

重卡龙头市占率提升，深度受益国家政策

——首次覆盖报告

核心观点

重卡龙头，业绩稳健。中国重汽主要研发、生产、销售各种载重汽车、特种汽车、专用车及发动机、变速箱、车桥等总成和汽车零部件，实控人为山东省国资委。中国重汽A股主要经营黄河和豪沃品牌的重卡产品。2024年上半年，国内的经济和消费环境相对去年同期有所好转，重卡行业内需随经济延续温和复苏态势，公路货运量正增长为保有量提供了较好的支撑。公司累计实现重卡销售70,537辆，同比增长15.78%；实现销售收入244.01亿元，同比增长20.87%；实现归属于母公司净利润6.19亿元，同比增长24.68%。

重卡行业寡头格局，国家政策刺激需求。重卡属于国家经济生活中的重要生产资料，主要用于物流运输、工程建设以及城市清洁、消防等领域，与宏观经济密切相关，属于高度寡头垄断的行业。中国重汽、东风公司、一汽解放、福田汽车、陕汽集团五家巨头拥有80%以上的市场份额。2024年1-8月，中国重汽的市占率已经达到27.50%，稳居行业第一，领先第二名一汽解放7个百分点。2024年7月，国家推出以旧换新政策，支持老旧营运货车报废更新，有力推动了重卡行业的发展。

深度合作优质供应商，中国重汽优势明显。中国重汽于2009年成功实现了与德国曼公司的战略合作，引进曼公司D08、D20、D26三种型号的发动机、中卡、重卡车桥及相应整车技术。2013年，中国重汽应用曼技术的T系列产品全面推向市场，并获得了良好的市场反馈。2019年12月，中国重汽发布公告，拟与潍柴控股签署《采购零部件协议》。2020年4月，中国重汽豪沃、豪瀚车型搭载全新潍柴WP10.5H-460马力发动机，进一步提升了车辆的性能优势。面对客户需求的不断升级，改革重组后的中国重汽与潍柴动力在生态、技术、营销、服务等方面联合布局、密切协作，探索出了一条“双赢”的高质量发展之路。

投资建议

我们预计2024、2025、2026年，中国重汽的销售收入分别为489.07、546.73、601.30亿元，归母净利润分别为13.47、15.65、18.62亿元，对应EPS分别为1.15、1.33、1.58元，对应PE为15.15/13.03/10.95倍。中国重汽是重卡龙头，技术领先，业绩稳健。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济风险，国际贸易风险，原材料价格上升风险，汇率波动风险，国家政策风险。

盈利预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	42,070	48,907	54,673	60,130
年增长率(%)	46.0%	16.3%	11.8%	10.0%
归属于母公司的净利润	1,080	1,347	1,565	1,862
年增长率(%)	405.5%	24.7%	16.2%	19.0%
每股收益(元)	0.92	1.15	1.33	1.58
市盈率(X)	14.52	15.15	13.03	10.95
净资产收益率(%)	7.3%	8.6%	9.3%	10.2%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2024年12月13日收盘价）

买入(首次)

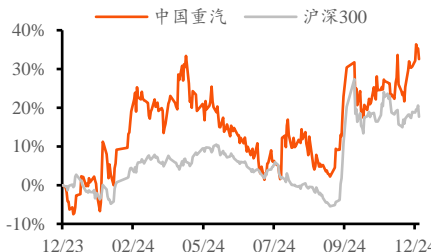
行业：汽车
日期：2024年12月17日

分析师：王璿
E-mail: wangjin@yongxingsec.com
SAC编号: S1760523080002
分析师：余晓飞
E-mail: yuxiaofei@yongxingsec.com
SAC编号: S1760524060002

基本数据

12月13日收盘价(元)	17.36
12mthA股价格区间(元)	12.55-19.12
总股本(百万股)	1,174.87
无限售A股/总股本	100.00%
流通市值(亿元)	203.96

最近一年股票与沪深300比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

正文目录

1. 重卡龙头，业绩稳健	3
1.1. 山东省国资委实控的重卡龙头	3
1.2. 营业总收入稳健增长，成本控制力能力强	4
2. 重卡行业寡头格局，国家政策刺激需求	5
2.1. 重卡行业与国民经济密切相关，中国重汽市占率第一	5
2.2. 排放标准不断升级，以旧换新刺激需求	8
3. 深度合作优质供应商，中国重汽优势明显	10
3.1. 德国曼公司技术深度赋能中国重汽	10
3.2. 潍柴动力与中国重汽强强联合	11
4. 盈利预测与投资评级	13
4.1. 盈利预测	13
4.2. 估值与投资建议	14
5. 风险提示	15

图目录

图 1: 黄河牌 JN150	3
图 2: 中国重汽生产的斯太尔重卡	3
图 3: 中国重汽旗下产品品牌	3
图 4: 中国重汽股权结构图	4
图 5: 中国重汽股权结构图	4
图 6: 中国重汽营业总收入（左轴）及同比（右轴）	5
图 7: 中国重汽归母净利润（左轴）及同比（右轴）	5
图 8: 中国重汽销售毛利率与销售净利率	5
图 9: 中国重汽费用率	5
图 10: 中国重卡市场销量年度走势	6
图 11: 中国重汽 A 股上市公司重型汽车销量及同比	7
图 12: 中国重卡市场竞争格局	7
图 13: 2015-2024 年前 8 个月柴油重卡出口	8
图 14: 国家推出以旧换新政策	9
图 15: 德国曼公司商用车	10
图 16: 中国重汽曼技术 MC05/MC07 系列发动机	11
图 17: 中国重汽豪沃 TX7 牵引车	11
图 18: 中国重汽 MT13 发动机	11
图 19: 收购前后中国重汽股权结构变化	12
图 20: 潍柴发动机产品	12
图 21: 潍柴车桥产品	12
图 22: 潍柴 WP10.5H-460 发动机	13
图 23: 中国重汽豪沃重卡	13
图 24: 中国重汽潍柴产品发布会	13
图 25: 中国重汽潍柴定制动力总成	13

