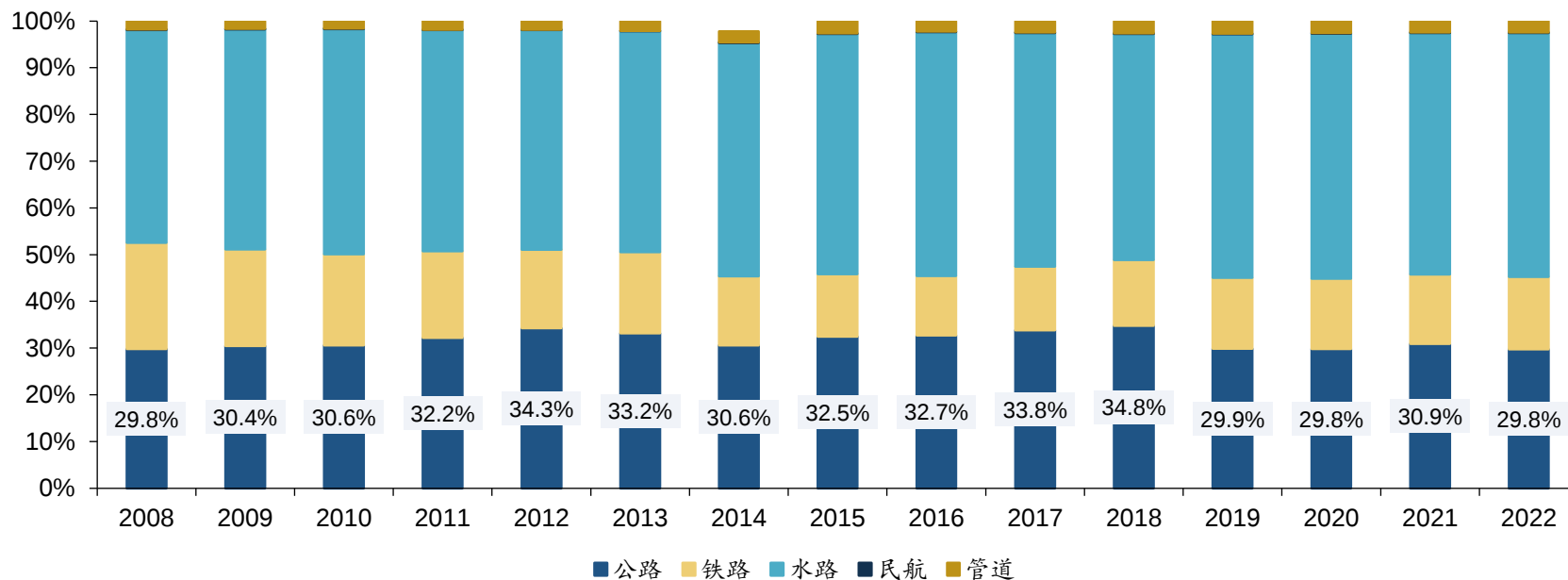
图：2010-2023年出口GDP与物流车保有量增速（%）



需求侧-结构1：公路货运周转量长期占比稳定

- 2008-2022年，我国公路货运周转量占比较为稳定，在30%~35%区间内窄幅波动。
- 货运结构变化并非影响重卡保有量与宏观经济对应关系的关键变量。

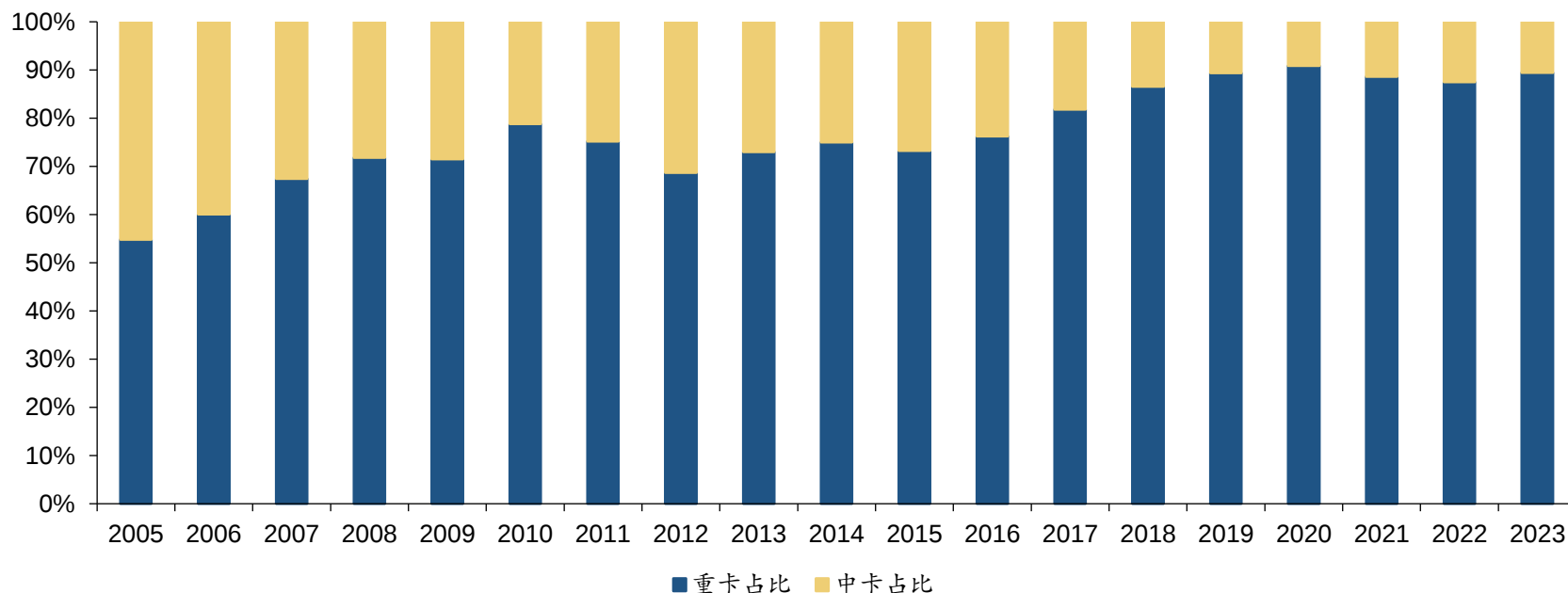
图：2008-2022货运周转量结构



需求侧-结构2：重卡占比提升，基本完成对中卡替代

- 从应用场景类似的中重卡来看，2005-2018年，重卡占中重卡比重明显提升，2018年起，中卡占比稳定在10%左右，重卡对中卡的结构性替代基本完成。
- 往后展望，中重卡结构并非影响重卡保有量及销量中枢的关键变量。

图：2005-2023中重卡销量结构



供给侧1：单车运力下滑带来保有量中枢提升

- 2016 年交通运输部发布《GB1589-2016-道路车辆外廓尺寸、轴荷及质量限值》标准，同年交通部发布修订版《超限运输车辆行驶公路管理规定》，提高超限超载认定标准，调整后单车运力下滑 **10%-23%**。
- 对比GB1589-2016与欧盟《96/53/EC》法规，中国当前超载认定标准已与欧盟接近，但针对不同车型，**超载标准仍有0-16%（0~9吨）的进一步提升空间。**

图：2016年新规下超载限额标准变化及对应单车运力下降幅度及进一步提升空间

轴数	车型	GB1589-2004	GB1589-2016	单车运力变化	欧盟《96/53/EC》法规超载标准（吨）	中国标准提升空间
		超载标准（吨）	超载标准（吨）			
2轴	载货汽车	20	18	-10%	18	0%
3轴	中置轴挂车列车及铰接列车	30	27	-10%	24	4%-11%
	载货汽车		25	-17%		
4轴	中置轴挂车列车及铰接列车	40	35-36	-13%	36	0%-16%
	铰接列车及全挂汽车列车		36	-10%		
	载货汽车		31	-23%		
5轴	中置轴挂车列车及铰接列车	50	43	-14%	40	5%-7%
	铰接列车及全挂汽车列车		42-43	-16%		
	载货汽车		43	-14%		
6轴	中置轴挂车列车及铰接列车	55	46-49	-16%	40-44	10%-13%
	铰接列车及全挂汽车列车					
	载货汽车					

