

## 景气持续，中枢提升，波动下降

——从更新和新增角度定量研判重卡的短中长期趋势

2020年03月02日

推荐 (维持)

## 重点公司

重点公司	评级
潍柴动力	审慎增持

## 相关报告

《重卡1月销量点评：1月销量新高，坚守长期价值》  
2020-02-05

《重卡12月销量点评：全年销量新高，景气有望持续-20200104》2020-01-04

《重卡热销超预期，潍柴高杠杆、盈利弹性释放》2017-09-04

分析师：

戴畅

daichang@xyzq.com.cn

S0190517070005

赵季新

zhaojixin@xyzq.com.cn

S0190519110002

## 投资要点

- **重卡保有量核心影响因素为经济景气需求，销量的核心影响因素为保有量和更新周期。**重卡销量的持续高景气表现不断受到关注，而保有量与销量空间对产业链盈利与估值均具有重要影响。保有量反映经济对重型货运需求的净值，按需求划分为工程与物流两类需求，而销量中枢受保有量与报废周期影响。在已知历史销量且做一定假设的情况下，通过预测重卡保有量的增量以及报废周期（估计为平均8年），就可以分别求出新增需求与报废需求，进而对销量进行预测，进而判断行业长期空间与趋势。
- **长期看，重卡保有量与销量中枢有望低速提升，销量波动性有望降低。**结构上，占比约30%的工程重卡保有量增速与地产基建增速较为相关，占比约70%的物流重卡保有量与GDP增速相关性强。考虑长期GDP增速稳健，地产基建不大幅下行，占比较高的物流重卡保有量增长有望长期驱动整体保有量中枢稳健增长，预计长期增速维持3-4%。保有量的增长将同时驱动重卡销量中枢的抬升，行业空间持续扩容，提升产业链的盈利空间。另外，长期销量波动大的工程重卡占比下降，整体重卡波动性也有望持续下降，从而降低产业链盈利的波动性，提升行业估值水平。
- **短期看，重卡销量高景气度有望维持，考虑国三重卡报废增量，且短期公共卫生事件对Q1的冲击后续逐步恢复，预计2020年重卡销量依然有望达110-119万辆。**重卡销量中枢受保有量影响，但短期销量也会受到政策扰动。1)在不考虑事件性政策对重卡保有量/销量的冲击，同时不考虑短期公共卫生事件冲击，理想情况预计2020年重卡销量有望实现104.3万辆，同比-11.2%，继续维持高景气度。2)叠加考虑“蓝天保卫战”部分国三重卡提前报废，2020年重卡销量预计119.3万辆，同比+1.6%，有望再创新高。3)继续叠加考虑20Q1公共卫生事件影响，我们认为短期的冲击结果是需求延期释放，而全年基建投资加速的确定性强，2020年重卡销量前低后高，总量依然可以保持相对乐观，预计110-119万辆。
- **长期重卡销量中枢稳健增长，行业周期属性弱化，稳健增长属性凸显，板块盈利空间与稳定性有望提升，估值中枢有望上移，建议关注重卡产业链的投资机会。**我们认为短期重卡销量仍然保持高景气度，长期重卡销量空间将稳步扩容，逐步由传统意义上的周期属性过渡至稳健增长属性。产业链公司的盈利空间、盈利稳定性、以及板块估值均有望得到提升，行业龙头公司有望受益行业增长与市占率提升的双重机遇，迎来价值重估。推荐重卡核心资产**潍柴动力**（重卡发动机龙头，市占率与盈利能力双升，全球化逆周期的努力），建议关注**中国重汽**（充分受益行业高景气度的整车龙头，经营改革有望深化）与**威孚高科**（低估值+高分红+受益国六排放升级）。

风险提示：宏观经济下行超预期；房地产调控趋紧；重卡销量不及预期

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 目 录

1、研究框架与结论 .....	- 4 -
1.1、框架：新增+报废需求驱动销量增长与波动 .....	- 4 -
1.2、结论简介：短期高景气，长期空间扩容，板块估值提升 .....	- 6 -
2、保有量：长期预计低速增长，物流车是主要驱动 .....	- 6 -
2.1、重卡的定义与分类 .....	- 6 -
2.2、保有量的总量：统计局数据以及我们的测算 .....	- 10 -
2.3、保有量分结构测算：物流与工程将分化 .....	- 11 -
2.4、超载治理提升重卡保有量中枢 .....	- 16 -
3、销量：短期维持高景气，受益报废周期及政策 .....	- 17 -
3.1、理想预测：2020 维持高景气，主要受益报废需求驱动 .....	- 17 -
3.2、冲击预测：考虑国三重卡提前报废可能的透支效应 .....	- 18 -
3.3、2020 年总量及节奏：前低后高，产能充足，全年依然可期 .....	- 19 -
4、投资建议 .....	- 21 -
5、风险提示 .....	- 22 -
6、附录 .....	- 22 -
6.1、假设一：淡化货运/货车结构变化对重卡保有量的影响 .....	- 22 -
6.2、假设二：淡化或有/周期性政策对重卡保有量/销量的影响 .....	- 25 -
图 1、重卡保有量与销量的简单分析框架 .....	- 4 -
图 2、重卡销量的预测模型框架 .....	- 5 -
图 3、GB/T15089-2001《机动车辆及挂车分类》 .....	- 7 -
图 4、中汽协对重卡统计分为重卡整车、重卡底盘、半挂牵引车 .....	- 7 -
图 5、05-19 年重卡整车、重卡底盘、半挂牵引车在重卡中的结构 .....	- 8 -
图 6、货车按车轴数量分类 .....	- 8 -
图 7、货车按车厢形式分类 .....	- 8 -
图 8、重卡需求分类及下游应用场景列举 .....	- 9 -
图 9、2019 年重卡下游需求结构 .....	- 10 -
图 10、2019 年重卡下游需求结构归纳 .....	- 10 -
图 11、05-19 年重卡年度销量(万辆)及同比 .....	- 10 -
图 12、民用重型载货车拥有量(万辆)及同比 .....	- 10 -
图 13、不同报废年限估算的保有量与统计局民用重卡拥有量之比 .....	- 11 -
图 14、05-19 年工程重卡与物流重卡年度销量(万辆)及同比 .....	- 11 -
图 15、平均 8 年报废周期下的重卡保有量结构拆分 .....	- 11 -
图 16、工程重卡保有量与(房地产+基建)投资比值逐步减小 .....	- 12 -
图 17、工程重卡保有量增速与(房地产+基建)投资增速趋势性保持一致 .....	- 12 -
图 18、房屋施工面积(亿平方米)及同比增速 .....	- 12 -
图 19、房屋施工面积年度净增加量(亿平方米) .....	- 12 -
图 20、房地产+基建投资(万亿元)，增速逐渐放缓 .....	- 13 -
图 21、房地产+基建投资年净增加量(万亿元) .....	- 13 -
图 22、商品房销售面积增速放缓，处于 0 附近 .....	- 13 -
图 23、房地产开发投资完成额累计同比增速放缓 .....	- 13 -
图 24、18 年 9 月至今，基础设施建设投资累计同比增速缓慢回升 .....	- 14 -
图 25、中国城镇化进程放缓，出生人数降低 .....	- 14 -
图 26、物流重卡保有量与 GDP 交运仓储邮政/GDP 比值基本保持稳定 .....	- 14 -
图 27、物流重卡保有量增速未来有望与 GDP 增速/GDP 交运仓储物流增速保持相 .....	- 14 -

对一致 .....	- 14 -
图 28、快递业发展依然迅速 .....	- 15 -
图 29、社会物流总额依然保持稳健增长 .....	- 15 -
图 30、社零增速伴随 GDP 增速降低，但韧性仍在 .....	- 15 -
图 31、重卡销量可以拆分为新增需求与报废需求 .....	- 17 -
图 32、16M1-20M1，重卡月度批发销量(万辆) .....	- 20 -
图 33、16M1-20M1，重卡月度批发销量同比增速 .....	- 20 -
图 34、05-19 年，重卡分季度销量占比 .....	- 20 -
图 35、05-19 年，重卡半年度销量占比 .....	- 20 -
图 36、92-19 年季度 GDP 不变价同比增速 .....	- 22 -
图 37、商品房销售面积(亿平方米)及同比增速 .....	- 22 -
图 38、固定资产基建投资完成额(万亿元)及同比增速 .....	- 23 -
图 39、物流总额(万亿元)及同比增速 .....	- 23 -
图 40、公路货运量保持快速增长 .....	- 23 -
图 41、公路货运量周转量保持快速增长 .....	- 23 -
图 42、货物运输周转量的结构变化，目前公路货运占比整体保持稳定 .....	- 24 -
图 43、05-19 年不同类型货车销量情况(万辆) .....	- 24 -
图 44、05-19 年商用货车销量结构变化 .....	- 24 -
图 45、中重卡占商用货车比例稳中有升，重卡占中重卡比例稳中有升 .....	- 25 -
图 46、重卡月度销量、同比增速及历史政策影响 .....	- 26 -
图 47、蓝天保卫战三年行动计划简介 .....	- 27 -
图 48、预计 2017 年底“2+26”城市国三及以前中重卡 121 万辆 .....	- 27 -
表 1、影响重卡保有量与销量的因素列举 .....	- 4 -
表 2、1988 年 GB9417-89 标准对汽车的分类 .....	- 6 -
表 3、根据统计局重型货车拥有量数据的重卡销量结构拆分 .....	- 10 -
表 4、8 省市在无锡事故后加大严查超载力度 .....	- 17 -
表 5、重卡 2019-2022 年销量与保有量理想预测（不考虑蓝天保卫战 15 万辆透支） .....	- 18 -
表 6、重卡 2019-2021 年销量与保有量预测（考虑 2020 国三报废透支 15 万辆） .....	- 18 -
表 7、不同政策对重卡保有量和销量的影响区分 .....	- 26 -

## 报告正文

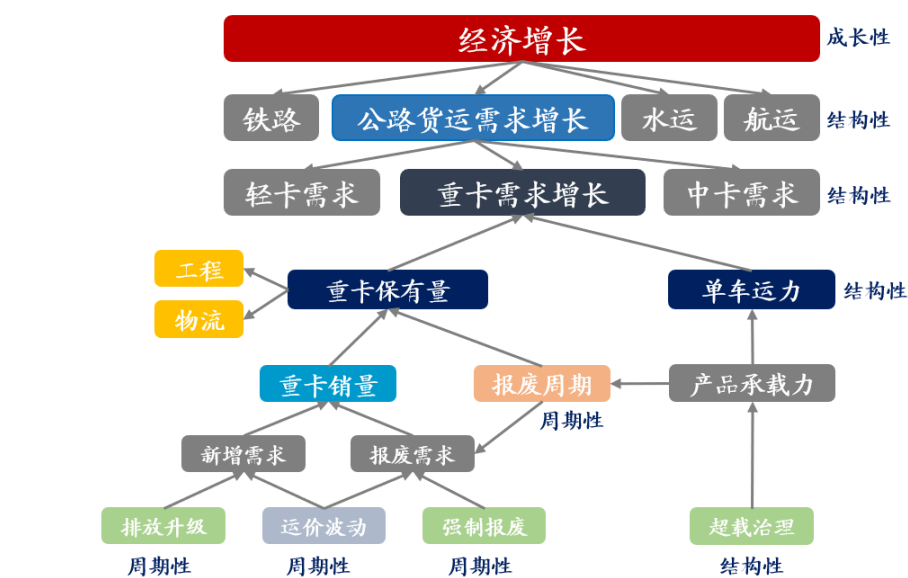
## 1、研究框架与结论

## 1.1、框架：新增+报废需求驱动销量增长与波动

重卡保有量由单车运力和重卡货运需求决定，而重卡货运需求受宏观经济以及货运结构和货车结构替代性影响。经济发展推动公路货运需求增长，重卡在工程与物流领域应用广泛，其需求也伴随经济增长而增长。重卡需求可以解构为保有量与单车运力，在单车运力稳定情况下，其保有量由下游的工程与物流需求驱动增长。而公路/铁路/水运等运输方式的替代，轻/中/重卡使用场景的替代，以及单车运力的变化，也会结构性的引起重卡保有量的变化。

重卡销量中枢由保有量和报废周期决定，可拆解为新增需求与报废需求。重卡销量中枢主要由保有量中枢与报废周期决定，同时可将销量拆分为由保有量增长带来的新增需求，以及为了满足保有量稳定而替代报废车辆而购置的报废需求。同时需要注意，宏观经济环境、政策法规、产品寿命、运价波动等因素都会通过影响消费者换购预期与报废周期，进而影响新增需求或报废需求的波动。所以研究重卡保有量空间与增速对预判销量长期空间与波动具有重要意义。