表目录

表 1: 国六 a 与国六 b 排放标准对比	8
表 2: 国六 a 与国六 b 实施时间	9
表 3: 中国重汽业务拆分	14
表 4: 可比公司估值	15

1. 重卡龙头，业绩稳健

1.1. 山东省国资委实控的重卡龙头

根据中国重汽官网，中国重型汽车集团有限公司的前身是济南汽车制造总厂，始建于1930年，是我国重型汽车工业的摇篮。1960年，生产制造了中国第一辆重型汽车——黄河牌 JN150 八吨载货汽车，结束了中国不能生产重型汽车的历史。在社会主义建设初期，“黄河”车享誉全国，为国民经济发展和国防建设做出了重大贡献，成为中华民族自力更生、艰苦奋斗的标志性成果之一。1983年，公司成功引进了奥地利斯太尔重型汽车项目，是国内第一家全面引进国外重型汽车整车制造技术的企业。“斯太尔”一度成为我国重型卡车的代名词。

图1:黄河牌 JN150



资料来源：北京汽车博物馆，汽车之家，甬兴证券研究所

图2:中国重汽生产的斯太尔重卡



资料来源：卡车之家，甬兴证券研究所

2007年在香港成功实现主板红筹上市，是我国制造业第一支上市的红筹股，初步搭建起国际化发展的平台。2004年自主研发的新一代重卡车型豪沃品牌诞生，并于2005年推向市场，取得当年产销过万辆的成绩，创造了当时中国重卡历史新纪录。2013年具有自主知识产权的汕德卡系列产品正式推向市场，引领国内重型汽车工业发展。2020年面向全球推出全新一代高端民族品牌“黄河”重卡，引领中国重卡迈向世界一流。

图3:中国重汽旗下产品品牌

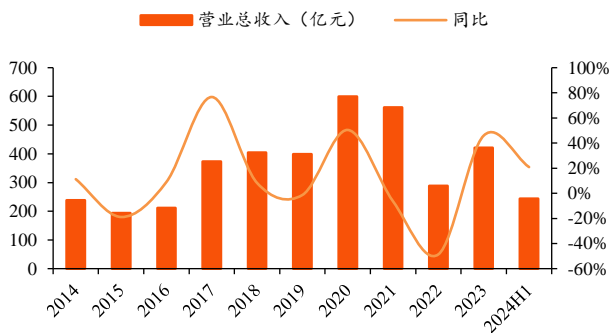


资料来源：中国重汽官网，甬兴证券研究所

中国重汽主要研发、生产、销售各种载重汽车、特种汽车、专用车及发动机、变速箱、车桥等总成和汽车零部件，拥有黄河、汕德卡、豪沃等全系
请务必阅读报告正文后各项声明

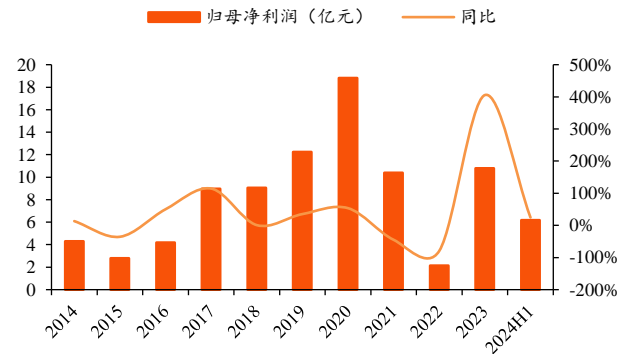
元，年均复合增长率为 6.50%；归母净利润从 4.31 亿元增长至 10.80 亿元，年均复合增长率为 10.75%。2024 年上半年，国内的经济和消费环境相对去年同期有所好转，重卡行业内需随经济延续温和复苏态势，公路货运量正增长为保有量提供了较好的支撑。公司累计实现重卡销售 70,537 辆，同比增长 15.78%；实现销售收入 244.01 亿元，同比增长 20.87%；实现归属于母公司净利润 6.19 亿元，同比增长 24.68%。公司产品销售回暖向好，销量较去年同期得到提升且好于行业，公司整体盈利能力进一步改善。

图6:中国重汽营业总收入（左轴）及同比（右轴）



资料来源: wind, 甬兴证券研究所

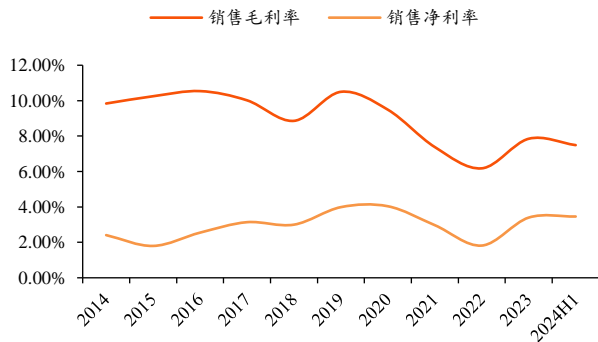
图7:中国重汽归母净利润（左轴）及同比（右轴）



资料来源: wind, 甬兴证券研究所

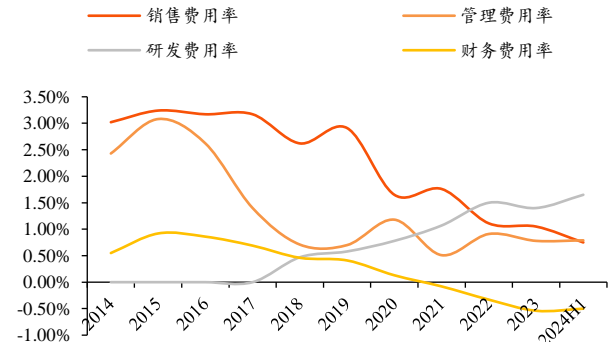
2014-2024 年上半年，中国重汽的销售毛利率在 9%上下波动，销售净利率在 3%上下波动，盈利能力持平微升。四费率从 6.00%逐步下行至大约 2.69%，成本控制能力优秀。