展望：我国重卡销量中枢有望不断上移

公路货运总需求

跟随经济总量长期增长



单车运力

工程车/支线治超持续生效+超载标准或有提升空间
单车运力持续下滑



当年重卡保有量

保有量中枢不断上移



去年重卡保有量



当年重卡报废率

每轮周期缓慢下降
周期内波动



当年保有量增量



当年报废量



重卡销量

周期波动
增速及占比降低

报废量中枢不断上移
占比提升

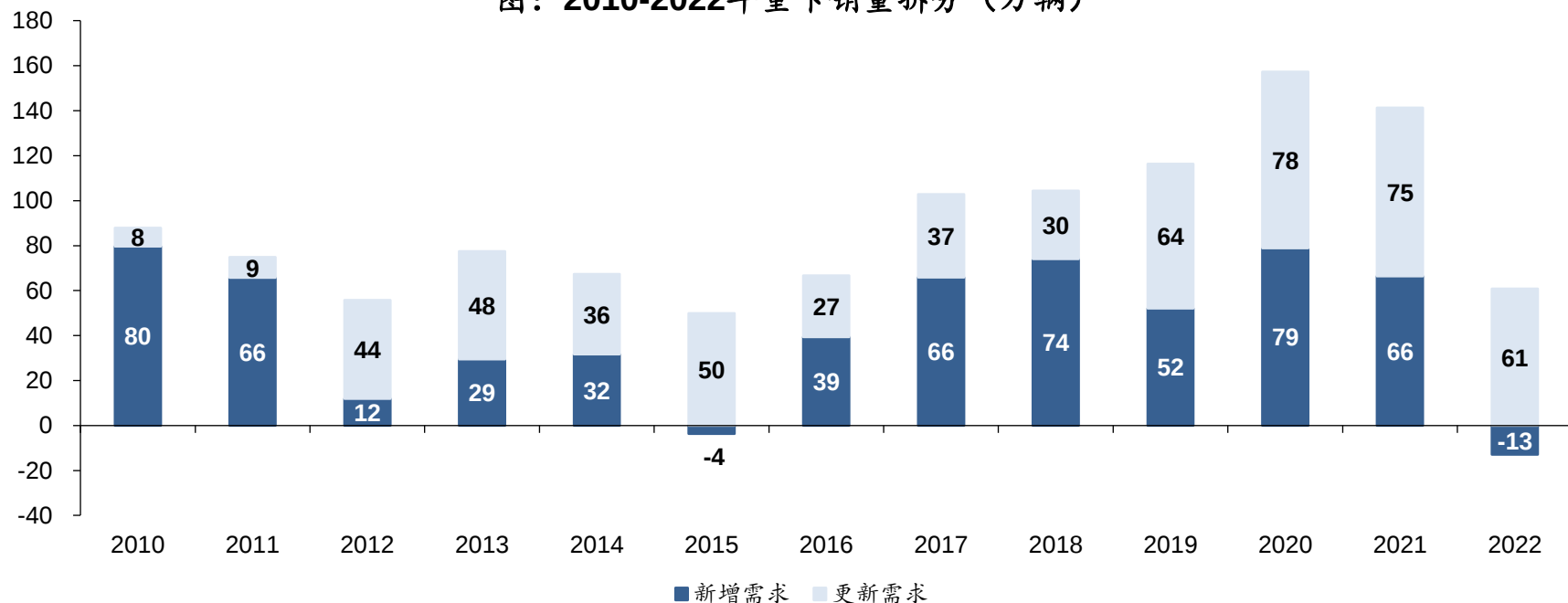
销量中枢有望
不断上移

三、本轮周期节奏和幅度如何看待

销量结构：新增需求主导逐步转向更新需求主导

- 重卡销量 = 保有量变化量 + 报废更新量
- 我国重卡早期为成长性行业，销量主要来自新增保有量需求。随经济进入高质量发展阶段，且重卡保有量基数增长，我国重卡**更新需求中枢上移、保有量增速放缓，保有量阶段性透支和消化的周期性影响弱化。**
- 2010-2015年销量中更新需求中枢32万，2016-2022年销量中更新需求中枢已提升53万。

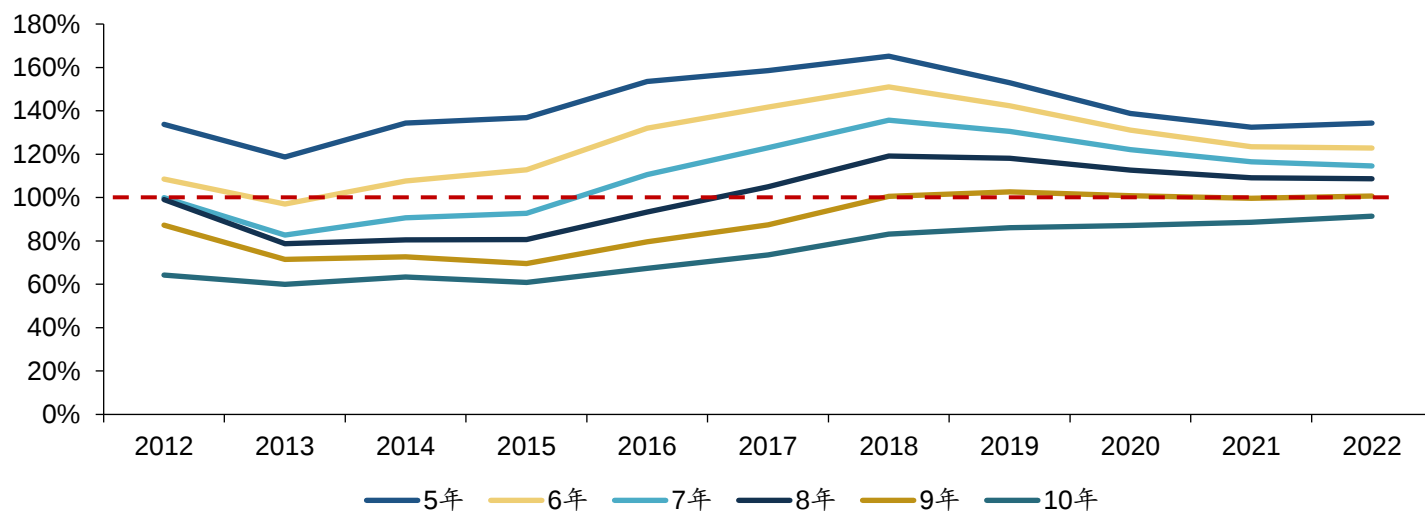
图：2010-2022年重卡销量拆分（万辆）



更新需求：估算8~9年为重卡实际报废年限

- 假设报废年限为T年，我们以T-1年~T+1年重卡销量均值为当年理论报废量，以销量-保有量变化量为当年实际报废量，从2012年起计算每年累计理论报废量、累计实际报废量，并计算累计理论报废量/累计实际报废量，比值越接近100%，则对报废年限的估算越接近真实值。
- 根据我们测算，以5~10年为报废年限时，理论值/实际值比值变化如下，其中假设报废年限为8~9年时，比值最接近100%。