图 1、重卡保有量与销量的简单分析框架



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、影响重卡保有量与销量的因素列举

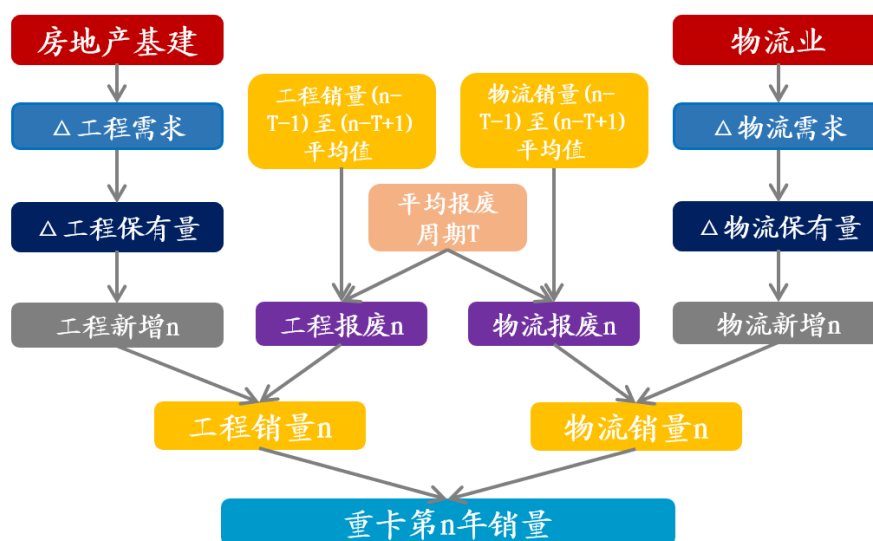
因素类型	具体内容	影响
成长性	房地产基建等工程需求	保有量中枢
	物流业快递业等物流需求	保有量中枢
结构性	铁路货运对公路货运的替代	保有量中枢
	重卡对中轻卡的替代	保有量中枢
	运输效率提升，例如治超、甩挂等	保有量中枢
周期性	报废年限改变，包括强制报废、质量提升	销量波动
	排放标准升级	销量波动
	运费的波动	销量波动

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

通过预测工程与物流重卡分别的新增与更新需求，进而预测重卡未来销量变化。

为预测重卡未来销量变化，将重卡销量按需求场景拆分为工程重卡与物流重卡销量。①通过预测工程(物流)重卡保有量增长情况进而预测工程(物流)重卡新增需求的变化。②结合报废周期的估计，以及历史工程(物流)重卡的销量情况预测出工程(物流)重卡的报废需求量。最后将①与②相加得到预测的重卡年度销量，为重卡板块投资提供借鉴。

图 2、重卡销量的预测模型框架



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

由于本篇报告主要讨论重卡行业空间而非短期波动，我们仅抛砖引玉，做出假设简化一些影响保有量与销量的因素。我们的假设包括：第一，淡化货运与货车的结构性变化对重卡保有量的影响，具体包括①公路货运周转量在整体货运领域占比稳定，②公路货运中重卡在整体货车销量中占比稳定；第二，政策扰动方面，主要考虑降低单车运力，结构性提升保有量的“超载治理”政策。而对“大吨小标”、“按轴收费”、“限行”等促进保有量或有提升的政策，以及“排放升级”、“提前报废”等周期性政策进行淡化处理。我们基于上述两点假设进行理想条件下的重卡保有量与销量预测，作为我们预测重卡空间的基准锚；同时给出了叠加“蓝



天保卫战”国三重卡在 20 年可能密集淘汰的冲击预测；以及结合短期公共事件冲击，对 20 年重卡销量节奏与冲击预测。为判断 2020 年重卡实际销量情况提供参考。我们做出这些假设的理由，在第 6 部分附录中有详细介绍。

## 1.2、结论简介：短期高景气，长期空间扩容，板块估值提升

（一）长期看，重卡保有量中枢预计稳步低速提升，受益物流重卡占比高且持续提升，销量空间打开且波动性降低，相关公司估值方法由周期视角切换为蓝筹视角，板块估值有望提升。

（二）结构看，占比较高的物流重卡保有量增速预计与整体 GDP 增速持平，相对稳健；工程重卡保有量受房地产+基建投资影响大，长期不排除伴随房地产周期下行而下行的可能性；但由于物流重卡基数较大，只要工程重卡短期不大幅下滑，整体重卡保有量还是稳中有升的。

（三）短期看，①不考虑事件性冲击，理想情况下 2020 年重卡销量依然有望维持 104.3 万辆左右，同比-11.2%，行业维持高景气度；②叠加“蓝天保卫战”提前报废 15 万辆重卡，将推动 2020 年销量实现正增长，预计实现 119.3 万辆，同比+1.6%；③再叠加考虑短期行业 20Q1 公共卫生事件影响，我们预计仅是需求的延期释放，考虑 20 年基建有望加码，对 20 年全年重卡销量依然可以保持乐观，总销量预计 110-119 万辆，节奏上表现为前低后高；④2021 年重卡销量受报废需求阶段性下滑与国三重卡报废的透支效应影响预计短期承压，但不改板块空间长期扩容趋势。

## 2、保有量：长期预计低速增长，物流车是主要驱动

### 2.1、重卡的定义与分类

**重卡是 GA>14 吨且保证安全行驶的货车底盘。**

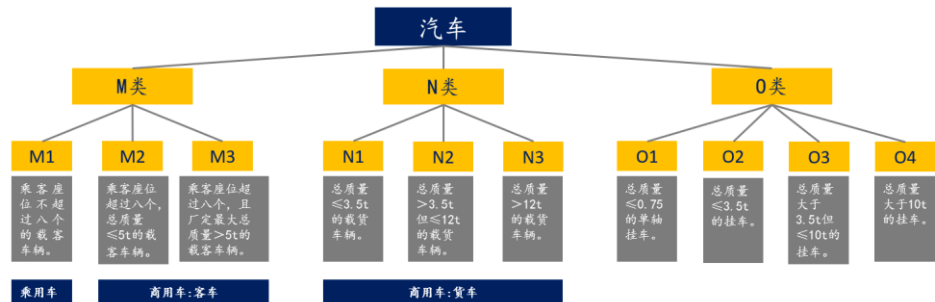
**我国汽车分类标准历经几次变化，但均没有明确的重卡定义。**最早的汽车分类标准是 1988 年颁布的 GB9417-89 标准，其中将汽车分为 8 类，分别为载货汽车、越野汽车、自卸汽车、牵引车、专用汽车、客车、轿车、半挂车。而载货汽车与自卸汽车又根据厂定最大总质量(GA)进行划分，重型货车和重型自卸车是 GA 大于 14 吨的车型，与目前的重卡概念接近，但尚未明确规定牵引车与专用车与重卡的关系。2001 年 7 月质检总局发布 GB/T15089-2001《机动车辆及挂车分类》，将汽车分为 M 类载客车、N 类载货车与 O 类挂车。其中 N 类货车又按总质量大小区别划分为 N1 类（总质量≤3.5T）、N2 类（3.5T<总质量≤12T）和 N3 类（总质量>12T），也并没有详细规定重型汽车的划分。

**表 2、1988 年 GB9417-89 标准对汽车的分类**

汽车类别	细分	判断标准	是否重卡	汽车类别	细分	判断标准	是否重卡
载货汽车	微型货车	$GA \leq 1.8T$		专用汽车	仓棚式汽车		可能是
	轻型货车	$1.8T < GA \leq 6T$			特种结构式汽车		可能是
	中型货车	$6T < GA \leq 14T$			专用自卸汽车		是
越野汽车	重型货车	$GA > 14T$	是	客车	微型客车		
	轻型越野汽车	$GA \leq 5T$			轻型客车		
	中型越野汽车	$5T < GA \leq 13T$			中型客车		
	重型越野汽车	$13T < GA \leq 24T$			大型客车		
自卸汽车	超重型越野汽车	$GA > 24T$		轿车	微型轿车	$GA \leq 1L$	
	轻型自卸车	$GA \leq 6T$			普通轿车	$1L < GA \leq 1.6L$	
	中型自卸车	$6T < GA \leq 14T$			中级轿车	$1.6L < GA \leq 2.5L$	
	重型自卸车	$GA > 14T$	是		中高级轿车	$2.5L < GA \leq 4L$	
牵引汽车	矿山自卸车		是	半挂车	高级轿车	$V > 4L$	
	半挂牵引车		是		轻型半挂车	$GA \leq 7.1T$	
专用汽车	全挂牵引车		是		中型半挂车	$7.1T < GA \leq 19.5T$	
	厢式汽车		可能是		重型半挂车	$19.5T < GA \leq 34T$	
专用汽车	罐式汽车		是		超重型半挂车	$V > 34T$	
	起重举升汽车		是				

数据来源：质检总局和标准化管理委员会、兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、GB/T15089-2001《机动车辆及挂车分类》



资料来源：国家机械工业局、兴业证券经济与金融研究院整理

中汽协对重卡销量统计相对全面，但未给出重型非完整车辆的定义。中汽协统计重卡时同时考虑了重型货车整车、重型货车底盘与重型半挂牵引车，相对较为全面。其中重型货车整车借鉴了 GB9417-89 标准对载货汽车的划分，总质量超过 14 吨列为重卡；半挂牵引车基本用于长途半挂车运输，100% 归属重卡。而对重卡底盘(重型非完整车辆)却缺乏明确的定义表述。

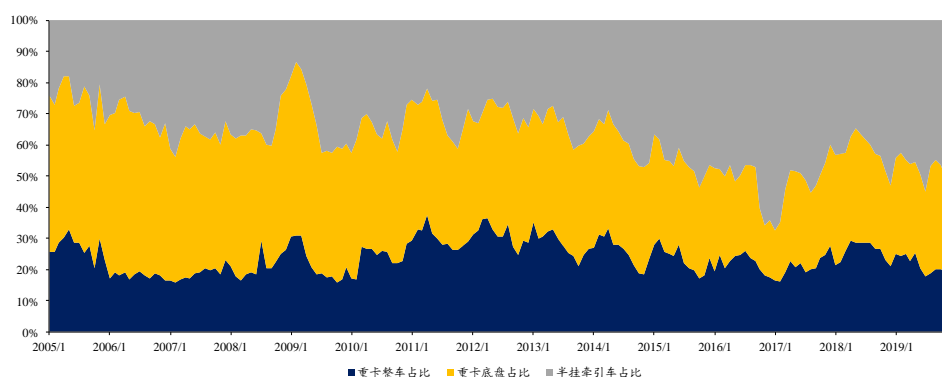
图 4、中汽协对重卡统计分为重卡整车、重卡底盘、半挂牵引车



请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

资料来源：百度图片、兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、05-19 年重卡整车、重卡底盘、半挂牵引车在重卡中的结构



资料来源：中汽协、兴业证券经济与金融研究院整理

**重卡定义可以归纳为：整车总质量大于 14 吨仍能保证车辆正常行驶的一类货车底盘。**通过梳理汽车分类标准与中汽协统计口径发现，广义上对重卡并无完整定义，需要自行归纳。从本质上看，重卡企业生产的产品其实就只有重卡底盘和半挂牵引车(也是一种特殊的底盘)，再根据具体的应用需求场景，上装一些机械装置成为满足不同应用需求的整车（比如货车、自卸车、搅拌车、环卫车等），同时该底盘必须满足承载货物时整车最大总质量 GA 大于 14 吨并能保证整车安全可靠的条件。综上，我们将重卡的定义归纳如下：重卡是一类货车底盘，可以保证上装各类承载装置后的整车总质量超过 14 吨而安全行驶，可分为普通底盘和半挂牵引车。该定义兼顾了早期 GB9417-89 中国汽车分类标准中对重型货车载重量要求的划分与牵引车、特殊用途车辆中的重卡需求，同时回归重卡生产企业的底盘产品的本质，整体是较为合理的。

#### 重卡按需求分类：工程重卡与物流重卡

**重卡分类的标准较多，按下游需求分类对研究重卡保有量与销量更有意义。**重卡分类的视角有很多，比如①按车轮数与驱动轮数划分（4×2，6×4 等）；②按车轴数划分（2 轴车、3 轴车、4 轴车等）；③按车厢结构划分（平板货车、厢式货车、罐式货车等）；④按下游使用需求划分，粗略可划分为工程车与物流车，继续细分可划分为自卸车、搅拌车、货运车、环卫车、消防车等。为了研究下游需求对重卡保有量的影响，我们仅针对重卡按需求端划分进行研究。