图8:中国重汽销售毛利率与销售净利率



资料来源: wind, 甬兴证券研究所

图9:中国重汽费用率



资料来源: wind, 甬兴证券研究所

2. 重卡行业寡头格局，国家政策刺激需求

2.1. 重卡行业与国民经济密切相关，中国重汽市占率第一

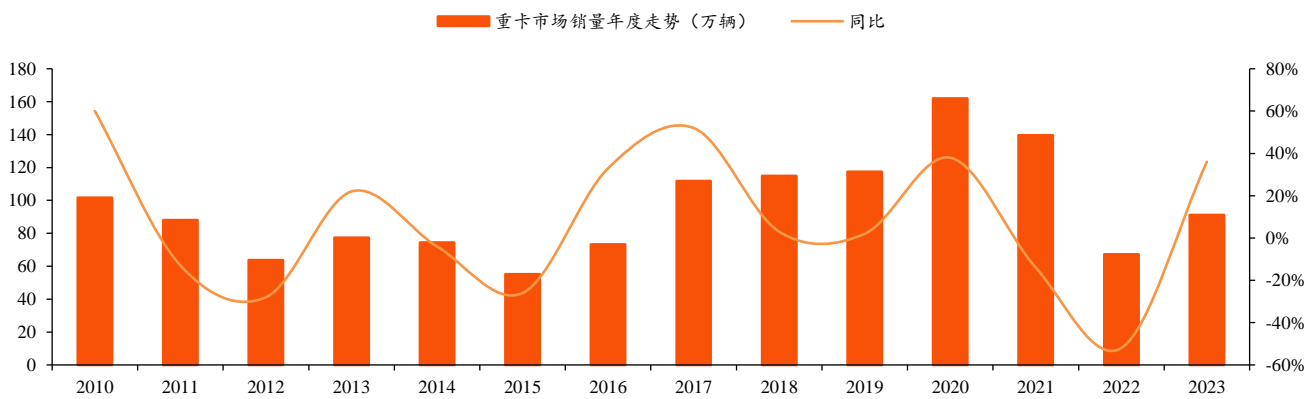
根据公司公告，重卡属于国家经济生活中的重要生产资料，主要用于物流运输、工程建设以及城市清洁、消防等领域，与宏观经济密切相关。

- 2010 年，全球金融危机后，中国政府推出一系列经济刺激政策，中国经济企稳回升的趋势形成。全年重卡销量达到 101.7 万辆，同比增长 60%。
- 2017 年，中国经济“稳中有升”，供给侧改革初见成效、建设工程

投资不断增加，工程车市场容量持续扩大，公路货运稳定增长，同时受新版 GB1589 标准实施、“9.21 治超”以及更加严格的环保政策等方面的影响，重卡市场出现了较大幅度增长。全年重卡销量达到 111.7 万辆，同比增长 52%。

- 2020 年，第一季度受新冠肺炎疫情影响，重卡产销量大幅下滑。但自第二季度开始，随着国内疫情得到全面控制，复工复产进展顺利，加之国三车淘汰、排放升级、治超治限等一系列政策利好因素刺激，重卡更新需求不断增长，全年市场呈现前低后高的走势。全年重卡销量达到 161.9 万辆，同比增长 38%。
- 2023 年，受宏观政策显效发力，物流重卡需求回升，特别是燃气重卡需求旺盛，同时叠加出口的强劲势头，重卡行业销量同比增长明显。全年重卡销量达到了 91.1 万辆，同比增长了 35.6%。

