

2012-04-16

证券研究报告  
行业研究 / 深度研究

## 汽车及零部件

### 增持/上调评级

#### 分析师

姚宏光  
SAC 执业证书编号:s1000510120005  
(0755)8249 2723  
yaohg@mail.htlhsc.com.cn

#### 联系人

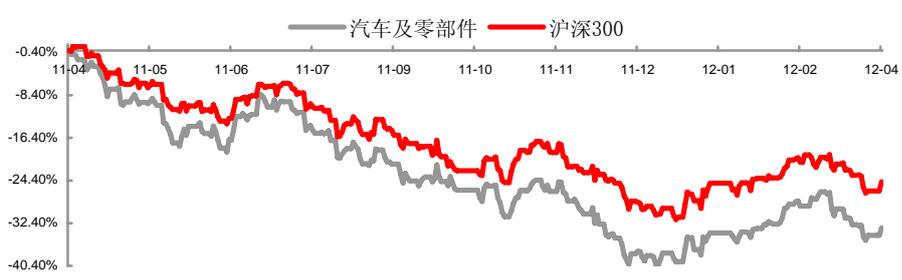
孙景开  
(0755) 82776409  
sunjingkai@mail.htlhsc.com.cn

# 这是最坏的时刻 也是最好的时刻

## ——重卡行业研究报告

- 在我们看来，房地产是目前固定资产投资占比高企的最主要原因。我们对比日本和美国的房地产市场，认为中国房地产建筑量大约还有 10%~20% 的增长空间，经济结构将在一两年内转型。
- 作为投资驱动的行业，市场中出现了重卡销量是否已见顶的疑惑。日本的经验同时表明，经济结构调整开始不意味着重卡销量见顶，原因在于消费与投资是此消彼长的关系，但单位 GDP 消费增长对重卡需求的拉动弱于投资，重卡市场增速会显著放缓，行业将更多的表现出周期性。
- 下游需求和行业政策共同导致了重卡销量的波动，政策对短期波动的影响可能更大。对比 06~09 年的上轮重卡周期，本轮重卡销量超越下游需求高增长持续的时间较短，而向下调整寻底的时间已接近上轮的一倍，我们认为同比增速继续下滑的空间比较小。我们分别按照累计和年化的方法对重卡保有量增速进行了模拟，保有量增速已到了前两次行业调整的低位。
- 在未来的一年左右时间内，我们仍然有政策红利可供享受（2011 年 7 月开始实施的《公路安全保护条例》的加强执行与 2013 年 7 月实施的国 4 标准）。目前宏观经济很可能已在底部，但复苏将是缓慢的。我们认为未来销量同比增速大概率逐月提高。预计 2012 年重卡销量小幅下滑 3%。
- 我们认为在未来行业增速趋缓、竞争加剧、技术升级要求高投入的背景下，行业集中度将提高。重卡替代中卡进程接近尾声。未来铁路货运量的增速仅仅将略高于整体货运量，铁路建设对重卡需求的威胁是很小的。出口市场有望成为新蓝海。未来重卡行业合资的现象会不断涌现，并很可能出现成功的合资公司，不过这可能需要时间。
- A 股重卡类上市公司目前相对国外同类公司具备估值优势。我们认为重卡销量增速基本见底，过去的经验表明目前是投资重卡类公司的较好时机，主要的投资标的有：威孚高科、潍柴动力、福田汽车、中国重汽。我们重点推荐威孚高科，源于看好公司强大的技术竞争力带来的市场份额提升，具备长期投资价值，同时也可享受行业弹性，是攻守兼备的品种。
- 风险提示：宏观经济下滑超预期；油价进一步大幅上涨。

### 最近 52 周行业表现



## 目 录

<b>投资是现阶段驱动重卡需求的关键 .....</b>	<b>5</b>
重卡市场基本背景 .....	5
投资可以解释目前重卡需求 60%以上 .....	6
<b>历史性的顶点吗？---重卡市场中长期展望 .....</b>	<b>7</b>
我们理解的经济结构调整主要看房地产 .....	8
日本与美国的房地产市场教给了我们什么？ .....	11
经济结构调整不意味着重卡市场见顶 .....	15
<b>对 2012 年重卡市场的预测 .....</b>	<b>18</b>
重卡销量中周期---需近看更需远观 .....	18
中周期底部基本确认 .....	20
销量同比增速大概率逐月提高 .....	22
主流厂商产品结构均衡 .....	24
<b>重卡行业发展趋势 .....</b>	<b>25</b>
行业集中度将提高 .....	25
重卡替代中卡进程接近尾声 .....	26
铁路货运难以对重卡需求形成明显影响 .....	27
出口市场有望成为新蓝海 .....	27
重卡合资方兴未艾 .....	29
<b>重卡类公司投资机会显现 .....</b>	<b>29</b>
相对国外重卡类上市公司估值有优势 .....	30
销量增速见底或意味着最好的投资时机 .....	30
重点推荐威孚高科 .....	31
<b>风险提示 .....</b>	<b>32</b>

## 图表目录

图 1:	重卡细分车型用途.....	5
图 2:	2011 年重卡分车型销量比重.....	5
图 3:	重卡需求驱动因素.....	6
图 4:	2010 年中国 GDP 构成.....	6
图 5:	投资是现阶段重卡需求的关键.....	7
图 6:	重卡销量增速 VS 建设投资增速.....	7
图 7:	建筑业实际增速略快于实际 GDP 增速.....	8
图 8:	房地产投资是固定资产投资的重要组成.....	8
图 9:	日本房地产的发展带动了固定资产投资比重的升降.....	9
图 10:	最近 10 年中印不断提高的储蓄率 VS 美欧日不断下降的储蓄率.....	9
图 11:	中国进出口依存度已有所下降.....	10
图 12:	美国财政赤字占 GDP 比重在未来几年将逐步缩窄.....	10
图 13:	日本固定资产投资占比 VS 进出口依存度.....	11
图 14:	2011 年房地产和基建投资规模 (亿元).....	11
图 15:	中国目前的城市化率相当于日本 1953 年的水平.....	12
图 16:	日本年人均新建住房面积 (平米).....	12
图 17:	日本人口增长率见顶回落.....	13
图 18:	日本人均住房面积不断提高 (平米).....	13
图 19:	中国人均住房建筑面积 (平米).....	14
图 20:	中国新建住宅建筑面积 (亿平米).....	14
图 21:	美国年度新屋销售 (千套).....	15
图 22:	日本卡车销量在固定资产投资占比下滑后继续增长.....	16
图 23:	投资是 70 年代前日本经济的引擎.....	16
图 24:	经济结构调整后日本卡车销量仍追随货运周转量增长.....	17
图 25:	日本卡车保有量在经济结构调整后继续增长 (千辆).....	17
图 26:	整车与半挂牵引车销量增速 VS 公路货运周转量增速.....	18
图 27:	底盘销量增速 VS 水泥产量增速.....	19
图 28:	重卡销量增速中周期.....	19
图 29:	按累计方法三年更新周期模拟重卡保有量.....	20
图 30:	按累计方法四年更新周期模拟重卡保有量.....	21
图 31:	按累计方法五年更新周期模拟重卡保有量.....	21
图 32:	按年化方法三年更新周期模拟重卡保有量.....	21
图 33:	按年化方法四年更新周期模拟重卡保有量.....	22
图 34:	按年化方法五年更新周期模拟重卡保有量.....	22
图 35:	偏弱的基建投资&相对较强的房地产投资.....	23
图 36:	商品房销售面积对建材需求有一定的领先性.....	23
图 37:	工程建筑活动处于低位.....	24
图 38:	PMI 仍偏弱.....	24
图 39:	重卡市场占有率.....	25
图 40:	半挂牵引车市场占有率.....	25
图 41:	整车市场占有率.....	25

图 42: 底盘市场占有率 .....	25
图 43: 重卡行业市场占有率 .....	26
图 44: 重卡 VS 中卡销量 .....	26
图 45: 铁路货运量 VS 公路货运量 .....	27
图 46: 中重卡出口占国内产量的份额 .....	27
图 47: 重卡股一年相对沪深 300 收益与重卡销量增速相关 .....	30
图 48: 重卡类上市公司毛利率比较 .....	31
图 49: 重卡类上市公司净利率比较 .....	32
图 50: 重卡类上市公司 ROE 比较 .....	32
表格 1: 国内重卡厂家的合资合作情况 .....	29
表格 2: 国内外重卡类上市公司估值比较 .....	30

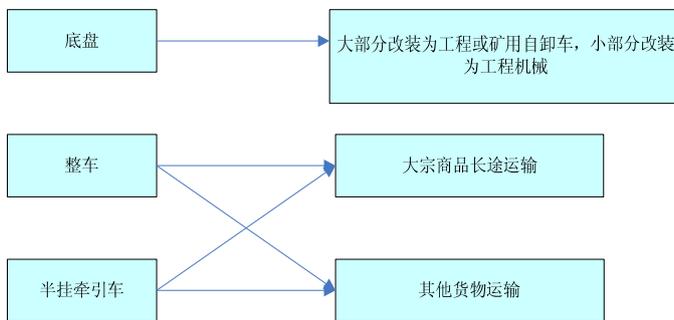
## 投资是现阶段驱动重卡需求的关键

依托于中国经济的繁荣，近 10 年重卡市场飞速发展。重卡需求跟整个宏观经济密切相关，由于现阶段中国经济结构偏重投资，目前尤其与固定资产投资关系更密切，我们粗略估计目前投资可以解释重卡需求 60%以上。但我们同时强调，消费性物流也是重卡需求的重要基础，只是由于其波动性较小在短期内看起来对重卡需求影响不显著。

### 重卡市场基本背景

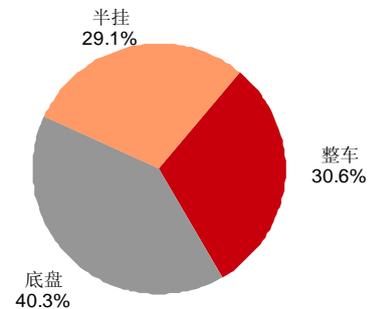
重卡（载重 14 吨以上的卡车）具体又可以细分为底盘、整车和半挂牵引车。近 10 年中国重卡市场飞速发展，从 2004 年的 24 万辆增长为 2011 年的 88 万辆。

图 1：重卡细分车型用途



资料来源：华泰联合证券研究所

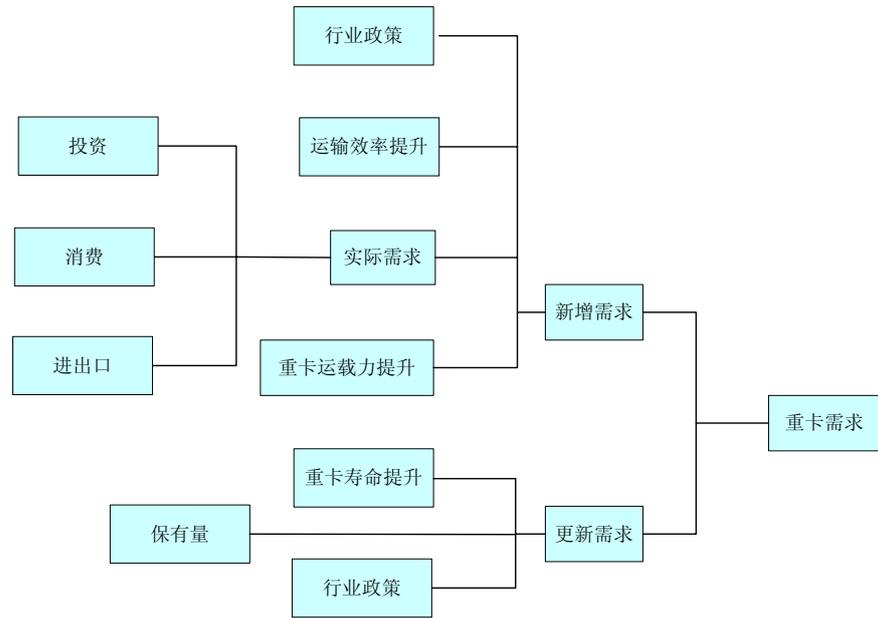
图 2：2011 年重卡分车型销量比重



资料来源：CAAM, 华泰联合证券研究所

重卡需求跟整个宏观经济密切相关，由于现阶段中国经济结构偏重投资，目前尤其与固定资产投资关系更密切。另外重卡需求在短期还可能受到行业政策的扰动。在长期，重卡运载力、寿命、运输效率、行业政策等都可能影响需求。