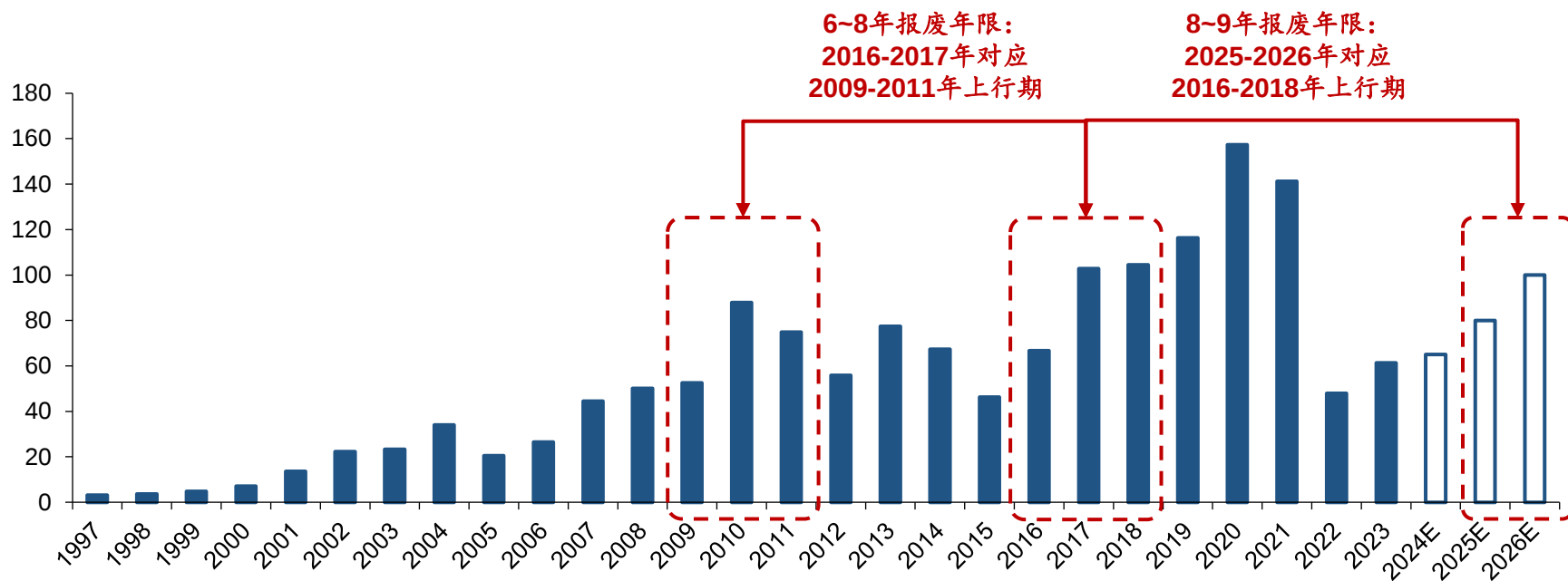
图：2012-2022年假设5~10年不同报废年限下，累计理论报废量/累计实际报废量比值



更新需求：25-26年对应16-18年上行期销量集中报废

- 以上一轮6~8年的报废年限来看，16-18年对应09-11年上行周期销量。
- 我们认为，本轮周期货运市场低迷导致平均报废年限变长，以8~9年的报废年限来看，25-26年对应上一轮上行周期初16-18年销量，16-18年国内重卡销量分别为66.6/102.8/104.4万辆，平均年销量为91.3万辆。
- 悲观假设下，即便报废年限进一步拉长至9~10年（由于10年期后重卡需要一年两检，使用成本显著增加，因此我们认为重卡平均报废年限不超过10年），25-26年也将迎来16-18年上行期对应集中报废拐点。