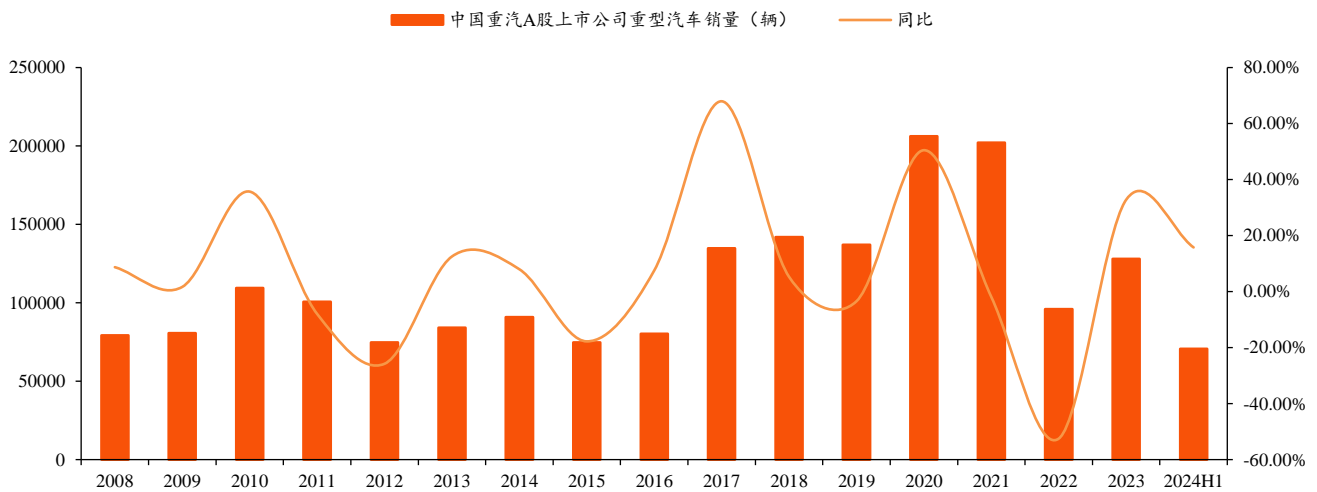
图10:中国重卡市场销量年度走势



资料来源：中国重汽 A 股上市公司 (000951.SZ) 年报，甬兴证券研究所

2008 年至 2024 年上半年，中国重汽的重型汽车销量波动上行。根据公司公告，2024 年上半年，经济和消费环境相对去年同期有所好转，重卡行业内需随经济延续温和复苏态势，公路货运量正增长为保有量提供了较好的支撑。重卡市场在出口继续保持较好需求情况下，国内总量稳步上升。油气价差维持高位，经济性驱动天然气重卡持续较高增速增长；政策驱动新能源重卡加速放量，并带来渗透率快速提升。中国重汽实现重卡销售 70537 辆，同比增长 15.78%。2024 年上半年，公司产品在各细分市场表现亮眼。牵引车方面，燃气车市占率增幅明显，危险品（燃气+燃油）、集装箱市占率稳居第一；载货车方面，车厢可卸车位于行业第一，4×2 宽体产品、4×2 大单桥等多个细分市场增幅位于前列；工程车方面，6×4/8×4 搅拌车 350 马力以上市占率保持第一；专用车方面，消防应急、8×4 环卫车、8×4 清障车市占率第一，6×2 危化单车市占率增幅行业第一，并在随车吊短板等细分市场取得突破。同时，公司新能源重卡销量增幅明显，渗透率稳步提升。海外市场借助重汽国际公司的完善网络布局以及高效战略突破，产品出口维持较高水平，市场份额继续保持国内重卡行业的第一。

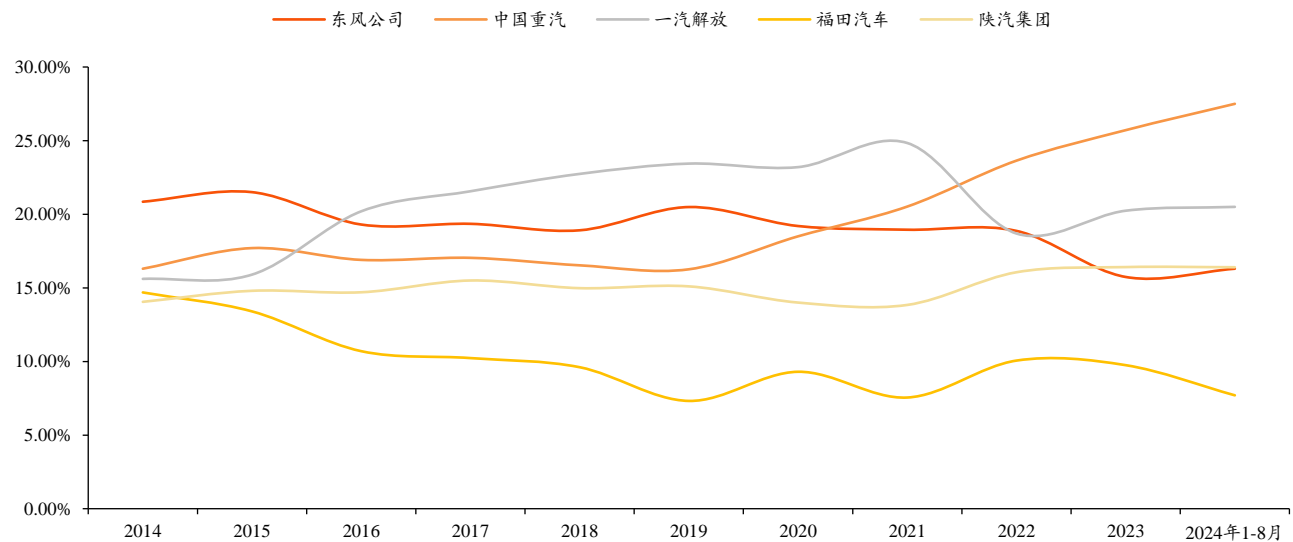
图11:中国重汽 A 股上市公司重型汽车销量及同比



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

重卡行业是高度寡头垄断的行业，中国重汽、东风公司、一汽解放、福田汽车、陕汽集团五家巨头拥有 80%以上的市场份额，而且前五大巨头的市占率持续提升，从 2014 年的 81.50%提升至 2024 年 1-8 月的 88.40%。中国重汽的市占率于 2021 年反超东风公司跃居行业第二，于 2022 年反超一汽解放跃居行业第一。2024 年 1-8 月，中国重汽的市占率已经达到 27.50%，稳居行业第一，领先第二名一汽解放 7 个百分点。