图 6、货车按车轴数量分类

图 7、货车按车厢形式分类





数据来源: 仁顺供应链、兴业证券经济与金融研究院整理

重卡下游应用场景多, 其中牵引车占比最高, 自卸车占比第二, 专用车种类最多。重卡需求端不像乘用车较为单一, 而涉及各行各业, 种类较为繁杂。2019 年全年牵引车占比最高约 40%, 自卸车占比约 17%, 混凝土搅拌车占比 6%, 汽车起重机占 3%, 还有如绿化喷洒车 (1%)、洒水车 (1%)、冷藏车 (1%) 等专用车。

为简化研究, 我们将重卡归纳为物流重卡(含专用车)与工程重卡两大类。重卡需求领域广泛, 为了简化研究, 需要抓主要矛盾。考虑牵引车占比最高且牵引车主要用于长途运输, 我们将第一类重卡需求划分为物流重卡, 2019 年销量占比约 72%, 具体包括半挂牵引车、牵引汽车、仓栅式运输车、车辆运输车等与货运相关的整车种类。同时, 对垃圾车、环卫车、洒水车、邮政车等与市政管理相关的专用车辆, 由于并不涉及到地产与基建且占比较低, 可以与物流车合并进行统计。第二, 由于自卸汽车占比仅次于牵引车, 且自卸车主要应用于房地产开发与基建的渣土运输, 我们将第二类重卡需求划分为工程重卡, 2019 年销量占比约 28%, 具体包括自卸车、混凝土搅拌运输车、汽车起重机等运用在工地的产品。

图 8、重卡需求分类及下游应用场景列举



资料来源: 百度图片、兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、2019 年重卡下游需求结构

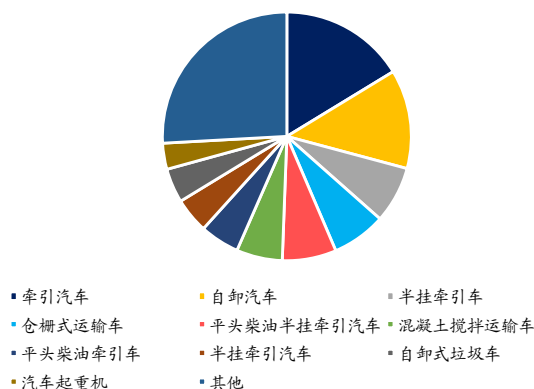
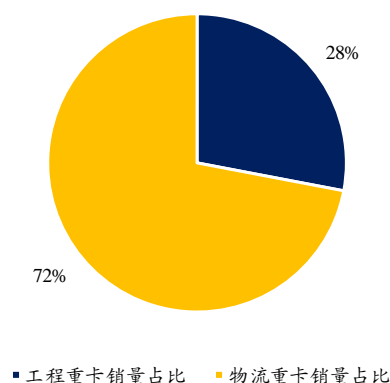


图 10、2019 年重卡下游需求结构归纳



数据来源：上险数、兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2、保有量的总量：统计局数据以及我们的测算

重卡保有量的两个口径：统计局口径和通过报废周期的测算口径。

**统计局口径：民用汽车拥有量:载货汽车:重型。**我们发现 2009 年重卡保有量的增加量(114.2 万辆)超过了当年重卡销量(63.6 万辆)，带来报废需求量为-50.7 万辆，是一个异常值，估计是由于统计口径调整所致。

表 3、根据统计局重型货车拥有量数据的重卡销量结构拆分

项目	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
重卡保有量	168.1	174.0	186.7	200.8	315.1	394.8	460.6	472.5	502.0	533.7	530.1	569.5	635.4	709.5
总销量	23.6	30.5	48.4	54.2	63.6	101.5	88.2	63.4	77.4	74.4	55.0	72.8	111.2	114.8
新增需求		5.9	12.7	14.1	114.2	79.7	65.8	11.9	29.5	31.7	-3.6	39.4	65.9	74.1
报废需求		24.6	35.7	40.1	-50.7	21.8	22.4	51.5	47.9	42.7	58.6	33.4	45.3	40.7

数据来源：国家统计局、中汽协、兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、05-19 年重卡年度销量(万辆)及同比

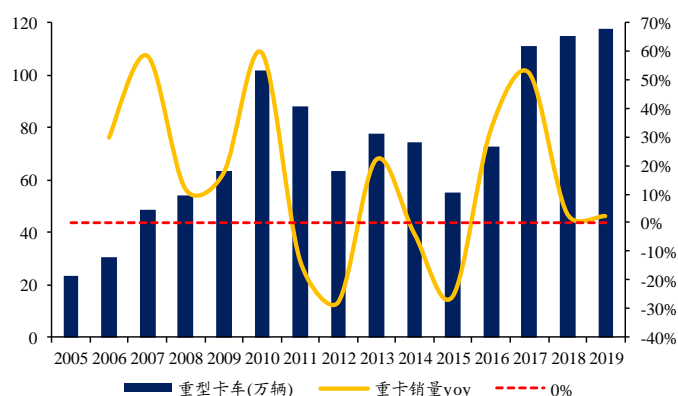
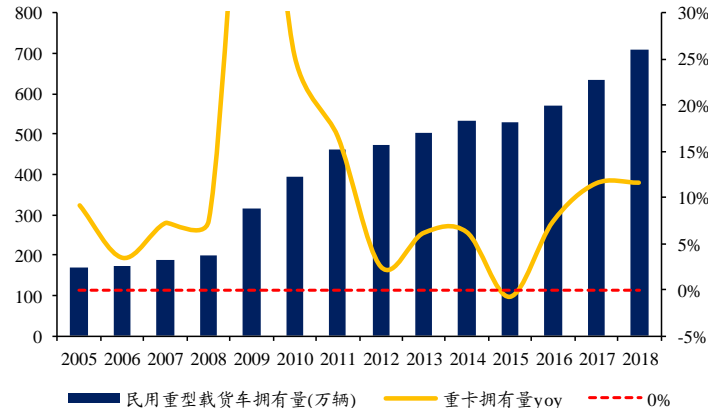


图 12、民用重型载货车拥有量(万辆)及同比



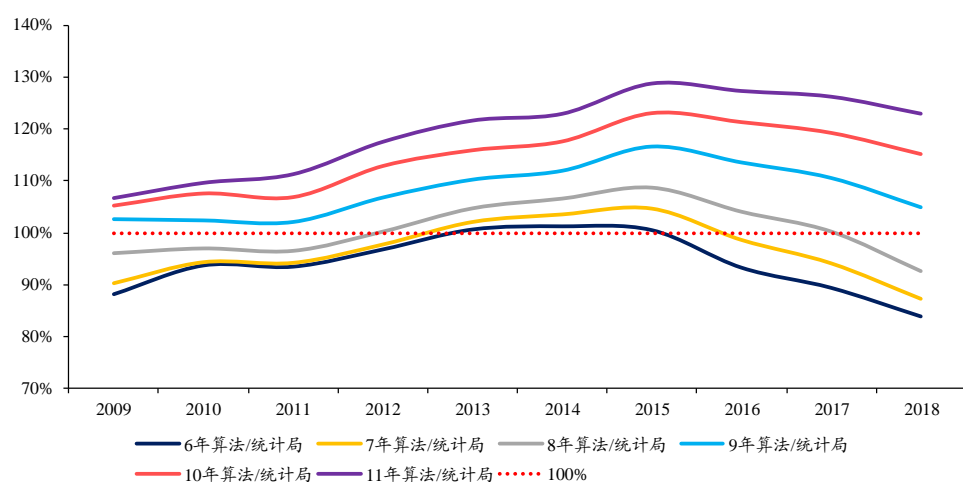
数据来源：中汽协、兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：国家统计局、兴业证券经济与金融研究院整理

我们的测算口径：通过报废周期与历史重卡销量对重卡的保有量进行估计。

以国家统计局 09-18 年重卡保有量数据为锚，我们认为 8 年平均是重卡报废周期相对可靠的估计。假设报废周期平均为 T 年，第 n 年的重卡报废需求等于第 (n-T-1) 至第 (n-T+1) 三年销量的平均值。对比不同平均报废周期测算下，重卡保有量的估计值与统计局口径民用重型载货车拥有量的比值，我们发现自 2009 年之后，该比值与 1 较为接近。发现以 7-9 年的平均报废周期的估计保有量是与统计局数据更为接近的，整体上平均 8 年报废周期测算的接近程度相对较优。且于 2015 年之后报废周期略有延长趋势，如果排除数据误差的影响，我们认为可能与经济下行带来的换车时间延长、超载治理、车辆本身质量提升进而促进车辆寿命提升有一定关系。

图 13、不同报废年限估算的保有量与统计局民用重卡拥有量之比

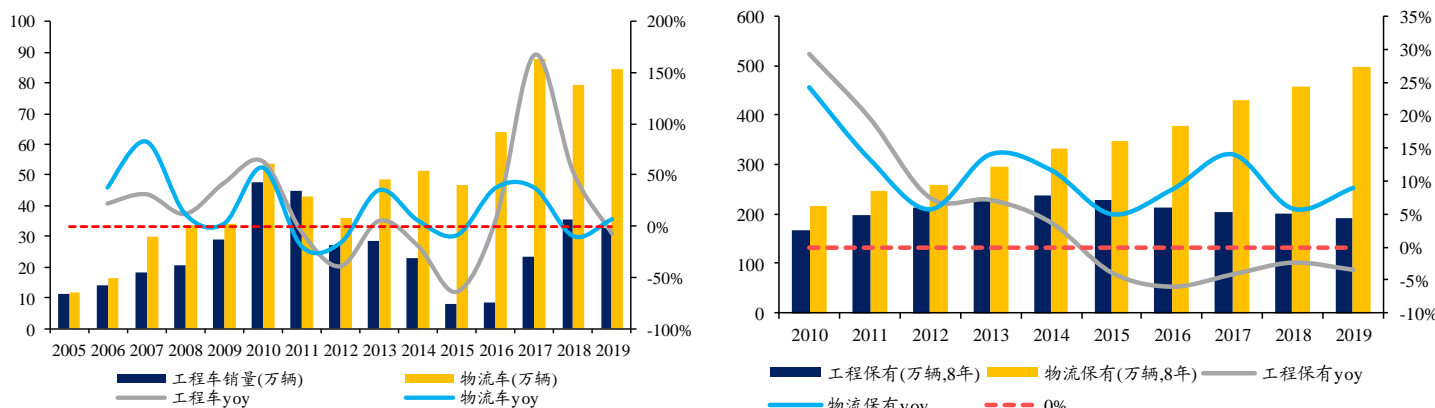


资料来源：国家统计局、中汽协、兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.3、保有量分结构测算：物流与工程将分化

**重卡分用途的保有量：**根据报废周期与历史销量，将重卡保有量分拆成工程和物流。为了预测重卡销量的新增需求，按需求将重卡保有量进行需求侧拆分，分为工程重卡与物流重卡保有量，以寻找宏观经济发展对两者的影响。

图 14、05-19 年工程重卡与物流重卡年度销量(万辆)及同 图 15、平均 8 年报废周期下的重卡保有量结构拆分比

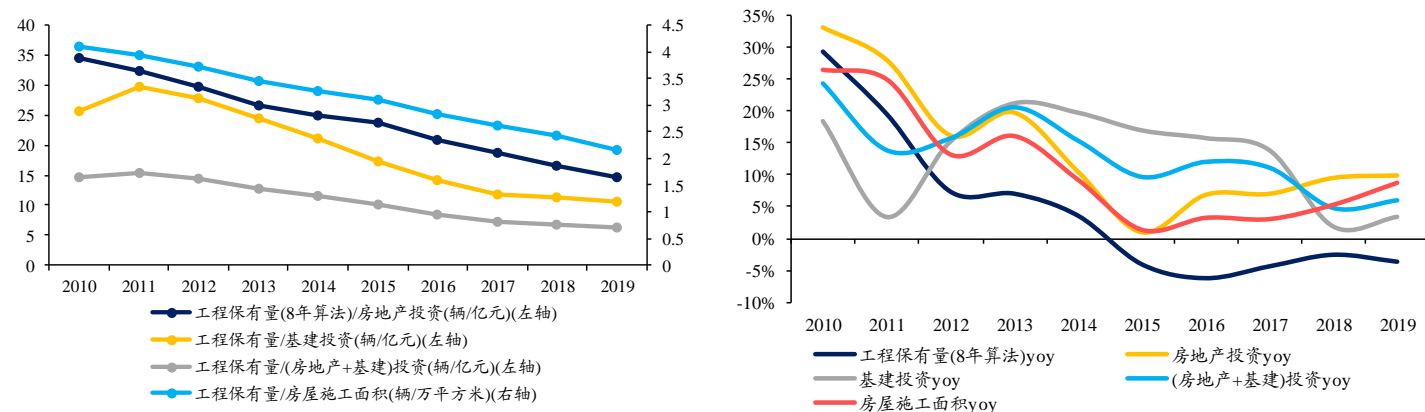


数据来源：中汽协、上险数、兴业证券经济与金融研究院整理

**工程重卡保有量的决定因素：与房地产+基建相关性较强，增速与房地产+基建投资增速趋势一致。**工程重卡保有量与房地产施工面积/房地产基建投资合计/房地产投资的比值维持降低趋势，且愈发趋向平稳。一方面是因为价格上涨导致房地产投资增速高于施工面积增速，另外可能是运输效率提升带来单位施工的用量下降。从保有量增速上看，工程重卡保有量增速与房地产+基建投资的变化趋势保持一致，但略有滞后性。工程重卡保有量增速从16年触底反转，17-18年伴随房地产投资转暖增速略有提升，19年由于报废需求波动导致模型计算的保有量增速向下。2016-2019年工程重卡保有量从214万辆下滑至193万辆，累计下滑9.9%，远低于2016年治超带来的20%左右的单车运力下滑产生的正向推动，预计主要受房地产与基建投资增速下移的影响拖累了部分治超带来的提升。

