

# 商用车2024年度策略：结构向上，乘风而起

证券分析师：黄细里  
执业证书编号：S0600520010001  
联系邮箱：[huangxl@dwzq.com.cn](mailto:huangxl@dwzq.com.cn)

证券分析师：杨惠冰  
执业证书编号：S0600523070004  
联系邮箱：[yanghb@dwzq.com.cn](mailto:yanghb@dwzq.com.cn)

2024年1月20日

- **重卡：2023年结构因素催化复苏，看好燃气重卡+工程用车复苏+国四淘汰等因素驱动下2024~2025年板块周期继续向上。**
- **复盘：**2023H1/H2重卡行业销量表现整体超预期，分别系对俄出口增长以及燃气重卡渗透的结构性因素驱动，并相应驱动出口逻辑受益的中国重汽（H股）/中集车辆等股价2023H1持续上行，燃气重卡结构优化逻辑受益的潍柴动力于2023Q3股价上行。
- **展望：**2023年为小周期向上的起点，看好2024~2025年重卡销量持续增长，天然气重卡渗透增加为核心驱动，供给端来看，短期天然气产销率下降，中期燃气重卡新车占比提升，长期海外天然气进口长单落地，促使燃气重卡相比燃油保持高性价比；配合需求端，重卡用户成本敏感，政策维度国内加气站数目增加，燃气管道网络铺设趋于完善，天然气重卡向上具备较高确定性；同时，配合工程车复苏&国四淘汰等增量因素，2024/2025年国内重卡销量有望分别达到112/130万台。
- **投资建议：燃气重卡+国四淘汰+工程复苏共振，坚定看好2024~2025年向上周期。**海内外天然气产能落地，国内天然气供给充裕，各地加气站建设加速推进，供给/需求/政策多维催化，**2024年燃气重卡渗透率有望高增**；配合国四重卡淘汰以及万亿国债对于工程重卡销量修复向上的催化驱动，我们预计2024~2025年国内重卡行业批发销量分别为112/130万辆，同比分别+23.2%/+15.9%。重卡板块聚焦强 $\alpha$ （天然气重卡受益）+业绩兑现高确定性品种进行布局，推荐【潍柴动力+中国重汽+中集车辆】。
- ◆ **风险提示：**国内经济复苏不及预期；海外出口方面面临地缘政治不确定等风险。

- **客车：2023年整体产销符合预期，结构上出口/国内座位客车超预期兑现，看好国内国外共振下龙头客车企业产销/业绩高增兑现。**
- **复盘：**2023年整体产销符合预期，全年大中客销量同比+5%，其中出口/国内座位客车/国内公交车同比+51%/+87%/-48%，核心驱动因素来自出口需求提振及国内旅游市场景气度回暖。客车龙头宇通/金龙实现了产销高增到业绩兑现的完整闭环，股价表现优于行业。
- **展望：**2023年为行业景气度反转元年，展望2024年公交车换车需求+座位客车高景气延续+出口持续向好客车总体产销有望再上新台阶，预计2024/2025年大中客车销量分别实现10.8/13.7万辆，同比+24%/+27%。重视客车出口的行业性机遇，我们认为海外市场空间大、格局优、份额提升逻辑强、区域分散风险小等优势下出口高增有望延续，新能源客车将带领中国客车产业真正凭借产品力优势走向国际，预计2024/2025年出口大中客销量分别为4.0/5.0万辆，同比+25%/+25%。
- **投资建议：看好客车行业上行周期龙头业绩超预期兑现。**
- **【宇通客车】**是“三好学生典范”，具备高成长+高分红属性。我们预计2023~2025年归母净利润为16.5/24.1/30.4亿元，同比+117%/+48%/+24%。维持“买入”评级。
- **【金龙汽车】**或是“进步最快学生”，困境反转利润弹性较大。我们预计2023-2025年归母净利润为1.44/3.05/6.28亿元，2024~2025年同比+112%/+106%。维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**国内经济复苏不及预期；海外出口方面面临地缘政治不确定等风险。



## ■ 一、重卡：2023年为周期向上起点，继续看好

---

### ■ 1.1 供给/政策驱动，看好燃气重卡支撑总量向上

---

### ■ 1.2 核心标的：看好结构性受益【潍柴+重汽】

---

## ■ 二、客车：国内国外共振，周期拐点向上趋势延续

---

### ■ 2.1 核心标的：行业红利龙头受益，推荐宇通/金龙

---

## ■ 三、投资建议及风险提示

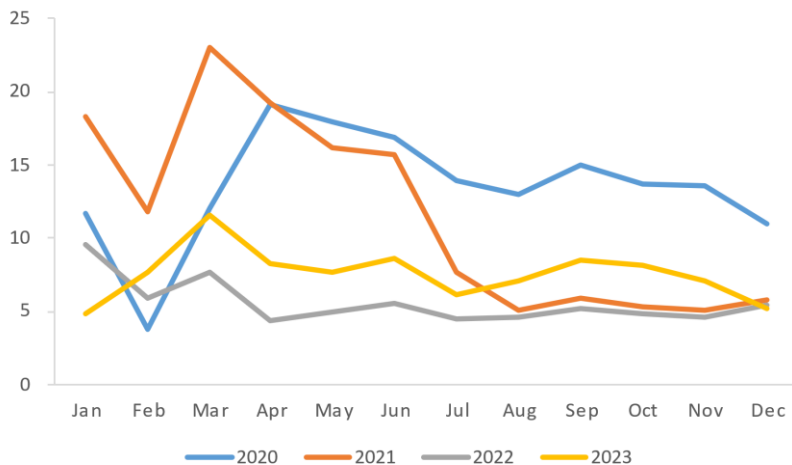
---

**重卡：2023年为周期向上起点，继续看好**

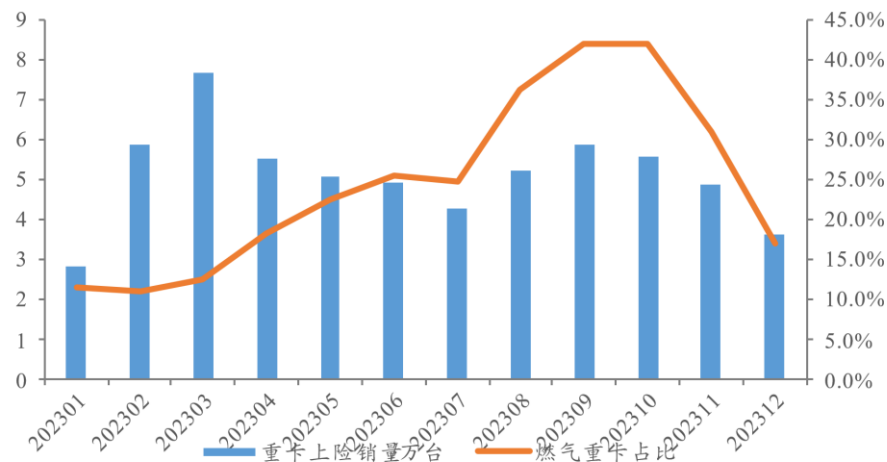
## 2023销量复盘：国内重卡销量超预期向上。

- **2023H1销量超预期：**核心系对俄出口量持续增加，重卡出口量提升至2.5万台量级（2023年6月），2023年出口占批发比例自3月份20%至7月份提升至40%左右。
- **2023H2销量超预期：**核心系燃气重卡渗透率在较低天然气市场价催化下持续提升，刺激换购，支撑重卡内销向上。