图12:中国重卡市场竞争格局

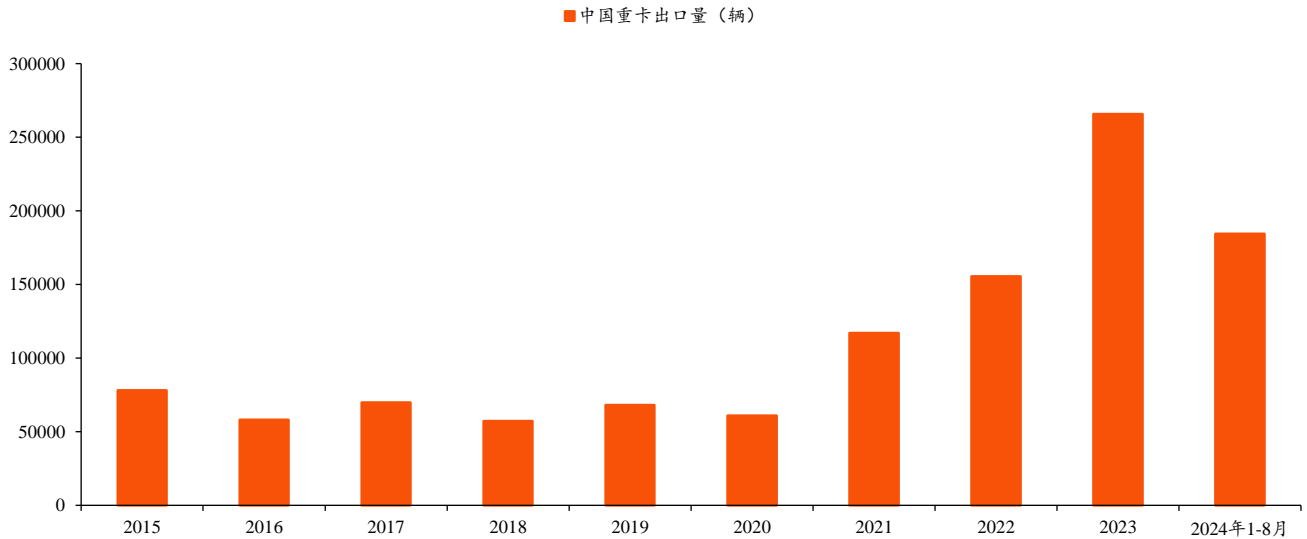


资料来源：第一商用车网，甬兴证券研究所

根据公司公告，出口方面，一带一路倡议、中欧全面投资协定、RECP 等自贸协议将进一步促进全球贸易和投资的自由化、便利化，大宗商品价格处于高位，矿业与基建行业活跃，海外资源型国家或将迎来新阶段，全球市场商用车需求强劲，也为国内重卡出口带来了机遇。根据第一商用车网，2024 年上半年，我国重卡出口量持续增长，中国重卡走向更加广阔的国际化舞台。中国重卡品牌凭借可靠的产品品质、性价比优势及完善的售后服务

体系，正逐步赢得国际市场的广泛认可与青睐。根据海关总署的出口数据，2015-2023年，我国柴油重卡的出口量从7.81万辆提升至26.56万辆，年均复合增长率为16.54%。2024年1-8月，柴油重卡累计出口量达到了18.43万辆。

图13:2015-2024年前8个月柴油重卡出口



资料来源：海关总署，甬兴证券研究所

2.2. 排放标准不断升级，以旧换新刺激需求

国家政策对重卡行业的发展有重要影响。2001年4月16日，国家标准局正式颁布GB17691-2001《车用压燃式发动机排气污染物排放限值及测量方法》，也就是我国第一阶段机动车污染物排放标准（国I），规定轻型柴油车从2001年下半年开始实施。2018年6月22日，生态环境部、国家市场监督管理总局正式提出重型柴油车国六排放标准实施时间，分为国六a和国六b两个阶段。

表1:国六a与国六b排放标准对比

排放物	国六 a	国六 b
碳氢化合物	100(mg/km)	50(mg/km)
一氧化碳	700(mg/km)	500(mg/km)
氮氧化物	60(mg/km)	35(mg/km)
非甲烷烃	68(mg/km)	35(mg/km)
二氧化氮	20(mg/km)	0(mg/km)
PM 细颗粒物	4.5(mg/km)	3(mg/km)
PN 细颗粒物	6*10 ¹¹ 颗/km	6*10 ¹¹ 颗/km

资料来源：卡车之家，甬兴证券研究所

2019年7月1日，燃气车正式执行国六a标准；2020年7月1日，城市车辆正式执行国六a标准；2021年1月1日，燃气车正式执行国六b标准；2021年7月1日，所有车辆执行国六a排放标准。2023年7月1日，所有车辆将执行国六b排放标准。

表2:国六 a 与国六 b 实施时间

标准阶段	车辆类型	实施时间
6A 阶段	燃气车辆	2019 年 7 月 1 日
	城市车辆	2020 年 7 月 1 日
	所有车辆	2021 年 7 月 1 日
6B 阶段	燃气车辆	2021 年 1 月 1 日
	所有车辆	2023 年 7 月 1 日

资料来源：卡车之家，甬兴证券研究所

2024 年 7 月 25 日，国家发展改革委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的通知。通知指出，现就统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。其中，关于商用车部分，通知明确，支持老旧营运货车报废更新。支持报废国三及以下排放标准营运类柴油货车，加快更新为低排放货车。报废并更新购置符合条件的货车，平均每辆车补贴 8 万元；无报废只更新购置符合条件的货车，平均每辆车补贴 3.5 万元；只提前报废老旧营运类柴油货车，平均每辆车补贴 3 万元。

图14:国家推出以旧换新政策


资料来源：国家发改委，第一商用车网，甬兴证券研究所

据新华社报道，9 月 29 日，金融管理部门此前宣布的一揽子房地产金融举措落地，其中包括批量调整存量房贷利率、优化个人住房贷款最低首付比例、完善商业性个人住房贷款利率定价机制、延长部分房地产金融政策期限、优化保障性住房再贷款有关要求等举措。

关于存量房贷利率，中国人民银行当日指导市场利率定价自律机制发布倡议，各商业银行原则上应于 2024 年 10 月 31 日前统一对存量房贷（包括首套、二套及以上）利率实施批量调整，对于 LPR 基础上加点幅度高于减 30 个基点的存量房贷，降为不低于 LPR 减 30 个基点，且不低于所在城市目前执行的新发放商业性个人住房贷款利率加点下限（如有）。

关于首付比例，中国人民银行、金融监管总局联合发布通知，对于贷款购买住房的居民家庭，商业性个人住房贷款不再区分首套、二套住房，最低首付比例统一为不低于 15%。

以旧换新政策的推出有利于加快老旧重卡的报废，刺激更新需求。国家出台的一揽子房地产优化政策，有利于稳定与房地产市场强相关的水泥运输车、搅拌车等专用重卡的市场需求。

3. 深度合作优质供应商，中国重汽优势明显

3.1. 德国曼公司技术深度赋能中国重汽

总部位于德国慕尼黑的曼恩商用车股份有限公司是曼恩集团旗下最大的股份公司，也是技术领先的商用车制造商和运输方案供应商，曼恩商用车股份有限公司产品种类覆盖中/重/超重型卡车、特种车、城市客车、豪华车、高端发动机和车用零部件等，生产基地和服务网络遍布世界各地。德国曼公司的商用车技术在全球范围内较为领先，足迹遍及世界许多国家，产品以其先进的技术，过硬的质量得到肯定。从德国到中国，曼公司的技术也一直在延续，1983年，经中国政府批准，中国重型汽车集团引进奥地利斯太尔91系列重型卡车技术（1989年曼恩商用车股份有限公司收购奥地利斯太尔卡车公司），为中国重型卡车现代化打下了坚实基础。

图15:德国曼公司商用车



资料来源：曼恩商用车公司中国官网，甬兴证券研究所

根据中国重汽官网，中国重汽于2009年成功实现了与德国曼公司的战略合作，曼公司参股中国重汽香港有限公司（3808.HK）25%+1股，中国重汽引进曼公司D08、D20、D26三种型号的发动机、中卡、重卡车桥及相应整车技术，为企业长远发展奠定了坚实的基础。

