

看好重卡出海突破性机遇

证券分析师：黄细里

执业证书编号：S0600520010001

联系邮箱：huangxl@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199793

2023年6月19日

- **自主重卡出海如火如荼。**以性价比为核心竞争力，中国重汽为代表的自主品牌重卡2020年以来涨势强劲，2020~2022年由10万量级提升至20万量级水平，2~3年中短期来看重卡出海有望突破30万量级，3~5年中长期来看聚焦东南亚/南美/中东等市场，自主重卡出口量级有望再度翻倍。
- **车企角度，重汽为龙头，有望充分受益。**中国重汽凭借成熟渠道售后体系布局优势稳定占据45%~50%的出口份额，陕汽/解放/东风等迅速跟进，出口持续向上。
- **海外重卡市场三梯队分布，第二梯队为自主出海核心市场。**1) **第一梯队：**欧美、南亚/东亚等成熟市场，重卡需求规模较大，本土戴姆勒/帕卡等强势重卡品牌格局稳固，单价较高，自主突破难度较大；2) **第二梯队：**东南亚/独联体/拉美等发展市场，重卡需求规模中等，无本土强势重卡品牌，自主以性价比优势有望持续突破；3) **第三梯队：**非洲/中东等市场，重卡需求规模较小。当前来看，非洲市场自主取得明显优势，第二梯队独联体/东南亚逐步开拓，拉美市场未来有望贡献较大增量。通过抢占戴姆勒/沃尔沃/帕卡/斯堪尼亚等品牌份额，非洲+独联体+东南亚+拉美等四大市场累计市场规模36万辆左右；东亚/南亚等具有本土强势重卡品牌的地区也逐步开拓，市场份额稳中小升。
- **全球重卡龙头发展复盘：技术为王，收购为市场开拓的有效手段。**分析全球龙头企业戴姆勒、帕卡和斯堪尼亚三家企业发展历程，技术力&管理整合能力为全球化开拓核心支撑。1) 构筑技术力+品牌形象为市场开拓的基础（斯堪尼亚实现海外开拓）；2) 资产收购为迅速实现海外本土化起量的有效手段（戴姆勒迅速全球化布局）；3) 完善的品牌售后渠道为稳固并提升全球市场份额的核心保障（斯堪尼亚退出美国）。对龙头展望长期，自主品牌全球市场量价齐升依然可期：1) 自主重卡企业基于海外新兴国家市场，以性价比为优势实现份额迅速提升；2) 随产品高端化进程持续推进，以及重卡相关金融等附加业务占比提升，实际盈利能力有望进一步开拓。
- **风险提示：**全球重卡行业景气度波动超预期，自主重卡出口增速超预期，海外市场竞争加剧超预期，人民币汇率波动超预期。

■ 看好重卡出口高增长下受益企业【中国重汽+中集车辆】，关注【潍柴动力+一汽解放】。1) 总量角度，海外市场规模销量有望翻倍，核心增量市场来源于俄罗斯的自主快速替代以及东南亚/南美等市场的竞品份额。2) 格局角度：重卡领域中国重汽以成熟渠道体系为核心竞争力有望持续收益保持接近50%左右的稳定份额，陕汽/解放/东风/福田等头部品牌共同发力，多点开花。3) 自主重卡出口加速，有望带动中集专用车上装业务出海同步加速，与海外半挂业务协同发展贡献增量。

图：全球重卡市场规模情况与测算

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
海外市场（除欧美）/万辆	78.0	78.0	78.0	78.0	78.0	78.0	78.0	78.0	78.0	78.0
自主出口整体	9.2	7.8	9.3	7.9	14.1	19.1	25.2	27.2	28.9	30.8
市占率	11.8%	10.0%	11.9%	10.1%	18.1%	24.5%	32.3%	34.9%	37.0%	39.5%
东亚整体	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
东亚-自主重卡	0.4	0.5	0.4	0.4	0.9	0.8	1.0	1.2	1.3	1.4
自主市占率	3.6%	3.9%	3.7%	3.4%	7.4%	6.3%	8.0%	10.0%	11.0%	12.0%
东南亚整体	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
东南亚-自主重卡	4.1	2.3	2.9	2.5	4.9	5.0	5.4	5.6	5.9	6.1
自主市占率	45.9%	25.9%	32.4%	27.7%	54.4%	55.7%	60.0%	62.0%	65.0%	68.0%
独联体整体	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
独联体-自主重卡	0.3	0.4	0.7	0.5	1.0	4.0	7.7	8.3	8.3	8.3
自主市占率	3.0%	3.9%	6.2%	4.4%	9.2%	36.1%	70.0%	75.0%	75.0%	75.0%
南亚整体	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
南亚-自主重卡	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.8	1.3
自主市占率	1.8%	1.6%	0.8%	0.6%	1.0%	1.1%	1.5%	2.0%	3.0%	5.0%
非洲整体	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
非洲-自主重卡	2.7	2.8	3.5	2.9	5.1	5.7	6.0	6.0	6.0	6.0
自主市占率	44.4%	46.4%	57.7%	47.5%	85.4%	94.8%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
中东整体	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
中东-自主重卡	0.4	0.4	0.2	0.3	0.4	1.0	1.4	1.5	1.6	1.8
自主市占率	8.2%	7.7%	4.9%	5.0%	7.4%	19.8%	27.0%	30.0%	32.0%	35.0%
拉美整体	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
拉丁美洲-自主重卡	0.5	0.5	0.6	0.5	0.9	1.5	2.4	3.0	3.6	4.2
自主市占率	3.8%	4.5%	5.0%	4.1%	7.3%	12.4%	20.0%	25.0%	30.0%	35.0%
其他地区-自主重卡	0.3	0.5	0.7	0.8	0.7	1.0	1.0	1.2	1.5	1.8

备注：重卡海外市场缺少可靠

数据来源：海关总署，戴姆勒/



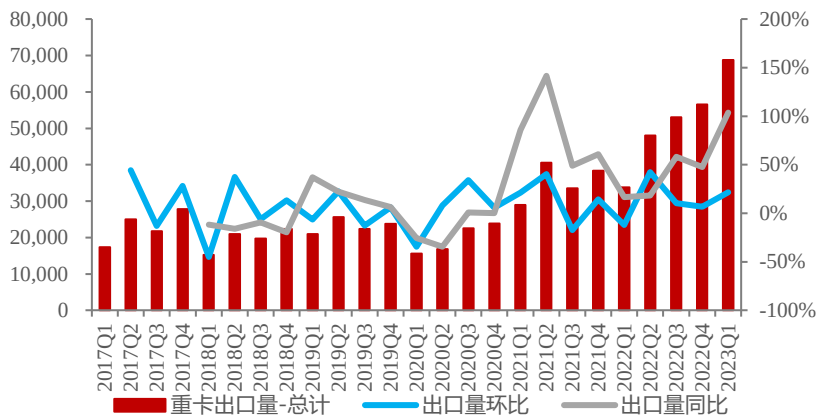
- **自主出口现状：**重汽为主，如火如荼
- **海外市场分析：**非洲为先，空间广阔
- **龙头路径总结：**品牌为王，全球化资产收购
- **厂商规划：**渠道加速，聚焦非/东南亚/南美
- **投资建议与风险提示**

自主出口现状：重汽为主，如火如荼

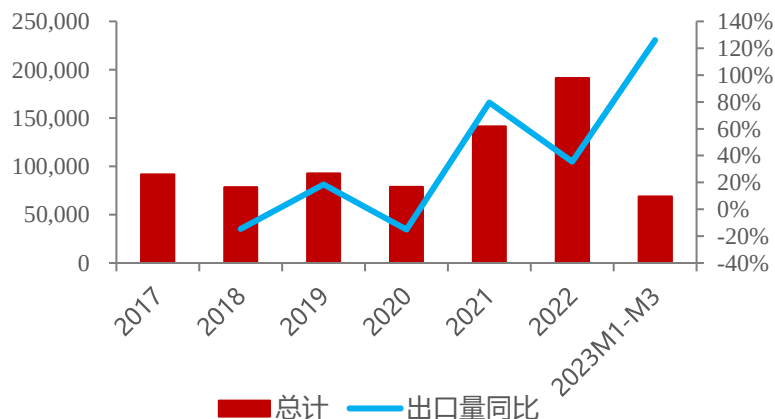
国内重卡出口加速增长，产品结构较为稳定

- 2021年起国内重卡出口量增长明显，2021/2022年重卡出口约14.1/19.1万辆（海关口径），同比+79.6%/ 35.4%；出口产品结构较为稳定，以20吨以上的重卡与牵引车为主。

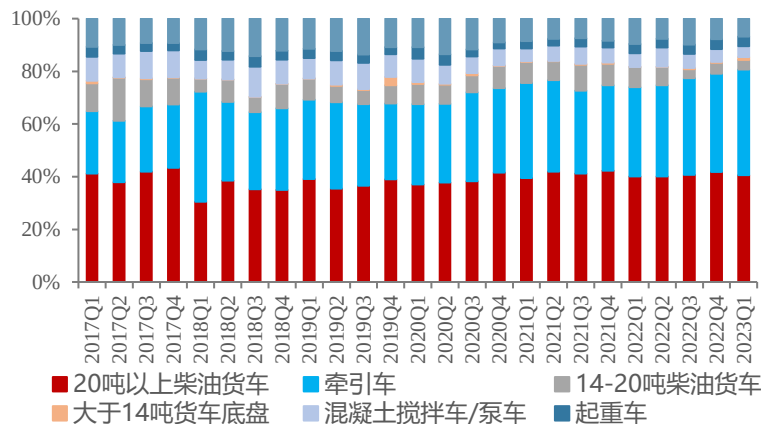
图：国内重卡出口量情况-季度/辆



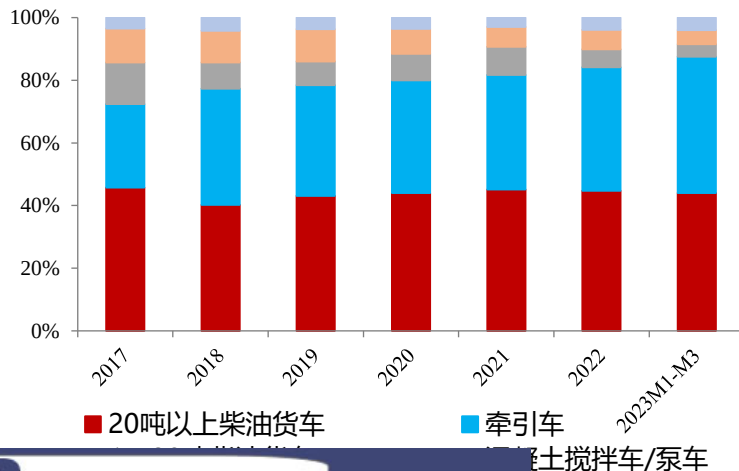
图：国内重卡出口量情况-年度/辆



图：国内重卡出口结构情况-季度



图：国内重卡出口结构情况-年度

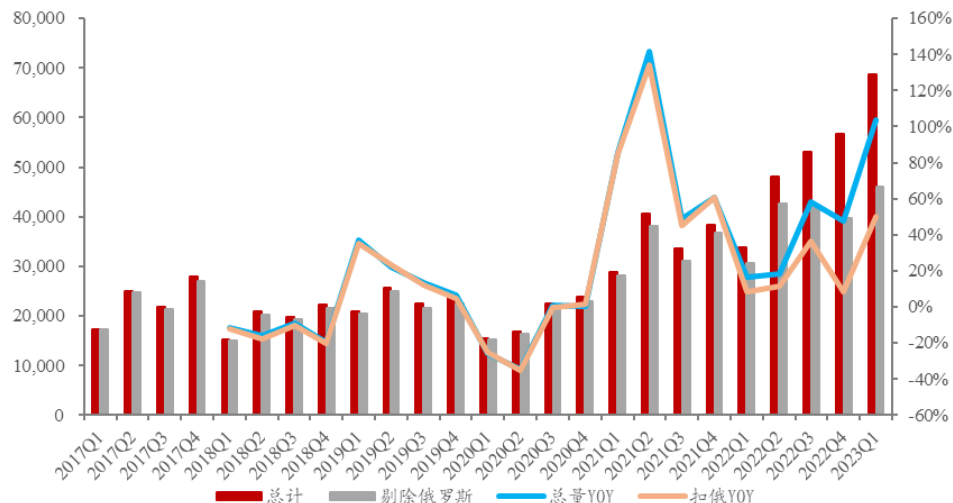


- **东南亚、非洲为自主重卡出口的重要市场，2022年起俄罗斯/中东等地区市场全面开花。**
- 2022年前越南与菲律宾为自主重卡出口的主要市场，2022年后对俄重卡出口量快速提升，中东市场出口量提升也较为明显。**当前海外市场中，非洲市场自主重卡已经占据主力地位。**
- 2021年前其他地区平均出口量仍处于较低水平，但逐年增长趋势明显，2021年后海外各市场平均销量较2017年约翻倍，各市场销量差距逐渐缩小。

图：国内重卡主要出口地区销量占比



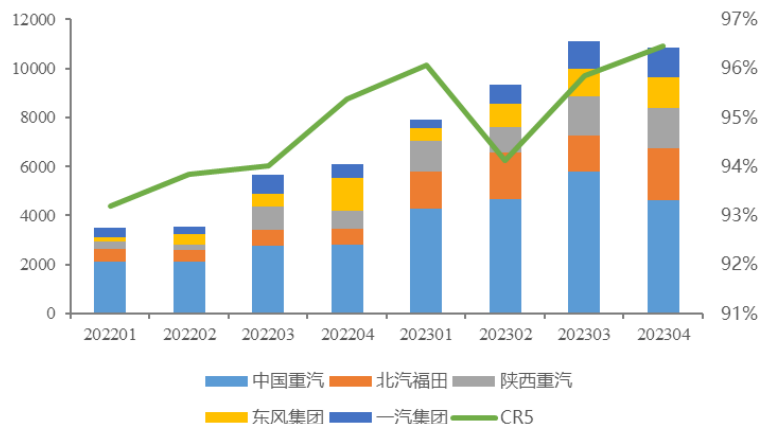
图：国内重卡出口总量以及扣俄后总量/辆



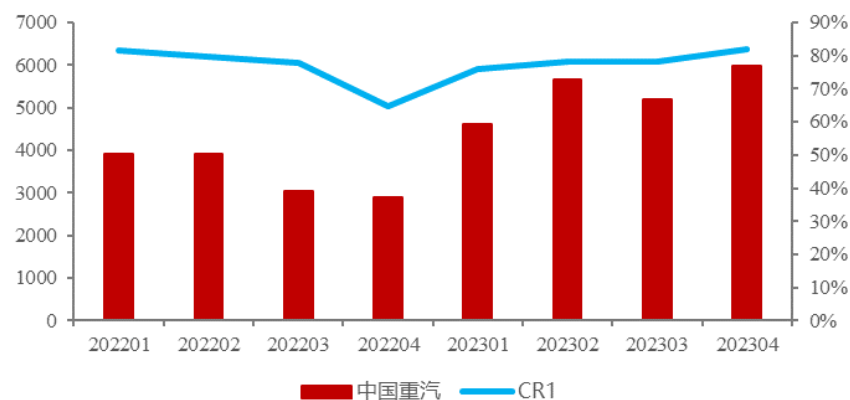
重汽出口份额领先，半挂牵引/整车市占率较高

- 中国重汽重卡出口市占率行业领先。2022年以来，半挂牵引车占整车出口比例由2022年初36%增加至2023年4月47%，整车比例小幅下滑，重汽持续保持领先优势，市占率稳定占据45%~50%。