图：重卡行业月度批发销量变化（万辆）



图：重卡行业月度上险销量以及燃气重卡占比



图：重卡行业月度批发销量以及出口占比

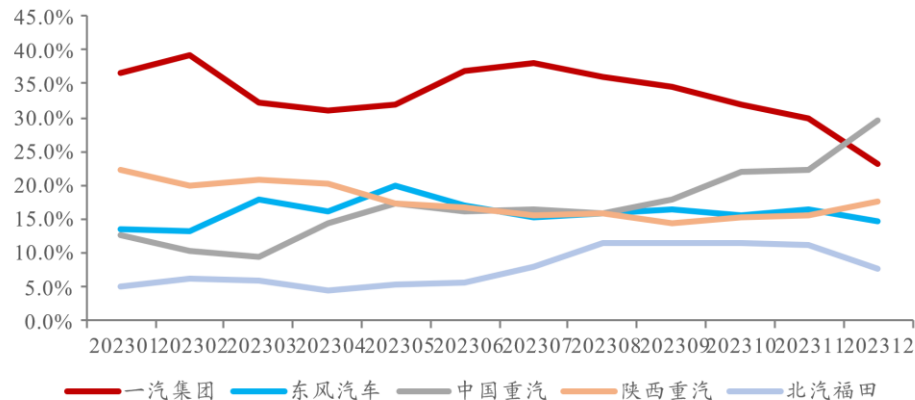


# 2023格局：重卡及天然气重卡内部分额保持稳定

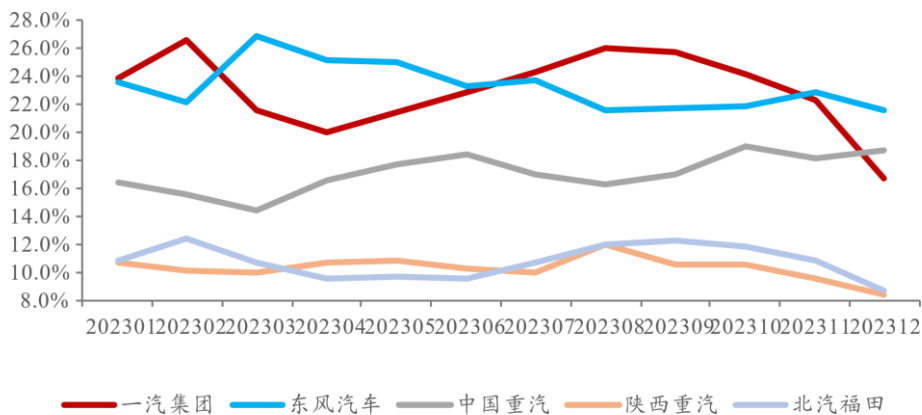
## 2023格局复盘：批发/上险口径份额基本维稳。

- 重卡行业整体来看，上险口径东风/重汽占据前二份额，中国重汽份额小幅提升，陕重汽/福田汽车市占率小幅下降。
- 天然气重卡细分结构维度：集中度迅速提升，由2023年1月90.3%至12月提升至92.9%；中国重汽份额快速提升反超一汽集团，陕重汽小幅提升，一汽/东风/福田市场份额小幅下滑。