2013年，中国重汽应用曼技术的T系列产品全面推向市场，并获得了良好的市场反馈。中国重汽曼技术MC05/MC07系列发动机采用全新的燃烧原理，降低了燃油消耗，提高了发动机的效率，极具燃油经济性。新型高强度材料的使用和模块化的设计理念，既简化了发动机机体结构同时又提高了机体强度。MC07采用整体缸盖，螺栓紧固工艺技术使发动机整体强度、可靠性和密封性更好。发动机气缸体采用无气缸套和干式气缸套两种结构形式（注：300bhp以上机型无气缸套），无缸套的机体缸套孔工作面进行陶磁珩磨，使磨损能力和油耗达到最佳。MC07系列发动机采用博世第二代共轨燃油喷射系统，性能更优良。曲轴箱采用完全封闭结构，经济性更好，更绿色环保。

图16:中国重汽曼技术 MC05/MC07 系列发动机



资料来源：中国重汽官方微信公众号，甬兴证券研究所

中国重汽2020年推出的豪沃TX7牵引车，是在德国曼公司TGA卡车技术的基础上，打造的标载运输车型。整车匹配优化版MC11.44-50、MC11.46-50、MC13.48-50发动机，通过优化发动机、优化整车匹配，百公里油耗降低2-3L。豪沃TX国六天然气车辆搭载MT13发动机，百公里气耗仅28-32公斤。该车采用轻量化车架、平衡轴、悬架设计；铝壳变速器、铝合金油箱、铝合金储气筒、铝合金钢圈等轻质材料的应用；前下防护、车架尾梁及众多支架采用铝合金材质、轻量化设计，有效减轻车重，增加载荷。大扭矩斜齿同步器变速器、免维护7吨前轴、免维护12吨驱动桥、长效燃油粗滤系统等配置在行业内居于领先地位。

图17:中国重汽豪沃TX7牵引车



资料来源：中国重汽官方微信公众号，甬兴证券研究所

图18:中国重汽MT13发动机

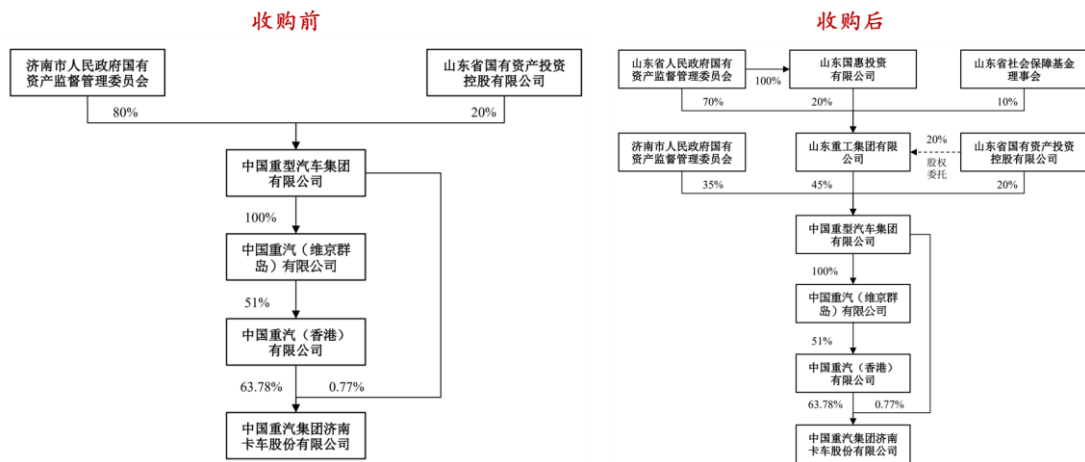


资料来源：中国重汽官方微信公众号，甬兴证券研究所

3.2. 潍柴动力与中国重汽强强联合

2019年9月，中国重汽发布《中国重汽：收购报告书摘要》，山东重工与重汽集团拟实施重组。济南市国资委将重汽集团45%股权无偿划转至山东重工，同时山东国投将重汽集团20%股权除资产收益权外的其他股东权利委托给山东重工行使，即山东重工将成为重汽集团控股股东并控制及支配重汽集团65%股权表决权，从而导致山东重工通过重汽集团取得并控制上市公司64.55%股份权益，构成对上市公司的间接收购。

图19:收购前后中国重汽股权结构变化



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

2019年12月，中国重汽发布公告，拟与潍柴控股签署《采购零部件协议》，从潍柴控股采购公司生产、经营或销售所需的原材料、辅助材料、零部件及零部件总成和半成品等。根据中国重汽的业务发展的需要，中国重汽将从潍柴控股采购齿轮、发动机、变速箱等零部件及零部件总成和半成品等。

潍柴控股为山东重工的全资子公司，是中国重汽的关联方。潍柴控股集团有限公司是一家跨领域、跨行业经营的国际化公司，在研究、生产及销售发动机及其零部件、重型汽车车桥、变速箱及其他汽车零部件等方面，处于行业领先地位。

图20:潍柴发动机产品



资料来源：潍柴控股集团官网，甬兴证券研究所

图21:潍柴车桥产品

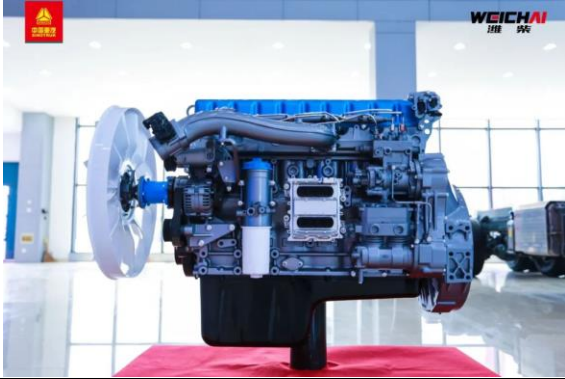


资料来源：潍柴控股集团官网，甬兴证券研究所

2020年4月，中国重汽豪沃、豪瀚潍柴机460通过线上直播上市，各大行业媒体在线同步直播了“全芯升级潍你而来”上市活动，直播点击人次高达143万+，300多名客户完成线上认购。此次中国重汽豪沃、豪瀚车型搭载全新潍柴WP10.5H-460马力发动机，进一步提升了车辆的性能优势。

