

2020 年 05 月 31 日

中国重汽 (000951.SZ)

## 新重汽、新产品、新机遇

■ **专注高品质重卡，重汽改革再出发。** 公司是中国重汽(香港)有限公司的控股子公司，多年来持续专注重卡行业，公司重卡在全行业的份额维持在 12% 左右。目前，使用曼技术的中国重汽卡车已经成为行业内高品质的代表。2018 年 9 月，谭旭光同志担任中国重汽集团党委书记、董事长，重汽自此进入全面改革的新时代。

■ **重卡行业持续升级，销量长期有望保持稳定。** 重卡行业正面临着三大新变化：驾驶员年轻化、用户法人化、排放法规升级。驾驶员年轻化、用户法人化要求重卡在动力、舒适度、智能化方面不断升级，这些领域的升级带动重卡持续向高端化发展，单车价值量也随之提高。预计未来数年，高端重卡(单价 40 万以上在重卡总销量中的占比有望持续提升。从长期来看，若剔除部分扰动因素，实际 GDP 与重卡保有量存在着较为稳定的比例关系，依据这一比例关系，我们测算出 2020-2024 年重卡销量中枢将维持在 100 万辆左右的水平。过去十年，由于行业内无强有力竞争者介入且头部公司未发生较大变化，行业竞争格局基本没有变动，未来随着部分有竞争力的厂商进入，重卡行业格局有望发生变化。

■ **新产品，新机遇。** 为应对行业在动力、舒适度方面的升级，重汽 2020 年推出全新产品——TX 系列牵引车，其有效解决了细分市场的痛点，在动力、轻量化、驾驶室配置方面均有显著提升。TX 系列还匹配了潍柴 WP10.5H 发动机，作为深受市场好评的潍柴主打发动机之一，WP10.5H 对重汽的配套有望出现强强联合、优势互补的效果，全面助力中国重汽开拓全新细分市场，提高市占率。

■ **天然气重卡给公司带来新机遇。** 天然气重卡由于经济性优越，且受政策支持，其在重卡中的渗透率(2019 年约 8.2%) 有望不断提高。2019 年 8 月，中国重汽国六天然气牵引车正式上市，其搭载了曼技术 MT13 全新发动机，其具有动力强、气耗低的核心优势。经过一段时间的验证，目前重汽天然气重卡已深受市场认可。天然气重卡价值量高、附加值高，预计随着产品的逐步放量，其有望为公司贡献可观业绩增量。

■ **投资建议：维持“增持-A”评级。** 随着 TX 系列新产品逐步放量、天然气重卡持续热销，我们预计中国重汽未来几年业绩有望持续增长。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为：15.09、15.32 以及 16.47 亿元，对应当前市值，PE 分别为：11.3、11.1 以及 10.4 倍，维持“增持-A”投资评级。

■ **风险提示：重卡销量大幅下滑；新产品销量不及预期**

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	40,377.9	39,842.8	42,225.4	44,353.6	47,298.7
净利润	905.1	1,223.4	1,508.8	1,532.1	1,646.5
每股收益(元)	1.35	1.82	2.25	2.28	2.45
每股净资产(元)	9.05	10.41	11.74	13.11	14.58

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	18.9	14.0	11.3	11.1	10.4
市净率(倍)	2.8	2.4	2.2	1.9	1.7
净利润率	2.2%	3.1%	3.6%	3.5%	3.5%
净资产收益率	14.9%	17.5%	19.2%	17.4%	16.8%
股息收益率	1.8%	0.0%	3.5%	3.6%	3.9%
ROIC	12.6%	17.3%	25.2%	7.6%	21.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司深度分析

证券研究报告

卡车

 投资评级 **增持-A**
**维持评级**

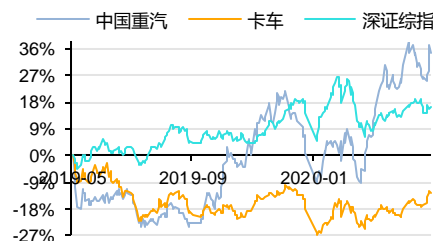
 6 个月目标价： **30 元**

 股价 (2020-05-29) **25.44 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	17,072.30
流通市值(百万元)	17,067.76
总股本(百万股)	671.08
流通股本(百万股)	670.90
12 个月价格区间	14.38/26.16 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.57	37.4	13.25
绝对收益	7.8	36.55	29.86

**袁伟**

分析师

 SAC 执业证书编号：S1450518100002  
 yuanwei2@essence.com.cn  
 021-35082038

**徐慧雄**

分析师

 SAC 执业证书编号：S1450520040002  
 xuhx@essence.com.cn

### 相关报告

## 内容目录

<b>1. 专注高品质重卡，重汽改革再出发</b>	<b>4</b>
1.1. 专注重卡，业绩稳步扩张	4
1.2. 消化吸收曼技术，做高品质重卡	5
1.3. 重汽改革再出发	6
<b>2. 重卡：行业升级、销量无忧、格局稳中有变</b>	<b>7</b>
2.1. 行业升级，重卡走向高端化	7
2.1.1. 重卡行业新变化：驾驶员年轻化、用户法人化、排放持续升级	7
2.1.2. 重卡行业走向高端化：动力升级、舒适升级、智能升级	8
2.2. 重卡销量中枢长期稳定	10
2.3. 行业格局：稳中有变	10
2.3.1. 过去十年，重卡行业格局变化不大	10
2.3.2. 新进入者有望使重卡行业格局发生变化	11
<b>3. 新重汽，新产品，新机遇</b>	<b>13</b>
3.1. 重汽全面改革，初见成效	13
3.2. 新产品，新未来	14
3.3. 天然气重卡给公司带来新机遇	16
3.3.1. 天然气重卡渗透率有望持续提升	16
3.3.2. 天然气重卡给重汽带来新的机遇	17
<b>4. 股价复盘与投资建议</b>	<b>19</b>
4.1. 公司十年股价复盘：股价与销量、业绩强相关	19
4.2. 盈利预测与投资建议	20
<b>5. 风险提示</b>	<b>20</b>

## 图表目录

图 1：公司收入结构（2019 年）	4
图 2：中国重汽（A 股）重卡销量及市场份额	4
图 3：中国重汽集团产品布局（主要品牌与重点车型）	4
图 4：中国重汽 2012-2019 收入及增速	5
图 5：中国重汽 2012-2019 归母净利润及增速	5
图 6：中国重汽历史沿革	6
图 7：中国重汽股权结构	7
图 8：山东重工集团股权结构	7
图 9：80、90 后逐渐成为商用车驾驶员主力人群	7
图 10：法人逐步成为重卡的主力用户	7
图 11：全国新生产机动车排放标准实施进度	8
图 12：重卡座椅持续升级	9
图 13：高端重卡占比逐步提升	9
图 14：GDP/重卡保有量存在较为稳定的比例关系	10
图 15：未来几年重卡销量有望保持平稳	10
图 16：2010 年重卡行业主要厂商市场份额	11
图 17：2019 年重卡行业主要厂商市场份额	11

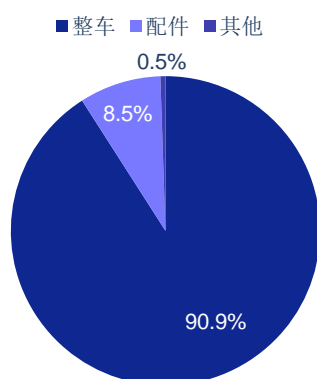
图 18: 三一重卡已上市重点车型.....	11
图 19: 三一重卡销量持续增长.....	11
图 20: 徐工重卡核心产品.....	12
图 21: 徐工重卡 2017-2019 年销量及市占率.....	12
图 22: 中国重汽(000951)净利率毛利率持续改善.....	14
图 23: 公司销售费用&管理费用率持续下降.....	14
图 24: 公司应收账款、存货周转率提高.....	14
图 25: 公司 ROE、ROA 持续提升.....	14
图 26: 中国重汽豪沃 TX 牵引车.....	15
图 27: 中短途标载 6x4 牵引车用途分类.....	15
图 28: 2014-2019 年天然气重卡销量.....	16
图 29: 中国重汽豪沃 T7H LNG 牵引车.....	17
图 30: 中国重汽 2010-2020 年股价市场表现.....	20
表 1: 中国重汽(香港)与德国 MAN SE 公司签署的《技术许可协议》主要内容.....	5
表 2: 德国曼技术核心优势.....	5
表 3: 重汽旗下各大核心品牌均已搭载曼技术发动机.....	6
表 4: 主流国六六缸柴油发动机.....	8
表 5: 2018 年汉诺威车展燃油重卡 AMT 普及率.....	8
表 6: 中央及地方政府相继出台淘汰国三柴油车政策文件.....	10
表 7: 三一重卡核心优势.....	12
表 8: 徐工重卡拥有良好的服务优势.....	12
表 9: 中国重汽改革措施.....	13
表 10: 中短途标载 6x4 牵引车市场主要产品.....	15
表 11: 重汽豪沃 TX 牵引车优势.....	15
表 12: 潍柴 WP10.5H 主要特点.....	16
表 13: 潍柴 WP10.5H 主要配套车型.....	16
表 14: 天然气重卡与柴油重卡经济性比较.....	16
表 15: 《加快推进天然气利用的意见》中与重卡相关的内容.....	17
表 16: 主要国六 LNG 重卡对比.....	18
表 17: 重汽 MT13 国六发动机型谱.....	18
表 18: 主要国六天然气发动机对比.....	18
表 19: 中国重汽国六燃气发动机核心优势.....	19
表 20: 重汽 TX 天然气牵引车与柴油牵引车经济性对比.....	19
表 21: 重汽 TX 天然气牵引车与其他品牌 LNG 牵引车经济性对比.....	19