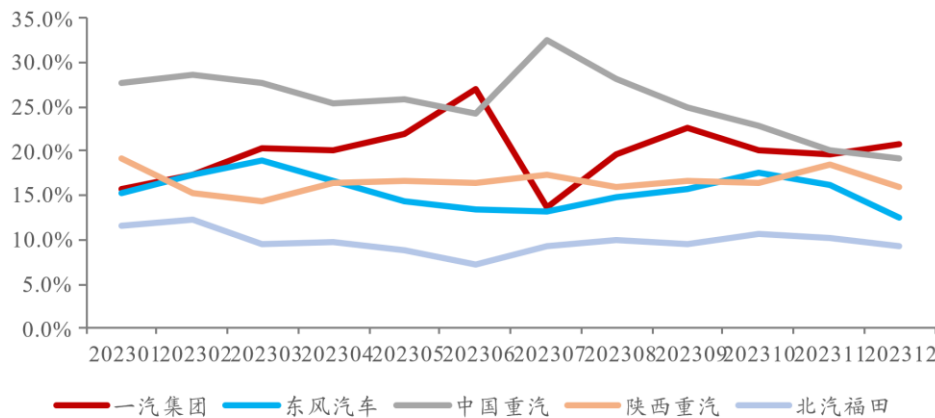
图：上险口径天然气重卡行业主流车企份额变化



图：上险口径重卡行业主流车企份额变化



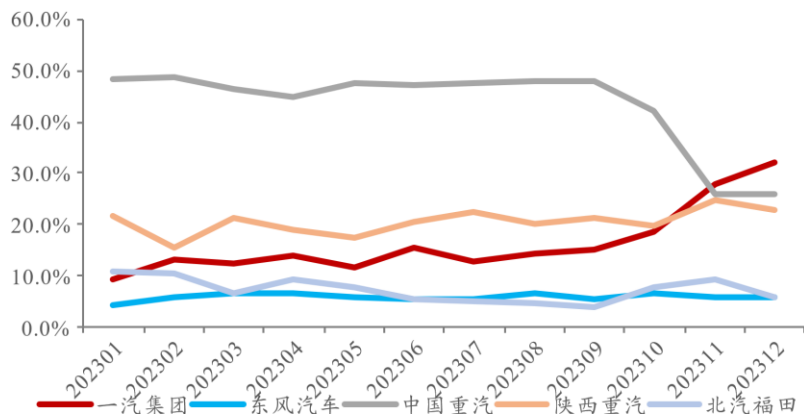
图：批发口径重卡行业主流车企份额变化



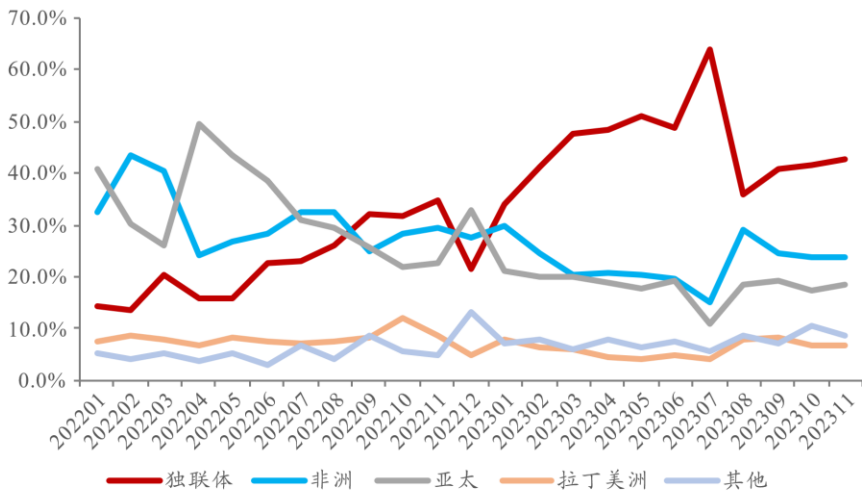
# 2023出口：对俄出口贡献增量，重汽稳居龙头

- **2023出口复盘：出口再上新台阶，俄一枝独秀。**
- **重卡出口分地区维度**，单月平均出口量由22年1.4万台提升至23年（截至11月）近2.5万台，独联体（主要为俄罗斯）贡献核心增量，占比最高达60%以上，非洲/亚太次之。
- **重卡出口分车企维度**：集中度维持高位，中国重汽出口占比呈现高位下滑趋势，但仍居龙头，12月份额超25.9%；一汽解放/东风汽车出口占比小幅提升，12月分别32.1%/6.1%。

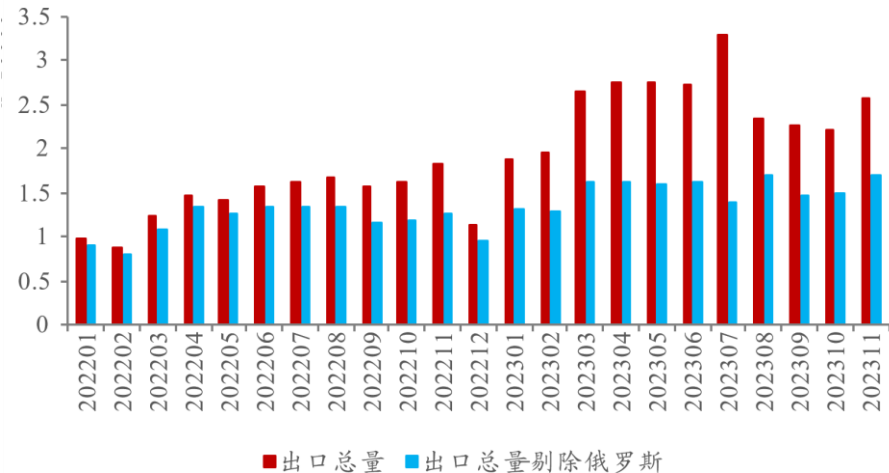
图：中汽协口径分车企出口市场份额变化



图：重卡出口分地区占比变化



图：重卡出口总量以及剔除俄罗斯出口量变化/万辆





- **核心标的行情复盘：2023年重卡板块核心标的整体股价向上。**
- 2023Q1/Q2主要系出口持续向上催化，重汽/中集/福田等核心受益；2023Q3燃气重卡渗透率持续提升，潍柴动力/一汽解放等核心受益。

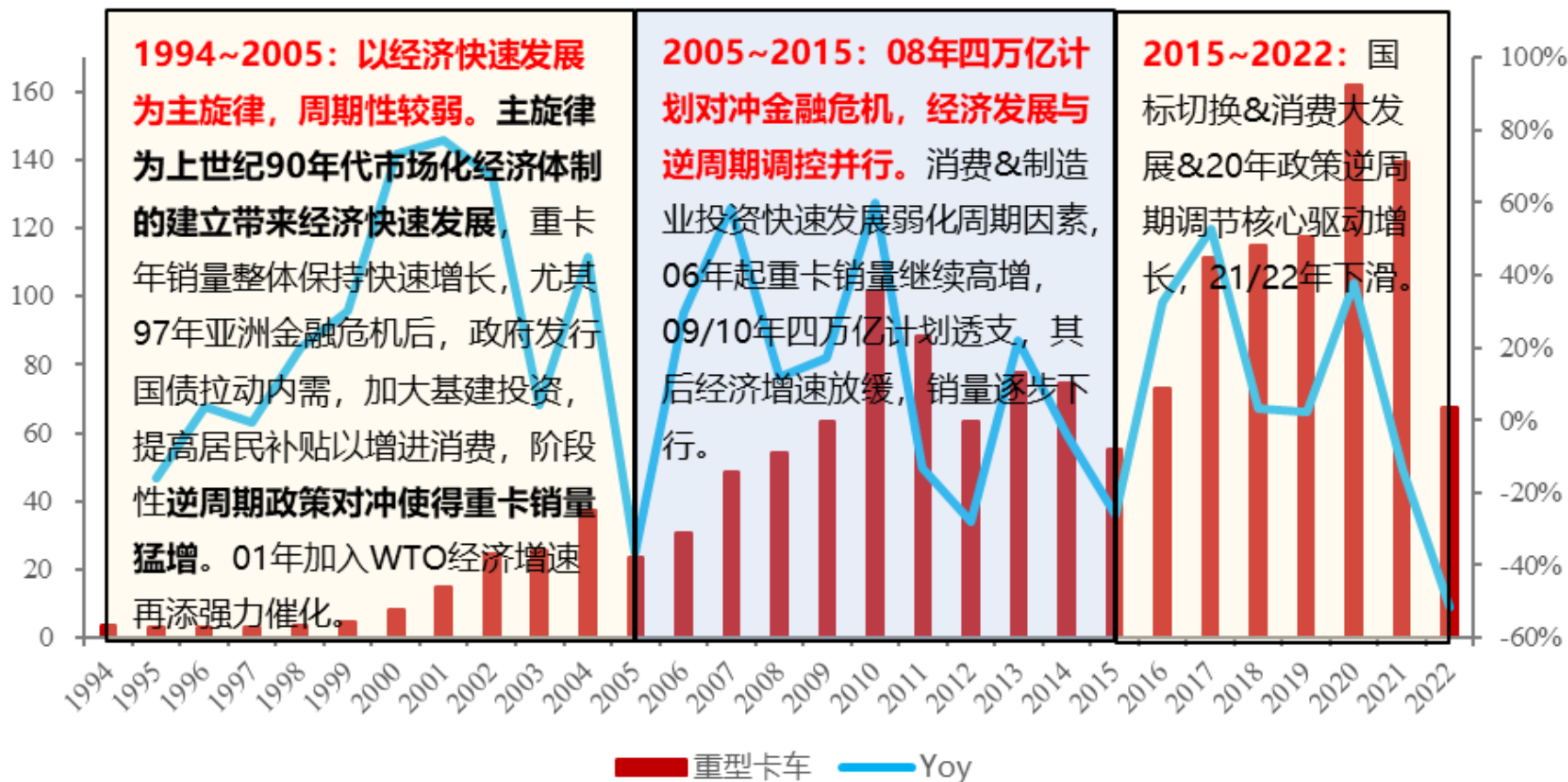
图：2023全年及分季分月度重卡/新能源景气度预测数据（截至2023年12月28日）