图 16、工程重卡保有量与(房地产+基建)投资比值逐步减小

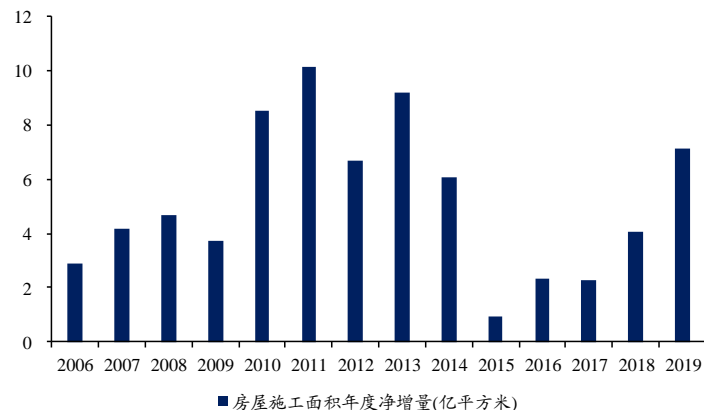
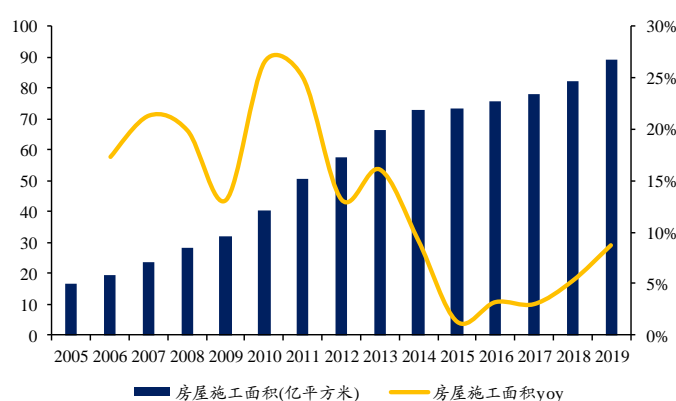
图 17、工程重卡保有量增速与(房地产+基建)投资增速趋势性保持一致



数据来源：中汽协、国家统计局、兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、房屋施工面积(亿平方米)及同比增速

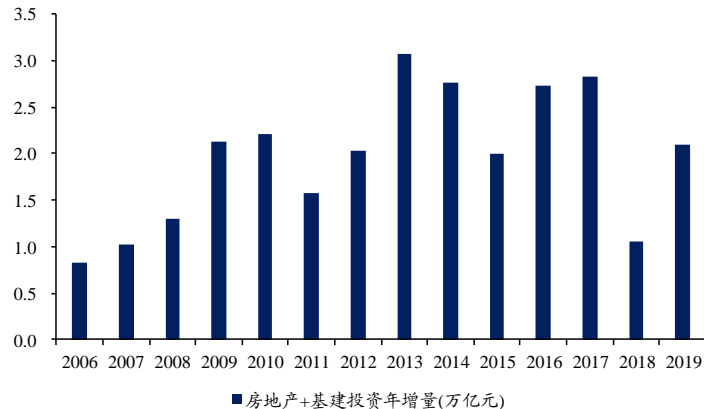
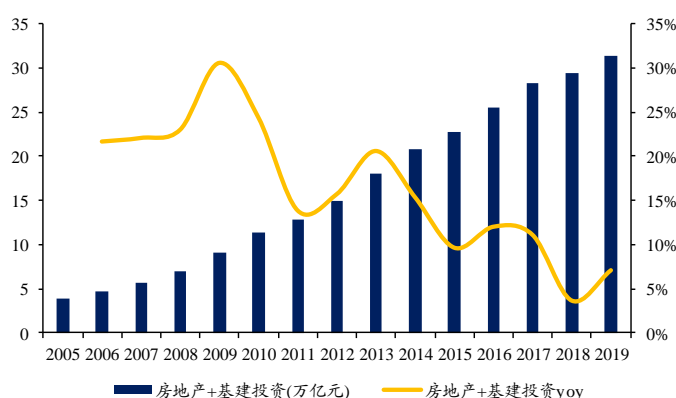
图 19、房屋施工面积年度净增加量(亿平方米)



数据来源：国家统计局、兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、房地产+基建投资(万亿元)，增速逐渐放缓

图 21、房地产+基建投资年净增加量(万亿元)



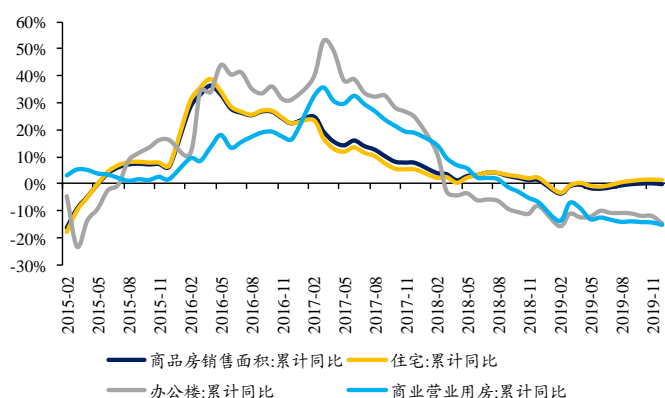
数据来源：国家统计局、兴业证券经济与金融研究院整理

**工程重卡保有量的未来趋势：短期增速预计受益地产韧性与基建托底相对稳健，长期增速受房地产与基建投资增速影响。**2019 年全年商品房销售面积累计同比-0.1%，住宅累计同比+1.5%，表明房地产需求短期低迷。房地产开发投资完成额增速缓慢回落，但短期韧性仍在。固定资产基建投资增速在 18Q3 触底后有所回升，主要是政府逆周期调节托底经济的推动。目前公共事件冲击短期经济，基建政策有望加码，预计短期基建投资保持稳中有升。整体上短期房地产投资的韧性较强，基建托底效用逐步显现，工程重卡保有量有望保持平稳水平。长期来看，需要继续跟踪房地产销售与投资情况，如果房地产施工与投资大幅下行，不排除工程重卡保有量下行的可能。

图 22、商品房销售面积增速放缓，处于 0 附近

图 23、房地产开发投资完成额累计同比增速放缓

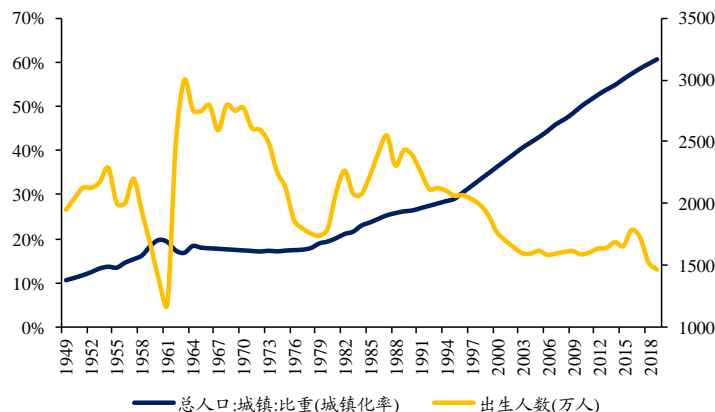




数据来源：国家统计局、兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、18 年 9 月至今，基础设施建设投资累计同比增速缓慢回升

图 25、中国城镇化进程放缓，出生人数降低

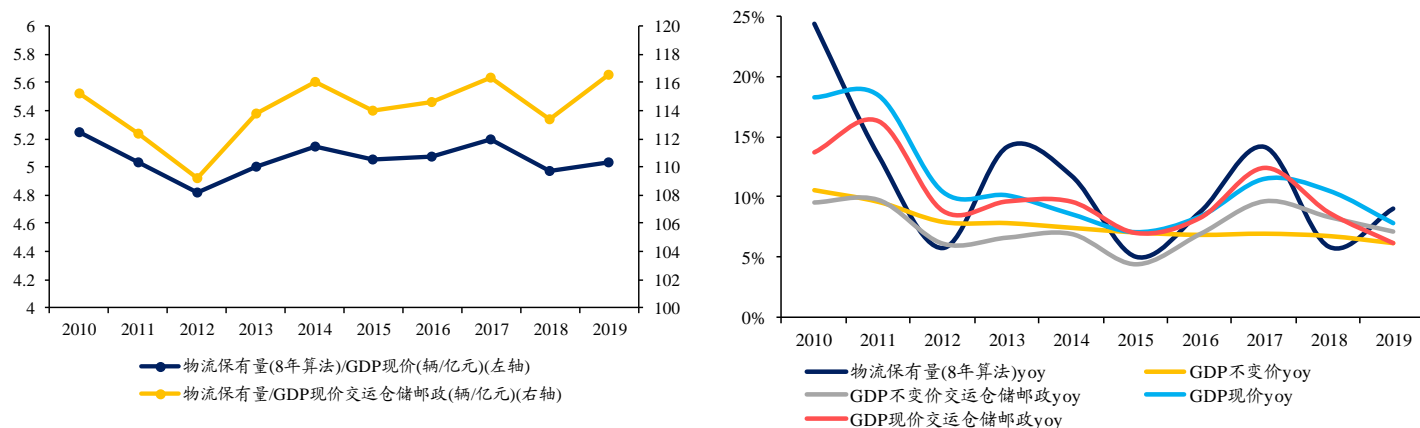


数据来源：国家统计局、兴业证券经济与金融研究院整理

**物流重卡保有量的决定因素:**与 GDP 整体以及交运仓储邮政 GDP 贡献相关性强，且增速与 GDP 及 GDP 交运仓储邮政增速保持基本一致。物流重卡保有量与 GDP 和 GDP 交运仓储邮政的比值基本维持稳定，略呈增加态势，表明每单位 GDP 总额或交运仓储对应的物流重卡是缓慢增加的。我们认为超载治理降低单车运力，推动了物流重卡保有量增加。从物流重卡保有量增速来看，增速趋势与 GDP 现价增速和 GDP 交运仓储邮政现价和不变价增速的趋势基本一致，且增速也基本保持接近，近四年基本能实现 6% 以上的增速。