图 3： 重卡需求驱动因素

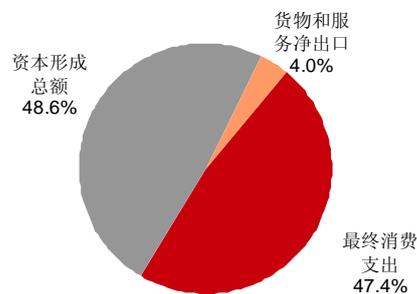


资料来源：华泰联合证券研究所

### 投资可以解释目前重卡需求 60%以上

底盘大部分用来满足固定资产投资的需求，半挂牵引车和整车满足物流需求。在物流需求中根据 GDP 构成，虽缺乏数据，我们可以直观的理解，用于投资的 GDP 大部分是工业品，且很多是诸如钢材、水泥等单位价值质量大的工业品，而用于消费的 GDP 中有相当部分为不需要运输的服务业产值，需要运输的产品单位价值的质量又相对较小。2011 年我国进出口外贸依存度为 50.1%，其中有约 35%的来料或进料加工贸易只是经过中国加工，物流中转次数少，而进口的大宗原材料等实质上是跟国内的投资或消费重叠，我们将其去除。

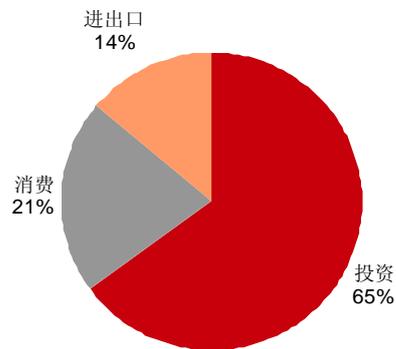
图 4： 2010 年中国 GDP 构成



资料来源：Wind, 华泰联合证券研究所

基于以上分析，我们粗略估计了目前影响重卡需求的因素占比：

图 5： 投资是现阶段重卡需求的关键



资料来源：华泰联合证券研究所估算

根据重卡的用途（尤其是底盘），与固定资产投资中的房地产和基础设施建设投资的关系更加密切。

图 6： 重卡销量增速 VS 建设投资增速



资料来源：Wind, 华泰联合证券研究所

注：建设投资指扣除土地出让金的房地产投资加上基建投资。由于统计局并未统计基建投资数据，因此我们将水上运输业、道路运输业、铁路运输业、航空运输业、水利、环境和公共设施管理业以及电网投资额的合计值作为观察指标。

## 历史性的顶点吗？---重卡市场中长期展望

作为投资驱动的行业，市场中甚至出现了重卡销量是否已见顶的疑惑，我们的研究表明重卡市场仍有一定的增长空间，但增速将趋于放缓。

在我们看来，房地产是目前固定资产投资占比高企的最主要原因，从日本的经验看，正是如此。我们对比日本和美国的房地产市场，认为中国房地产建筑量大约还有10%~20%的增长空间，经济结构将在一两年内转型，但如果不能有效控制房地产投资需求，转型将拖后。

但日本的经验同时表明，经济结构调整开始不意味着重卡销量见顶，行业仍将有一段

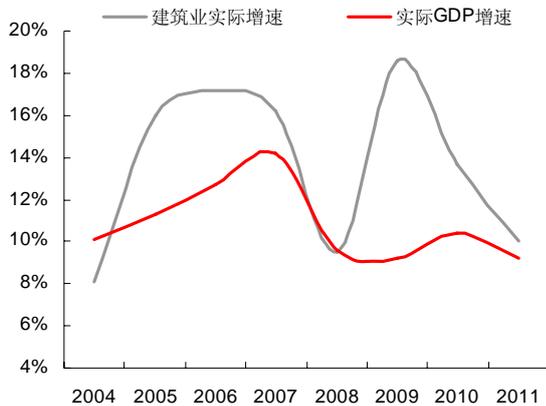
时期的增长，原因在于消费与投资是此消彼长的关系，但单位 GDP 消费增长对重卡需求的拉动弱于投资，重卡市场增速会显著放缓，5%左右的年均增长可能成为常态，重卡行业将更多的表现出周期性。

### 我们理解的经济结构调整主要看房地产

过去 10 年，中国经济发展迅速。究其原因，房地产与出口是最重要的两大引擎。中国目前固定资产投资比重过高，经济结构调整已成为市场关注的焦点。对于固定资产投资比重高的原因，我们倾向于认为是中国经济发展必然的过程，而不是主要从政策或制度角度来看，当然我们不否认政策或制度起了推波助澜的作用。

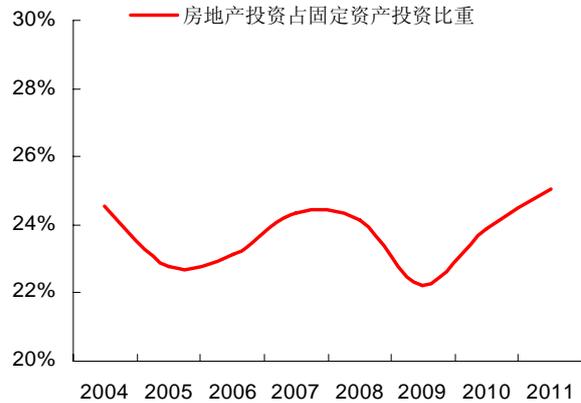
在我们看来，房地产是目前固定资产投资占比高企的最主要原因。房地产虽然归类为固定资产投资，但在消费者购买时，实质具有消费属性，但房地产又有一次消费的性质，所以被归类于投资。如果把房地产看作消费的话，中国投资率并不那么夸张，但问题是房地产只是一次性的消费。

图 7： 建筑业实际增速略快于实际 GDP 增速



资料来源：Wind, 华泰联合证券研究所

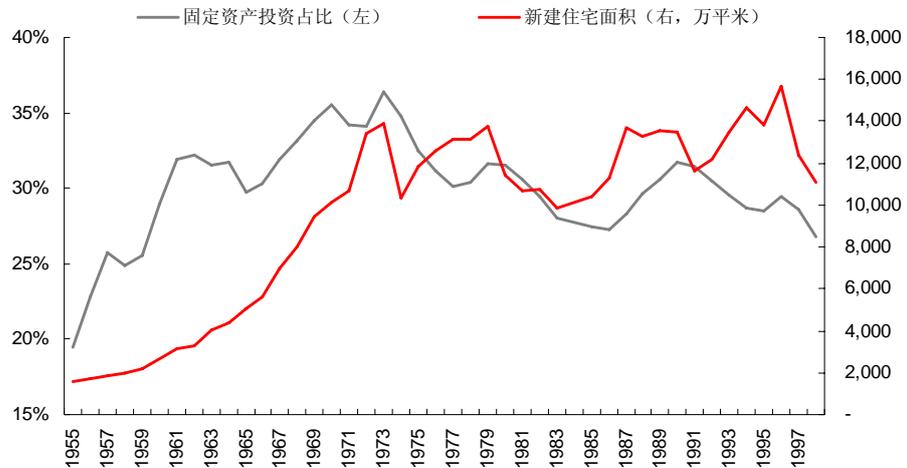
图 8： 房地产投资是固定资产投资的重要组成部分



资料来源：Wind, 华泰联合证券研究所

从日本的经验看，正是如此。日本在 1971 年之前，伴随着房地产建筑面积的高速增长，固定资产投资占比也迅速提高，在房地产进入成熟期后，固定资产投资占比开始持续下降，80 年代末 90 年代初的日本房地产泡沫让新建住宅面积有所回升，相应的投资占比也同步回升。

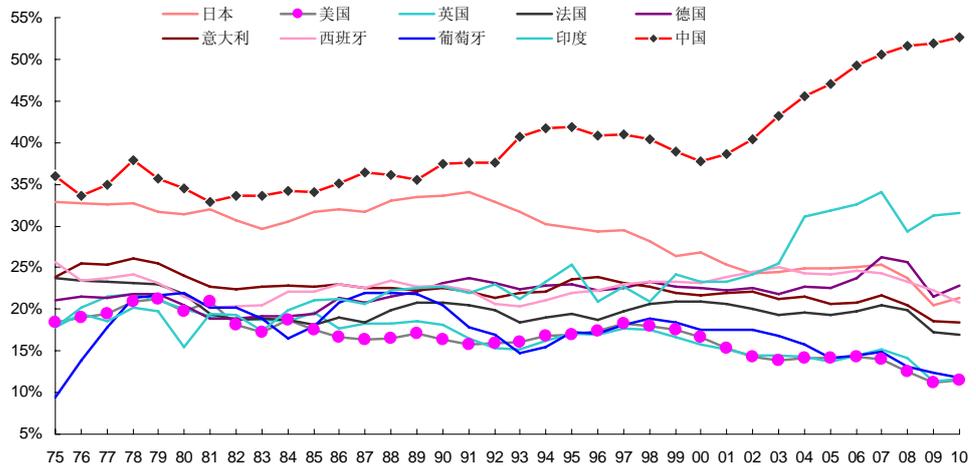
**图 9： 日本房地产的发展带动了固定资产投资比重的升降**



资料来源：日本统计局，华泰联合证券研究所

过去 10 年除德国外的西方主要发达国家的储蓄率出现了系统性的下降，为以中国为代表的新兴市场国家带来了巨大的市场，这是中国固定资产投资（主要是制造业投资）扩张的另一个去处。债务危机的到来宣告了这一进程的终结。即使西方国家的储蓄率不能在较长时期内回升到 90 年代末的水平，进一步的下降也是不可想象的。未来新兴市场国家的出口增速将在中期内放缓，这个过程还叠加了中国出口基数已经在高位的自然减速。

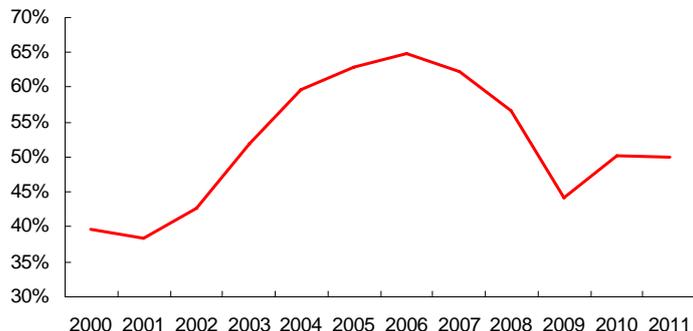
**图 10： 最近 10 年中印不断提高的储蓄率 VS 美欧日不断下降的储蓄率**