		年初至今涨跌幅	年初至今最大涨幅	最高价日	行业维度催化	公司维度催化
000951.SZ	中国重汽-A	-9.54%	25.20%	2023-02-21	出口爆发+燃气重卡高性价比双重因素，驱动板块总量向上	业绩兑现
3808.HK	中国重汽-H	42.12%	70.47%	2023-07-12		出口核心受益+汇率
301039.SZ	中集车辆	20.40%	94.97%	2023-07-31		出口大逻辑，北美市场爆发
600166.SH	福田汽车	-2.85%	38.79%	2023-08-01		受益商用车出口
000338.SZ	潍柴动力	38.08%	54.57%	2023-11-28		燃气重卡发动机高市占率+股权激励
000800.SZ	一汽解放	9.96%	40.49%	2023-11-29		燃气重卡高市占率+合作华为

# 重卡年销量：以10年为大周期，多因素并行影响

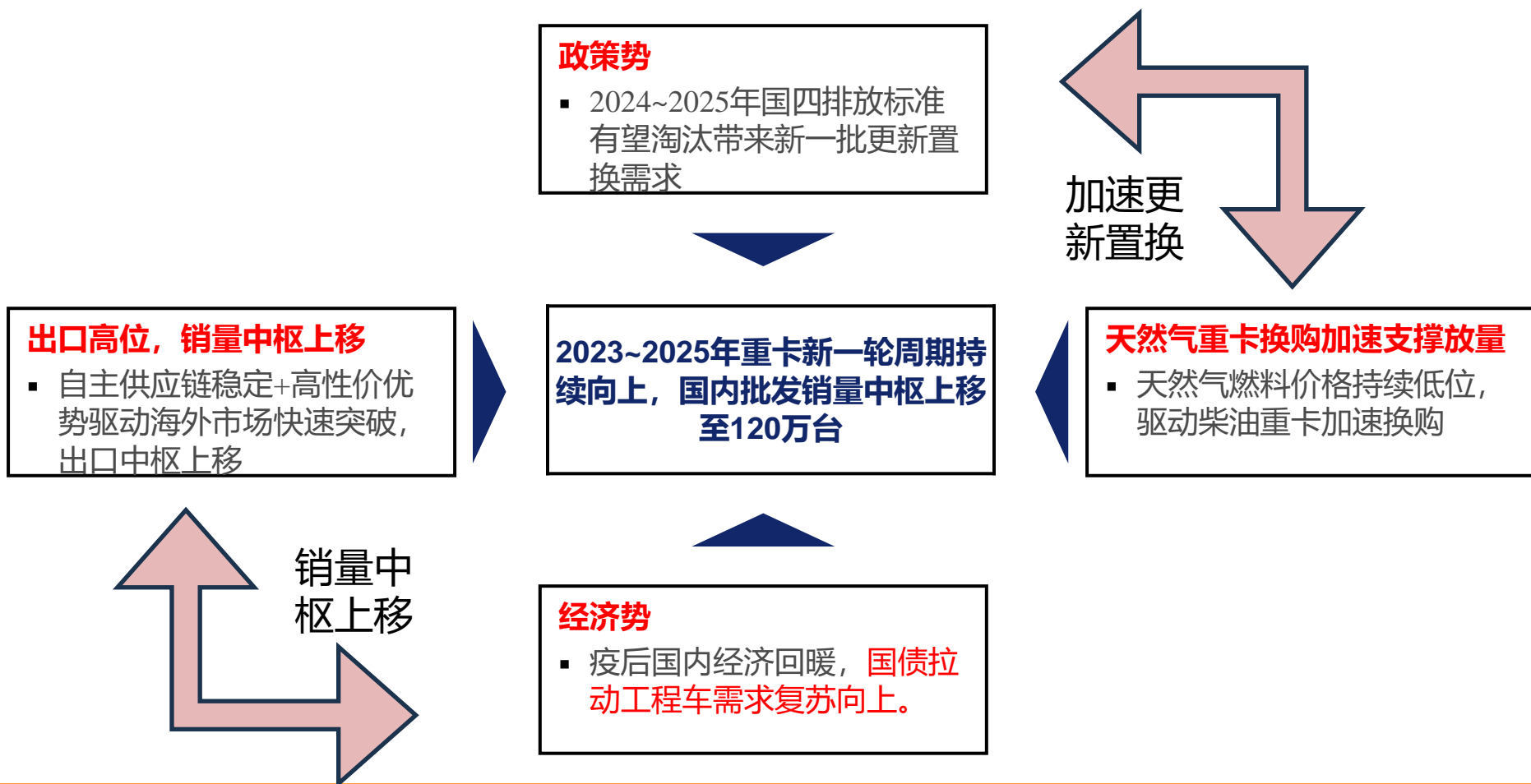
- **销量周期变化本质是经济短周期&重卡更新周期&国标替换周期的结合，逆周期政策是重要外力。**
- **销量出现峰值核心驱动：**流动性释放，且**政府逆周期调控政策**是重要推手，一般经济短周期前期。
- **销量持续增长核心驱动：**经济持续发展，**消费、制造业/房地产**、出口等均趋势向好形成良性循环。
- **销量下滑主要因素：**周期后半段销量快速增长后被透支，政府收紧流动性，经济下行压力较大。

图：重卡年销量变化/万辆



# 重卡：内外需接力支撑销量复苏，依然看好

- “经济势” + “政策势” 双势能驱动板块修复，2024~2025年重卡销量周期依然持续向上。
- 展望2024年，内需900万台保有量下90万台置换需求叠加30万台重卡出口，国内重卡销量中枢上移至120万台。