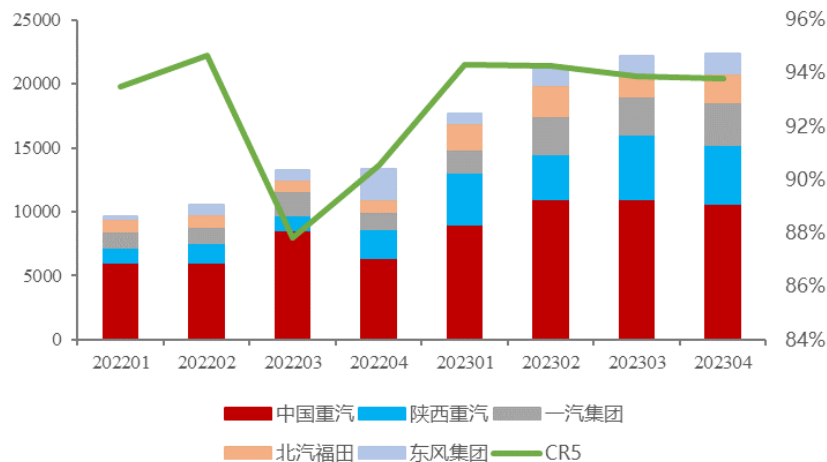
图：国内重点车企半挂牵引车出口市占率情况（单位：辆）



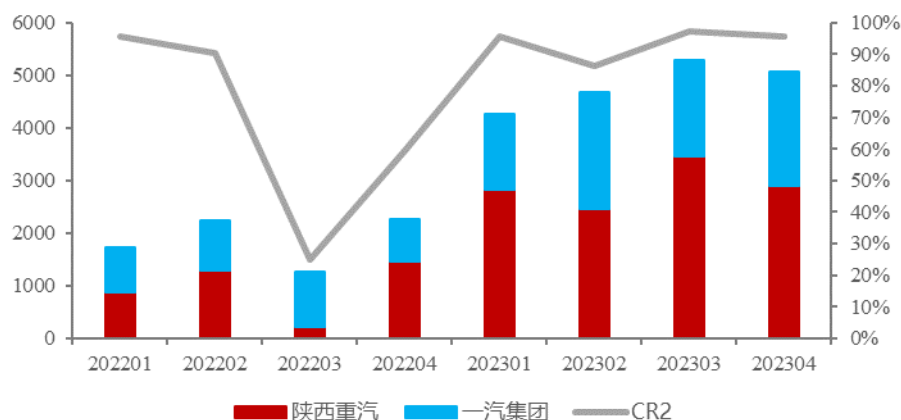
图：国内重点车企重卡整车出口市占率情况（单位：辆）



图：国内重点车企重卡出口市占率情况（单位：辆）



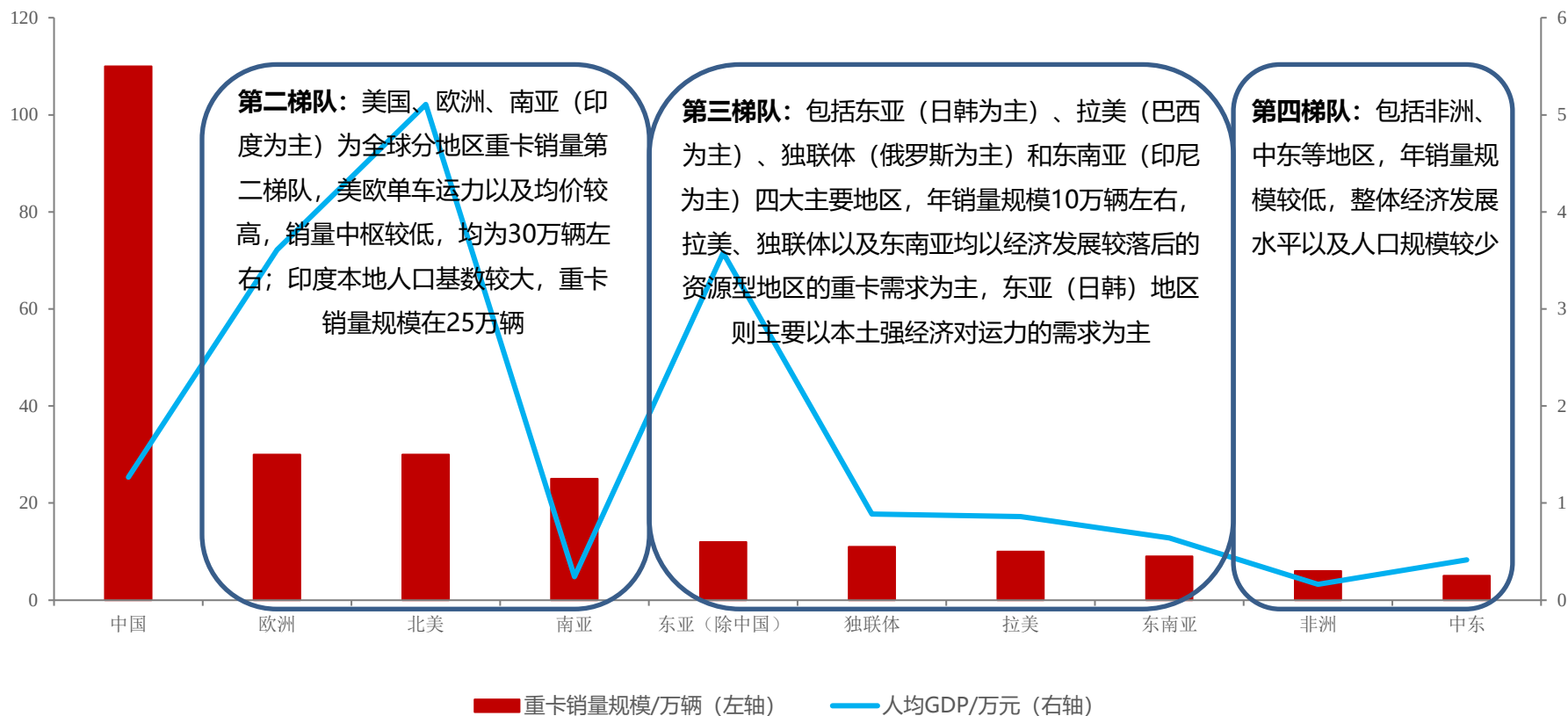
图：国内重点车企重卡底盘出口市占率情况（单位：辆）



海外市场分析：非/俄为先，空间广阔

- 全球重卡年销量规模超250万辆，“区域集中”+“人口/经济强相关”。自下而上角度测算，全球重卡年销量规模250万辆以上，其中中国占比40%+，北美以及欧洲占比均为12%，为重卡销量第一梯队；其他地区重卡销售呈现“国别集中”的特征，印度、日韩、巴西、俄罗斯、印尼等分别作为第二/第三梯队地区的主力销售国家，第四梯队地区内的国家经济发展水平与人口规模均较低，各年销量累计不足12万辆。

图：全球分地区重卡年销量中枢/万辆



全球重卡主要地区格局汇总

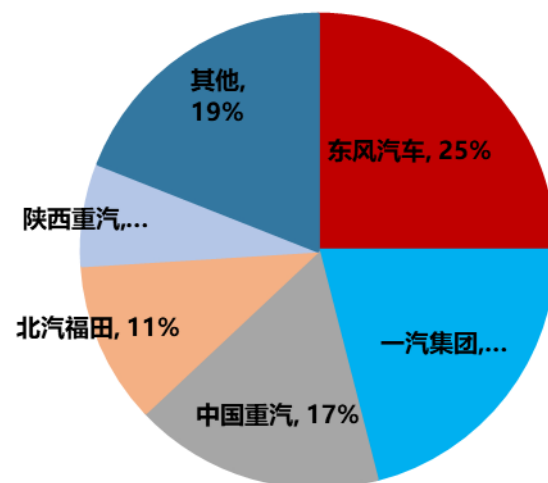
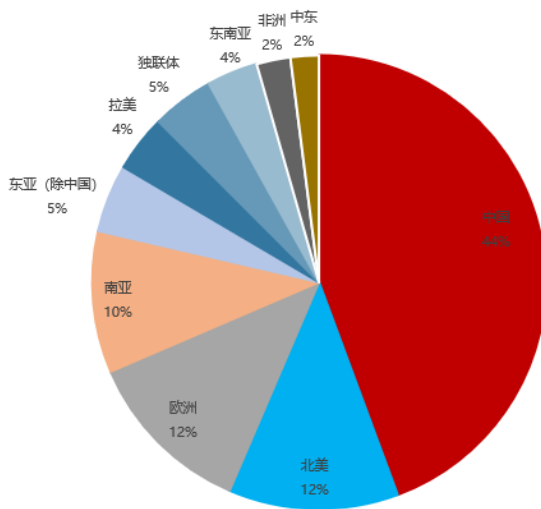
- 中美欧地区重卡销售呈现格局集中趋势，中国CR5占比80%+，美国CR2占比70%+，欧洲CR5占比80%；南亚/东亚/拉美/东南亚/中东等当前以戴姆勒等外资为主；非洲/独联体等以重汽等为主。

图：全球分地区重卡年销量比例分布以及格局透视

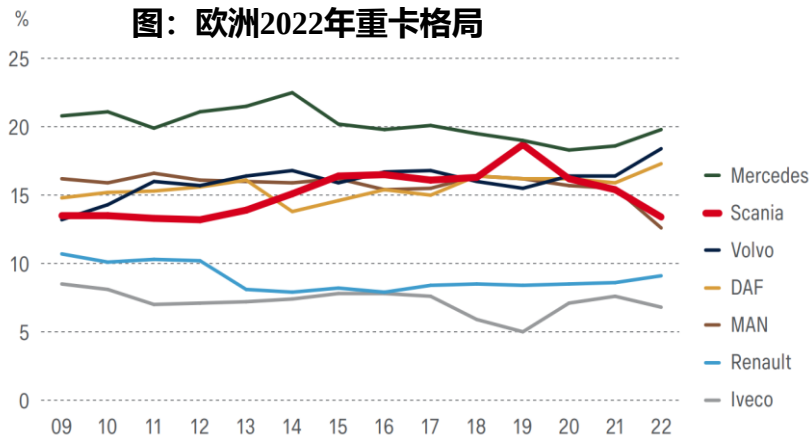
图：中国2022年重卡格局

表：其他地区主要重卡玩家

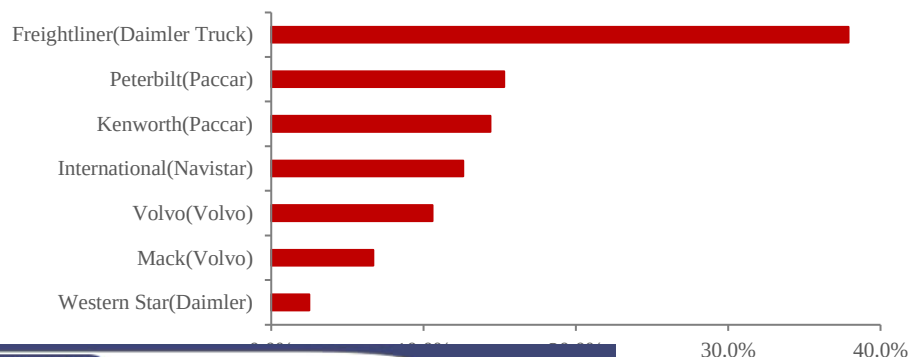
地区	主要重卡玩家
南亚	塔塔+戴姆勒
东亚	戴姆勒-扶桑
拉美	戴姆勒+帕卡
独联体	卡玛斯+重汽+陕汽
东南亚	戴姆勒-扶桑+重汽
非洲	重汽
中东	戴姆勒等
中亚	东风+重汽



图：欧洲2022年重卡格局



图：美国2022年重卡格局



北美重卡年销量约30万辆，戴姆勒为市场龙头

- 北美地区2022年重卡销量30.99万辆，竞争格局较为集中和稳定，戴姆勒市占率遥遥领先。
- 北美地区主要竞争企业为戴姆勒卡车、帕卡以及沃尔沃卡车，2022年卡车销量（以中重卡为主）分别为21.3/9.6/5.7万辆，重卡细分板块市占率分别为40.0%/29.8%/16.2%，近十年戴姆勒卡车与帕卡市占率均较为稳定，沃尔沃卡车市占率略有下降。
- 美国为北美地区主要市场，戴姆勒卡车美国市场销量占北美销量比例为87.6%。

图：北美地区重卡行业与竞争格局情况/万辆

北美地区（美国+加拿大）	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
行业销量-重卡	23.63	27.03	30.17	24.32	24.44	31.06	33.63	23.49	27.01	30.99
北美（Class 8）	23.63	27.03	30.17	24.32	24.44	31.06	33.63	23.49	27.01	30.99
北美（Class6-7）	6.59	7.33	8.02	8.56	8.13	9.80	10.80	7.44	8.37	8.83
各公司销量										
帕卡	6.87	8.48	9.13	7.15	8.42	10.53	11.72	7.33	8.63	9.56
戴姆勒（北美自由贸易区，含墨西哥）	13.52	16.15	19.19	14.57	16.50	18.97	20.11	16.00	18.22	21.33
其中:美国				12.20	14.00	16.10	17.40	13.94	16.22	18.68
其中:加拿大								1.36	1.24	1.45
其中:墨西哥								0.70	0.77	1.20
斯堪尼亚	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
沃尔沃	4.48	5.77	6.45	3.92	3.79	5.39	6.23	3.20	4.76	5.65
各公司市占率										
帕卡	28.0%	27.9%	27.4%	28.5%	30.7%	29.4%	30.0%	30.1%	29.2%	29.8%
戴姆勒	36.0%	35.9%	39.3%	40.0%	40.0%	40.0%	38.8%	40.0%	40.0%	40.0%
斯堪尼亚	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
沃尔沃（仅重卡）	18.8%	20.1%	19.6%	17.7%	15.6%	17.0%	16.2%	16.3%	17.3%	16.2%