资料来源：Wind, 华泰联合证券研究所

实际上，自从次贷危机爆发，这一进程已经开始，中国的进出口依存度已经下降了。

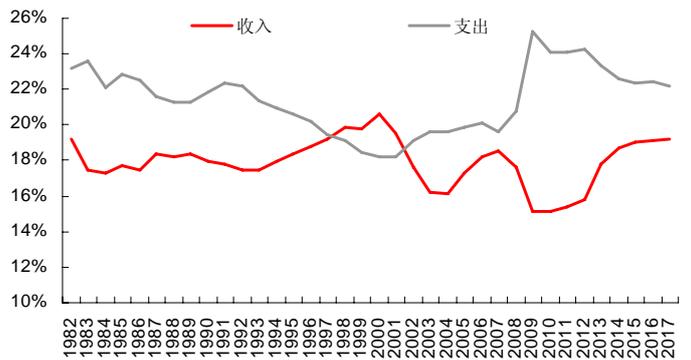
图 11： 中国进出口依存度已有所下降



资料来源：Wind, 华泰联合证券研究所

无论欧债危机如何发展，欧洲大趋势将是缩减赤字，美国也如此。

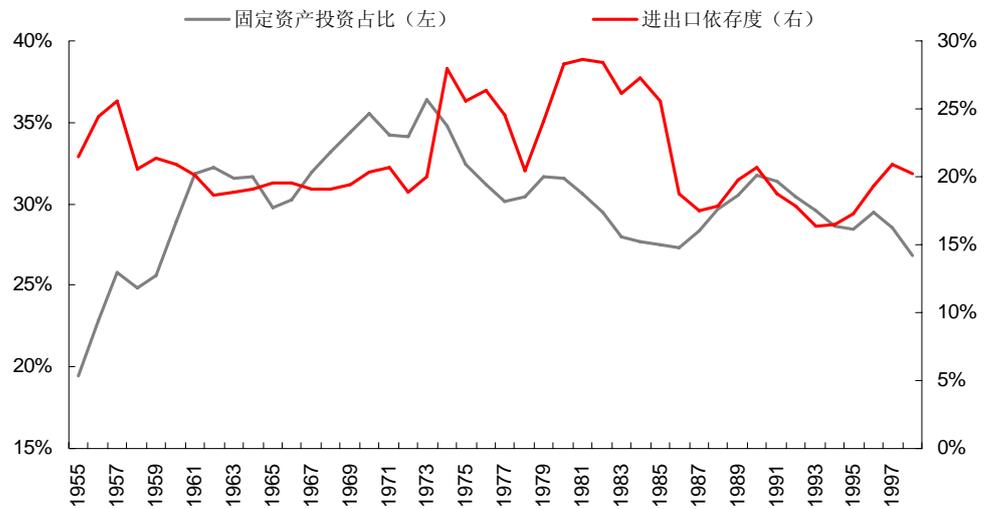
图 12： 美国财政赤字占 GDP 比重在未来几年将逐步缩窄



资料来源：美国白宫预算办公室, 华泰联合证券研究所

进出口规模对固定资产投资也有一定的影响，但相对来说，我们认为房地产的影响更大，尤其在房地产高速发展期表现的更加明显。

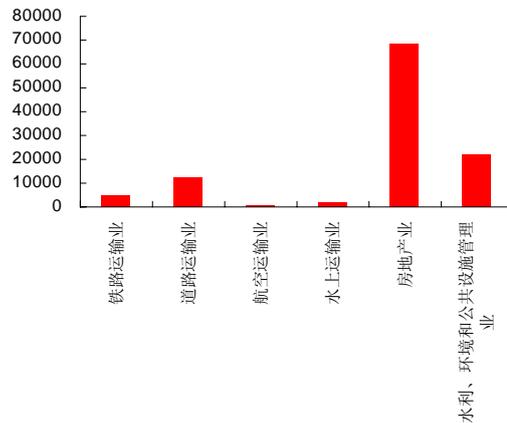
图 13: 日本固定资产投资占比 VS 进出口依存度



资料来源: 日本统计局, 华泰联合证券研究所

基建投资对固定资产投资和重卡需求也有较大影响。我们对于基建投资相对比较乐观, 认为中国的人均基础设施相对发达国家仍有较大差距, 但基建投资增速的峰值已过, 未来将见顶回落至较低增速。公路与铁路建设我们认为未来将保持平稳, 而水利、城市轨道交通等领域有较大增长空间。

图 14: 2011 年房地产和基建投资规模 (亿元)



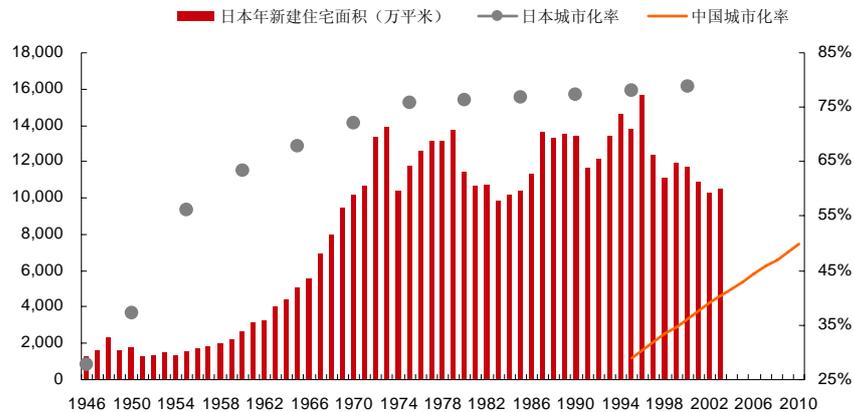
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

沿着这条思路, 我们认为未来经济结构将如何调整的关键也主要不取决于政策, 而是房地产的行业空间。

### 日本与美国的房地产市场教给了我们什么?

长久以来, 中国房地产市场一个广为流传的逻辑就是中国仍处于城市化迅速发展的阶段, 所以房地产有巨大的市场空间。

图 15： 中国目前的城市化率相当于日本 1953 年的水平



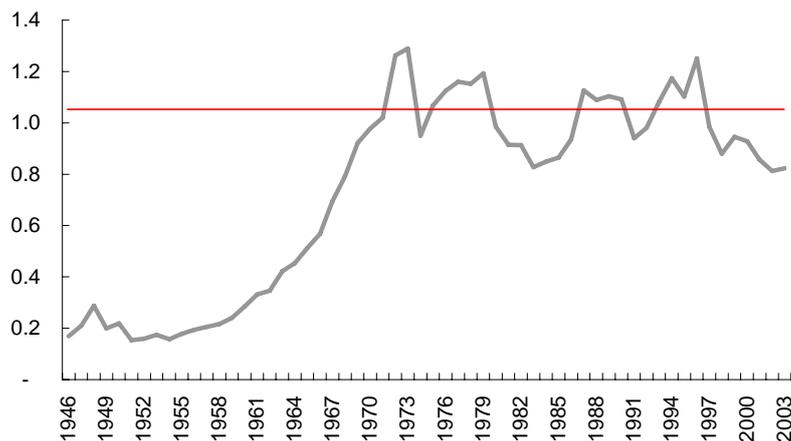
资料来源：Wind, 日本统计局，华泰联合证券研究所

比较中日两国的城市化率，中国的房地产市场看起来还有约二十年的高速增长期与数倍的增长空间。当然这个逻辑是有问题的。我们认为日本的经验能告诉我们的仅仅是：在城市化的进程中，房地产行业将高速发展，然后将在一个均衡值附近长期波动，而均衡值的意义远大于单纯比较城市化率的意义。

对于中国房地产市场，我们也仅仅需要探讨在行业成熟后均衡的需求是多少？我们继续看日本的例子。

日本在房地产行业成熟后人均新建住房面积围绕 1.05 平方米波动。

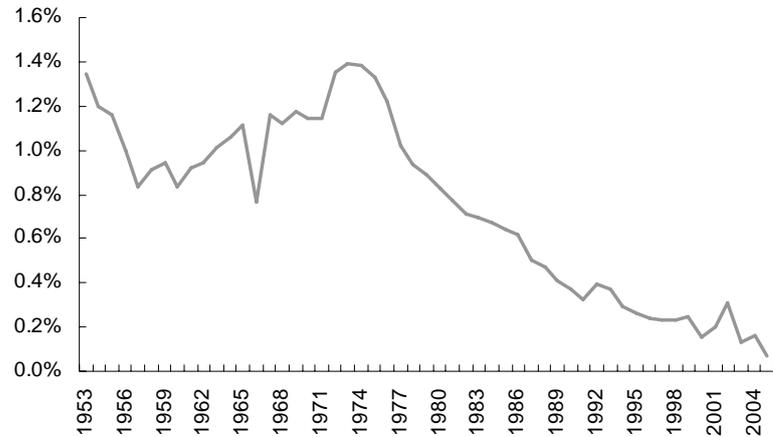
图 16： 日本年人均新建住房面积（平米）



资料来源：日本统计局，华泰联合证券研究所

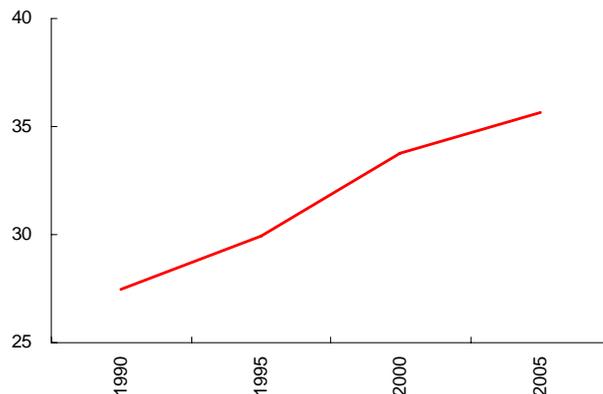
日本房地产市场在 1971 年达到长期均衡值后，未来新建住房主要满足三方面的需求：增长的人口、人均住房面积的增长、折旧。

图 17: 日本人口增长率见顶回落



资料来源: 日本统计局, 华泰联合证券研究所

图 18: 日本人均住房面积不断提高(平方米)

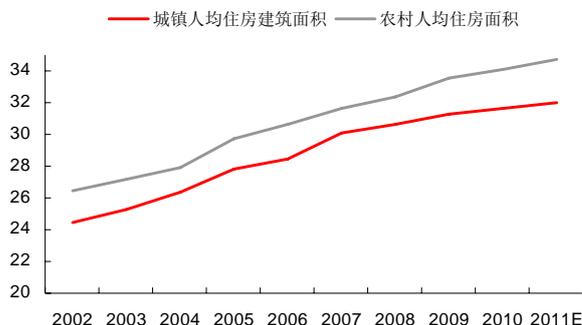


资料来源: 日本统计局, 华泰联合证券研究所

在存量上, 根据《中国统计年鉴》的数据, 中国 2011 年城镇人均住房面积约 32 平方米, 已经达到日本 90 年代后期的水平。但这个数据来自城镇住户抽样调查(不含集体户)。我们认为很可能高估了实际的城镇住房保有量。2011 年中国城镇常住人口 6.9 亿, 城市化率为 51.3%, 而城镇户籍人口却仅占 34% 左右。这部分“原住民”显然人均住房面积高于新移民。

建设部 2005 年最后一次发布城镇房屋概况统计公报, 2005 年底, 全国城镇住宅建筑面积 107.69 亿平方米。这个数据我们认为可能更加准确。根据 06 年~11 年竣工的城镇商品住宅面积, 另外粗略估计未计入商品住宅的部分保障房及集资房等, 并考虑拆迁量, 我们估计目前城镇住房保有量约 160 亿平方米, 按城镇常住人口 6.9 亿计算, 人均建筑面积 23.2 平方米, 存量仍较不足。

图 19： 中国人均住房建筑面积（平米）



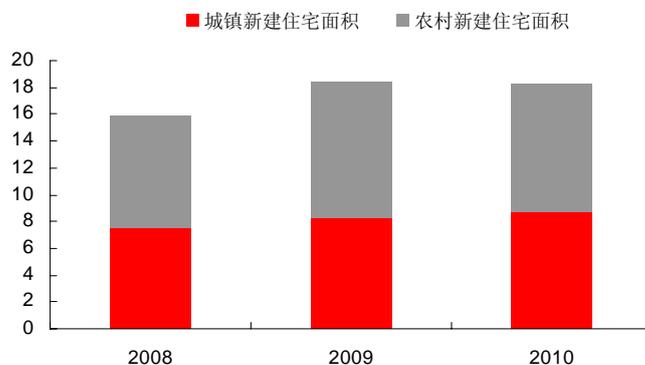
资料来源：《中国统计年鉴》，华泰联合证券研究所

注：城镇居民人均住房建筑面积为城镇住户抽样调查数据(不含集体户)。

在流量上，我们从两个角度看待这个问题。首先从整体角度看，不分城镇和农村。我们认为中国未来稳定的年人均新建住房面积将超过日本，主要有两个理由：1、中国人均可用于建筑的土地面积虽然相比世界平均水平小，但较日本大，同时我们认为中国消费者相对有追求更大居住空间的倾向；2、中国住宅由于质量较差，更新更快。

我们估计中国未来年人均新建住房面积 1.4 平米，约高出日本 30%，对应全国年住宅建筑面积约 19 亿平米。从整体上看，我国住宅年建筑量已接近均衡值。

图 20： 中国新建住宅建筑面积（亿平米）



资料来源：《中国统计年鉴》，华泰联合证券研究所

从城市化的角度看，11 年中国城市化率 51.3%，城市人口 6.9 亿，按未来每年 1% 的城市化率外加 0.5% 的人口增长率计算，城市年新增人口 1700 万，人均 30 平米建筑面积，折合 5.1 亿平米，按原住人口年人均新增 0.4 平米住房面积计算，需要 2.8 亿平米，老旧住房拆迁需 5 亿平米，共计 12.9 亿平米。