# 年度预测：2024~2025年依然有望迎来景气向上

- 预计2023~2025年重卡批发销量91.1/112.2/130.1万辆，出口分别为27.6/29.5/32.5万辆，同比增加。
- 新能源拐点尚未来临，核心系统续航/成本等技术尚未突破；但燃气重卡突破迅速，核心系国内天然气市场价相对更低，同时加气站等基础设施布局较为完善。

图：重卡行业年度销量预测

行业总量	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
GDP-不变价/万亿元	64.4	68.9	74.6	83.2	91.9	98.7	101.4	114.9	121.0	127.7	134.1	140.1
Yoy	8.5%	7.0%	8.4%	11.5%	10.5%	7.3%	2.7%	13.4%	5.3%	5.5%	5.0%	4.5%
行业保有量/万辆	534	530	569	635	710	762	841	907	839	873	918	963
Yoy	6.3%	-0.7%	7.4%	11.6%	11.7%	7.4%	10.4%	7.9%	-7.5%	4.0%	5.2%	4.9%
单位保有量对应GDP/万元	1206	1300	1311	1309	1296	1295	1206	1267	1442	1463	1460	1455
行业上险/万辆	74.4	46.3	66.6	102.8	104.4	116.3	157.3	141.3	47.9	61.3	82.2	97.6
Yoy		-37.8%	44.1%	54.3%	1.6%	11.4%	35.2%	-10.2%	-66.1%	27.8%	34.2%	18.6%
行业批发/万辆	74.4	55.0	72.8	111.2	114.8	117.4	161.7	139.3	67.2	91.1	112.2	130.1
Yoy	-3.9%	-26.0%	32.4%	52.7%	3.2%	2.3%	37.7%	-13.8%	-51.8%	35.6%	23.2%	15.9%
行业产量/万辆	74.8	53.5	73.7	114.4	111.2	119.3	165.2	129.8	63.2	91.6	113.2	130.1
Yoy	-1.7%	-28.5%	37.7%	55.3%	-2.7%	7.2%	38.5%	-21.4%	-51.4%	45.1%	23.6%	14.9%
渠道库存/万辆		3.7	1.2	1.4	3.4	(7.3)	(1.8)	(13.3)	1.8	2.2	0.5	0.0
企业库存/万辆	0.4	(1.5)	0.8	3.2	(3.6)	1.9	3.6	(9.5)	(4.0)	0.5	1.0	0.0
出口/万辆		5.0	5.0	6.9	7.0	8.4	6.1	11.4	17.4	27.6	29.5	32.5
报废量/万辆	42.7	49.9	27.2	36.9	30.3	64.2	78.4	74.8	116.0	27.9	36.7	53.0
报废比例	8.0%	9.4%	4.8%	5.8%	4.3%	8.4%	9.3%	8.2%	13.8%	3.2%	4.0%	5.5%
新能源销量/万辆					0.1	0.5	0.3	1.0	2.5	3.1	5.3	9.8
Yoy								302.7%	139.9%	22.4%	74.5%	82.5%
新能源渗透率					0.1%	0.4%	0.2%	0.7%	5.2%	5.0%	6.5%	10.0%
纯电渗透率					0.1%	0.4%	0.2%	0.7%	4.7%	4.0%	5.0%	7.0%

# 重卡景气度预测：24Q1批发/零售均高增

## 核心假设：

1. 国内经济稳增长；2. 汽车的刺激政策或小幅支持

图：2024全年及分季度、分月度重卡/新能源景气度预测数据

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4E	2024Q1E	2024Q2E	2024Q3E	2024Q4E	2023E	2024E
产量/万辆	24.5	24.1	21.0	22.0	29.0	31.0	28.0	25.2	91.6	113.2
Yoy	3.1%	65.3%	75.0%	71.9%	18.3%	28.6%	33.1%	14.9%	45.09%	23.60%
批发/万辆	24.1	24.7	21.8	20.4	29.4	30.4	27.0	25.4	91.1	112.2
Yoy	4.3%	66.7%	52.4%	37.3%	21.9%	23.1%	23.9%	24.3%	35.63%	23.22%
上险/万辆	16.3	15.5	15.4	14.0	22.2	22.2	19.7	18.1	61.3	82.2
Yoy	35.6%	16.8%	26.8%	34.0%	35.8%	43.1%	28.4%	28.9%	27.85%	34.24%
其中：天然气重卡	1.92	3.40	5.41	5.34	8.44	9.10	8.29	7.07	16.08	32.90
天然气渗透率	11.77%	21.93%	35.20%	38.07%	38.0%	41.0%	42.0%	39.05%	26.24%	40.00%
出口/万辆	6.5	7.4	7.1	6.6	7.2	7.5	7.3	7.5	27.6	29.5
Yoy	77.60%	100.36%	8.37%	89.69%	10.83%	2.03%	2.11%	13.74%	58.57%	6.92%

2024年	1月	2月	3月	4月	5月	6月
批发销量/万辆	6.8	8.2	14.4	11.6	9.5	9.3
Yoy	39.5%	6.3%	24.8%	39.6%	22.7%	7.6%
环比	36.0%	20.6%	75.7%	-19.5%	-18.1%	-2.0%
零售销量/万辆	4.5	6.0	11.7	9.0	7.0	6.2
Yoy	59.2%	2.0%	53.2%	62.4%	38.5%	25.3%
环比	13.49%	33.3%	95.1%	-23.1%	-22.2%	-11.3%
出口销量/万辆	2.3	2.2	2.7	2.6	2.5	2.4
Yoy	22.6%	-2.5%	14.2%	9.1%	3.7%	-6.1%
环比	-4.17%	-4.3%	22.7%	-3.7%	-3.8%	-4.0%