## 1. 专注高品质重卡，重汽改革再出发

### 1.1. 专注重卡，业绩稳步扩张

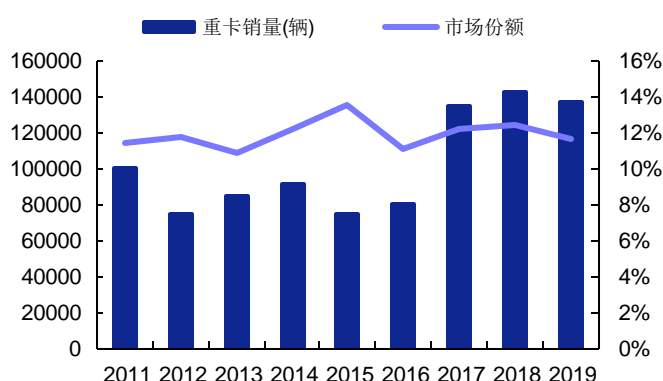
中国重汽集团济南卡车股份有限公司（即 A 股“中国重汽”）是中国重汽(香港)有限公司（即港股“中国重汽”）控股子公司，公司 2004 年借壳“小鸭电器”上市。公司专注载重汽车、专用汽车、重型专用车底盘等产品的制造、销售，是目前国内最大的重型车制造公司之一。2019 年，公司重卡整车业务在总收入中占比约 90%。根据中汽协的数据，我们测算，2011-2019 年，公司重卡在全行业的份额维持在 11%-14%之间。预计随着豪沃 TX 系列新车型的量产、天然气重卡放量，公司未来市场份额有望出现较为显著的提升。

图 1：公司收入结构（2019 年）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 2：中国重汽（A 股）重卡销量及市场份额



资料来源：公司公告、中汽协、安信证券研究中心

中国重汽集团旗下主要有汕德卡、豪沃、豪瀚以及斯太尔等主要重卡品牌，其中汕德卡系列主打高端，豪沃主打中高端，豪瀚与斯太尔主打中端以及经济型商用车。中国重汽集团济南卡车股份有限公司（即 A 股“中国重汽”）主要负责豪沃品牌重卡的制造与销售以及豪瀚品牌的销售。

图 3：中国重汽集团产品布局（主要品牌与重点车型）

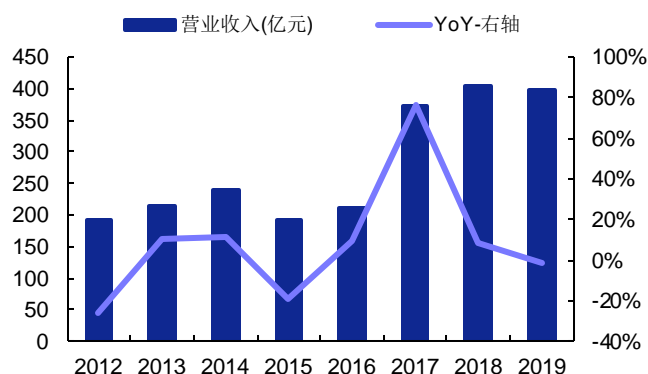


资料来源：卡车之家、公司公告、安信证券研究中心

2016 年四季度开始，受治超等因素影响，重卡逐渐进入新一轮景气周期，重汽销量也因此进入上行通道，2017-2019 年，公司重卡销量维持在较高水平，收入规模也相对较大，2019 年公司实现营收 398.43 亿元，由于结构改善、毛利率提升，2019 年公司归母净利润 12.23

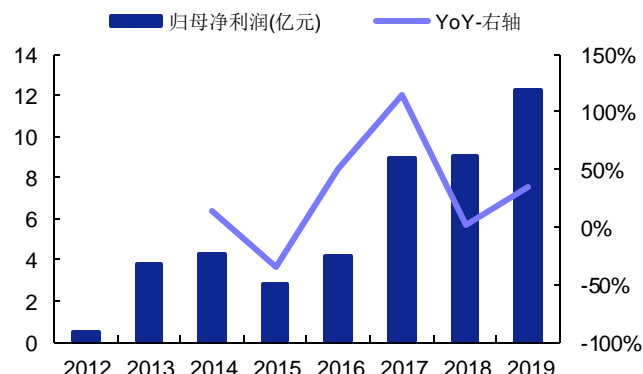
亿元，同比增长 35.16%，2013-2019 年，公司净利润持续稳健增长，复合增速达 21.48%，业绩持续稳步扩张。

图 4：中国重汽 2012-2019 收入及增速



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 5：中国重汽 2012-2019 归母净利润及增速



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

## 1.2. 消化吸收曼技术，做高品质重卡

重汽香港于 2009 年 7 月 15 日与 MAN SE 就建立长期战略合作关系达成四大合作协议：《可转债认购协议》、《股份购买协议》、《技术许可协议》以及《股东协议》。其中《技术许可协议》中对重汽关于曼技术的引进、使用、销售进行了约定。

表 1：中国重汽（香港）与德国 MAN SE 公司签署的《技术许可协议》主要内容

内容
1 重汽香港及其两家全资附属公司——济南动力、济南商用车以 8,500 万欧元引进 MAN SE 全资附属公司——MN 的 TGA 系列卡车整车和 D20、D26、D08 三种先进的发动机(欧三到欧五)及其他零部件总成生产技术
2 各方开展有关引进技术的国产化的合作
3 各方合作并利用 MN 在现有的销售网络在全球范围内合作经销技术提升型重卡
4 各方根据经销区域的划分在境外开展技术提升型重卡的 CKD 组装
5 MN 就引进技术向济南动力和济南商用车提供技术支持和技术培训
6 授予重汽香港其他附属公司使用根据引进技术生产的国产化合同产品的权力
7 就技术许可协议期间各方共同对引进技术进行的升级部分共享知识产权
8 允许济南动力和济南商用车将引进技术许可给包括中国重汽集团济南桥箱有限公司在内的有关分被许可方
9 未来在卡车和客车领域的其他可能的合作

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

德国曼技术在发动机、车桥等核心大件上均具备核心优势，例如，在发动机领域，其具有：机体强度/刚度大/寿命长、经济性佳、B10 寿命长、低噪音以及长换油等特点；在车桥方面，以 MCY11 车桥为例，其采用中央单级减速结构，主减速器锥齿轮选用奥利康制等高齿，使用寿命长；强化型冲压焊接桥壳，结构合理强度高，匹配了鼓式制动器，选装盘式制动器，制动性能好，增加了油滤器，可提高齿轮、轴承寿命。

表 2：德国曼技术核心优势

	特点
发动机	机体强度/刚度大/寿命长：采用蠕墨铸铁机体，强度类同铸钢，散热能力类同灰铁，抗热变形能力强；
	经济性佳：高爆压及优化的喷射/燃烧系统，取得宽转速范围比油耗均很低特性；B10 寿命长：达到国际重卡发动机先进水平——150 万公里；
	低噪音：噪音达到国际同类发动机水平；高集成化：比国际同类型发动机减少零件数目 25%，大大减少了故障点；
车桥	换油（机油）间隔长：公路用车从车辆出厂至第一次换机油里程（换油间隔）可达 10 万公里
	MCY11 系列车桥采用中央单级减速结构，主减速器锥齿轮选用奥利康制等高齿，使用寿命长；强化型冲压焊接桥壳，结构合理强度高，匹



配了鼓式制动器，选装盘式制动器，制动性能好，增加了油滤器，提高齿轮、轴承寿命；

MCY13 是曼技术的 13 吨级桥，主减速器结构合理，支撑刚度好，齿轮寿命长，标配 SKF 免维护轴承单元，润滑系统带有油滤器，B10 寿命高达 150 万公里

MCA16 驱动桥采用中央-轮边双级减速结构，整桥刚度和强度高，传递扭矩大，可靠性高，噪音低，适用于矿区工地自卸车、公路用自卸车、市政用车等

资料来源：卡车之家、中国卡车网、安信证券研究中心

搭载曼技术的中国重汽高端重卡品牌——汕德卡已经成为国内高端重卡的一面旗帜。2019 年一季度，汕德卡实现订单 3000 辆，而 2020 年 3 月，汕德卡月产销即达 5000 辆，并持续处于订单饱满、需求旺盛的状态（来源：中国重汽微信公众号）。汕德卡的案例表明，重汽对于曼技术的消化吸收并付诸产品实践，已经得到了市场的高度认可，目前，曼技术在重汽主要重卡品牌上均得到了应用。

表 3：重汽旗下各大核心品牌均已搭载曼技术发动机

品牌	部分重点车型	厂商指导价（万元）	发动机
汕德卡	C7H 牵引车	33.08-55.00	MC11.44、MC13.54、MT13.44 等
	G7 牵引车	36.00-54.48	MC13.54、MT13.44 等
	C5H 载货车	35.00-39.58	MC07.31、MC07.28、MC07.34、MC05.21 等
豪沃	TX 系列牵引车		MC09.40、MC11.44（国六）、MC11.46、MT13.44 等
	T7H 牵引车	29.80-53.50	MC11.40、MC11.44、MC13.48、MC13.54
	HOWO-7 自卸车	29.81-47.50	MC11.44、MT13.44 等
豪瀚	N7G 牵引车	27.58-45.00	MT13.44、MC11.44、MC11.36、MC13.54 等
	N6G 自卸车	33.00-40.88	MC09.38 等
斯太尔	D7B 牵引车	26.18-47.32	MC11.44 等

资料来源：卡车之家、安信证券研究中心

### 1.3. 重汽改革再出发

从 1958 年重汽集团的前身济南汽车制造厂成立至今，中国重汽已经走过 60 余年风雨历程，其中经历了“斯太尔技术的引进”、“重汽集团拆分”、“德国曼技术的引进”等影响重汽历史命运的重大事件。2018 年 9 月，经山东省委同意，济南市委决定，谭旭光同志担任中国重汽集团党委书记、董事长，此标志着中国重汽进入一个全面发展的新时代。

图 6：中国重汽历史沿革

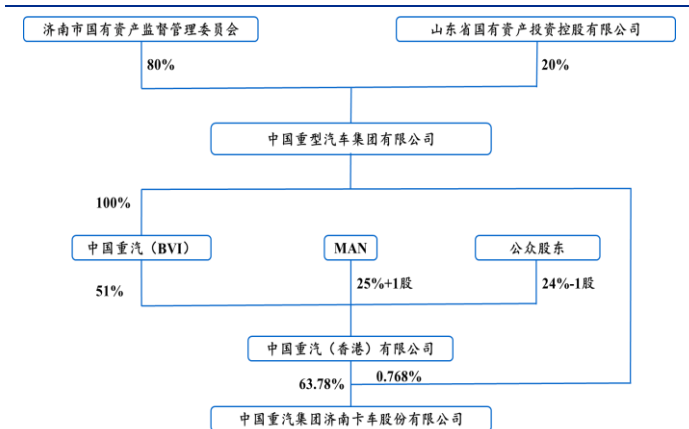
1958	●	济南汽车制造厂成立
1984	●	从奥地利斯太尔公司引进整车技术，在国内生产“斯太尔”系列重型汽车
2000.7	●	国务院决定，将重汽集团分为三个部分，分别下放到山东省、陕西省、重庆市管理。主体部分下放山东省管理，保留“中国重汽”名称
2001.1	●	新的中国重汽集团宣告成立
2004.2	●	中国重汽借壳山东小鸭电器后，A股公司正式更名“中国重汽”
2007.11	●	中国重汽集团以红筹形式在香港主板上市，股份代码：3808
2009.7	●	中国重汽（香港）有限公司与德国曼公司正式签约，在资本、技术、产品、市场等方面实施战略合作
2013.1	●	中国重汽与德国曼公司强强合作的SITRAK品牌正式启动
2018.9	●	经山东省委同意，济南市委决定，谭旭光同志担任中国重汽集团党委书记、董事长

资料来源：公司官网、安信证券研究中心

2019 年 9 月 25 日，济南市国资委与山东重工集团有限公司签署《中国重型汽车集团有限公

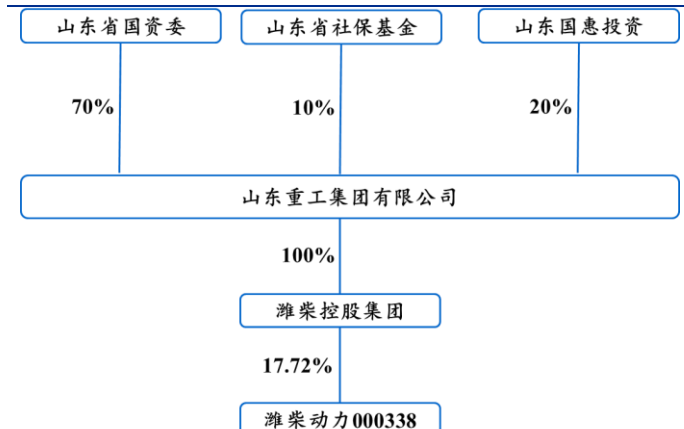
司国有股权无偿划转协议》，济南市国资委将其持有的中国重型汽车集团有限公司 45% 的股权无偿划转给山东重工。无偿划转和本次股权委托后，山东重工将直接持有重汽集团 45% 的股权，并实际控制及支配重汽集团 65% 的股权表决权，即山东重工通过重汽集团取得并控制 A 股中国重汽 64.55% 股份权益，公司实际控制人由济南市国资委变更为山东省国资委。重组后的重汽已开启全方位改革进程，未来可期。

图 7：中国重汽股权结构



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 8：山东重工集团股权结构



资料来源：天眼查、安信证券研究中心

## 2. 重卡：行业升级、销量无忧、格局稳中有变

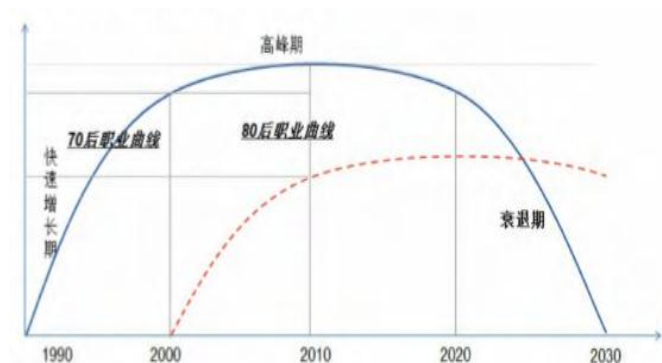
### 2.1. 行业升级，重卡走向高端化

#### 2.1.1. 重卡行业新变化：驾驶员年轻化、用户法人化、排放持续升级

重卡行业正面临着三大新变化：驾驶员年轻化、用户法人化、排放法规升级。

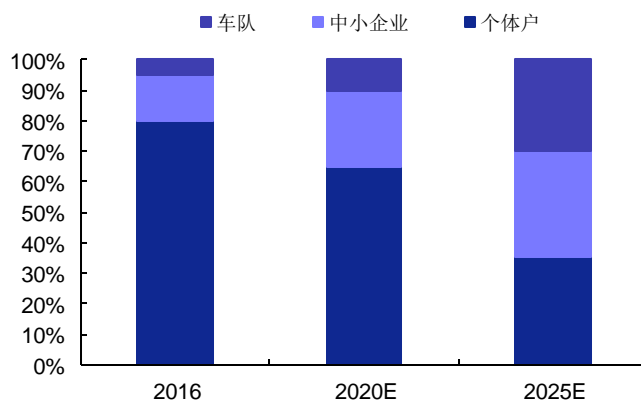
- **驾驶群体年轻化**：一般卡车驾驶人员职业周期约 40 年，70 后从 1990 年代进入商用车行业，2010 年左右到达职业技能顶峰。目前，80 后、90 后已经成为行业主力，这些新一代成长于互联网时代的群体对于驾驶舒适度、乘坐舒适度以及智能化的操作，都有着更强的偏好和需求。
- **用户法人化**：根据罗兰贝格的预测，到 2025 年，车队与中小企业用户对重卡的需求占比有望超过 65%（2016 年仅有 20% 左右），即重卡的法人用户占比将持续提升，法人用户对于重卡的全生命周期成本更为关注，而对首次的购置成本关注度较低（这与个人用户完全不同）。
- **排放持续升级**：排放升级是贯穿重卡行业发展的重要主线。排放标准从国五升级至国六，重卡技术路线发生较大变化，发动机技术难度显著提升。重卡整体价值量也将随之提升。

图 9：80、90 后逐渐成为商用车驾驶员主力人群



资料来源：中国知网、安信证券研究中心

图 10：法人逐步成为重卡的主力用户



资料来源：罗兰贝格、安信证券研究中心

图 11：全国新生产机动车排放标准实施进度

年份 车型		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
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									
	气体燃料车	无控制要求		国Ⅰ			国Ⅱ			国Ⅲ		国Ⅳ		国Ⅴ					国Ⅵ				

资料来源：《中国机动车环境管理年报》、安信证券研究中心

## 2.1.2. 重卡行业走向高端化：动力升级、舒适升级、智能升级

### ■ 动力升级

发动机大马力化是重卡行业未来发展的一大核心趋势。大马力发动机一方面可以使整车动力性能提升，另一方面，大功率发动机具有低速大扭矩的特点，其扭力范围更宽，发动机的经济转速区也更宽，因而可以更加节油。国六阶段，典型的大马力柴油发动机主要有：潍柴 WP13、解放 CA6DM3、玉柴 YCK13、重汽 MC13 等。

表 4：主流国六大马力柴油发动机

型号	排量 (L)	最大马力 (Ps)	最大扭矩 (N.m)	主要搭载车型
锡柴 CA6DM3	12.52	480-560	2300-2600	解放 J7、J6P、JH6
潍柴 WP13	12.54	480-580	2300-2550	陕汽 X3000 等
潍柴 WP15H	15.3	600-700	3200-3300	陕汽 X6000 等
玉柴 YCK13	12.9	500-600	2400-2600	乘龙 H7、陕汽轩德 X3
福康 X13	12.9	520-560	2400-2600	欧曼 EST 等
菲亚特 Cursor13	12.88	480-560	2200-2500	红岩杰狮
中国重汽 MC13	12.419	480-540	2300-2500	汕德卡等

资料来源：卡车之家、安信证券研究中心

### ■ 变速箱升级

目前，欧洲中重卡 AMT 装备率已超过 80%。AMT 一方面可提高燃油经济性：自动挡车型由电子系统实现换挡逻辑，其换挡更平顺、更有效，可以减少因司机驾驶技术不足而造成的油耗损失；另一方面，由于不需要过多的人工干涉，AMT 变速线可极大地提升驾驶人员的驾驶体验。

此前由于 AMT 价格高、技术不成熟等原因，AMT 在中国的普及率较低。未来，随着驾驶人员的年轻化，AMT 技术的逐步成熟、成本不断下降，重卡 AMT 变速箱的接受度有望随之不断提高，行业渗透率也有望不断提升。目前，中国重汽汕德卡的主销车型——C7H 540 马力 6X4 牵引车已搭载采埃孚的 12 挡 AMT 变速箱。

表 5：2018 年汉诺威车展燃油重卡 AMT 普及率

品牌	展车数量	AMT 数量	AMT 普及率
达夫	9	8	88.9%
依维柯	9	8	88.9%
曼	11	11	100.0%
雷诺	5	5	100.0%
奔驰	20	18	90.0%



斯坦尼亚	7	7	100.0%
沃尔沃	6	6	100.0%
福特	2	2	100.0%
BMC	7	2	28.6%

资料来源：卡车之家、安信证券研究中心

### ■ 驾驶室舒适度升级

年轻用户群体对重卡驾驶舒适度要求显著提高。影响舒适性的因素主要包括：驾驶室空间、隔音、减震、座椅等因素。在过去的十多年发展历程中，重卡驾驶室悬挂由最初的刚性连接升级到半浮式、全浮式（整个驾驶室全部通过悬挂系统和车架连接，悬挂系统可以把车架传递给驾驶室的震动冲击尽可能的吸收掉）驾驶室，舒适性逐步提高。重卡座椅也经历了多次升级，从最初的硬连接到机械减震（这种座椅在下方布置了弹簧和减震筒，这种座椅能够过滤大部分颠簸）再到气囊座椅（将减震装置由弹簧换成了气囊，过滤颠簸更灵敏、乘坐起来更舒适）。未来，重卡驾驶室的舒适度仍将持续升级。

图 12：重卡座椅持续升级

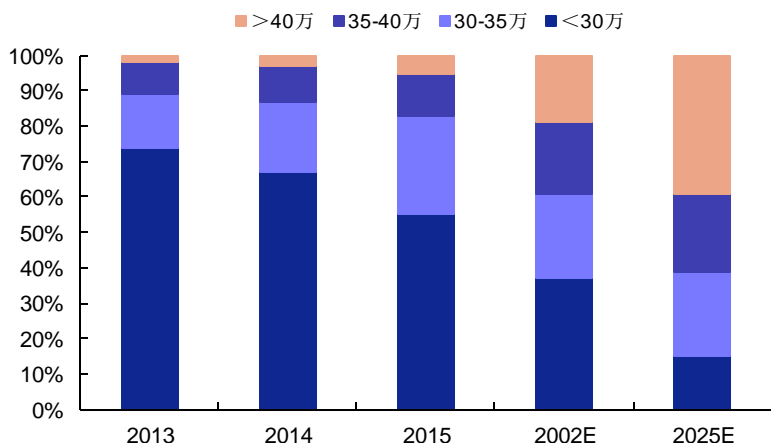


资料来源：卡车之家、安信证券研究中心

### ■ 智能升级

辅助驾驶技术如：碰撞预警（FCW）、自适应巡航（ACC）、自动刹车（AEB）等在重卡上的使用一方面可以提升行驶安全性，另一方面也可在一定程度上提升驾驶员的舒适度。目前，包括一汽解放、福田汽车、中国重汽在内的行业领先重卡企业均已在智能重卡领域进行了布局。预计随着法规的推动、重卡法人用户占比的提高，带有辅助驾驶功能的重卡渗透率未来有望逐步提升。

图 13：高端重卡占比逐步提升



资料来源：罗兰贝格、安信证券研究中心

排放升级、动力升级、驾驶室舒适度升级以及智能化升级，一方面满足了年轻驾驶群体与法

人用户的需求、排放法规的要求，另一方面也使重卡不断向上升级，价值量不断提升。根据罗兰贝格的预测，高端重卡（单价40万以上）在重卡总销量中的占比有望从2015年的5%提升至2025年的39%。

## 2.2. 重卡销量中枢长期稳定

### ■ 重卡中长期销量中枢有望维持在100万辆左右

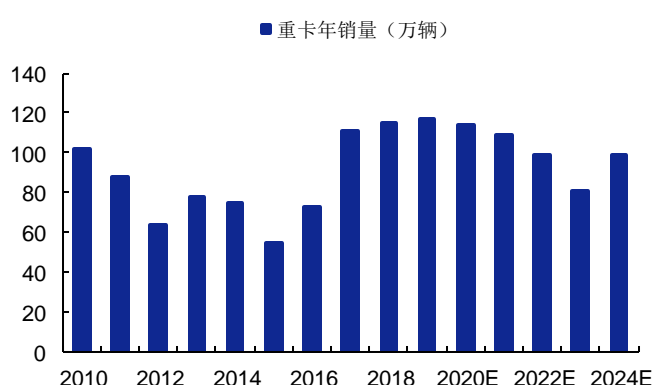
从长期来看，若剔除部分扰动因素（如政策周期等），实际GDP与重卡保有量存在着较为稳定的比例关系。我们假设重卡的更新周期为8年，依据实际GDP与重卡保有量的比例关系，假设未来几年实际GDP保持平稳增长，我们测算出2020-2024年重卡（预计）销量分别为：114、109、99、80、99万辆。由此可见，从中长期角度看，我国重卡销量中枢有望维持在100万辆左右的水平。

图 14: GDP/重卡保有量存在较为稳定的比例关系



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 15: 未来几年重卡销量有望保持平稳



资料来源: Wind、安信证券研究中心

### ■ 短期政策驱动，2020年重卡销量无忧

在2020年3月31日召开的国务院常务会议上，为促进汽车消费，会议确定：中央财政采取以奖代补，支持京津冀等重点地区淘汰国三及以下排放标准柴油货车。此前生态环境部等十一部委还发布了《柴油货车污染治理攻坚战行动计划》，各地方政府也出台了相关的支持文件。在各类国三重卡淘汰的政策驱动下，预计2020年重卡销量有望维持在较高的水平。

表 6: 中央及地方政府相继出台淘汰国三柴油车政策文件

发布时间	发布部门	文件	重点内容
2019.1	生态环境部等十一个部门	《柴油货车污染治理攻坚战行动计划》	2020 年年底前京津冀及周边地区、汾渭平原加快淘汰国三及以下排放标准营运柴油货车 100 万辆以上
2020.3	国务院	国常会	中央财政采取以奖代补，支持京津冀等重点地区淘汰国三及以下排放标准柴油货车
2020.3	北京市人民政府	《北京市进一步促进高排放老旧机动车淘汰更新方案(2020-2021 年)》	在 2020 年 4 月 1 日-12 月 31 日报废的高排放老旧载货汽车车主给予 14000 元的补贴
2019.1	上海市生态环境局等	《上海市鼓励国三柴油车提前报废补贴实施办法》	提前报废国三柴油车补贴金额按照柴油车的类型、初次登记年限给予补贴

资料来源: 各政府部门网站、安信证券研究中心

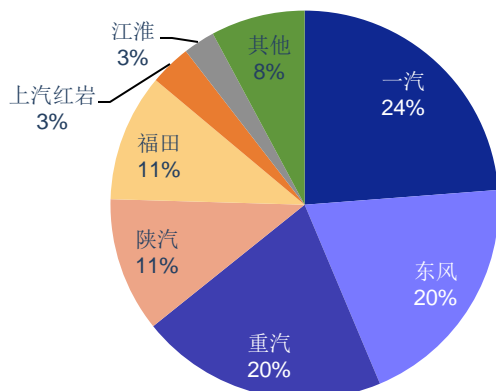
## 2.3. 行业格局：稳中有变

### 2.3.1. 过去十年，重卡行业格局变化不大

2010 年，重卡行业前 7 名厂商市场份额约 92%，前五名企业分别是：一汽、东风、中国重汽、陕汽以及福田汽车。2019 年，重卡行业前 7 名厂商市场份额约 91%，行业前五家企业分别是：一汽、东风、中国重汽、陕汽以及福田汽车。由此可见，近十年来，重卡行业竞争格局未发生重大变化。究其原因，预计主要在于：1) 重卡行业技术壁垒相对较高，期间没

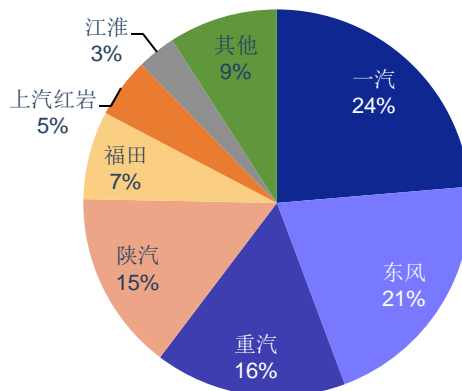
有强有力竞争者进入行业；2) 重卡行业内前七名企业均有国有企业，各方面变革、变化均较少，因此也导致行业变化不大。

图 16：2010 年重卡行业主要厂商市场份额



资料来源：第一商用车网、安信证券研究中心

图 17：2019 年重卡行业主要厂商市场份额



资料来源：第一商用车网、安信证券研究中心

### 2.3.2. 新进入者有望使重卡行业格局发生变化

2018 年，三一集团正式进入重卡行业，而 2015 年开始进入重卡行业的徐工集团也在近几年逐步发力。三一与徐工在各自的工程机械领域内均有着较为深厚的积累，对于属性存在一定相似性的重卡行业，两者亦有望实现突破，并可能使未来数年重卡行业格局发生变化。

#### ■ 三一重卡：拥有服务、技术、营销三重优势

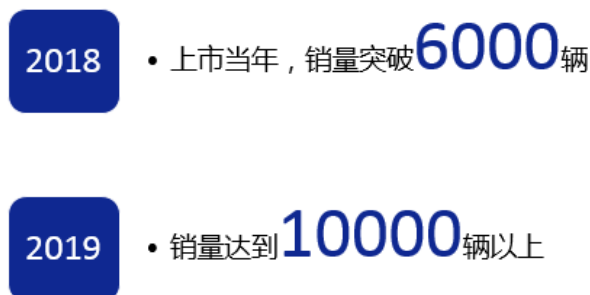
三一集团成立于 1989 年，是中国最大的工程机械制造商，产品包括挖掘机械、起重机等多种品类。凭借技术、服务等优势，公司在挖掘机市场实现了快速的扩张，2019 年，公司挖掘机械销售收入 276.24 亿元，同比增长 43.52%，国内市场上连续九年蝉联销量冠军，市场份额超过 25%（根据中国工程机械工业协会行业统计数据测算）。2018 年 5 月，三一重卡正式宣告上市，当年年底，三一重卡销量即超过 6000 辆，2019 年销量突破 10000 辆。根据第一商用车网，公司计划在 2022 年实现重卡销量 6 万辆、2024 年 10 万辆。三一重卡作为“后起之秀”，在竞争激烈的重卡市场中表现夺目，或将成为行业未来强有力的竞争者。

图 18：三一重卡已上市重点车型

图 19：三一重卡销量持续增长

车型	英雄版	军亮版	超亮版	朱宏版
重点车型				
发动机	潍柴WP13	福田康明斯	福田康明斯	潍柴WP13
变速箱	法士特	法士特	法士特	法士特

资料来源：卡车之家、安信证券研究中心



资料来源：卡车之家、第一物流网、安信证券研究中心

作为行业的新进入者，三一重卡具备三大核心优势：优质服务、互联网模式和技术研发。服务方面，最核心的是多渠道的用户反馈机制、高效的服务效率、健全的服务评价机制、新颖的服务商费用快速结算模式以及三一集团服务网络的支持。互联网模式：三一重卡率先采用互联网销售模式，从渠道端实现降本；同时应用“社区研发”的理念，快速吸纳并处理终端反馈。研发方面，其计划与道依茨共同开展高端及大马力发动机的研发生产，首期项目投产

后可实现 15 万辆重卡及 40 万台发动机产能。

表 7：三一重卡核心优势

	优势
服务	1.在服务布局上，建立多渠道的车主反馈机制。三一重卡已建立 APP、微信公众平台、服务热线、提车群、服务站五位一体的服务布局。
	2.在服务质量上，多途径提升服务水平。
	(1) 服务人员素质方面，开展核心服务商培训，提高服务人员素质；长期举办服务万里行等活动，深入一线解决用户问题。
	(2) 服务效率方面，提升配件储备，减少配件等待时间；
互联网模式	(3) 服务效果方面，三一重卡率先将服务评价和奖惩相挂钩。
	(4) 服务透明度方面，全国统一配件销售价格，改变重卡行业长期配件价格不透明、低廉低质配件损害用户的现状；
	3.在服务支持上，公司获得三一集团工程机械的服务网络支持。
	1.在渠道上，三一重卡定位于“国内首款互联网商用车产品”，采用互联网销售、不设授权经销商的商业模式。
研发	2.在产品设计理念上，率先采用“社区研发”的理念，产品需求全部来自终端车友提出的建议，提高了用户和工程师的沟通效率。
	核心技术研发是三一的又一大核心优势。2019 年 9 月 28 日，三一集团举行道依茨发动机项目签约仪式，三一与道依茨将共同致力于高端及大马力发动机的研发生产，预示三一重卡在核心的动力匹配上将实现自主。首期项目计划于 2021 年全面建成投产，项目投产后可实现 15 万辆重卡及 40 万台发动机产能，从而为三一重卡实现三年内产销达 6 万辆、五年内产销达 10 万辆目标提供基石。

资料来源：第一商用车网、中国卡车网、第一工程机械网、安信证券研究中心

#### ■ 徐工重卡：起重机王者发力重卡

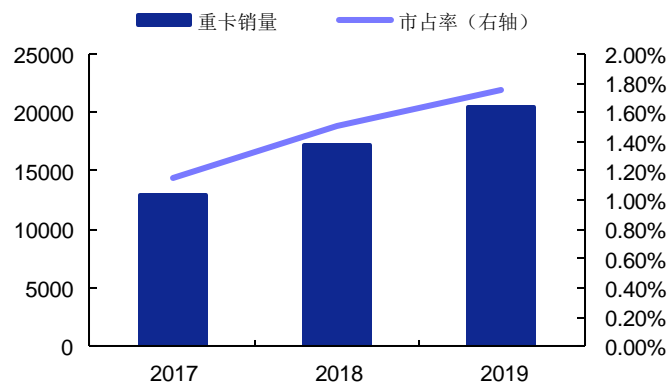
徐工集团创立于 1989 年，作为中国工程机械行业的排头兵，集团主要有起重机械、铲运机械等产品，其中起重机械业务 2019 年在公司收入中占比达 35.21%，公司移动起重机械市场占有率稳固保持世界第一位（公司年报）。2008 年徐工集团收购春兰重卡，正式进军重卡市场。2012 年，徐工重卡启动了汉风产品的研发，并于 2015 年正式推出汉风系列产品。此后短短两年多的时间，徐工重卡即跻身重卡行业销量前十企业。2017 年，徐工重卡销量破万，达到 12888 辆，2019 年销量达到 2.05 万辆，位列行业第九名。

图 20：徐工重卡核心产品

车型	牵引车	载货车	自卸车	起重机
重点车型				
发动机	潍柴 WP13 潍柴 WP12	潍柴 WP12 潍柴 WP10	中国重汽 D10 潍柴 WP7	玉柴、潍柴 WP4 潍柴 WP7、WP10
变速箱	法士特	法士特	法士特	法士特

资料来源：公司官网、卡车之家、安信证券研究中心

图 21：徐工重卡 2017-2019 年销量及市占率



资料来源：卡车之家、安信证券研究中心

徐工重卡的优势主要体现在其服务上，可细分为三个方面：售前、售中和售后服务。售前服务方面，利用集团丰富的施工车辆配比经验为客户规划效益最佳的成套运输解决方案，同时首创设备租赁合作模式、奉行行业内最灵活的金融政策；售中服务方面，50 余家配件中心保障配件的充足供应，“备件·321 闪到”服务提升了备件的使用效率；售后服务方面，一方面不断加快售后服务响应速度，缩短服务半径，另一方面，持续通过培训提升服务人员素质。

表 8：徐工重卡拥有良好的服务优势

	优势
售前服务	1.徐工集团拥有丰富的施工车辆配比经验，可为客户提前规划效益最好的成套运输解决方案；
	2.针对有闲置二手车设备的用户，行业首创提供设备租赁合作模式；
	3.拥有行业内最灵活的金融政策，以行业领先的超低首付、超低利率，针对客户不同的融资需求进行专门的策划；
售中服务	1.50 余家配件中心保障配件的充足供应。计划到 2020 年备件经销商突破 100 家；
	2.推出“备件·321 闪到”服务，即 3 分钟快速响应、2 小时发件、1 天内到达，提高备件使用效率；
售后服务	1.加紧服务站的建设，根据卡车之家的数据，徐工重卡服务站总数已达 967 家，直逼行业龙头一汽解放的 1004 家服务站数量，地级市



- 覆盖率 100%，计划到 2020 年服务站总数突破 1500 家；
2. 加快售后服务响应速度，2018 年中、东部和西部服务半径分别缩短至 60km 和 120 km，地级市覆盖率 100%，承诺用户报修 15 分钟内 100% 响应，一般故障和重大故障分别在 18 和 48 小时内完成修复，同时若达不到要求，额外给予备用车服务或补贴
3. 加强服务人员的培训，提高服务人员素质，2019 年服务及时率、服务满意度均突破 90%

资料来源：中国商用车网、第一商用车网、中国卡车网、安信证券研究中心

### 3. 新重汽，新产品，新机遇

#### 3.1. 重汽全面改革，初见成效

2019 年 1 月，在中国重汽集团第十七届八次职工代表大会上，山东重工集团党委书记、董事长，中国重汽集团党委书记、董事长谭旭光在会上发表致辞，号召全体干部职工深化改革，创新发展，将中国重汽打造成为全球一流的全系列商用车集团。其提出了六大重汽改革举措，涉及到重汽集团的方方面面，从技术、客户服务到公司管理，这些改革举措详细而全面，将推动重汽在未来数年进行全面、深层次的改革。

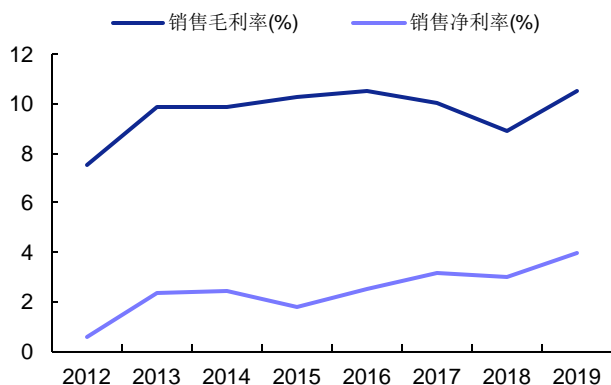
表 9：中国重汽改革措施

	具体措施
聚焦主业发展，提高运营效率	按照精简高效、扁平化原则，理顺法人治理结构和运营管理模式 规范制度流程，提高部门协同，降低沟通成本，充分发挥出全体员工的工作积极性 非整车单位，要围绕各自主要产品，掌握核心竞争力，进行市场化改革
聚焦客户满意，提升市场竞争力	销售系统：聚焦用户需求，瞄准重点客户领域和经典车型，精准细化产品型谱 技术研发系统：实现产品开发向精准细化的客户需求转型，增强客户在产品开发与评价体系中的话语权 生产制造系统：研究如何降低成本，树立“质量问题不过夜”的理念 管理辅助系统：由权力型向高效服务、资源配置型转变，提升服务质量。
聚焦全面预算，强化精准考核	对全体领导干部全面导入 KPI 考核和 360° 素质体检，所有干部都要竞争上岗，定期考核 要精准考核，区分各单位经营特点，突出导向性和针对性，充分体现业绩导向 建立全员常态化的优胜劣汰机制，不断提升员工队伍整体素质
聚焦世界一流，打造“中国制造”名片	聚焦整车研发，建立独立自主的正向开发流程和可持续发展的产品开发规划 牢牢抓住核心技术，坚持创新驱动，提高质量管控能力，降低采购成本 坚定不移推进产品和品牌国际化，对标世界顶尖品牌，科学配置资源
聚焦新科技发展，打造工程技术、科学技术、基础研究三位一体的创新体系	依托大集团优势，统筹全球资源，形成协同高效的联合创新平台，瞄准世界汽车行业在新能源、网联化、智能化、共享化等方面的新趋势，充分利用大数据、云平台等新技术，掌握动力总成、新能源、智能化、车联网等关键核心技术，争当“标准制定者”，站稳制高点
聚焦生态建设，激发创新活力	彻底摒弃官本位思想。领导干部和管理岗位分开，畅通各类人员发展通道，建立以成果论英雄的考核评价机制，能者上庸者下 创新激励机制，敢于重奖 上而下建立鼓励创新、包容失败的氛围，营造万马奔腾、万众创新的良好氛围

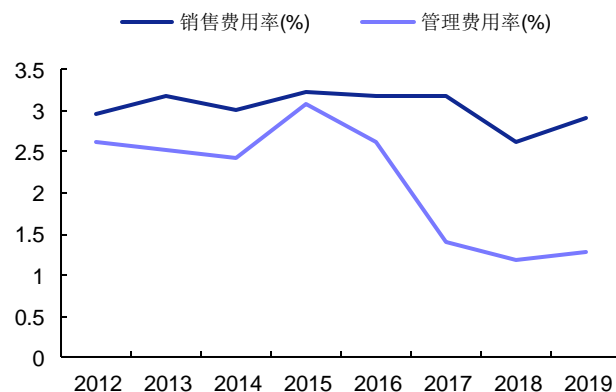
资料来源：新华网、安信证券研究中心

重汽在成本、费用管控等方面的改革，当年即取得一定成效。2019 年，公司毛利率、净利率分别为 10.5%、3.99%，净利率创出历史新高。其主要在于管理改善带来费用节约。2019 年，公司销售费用率、管理费用（含研发）率分别为 2.91%、1.28%，延续下行趋势。



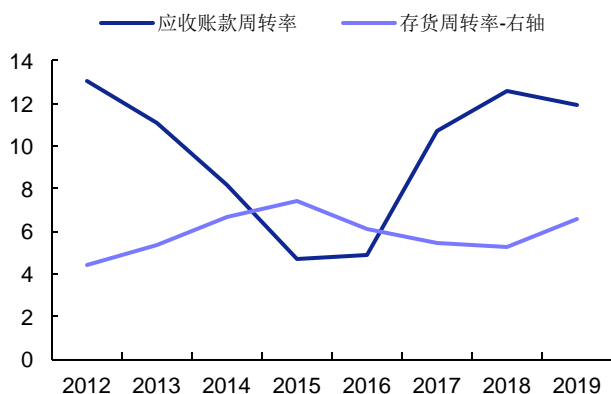
**图 22：中国重汽(000951)净利率毛利率持续改善**


资料来源：Wind、安信证券研究中心

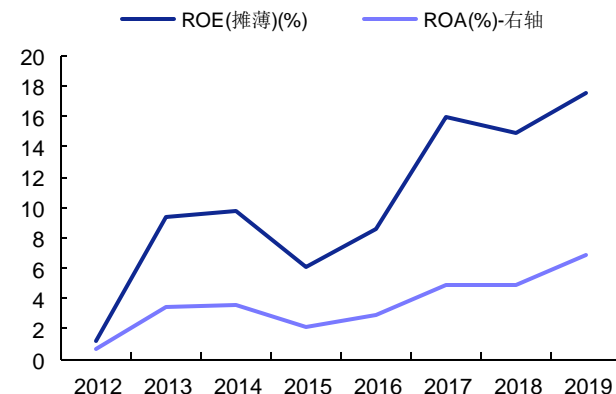
**图 23：公司销售费用&管理费用率持续下降**


资料来源：Wind、安信证券研究中心

2019 年，公司应收账款周转率、存货周转率分别为 11.94、6.54，延续改善趋势。2019 年，公司 ROE（摊薄）、ROA 分别为 17.5%、6.91%，均为近 9 年最高水平。未来，随着改革的进一步深入，进一步成效有望显现。

**图 24：公司应收账款、存货周转率提高**


资料来源：Wind、安信证券研究中心

**图 25：公司 ROE、ROA 持续提升**


资料来源：Wind、安信证券研究中心

### 3.2. 新产品，新未来

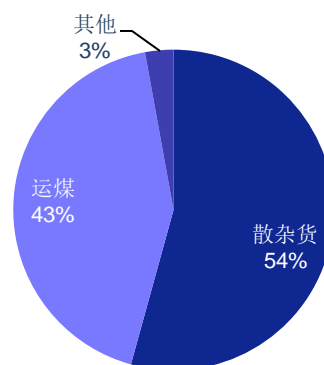
2019 年 11 月 24 日，在中国重汽 2020 年商务年会上，中国重汽展出了全新的豪沃 TX 系列重卡车型。全新豪沃 TX 系列车型是在豪沃 T5G 上全面升级的全新平台产品，分为 TX7/ TX6/ TX5 三个系列，主要面向中短途标载运输市场。中短途运输的 6x4 标载牵引车，是重卡中最大的细分市场，其用途主要是散杂货运输（约 54%）、煤炭运输（43%）等。2019 年该细分市场重卡销量约 30-35 万辆，该细分市场中，用户对价格敏感，对经济性要求高，车型价格通常在 28~35 万元之间。

图 26：中国重汽豪沃 TX 牵引车



资料来源：卡车之家、安信证券研究中心

图 27：中短途标载 6x4 牵引车用途分类



资料来源：方得网、安信证券研究中心

中短途运输的 6x4 标载牵引车市场中，主销车型包括陕汽德龙 M3000、解放悍 V、东风天龙 VL、欧曼 GTL 等。该市场近几年有两大重要变化：一是主流车型的马力从 400 马力以下提升至 400~500 马力；另一个是驾驶室更加舒适，配置更先进。在该细分市场中，重汽仅布局有豪沃 T5G 车型，T5G 属于中宽体车型，排量在 9 升以下，马力主要在 400 以下，已不能完全满足该细分市场的需求。

表 10：中短途标载 6x4 牵引车市场主要产品

品牌	车型	匹配发动机	主要马力 (Ps)
陕重汽	德龙 M3000	潍柴 WP12、潍柴 WP10H、潍柴 WP10.5H、潍柴 WP13NG、西安康明斯 ISM11 等	375、400、430、440、460
青岛解放	悍 V	潍柴 WP10.5H、潍柴 WP10NG、锡柴 CA6DLD、潍柴 WP10H375E50 等	350、375、400、430
东风	天龙 VL	东风雷诺 dCi450、东风雷诺 dCi420、东风康明斯 ISZ520	400、420、450、520
福田	欧曼 GTL	福田康明斯 ISGe5、潍柴 WP12、潍柴 WP13、福田康明斯 X12	430、460、550

资料来源：卡车之家、安信证券研究中心

豪沃 TX 系列整车匹配优化版 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。整车配置还进行了全面升级：核心部件、驾驶室以及智能配置均有显著提升。

表 11：重汽豪沃 TX 牵引车优势

	说明
动力	装配的 10 升以上发动机：燃油版为曼技术 MC11 发动机，可提供 440 马力和 460 马力；燃气版为 MT13 发动机，主销功率为 440 马力；还可搭配潍柴 WP10.5H 发动机，可提供 430 马力和 460 马力
轻量化	全车轻量化设计：采用轻量化车架、平衡轴、悬架设计；应用大量的铝合金材料，如铝壳变速器、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。由于轻量化的设计，其 TX440 马力车型重量仅有 7.9 吨
配置升级	部件方面采用了大量的国际知名品牌部件。如威伯科空压机、离合器操纵系统、全车制动阀类零件；德国富士制动接头，弗列加燃油滤清系统、空滤器；VDO 仪表及电气控制模块；德国贝耳 (BEHR) 中冷器和水箱等。 其次，驾驶室比此前的更加宽敞舒适，而且还有很多高档化的配置：驾驶室电动翻转、自动空调、四点悬浮驾驶室、主驾气囊座椅、多功能方向盘，甚至可以选配智能化的配置，比如 LDWS (车道偏离预警系统) 和 FCWS (碰撞预警系统) 等。

资料来源：中国卡车网、安信证券研究中心

作为潍柴 H 平台优秀新品，WP10.5H 发动机自上市以来，在河北、河南、山东等地持续销潮，其主打的 430 马力机型深受用户认可。WP10.5H 发动机配套品牌广泛，包括青岛解放、陕重汽、徐工、东风柳汽等，且大部分是对应车系的主销车型。

由于豪沃 TX 系列解决了行业的较多痛点，且集多重优势于一身，预计未来有望取得可观销量成绩。假设未来 TX 占细分行业约 10% 份额，即有 3-3.5 万辆的重卡增量，对公司的销量贡献将非常可观。

**表 12：潍柴 WP10.5H 主要特点**

特点	说明
<b>更经济</b>	最低油耗转速覆盖整个工作转速区域，百公里油耗比竞品低 1-2L
<b>更可靠</b>	秉承可靠耐用的设计理念，机体、缸盖、曲轴等关键零部件结构设计与欧洲最新概念同步，B10 寿命达到 180 万公里
<b>动力更强</b>	升扭矩可达 200Nm/L，低转速大扭矩
<b>更舒适</b>	整车 NVH 定制开发、低振动、动力更足；采用锥面消音环抑制增压器高频噪声及预喷降噪技术
<b>更安全</b>	标配 WCBS 压缩释放式制动，制动升功率高达 24kW/L，更安全

资料来源：环球卡车网、安信证券研究中心

**表 13：潍柴 WP10.5H 主要配套车型**

品牌	车型	是否为该系列主销车型
青岛解放	JH6 重卡 6X4 牵引车	否
	悍 V 重卡 2.0 版 6X4 牵引车	是
陕汽重卡	德龙新 M3000 6X4 牵引车	否
徐工重卡	汉风 G7 6X4 牵引车	是
东风华神	T7 重卡 6X4 牵引车	是
东风柳汽乘龙	乘龙 H5 重卡 6X4 牵引车	是
大运汽车	新 N8V 重卡 6X4 牵引车	否

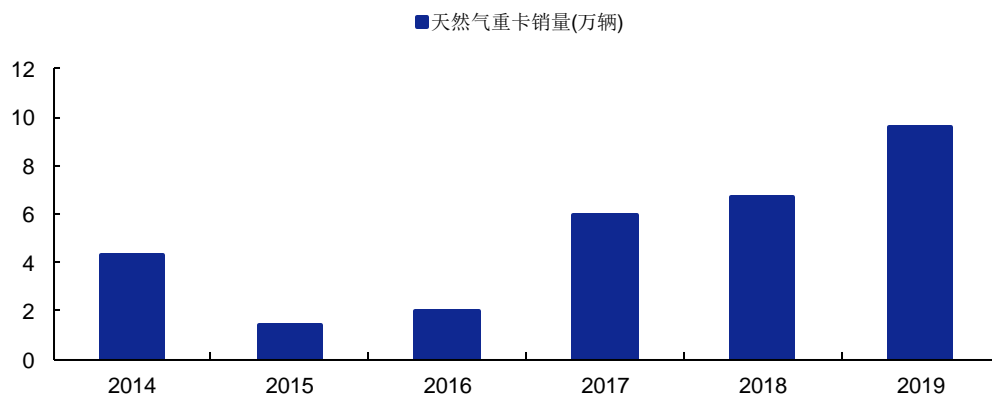
资料来源：卡车之家、安信证券研究中心

### 3.3. 天然气重卡给公司带来新机遇

#### 3.3.1. 天然气重卡渗透率有望持续提升

2019 年天然气重卡销量达 9.6 万辆，同比增长 42%，天然气重卡已连续 4 年实现增长。其最主要原因在于：与柴油重卡相比，天然气重卡有着极为显著的经济性，虽初始购置成本较柴油重卡高，但在使用成本较低的情形下，用户往往一年左右即可收回初始购置成本中高于柴油重卡的部分。

**图 28：2014-2019 年天然气重卡销量**



资料来源：第一商用车网、安信证券研究中心

**表 14：天然气重卡与柴油重卡经济性比较**

	柴油重卡	LNG 重卡
百公里油（气）耗	30L	32kg

油气单价	5.1 元/L	3.5 元/kg
百公里燃料成本（元）	153	112
年运营里程（万公里）	20	20
年燃料成本（元）	306000	224000
百公里尿素消耗量	1.3L	0
尿素溶液单价	2 元/L	-
年尿素消耗成本	5200	0

资料来源：卡车之家、安信证券研究中心

### ■ 国六阶段天然气重卡渗透率有望进一步提升

**国六 LNG 重卡动力更强劲，应用更广泛。**国五阶段，LNG 重卡主要采用稀薄燃烧技术，国六阶段，技术路线变为“当量燃烧+EGR+三元催化”，此技术路线中，对气流量的控制能够更加精确，使气体燃烧更充分，从而动力也更加强劲。

**政策支持。**2017 年 6 月 23 日，发改委、交通部等 13 个部委联合发布了《加快推进天然气利用的意见》。意见通过多种措施要求各行业加快推进天然气利用，提高天然气在我国一次能源消费结构中的比重，稳步推进能源消费革命，构建清洁低碳、安全高效的现代能源体系。随着政策的逐步落实，LNG 重卡行业的发展也有望随之受益。

表 15:《加快推进天然气利用的意见》中与重卡相关的内容

要点	相关内容
京津冀推广 LNG 代替重型柴油车	加快天然气车船发展。提高天然气在公共交通、货运物流、船舶燃料中的比重。在京津冀等大气污染防治重点地区加快推广重型天然气（LNG）汽车代替重型柴油车。
加快天然气车船研发制造	研发 LNG 运输和车用气技术。加快提升水运、铁路、公路 LNG 运输效率，推进多式联运，探索研发集装箱方式运输 LNG 的技术和装备，增强 LNG 运输的灵活性。鼓励并引导 LNG 整车企业加大对电控、发动机、气瓶和蒸发气体回收等方面技术的研发力度，提高天然气车辆运营效率。
加快加气（注）站建设，鼓励企业自建加气站	在高速公路、国道省道沿线等，鼓励发展 CNG 加气站、LNG 加气站等。充分利用现有公交站场内或周边符合规划的用地建设加气站，支持具备场地等条件的加油站增加加气功能。鼓励有条件的交通运输企业建设企业自备加气站。
支持多个省市开展天然气试点	有序支持四川、重庆、新疆、贵州、江苏、上海、河北等省市开展天然气体制改革综合试点或专项试点。
减少供气中间环节 降低输配费用	要积极推进体制机制改革，尽量压缩省内天然气供应中间环节，减少供气层级，有效降低各环节输配费用。

资料来源：发改委、安信证券研究中心

### 3.3.2. 天然气重卡给重汽带来新的机遇

2019 年 8 月，中国重汽国六天然气牵引车正式上市。其中，豪沃 T7H 车型搭载了曼技术 MT13 国六发动机，动力强劲、气耗更低。MT13 系列燃气机以重汽 MC13 系列柴油机为基础进行开发，其使用美国 EControls 公司先进的 CFV（Continuous Flow Fuel Value）电控燃气供给系统技术，其可以极大地提高燃料经济性。

图 29：中国重汽豪沃 T7H LNG 牵引车



资料来源：环球卡车网、安信证券研究中心

和行业内的主要竞品，如解放新 J6P LNG 牵引车、陕汽德龙 X3000 LNG 牵引车相比，豪沃 T7H 有着较高的性价比优势。

**表 16：主要国六 LNG 重卡对比**

	重汽豪沃 T7H LNG 牵引车	解放新 J6P LNG 牵引车	陕汽德龙 X3000 LNG 牵引车
驱动形式	6X4	6X4	6X4
轴距	3800+1400mm	3800+1350mm	3775+1400mm
发动机	中国重汽 MT13.44-60	锡柴 CA6SM3-44E6N	潍柴 WP13NG460E61
排量	12.419L	12.52L	12.54L
变速箱	中国重汽 HW19712CL+液缓	一汽解放解放 CA12TAX210M(液缓)	法士特 12JSDX240TA
后桥速比	3.7	3.727	3.7
车长	7.52 米	7.4 米	7.46 米
排放标准	国六	国六	国六
最大马力	440 马力	440 马力	460 马力
最大输出功率	385kW	309kW	338kW
指导价	42.8 万	49 万	46 万

资料来源：卡车之家、安信证券研究中心

MT13 国六发动机是中国重汽在 MC13 发动机基础上研发的 LNG 发动机。其本体继承了 MC13 发动机的优秀基因，并匹配了行业内先进的 CFV 连续流燃气供给系统，运行稳定可靠，功率范围 400-520 马力，最大扭矩可达 2400Nm。

**表 17：重汽 MT13 国六发动机型谱**

型号	MT13.52-60	MT13.48-60	MT13.44-60	MT13.40-60
最大净功率 (kW/ps)	382/520	353/480	324/440	294/400
最大净功率转速 (r/MIN)		1800		
最大净扭矩 (Nm)	2400	2200	2100	1800
最大净扭矩转速范围 (r/min)		1000-1400		

资料来源：安信证券研究中心

在国五阶段，就 13L 天然气发动机而言，潍柴在动力性能上占据优势，最大马力达到 460，其余品牌机型基本在 430 左右。国六阶段，重汽 MT13 机型动力性能提升较高，最大马力从 430 提升到 523，天然气动力跨入 500 马力阶段，目前在行业内领先。

**表 18：主要国六天然气发动机对比**

品牌	型号	排量 (mL)	排放	马力 (Ps)
潍柴	WP13NG	12540	国六	400 430 460
			国五	410 430 460
锡柴	CA6SM3	12516	国六	424 444 474
	CA6SN1	12530	国五	350 370 390 420
重汽	MT13	12419	国六	403 444 484 523
			国五	360 400 430

资料来源：卡车之家、安信证券研究中心

中国重汽国六天然气发动机拥有多重优势：发动机瞬态扭矩响应快，动力性好，气耗低；使用和维护成本低，经济性优势明显；系统可靠性高等。



**表 19：中国重汽国六燃气发动机核心优势**

优势	
1	当量燃烧+冷却 EGR+高效三元催化——发动机瞬态扭矩响应快，动力性好，气耗低；
2	国际领先的 CFV 连续流燃气供给系统，控制精确，响应迅速，耐久性好，气耗低，长寿命，免维护；
3	精准的 EGR 计量，智能 EGR 阀控制，高效低阻的 EGR 冷却器设计，有效降低发动机热负荷；
4	优异的混合器结构设计，不同介质即空气、EGR 和燃气完美均质混合；
5	完善的增压器匹配与验证，保证发动机在多种环境中高效运转；
6	闭环控制与自适应学习功能，适应不同燃料气质成分，从容应对各种运行环境，随时保持最佳工作状态，维持澎湃动力；
7	单缸独立高能点火系统，精确控制点火时刻；钎金大电极火花塞，长寿命；
8	智能型氧传感器，数据传送准确，可靠耐用；
9	可以广泛应用于牵引车、自卸车、搅拌车、载货车等各种中、重卡车型，满足不同细分市场用户需求。
10	使用和保养成本低，动力强劲，经济性能优势明显。

资料来源：公司官网、安信证券研究中心

2020 年 3 月 13 日，中国重汽举行豪沃 TX 上市线上发布会。TX 系列主打轻量化设计，且同时推出燃气版车型，该燃气版车型具有极高的经济性，若年行驶里程达 20 万公里的话，其相比柴油车可节省近 12 万元燃料成本（包括尿素）。与其他品牌燃气重卡相比，TX 系列的经济性也非常有优势，在年行驶里程 20 万公里的假设下，与同级别其他品牌燃气重卡相比，豪沃 TX 国六燃气牵引车全年可节省约 4 万元燃料成本，经济性优势非常显著。

**表 20：重汽 TX 天然气牵引车与柴油牵引车经济性对比**

车型	燃料价格：元/公 斤(升)	燃料消耗量：公 斤(升)/百公里	百公里燃料成 本：元	尿素成本 单位： 元/百公里	燃料+尿素成本
TX 国六燃气牵引车	4(年平均)	30	120	0	24 万元
柴油牵引车	5.2(定点合作加 油站)	33	171.6	7.3	35.78 万元
结论：豪沃 TX 燃气车比柴油车平均每年省 11.78 万元					
注：假设年运营里程为 20 万公里					

资料来源：中国山东网、安信证券研究中心

**表 21：重汽 TX 天然气牵引车与其他品牌 LNG 牵引车经济性对比**

车型	燃料价格：元/公 斤(升)	燃料消耗量：公 斤(升)/百公里	百公里燃料成 本：元	尿素成本 单位： 元/百公里	燃料+尿素成本
TX 国六燃气牵引车	4(年平均)	30	120	0	24 万元
其他品牌 LNG 车	4(年平均)	35	140	0	28 万元
结论：豪沃 TX 燃气车比同级别其他品牌燃气车平均每年省 4 万元					
注：假设年运营里程为 20 万公里					

资料来源：中国山东网、安信证券研究中心

## 4. 股价复盘与投资建议

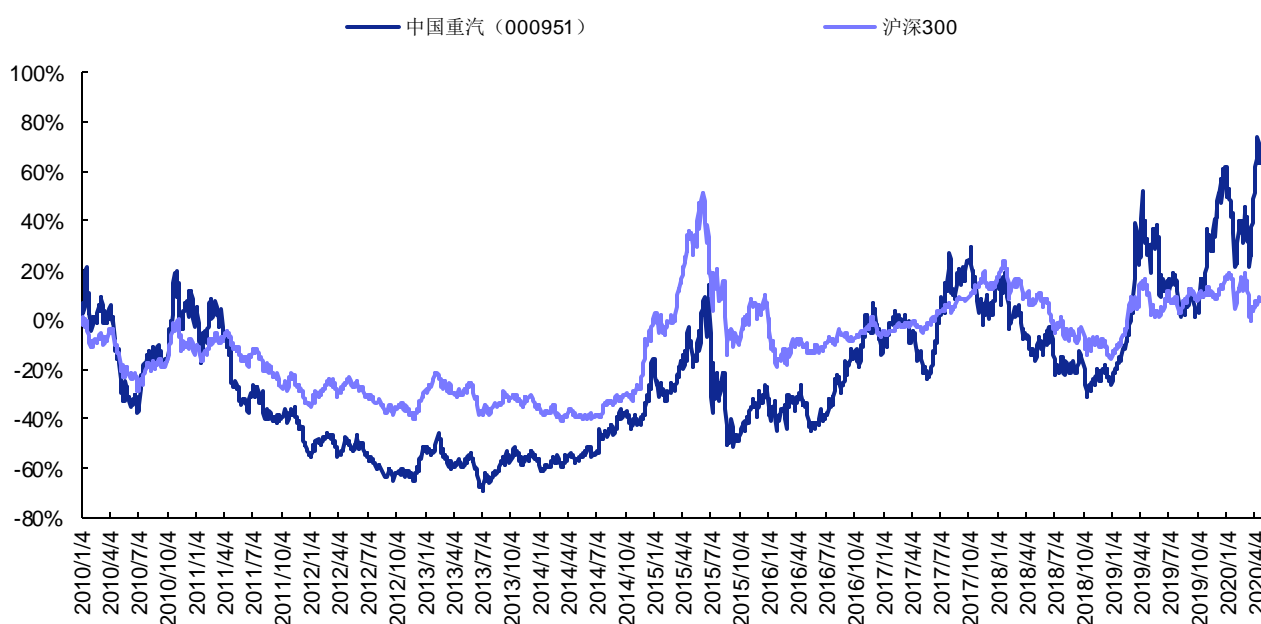
### 4.1. 公司十年股价复盘：股价与销量、业绩强相关

对公司过去十年的股价进行复盘，可发现公司股价与销量、业绩以及业绩预期有着较强的相关关系。我们将 2010-2020 划分成四个阶段：2010.1-2013.3；2013.3-2014.10；2014.10-2016.8；2016.8-2020.4，在不同的阶段，公司的股价与业绩有着不同的对应关系。

- 2010.1-2013.3：自 2010 年重卡销量超 100 万辆后，2011-2012 年重卡销量持续下滑，重汽亦受此影响，2011-2012 年重卡销量分别下降 7.97%、25.8%，2010.1.4-2013.3.21 中国重汽 A 股累计下跌 57.47%，跑输沪深 300 指数 31.44 个百分点；
- 2013.3-2014.10：2013-2014，重卡行业销量企稳，在此期间，重汽也出现复苏，2013-2014，中国重汽重卡销量分别增长 12.5%、8%（行业增速分别为 21.7%、3.9%），

- 同期中国重汽归母净利润分别增长 719.03%、13.31%，业绩弹性显著高于行业，2013.3.22-2014.10.8 重汽 A 股累计上涨 47.73%，跑输沪深 300 指数 53.07 个百分点；
- 2014.10-2016.8: 由于保有量较高，且新增需求较弱，2015 年重卡再次出现大度下滑，当年重汽重卡销量下滑 17.8%（行业下滑 26%），公司归母净利润下降 35.42%，2014.10.9-2016.8.24，中国重汽 A 股累计下跌 31.4%，跑输沪深 300 指数 65.56pct；
  - 2016.8-2020.4: 随着经济复苏、重卡强力治超的推动，2016 年 3 季度开始，重卡行业进入新一轮景气周期，2016-2019 年，重卡行业销量增速分别为 32.44%、52.65%、3.24% 以及 2.27%，中国重汽销量增速分别为 7.5%、68%、5.3% 以及 -3.4%，中国重汽归母净利润分别增长 50.14%、114.64%、0.84% 以及 35.16%，叠加中国重汽集团管理层变更，改革启动，中国重汽 A 股在 2016.8.25-2020.5.18 期间累计上涨 140.71% 跑赢沪深 300 指数 122.16 个百分点。

图 30：中国重汽 2010-2020 年股价市场表现



资料来源：Wind、安信证券研究中心

## 4.2. 盈利预测与投资建议

我们认为，未来几年中国重汽净利润有望持续增长，核心原因在于：1) **行业层面**，一方面重卡销量有望维持在较高水平，另一方面重卡持续升级，价值稳步提升。2) **公司层面**：重汽正进行全面改革，效率逐步提升，成本费用管控有望持续向好，利润率有提升空间；新品上市，且更多车型匹配潍柴发动机，重汽与潍柴的联合可实现多方面互补，拓展更多细分市场；国六天然气重卡行业蓬勃发展，给公司带来了新的机遇。长期来看，天然气重卡价值量与附加值均高于柴油重卡，目前中国重汽天然气重卡已实现行业领先，未来若能持续保持领先地位，则可为公司持续贡献显著业绩增量。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为：15.09、15.32 以及 16.47 亿元，对应当前市值，PE 分别为：11.3、11.1 以及 10.4 倍，维持“增持-A”投资评级。

## 5. 风险提示

### 重卡销量大幅下滑：

重卡行业周期属性较强，随着投资、政策的变化而变，若固定资产投资增速下降、政策推进

力度放缓，重卡销量存在下滑的风险；

**新产品销量不及预期：**

牵引车市场竞争激烈，若公司产品竞争力不足，新品销量可能不及预期。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	40,377.9	39,842.8	42,225.4	44,353.6	47,298.7	成长性					
减:营业成本	36,801.3	35,657.5	37,403.3	39,403.7	42,024.9	营业收入增长率	8.2%	-1.3%	6.0%	5.0%	6.6%
营业税费	125.0	155.3	164.7	173.0	184.5	营业利润增长率	-4.0%	38.1%	23.8%	1.6%	7.6%
销售费用	1,057.9	1,160.2	1,224.5	1,272.9	1,348.0	净利润增长率	0.8%	35.2%	23.3%	1.5%	7.5%
管理费用	287.5	278.9	295.6	310.5	331.1	EBITDA 增长率	1.4%	30.2%	24.5%	1.9%	6.5%
研发费用	189.5	231.3	244.9	257.3	274.3	EBIT 增长率	2.2%	33.2%	26.1%	1.4%	6.5%
财务费用	184.7	165.1	527.6	532.1	538.9	NOPLAT 增长率	-4.9%	32.5%	38.5%	1.4%	6.5%
资产减值损失	105.7	-52.5	-150.0	-150.0	-150.0	投资资本增长率	-3.2%	-5.0%	237.3%	-62.6%	192.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	7.4%	14.5%	17.0%	15.0%	14.0%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	1,471.8	2,031.9	2,514.9	2,554.1	2,747.0	利润率					
加:营业外净收支	101.7	34.5	30.0	30.0	30.0	毛利率	8.9%	10.5%	11.4%	11.2%	11.2%
利润总额	1,573.5	2,066.5	2,544.9	2,584.1	2,777.0	营业利润率	3.6%	5.1%	6.0%	5.8%	5.8%
减:所得税	360.3	475.1	585.3	594.3	638.7	净利润率	2.2%	3.1%	3.6%	3.5%	3.5%
净利润	905.1	1,223.4	1,508.8	1,532.1	1,646.5	EBITDA/营业收入	5.0%	6.6%	7.8%	7.6%	7.6%
						EBIT/营业收入	4.5%	6.1%	7.2%	7.0%	6.9%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	11	11	11	9	7
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	流动营业资本周转天数	75	72	159	162	164
货币资金	1,391.9	2,761.0	3,378.0	3,548.3	3,783.9	流动资产周转天数	199	189	287	291	293
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	29	31	30	30	30
应收账款	3,391.3	3,432.7	3,604.8	3,787.4	4,095.7	存货周转天数	62	49	49	49	49
应收票据	-	-	21,112.7	1,064.1	22,585.2	总资产周转天数	219	208	306	309	308
预付账款	99.7	102.0	126.6	114.2	142.6	投资资本周转天数	89	86	173	175	175
存货	5,789.3	5,120.1	6,308.7	5,731.3	7,109.6						
其他流动资产	9,227.4	10,412.2	11,000.0	12,000.0	13,000.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	14.9%	17.5%	19.2%	17.4%	16.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.5%	6.6%	4.1%	7.0%	4.1%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	12.6%	17.3%	25.2%	7.6%	21.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1,218.3	1,304.0	1,168.0	1,014.1	842.2	销售费用率	2.6%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
在建工程	181.1	101.5	101.5	101.5	101.5	管理费用率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
无形资产	364.4	356.8	637.9	619.1	600.2	研发费用率	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
其他非流动资产	393.2	413.3	400.0	400.0	400.0	财务费用率	0.5%	0.4%	1.2%	1.2%	1.1%
资产总额	22,056.5	24,003.4	47,838.2	28,379.9	52,660.9	四费/营业收入	4.3%	4.6%	5.4%	5.3%	5.3%
短期债务	4,700.0	4,600.0	25,909.0	5,099.8	26,410.1	偿债能力					
应付账款	5,362.3	7,064.0	5,819.3	7,753.1	6,722.2	资产负债率	68.9%	67.2%	80.8%	62.7%	77.1%
应付票据	2,894.4	2,097.0	3,097.9	2,374.8	3,461.9	负债权益比	221.1%	205.2%	419.7%	168.2%	336.6%
其他流动负债	2,043.4	2,189.2	3,607.5	2,370.9	3,805.7	流动比率	1.33	1.37	1.18	1.49	1.26
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	0.94	1.05	1.02	1.17	1.08
其他非流动负债	188.1	187.8	200.0	200.0	200.0	利息保障倍数	9.81	14.61	5.77	5.80	6.10
负债总额	15,188.1	16,138.0	38,633.8	17,798.6	40,599.9	分红指标					
少数股东权益	795.9	876.3	1,326.9	1,784.6	2,276.4	DPS(元)	0.46	-	0.90	0.91	0.98
股本	671.1	671.1	671.1	671.1	671.1	分红比率	34.1%	0.0%	40.0%	40.0%	40.0%
留存收益	5,386.4	6,301.1	7,206.4	8,125.7	9,113.5	股息收益率	1.8%	0.0%	3.5%	3.6%	3.9%
股东权益	6,868.4	7,865.4	9,204.4	10,581.3	12,061.0						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,213.2	1,591.4	1,508.8	1,532.1	1,646.5	EPS(元)	1.35	1.82	2.25	2.28	2.45
加:折旧和摊销	222.3	236.1	254.9	272.8	290.7	BVPS(元)	9.05	10.41	11.74	13.11	14.58
资产减值准备	270.0	187.3	-	-	-	PE(X)	18.9	14.0	11.3	11.1	10.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.8	2.4	2.2	1.9	1.7
财务费用	208.6	190.7	527.6	532.1	538.9	P/FCF	-20.7	10.6	22.1	52.5	42.4
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
少数股东损益	308.1	368.0	450.7	457.6	491.8	EV/EBITDA	5.5	6.6	12.3	6.0	11.6
营运资金的变动	-7,691.8	-630.7	-21,885.8	19,429.8	-22,745.1	CAGR(%)	17.9%	10.3%	18.7%	17.9%	10.3%
经营活动产生现金流量	1,871.2	2,603.7	-19,143.8	22,224.5	-19,777.2	PEG	1.1	1.3	0.6	0.6	1.0
投资活动产生现金流量	-122.8	-149.8	-400.0	-100.0	-100.0	ROIC/WACC	2.1	2.9	4.3	1.3	3.7
融资活动产生现金流量	-2,989.2	-896.5	20,160.9	-21,954.2	20,112.9	REP	0.5	0.6	0.3	1.3	0.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

袁伟、徐慧雄声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。



## ■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	姜东亚	北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034