11 年中国商品住宅销售面积 9.7 亿平米。但有部分不计入商品住宅统计的保障房，以及单位集资房（数据不详）等。

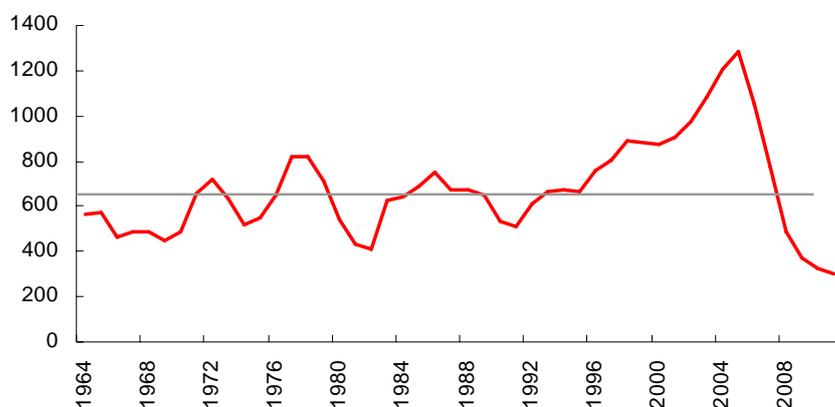
综合考虑，我们认为中国房地产的建设量确实离到达均衡值不远，可能有约 10%~

20%的空间。

再看美国的例子，作为一个成熟的房地产市场，从历史上看美国新屋年均需求约 64 万套。05 年创出 128 万套的年度新屋销售高点。11 年 30 万套的销售远低于均衡值。

引用美国的例子，我们想说的是，房地产市场建筑量未必在到达长期均衡值后就就此震荡。美国次贷危机前年新屋销量达到了长期均衡值的两倍，原因在于低利率政策与零首付的金融创新对住房需求的透支。而中国目前的金融环境也很可能刺激大量的投资需求，从而使住宅建筑量的顶点远高于长期均衡值。

图 21： 美国年度新屋销售（千套）



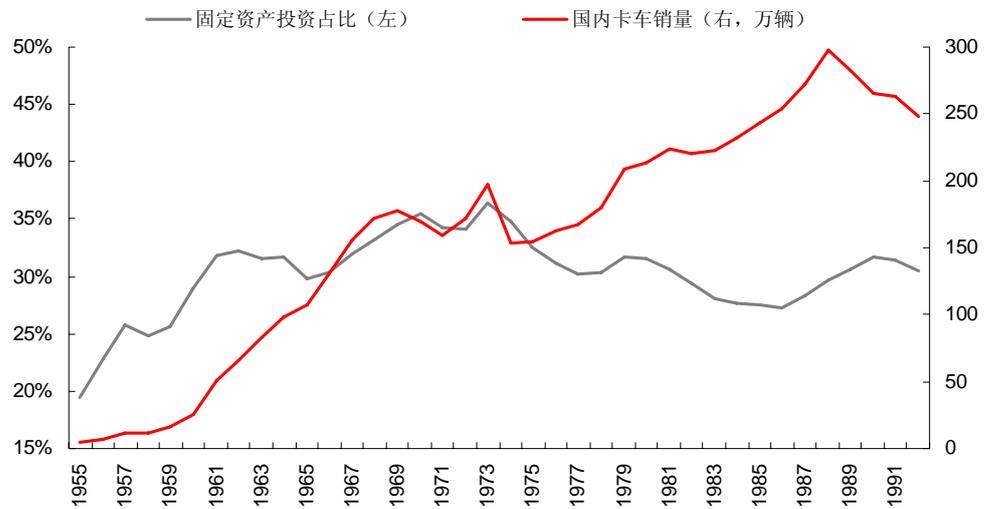
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

所以，我们仍不确定房地产建筑量的顶部。

### 经济结构调整不意味着重卡市场见顶

但即使房地产市场一两年内见顶震荡，固定资产投资比重下降，日本的经验表明，这不代表重卡销量见顶。

**图 22： 日本卡车销量在固定资产投资占比下滑后继续增长**

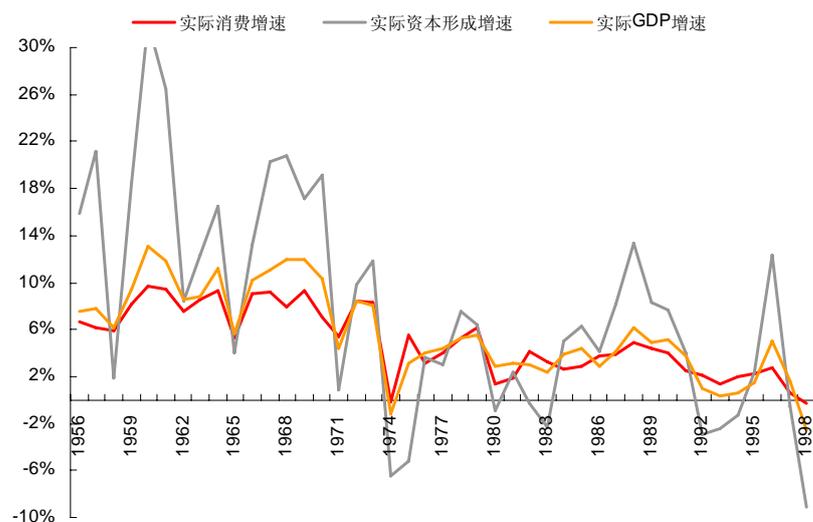


资料来源：日本统计局，日本汽车工业协会，华泰联合证券研究所

现阶段投资是重卡的主要驱动因素，消费被放到相对次要的地位。经济转型后，消费比重上升，将部分抵消投资增长放缓对货运量的影响。消费对重卡的影响将相应上升。整体货运量仍将增长，尽管增速将放缓。

70 年代前日本类似于中国，投资是经济发展的引擎，增速远高于整体经济，固定资产投资占比最高时也超过 35%。在房地产市场见顶震荡后，投资增速逐步落后于消费，同时实际 GDP 增速也明显下了一个台阶（GDP 增速下滑不能完全归因于房地产，70 年代的两次石油危机也是原因之一）。我们认为未来中国很可能也面临同样的局面。

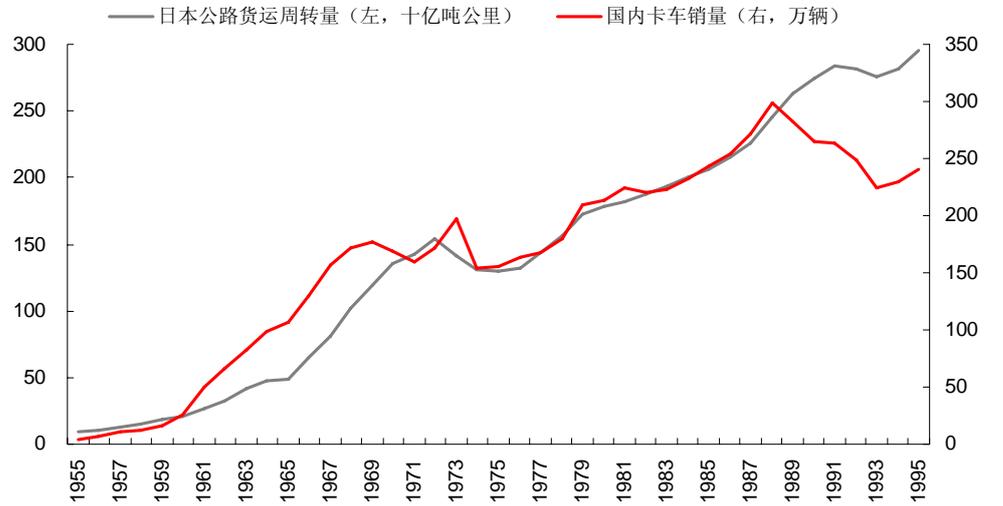
**图 23： 投资是 70 年代前日本经济的引擎**



资料来源：日本统计局，华泰联合证券研究所

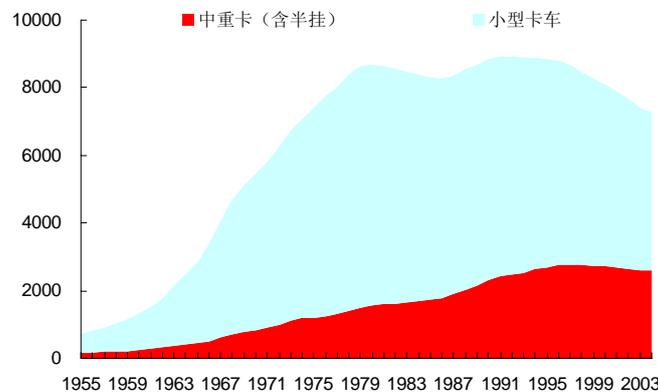
日本卡车销量在 1971 年经济结构开始调整后仍保持了接近 20 年的增长才见顶。原因在于消费与投资是此消彼长的关系，但单位 GDP 消费增长对重卡需求的拉动弱于投资，行业增速明显放缓。

图 24： 经济结构调整后日本卡车销量仍追随货运周转量增长



资料来源：日本统计局，日本汽车工业协会，华泰联合证券研究所

图 25： 日本卡车保有量在经济结构调整后继续增长（千辆）



资料来源：日本统计局，华泰联合证券研究所

总体说，我们的几个结论是：

1. 正常情况下，经济结构调整会在一两年内开始，固定资产投资占比将下降。
2. 如果不能有效控制房地产的投资需求，结构调整的时间会拖后。
3. 经济结构调整开始不意味着重卡销量见顶，行业仍将有一段时期的增长，当然增速会显著放缓，5%左右的年均增长可能成为常态，重卡行业将更多的表现出周期性。

## 对 2012 年重卡市场的预测

我们认为，下游需求和行业政策共同导致了重卡销量的波动，我们同时认为，政策对行业短期波动的影响可能更大。11 年至今重卡市场的调整是销量透支后的正常回归。对比 06 年初到 09 年的上轮重卡周期，本轮重卡销量超越下游需求高速增长持续的时间较短，意味着销量透支的程度较轻，而向下调整寻底的时间已接近上轮的一倍，我们认为同比增速继续下滑的空间比较小。

我们分别按照累计和年化的方法对重卡保有量增速进行了模拟，保有量增速已到了前两次行业调整的低位。按年化方法模拟的重卡保有量增速已经低于下游需求，销量有同比改善的动力。在未来的一年左右时间内，我们仍然有政策红利可供享受（2011 年 7 月开始实施的《公路安全保护条例》的加强执行与 2013 年 7 月实施的国 4 标准），从而使重卡保有量同比增速再次超出下游需求。

我们认为，目前宏观经济很可能已在底部，但复苏将是缓慢的。未来《公路安全保护条例》对重卡需求的刺激会逐步显现，另外由于去年销量基数逐月降低，以及宏观经济缓慢好转，我们认为未来销量同比增速大概率逐月提高。预计 2012 年重卡销量小幅下滑 3%。