图 26、物流重卡保有量与 GDP 交运仓储邮政/GDP 比值基本保持稳定

图 27、物流重卡保有量增速未来有望与 GDP 增速/GDP 交运仓储物流增速保持相对一致

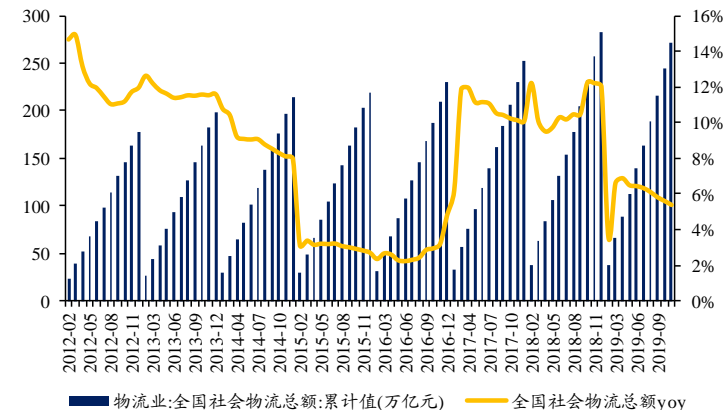
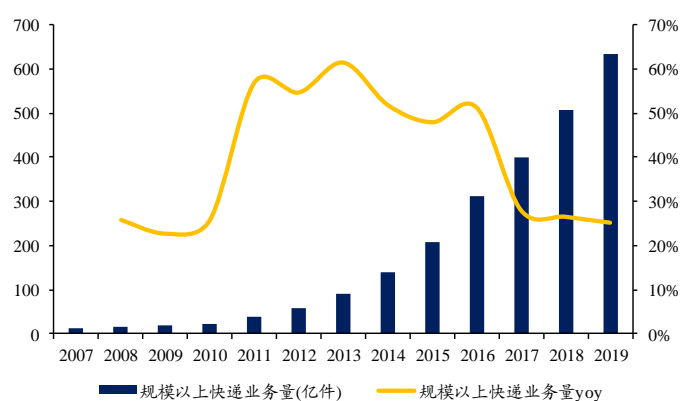


数据来源：中汽协、国家统计局、兴业证券经济与金融研究院整理

**物流重卡保有量的未来趋势：**短期与长期均有望伴随经济与物流行业的稳定增长而增长，同时驱动物流重卡结构占比提升，进而持续提升重卡保有量中枢与销量中枢。虽然中国经济正经历“增速换挡”的过程，但 GDP 增速目前依然保持在 6% 左右增速，预计整体经济中长期依然能保持相对平稳增长，预计物流业也能保持稳健增长。2019 年全年社会零售消费总额逐步企稳，同比增长 8%，且持续超越 GDP 增速，显示当前经济具备一定韧性。而物流重卡保有量增速与 GDP 交运仓储物流增速基本同向变化，可以预期未来物流重卡保有量增速能维持在 GDP 增速中枢附近，伴随国家经济发展而稳健增长。同时目前物流重卡销量占比达到整体重卡销量的 70% 左右，未来有望稳步驱动重卡保有量中枢持续提升，物流重卡销量的周期性波动将会逐步弱化，显示出稳健增长属性。

图 28、快递业发展依然迅速

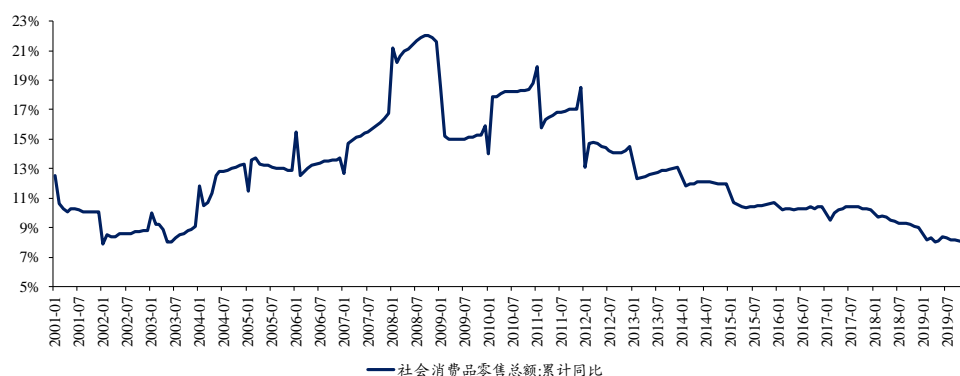
图 29、社会物流总额依然保持稳健增长



数据来源：国家邮政局、兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：国家统计局、兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、社零增速伴随 GDP 增速降低，但韧性仍在



资料来源：国家统计局、兴业证券经济与金融研究院整理

综上，短期重卡保有量有望维持稳健增长（物流稳增长+工程韧性），长期重卡保有量增速预计放缓，但下行风险较小（物流增长放缓但占比高，工程需观察房地产基建周期）。通过上述分析，可以判断未来短期重卡保有量有望维持一定增速稳健增长，预计短期重卡保有量增速能保持在4%附近；分结构看，当前物流重卡保有量占比约70%，伴随GDP与物流业稳健增长，短期物流重卡保有量增速预计在6%附近；工程重卡保有量占比约30%，短期受益房地产韧性较强+基建托底加速，工程重卡需求有望保持稳健，预计工程重卡保有量短期增速在0%附近。长期看，物流重卡保有量增速预计伴随GDP增速下移而逐渐下移，最终趋于稳定增速；而工程重卡保有量增速则需要观察房地产与基建的投资情况进行判断，但中期（3-5年时间）我们预计房地产和基建依旧是中国经济稳增长的抓手，失速风险较低，预计工程重卡保有量能够维持平稳状态。所以至少短中期时间内，整体重卡保有量增速依然能维持在4%左右的水平；而长期时间内，整体重卡保有量将继续由占比较高的物流重卡的稳健增长而持续提升保有量中枢，行业空间持续扩容。同时，由于物流重卡销量中枢伴随保有量而稳健增长，具备稳健增长属性的物流重卡保有量占比将继续提升，重卡整体销量的波动性也有望持续弱化，板块盈利能力一方面维持稳健扩容，另外一方面也将波动性降低。

## 2.4、超载治理提升重卡保有量中枢

**2016年专项治理行动，降低单车运力，大幅提升了重卡保有量中枢。**2016年交通部印发《整治公路货车违法超限超载行为专项行动方案》，从16年9月21日起，对公路货运严格按照GB-1589载重标准核查超载，降低了单车的运力上限20%-30%，推动重卡保有量从2015年530万辆提升至2018年的710万辆（见图12），3年复合增速约10.2%，在总体经济降速，房地产与基建投资降速的大背景下对重卡保有量起到强有力的支撑作用，同时驱动了销量新增需求部分的快速提升。

**2019年10月无锡高架桥侧翻事故，推进各省市进一步严查货车超载，预计推动保有量中枢小幅提升0%~2%。**2019年10月10日无锡高架桥侧翻事故震惊全国，掀起新一轮超载货车整治行动，甚至“超载入刑”的声音愈发强烈。我们预计随着各个国道省道超载治理的进一步推进，重卡单车运力有望继续下降。但考虑到

2016年超载治理成效显著，本次治理活动边际效用预计降低，我们估计提升重卡保有量1%~3%左右(参考江苏省18年底控制超载率为3%的目标)。

表 4、8 省市在无锡事故后加大严查超载力度

省市	具体内容
福建	10月11日，福建省交通综合行政执法总队召开专题会议要求全省各级交通综合行政执法机构全线出动开展严查超限超载专项治理行动
上海	10月13日，上海交通部发布超限超载车辆整治措施
江苏	10月12日，记者从江苏省交通运输厅了解到，我省将对“两客一危”车辆、货运车辆、港口船舶等进行专项整治，严管严控，坚决遏制事故多发频发的势头，切实维护交通运输安全形势的稳定
湖南	湖南省治超办率督查组一行深入株洲、衡阳、郴州三市督查公路治超工作，抽查了四家源头企业
海南	10月13日，记者从海南省治超办获悉，省治超办下发了《关于进一步加强治超工作的通知》(以下简称“通知”)，要求加强源头治理，防止违法超限超载货车上路
广东	10月11日，印发汲取教训，加强安保的通知；紧盯六轴、满载货车，杜绝超载车绕路
河南郑州	重点对重、中型载货汽车、低速载货汽车严重超载、非法拼装改装、涉牌涉证、超速驾驶等违法行为进行查处，形成高压态势“露头就打”
甘肃嘉峪关	10月11日，嘉峪关市公安局交警支队决定在全市范围内集中开展非法超限超载货运车辆整治工作

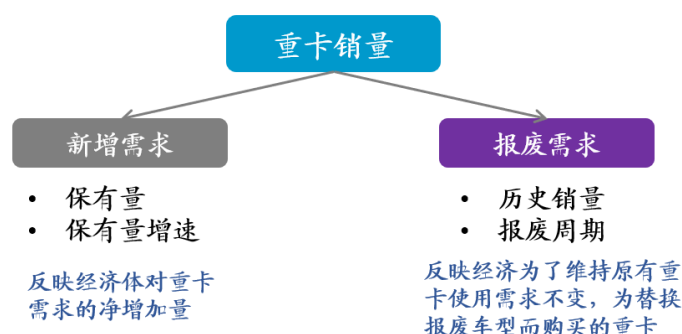
数据来源：搜狐网、兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、销量：短期维持高景气，受益报废周期及政策

#### 3.1、理想预测：2020 维持高景气，主要受益报废需求驱动

将重卡销量拆分为新增需求与报废需求，并且对工程重卡与物流重卡分别进行预测。对工程重卡或物流重卡，可以通过重卡报废周期（估计为平均 8 年）以及历史的重卡销量对未来的报废需求进行估计（假设第  $n$  年的报废需求等于第  $n-9$  年至第  $n-7$  年三年的重卡平均销量）。同时根据对宏观经济变量增速的估计，预测工程或物流重卡保有量的增速情况，进而估计新增需求（第  $n$  与  $n-1$  年的重卡保有量之差）。最终新增需求与报废需求求和得出估计的工程与物流重卡第  $n$  年销量。

图 31、重卡销量可以拆分为新增需求与报废需求



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

首先对理想情况进行预测，首先需要进行一些假设。第一章 1.1 节已经介绍了理想情况的一些假设。为了保守与简化，我们谨慎假设：a)无锡治超事件提升 2020 年重卡保有量 0%；b)报废周期未来 3 年均均为 8 年周期；c) 2020-2022 年，房地产与基建韧性仍存，工程重卡保有量预计维持稳定；d)物流重卡保有量短中期能维

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

持近似 GDP 增速的增长；e) 不考虑经济在 20Q1 的短期冲击。我们以 2018 年为基年，结合 2019 年全年重卡实际销量 117.4 万辆，以及以 19 年上险数估计的工程与物流占比，预测 2019 年重卡保有量、2020-2022 年重卡保有量与销量情况如表 5 所示。

表 5、重卡 2019-2022 年销量与保有量理想预测（不考虑蓝天保卫战 15 万辆透支）

重卡保有量销量理想预测	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
重卡销量合计(万辆)	77.4	74.4	55.0	72.8	111.2	114.8	117.4	104.3	106.1	105.5
重卡销量yoy	22.1%	-3.9%	-26.0%	32.4%	52.7%	3.2%	2.3%	-11.2%	1.7%	-0.5%
工程重卡销量(万辆)	28.6	23.1	8.2	8.7	23.4	35.6	32.9	31.7	26.3	20.0
工程重卡销量yoy	5.1%	-19.5%	-64.2%	6.0%	167.1%	52.4%	-7.6%	-3.6%	-16.9%	-24.1%
物流重卡销量(万辆)	48.8	51.3	46.7	64.1	87.8	79.2	84.5	72.6	79.8	85.5
物流重卡销量yoy	35.0%	5.2%	-8.9%	37.1%	37.0%	-9.8%	6.7%	-14.1%	9.8%	7.2%
工程重卡新增需求(万辆)		8.4	-9.4	-14.0	-9.2	-5.0	-7.1	-1.9	0.0	0.0
工程重卡报废需求(万辆)		14.7	17.7	22.7	32.5	40.6	40.0	33.6	26.3	20.0
物流重卡新增需求(万辆)		31.8	20.1	31.5	47.3	35.4	40.2	29.9	34.4	36.6
物流重卡报废需求(万辆)		19.5	26.7	32.6	40.6	43.8	44.4	42.7	45.4	48.9
工程重卡保有量(万辆)	229.4	237.8	228.3	214.3	205.2	200.1	193.0	191.1	191.1	191.1
工程重卡保有量yoy		3.7%	-4.0%	-6.1%	-4.3%	-2.5%	-3.5%	-1.0%	0.0%	0.0%
物流重卡保有量(万辆)	296.3	331.1	347.8	378.4	431.9	457.3	498.6	528.6	562.9	599.5
物流重卡保有量yoy		11.8%	5.0%	8.8%	14.1%	5.9%	9.0%	6.0%	6.5%	6.5%
重卡保有量合计(万辆)	525.7	568.9	576.2	592.7	637.1	657.4	691.7	719.7	754.0	790.6
重卡保有量yoy		8.2%	1.3%	2.9%	7.5%	3.2%	5.2%	4.0%	4.8%	4.9%