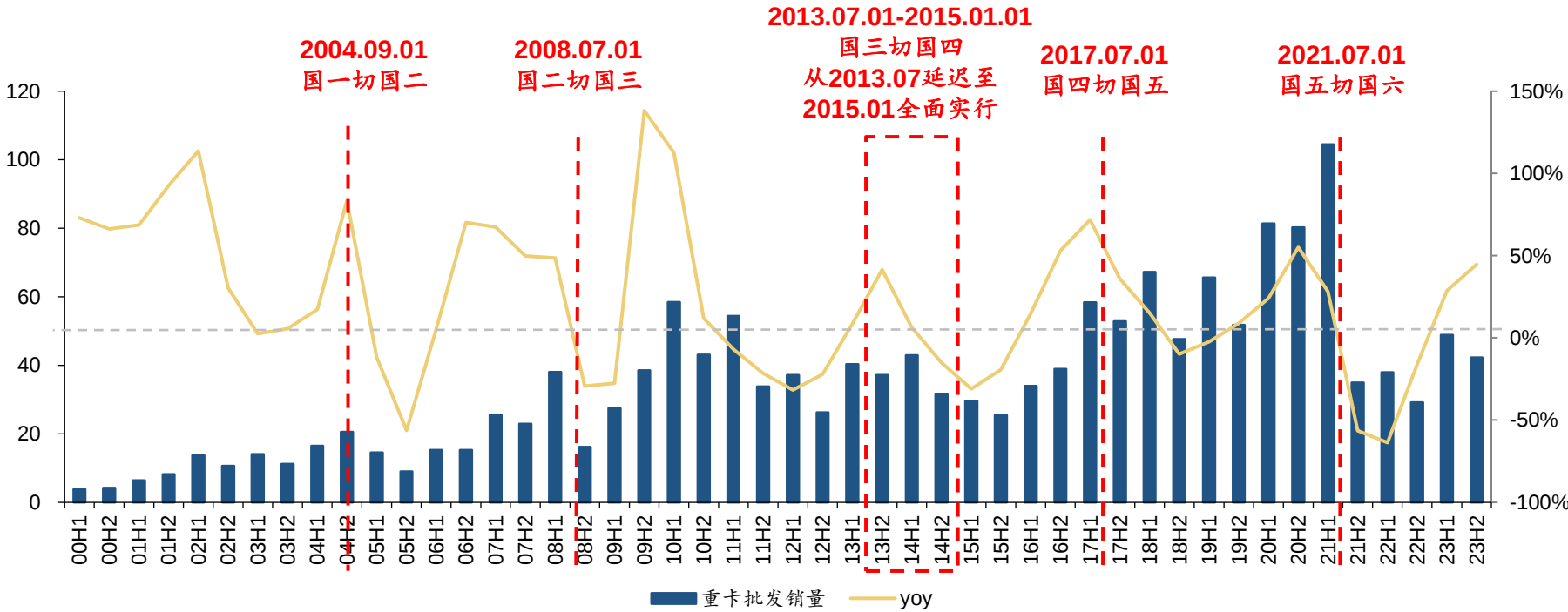
图：1997-2026E国内重卡销量（万辆）



图：不同类型汽车排表切换时间表

车型	年份	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
轻型汽车	柴油车	无控制要求			国 I				国 II				国 III				国 IV			国 V		国 VI		
	汽油车	无控制要求			国 I				国 II				国 III				国 IV			国 V		国 VI		
	气体燃料车	无控制要求			国 I				国 II				国 III				国 IV			国 V		国 VI		
重型汽车	柴油车	无控制要求			国 I				国 II				国 III				国 IV			国 V		国 VI		
	汽油车	无控制要求			国 I				国 II				国 III				国 IV			国 V		国 VI		
	气体燃料车	无控制要求			国 I				国 II				国 III				国 IV			国 V		国 VI		
摩托车	两轮和轻便摩托车	无控制要求			国 I				国 II				国 III				国 IV			国 V		国 VI		
	三轮摩托车	无控制要求			国 I				国 II				国 III				国 IV			国 V		国 VI		
三轮汽车		无控制要求			国 I				国 II				国 III				国 IV			国 V		国 VI		
低速货车		无控制要求			国 I				国 II				国 III				国 IV			国 V		国 VI		

图：重卡批发销量（万辆）及柴油重卡排标切换时间线



数据来源：中汽协，公安部，东吴证券研究所

政策推动淘汰国三及以下/国四柴油货车

- 
- 2018.07** ■ 国务院出台《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，要求通过经济补偿、限制使用、严格超标排放监管等方式，2020 年底前，淘汰京津冀及周边地区、汾渭平原淘汰国三及以下排放标准营运中型和重型柴油货车 100 万辆以上。
 - 2019年** ■ 中央政策引导下，地方政府陆续出台政策，**国三限行（19年H2陆续开始）+ 报废补贴（大部分20年底截止，部分21年中截止）双措并举**，加速国三及以下老旧柴油货车淘汰。
 - 2022.11** ■ 工信部分别联合多部门印发《建材行业碳达峰实施方案》和《有色金属行业碳达峰实施方案》，方案明确指出**推动大气污染防治重点区域淘汰国四及以下厂内车辆**。
 - 2022.11** ■ 生态环境部、发改委、工信部等十多部门联合印发《柴油货车污染治理攻坚行动方案》，提出**到2025年新能源和国六排放标准货车保有量占比力争超过40%**。
 - 2024.03** ■ 国务院正式印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，再次明确以旧换新量化目标，方案指出**加快淘汰国三及以下排放标准营运类柴油货车**，加快重型商用车能量消耗量值相关限制标准升级，加大财政政策支持力度，持续实施好老旧营运车船更新补贴，支持老旧船舶、柴油货车等更新。
 - 2024.06** ■ 交通运输部等十三部门关于印发《交通运输大规模设备更新行动方案》的通知，提出**加快淘汰更新国三及以下标准营运类柴油货车，提前淘汰更新国四标准营运类柴油货车**。