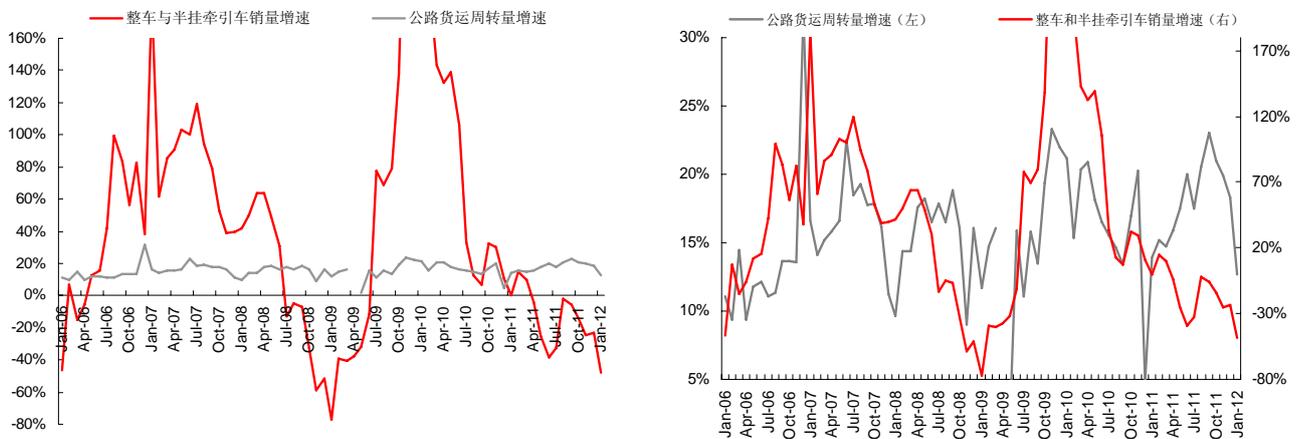
物流需求相对稳定，我们认为半挂牵引车和整车（尤其半挂牵引车）的基本面好于底盘。

### 重卡销量中周期---需近看更需远观

整车与半挂牵引车销量跟下游的公路货运周转量相关。底盘销量跟下游的建设投资相关，由于投资数据包含价格因素，并且由于统计的原因，数据质量相对不太高，我们认为水泥产量数据能更好的说明下游需求情况。

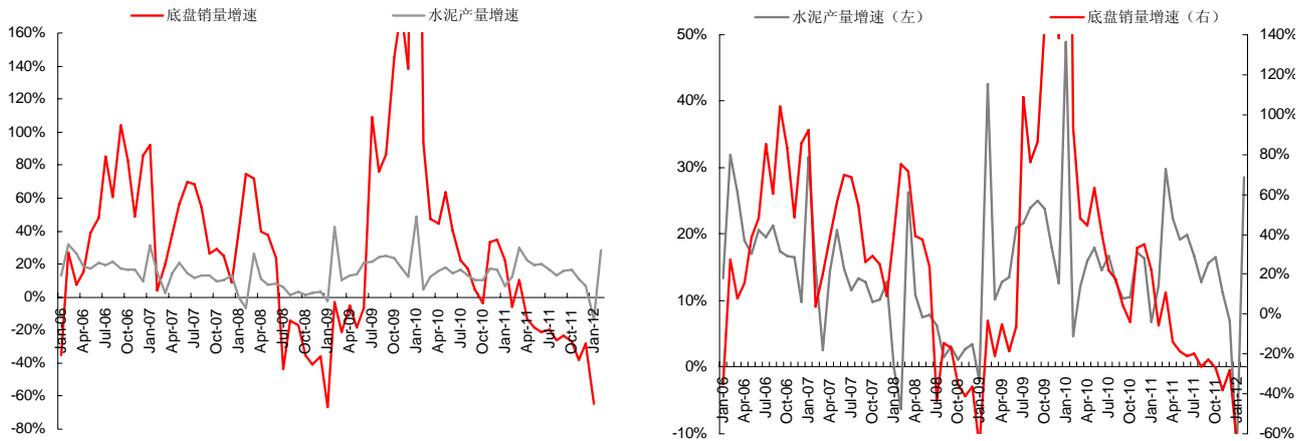
我们从右边的两张对比图可以看出，重卡需求确实跟相应的下游需求相关。然而，如果我们把视角放远，观察左面的两张图，就会发现在下游需求变化相对不太大的情况下，重卡销量波动非常大，换句话说，下游需求甚至可能都不是重卡销量短期波动的最主要因素。

图 26： 整车与半挂牵引车销量增速 VS 公路货运周转量增速



资料来源：CAAM, Wind, 华泰联合证券研究所

图 27: 底盘销量增速 VS 水泥产量增速



资料来源: CAAM, Wind, 华泰联合证券研究所

**政策可能是更大的干扰:**

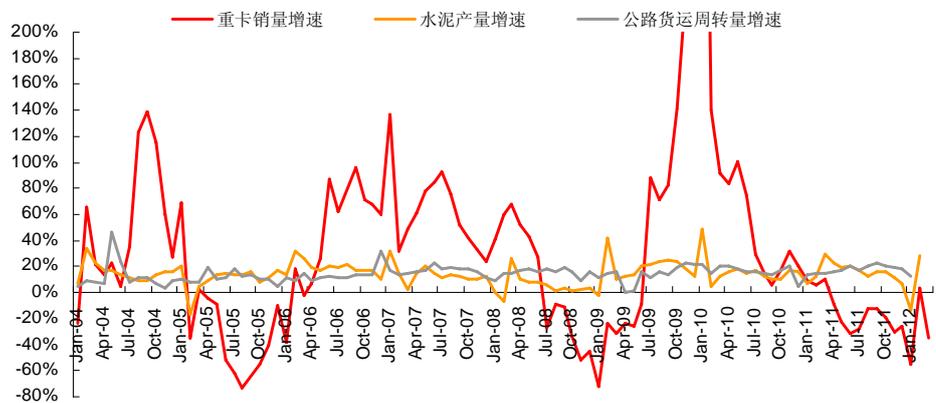
2004 年 1 月~2006 年 1 月: 一是由于 04 年下半年开始的公路查超, 其次是环保总局自 2004 年 7 月 1 日开始实施国 2 标准, 但给予生产企业为期一年的销售注册缓冲期, 两大政策因素共同导致 04 年下半年重卡市场井喷, 销量严重透支, 在政策红利影响逐渐减弱后重卡市场在 05 年出现了较大幅度调整。

2006 年 1 月~2009 年初: 这一轮重卡销量周期中, 高增长持续时间较长, 06 年一直到 08 年金融危机前宏观经济形势非常好, 此外 06 年开始按省市逐步实施的计重收费政策刺激了重卡需求, 以及 08 年 7 月国 3 标准实施导致了提前购买。之前的销量透支叠加经济危机导致重卡销量从 08 年下半年开始深度调整。

2009 年初~: 09 年初开始实施的燃油税改革, 以及大规模的财政投资, 刺激重卡需求走出低谷。

所以我们认为 11 年至今重卡市场的调整是销量透支后的正常回归, 这个原因甚至或许比经济增速下滑更重要。从数据上看, 11 年前三个季度的公路货运周转量以及水泥产量等增速都在较高水平, 而重卡销量 11 年 4 月份就开始同比负增长。

图 28: 重卡销量增速中周期



资料来源：CAAM, Wind, 华泰联合证券研究所

对比 06 年初到 09 年的上轮重卡周期，本轮重卡销量超越下游需求高增长持续的时间较短，意味着销量透支的程度较轻，而向下调整寻底的时间已接近上轮的一倍，我们认为同比增速继续下滑的空间比较小。

### 中周期底部基本确认

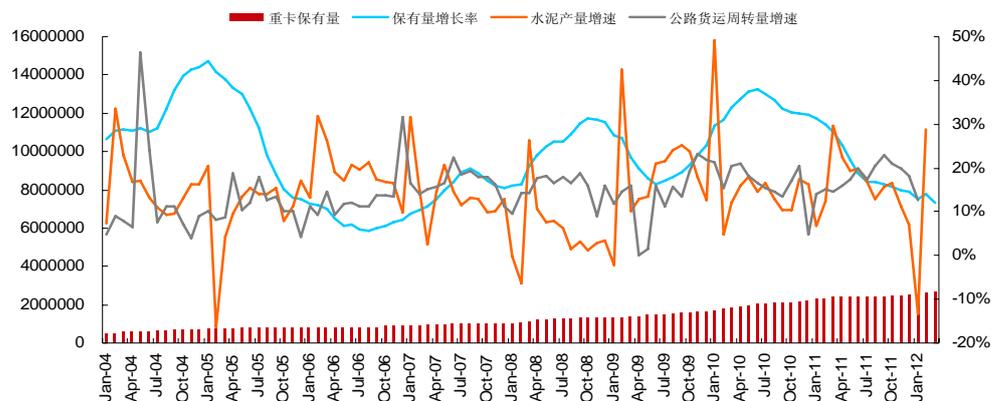
更确切说，应该是重卡的保有量而不是销量增速与下游需求形成对应关系。但目前缺乏准确的保有量数据。我们分别按照累计和年化的方法对重卡保有量增速进行了模拟。

我们模拟的保有量增速的规律基本跟销量类似，即保有量增速都到了前两次行业调整的低位。按年化方法模拟的重卡保有量增速已经低于下游需求，销量有同比改善的动力，但因为并不明显低于下游需求，销量强劲上行动力可能不足。

但无论是销量还是保有量增速，前两次周期中都是在大约目前的位置开始了强劲的上行。同时我们还可以看到，大部分时间里，重卡保有量增速是高于下游需求增速的。从逻辑上讲，重卡保有量增速应该与下游需求基本同步。我们认为这是因为之前的几次行业政策调整不单纯是在短期内把需求提前释放，而是在中期扩张了需求，如燃油税改革降低了运输业者的固定成本，提高了可变成本，运输业者能忍受重卡更大程度的被闲置。

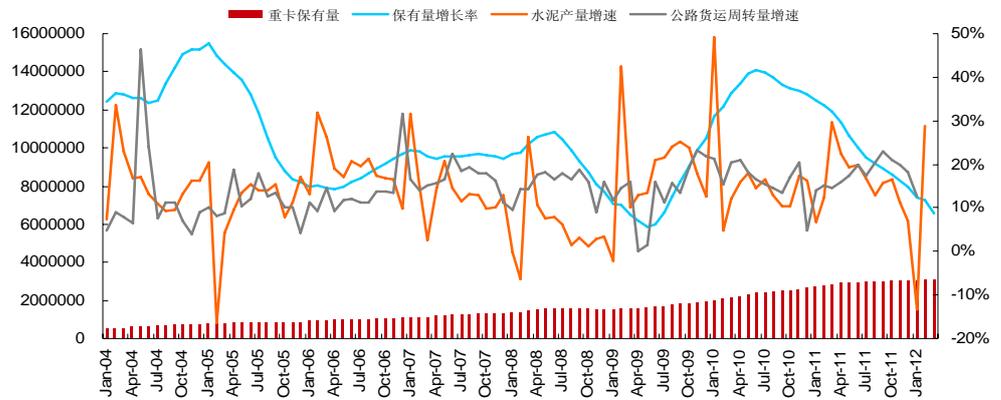
在未来的一年左右时间内，我们仍然有政策红利可供享受，从而使重卡保有量同比增速再次超出下游需求。2011 年 7 月 1 日开始实施《公路安全保护条例》，目前正在逐步推行，将进一步减少超载现象，释放需求。我们认为《公路安全保护条例》实施至今，已经产生了一定效果，但被重卡下行周期掩盖了，同时未来力度有望加强。2013 年 7 月实施国 4 标准，我们认为将在 13 年 2 季度刺激形成提前购买。