数据来源：中汽协、上险数、兴业证券经济与金融研究院整理

考虑 1.1 节提出的两点假设，可以测算出理想情况下短期重卡保有量与销量情况，并可得出如下判断：①重卡保有量中枢稳步上移，维持低个位数增长，行业空间处于持续扩容的状态，提升板块盈利空间与稳定性；②预计 2020 年重卡销量 104.3 万辆，同比-11.2%，并不会大幅下滑，2020 年仍保持高景气度；③2021-2022 年销量维持在 105 万辆附近，虽然工程重卡的报废需求略有下降，但被物流重卡新增需求弥补，整体行业保持稳健；④整体上重卡行业空间逐步打开趋势确定，物流重卡占比提升促进波动性下降，整体板块龙头的估值逻辑有望从传统周期视角切换为蓝筹白马视角，迎来戴维斯双击。

### 3.2、冲击预测：考虑国三重卡提前报废可能的透支效应

基于 3.1 的假设与分析前提下，考虑“蓝天保卫战”国三重卡提前报废带来的冲击效应。我们基于 3.1 节的假设与预测框架，叠加考虑可量化且影响可能较显著“蓝天保卫战”政策（详见附录 6.2 节），探求其对短期销量的冲击影响。通过附录 6.2 节中的讨论，我们预计“蓝天保卫战”预计在 2020 年透支消费约 15 万辆尚未达到自然报废期限的国三重卡，并假设平均分为 21 与 22 年两年还清透支销量，预测 2019 重卡保有量、2020-2022 年重卡保有量与销量情况如表 6 所示。

表 6、重卡 2019-2021 年销量与保有量预测（考虑 2020 国三报废透支 15 万辆）



考虑20年报废政策15万辆透支	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
重卡销量合计(万辆)	77.4	74.4	55.0	72.8	111.2	114.8	117.4	119.3	98.6	98.0
重卡销量yoy	22.1%	-3.9%	-26.0%	32.4%	52.7%	3.2%	2.3%	1.6%	-17.4%	-0.6%
工程重卡销量(万辆)	28.6	23.1	8.2	8.7	23.4	35.6	32.9	36.2	24.1	17.7
工程重卡销量yoy	5.1%	-19.5%	-64.2%	6.0%	167.1%	52.4%	-7.6%	10.1%	-33.5%	-26.3%
物流重卡销量(万辆)	48.8	51.3	46.7	64.1	87.8	79.2	84.5	83.1	74.5	80.3
物流重卡销量yoy	35.0%	5.2%	-8.9%	37.1%	37.0%	-9.8%	6.7%	-1.7%	-10.4%	7.7%
工程重卡新增需求(万辆)		8.4	-9.4	-14.0	-9.2	-5.0	-7.1	-1.9	0.0	0.0
工程重卡报废需求(万辆)		14.7	17.7	22.7	32.5	40.6	40.0	38.1	24.1	17.7
物流重卡新增需求(万辆)		31.8	20.1	31.5	47.3	35.4	40.2	29.9	34.4	36.6
物流重卡报废需求(万辆)		19.5	26.7	32.6	40.6	43.8	44.4	53.2	40.2	43.7
工程重卡保有量(万辆)	229.4	237.8	228.3	214.3	205.2	200.1	193.0	191.1	191.1	191.1
工程重卡保有量yoy		3.7%	-4.0%	-6.1%	-4.3%	-2.5%	-3.5%	-1.0%	0.0%	0.0%
物流重卡保有量(万辆)	296.3	331.1	347.8	378.4	431.9	457.3	498.6	528.6	562.9	599.5
物流重卡保有量yoy		11.8%	5.0%	8.8%	14.1%	5.9%	9.0%	6.0%	6.5%	6.5%
重卡保有量合计(万辆)	525.7	568.9	576.2	592.7	637.1	657.4	691.7	719.7	754.0	790.6
重卡保有量yoy	0.1097	8.2%	1.3%	2.9%	7.5%	3.2%	5.2%	4.0%	4.8%	4.9%

数据来源：中汽协、上险数、兴业证券经济与金融研究院整理

**基于 3.1 节理想预测模型，叠加考虑“蓝天保卫战”15 万辆透支消费，可以看出：**

①2020 年重卡销量由于透支效应仍可能实现 1.6% 左右的正增长，维持住 119 万辆的销量，保持高景气概率大；②国三重卡提前报废的透支会引起 2021 年销量下行，但仍维持在接近 100 万辆的销量水平，依然不会出现断崖下跌，同时 2022 年销量预计维持接近 100 万辆，短期销量波动对板块估值影响预计会减弱。

### 3.3、2020 年总量及节奏：前低后高，产能充足，全年依然可期

重卡销售具有季节波动特性，受经济环境开工影响，呈现前低后高的特征。历史重卡全年的销售是受季节性影响，背后主要原因是过年后基建地产等生产活动开始复工建设，存在集中采购重卡的需求。从 05-19 年重卡分季度与半年度销量可以看出，重卡在 Q1 与 Q2 销量占比高，Q4 占比其次，Q3 占比最低。05-19 年，重卡销量 Q1-Q4 占比的算数平均值分别为 26%/30%/21%/23%，销量分半年度 H1/H2 占比分别为 56%和 44%。

**2020Q1 短期因公共卫生事件承压，预计需求不会消失，而是延期释放。**短期 20Q1 由于公共事件影响，经济活动受到冲击，重卡工程与物流车需求短期均承压，但是中国物流需求与基建地产需求并不会凭空消失，随着经济逐渐回到正常运转轨道，前期被抑制的重卡需求有望迎来延期释放。重卡企业产能充足，18 年和 19 年 3 月重卡分别销售 13.9 和 14.9 万辆，远高于下半年月均 8-9 万辆的销量。我们预计 20Q2-Q3 经济活动逐渐恢复，20Q1 被压抑的需求，会在 20Q2-Q4 迎来释放。**同时，2020 年基建投资加速确定性较强，有望对重卡需求起到支撑作用。**参考兴业建筑团队 2 月 26 日发布的《兴业“建”谈系列之二十一：谈一谈对 2020 年基建投资的展望》报告，20 年初基建项目储备明显提升，19 年 6 月以来基建成交金额增速提升至 12.6%；新投放增加，19 年发改委基建项目审批金额增速超过 30%；资金面改善，提前批复 1.29 万亿专项债额度，再融资政策补充建筑企业营运资金；

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

叠加政策端加码，地产政策偏紧情况下，基建是稳增长必要手段，近期中央会议均表达出积极财政政策将更加有效。制约 19 年基建投资的主要因素逐渐消除，20 年基建投资预计明显加速，有望对重卡需求起到进一步的支撑作用。

图 32、16M1-20M1，重卡月度批发销量(万辆)

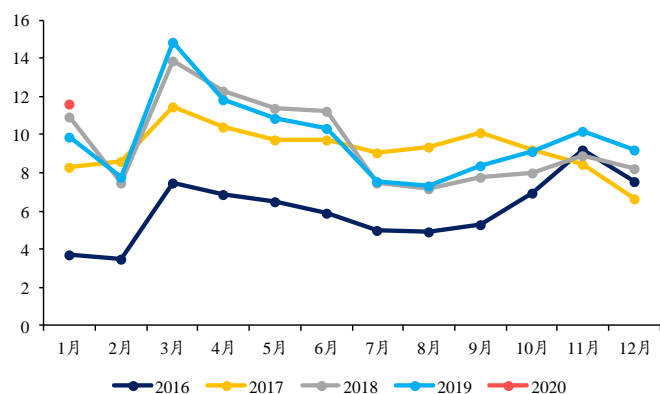
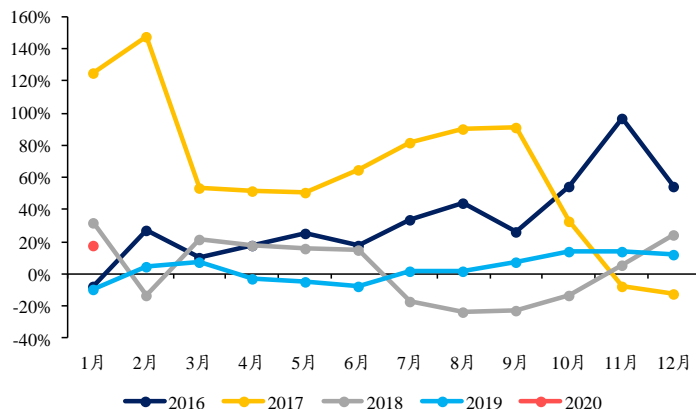


图 33、16M1-20M1，重卡月度批发销量同比增速



数据来源：中汽协、兴业证券经济与金融研究院整理

图 34、05-19 年，重卡分季度销量占比

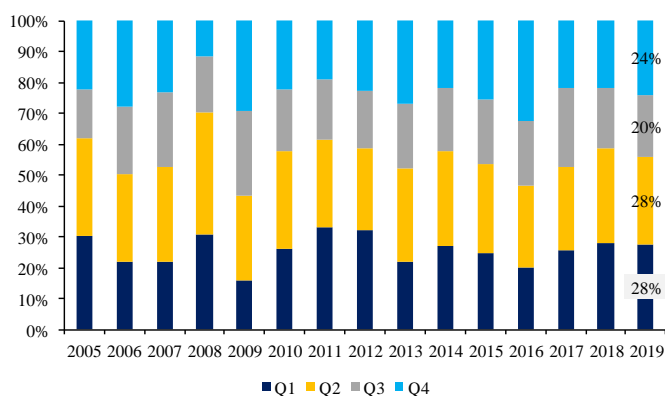
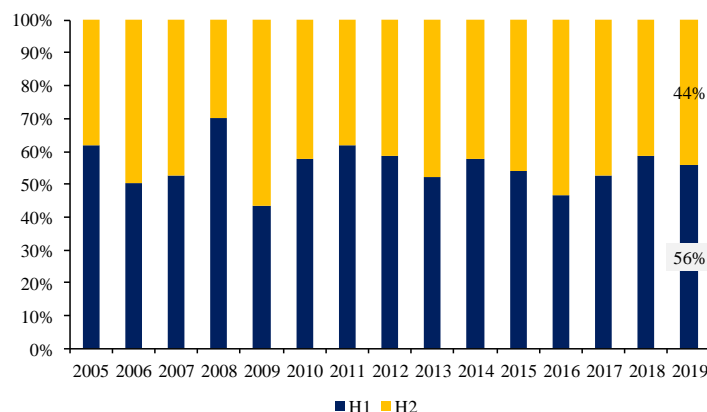


图 35、05-19 年，重卡半年度销量占比



数据来源：中汽协、兴业证券经济与金融研究院整理

综上，我们认为行业短期承压仅是需求延期释放，2020 年重卡销量大概率维持高景气度，预计 110-119 万辆；长期行业空间打开与估值提升趋势明确。首先在理想条件下（不考虑经济的短期冲击），重卡 20 年销量有望维持 104.3 万辆，同比 -11.2%，不会大幅下滑。其次，理想条件如果叠加部分国三重卡提前报废（我们假设 15 万辆），销量预计实现 119 万辆，大概率能实现正增长，同时 2021 年销量受透支效应影响预计短期承压，但预计不会影响板块估值的长期表现。第三，考虑短期公共卫生事件冲击，20Q1 行业承压，但我们认为需求仅仅是延期释放，同时基建投资预计加速，重卡企业产能充沛，完全有可能在 20Q2-Q4 追回 20Q1 被短期压抑的销量缺口，对 2020 年销量我们保持适当乐观，认为全年预计销量 110-119 万辆。第四，长期看由于重卡保有量中枢稳步扩容，物流重卡占比持续提升，销量波动性下降，整体板块龙头的估值视角有望从周期视角切换为蓝筹白马

视角，整体重卡板块估值中枢有望持续上移。

## 4、投资建议

通过上述分析，我们可以得出以下结论：

（一）长期看，重卡保有量中枢预计稳步低速提升，受益物流重卡占比高且持续提升，销量空间打开且波动性降低，相关公司估值方法由周期视角切换为蓝筹视角，板块估值有望提升。

（二）结构看，占比较高的物流重卡保有量增速预计与整体 GDP 增速持平，相对稳健；工程重卡保有量受房地产+基建投资影响大，长期不排除伴随房地产周期下行而下行的可能性；但由于物流重卡基数较大，只要工程重卡短期不大幅下滑，整体重卡保有量还是稳中有升的。