**供给/政策驱动，看好燃气重卡支撑总量向上**

# 供给侧：中长期燃气供给增加，价格有望保持低位

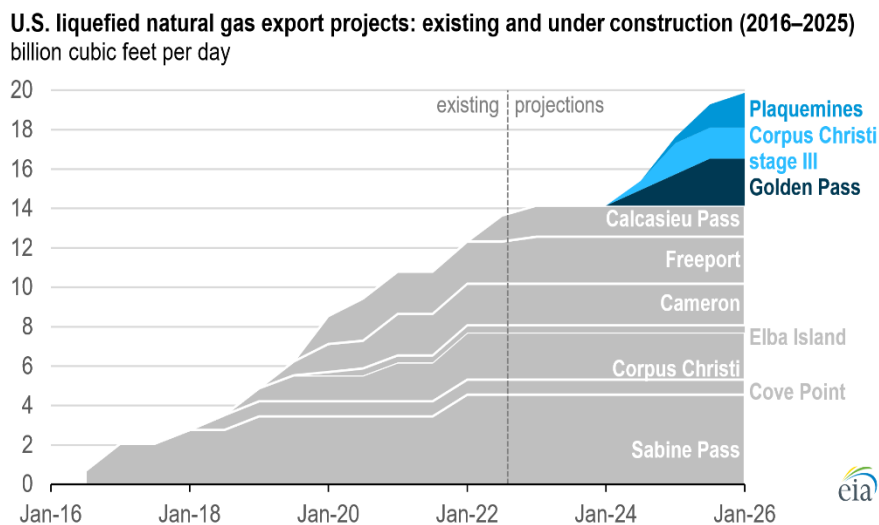
- **2022年全年处于高位，主要系地缘摩擦导致供给收缩**：年初俄乌战争爆发，导致全球能源价格大幅走高，天然气现货价格大幅上涨，全年国内LNG价格居高不下。
- **2023年进入下跌通道，欧洲下调天然气需求量，国内天然气供给较为充裕**：春节前夕LNG市场供给增加，价格下降幅度较大。3月以来由于气温较往年持续偏暖，**国际现货价格持续走低，叠加国内LNG进口量增加供给端保持持续充裕状态**，天然气市场价格整体保持持续低位。
- 23Q3以来，随取暖旺季需求走强，**季节性因素带动天然气价格短期上涨**。中长期时间维度，**国内+海外天然气供给保持持续充裕状态，国内需求整体保持稳定，天然气市场价有望持续低位**。

图：2022年以来国内主要城市LNG/CNG均价变化情况

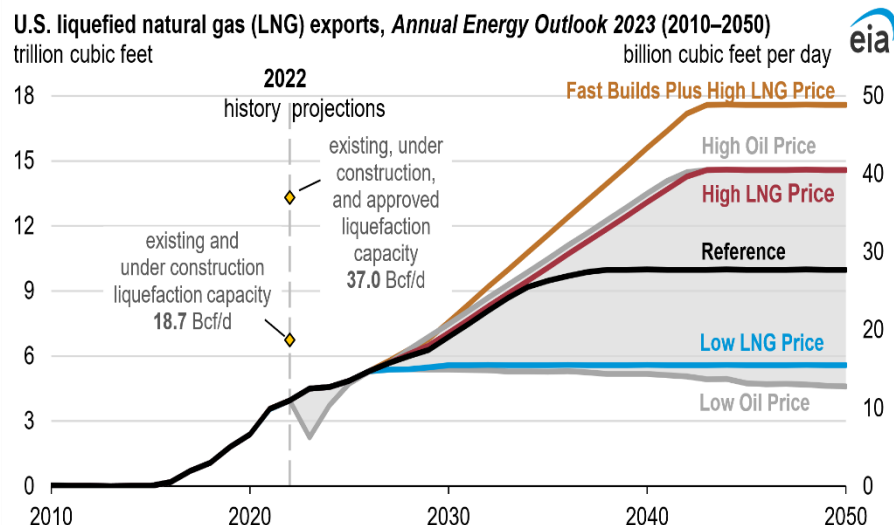


- 美国加大LNG接收站建设力度，出口能力持续提升，全球中长期天然气供给持续增加。
- 到2022年7月，美国已超过澳大利亚、卡塔尔成为全球最大的LNG出口国。2022年，美国LNG日均出口量106亿立方英尺（约合3亿立方米）。2022年8月，美国第7个LNG项目Calcasieu Pass提前投运。此外，在建的Golden Pass LNG项目单线LNG生产能力最高可达8亿立方英尺/d（约合0.23亿立方米/d）；Plaquemines LNG和Corpus Christi Stage III项目采用模块化技术，建设时间更短；Calcasieu Pass LNG则在FID（最终投资决定）后30个月开始生产LNG，为美国LNG出口项目历史最短建设周期。
- 若上述三个在建LNG出口项目顺利建成，到2025年，美国LNG峰值出口能力将至少增加57亿立方英尺/d（约合1.6亿立方米/d），出口能力提升53%。