豪沃T7、TX7以及豪瀚N7W搭载的潍柴WP10.5H-460马力发动机是潍柴动力为中国重汽定制的动力总成。潍柴WP10.5H发动机动力可达460马力，最大扭矩2100N.m，百公里油耗比竞品低2L，6万公里超长换油周期，经济省心，B10寿命达到180万公里，在潍柴动力的产品序列中属于高端发动机。

图22:潍柴 WP10.5H-460 发动机



资料来源: 中国重汽官方微信公众号, 甬兴证券研究所

图23:中国重汽豪沃重卡



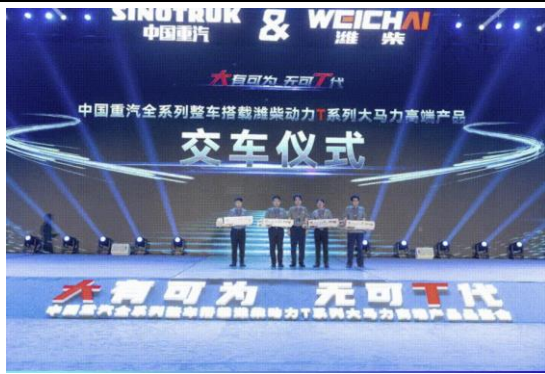
资料来源: 中国重汽官方微信公众号, 甬兴证券研究所

2022年8月,“大有可为无可T代——中国重汽全系列整车搭载潍柴动力T系列大马力高端产品品鉴会”在济南奥体中心举行。中国物流与采购联合会、中国内燃机工业协会等行业领导,以及客户代表500余人现场参会,50余家新媒体平台对此次活动进行了视频直播报道。

品鉴会上重点展出了潍柴T动力、黄河X7、汕德卡C9H、豪沃TH7、豪沃MAX等12台全系列重卡、6台高端发动机、2套动力链,组成的全系“大马力”阵容。新品最大动力可达680马力,是潍柴动力为中国重汽量身定制的动力总成产品,采用全球首款本体热效率突破51.09%的柴油机平台技术,产品的主要优势是动力强劲、高效节能、稳定可靠、静音舒适。

近年来,面对客户需求的不断升级,改革重组后的中国重汽与潍柴动力在生态、技术、营销、服务等方面联合布局、密切协作,探索出了一条“双赢”的高质量发展之路。双方充分发挥各自优势、整合优质资源,提供在性价比、动力、节能、舒适等方面更具竞争优势的产品,为广大客户创造更高的运营价值。

图24:中国重汽潍柴产品发布会



资料来源: 中国重汽官方微信公众号, 甬兴证券研究所

图25:中国重汽潍柴定制动力总成



资料来源: 中国重汽官方微信公众号, 甬兴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 盈利预测

(1) 重卡整车业务方面,中国重汽配套德国曼技术发动机和中国潍柴发动机,技术实力强,市占率持续提升。2024年上半年,中国重汽已实现重型汽车销量70537辆,同比增长15.78%。我们预计2024、2025、2026年,请务必阅读报告正文后各项声明

受益于国内以旧换新政策和房地产优化政策，中国重汽可实现重型汽车销量 147200、164864、181350 辆，分别同比增长 15.00%、12.00%、10.00%；销售收入 397.44、445.13、489.65 亿元，分别同比增长 17.04%、12.00%、10.00%；毛利率大致在 6%上下波动。

(2) 配件业务方面，公司的配件销售业务与重卡销售业务强相关。因此我们预计，配件销售业务未来的总体发展趋势与重卡业务基本一致。我们预计 2024、2025、2026 年，公司的配件业务收入分别为 90.63、100.59、110.65 亿元，分别同比增长 13.10%、11.00%、10.00%，毛利率大致在 12.00% 上下波动。

(3) 其他业务，因体量较小，我们假设与历史数据基本持平，未来 3 年，每年的收入大约为 1.00 亿元。

表3:中国重汽业务拆分

中国重汽 (000951.SZ) 业务拆分(单位:亿元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
整车						
收入	477.64	226.43	339.59	397.44	445.13	489.65
同比	-9.02%	-52.59%	49.98%	17.04%	12.00%	10.00%
成本	449.28	218.58	317.70	373.59	417.53	457.82
毛利	28.36	7.85	21.89	23.85	27.60	31.83
毛利率(%)	5.94%	3.47%	6.45%	6.00%	6.20%	6.50%
配件						
收入	81.93	61.11	80.10	90.63	100.59	110.65
同比	12.63%	-25.41%	31.08%	13.10%	11.00%	10.00%
成本	69.61	51.55	69.67	79.30	88.52	97.38
毛利	12.32	9.56	10.43	11.33	12.07	13.28
毛利率(%)	15.04%	15.64%	13.02%	12.50%	12.00%	12.00%
其他业务						
收入	1.42	0.68	1.01	1.00	1.00	1.00
同比	-12.35%	-52.11%	48.53%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	0.68		0.31	0.50	0.50	0.50
毛利	0.74		0.70	0.50	0.50	0.50
毛利率(%)	52.11%	0.00%	69.31%	50%	50%	50%
合计						
营业收入	560.99	288.22	420.70	489.07	546.73	601.30
同比	-6.40%	-48.62%	45.96%	16.3%	11.79%	9.98%
成本	519.57	270.13	387.68	453.39	506.56	555.69
毛利	41.42	18.09	33.02	35.67	40.17	45.61
毛利率(%)	7.38%	6.28%	7.85%	7.29%	7.35%	7.58%