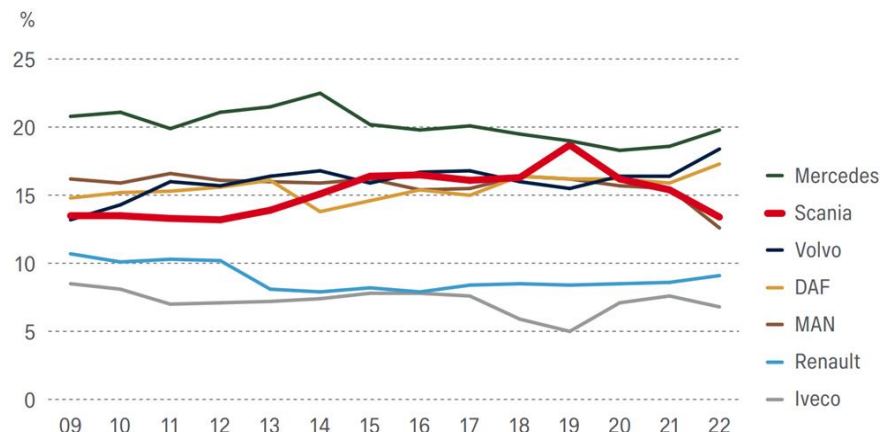
*未标注的均含中卡销量，斯堪尼亚所有数据均只含重卡

欧洲重卡年销量30万辆，戴姆勒/斯堪尼亚领先

■ 欧洲2022年重卡销量29.8万辆，行业集中度较高，各公司市占率较平均，沃尔沃和戴姆勒卡车表现较好。

➤ 欧洲地区主要竞争企业为沃尔沃、戴姆勒、斯堪尼亚和帕卡(DAF品牌)，2022年销量分别为9.4/8.6/6.2/4.3万辆。整体行业竞争格局较为稳定，戴姆勒、帕卡、沃尔沃欧洲市占率有提升趋势；2020~2022年斯堪尼亚、德国曼欧洲市场重卡份额下降较多。

图：欧洲地区重卡行业市占率情况



图：欧洲地区重卡行业与竞争格局情况/万辆

欧洲	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
行业销量-重卡	24.02	22.76	27.00	30.54	30.70	32.21	32.30	23.12	27.70	29.75
欧洲 (>16吨)	24.02	22.76	27.00	30.54	30.70	32.21	32.30	23.12	27.70	29.75
其中:英国				6.05	5.74	5.65	5.77	2.53	2.95	3.34
各公司销量										
帕卡	4.84	3.95	4.74	5.30	5.71	6.38	5.99	4.29	5.32	6.24
戴姆勒	6.59	5.74	6.48	7.98	8.23	8.54	7.98	6.06	6.64	8.63
斯堪尼亚 (仅重卡)	3.31	3.38	4.39	4.98	4.84	5.20	5.89	3.67	4.24	4.33
沃尔沃				8.21	8.97	9.24	8.63	6.50	8.08	9.36
各公司市占率										
帕卡	16.2%	13.8%	14.6%	15.5%	15.3%	16.6%	16.2%	16.3%	15.9%	17.3%
戴姆勒								18.5%	18.6%	20.0%
斯堪尼亚 (仅重卡)	13.9%	15.1%	16.5%	16.5%	16.2%	16.4%	18.7%	16.2%	15.5%	13.4%
沃尔沃 (仅重卡)	24.2%	24.4%	22.8%	25.9%	25.5%	24.8%	24.2%	25.1%	25.3%	27.8%

拉美重卡销量超12万辆，戴姆勒/沃尔沃/帕卡居前

- 2022年墨西哥与巴西市场卡车销量约12.4万辆，其中巴西重卡年销量为9.8万辆。
- 国际重卡车企销量差距较小，2019年巴西市场中戴姆勒/沃尔沃/斯堪尼亚/帕卡市场份额约为32%/23%/17%/10%。2022年帕卡墨西哥市场份额较高，市占率约33%，但自2013年后年市占率下降较多。南美地区国际重卡车企销量与市场份额增长均较慢。

图：拉丁美洲/南美和其他地区重卡行业与竞争格局情况/万辆

拉丁美洲/南美地区	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
行业销量	12.78	11.27	6.46	5.67	5.83	7.87	10.19	6.74	11.79	12.37
墨西哥	2.40	2.00	2.30	2.70	2.60	2.60	2.70		1.99	2.58
巴西（仅重卡）	10.38	9.27	4.16	2.97	3.23	5.27	7.49	6.74	9.80	9.79
各公司销量										
帕卡（墨西哥+南美+澳洲）	2.00	1.86	1.60	1.64	1.76	2.00	2.17	1.71	2.32	2.79
戴姆勒（不含墨西哥）	5.93	3.22	3.05	2.75	3.05	3.82	4.26	3.32		
其中:巴西				1.21	1.34	2.14	2.97	2.53	3.47	3.62
其中:阿根廷				0.39	0.56	0.35				
斯堪尼亚（仅重卡）	1.97	0.26	0.52	0.21	0.97	1.27	1.49	1.22	2.12	2.11
沃尔沃	2.91	2.37	1.11	0.94	1.11	1.61	2.37	1.74	2.86	3.20
各公司市占率										
帕卡（仅重卡）	45.0%	41.0%	40.4%	35.7%	35.2%	34.7%	44.9%		41.6%	40.1%
墨西哥	45.0%	41.0%	40.4%	35.7%	35.2%	34.7%	35.1%		35.9%	33.2%
巴西							9.8%		5.7%	6.9%
澳洲	24.5%	23.5%	23.2%	22.9%	22.9%	24.0%	21.9%	24.5%	27.1%	24.4%
戴姆勒										
巴西	24.7%	25.8%	26.7%	29.8%	27.6%	27.9%	31.8%	29.2%		
斯堪尼亚（仅重卡）										
巴西	19.0%	15.3%	12.6%	14.3%	17.8%	16.4%	17.0%	12.9%	15.9%	
沃尔沃（仅重卡）										
巴西	20.0%	21.3%	20.1%	18.9%	18.4%	20.1%	22.5%	22.2%	22.2%	24.6%

*未标注的均含中卡销量，斯堪尼亚所有数据均只含重卡

亚洲为全球重卡主要市场，国际车企市占率较低

- 亚洲（除中国）地区重卡市场以印度/印尼/日本为主，2022年印度重卡销量约23万辆。亚洲地区分车企来看，戴姆勒销量总体约15.6万辆，印度尼西亚与日本市场份额较高；沃尔沃销量约1.9万辆，除印度外，沃尔沃于各地区市场份额均呈下降趋势。

图：亚洲和其他地区重卡行业与竞争格局情况/万辆

亚洲和其他地区		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
行业销量-重卡		93.96	94.07	80.51	100.01	141.51	150.22	141.85	170.57	154.91	90.17
中国		77.41	74.37	55.07	73.29	111.69	114.79	117.43	161.89	139.53	67.19
日本		3.38	4.22	4.45	4.73	4.68	4.82	4.99			
印度		13.17	15.48	20.99	21.99	25.14	30.61	19.44	8.67	15.38	22.98
各公司销量											
帕卡		—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
戴姆勒（不含豪曼）		16.72	16.72	14.77	12.50	14.90	16.47	13.52	9.82	14.34	15.60
斯堪尼亚（仅重卡）											
亚洲			1.29	0.83	0.93	1.32	1.05	0.77	0.91	0.96	0.93
亚欧大陆		0.60	0.26	0.32	0.67	0.80	0.58	0.51	0.77	0.14	0.04
沃尔沃											
亚洲		2.87	3.24	3.20	3.15	3.55	3.23	2.94	1.46	1.48	1.91
非洲和大洋洲		1.56	1.68	1.35	1.24	1.25	1.38	1.32	0.75	0.88	1.18
各公司市占率											
帕卡		—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
戴姆勒											
印度尼西亚			47.4%	48.0%	46.7%			44.2%	49.0%		
印度		3.0%	6.2%	7.3%	6.8%	9.1%	7.0%	5.8%	9.1%		
日本		20.2%	20.1%	20.8%	20.4%	19.6%	19.3%	18.8%	20.4%		
斯堪尼亚（仅重卡）		—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
沃尔沃（仅重卡）											
中国			14.4%	13.8%	12.8%	13.0%	13.0%	14.5%	13.0%	12.2%	12.4%
日本		18.7%	19.4%	18.9%	17.0%	19.0%	18.0%	18.5%			
印度			3.6%	3.7%	4.8%	4.9%	4.8%	4.7%	6.7%	6.8%	7.2%
南非			26.7%	24.0%	22.7%	25.6%	27.3%	31.1%	17.2%	17.0%	19.0%
澳洲			24.6%	26.3%	25.5%	23.9%	22.8%	25.8%	23.2%	17.3%	17.0%

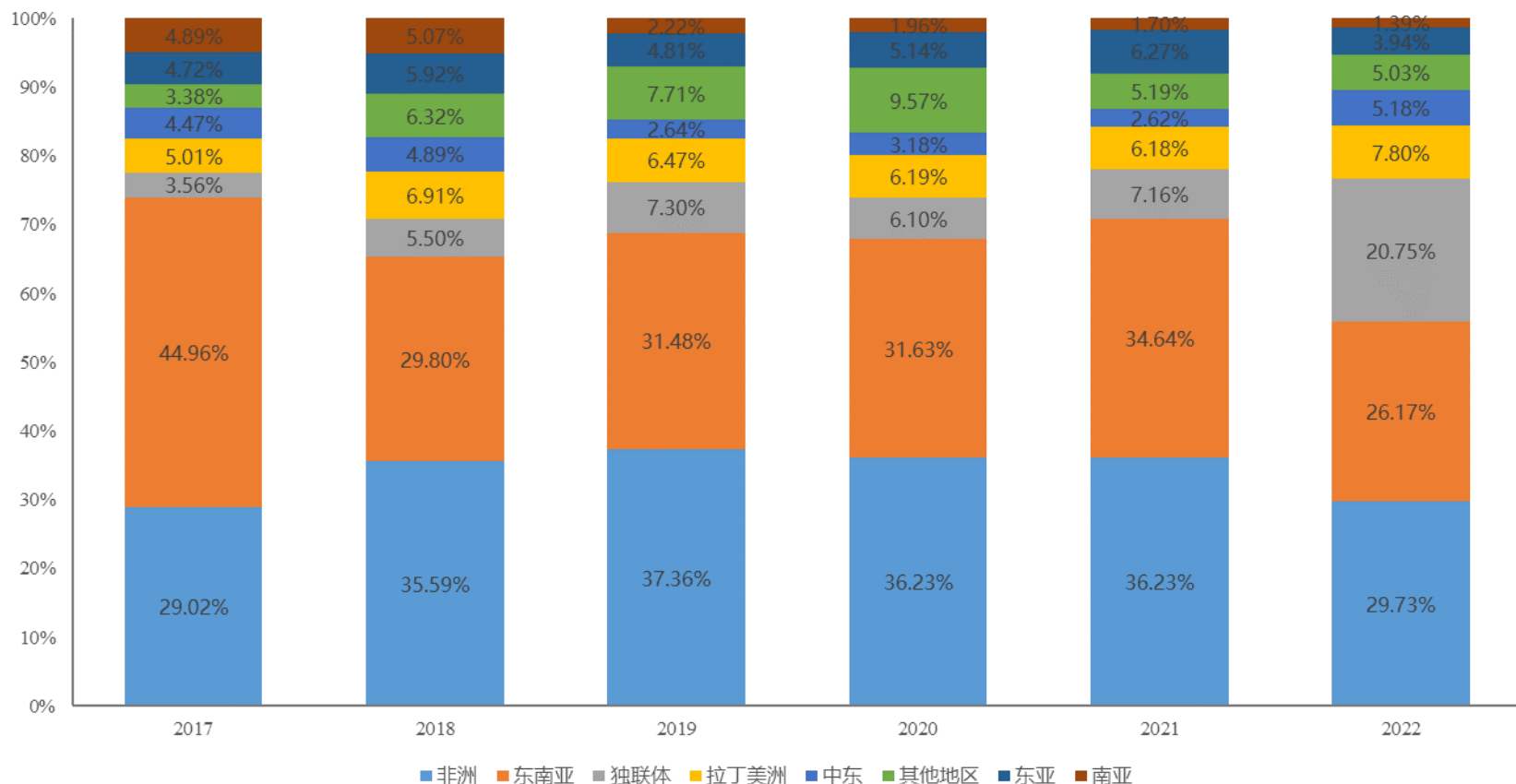
*未标注的均含中卡销量，斯堪尼亚

数据来源：各公司官网，东吴

其他地区：非洲/东南亚为主力，独联体迅速提升

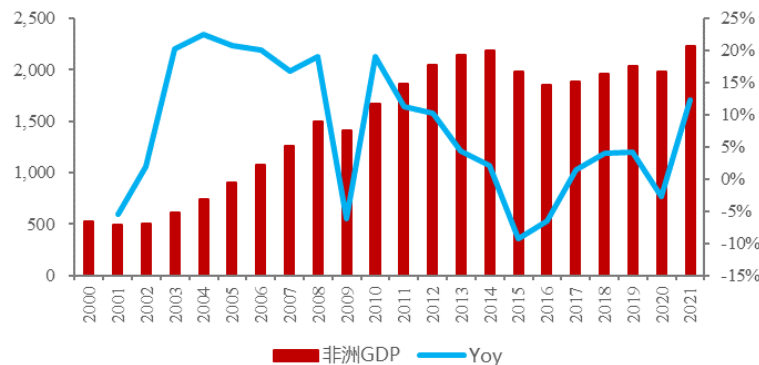
- 当前自主品牌重卡出口主要集中在欧美之外的地区，并有70%以上的份额集中于非洲/东南亚地区，2022年新增独联体（主要是俄罗斯），受益自主重卡品牌在海外市场影响力不断提升，拉美/中东等地区市场份额也同步发展，市场迅速开拓，呈现百花齐放的格局情况。

图：自主品牌重卡分地区出口量占比变化



- 当前自主品牌在非洲重卡市场份额已经达到50%以上的较高水平，未来份额有望进一步提升，但空间相对有限。但非洲当前经济发展水平相对落后，未来有较大提升空间，随经济发展，生产工具消费前置化，自主重卡受益市场规模扩大红利，销量有望提升。
- 俄罗斯市场在地缘政治因素下迅速开拓，东南亚/南美市场当前份额较低，主要竞对集中于戴姆勒/扶桑等品牌，未来有望凭借性价比优势提升对应市场份额，享受规模扩张&份额提升的双重红利。

图：非洲/独联体/东南亚/拉美地区GDP总量以及同比变化/十亿美元



龙头扩张路径总结：技术为王，全球化资产收购

核心总结：管理整合&技术双向赋能重卡龙头崛起

- **戴姆勒**：技术赋能强势产品铸就品牌，多元收购快速开拓海外市场，实现全球重卡龙头地位。
- **帕卡**：强管理整合能力，收购肯沃斯进军重卡，收购整合美/澳/欧等市场玩家，持续迭代。
- **斯堪尼亚**：公路之王强技术能力，拒绝多元业务，深耕重卡核心技术&模块生产提升竞争力。
- **纳威斯达**：强渠道中管理弱技术，重卡整车&零部件多业务并举，产品/技术慢迭代导致份额下滑

图：全球重卡市场头部企业发展总结对比

全球重卡头部企业发展总结对比				
比较维度	戴姆勒	帕卡	斯堪尼亚	纳威斯达
核心竞争力	技术力&管理整合能力	管理整合能力	技术力	渠道力
市场地位	全球龙头：北美/欧洲等核心市场龙头地位，拉美/东亚/东南亚全球布局	全球头部：北美/欧洲头部地位，拉美等核心市场布局	全球头部：欧洲市场头部地位，“公路之王技术标签”	北美市场头部
业务范围	重卡一体化，并拓展全汽车领域	专注于重卡整车智造	重卡整车及零部件垂直一体化	重卡整车及零部件垂直一体化
单车均价/万美元	10.78	15	11.22	10
年销量水平/万	40左右	15~20	接近10	6~8
毛利率水平（大致）	30%	15%	25%	15%~20%
净利率水平（大致）	7%~10%	10%	5%~10%	-3%~3%
发展起源	汽车发动机&农机动力领域	铁路/记录设备行业	自行车&火车车厢制造	农机&建筑行业
市场扩展方式	二战美国军用订单起步，持续收购海外品牌快速扩张	持续收购本土以及外部企业	二战瑞典军用订单起步，深耕技术/品牌逐步海外扩张	收购/合资并举开拓

1、戴姆勒：技术赋能，多元收购开启全球扩张

- 公司发展历程可分为三个阶段：1)技术积累起家；2) 关键车型推广，铸就市场口碑；3) 多元收购切入海外市场，全球化版图逐渐完善。前期充足渠道与部件供应商为业务提供生产+服务支撑

动力技术起家的商用车巨头

- 1879：卡尔奔驰成功研发**燃气驱动二冲程发动机**
- 1883：推出二冲程“系统奔驰”发动机
- 1890：戴姆勒汽车公司成立
- 1896：世界上第一部发动机驱动的**平板载重车**交货，该车型搭载复杂悬挂系统，和先进的齿轮传动装置，该装置是**现代卡车重要减速齿轮驱动技术的前身**，也是奔驰卡车的标志性设计
- 1926：戴姆勒和奔驰公司合并，成立了戴姆勒-奔驰公司（Daimler-Benz）

关键产品更迭引领公司迅速成长

- 乌尼莫克：由农用转向军用再进入民众**
- 1945：乌尼莫克车型最初作为**农用作业机器**，主打实用性，随后快速推广开来。后获得**美军军用订单**，逐渐受到**公共部门青睐**
- 1950：1948年该车型在柏林大批量生产，1950年戴姆勒奔驰接手**乌尼莫克项目**，整合**技术专利和营销组织等资源**，戴姆勒在**拖拉机农用领域的市场地位建立**
- 1953：具有了**软顶式和全封闭驾驶室车型**，随后推出更多扩展车型，公司凭借发动机的优势，**成为了德国军方的第一大客户**
- 1963：推出不同轴距、款式、应用场景的车型，发动机功率不断升级，车型开始适用于**公路和越野行驶**，**公司重卡功能更加多元化**

多元收购开启全球加速扩张之路

- 1981：收购**北美福莱纳卡车Freightliner**。1999年福莱纳第100万辆卡车下线，当下福莱纳已经成为北美地区常年销量前三卡车品牌之一
- 2000：收购**加拿大重卡公司Western Star**，戴姆勒通过公关等宣传，推动西星车型快速进入**加拿大、墨西哥、澳大利亚**等市场
- 2005：**三菱FUSO**商用车转让85%以上股份。三菱凭借其丰富的**轻卡、中重卡产品**，覆盖了**东南亚、中亚、澳洲及南美洲和非洲等第三世界国家地区**
- 2012：专门成立**印度巴拉特**品牌，以出色油耗效率获得市场青睐，在**印度高速发展、国产卡车尚不成熟时抢占市场先机**，2016年巴拉特奔驰突破月销3万辆大关
- 2012：**中国市场成立福田戴姆勒**

北美
&
南美



非洲
印度
东南亚
第三世界



中国

FOTON DAIMLER
AUTOMOTIVE
福田戴姆勒汽车

欧洲

DAIMLER TRUCK
FUSO

底特律动力为公司南北美两大品牌提供全动力链方案；市场下沉+全球35家工厂，加速配套与提供全生命周期链的服务

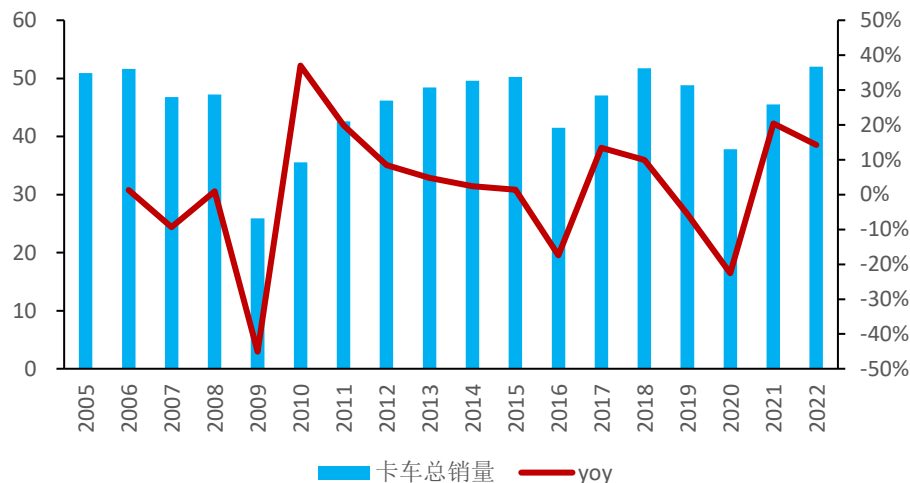


前期布局
支撑后期支出

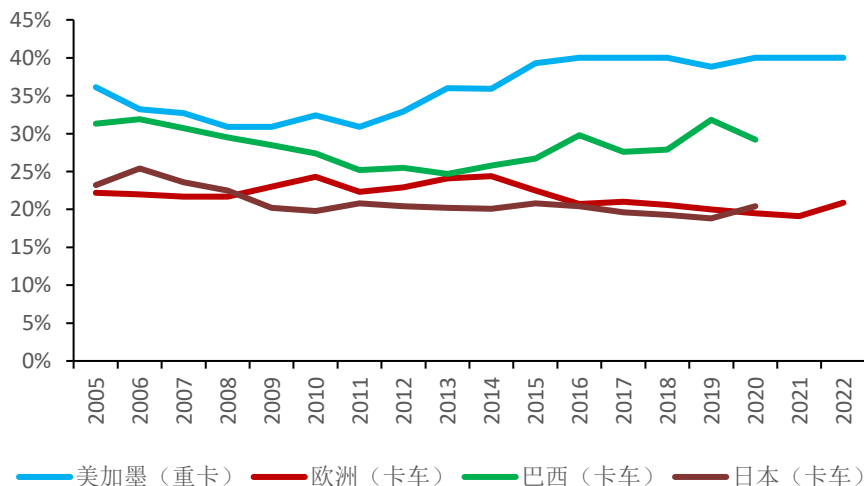
重卡销量/份额整体稳定，各大主要市场份额前列

- 2005~2022年戴姆勒集团卡车销量稳定
45~50万台水平，除09年全球金融危机以及
20年全球疫情等特定因素外，整体销量维稳。
分地区角度：戴姆勒卡车主要集中于北美/亚
洲以及欧洲等相对成熟且发达的重卡市场。
- 北美/欧洲/南美（主要是巴西）/日本市场市占
率分别稳定在40%/23%/28%/20%左右，重
卡行业全球龙头地位稳固。

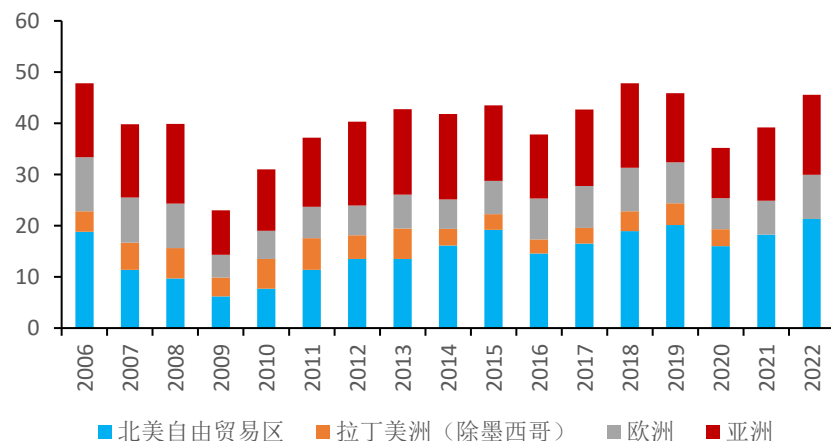
图：戴姆勒卡车销量（单位：万辆）



图：戴姆勒卡车市占率



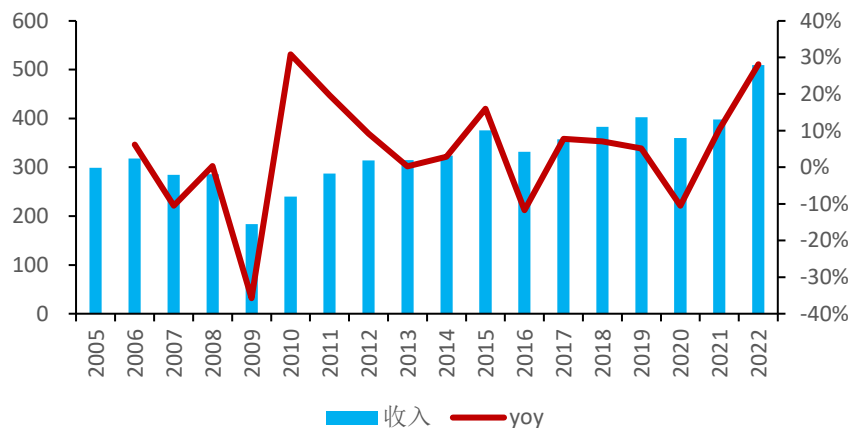
图：戴姆勒卡车主要地区销量（单位：万辆）



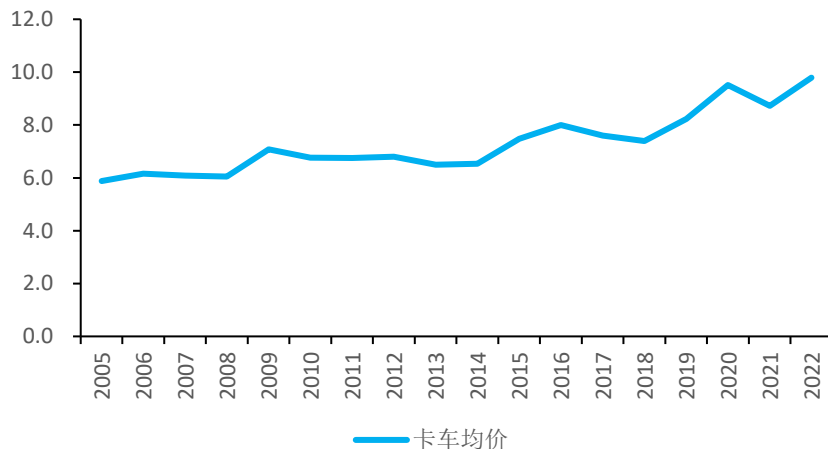
盈利能力表现领先，进入稳定回报期

- 营收角度：戴姆勒单车均价保持缓慢提升趋势，由05年6万欧元至22年提升至接近10万欧元。
- 盈利能力角度（以息税前净利润/营收计）：戴姆勒卡车稳定于20%~25%区间波动；ROE角度（以息税前净利润/净资产计），戴姆勒稳定于20%~30%区间波动，整体盈利能力表现较好。

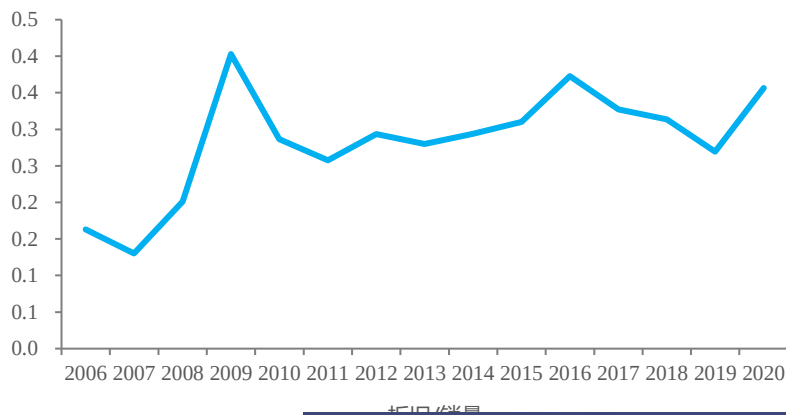
图：戴姆勒卡车营收（单位：亿欧元）



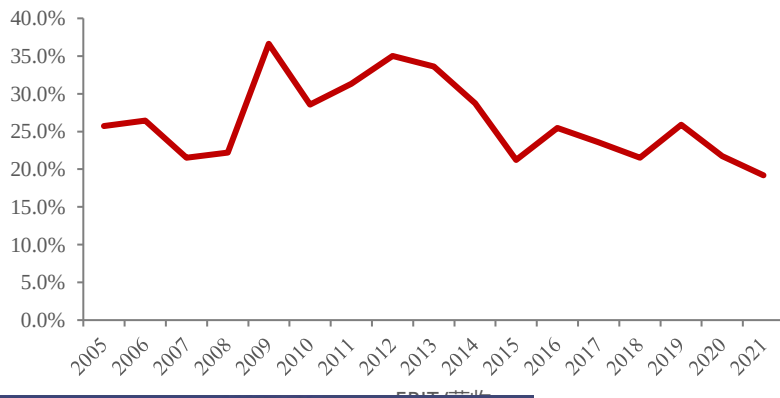
图：卡车均价（单位：万欧元）



图：戴姆勒卡车单车折旧摊销情况（单位：亿欧元）



图：戴姆勒卡车业务EBIT/营收（卡车业务净利率）



2、帕卡：规模收购开拓市场，实现全球扩张

- 公司发展可分为三个阶段：
- 1) 业务转型，1905年初步成立，1945年正式进军重卡生产领域。
- 2) 完善卡车布局，以收购形式扩大美国/英国本土份额，于墨西哥/澳洲成立合资公司，并成立零部件部门完善产业链布局。
- 3) 在全球扩张中逐渐成为龙头企业，收购欧洲DAF重卡品牌，形成全球主要市场重卡产业布局

业务转型

- 1905年，在西雅图创立，最初是一家生产铁路产品和记录设备的公司
- 1917年，与Twohy Brothers公司合并，新公司名称：Pacific Car and Foundry Company
- 1944年，收购了创建于1942年的为美国海军提供船只和军舰的两家公司
- 1945年，通过收购Kenworth肯沃斯汽车公司，正式进入重型卡车生产领域

完善卡车市场以及产业链布局

- 1954年，收购密苏里州的Dart Truck Company和加州的 Peterbilt Motors Company，以扩大自身份额
- 1960年，在墨西哥成立合资公司
- 1966年，在澳洲成立合资公司
- 1972年，PACCAR International成立
- 1980年，收购英国卡车生产商Foden Trucks
- 1987年，收购汽车零部件制造商Al's Auto Supply and Grand Auto Incorporated;
- 1992年，帕卡零部件公司成立

在全球扩张中逐渐成为龙头企业

- 1996年，收购DAF卡车公司
- 1998年，收购Leyland利兰汽车公司。正式形成了旗下的四大支柱模式：DAF, Kenworth, Peterbilt, Leyland
- 1995年，PACCAR International远销40多个国家，成为北美最大的出口商之一
- 2013年，在巴西开设了一家新的DAF工厂，扩大了其全球业务。该工厂为南美市场组装DAF XF和CF车辆
- 2017年，在加利福尼亚州桑尼维尔市宣布了其硅谷创新中心，该中心负责协调下一代产品开发工作，并确定有助于未来汽车性能的新兴技术

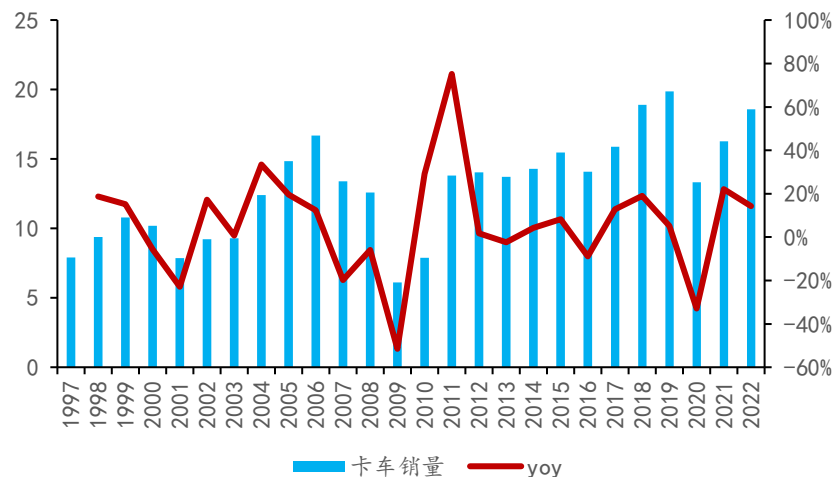
销量中枢逐步提升，北美+欧洲为主要销售区域

■ 销量中枢稳定提升逐步回升，全球龙头地位稳固。

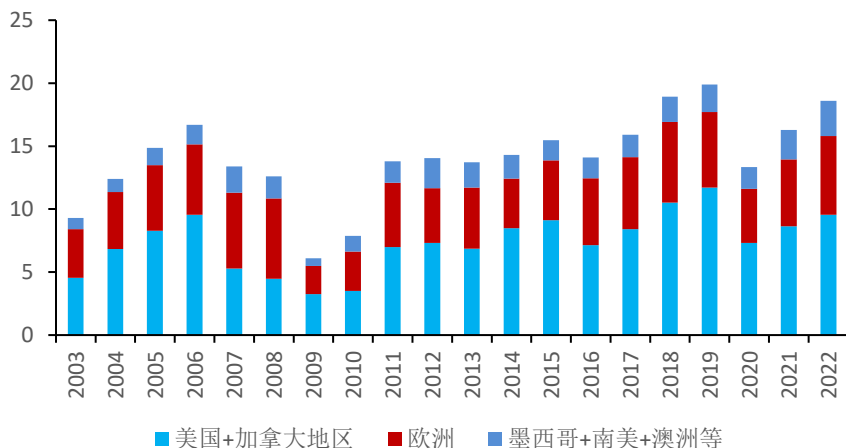
帕卡全球卡车销量自1997年起逐步增加，从低于10万辆的年销量至2020年前后提升至20万辆左右。帕卡市场主要集中于北美区域，占比50%以上。

■ 分地区来看，帕卡在几大核心区域市占率均保持头部水平并整体呈现明确提升趋势。2022年北美地区市占率接近30%，墨西哥市占率由高位逐步下滑至35%左右；澳洲地区市占率25%，欧洲地区市占率15%左右，南美（巴西）地区市占率接近10%。

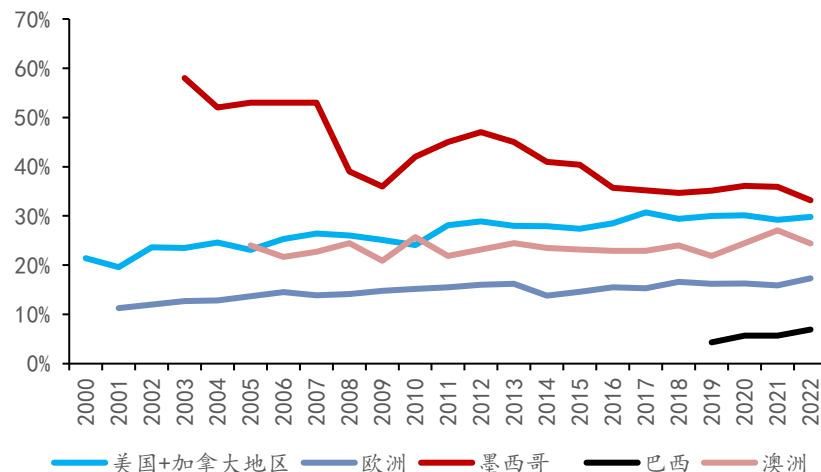
图：帕卡卡车销量（单位：万辆）



图：帕卡卡车销量分地区（单位：万辆）



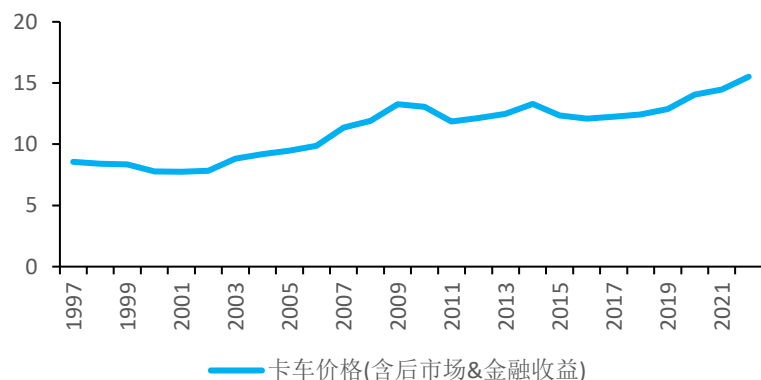
图：帕卡重卡分地区市占率



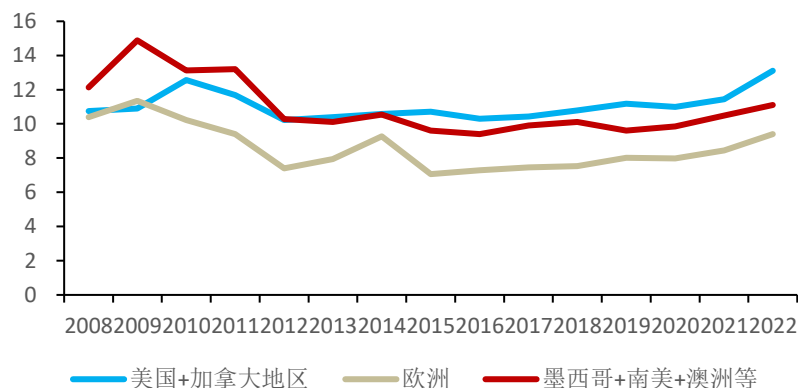
单车均价逐步提升，量价齐升促进营收增长

- 受益交付量增加和市场价格提升，公司卡车业务营收稳步增长。2021/2022年公司卡车业务营收同比+27.6%/+27.9%。卡车平均销售价格由1997年低于10万美元提升至接近15万美元。
- 美国&加拿大贡献公司卡车部门主要营收，2021/2022年占比分别为58.8%/58.3%，营收总额同比+23%/+27%；分地区单车均价基本相当，北美略高于拉美略高于欧洲。

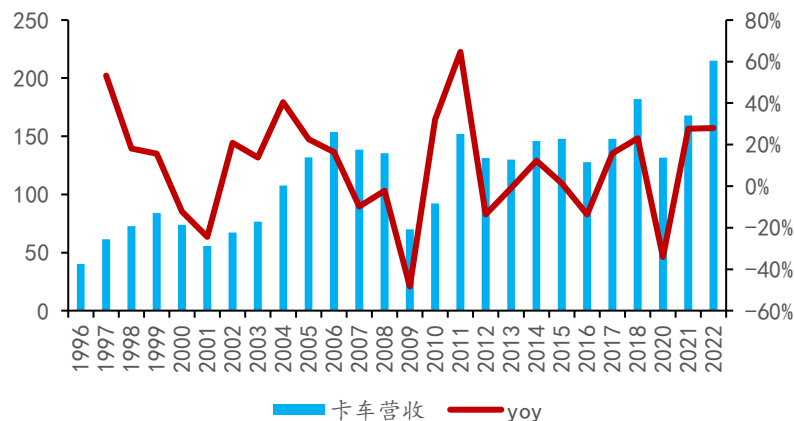
图：帕卡卡车价格（单位：万美元）



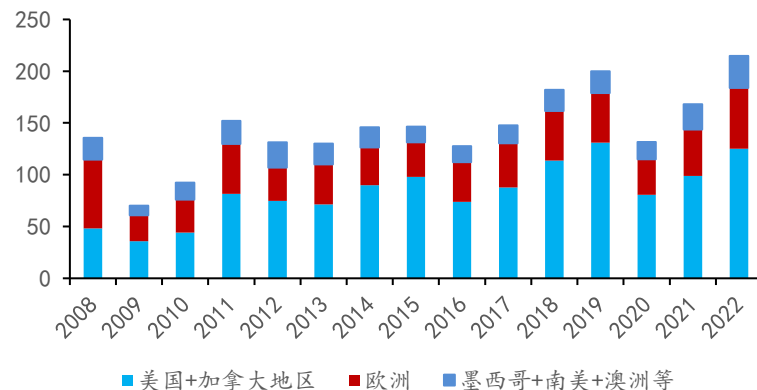
图：各地区卡车均价（单位：万美元）



图：帕卡卡车营收（单位：亿美元）



图：帕卡卡车营收分地区（单位：亿美元）



持续推进降本增效，费用率下滑，盈利稳定提升

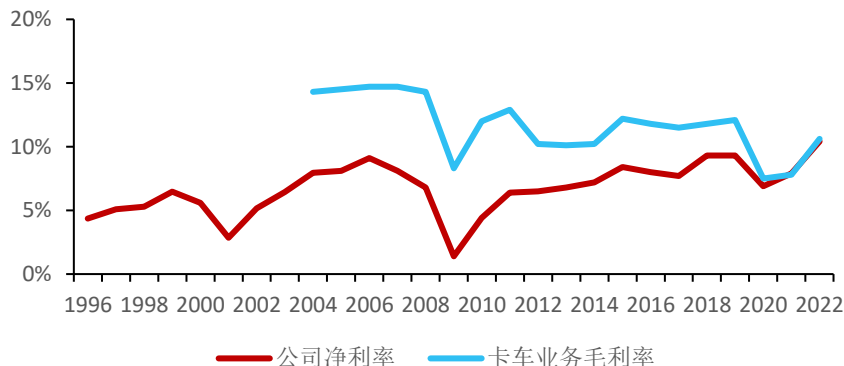
- 公司单车均价提升，产品结构改善叠加规模效应提升，并在注重研发，保障年均3亿美元以上的高研发投入同时不断推进降本增效，毛利率/净利率表现领先同行，并纵向持续提升。

2021/2022年卡车毛利率分别为7.8%/10.6%；2022年，公司整体净利率提升至10.4%。

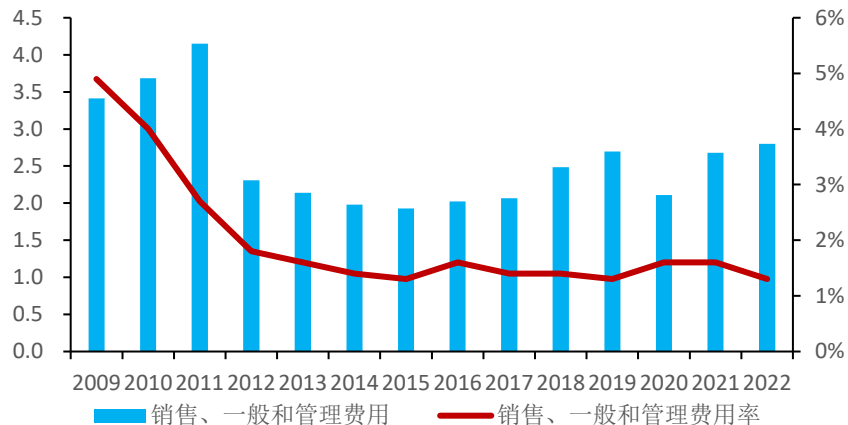
图：公司净利润（单位：亿美元）



图：公司净利率及卡车业务毛利率



图：卡车业务销售、一般和管理费用及费用率（单位：亿美元）



图：卡车、零部件及其他业务研发费用及费用率（单位：亿美元）



3、斯堪尼亚：技术为基，出海建厂开启全球化

- 斯堪尼亚发展历程可分为三个阶段：1) 1911-1951: 技术领先打响口碑，二战期间军用订单助力快速增长，大众赋能下资源整合造就瑞典本土重卡龙头；2) 1951-2020: 以技术为导向的并购，海外建厂切入市场，形成欧洲/拉丁美洲/亚洲三局鼎立格局；3) 2020至今：全球化布局持续推进，加码重卡智能化、网联化、电动化研究。

1911~1951年：技术为基，应时而发的本土龙头

组织变革

- 1911 1900年Scania自行车制造公司成立，开始生产零部件，并试制汽车产品。1911年和火车车厢制造公司Vabis合并，Scania开始生产卡车等重型车辆

技术与产品积累

- 1902：生产第一台卡车
- 1914：汽油发动机问世
- 1916：生产出第一台V8发动机
- 1936：首台预燃烧室柴油机诞生，开启柴油动力时代，此后卡车载重量更大
- 1949：发布其首台直喷式柴油发动机，性能和稳定性方面世界顶尖

公司经营战略转折点

- 二战：公司获得大量瑞典政府军用订单，首次在军用产品上采用4缸、6缸和8缸发动机，奠定了斯堪尼亚模块化设计理念 and 高度组件标准化的基础。
- 1948：Scania-Vabis成为德国大众集团瑞典总代理，利用大众集团资源建立了全国代理商网络，同时为乘用车和商用车提供服务。
- 1950s末：经营扩张阶段，国内市占率40%~50%。

1951~2020：模块化技术为全球合作之翼，出海建厂的全球扩张时代

➢ 1969

Saab-Scania被瑞典投资者公司全资收购并上市

➢ 1991

Scania-Vabis和瑞典飞机制造商合并，成立Saab-Scania公司

➢ 1995

Scania和Saab分拆，Scania独立

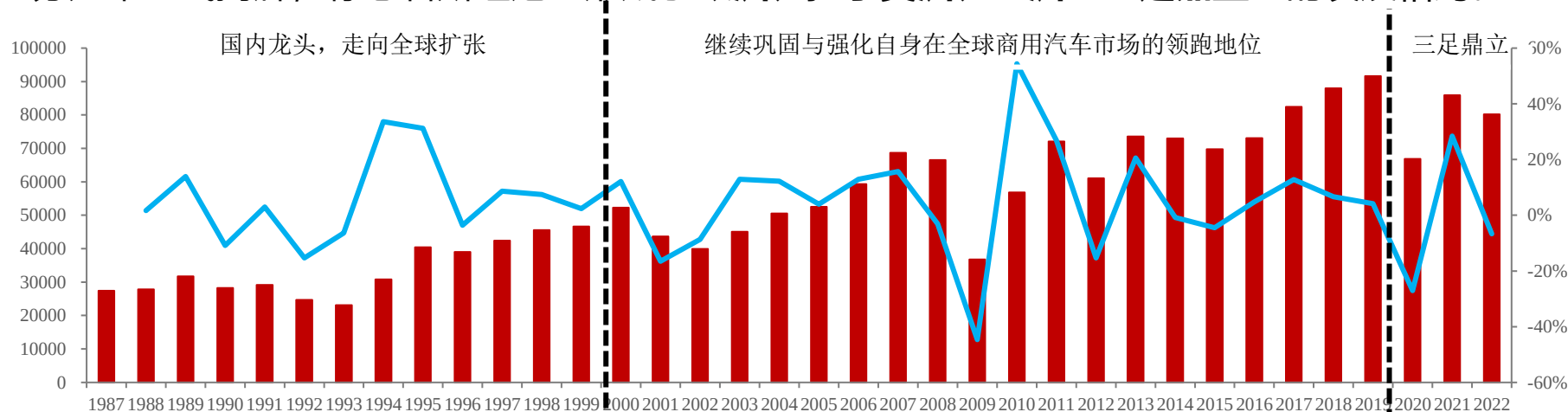
➢ 2014

大众收购斯堪尼亚，斯堪尼亚正式成为德国大众全资子公司，2018年归入大众卡车TRATON传拓集团

- 1969：Saab-Scania合并后，斯堪尼亚吸收Saab涡轮增压技术优势，完善自身柴油涡轮增压发动机技术，公司V8发动机技术不断升级，从此V8的升级助力Scania产品力不断领跑重卡行业。
- 1980s：开发了模块化制造平台，生产成本进一步降低，客户定制灵活性得到提升，产品多样化水平提升，为生产和制造系统的全球化合作提供可能性。
- 1990s：公司发动机产品广泛应用于船舶、发电机、起重机、水泵等机械产品，市场打开。
- 2011：公司欧6标准发动机产品推出，尾气中氮氧化物及颗粒物可减少80%，技术全球领先。

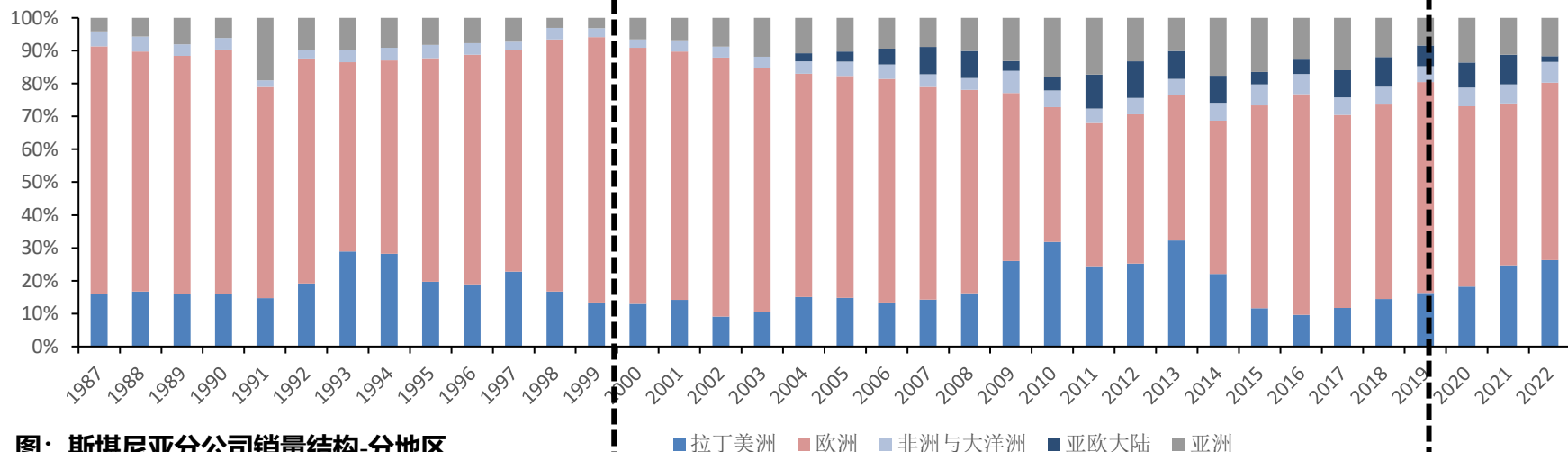
- 1951开始出口：专门成立出口部门，接下来几年实现了出口销量快速增长，1956年，Scania-Vabis每年生产的车辆当中有50%出口到国外市场。
- 1957巴西：1957年斯堪尼亚进入巴西，1962年在巴西建厂，规避政府对进口产品的限制。
- 1965荷兰：荷兰建立工厂，打开欧洲重卡市场。
- 1976南美：阿根廷工厂投产，年组装机1,250台/年，继续扩大拉美市场产能和市场占有率。
- 1985~1992美国的短暂尝试：正式登陆美国市场（销售T系列和G系列），由于用车习惯、价格、售后等多种因素，1992年退出美国市场。
- 1992法国：建立法国工厂，进一步拓展欧洲布局，全球生产格局基本确立。
- 2020中国：斯堪尼亚中国分公司于江苏成立，预示着斯堪尼亚国产化正式落地。
- 2025中国：江苏生产基地预计2025年投产，是公司在欧洲和南美外的全球第三个生产基地。

- **斯堪尼亚坚持以独资建厂的方式扩张海外市场。**2020年，斯堪尼亚制造（中国）有限公司在江苏如皋正式揭牌，标志着斯堪尼亚形成了**欧洲、拉丁美洲、亚洲**“三足鼎立”的发展格局。



图：斯堪尼亚批发销量和增速

■ 批发销量-公司 — Yoy

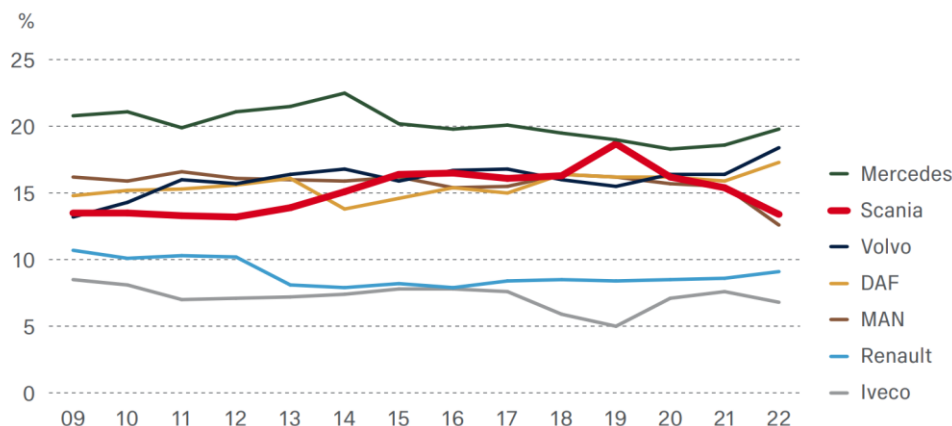


图：斯堪尼亚分公司销量结构-分地区

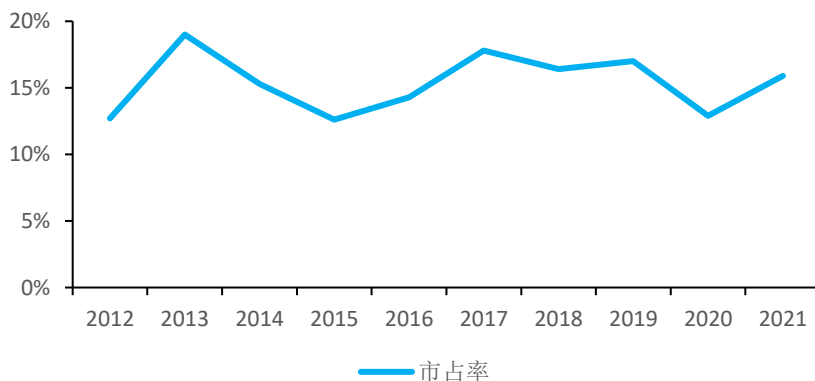
■ 拉丁美洲 ■ 欧洲 ■ 非洲与大洋洲 ■ 亚欧大陆 ■ 亚洲

- 斯堪尼亚主营聚焦于欧洲市场，占自身销量比例60%以上，欧洲重卡市场（30万产销规模）斯堪尼亚份额稳定在15%左右；公司与一系列客户形成合作伙伴关系，加速重型运输的电气化，其中包括运输公司Girteka、哥本哈根城市垃圾公司ARC和瑞典货运技术公司Einride等公司。
- 南美市场是斯堪尼亚第二大市场，份额同样保持在15%左右的中枢水平。巴西是斯堪尼亚在拉丁美洲的主要出口国家，份额整体保持稳定。

图：各厂商欧洲市场卡车市占率



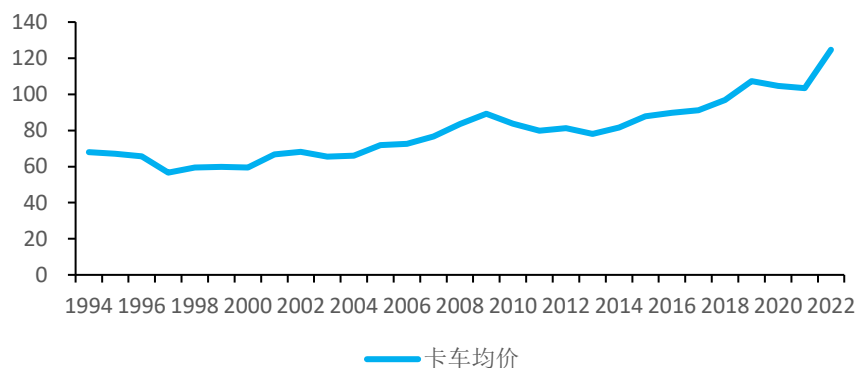
图：巴西市场市占率



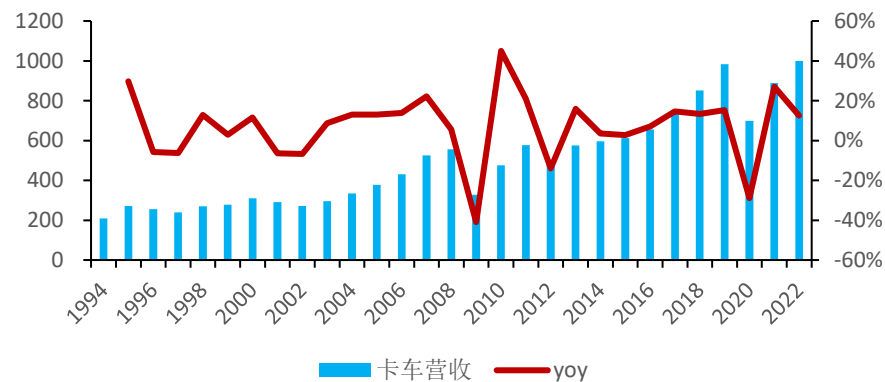
均价提升，营收增长，盈利能力逐步恢复

- 营收维度：卡车均价稳定提升至120万克朗水平，营收增速快于销量。
- 盈利维度：斯堪尼亚毛利率稳定25%水平，公司持续推进研发投入建立高技术壁垒，并优化渠道管理，降低销管费用率，净利率波动稳定于5%~10%区间范围内，盈利能力领先。