图：美国加大LNG接收站建设力度



图：美国天然气出口能力持续提升

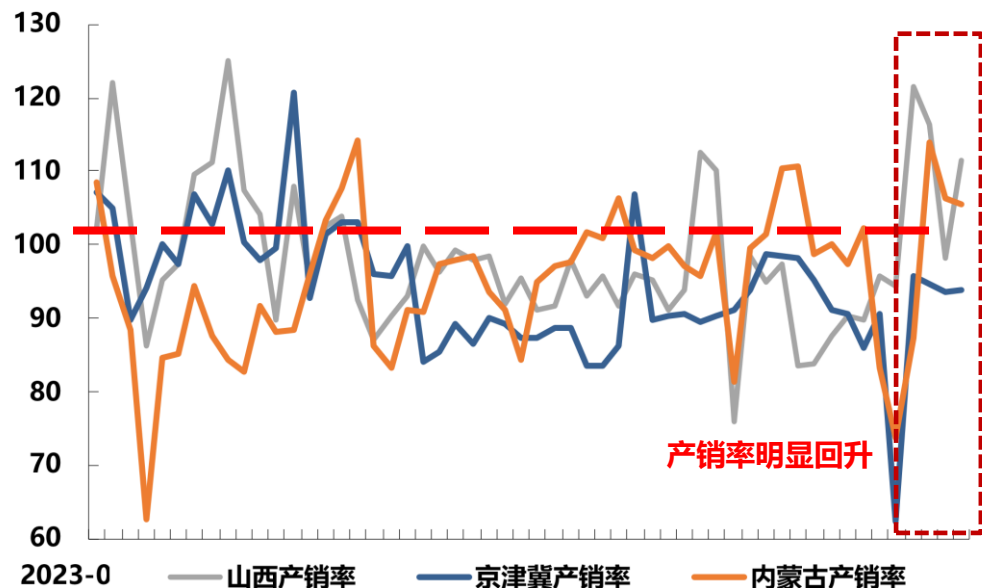




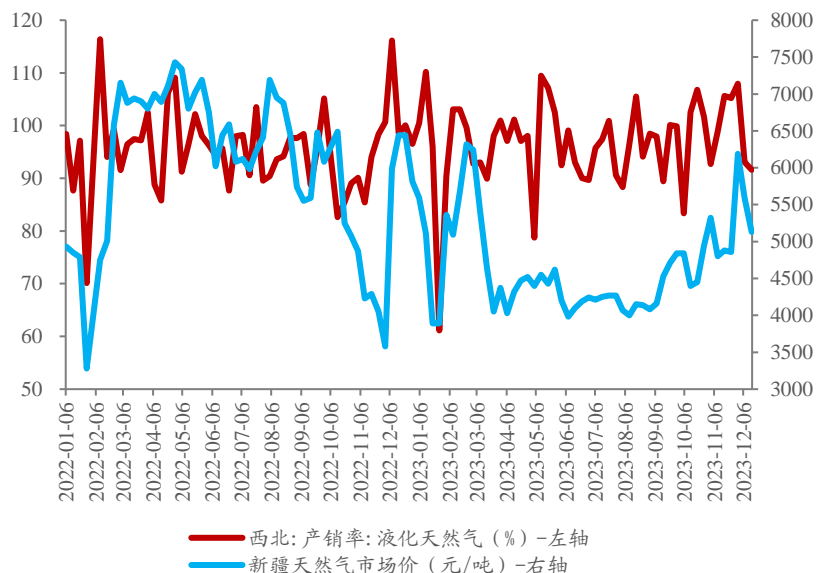
# 供给侧：中短期国内产销率走低，市场价有望下滑

- 市场供需结构稳定，目前旺季价格处于相对高位，但较低产销率水平下，未来价格有望下探：
  - 【中短期供需相对稳定】：国内天然气增产上储工作不断推进，天然气供应保持充裕，地下储气库储备充足；但工业领域环保、安全各方检查力度加大，一定程度压制工业用天然气的需求量。
  - 【季节性因素走高，但有望回落】：降温预警下，国内LNG市场迎来供暖后的需求小高峰，后期价格或将稳中走低。进入12月以来，国内LNG主要产地产销率持续偏低，主要系降温不及预期，市场需求偏弱，供大于求，因此LNG价格上涨乏力，未来有望进一步回落。

图：2023年以来国内LNG主要产地（山西/京津冀/内蒙古）产销率走势/%



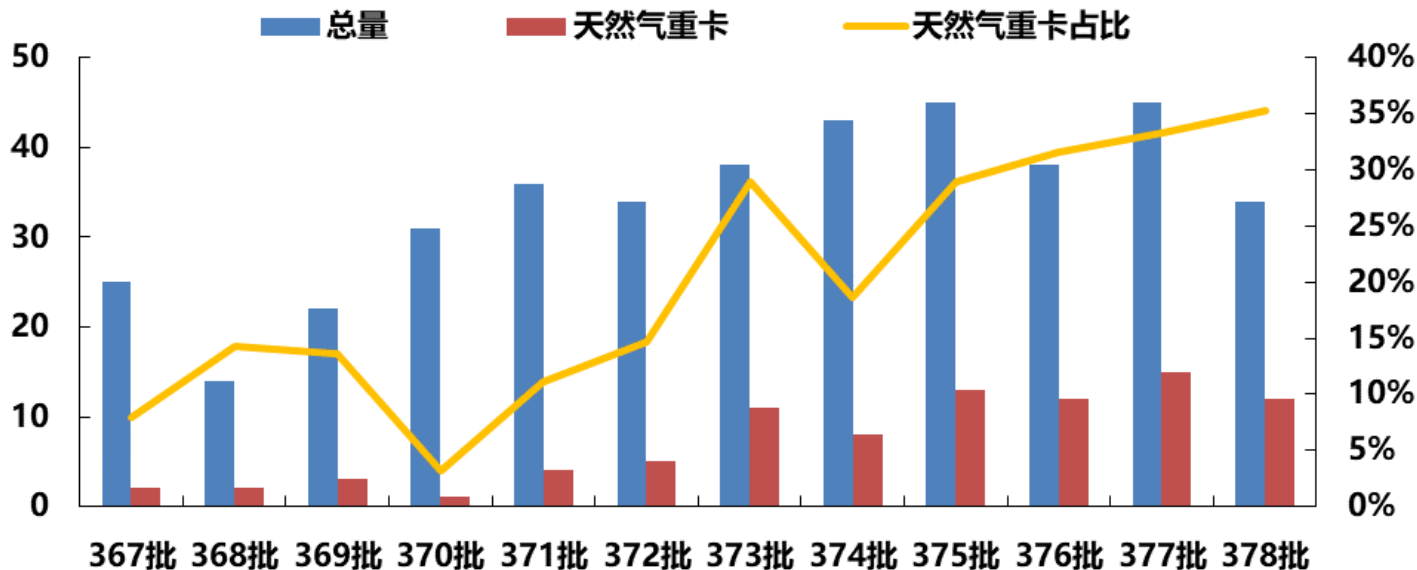
图：以新疆为例，短期产销率/%（左轴）对天然气市场价（右轴）产生正向影响



# 供给侧：新车较多，燃气重卡申报比例已超30%

- **天然气重卡逐步成为主流新车型，各车企产品矩阵持续丰富有望进一步刺激需求：**根据工信部每月新车申报批次数据，2023年以来天然气重卡新车申报数量从年初的2款增加到11月的12款，**占重卡所有申报车型的比例从8%提升到35%。**
- 从车企角度看，随着油气价差拉大，天然气重卡未来市场需求旺盛，车企加强车型开发，预计未来新车申报率将进一步提高，市场可供选择车型更广，供给丰富有望驱动需求高增。