- 多地地方政府已出台政策限制国四柴油货车路权，部分地区地方政府（尤其浙江各地级市）已出台政策补贴国四柴油货车淘汰。

表：部分地区限制国四车路权政策梳理

省市	时间	具体政策
北京	2019/9/21	六环路及以内道路对国四实施分时段限行，只能在半夜24时-早上6时之间的通行六环路
河北沧州	2020/8/1	部分厂区内全天严禁国四及以下车辆进入
河北衡水	2020/8/15	绿色货运示范区内，全天禁止国四及以下柴油车进入
河北廊坊	2020/7/30	所有不合格的国四中型和重型载货汽车、专项作业车辆在主城区24小时禁行。国五及以上和已进行深度治理的国四车辆，进入主城区限行区以内道路行驶的，须办理通行证件。
河北唐山	2020/2/12	禁止国四及以下和柴油货车进入市中心二环
河北邢台	2020/9/1	县城区将全面禁止国四及以下的柴油货车通行
河北唐山港	2020/9/22	禁止国四及以下货运车辆进出港区，包括燃油、燃气车辆，同时不再给国四及以下新来港车辆办理门禁射频卡
河北秦皇岛	2020/10/30	全天候、全时段对穿城过境重型柴油货车实施分流绕行，禁止国四及以下排放标准柴油车辆进入城区。
河北省	2020/2/20	省内重点用车单位共2679家，禁止使用国四及以下标准
山东日照	2021/8/1	港口、重点企业禁国五以下车辆
山东德州	2020/9/16	从9月16日起至2023年9月15日，对达不到国IV及以上排放标准重型柴油货车禁止通行
河南郑州	2021/12/1	每天6时至22时禁止驶入四环以内
陕西西安	2018	三环内道路禁行国四柴油货车，国五及以上车辆夜间可进入
山东省	2021/10/26	2023年，重污染天气应急期间全社会采用国五及以上排放标准或新能源车辆运输
安徽亳州	2020/10/1	对国三及国四重中型柴油货车深度治理给予一定奖励，未完成尾气治理的国五以下重中型货车禁止驶入城市特定规划区。
湖北武汉	2020/6/17	尽快淘汰国五标准以下的柴油车，更换符合环保标准的柴油车辆。劝退外来入厂、入园运输货物的国五标准以下的柴油货车。