图 29：按累计方法三年更新周期模拟重卡保有量



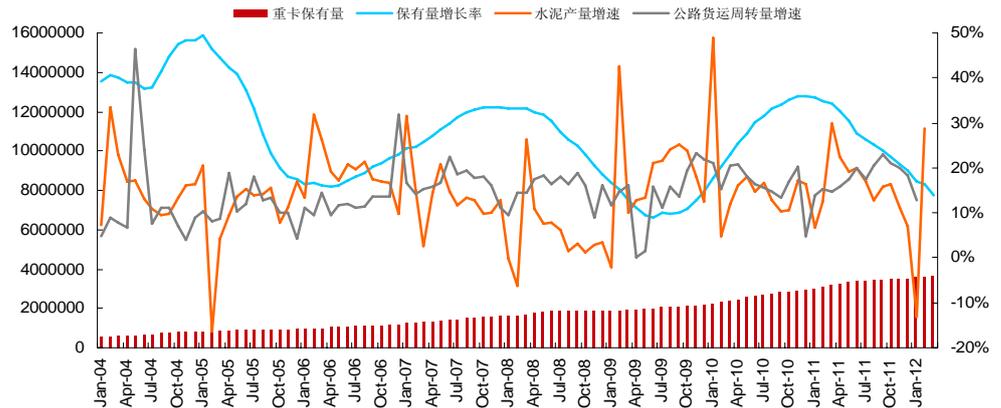
资料来源：CAAM, Wind, 华泰联合证券研究所

图 30：按累计方法四年更新周期模拟重卡保有量



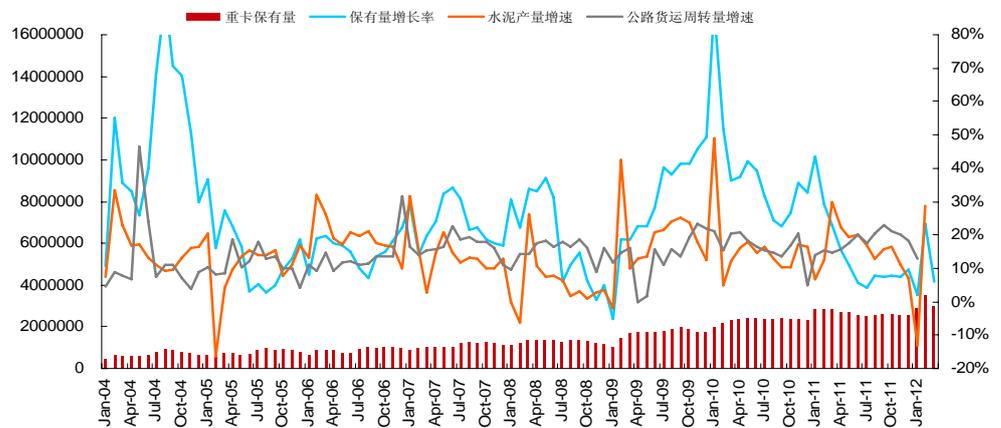
资料来源：CAAM, Wind, 华泰联合证券研究所

图 31：按累计方法五年更新周期模拟重卡保有量



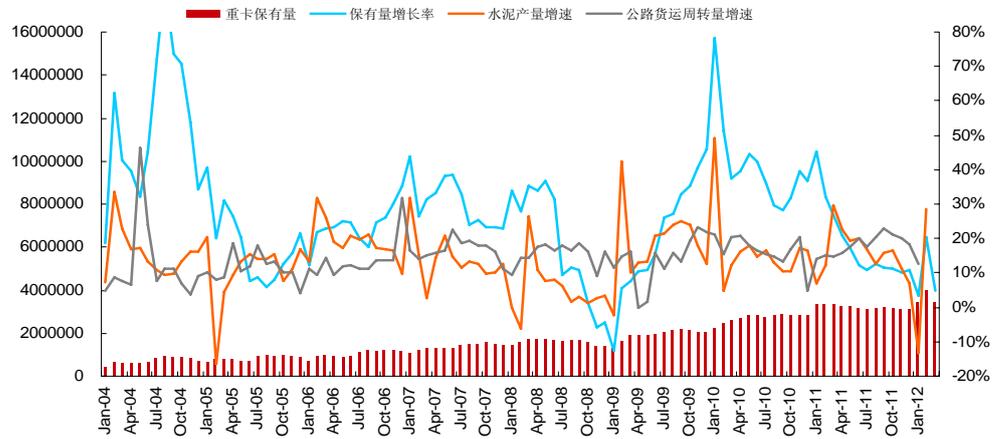
资料来源：CAAM, Wind, 华泰联合证券研究所

图 32：按年化方法三年更新周期模拟重卡保有量



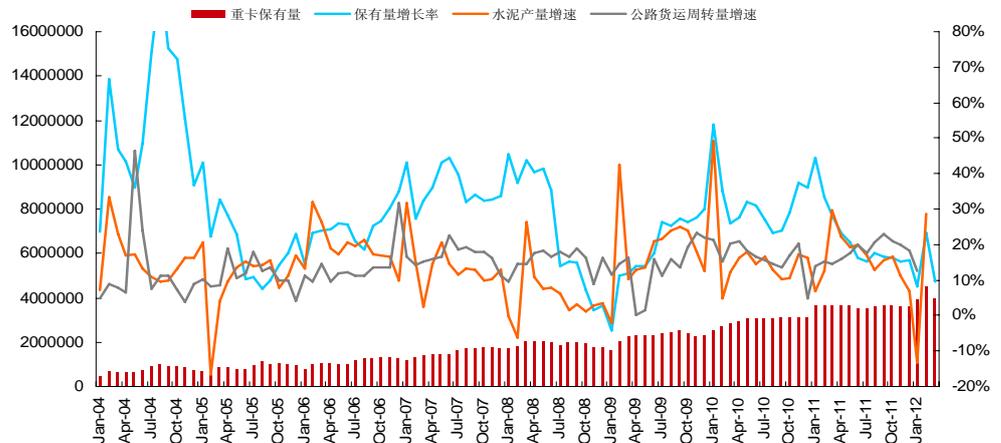
资料来源: CAAM, Wind, 华泰联合证券研究所

图 33: 按年化方法四年更新周期模拟重卡保有量



资料来源: CAAM, Wind, 华泰联合证券研究所

图 34: 按年化方法五年更新周期模拟重卡保有量



资料来源: CAAM, Wind, 华泰联合证券研究所

### 销量同比增速大概率逐月提高

政策的重要性是相对的，下游需求也很重要。尽管经济目前在低位，但公路货运量增速较稳定。工程建设相对较弱，铁路投资下滑明显，公路和水利、环境和公共设施管理业增速也在较低水平。房地产投资却在较高的水平。在一系列政策打压下，房地产销售出现了负增长，有可能压制未来的房地产投资。

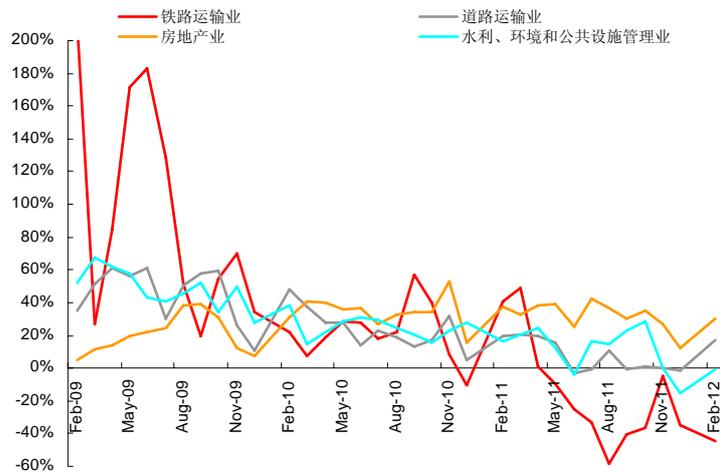
我们认为基建投资未来将有所恢复，政府将至少力保在建项目，同时保障房建设将对冲房地产投资的下滑。目前宏观经济很可能已在底部，但从地方财政约束、高房价引发的社会问题已引起管理层警惕等来看，经济难以像 09 年那样在政策刺激下迅速的

好转，复苏将是缓慢的。

物流需求相对稳定，我们认为半挂牵引车和整车（尤其半挂牵引车）的基本面好于底盘。

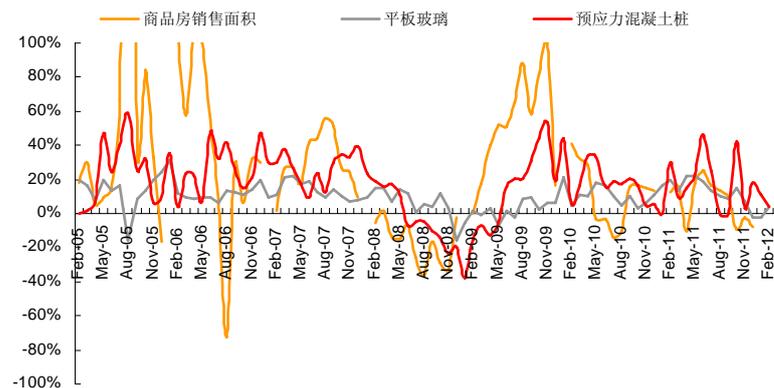
目前我们按年化方法模拟的重卡保有量增速已经低于下游需求，未来《公路安全保护条例》对重卡需求的刺激会逐步显现，另外由于去年销量基数逐月降低，以及宏观经济缓慢好转，我们认为未来销量同比增速大概率逐月提高，除非宏观经济失速。预计2012年重卡销量小幅下滑3%。

图 35： 偏弱的基建投资&相对较强的房地产投资



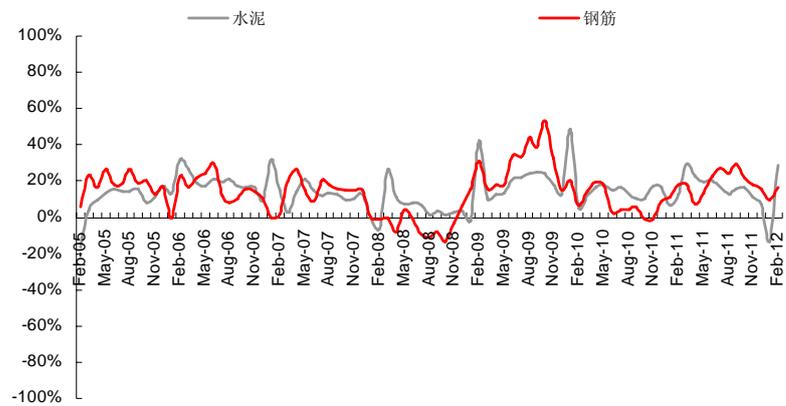
资料来源： Wind, 华泰联合证券研究所

图 36： 商品房销售面积对建材需求有一定的领先性



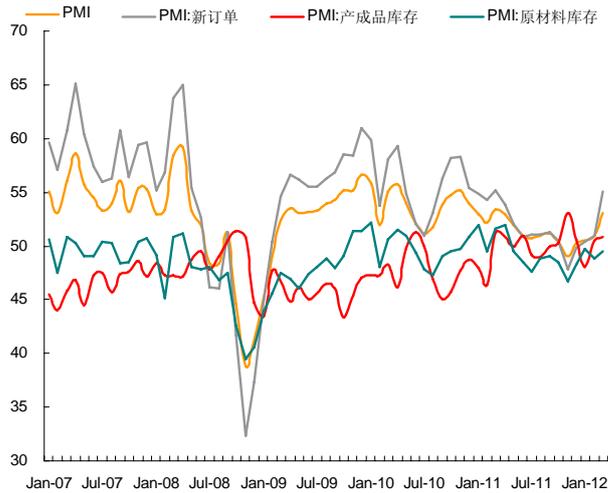
资料来源： Wind, 华泰联合证券研究所

图 37： 工程建设活动处于低位



资料来源： Wind, 华泰联合证券研究所

图 38： PMI 仍偏弱

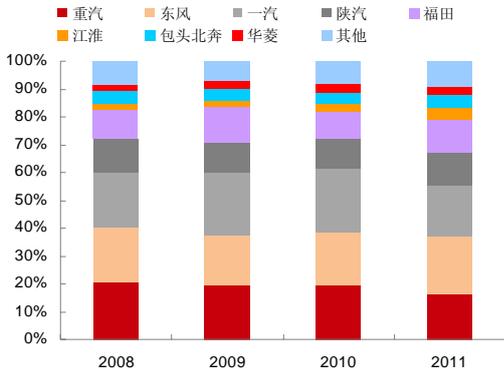


资料来源： Wind, 华泰联合证券研究所

### 主流厂商产品结构均衡

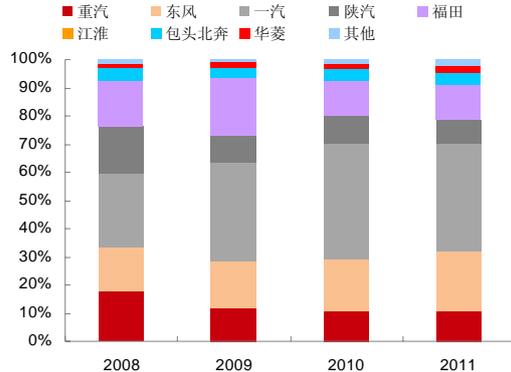
我们认为，2012 年半挂牵引车与整车将先于底盘复苏。中国重汽、福田和陕汽的产品结构都较为均衡，不存在结构性的影响，而偏重底盘的华菱会受到一定影响。