图：2023年1-12月工信部各批公示牵引车申报统计（单位:款）



图：全国不同地区/省份均出台十四五期间天然气运输管道/加气站/消费量等相关目标，推动天然气产业发展

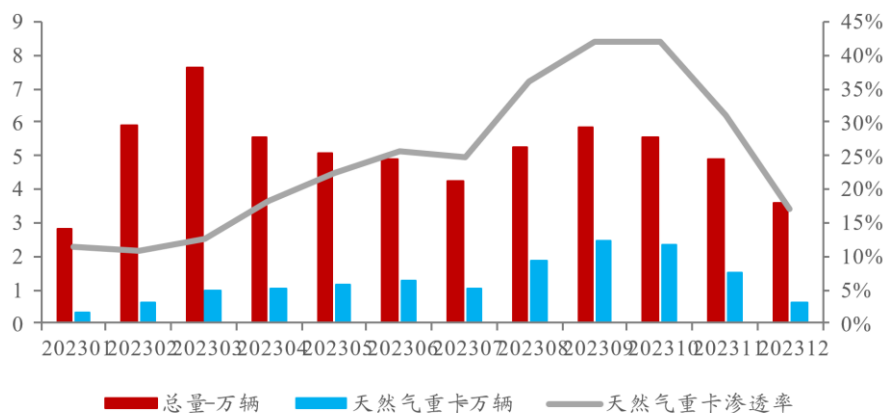
地区	省份	目标规划
西南	四川	到2025年，天然气年产量达到630亿立方米，十四五期间，建成全国最大天然气生产基地，天然气年产量力争达到630亿立方米，天然气管道达到2.25万公里以上，年输配能力达700亿立方米。到2025年，新增加气站500座，其中CNG加气站15座、LNG加气站401座、L-CNG加气站8座、CNG/LNG合建站76座
西北	甘肃	十四五期间，城区加油加气站服务半径不低于0.9公里;国道、县乡道加油加气站与周边相邻站点车行距离不小于15公里
	陕西	到2022年底，力争全省天然气消费165亿方。到2025年，全省天然气产量达到360亿立方米加大天然气储备调峰能力建设，建成映224储气库、陕17储气库、榆林37储气床、延安富县储气库以及西安、碧南、咸阳3个天然气(LNG)储气调峰设施
	宁夏	到2025年，全区天然气产量力争达到10亿立方米以上，形成多渠道多气源供应格局
华中	河南	到2025年，天然气、油品管道里程分别突破8000公里、3000公里
	湖北	到2025年，天然气消费量达到100亿立方米以上，占能源消费总量比重达到7%左右
	湖南	2022-2025年，续道7条管道《含国家支干线1条》，新建8条管道，新增“一”《新疆煤制气外输管道广西支干线》，形成“两纵三横”输气管网，2023年实现管道“市市通”，2025年管道总里程达到4600公里·2026-2030年，续建3条管道，新建13条管道，再新增“一纵”《怀化-龙江-中方-洪江及洪江-会-清州-通道输气管道》、“一横”(桂阳-离禾-宁远-通县输气管道)，形成以“三纵四横”骨干管网为主的全省“一张网”输气格局，构建布局合理、预盖广泛、保障有力的天然气管网，2030年管道总里程超5000公里
华南	广东	到2025年，全省城市居民天然气普及率达到70%以上，年用气量达到200亿立方米以上，城市天然气利用规模进一步扩大1市县建成区输气管网基本实现全覆盖，城市天然气输配系统更加配套完善
	广西	到2025年，力争北部湾LNG储气能力达到15亿立方米

图：全国不同地区/省份均出台十四五期间天然气运输管道/加气站/消费量等相关目标，推动天然气产业发展

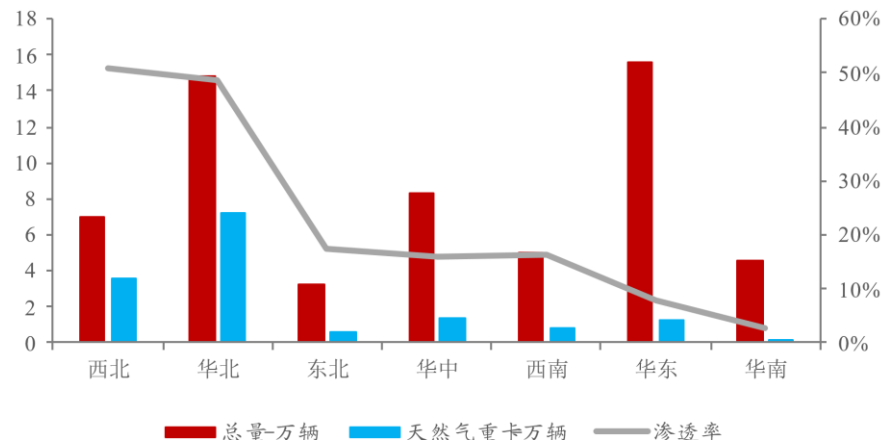
地区	省份	目标规划
华东	山东	对于LNG加气站2023-2024年规划建设21座，2024-2025年规划建设20座；到2023年，天然气供气量从2020年的221.6亿立方米增加到260亿立方米
	上海	到2025年，天然气年供应能力达到137亿立方米左右，储备能力达到20天；到2030年，天然气年供应能力达到165亿立方米左右，储备能力不低于20天；到2025年，天然气占一次能源消费比重提升至17%左右
	江苏	到2025年，天然气消费量占能源消费比重达到14%以上，电煤占煤炭消费比重提高到68%以上
	浙江	到2025年，全省境内电力装机容量达到1.37亿千瓦左右，天然气消费量达到315亿立方米左右，全省能源储备体系更加优化，煤炭石油天然气储存能力达到1.2亿吨标准煤，能源应急储备能力满足高质量供应需求。2025年，全省天然气消费量315亿立方米，在一次能源消费结构中的占比提高至12.98%；全省城乡居民天然气气化率达到40%以上；LNG接收能力达到3000万吨以上《其中自贸试验区接收能力达到2300万吨以上》，储气能力达到18.4亿立方米以上
	安徽	到2035年，天然气管道(含省际气源干线、省内天然气干线、省内天然气支续)约6500公里，实现管道天然气覆盖人口70%
华北	北京	到2026年，日输气能力达到3亿立方米，满足全市天然气全年总重和高峰用气需求，应急储备能力达到14亿立方米左右；合理引导天然气消费，到2025年，天然气消费量控制在200亿立方米左右
	天津	到2025年，全市天然气消费量力争提高至145亿立方米以上。预计到2025年海洋原油产量达到3800万吨，天然气消费达到30亿立方，形成千亿级海洋油气产业链条
	河北	到2025年，非化石能源消费占能源消费比重提高到13%以上，可再生能源装机占全部电力装机比重达到60%左右。加快省内天然气集输管网建设，提高燃气应急储备能力，2025年管道分输能力达到1.5亿方/日
	山西	到2025年，进一步降低煤炭在一次能源消费中所占比重，提升非化石能源消费比例，新能源装机占比达到40%左右，天然气消费比重达到12%以上
	黑龙江	到2025年，天然气消费量争取接近100亿方

- **总量：燃气重卡渗透率年内高增，需求韧性较强。**截至2023年12月，全国累计销售重卡61.3万辆，其中天然气重卡15.2万辆，总体渗透率25%。天然气重卡渗透率于9/10月达到42%小峰值，12月随天然气终端价格上涨，渗透率回落至17%。
- **地区维度：天然气重卡渗透率【西北/华北领先，东北/华中/西南次之，华东以及华南较低】**
- 2023年以来，**西北天然气渗透率领先全国，累计达51%高水位**；华北累计销售重卡14.8万辆，其中天然气重卡7.2万辆，占比48%，量为国内第一。华东/华中地区重卡总销量规模较高，但当前渗透率较低，截止2023年12月，分别累计为8%/16%，推广速度较慢，未来具备较大提升空间。

图：2023年1-12月国内重卡零售情况



图：2023年1-12月国内重卡分地区零售情况



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/826035140022010040>