- 多地地方政府已出台政策限制国四柴油货车路权，部分地区地方政府（尤其浙江各地级市）已出台政策补贴国四柴油货车淘汰。

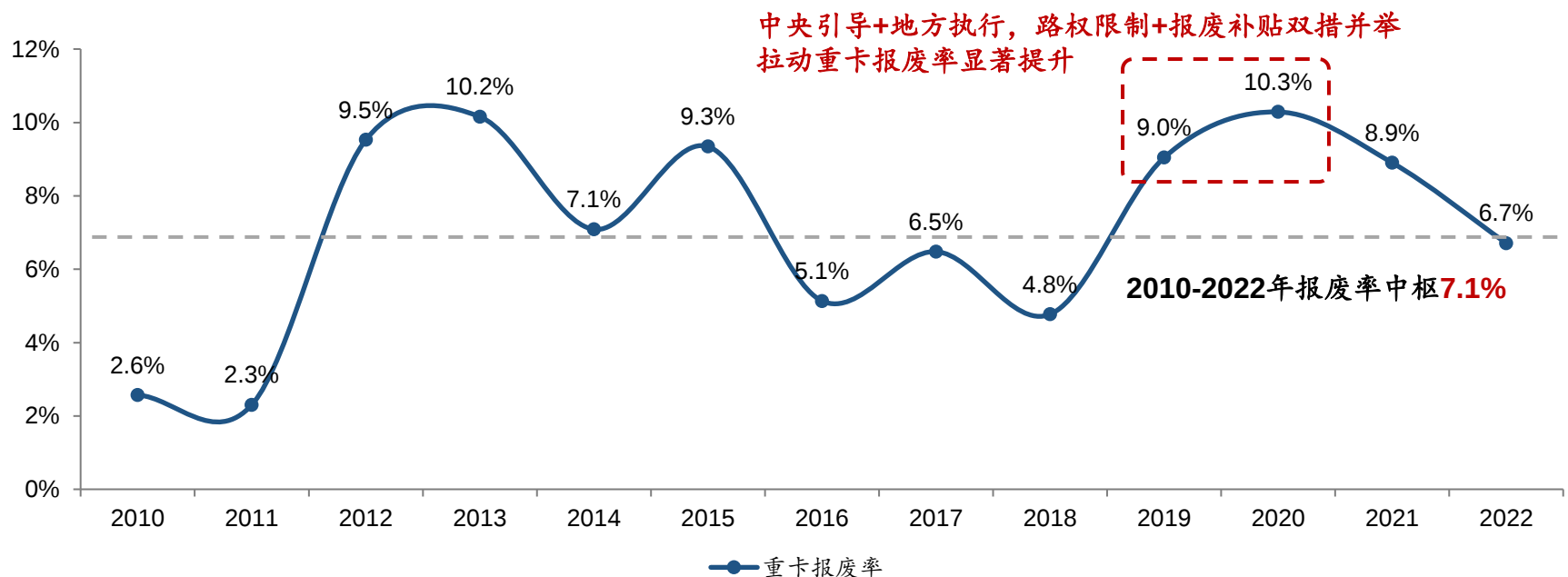
表：部分地区补贴国四淘汰补贴政策梳理

省市	时间	具体政策
杭州	2023/4/12	国四重型载货柴油车，车龄<8年补助43500元/辆，8年<车龄<9年补助36500元/辆，9年<车龄<10年补助30000元/辆
宁波	2023/5/26	国四重卡提前淘汰视车龄奖励2.8~5.7万元不等，须在2024年1月1日至12月31日间提前淘汰，其奖励申请自2024年1月1日起开始受理，至2025年2月28日（含）截止
嘉兴	2023/9/13	国四重卡提前淘汰视车龄奖励2.4~3.6万元不等
丽水	2023/10/20	国四重卡提前淘汰视车龄奖励1.8~3.0万元不等
衢州	2023/8/30	国四重卡提前淘汰视车龄奖励1.8~3.0万元不等
上海	2023/7/17	上海市清洁空气行动计划（2023—2025年）指出：2025年底前，全面淘汰国三排放标准的营运柴油货车，研究国四排放标准柴油货车提前报废有关政策
温州	2024/1/1	国四重型货车，10年及以上2.4万，不足10年3.0万。
绍兴	2024/3/22	24年3月31日前报废车辆并注销行驶证的，可领到全额淘汰补助，最高补助基准金额为3.6万元；3月31日之后至2025年9月30日前注销行驶证的车主，只能拿到80%的淘汰补助，最高少领7200元补助。
安徽淮北	2024/3/11	3月31日前完成治理的国四、国五排放标准的中重型柴油车，给予1.5万元/台奖补。4月1日至4月30日完成治理的国四、国五排放标准的中重型柴油车，给予1万元/台奖补。
陕西延安	2023/12/1	国四重卡提前淘汰视车龄奖励2~2.8万元不等
浙江湖州	2023/10/8	国四重卡提前淘汰视车龄奖励2.4~3.6万元不等
北京延庆	2023/6/1	国四重卡提前淘汰视车龄及报废时间奖励3-4.5万元不等

复盘：19-20年淘汰老旧货车政策拉动了多少增量？

- 2010-2022年报废率中枢为7.1%，19-20年政策拉动下，报废率明显高于中枢水平。
- 19-20年政策拉动了多少增量？
 - ✓ 一个粗略估算：报废率中枢×保有量=理论报废量，得19-20年理论报废量为104.5万，而19-20年实际报废量为142.5万，因此**政策或拉动了38万的超额报废**。

图：2010-2022年国内重卡报废率



国四淘汰弹性不如国三，国五淘汰或将释放较大弹性

- 据我们测算，国三/国四/国五柴油货车历史总销量分别390/185/500万辆，假设23年底保有量下滑至888万辆，则截止23年底国四及以下柴油货车保有量为185万辆，相比18年底国三及以下柴油货车359万辆的保有量有一定差距，我们认为国四柴油货车的集中报废弹性将不如国三。
- 国五柴油货车销售时间为2017H2-2021H1，以9年报废周期来看，将于2026年起开始集中报废，我们测算23年底国五柴油货车保有量520万辆，为历史销量最高、保有量结构中占比最大车型，国五淘汰将释放较大弹性。

图：2017-2024E柴油重卡保有量测算

单位：万辆	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