图 39: 重卡市场占有率



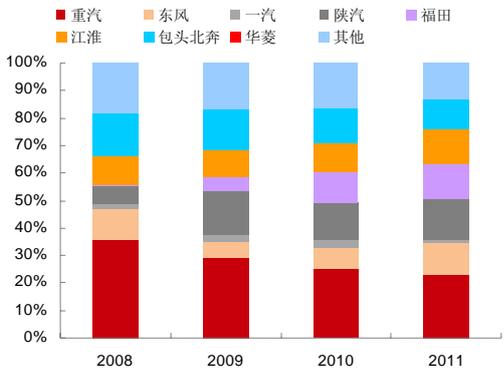
资料来源: CAAM, 华泰联合证券研究所

图 40: 半挂牵引车市场占有率



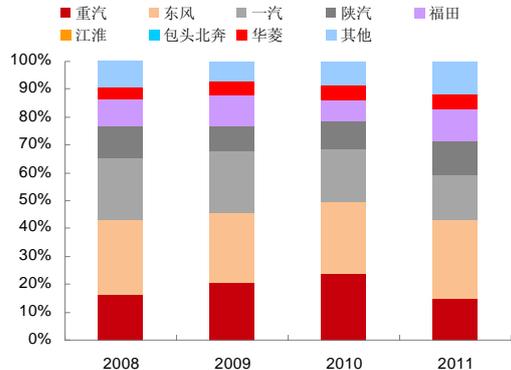
资料来源: CAAM, 华泰联合证券研究所

图 41: 整车市场占有率



资料来源: CAAM, 华泰联合证券研究所

图 42: 底盘市场占有率



资料来源: CAAM, 华泰联合证券研究所

## 重卡行业发展趋势

这部分主要谈下我们对重卡行业未来发展趋势的一点看法。我们认为在未来行业增速趋缓、竞争加剧、技术升级要求高投入的背景下，小厂家崛起的难度将加大，未来行业集中度将提高。中卡承担的公路运输相对重卡已经很小了，重卡替代中卡进程接近尾声。我们估计未来铁路货运量的增速仅仅将略高于整体货运量，铁路建设对重卡需求的威胁是很小的。出口市场有望成为新蓝海。未来重卡行业合资的现象会不断涌现，并很可能出现成功的合资公司，不过这可能需要时间。

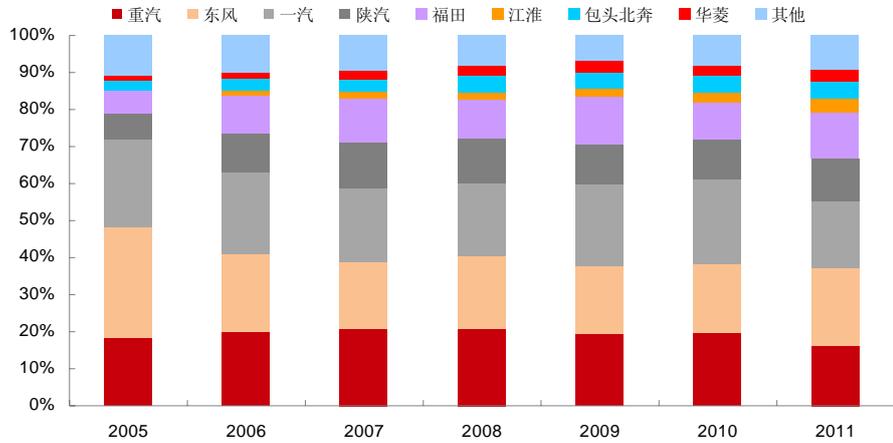
### 行业集中度将提高

重卡是一个高投入、高技术含量、高风险、高规模效应的行业，小规模厂家在竞争上存在劣势。2005年~2011年，前五大厂家的市场占有率一直维持在85%左右，市场集中度较高，其中前三大厂家的市场占有率略有下降，而福田的市场占有率提高。

我们认为未来行业集中度将提高，类似福田崛起的故事很难重演。过去几年重卡行业整体处于高速增长期，给了行业内小型厂家与新进入者一定的生存空间，但在未来行业增速趋缓、竞争加剧、技术升级要求高投入的背景下，小厂家崛起的难度将大幅提

高。

图 43: 重卡行业市场占有率

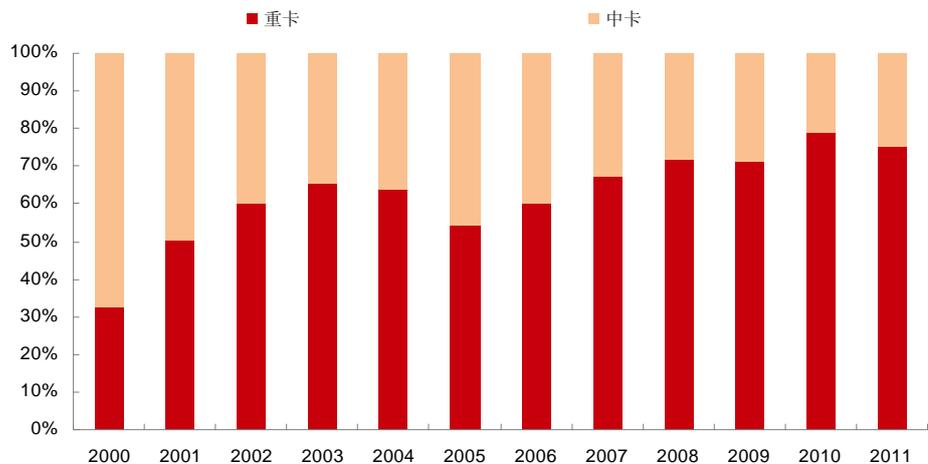


资料来源: CAAM, 华泰联合证券研究所

### 重卡替代中卡进程接近尾声

2004 年下半年开始的公路查超，转变了运输户采用中卡超载的盈利模式，以及此前中国高速公路路况逐步改善，更加适合重卡运输。06 年开始按省市逐步实施的计重收费政策也使重卡相对中卡更有竞争力。重卡相对于中卡的销量有一定的提高，这也是我们认为的重卡保有量增速在大部分时间内高于下游需求增速的一个相对较小的原因。不过我们认为重卡对中卡的替代可能接近尾声了。中卡的销量目前大约为重卡的三分之一，另外考虑单辆重卡的运输能力远大于中卡，中卡承担的公路运输相对重卡已经很小了。

图 44: 重卡 VS 中卡销量

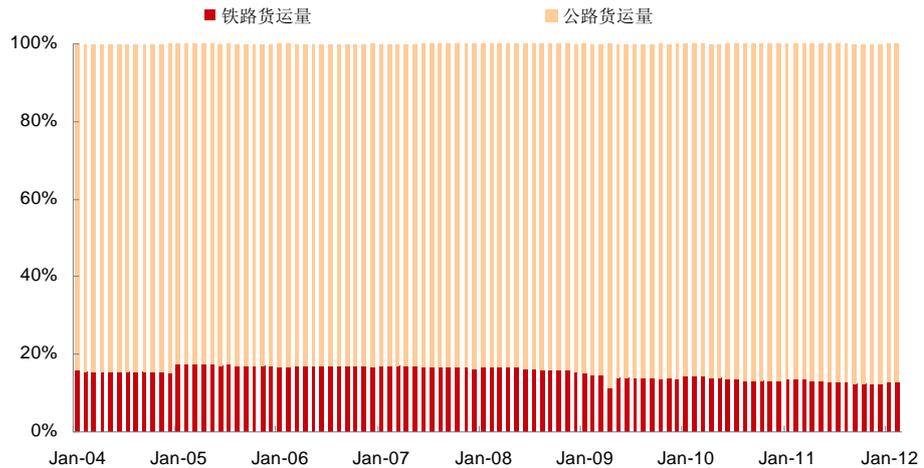


资料来源: CAAM, 华泰联合证券研究所

## 铁路货运难以对重卡需求形成明显影响

中国正在进行大规模的铁路建设，将分流货运需求，但我们认为铁路货运难以对重卡需求形成明显影响。在长途货运方面，铁路相对于公路确实有成本优势。但按照目前的铁路建设速度，我们估计未来铁路货运量的增速仅仅将略高于整体货运量，而铁路货运量仅仅不足目前公路货运量的四分之一，所以我们认为铁路建设对重卡需求的威胁是很小的。

图 45： 铁路货运量 VS 公路货运量

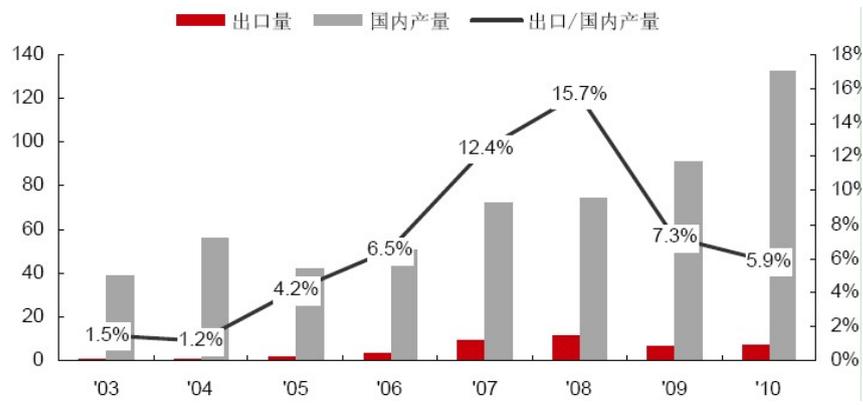


资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

## 出口市场有望成为新蓝海

尽管国内重卡市场有放缓趋势，但我们认为出口市场有望成为新蓝海，在此重申我们一直以来的观点，具体内容请参见我们之前的报告：《中重卡海外市场将重新起航-----中重卡海外市场专题研究》。

图 46： 中重卡出口占国内产量的份额



资料来源: CAAM, 海关, 华泰联合证券研究所

我国中重卡的规模出口起步于 2003 年，成长于 2005 年，2009 年受金融危机影响，

出口大幅下滑，目前仍处在危机后的恢复增长阶段。我们出口市场较分散，07-10年，有过中重卡出口记录的国家数量达182个，近4年平均出口量超10辆的国家127个，出口目的国分布广泛，以亚洲、非洲和南美洲的发展中国家为主。

**供给：**从全球角度看，中重卡制造商主要集中在欧美、日韩以及新兴市场国家。欧洲的卡车制造商全球化经营的最为成功，依靠技术、质量和优质服务占领全球的中高端市场；北美的卡车制造商以凸头产品为主，个性化强，主要在北美地区销售；日韩、印俄的卡车制造商主要服务于各自本土市场，小范围辐射周边地区；部分发展中国家依靠与这些制造商合资建厂供给本国市场，大部分发展中国家是依靠外部的进口供给，中重卡产品供给相对不足。发展中国家以进口发达国家的二手车和我国新车为主，发达国家供给的二手车基本都是使用5年以上的产品，从后续使用年限上看不如我国新车，售后服务也没有保障，我国中重卡产品具备较强的竞争优势。

**需求：**欧洲、北美、大洋洲和日韩等发达地区需求的产品以中高端为主，由欧美、日韩的中重卡制造商提供，发展中国家如中国、印度、俄罗斯等国制造的产品由于技术、质量、安全性、排放等难以满足这些地区的标准而不能进入该市场，但该地区市场已经饱和，以更新需求为主，需求根据经济的波动呈周期性变化；亚洲（除日韩）、南美、非洲等地区近几年经济发展迅速，大部分国家已经进入工业化时期，也是中重卡需求增长最快的时期，因此这些地区是中重卡需求新的增长点。

对全球中重卡市场供给和需求分析之后，我们按照中重卡将来出口的潜力把海外市场划分为三类市场：

1. 主要市场，含亚洲（日韩印除外）、南美（巴西除外）、非洲，该类地区正处在工业化阶段，经济增长快，对中重卡的需求也正处在增长最快的时期，而且需求上和我国中重卡产品的契合度高，我国中重卡在该类地区大有可为；
2. 不确定市场，巴西、俄罗斯、印度，该类地区人口多，经济总量大，需求规模大，而且随着经济的发展需求规模会进一步扩大，但该类地区大都把汽车产业也作为支柱产业，通过直接出口的方式面临着各种贸易壁垒的阻拦，不确定性较大；
3. 非主要市场，欧美、日韩、大洋洲，该类地区经济发达，市场成熟度高，由欧美、日韩的厂家提供产品，产品特征上对质量、技术、安全性、排放标准的要求最高，我国的产品短期内还难以进入该类地区。