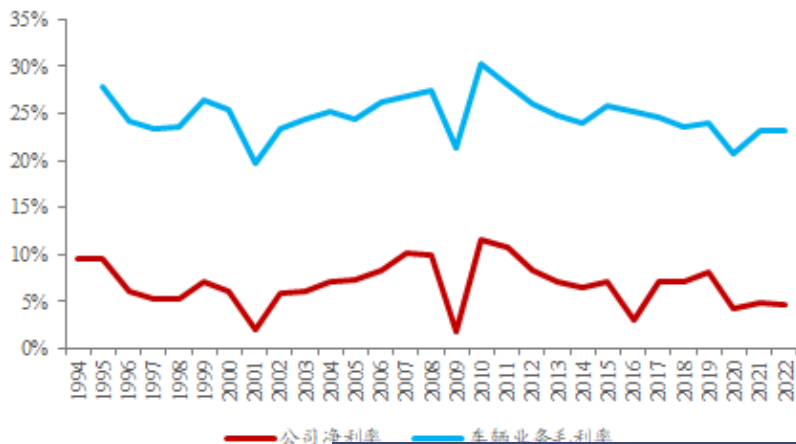
图：卡车均价（单位：万克朗）



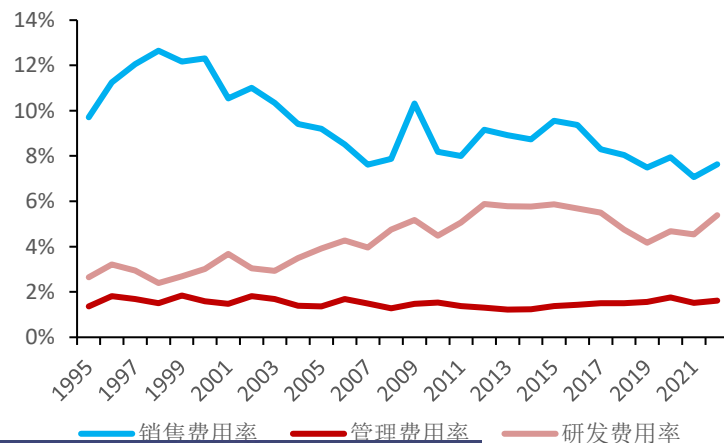
图：卡车营收（单位：亿克朗）



图：公司盈利能力与经营情况



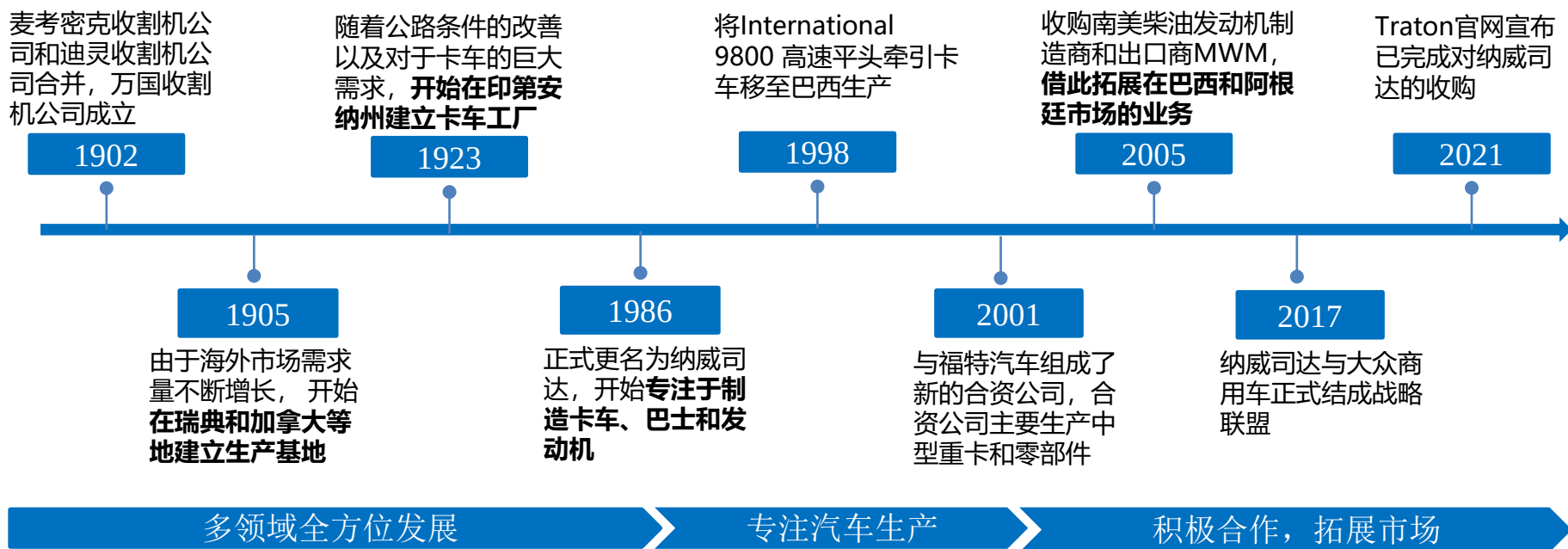
图：车辆与服务业务费用率



4、纳威司达：起源于农机，专注于汽车，全球开拓

- 成立初期，公司是农业和建筑行业的多元制造商，但1980年代初至中期，农业收支不佳期间，公司陷入困境，由此开始了从农机生产转型为汽车生产的时期，1986年公司正式更名为纳威司达，专注于制造卡车、巴士和发动机，开始了新的发展篇章。
- **全球化开拓发展过程中**，纳威斯达核心聚焦美洲市场，采用海外直接建厂+合资/收购的方式，拓展北美其他地区以及南美市场，与福特/大众等全球知名汽车企业合作拓展汽车全产业链业务，后被大众旗下卡车部门收购。

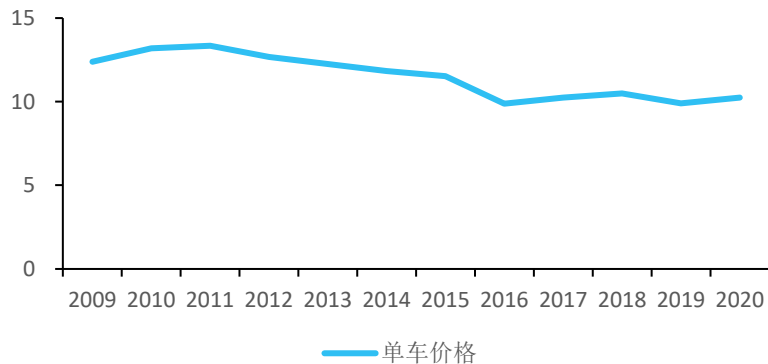
图：公司发展历程



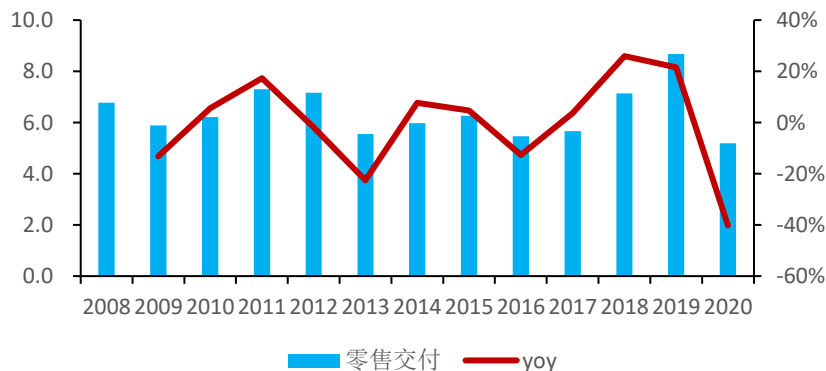
深耕北美市场，市占率逐步下滑

■ 纳威斯达核心业务范围聚焦于美国以及加拿大/墨西哥等地区，2020年以前年重卡销量6~7万辆，市占率由20%+逐步下滑至10%，2015年以后市场份额企稳。北美市场份额下滑较大的主要原因为纳威斯达自身发动机/产品迭代慢于行业，并且持续亏损，经营不善。