重卡保有量	635	710	762	841	907	894	888
重卡终端销量	102.8	104.4	116.3	157.3	141.3	47.9	61.3
柴油重卡保有量	617	685	726	790	854	838	813
国三及以下	391	359	298	234	170	123	74
国四	130	129	128	126	123	119	111
国五	96	198	299	430	536	530	520
国六	0	0	0	0	26	67	109
柴油重卡保有量/重卡保有量	97.0%	96.6%	95.3%	94.0%	94.2%	93.8%	91.6%
柴油重卡终端销量	95.8	101.9	104.2	142.8	134.3	41.7	42.5
国三及以下	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
国四	12.6	0.2	0.3	0.0	0.1	0.0	0.0
国五	82.9	101.7	102.2	132.4	108.3	0.8	0.2
国六	0.0	0.0	1.8	10.4	25.9	40.8	42.3
柴油重卡销量/重卡销量	93.2%	97.6%	89.6%	90.8%	95.1%	86.9%	69.3%
柴油重卡报废量		33.1	64.0	78.3	70.3	57.3	67.4
国三及以下		31.8	62.2	74.6	64.4	46.5	49.3
国四		1.2	1.4	2.2	2.9	4.3	7.7
国五		0.1	0.4	1.5	3.0	6.4	10.1
国六		0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.3
柴油重卡报废率		5.4%	9.3%	10.8%	8.9%	6.7%	8.0%
国三及以下		8.2%	17.4%	25.0%	27.5%	27.4%	40.0%
国四		0.9%	1.1%	1.7%	2.3%	3.5%	6.5%
国五		0.1%	0.2%	0.5%	0.7%	1.2%	1.9%
国六		0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.5%

展望：23-26年重卡保有量从888万提升至900万辆

- 根据我们预测：2023-2024年重卡保有量持续下滑，直至货运市场均衡，保有量从22年底的894万下降至24年底的881万；2024-2026年重卡保有量提升至900万辆，与经济总量趋势一致。
- 关键假设说明：
 - 随服务业占GDP总量提升，2024-2026年每千单位GDP对应货运周转量分别为62/61/60吨公里，呈缓慢下降趋势；由此测算得2024-2026年公路货运周转量增速分别4.8%/2.9%/2.6%。
 - 随存量运力出清，2024-2026年单车货运周转量分别116/118/119万吨公里，缓慢提升。
 - 2024-2026年房地产开发投资增速分别-8.0%/1.0%/3.0%。
 - 受地产不景气影响，2023-2024年工程车单车地产投资持续下降至480万元/辆，随工程车出清及地产市场回暖，2025-2026年工程车单车地产投资额分别490/500万元/辆。