（三）短期看，①不考虑事件性冲击，理想情况下 2020 年重卡销量依然有望维持 104.3 万辆左右，同比-11.2%，行业维持高景气度；②叠加“蓝天保卫战”提前报废 15 万辆重卡，将推动 2020 年销量实现正增长，预计实现 119.3 万辆，同比+1.6%；③再叠加考虑短期行业 20Q1 公共卫生事件影响，我们预计仅是需求的延期释放，考虑 20 年基建有望加码，对 20 年全年重卡销量依然可以保持乐观，总销量预计 110-119 万辆，节奏上表现为前低后高；④2021 年重卡销量受报废需求阶段性下滑与国三重卡报废的透支效应影响预计短期承压，但不改板块空间长期扩容趋势。

长期重卡保有量与销量空间持续扩容且波动性下降，未来产业链业绩稳定性与估值均有望提升，板块估值逻辑将逐渐由周期思路切换为蓝筹白马稳健增长视角，同时短期重卡销量预计维持高景气，2020 年销量节奏前低后高但总量并不悲观，建议积极关注重卡产业链的投资机会。推荐重卡核心资产潍柴动力（重卡发动机龙头，市占率与盈利能力有望双升，全球化逆周期的持续努力），建议关注中国重汽（充分受益行业高景气度的整车龙头，经营改革有望深化）与威孚高科（低估值+高分红+受益国六排放升级）。

**潍柴动力：韧性强劲，估值提升**

**1 月重卡销量创新高，潍柴发动机产销同比+20%。**据第一商用车网/潍柴官网数据，1 月国内重卡销售 11.6 万辆，同比+17.5%，潍柴集团发动机板块产销 9 万台，同比+20%，均创历史新高。一方面受益 19 年底部分车企藏销量，另外春节前提前备货与库存管理也是重要原因，预计 20M1 物流重卡延续高增长态势。

**短期行业承压不改长期扩容趋势，预计潍柴盈利韧性更超行业。**短期国内复工延迟，重卡销量预计承压。中长期经济韧性足，需求并不悲观，预计延期释放，行业扩容趋势确定。潍柴作为重卡发动机龙头，预计将受益于①市占率提升/②大排量趋势/③陕重汽整合/④非道路发动机市占率提升/⑤大缸径发动机产能释放，销量与盈利能力均有望持续改善，持续超越行业。同时作为全球化多元化布局叉车

仓储物流的零部件巨头，2018 海外收入占比 40%，预计有效对冲国内短期经济压力。整体公司盈利韧性有望持续增强，具备较强的抗风险能力。

**蓝筹白马属性凸显，估值逻辑逐步切换，估值中枢有望上移。**伴随重卡行业空间扩容波动下降，公司布局完整重卡产业链有望充分受益，同时具备持续超越行业的业务与管理潜质，潍柴盈利的韧性提升。中长期看，公司 CAPEX 高峰会逐步过去，叠加充沛现金流为分红留出空间，公司估值方法有望逐渐由周期股向价值股切换，估值中枢持续上移。

**韧性超越行业，坚守长期价值，维持“审慎增持”评级。**不惧短期扰动，聚焦长期价值。潍柴自 16 年重卡治超以来，业绩增长持续超预期，重卡行业扩容趋势持续，公司自身超越行业，盈利韧性强劲。国际化多元化业务稳步推进，海外收入占比提升，未来业绩有望稳健增长，蓝筹白马属性愈加凸显。考虑 19 年重卡销量 117.4 万辆，同比+2.3%，超过 19 年中的预期，上调公司盈利预测，预计公司 19-21 年归母净利润分别 98.5/107.9/117.7 亿元，维持“审慎增持”评级。

**风险提示：**宏观经济大幅下行；重卡销量低于预期；海外整合不及预期

## 5、风险提示

宏观经济下行超预期；

房地产调控趋紧，房地产投资增速大幅下行；

重卡销量不及预期。

## 6、附录

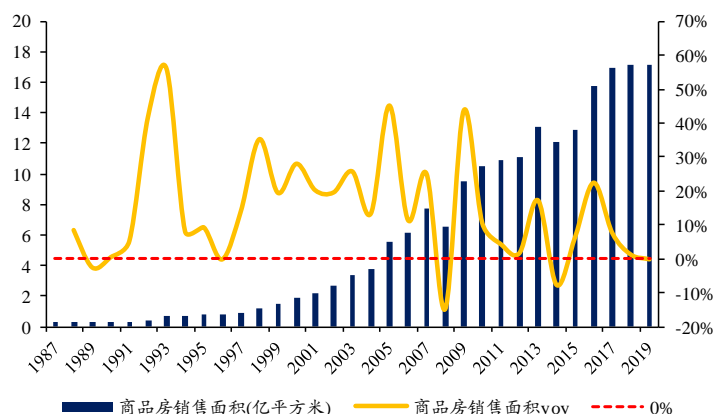
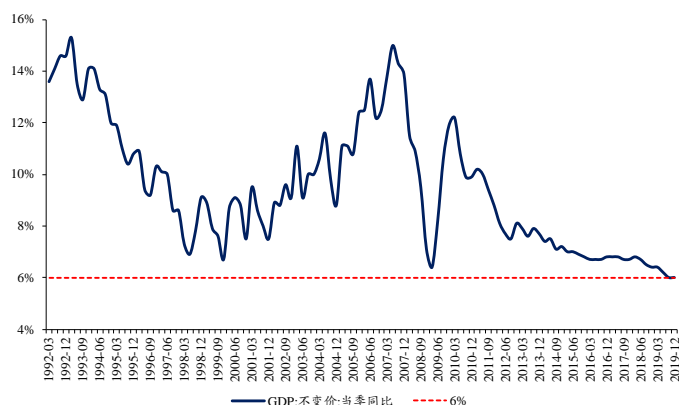
### 6.1、假设一：淡化货运/货车结构变化对重卡保有量的影响

2013 年至今，公路货运周转量占整体货运周转量中的比例处于缓慢提升通道，且 2012 年至今重卡销量在货车中的占比也是缓慢提升的，所以淡化货运与货车结构变化对重卡保有量的影响是相对谨慎的估计。

九十年代至今，房地产、基建、物流业等重卡下游应用领域均实现了飞速发展。1990-2010 年间，中国经济飞速发展，GDP 不变价增速在 2008 年前基本能维持在 10%以上，之后略有放缓至目前 6%左右。商品房销售面积从 1987 年 0.27 亿平方米增长至 2019 年的 17.16 亿平方米，31 年复合增速 13.9%，整体增速超越宏观经济。固定资产基建投资完成额从 2003 年 1.37 万亿元提升至 2019 年的 18.2 万亿元，16 年复合增速 17.6%，房地产与基建伴随改革开放后的经济腾飞均实现了飞速发展。同时物流总额从 1991 年 3 万亿提升至 2018 年 283 万亿，27 年复合增速 18.3%。

图 36、92-19 年季度 GDP 不变价同比增速

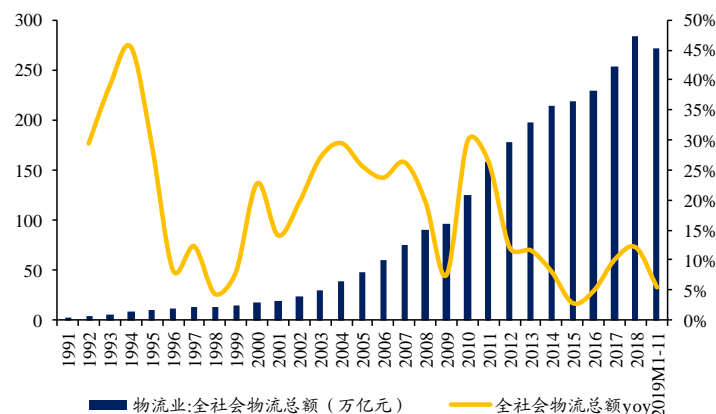
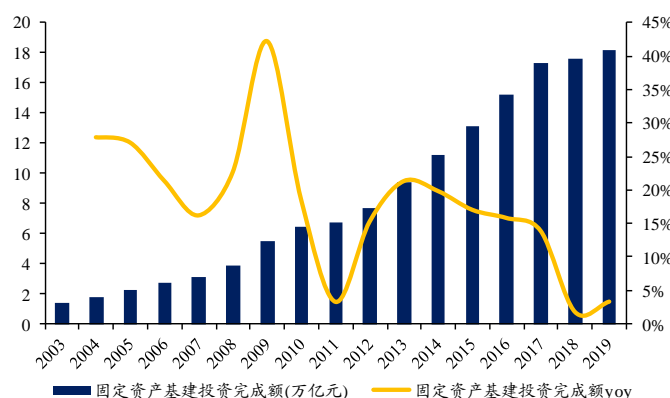
图 37、商品房销售面积(亿平方米)及同比增速



数据来源：国家统计局、兴业证券经济与金融研究院整理

图 38、固定资产基建投资完成额(万亿元)及同比增速

图 39、物流总额(万亿元)及同比增速



数据来源：国家统计局、兴业证券经济与金融研究院整理

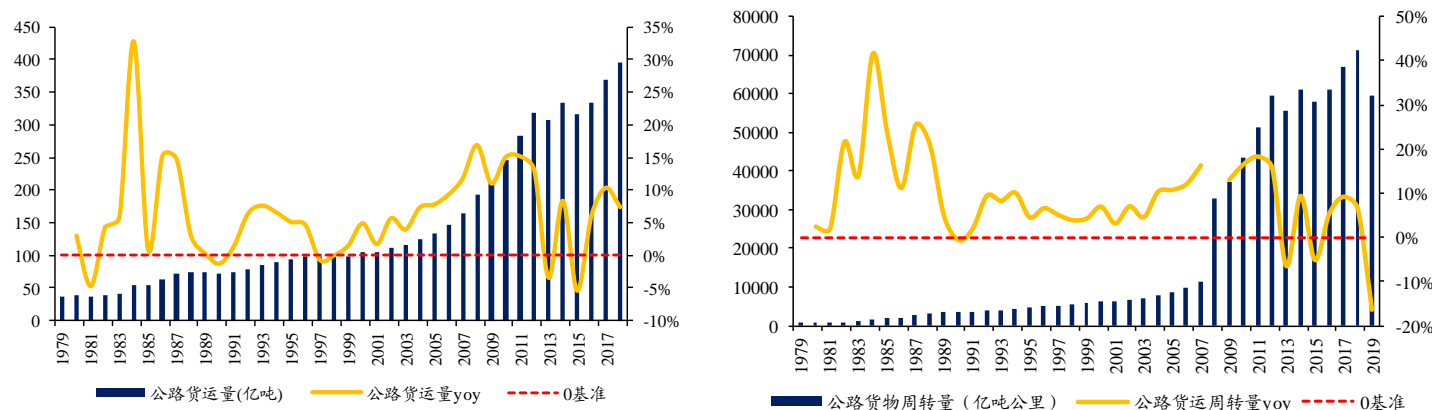
数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

**经济增长推动货运需求增长，公路货运在总运输需求占比稳中有升。**货车广义上是为了满足国家经济发展的货运需求，伴随国家经济的快速发展，我国公路运输行业也实现了快速发展。公路货运量从 1979 年的 37 亿吨增长至 2018 年的 396 亿吨，39 年的复合增速约 6.3%。对公路货运周转量指标，由于统计口径于 08 和 13 年产生调整，考察 79-07 年，08-12 年及 13-19 年三个时间段情况，三段时间公路货运周转量的复合增速分别为 10.2%/16.0%/1.1%，整体上也实现了快速的发展。从货物运输结构来看，在 2013 年调整口径后，公路货物运输周转量占总货物运输周转量的比例，从 2013 年的 33.17% 下降至 2015 年的 32.49%，之后逐年提升，2019 年占比达到 34.89%，近些年整体保持稳中有升态势。

图 40、公路货运量保持快速增长

图 41、公路货运量周转量保持快速增长



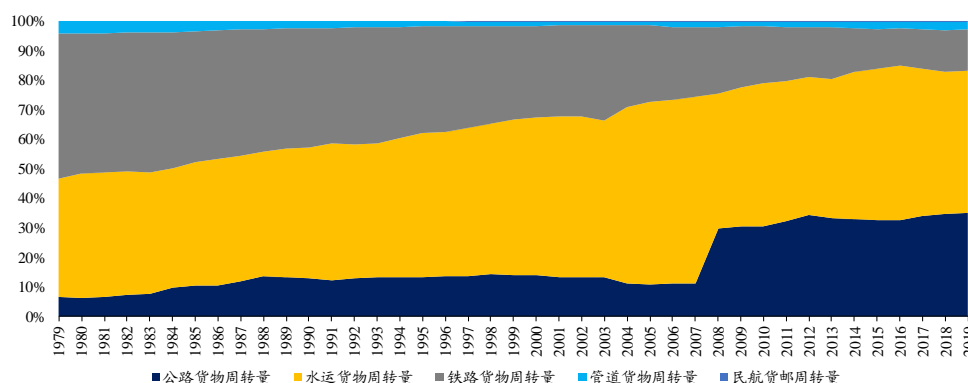


数据来源：国家统计局、兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：国家统计局、兴业证券经济与金融研究院整理