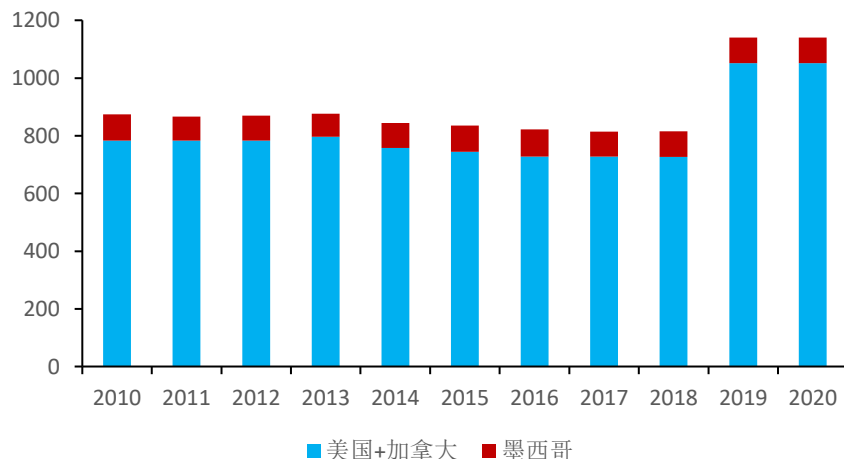
图：纳威司达单车价格（单位：万美元）



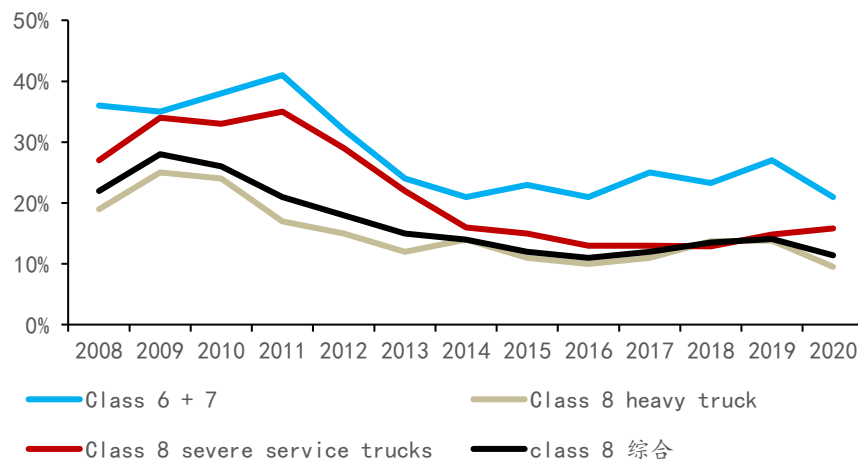
图：纳威司达北美和加拿大地区销量（单位：万辆）



图：纳威司达北美和加拿大地区销售网点数量



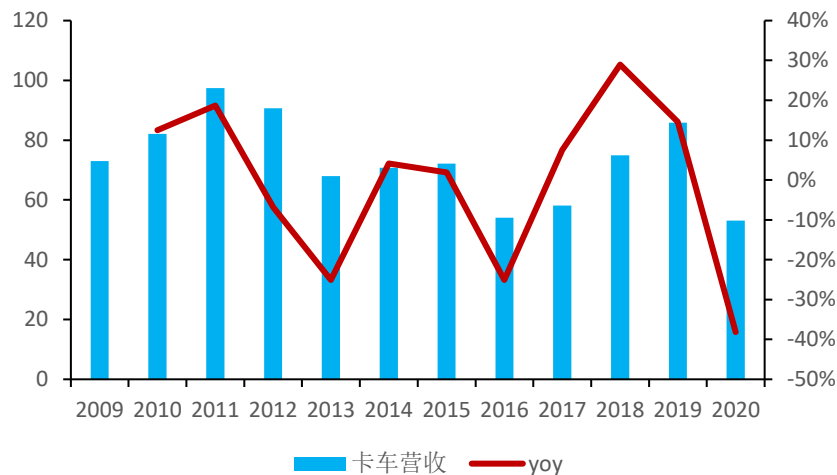
图：纳威司达北美和加拿大地区市占率



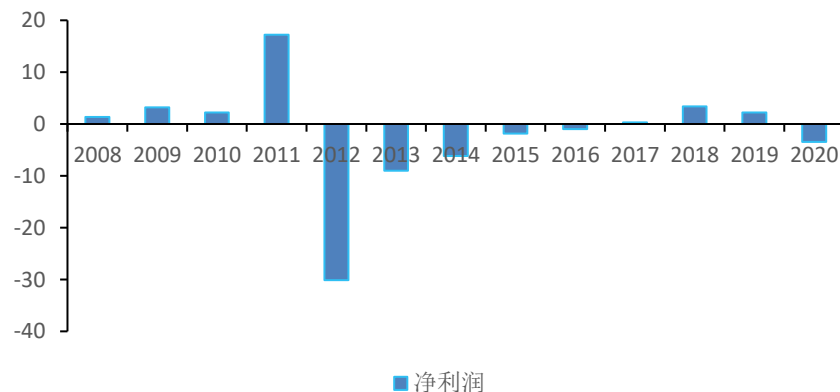
营收下滑，毛利率企稳，费用率上升，盈利转负

- 公司在北美市场市占率下行，毛利率自2013年之后逐步回暖至接近20%水平，但公司逆势扩张渠道数目，费用率提升明显，整体盈利能力表现较差。

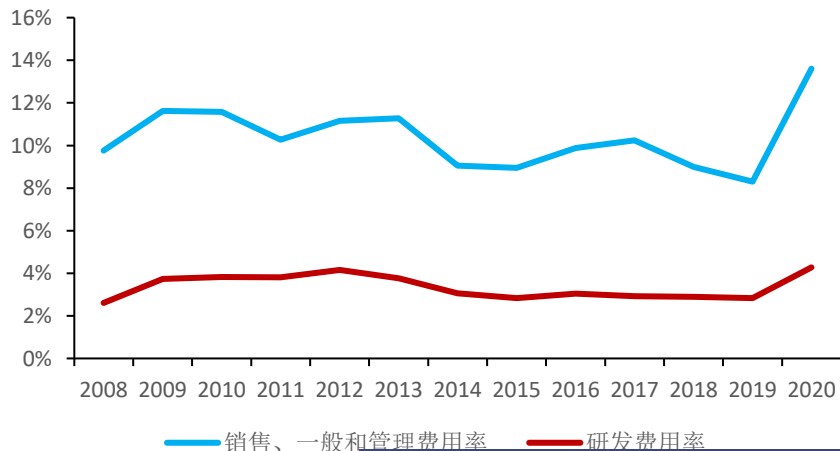
图：纳威司达卡车营收（单位：亿美元）



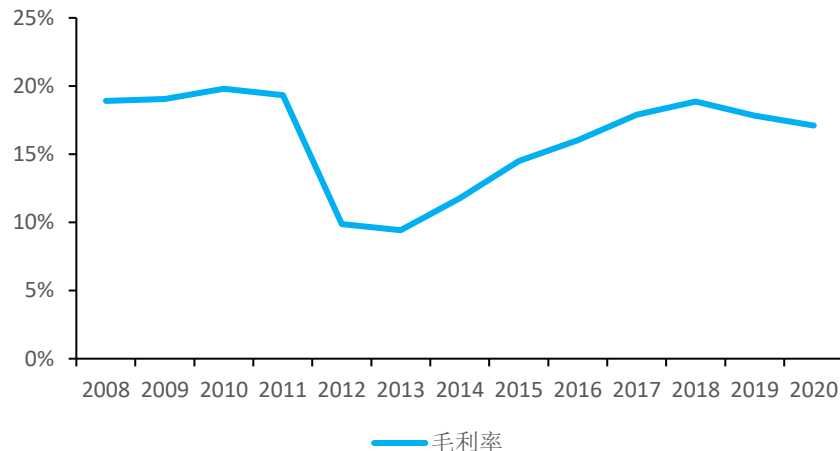
图：纳威司达净利润（单位：亿美元）



图：纳威司达费用率



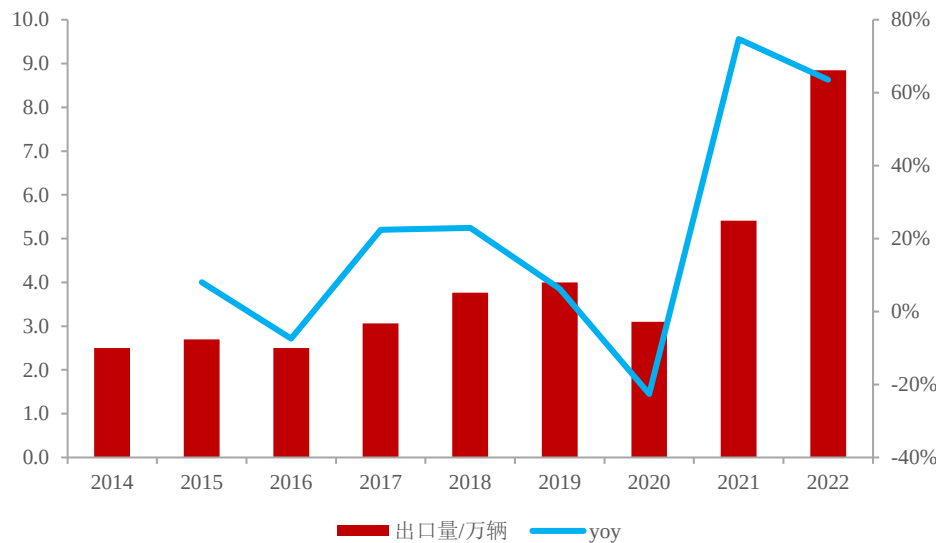
图：纳威司达毛利率



厂商规划：渠道加速，聚焦非洲/东南亚/南美

- **出口量方面**，中国重汽由于深耕出口布局，渠道建设成熟，出口量逐年增加，并且在2022年达到历史出口最高值。
- **工厂及渠道建设方面**，中国重汽产品远销非洲、俄罗斯等国家和地区。目前，中国重汽已在海外14个国家和地区建立22个境外KD工厂，在90多个国家和地区发展各级经销商近300家，服务及配件网点近500个。
- **出口国家布局**，主要布局非洲、东南亚等国家及地区，在东南亚地区更多出口在菲律宾、马来西亚、越南等国家，在非洲则主要布局塞内加尔、安哥拉、埃塞俄比亚等国家。

图：中国重汽2014-2022年出口量/万辆



图：中国重汽出口布局



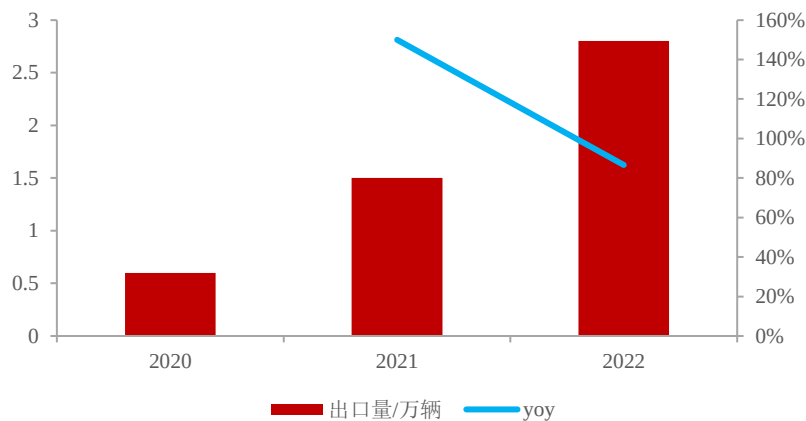
- 中国重汽设置了亚俄部、美洲部、亚欧部、非洲部、东南亚一部、东南亚二部六个部门负责海外市场的市场开拓、销售及售后服务网络的规划、组织与实施。

表：中国重汽出口渠道建设

部门设置	主要负责区域	办事处
亚俄部	俄罗斯、中亚五国、蒙古、阿塞拜疆、乌克兰等16个国家	下设俄罗斯、哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、蒙古、阿塞拜疆、乌克兰共6个海外代表处
美洲部	美洲区域	下设墨西哥、秘鲁、玻利维亚、哥伦比亚、中美洲、加勒比、智利、厄瓜多尔、巴西、乌拉圭、巴拉圭11个海外办事处
亚欧部	南亚、西亚、北非和欧洲部分区域	下设沙特、巴基斯坦、孟加拉、阿联酋、伊拉克5个海外代表处以及爱尔兰、科威特和印度3个海外直管办事处
非洲部	非洲地区	下设塞内加尔、安哥拉、埃塞俄比亚、坦桑尼亚、南非、加纳、尼日利亚、肯尼亚、阿尔及利亚、埃及共10个海外代表处
东南亚一部	越南、菲律宾	下设越南、菲律宾两个代表处
东南亚二部	东南亚、东北亚、大洋洲区域	下设马来西亚、印度尼西亚、老挝、缅甸4个代表处

- **出口量方面**，一汽解放20年初开始海外布局，2020-2022年出口量分别为0.6/1.4/2.8万辆。
- **渠道建设方面**，一汽解放海外布局时间尚短，且海外布局绝对量较少，从产品来看，解放产品有竞争力，在渠道铺设、网点建设上还需要加强。
- **出口国家及地区方面**，2022年主要出口到中东、非洲、东南亚、俄罗斯等国家地区。
- **出口策略方面**，引导国内优质经销商出海，在海外市场成立子公司进行主销车型建储，同时发挥南非、坦桑尼亚子公司对非洲市场的辐射作用，实现了海外重点市场资源前置100%覆盖，海外市场常备建储能力达4000辆以上。

图：一汽解放2020-2022年出口量/万辆

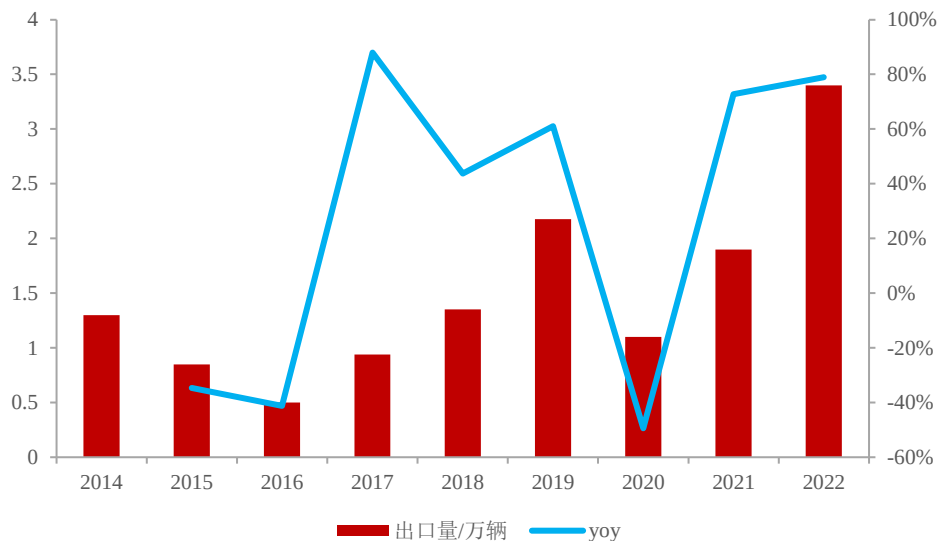


表：一汽解放出口渠道建设

工厂	在南非、蒙古、墨西哥、坦桑尼亚、肯尼亚、尼日利亚、菲律宾和越南等14个国家拥有19个海外KD组装工厂
产能	撒马尔罕工厂和安集延工厂产能共7000台
经销商	在全世界近 40 个国家和地区有逾 80 个核心经销商，近 300 家分销商
子公司	在南非、俄罗斯、坦桑尼亚等三国分别设立三个海外子公司

- **出口布局方面**，近年来，陕重汽紧抓国家“一带一路”机遇，充分整合国际市场优质资源，加强国际产能合作，大力推动全球布局和产业体系国际化，在肯尼亚、尼日利亚、哈萨克斯坦、马来西亚等国家实施了本地化生产，产品销往世界100多个国家和地区，出口量连续多年位居行业前茅。
- **出口渠道布局**，陕重汽在肯尼亚、阿尔及利亚、尼日利亚、沙特、哈萨克斯等15个“一带一路”沿线国家建成了本地化工厂。同时，解放设有40个海外办事处，300余家一级经销商，39家配件中心库，1160家海外配件专营店，380余家海外服务网点，37家海外配件中心库及92余家配件专营店，110余名服务工程师常驻海外一线，加强服务能力。

图：陕重汽2014-2022年出口量/万辆

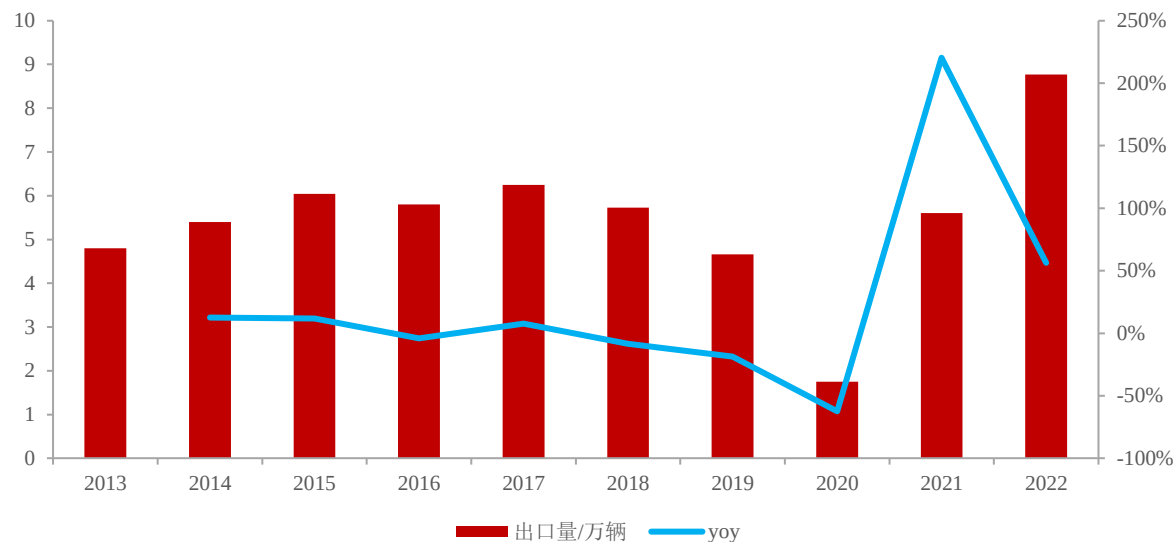


图：陕重汽出口布局



- **出口国家**，福田汽车出口亚太、中南美、非洲、独联体等110多个国家和地区。
- **出口策略**，福田汽车为海外市场制定了“2+3+N”的战略，即以**中国、德国为两大运营中心**，突破**欧盟、日韩、北美3个发达国家和地区**，并在**俄罗斯、泰国、巴西、印度、墨西哥等地实施产业化**，包括研发、采购、制造、销售和服务等汽车全价值链业务。

图：福田汽车2013-2022年出口量/万辆（含轻卡）



表：福田汽车出口渠道建设

三大研发中心

中国、日本、德国

四大产业基地

俄罗斯、泰国、越南、肯尼亚

工厂

在越南、巴基斯坦、哥伦比亚等地建立了22个KD工厂

经销商

在海外20个核心市场，建立经销商网络超过100家，销售网点超过200家，在海外80多个主要国家和地区的服务网络超过1400家

- **东风出口布局：**东风进出口公司陆续向南美、东南亚、非洲等地用户批量交车。**渠道方面**，东风商用车挖掘和抢抓海外优质渠道资源，深化与经销商的合作，2023年以来新增8家经销商和27家一网。发布海外品牌书和完成VI产品设计，加强海外售后服务。**策略角度**，2023年下半年，东风商用车预计重点发力越南，同时在泰国、菲律宾、印尼、马来西亚等市场拓展业务。
- **江淮出口布局：**积极践行国家“走出去”战略及“一带一路”倡议，目前已出口到南美、欧洲、非洲、亚洲等区域，并进入了欧洲的土耳其、意大利及北美的墨西哥等高端市场，与全球130多个国家建立了良好的合作关系。

表：东风商用车出口布局

地区	出口布局
非洲地区	尼日利亚是中国品牌卡车出口非洲的重要市场。东风商用车瞄准该地区丰富的天然气资源优势，对应开发CNG燃气牵引车，于2021年导入市场后一举获得成功
东南亚地区	越南是东风商用车深耕多年的重要海外市场。结合越南市场特点和客户需求，东风商用车、东风进出口与经销商达成了营销能力体系化建设的合作共识，共同打造产品研发、销售培训、市场营销、售后服务等合作体系。

图：江淮汽车海外布局



投资建议与风险提示

- 看好重卡出口高速增长下受益企业【中国重汽+中集车辆】，关注【潍柴动力+一汽解放】。
- 1) 总量角度，海外市场规模销量有望翻倍，核心增量市场来源于俄罗斯的自主快速替代以及东南亚/南美等市场的竞品份额。
- 2) 格局角度：重卡领域中国重汽以成熟渠道体系为核心竞争力有望持续收益保持接近50%左右的稳定份额，陕汽/解放/东风/福田等头部品牌共同发力，多点开花。
- 3) 自主重卡出口加速，有望带动中集专用车上装业务出海同步加速，与海外半挂业务协同发展贡献增量。

表：重卡板块核心标的盈利预测与投资评级

证券代码	公司简称	收盘价/元	市值/亿元	归母净利润/亿元			PE/倍			评级
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
600166.SH	福田汽车	3.35	268.13	14.71	21.93	27.58	18.23	12.23	9.72	暂无
000800.SZ	一汽解放	8.09	376.29	19.56	38.63	48.55	19.24	9.74	7.75	暂无
3808.HK	中国重汽	11.68	322.50	31.73	43.97	72.92	10.16	7.34	4.42	买入
000951.SZ	中国重汽	15.99	187.86	10.04	14.31	20.17	18.71	13.13	9.31	买入
000338.SZ	潍柴动力	12.04	1050.68	67.56	87.36	107.54	15.55	12.03	9.77	买入
301039.SZ	中集车辆	12.66	255.43	16.98	22.92	31.18	15.04	11.14	8.19	买入

数据时间：2023年6月15日

- **全球地缘政治波动超预期。** 海外市场地缘政治因素波动可能对重卡出口造成干扰。
- **国内经济复苏节奏进度低于预期。** 弱国内宏观经济复苏进度低于预期，可能导致终端重卡需求恢复低于预期。
- **柴油价格上涨幅度超预期。** 若国内柴油零售价格上涨幅度较大，可能会进一步抑制新增重卡购买需求。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园