图：2016-2026E重卡保有量测算

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
保有量（万辆）	569	635	710	762	841	907	894	888	881	887	900
物流车	376	435	493	542	612	667	663	666	668	676	688
工程车	193	200	217	220	228	241	231	222	213	210	212
物流车预测											
物流车保有量（万辆）	376	435	493	542	612	667	663	666	668	676	688
物流车保有量yoy	11.7%	15.7%	13.3%	9.9%	13.1%	8.8%	-0.5%	0.9%	-0.8%	-0.1%	0.9%
公路货运周转量（亿吨公里）	495	540	576	604	610	700	692	740	775	798	819
公路周转量yoy	5.6%	9.2%	6.6%	5.0%	0.9%	14.8%	-1.2%	6.9%	4.8%	2.9%	2.6%
单车对应货运周转量（万吨公里）	131	124	117	112	100	105	104	111	116	118	119
工程车预测											
工程车保有量（万辆）	193	200	217	220	228	241	231	222	213	210	212
工程车保有量yoy	0.1%	3.7%	8.1%	1.6%	3.7%	5.4%	-4.0%	-1.9%	-1.1%	-0.8%	1.1%
房地产开发投资（百亿元）	1026	1098	1203	1322	1414	1476	1329	1109	1020	1031	1062
房地产开发投资yoy	6.9%	7.0%	9.5%	9.9%	7.0%	4.4%	-10.0%	-16.5%	-8.0%	1.0%	3.0%
单台工程车地产投资（万元/辆）	530	548	555	601	620	614	575	500	480	490	500

展望：预计25-26年销量分别115/130万辆

- 根据我们预测：2024-2026年重卡新增需求分别-7/6/14万辆，更新需求分别81/78/82万辆，批发销量分别103/115/130万辆，同比分别+12.7%/+12.1%/+13.1%。
- 关键假设说明：
 - 基于我们对24-26E重卡保有量分别881/887/900万辆的假设，24-26E重卡新增需求分别-7/6/14万辆。
 - 考虑到以旧换新政策补贴促进国三及以下柴油货车集中报废，我们预计24年更新需求达81万辆，对应报废率8.6%
 - 考虑到25年起，（1）国四及以下柴油货车将迎来集中报废；（2）以8~9年报废年限来看，历史上销量最高、保有量占比最大的国五车型将达到报废期；（3）以8~9年报废年限来看，2016年起上一轮重卡销量上行期对应集中报废将从25年开始，我们预测25-26年重卡更新需求分别78/82万辆，对应报废率分别8.8%/9.3%，逐步达到16-18年间91万的销量中枢。
 - 预计出口销量稳中有升，24-26年重卡出口销量分别29/32/34万辆。
 - 不考虑库存变动，我们预测2024-2026年重卡批发销量分别103/115/130万辆，同比分+12.7%/+12.1%/+13.1%。

图：2016-2026E重卡销量测算

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
保有量	569	635	710	762	841	907	894	888	881	887	900
物流车	376	435	493	542	612	667	663	666	668	676	688
工程车	193	200	217	220	228	241	231	222	213	210	212
终端销量	67	103	104	116	157	141	48	61	74	83	96
新增需求	39	66	74	52	79	66	-13	-6	-7	6	14
更新需求	27	37	30	64	78	75	61	67	81	78	82
报废率	5.1%	6.5%	4.8%	9.0%	10.3%	8.9%	6.7%	7.5%	9.1%	8.8%	9.3%
出口	6	8	7	9	8	14	17	28	29	32	34
批发	73	111	115	117	162	142	67	91	103	115	130

- 国内重卡由新增需求主导逐步转向更新需求主导，以8~9年的报废年限来看，我们**预计25-26年将迎来16-18年上行期对应集中报废拐点，且25年起国五淘汰将释放较大弹性，16-18年国内重卡销量中枢达91万辆**。我们预测2024-2026年重卡新增需求分别-7/6/14万辆，更新需求分别81/78/82万辆，出口分别30/32/34万辆，批发销量分别103/115/130万辆，同比分别+12.7%/+12.1%/ +13.1%。
- **投资建议：天然气重卡+出口+或有以旧换新政策共同支撑24年总量稳中有升**。24年内需随经济弱复苏，公路货运量正增长为保有量提供支撑。油气价差维持高位，经济性驱动天然气重卡持续高增长；政策驱动新能源重卡加速放量。出口非俄地区高增长填补俄罗斯下滑，全年出口具备韧性。淘汰老旧货车或有实质性补贴政策出台，拉动国三/国四车报废。中长期来看，工程车已达底部，看好未来地产复苏+基建加码拉动底部回升；累计更新需求的集中释放或蕴含较大弹性。**我们预计2024-2025年批发销量分别103/115万辆，同比分别+12.7%/+12.1%。重卡板块投资聚焦强 α （天然气重卡+出口）+业绩兑现高确定性品种进行布局【潍柴动力+中国重汽+一汽解放/福田汽车】。**

- **国内货运市场复苏力度低于预期。** 如果国内货运市场复苏不及预期，卡车司机盈利性持续较差，将影响重卡内销需求。
- **全球经济复苏力度低于预期。** 如果全球经济复苏不及预期，将影响重卡出口需求。
- **地缘政治不确定性风险增大。** 海外市场地缘政治因素波动可能对重卡出口造成干扰。

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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