资料来源: WIND, 甬兴证券研究所

综上所述，我们预计 2024、2025、2026 年，中国重汽的销售收入分别为 489.07、546.73、601.30 亿元，归母净利润分别为 13.47、15.65、18.62 亿元，对应的 EPS 分别为 1.15、1.33、1.58 元。

4.2. 估值与投资建议

我们选取了国内商用车龙头企业一汽解放、福田汽车以及国内重卡发动机龙头潍柴动力作为可比公司，2024 年 12 月 13 日收盘价计算，平均 PE 为 26.77 倍。当前中国重汽对应 2024 年 PE 为 15.15 倍，距离可选公司平均 PE 还有一定空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

表4:可比公司估值

股票代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
		2024. 12. 13	2024. 12. 13	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
000800. SZ	一汽解放 (*)	8.66	426.28	0.19	0.34	0.46	45.08	25.25	19.03
000338. SZ	潍柴动力 (*)	13.42	1,171.10	1.28	1.46	1.65	10.48	9.17	8.13
600166. SH	福田汽车 (*)	2.75	217.73	0.11	0.18	0.24	24.75	15.02	11.38
	平均			0.53	0.66	0.78	26.77	16.48	12.84
000951. SZ	中国重汽	17.36	203.96	1.15	1.33	1.58	15.15	13.03	10.95

资料来源: WIND, 甬兴证券研究所

注: (*) 为可比公司, 其EPS来自wind一致预期

5. 风险提示

宏观经济风险: 若宏观经济复苏不及预期, 或多方面影响汽车行业, 包括人均可支配收入增速放缓, 导致人均相关支出降低等, 影响汽车相关消费。

国际贸易壁垒: 汽车行业是国民支柱性产业, 欧洲、美国、东南亚等国可能为了保护本国产业而提高贸易关税, 增加公司的出口成本。

原材料价格上升: 汽车零部件多、供应链长, 受钢铁、铜、铝、锂等多种原材料的价格波动影响, 原材料成本上升可能降低公司利润空间。

汇率波动风险: 汇率波动影响出口企业产品价格, 长远来看影响企业海外市场份额, 另外汇兑损益可能造成公司业绩波动。

国家政策风险: 国家以旧换新政策与房地产优化政策对国内重卡市场需求有重要影响, 这些政策对中端市场的实际影响可能存在不及预期的风险, 可延续性也存在一定风险。

资产负债表						现金流量表					
单位：百万元						单位：百万元					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	27,504	30,366	32,708	36,993	41,619	经营活动现金流	7,030	2,113	3,396	3,246	3,969
货币资金	13,154	13,855	14,145	16,559	19,672	净利润	526	1,431	1,784	2,073	2,467
应收及预付	6,698	6,134	6,639	7,118	7,326	折旧摊销	322	416	422	451	480
存货	3,591	4,096	4,408	4,925	5,403	营运资金变动	6,052	-84	1,210	735	1,036
其他流动资产	4,060	6,281	7,516	8,391	9,218	其它	131	350	-20	-14	-14
非流动资产	6,868	6,717	9,123	9,172	9,192	投资活动现金流	-349	-2,888	-2,807	-484	-482
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-448	-496	-500	-500	-500
固定资产	4,424	4,203	4,342	4,451	4,531	投资变动	80	-2,410	0	0	0
在建工程	715	499	449	404	364	其他	20	18	-2,307	16	18
无形资产	850	829	819	804	784	筹资活动现金流	-1,507	-347	-300	-348	-375
其他长期资产	878	1,185	3,513	3,513	3,513	银行借款	-99	-501	50	50	100
资产总计	34,372	37,083	41,830	46,164	50,811	股权融资	0	0	2	0	0
流动负债	19,345	20,981	24,293	26,949	29,599	其他	-1,408	153	-352	-398	-475
短期借款	501	0	50	100	200	现金净增加额	5,174	-1,122	289	2,414	3,112
应付及预收	12,735	16,255	18,891	20,403	22,382	期初现金余额	7,179	12,353	11,231	11,521	13,935
其他流动负债	6,109	4,725	5,352	6,446	7,017	期末现金余额	12,353	11,231	11,521	13,935	17,048
非流动负债	436	378	364	364	364						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	436	378	364	364	364						
负债合计	19,780	21,359	24,657	27,313	29,963						
股本	1,175	1,175	1,175	1,175	1,175						
资本公积	4,930	4,930	4,932	4,932	4,932						
留存收益	7,708	8,692	9,699	10,869	12,260						
归属母公司股东权益	13,740	14,725	15,737	16,907	18,299						
少数股东权益	851	999	1,436	1,944	2,549						
负债和股东权益	34,372	37,083	41,830	46,164	50,811						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	-48.6%	46.0%	16.3%	11.8%	10.0%
营业利润增长	-71.7%	207.0%	25.7%	16.2%	19.0%
归母净利润增长	-79.4%	405.5%	24.7%	16.2%	19.0%
获利能力					
毛利率	6.2%	7.8%	7.3%	7.3%	7.6%
净利率	1.8%	3.4%	3.6%	3.8%	4.1%
ROE	1.6%	7.3%	8.6%	9.3%	10.2%
ROIC	2.7%	7.7%	9.1%	9.8%	10.5%
偿债能力					
资产负债率	57.5%	57.6%	58.9%	59.2%	59.0%
净负债比率	-86.7%	-88.1%	-82.1%	-87.3%	-93.4%
流动比率	1.42	1.45	1.35	1.37	1.41
速动比率	1.22	1.23	1.15	1.18	1.21
营运能力					
总资产周转率	0.83	1.18	1.24	1.24	1.24
应收账款周转率	4.88	7.23	8.37	8.65	9.10
存货周转率	6.30	10.09	10.66	10.86	10.76
每股指标 (元)					
每股收益	0.18	0.92	1.15	1.33	1.58
每股经营现金流	5.98	1.80	2.89	2.76	3.38
每股净资产	11.69	12.53	13.40	14.39	15.58
估值比率					
P/E	82.44	14.52	15.15	13.03	10.95
P/B	1.27	1.07	1.30	1.21	1.11
EV/EBITDA	6.12	0.95	2.65	1.43	0.29

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。