主要市场的宏观指标皆超过中国，需求量却不足中国一半，我们认为未来2年内，中国中重卡在该类地区出口又将迎来一轮快速增长期，未来两年仍将保持高速增长态势，2013年出口量将超过18万辆。依据：

1. 主要市场经济总量大，市场潜力空间大；
2. 处在工业化时期，对中重卡的需求将快速增长；
3. 收入水平与我国中重卡产品契合度高；
4. 我国内需规模大，支撑我国中重卡企业与新兴市场国家的企业竞争中保持优势。

我国中重卡企业出口战略上可大致分为两类：一是全面开拓型，一是重点区域开拓。两种海外开拓方式各有优缺点，全面开展业务的企业能够短期迅速扩大出口规模，但面临品牌建设和售后服务方面的问题，重点开拓区域市场的企业短期内可能面临增长较慢的问题，但有助于在当地树立良好的口碑。不同企业按照自己的资源和经营理念

决定采取何种方式去开拓市场，中国重汽、江淮汽车、一汽集团和北汽福田采取全面开拓战略，东风汽车和陕西重汽采取重点市场开拓战略。

从我们的角度来判断，由于我国海外市场的国家大都是没有自己汽车工业，单个市场规模相对偏小，采取全面拓展战略的厂家可能更容易快速成长。因此看好中国重汽、江淮汽车、福田汽车的海外市场开拓。

我国中重卡出口也面临一定的风险，主要为新兴大国的贸易壁垒、部分目的国政治危机和售后服务不足等。

### 重卡合资方兴未艾

相较于在乘用车市场合资品牌占据主导的情况，重卡市场基本是本土品牌的天下。过去 10 年，重卡合资的案例比较多，但大部分不很成功。在技术上，国内重卡相对欧美日品牌还有很大提升空间。我们认为过去合资不成功的主要原因是中国市场还处于初级阶段，价格是用户选择的第一标准，而且行业的监管法规不严格，国外品牌的技术水平虽然高，但价格脱离了国内实际。另一方面，作为生产资料，重卡不像乘用车，用户不太注重品牌带来的心理满足，国产的低价但中等质量的产品足够满足需要。

这种现象在未来可能会逐步改变。一方面国内在排放和公路安全方面的法规逐步严格；另一方面油价、人力成本不断提高，意味着重卡使用中的可变成本提高了，因此相对来说更高质量和首次购买成本，但更低使用成本的重卡吸引力增强。

我们认为未来重卡行业合资的现象会不断涌现，并很可能出现成功的合资公司，当然这意味着本土重卡厂家竞争力的相对下降。不过这可能需要时间，目前看欧美日的重卡价格在国内市场基本没有竞争力。

**表格 1：国内重卡厂家的合资合作情况**

厂商	合资合作方	合资合作方式
东风	雷诺	配备雷诺发动机
重汽	MAN	MAN 参股中国重汽香港，并展开深入的技术合作
陕汽	MAN	引进 F2000 技术
福田	戴姆勒	成立合资公司
江淮	纳威司达, 卡特彼勒	与纳威司达和卡特彼勒的合资公司 NC2 Global LLC 成立合资公司生产中重卡及发动机
华菱	三菱	技术引进

资料来源：华泰联合证券研究所

### 重卡类公司投资机会显现

A 股重卡类上市公司目前相对国外同类公司具备估值优势。我们认为重卡销量增速基本见底，过去的经验表明目前是投资重卡类公司的较好时机，主要的投资标的有：威孚高科、潍柴动力、福田汽车、中国重汽。

我们重点推荐威孚高科，源于我们看好公司强大的技术竞争力带来的市场份额提升，具备长期投资价值，同时也可享受行业弹性，是攻守兼备的品种。

## 相对国外重卡类上市公司估值有优势

尽管国内重卡市场不太可能再出现类似之前的高速增长, 但市场空间仍大于国外成熟市场。目前国内重卡类上市公司相对国外厂家估值却略低。我们认为有一定的吸引力。

表格 2: 国内外重卡类上市公司估值比较

公司	代码	股价 (2012-4-13)	市盈率			市净率
			2011	2012E	2013E	2011
威孚高科	000581	32.33	16.88	14.46	11.25	3.72
潍柴动力	000338	31.96	8.15	7.10	7.20	2.32
中国重汽	000951	12.52	14.49	10.23	8.98	1.40
福田汽车	600166	7.51	13.75	9.73	7.90	1.79
华菱星马	600375	11.81	9.49	8.98	6.87	1.80
纳威司达	NAV US	36.77	12.02	8.42	5.60	/
康明斯	CMI US	114.02	12.87	11.01	9.72	3.95
帕卡	PCAR US	42.75	14.95	12.70	10.77	2.84
伊顿	ETN US	46.87	11.78	10.54	9.15	2.10
五十铃	7202 JP	445.00	13.43	10.11	9.52	2.13
电装	6902 JP	2498.00	27.72	22.79	12.09	1.07
曼	MAN GR	98.15	21.24	16.95	14.09	2.61
沃尔沃	VOLVB SS	87.00	9.93	10.68	8.77	2.09
斯基尼亚	SCVB SS	132.90	11.28	14.85	11.83	3.08

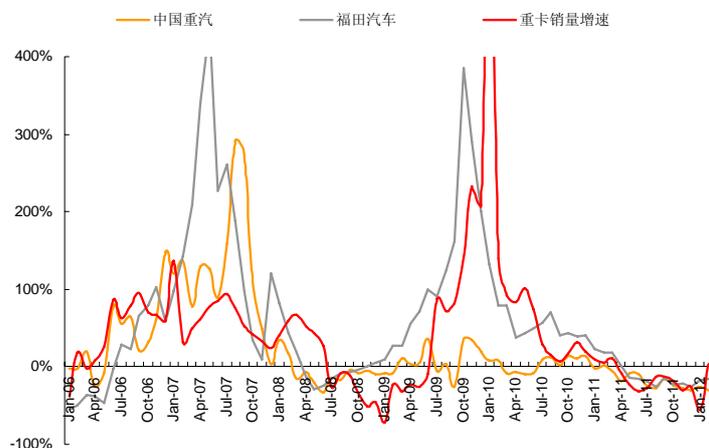
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

注: 以上均为市场一致预期。

## 销量增速见底或意味着最好的投资时机

我们认为重卡销量增速基本见底了。从重卡公司过去的股价表现看, 销量是最大的驱动因素。尽管这次销量增速的回升可能会弱于以往, 意味着相对收益不会那么大, 但取得相对收益仍是大概率事件。

图 47: 重卡股一年相对沪深 300 收益与重卡销量增速相关



资料来源：CAAM, Wind, 华泰联合证券研究所

## 重点推荐威孚高科

在销量增速见底并逐步回升的情况下，重卡类公司有望获得一定的相对收益，主要的投资标的有：威孚高科、潍柴动力、福田汽车、中国重汽。

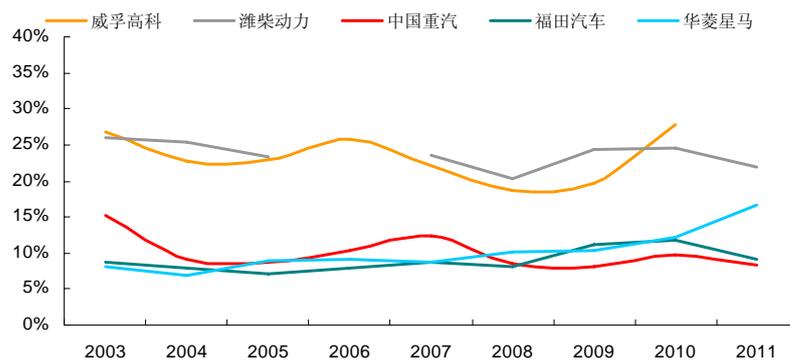
相较于重卡整车公司，威孚高科业绩更为稳定，意味着在行业见底回升时进攻性可能略逊于整车公司。但我们仍然重点推荐威孚高科，源于我们看好公司强大的技术竞争力带来的市场份额提升，具备长期投资价值，同时也可享受行业弹性，是攻守兼备的品种。我们强调攻守兼备的原因是我们认为本轮的重卡销量反弹可能较弱。

公司在汽车排放控制系统方面拥有最为优质的合资资源，技术垄断地位赋予了公司更强的抗周期能力。通过与博世的深度合作，威孚近年来不仅在共轨高压泵等代工产品的机加工工艺方面取得了快速提升，而且逐渐形成了系统集成能力，如用于低端车型的WAPS系统。这意味着，威孚已基本具备了内生的技术升级能力，未来的成长性因此而得到了进一步强化。11年重卡行业实现销量88万辆，同比下滑13.2%。然而，凭借产品的显著技术优势与产业链的均衡布局，我们观察到结果是，公司在几乎所有的核心产品领域均延续着份额提升的势头，竞争对手被边缘化的趋势非常明显。

13年7月1日起，重型柴油机国四排放法规将正式实施，公司的护城河将因此而更为宽阔。由于共轨+SCR技术相对于其他技术路线的升级优势以及博世在中国柴油机产业的配套优势，其主流技术路线地位是非常明确的。我们预计，出于备货因素，国四产品在13年上半年即将进入销售阶段。

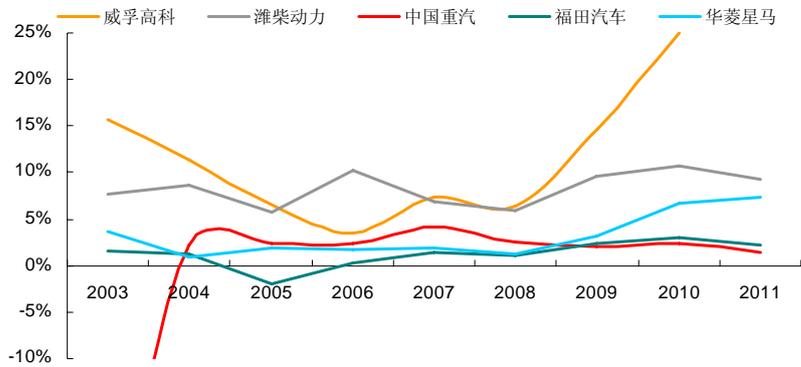
盈利预测：我们预计公司11年~12年EPS分别为2.36元（摊薄前）、2.30元（摊薄后）。

图 48：重卡类上市公司毛利率比较



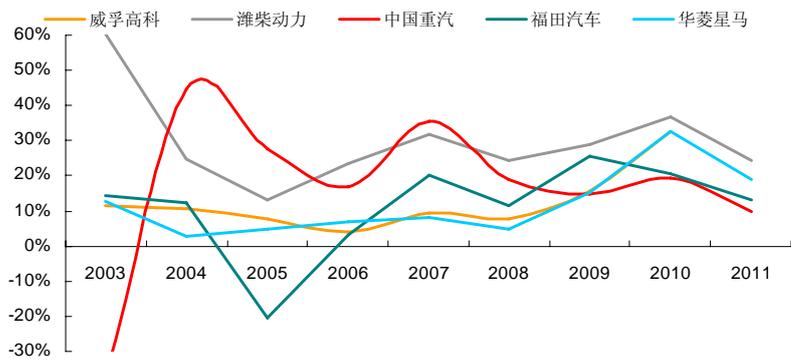
资料来源：Wind, 华泰联合证券研究所

图 49：重卡类上市公司净利率比较



资料来源：Wind, 华泰联合证券研究所

图 50：重卡类上市公司 ROE 比较



资料来源：Wind, 华泰联合证券研究所

## 风险提示

1. 宏观经济下滑超预期;
2. 油价进一步大幅上涨。

### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内  
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

### 股票评级

买入 股价超越基准20%以上  
增持 股价超越基准10%-20%  
中性 股价相对基准波动在±10%之间  
减持 股价弱于基准10%-20%  
卖出 股价弱于基准20%以上

### 行业评级

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层  
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932  
传真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层  
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028  
传真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供与华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、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。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。