注:08 年和 13 年公路货运周转量的统计口径出现变化

图 42、货物运输周转量的结构变化，目前公路货运占比整体保持稳定



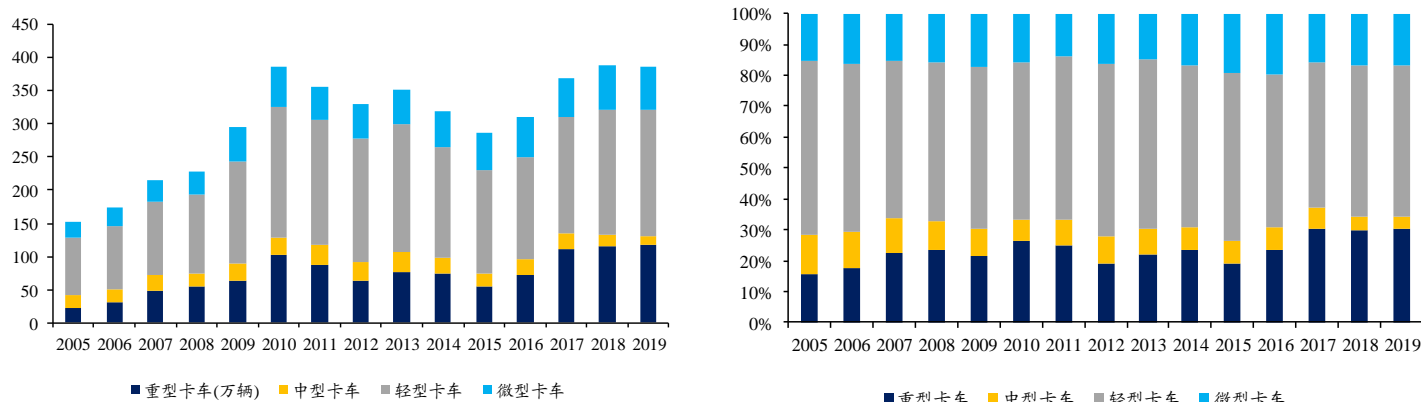
资料来源：国家统计局、兴业证券经济与金融研究院整理

注：08 年和 13 年货物周转量的统计口径出现过调整

同时，2005-2019 年重卡销量占商用车销量的比例整体稳中有升。按载重总质量划分，商用车货车分为微卡、轻卡、中卡、重卡。微卡与轻卡多用于城乡物流配送轻质货物，中卡与重卡应用场景较类似，但重卡在房地产基建工程中拉运土方，以及长途城际重载物流运输领域，其效用具备一定的优势，叠加 16 年开始的超载治理活动，重卡单车运力下降，重卡保有量获得提升，从 05-19 年，重卡占商用车销量比例从 15.5% 提升至 30.5%。历史上，整体中重卡占比稳中有升，从 05 年的 28.3% 提升至 19 年的 34.1%（2010 年达到小高峰 33.4%，后又降低，主要原因是“四万亿”财政刺激对短期重卡销量驱动较大），同时重卡占中重卡销量比例从 05 年的 54.8% 提升至 19 年的 89.4%，可以发现历史上重卡对中卡的持续替代。

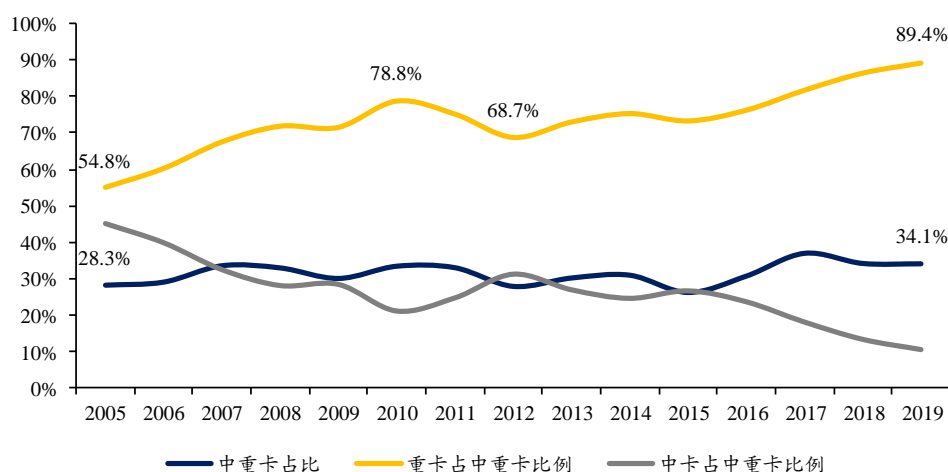
图 43、05-19 年不同类型货车销量情况(万辆)

图 44、05-19 年商用车销量结构变化



数据来源：中汽协、兴业证券经济与金融研究院整理

图 45、中重卡占商用车比例稳中有升，重卡占中重卡比例稳中有升



资料来源：中汽协、兴业证券经济与金融研究院整理

综上，淡化货运/货车结构变化对重卡保有量的影响的假设是相对保守的。由上述简介可知，公路货运周转量占总货运周转量比例短期呈稳中有升趋势，重卡占货车比例也呈现稳中有升趋势，在假设货运结构与货车结构不变的情况下研究重卡保有量的变化趋势是比较保守的。

## 6.2、假设二：淡化或有/周期性政策对重卡保有量/销量的影响

为了聚焦重卡保有量与销量空间的理想预测，以形成行业判断的基准锚，我们淡化考虑了或有影响保有量的政策（整体是或有提升的趋势），以及仅会影响销量前后波动的周期性政策。

为了细化的预测短期销量，需要考虑重卡行业政策的扰动。重卡行业政策种类较多，可分为影响保有量中枢与销量前后波动两大类。主要包括：超载治理、按轴收费、大吨小标治理、道路限行、排放升级、强制报废等。

**第一类是影响保有量中枢的政策：**其中“超载治理”政策对重卡保有量中枢提升影响直观而显著，我们已经在 2.4 节进行了讨论。而“大吨小标”治理则是降低了超载轻卡的运力，对重卡保有量的影响不明晰，只能说或有提升；“按轴收费”政策加大了高速公路严查超载的力度，但边际影响预计降低，提升幅度存不确定性；“限行”政策则降低了城市货运的通勤效率，对重卡保有量销量影响不明晰。后三种政策对重卡保有量的影响力度不如 2016 年“治理超载”可量化，但从逻辑上是判断是利多保有量提升的，我们不做重点讨论。

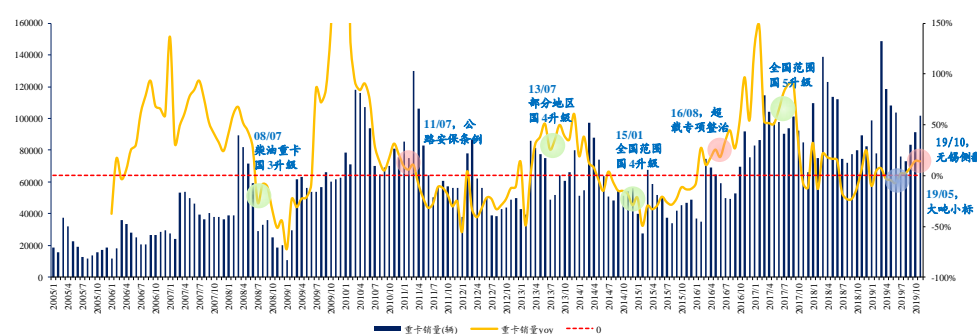
**第二类是影响销量前后波动的政策：**例如“排放升级”会提高初始购车成本，进而影响消费者的提前购买行为，造成销量前后月份的波动。又如“强制报废”政策（如 18-20 年的蓝天保卫战国三重卡加速淘汰政策），通过政策约束，人为缩短重卡报废周期，造成未来报废需求的提前释放。但这些政策对长期重卡的保有量与销量空间并没有影响，仅对预测短期销量波动有一定借鉴，故本文并不做深入讨论，仅在 3.2 节的销量的冲击预测中给出一个国三重卡提前淘汰的可能的估计，作为案例。

表 7、不同政策对重卡保有量和销量的影响区分

政策类型	具体内容	影响	结果
超载治理	从生产与使用端治理重卡超载现象	重卡单车运力下降	保有量中枢提升
大吨小标	治理“蓝牌轻卡”的超载现象	轻卡运力下降	保有量中枢或提升
限行政策	针对排放差，载货重的货车城市限行	重卡排放升级，运输效率下降	保有量中枢或提升
按轴收费	计重收费改按轴收费	提升运输效率，超载治理趋严	保有量中枢或提升
排放升级	重型货车柴油机排放标准升级	购车成本波动提前消费	销量前后波动
强制报废	蓝天保卫战，国三黄标车淘汰	重卡保有量短期下降	销量前后波动

数据来源：政府网站、兴业证券经济与金融研究院整理

图 46、重卡月度销量、同比增速及历史政策影响



资料来源：中汽协、政府网站、兴业证券经济与金融研究院整理

**2020 年 7 月，国六 a 排放标准升级，预计对全年重卡销量影响不大，但会引起 20H1 的透支购买行为。**根据重卡排放升级时间表，2020 年 7 月城市重卡执行国六 a 标准，2021 年 7 月全部重卡执行国六 a 排放标准，由于是在年中进行切换，我们预计上半年即使略有透支，也会在下半年逐步恢复，暂时不考虑排放升级对 2020 年全年销量的影响。

**蓝天保卫战推动国三重卡加速淘汰，有望贡献 2020 年报废需求可观增量。**2018 年 7 月国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，其中第四点“积极调整运输

图 47、蓝天保卫战三年行动计划简介

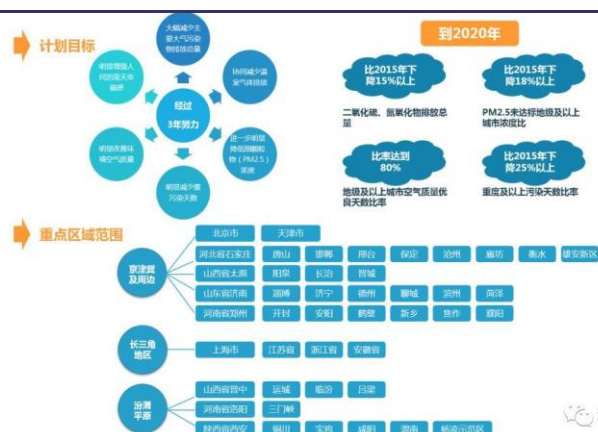


Figure 1: China's New Vehicle Sales Structure in 2020. The chart illustrates the distribution of new vehicle sales across different vehicle types and energy sources.

Category	Vehicle Type	Energy Source	Sales Volume (10,000 units)	Percentage of Total Sales
汽车 (Automobiles)	纯电动 (Pure Electric)	纯电动 (Pure Electric)	0.3	0.1%
	国五及以后 (National V and later)	汽油 (Gasoline)	27.0	14.7%
	国四 (National IV)	柴油 (Diesel)	35.6	19.3%
	国三及以前 (National III and earlier)	柴油 (Diesel)	121.3	65.8%
	其他 (Others)	其他 (Others)	-	0.8%
中重卡 (Medium and Heavy Trucks)	柴油 (Diesel)	柴油 (Diesel)	184.2	19.5%
	其他 (Others)	其他 (Others)	-	0.8%

Summary: The chart shows that the majority of new vehicle sales in China in 2020 were automobiles, with a significant portion being diesel-powered trucks (国三及以前). The share of pure electric vehicles (纯电动) was very small, accounting for only 0.1% of total sales.

数据来源：科瑞咨询、兴业证券经济与金融研究院整理

综上，淡化或有政策(或有影响的政策)对重卡保有量影响是相对保守的，淡化周期性政策对销量的影响使全文更聚焦于行业空间理想预测的探讨。在 3.2 节中我们基于理想预测，叠加考虑了能部分量化的“蓝天保卫战”国三重卡提前报废的冲击影响，主要为了更直观的介绍这个短期冲击扰动带来的可观销量变化。



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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和/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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn