国联证券 GUOLIAN SECURITIES

2020 年 10 月 21 日

一汽解放（000800）\汽车

—— 中重型车之王，构建智能物流新大陆

投资建议：	推荐 首次覆盖
当前价格：	12.19 元
目标价格：	15.81 元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	4,610/765
流通 A 股市值（百万元）	9,342
每股净资产（元）	5.21
资产负债率（%）	75.05
一年内最高/最低（元）	15.33/7.63

一年内股价相对走势

吴程浩 分析师

执业证书编号：S0590518070002

电话：0510-85613163

邮箱：wuch@glsc.com.cn

相关报告

投资要点：

➢ **公司连续多年行业第一，市场份额不断提升，是物流牵引车之王**

2017年以来，公司一直位居中重卡行业第一，且市场份额已由19.7%提升至年1H的27%。在以物流运输需求为主的牵引车市场，公司更是独占鳌头，已达1/3的市场份额，成为名副其实的牵引车之王。

➢ **治理超载导致重卡市场容量扩大，排放升级、高端化带来单价提升**

我国治理超载政策已经成为常态，产品标准化、规范化已经成为必然。单车运能的下降促进了车辆需求，我国重卡销量高于105万辆已常态化。排放不断升级，重卡单价已从2008年的23万提升至2019年的29万元。国六与高端化产品有望进一步提升单价。

➢ **公司具备垂直整合能力，牢牢掌握主动，国六自主技术有望扩大领先**

公司能够自主配套发动机、变速箱、车桥等核心零部件，是我国唯一掌握整车及三大动力总成核心技术的商用车企业。公司国六产品已采用自主发动机控制器与后处理系统，在成本和灵活性上占据优势，市场竞争中将会占得先机，优势有望扩大。

➢ **“哥伦布计划”构建智能物流新大陆，打开公司成长新空间**

公司通过“哥伦布计划”构建智能物流生态，拓展后市场业务、推动智能化产品落地。车联网“解放行”客户已突破70万，并率先交付L3 J7智能物流牵引车。公司营收将由产品销售向产品服务、后市场服务拓展。

➢ **投资建议**

我们预计公司2020-2022年归母净利润为31.91/42.83/52.25亿元，对应EPS为0.69/0.93/1.13元，对应PE为17.62/13.15/10.78。智能物流可期，给予17倍PE，2021年目标价15.81元。给予“推荐”评级。

➢ **风险提示**

市场需求不及预期，后市场业务拓展不及预期，智能物流开发不及预期，公司费用管控不及预期

财务数据和估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	25,524.45	27,664.31	111,080.00	113,620.00	116,250.00
增长率（%）	-8.52%	8.38%	301.53%	2.29%	2.31%
EBITDA（百万元）	1,304.84	1,046.22	4,512.21	5,521.76	6,728.57
净利润（百万元）	203.36	52.73	3,197.29	4,283.21	5,225.90
增长率（%）	-27.69%	-74.07%	5,963.07%	33.96%	22.01%
EPS（元/股）	0.04	0.01	0.69	0.93	1.13
市盈率（P/E）	277.00	1,068.20	17.62	13.15	10.78
市净率（P/B）	7.00	7.00	2.31	2.06	1.82
EV/EBITDA	15.31	19.07	-0.59	1.93	0.66

数据来源：公司公告，国联证券研究所

请务必阅读报告末页的重要声明

正文目录

1. 一汽解放：中重型卡车之王 5
1.1. 央企子公司，通过资产置换登陆资本市场 5
1.2. 产品纵向与横向拓展，运营全国布局，研发“四国八地” 5
1.3. 七代经典车型成就中重卡之王 6
1.4. 产能扩张，开启新时代 7
2. 销量与市场份额有望进一步提升 8
2.1. 重卡市场中枢已经上移 8
2.2. 市场结构已经变化，物流牵引车占比越来越高 10
2.3. 寡头垄断格局正在形成，龙头份额持续提升 11
2.4. 海外市场：国产卡车具备优势，一汽解放积极布局 13
3. 重卡高端化，单车价格提升；价值链重构，解放占得先机 14
3.1. 重卡用户转向企业客户，重卡高端化，单价将会提升 14
3.2. 后国六时代，价值链重构，整车企业有望主导 16
3.3. 一汽解放具备强劲的整合与配套能力，牢牢掌握主动权 17
4. 智能物流：哥伦布计划探索新大陆，打开成长新空间 19
4.1. 智能物流是行业痛点的解决方案，具有很高的商业价值 19
4.2. 从产品到服务，企业新的盈利方式将会打开 21
4.3. 一汽解放“哥伦布计划”，成为智慧交通运输解决方案提供者 21
5. 盈利预测与投资建议 23
5.1. 业务分析与假设 23
5.2. 盈利预测 28

图表目录

图表 1：公司股权结构 5
图表 2：公司组织机构 5
图表 3：一汽解放 12 个卡车产品平台，J6/J7 系列产品是主力 5
图表 4：整车产能 31 万辆 6
图表 5：动力总成三大基地 6
图表 6：一汽解放动力总成（发动机、变速箱、车桥）自主全覆盖，供应链垂直整合 6
图表 7：七代车型屡获嘉奖，奠定市场地位 7
图表 8：一汽解放长期占据中重卡头部位置，市场份额不断提升 7
图表 9：公司产能利用率一直处于超符合状态 8
图表 10：公司在长春新增智能工厂，增加 5 万产能 8
图表 11：一汽解放经营目标（2025 年） 8
图表 12：2020 上半年，公司营收与净利润强劲增长 8
图表 13：重型卡车多用于物流运输与工程领域 9
图表 14：超载标准更新，带来单车运能下降 9
图表 15：卡车实时称重系统 OBWS，超载监管网联化 9
图表 16：受制于货运效率，中卡销量下滑明显 10
图表 17：2017 年后，中国重卡市场销量中枢已经由 75 万辆上移至 105 万辆 10
图表 18：过去十年，重卡的销量结构发生了变化 11
图表 19：半挂牵引车的销量保持稳步上升 11
图表 20：公路货运周转量稳步向上 11
图表 21：异地快递业务对重型牵引物流车需求大 11
图表 22：重卡市场 CR4 的市场份额不断上升 11

图表 23：四家企业瓜分市场美国重卡市场 11
图表 24：欧洲重卡市场发展也是头部集中模式 12
图表 25：重卡市场 CR4，相对优势明显（2019 年） 12
图表 26：一汽解放在牵引车市场独占鳌头，达 1/3 12
图表 27：中国重卡出口量不断攀升 13
图表 28：中国重卡出口区域分布 13
图表 29：一汽解放海外布局 14
图表 30：重卡因排放升级重卡平均单价不断攀升 14
图表 31：物流运价整体趋向稳定 14
图表 32：我国重卡企业客户占比有望显著增加 15
图表 33：对比美国，企业客户成长空间巨大 15
图表 34：企业用户关注转向全生命周期成本，初始购买成本敏感下降 15
图表 35：一汽解放为顺丰提供专属快递牵引车 16
图表 36：重卡高端化，35 万元以上将成为主流 16
图表 37：发动机是重卡中单值最高的部件，占比 30% 16
图表 38：重卡发动机企业毛利率高于整车企业 16
图表 39：动力系统多元化，产业结构将会变化 17
图表 40： 重卡整车技术对运输效率提升影响更大 17
图表 41：一汽解放在存货/应收账款周转率等营运指标上表现强势 17
图表 42：一汽解放技术人员规模与占比 18
图表 43：一汽解放无锡柴油机厂位居行业前 3 18
图表 44：2020 年，一汽解放 16L 发动机工厂在无锡开工，进一步推动产品高端化 18
图表 45：一汽解放掌握国六后处理技术及算法，通过自主 ECU 协调发动机与后处理 19
图表 46：我国物流费用占 GDP 比重较高 20
图表 47：通过车联网技术能够有效节约运输成本 20
图表 48：智能驾驶（预测巡航）技术有效改善油耗 20
图表 49：自动驾驶卡车需要技术升级 ，附加值高 20
图表 50：高速干线物流智能驾驶市场达 7500 亿元 21
图表 51：科技公司选择高速干线物流作为突破 21
图表 52：重卡整车企业的价值领域将会随着新技术应用大幅拓展 21
图表 53：公司“哥伦布计划”构建智能物流生态，旨在成为智慧交通解决方案提供者 22
图表 54：2020 年成立鱼快创领，加速车联网布局 22
图表 55：一汽解放交付京东 L3 级智能物流车产品 22
图表 56：一汽解放已通过哥伦布计划布局后市场、车联网、智能驾驶 23
图表 57：一汽解放营业收入地域分布不均（2019H1） 24
图表 58：一汽解放在专用车市场占比较小 24
图表 59：自卸车龙头企业势均力敌 24
图表 60：新“铂威动力”针对专用/自卸车市场发力 24
图表 61：产品销量占比情况（2019 年前 10 月） 25
图表 62：一汽解放产品单价分布 25
图表 63：J7/J6 系列高低搭配，J7 将带领一汽解放走向高端化 25
图表 64：J7 系列产品相比 J6 毛利率更高 26
图表 65：J7 系列产品单价相比 J6 更高 26
图表 66：TRATON 公司收入中新车销售只占 64% 26
图表 67：一汽解放零部件业务毛利率逐步走高 26
图表 68：一汽解放车联网布局已经成型 27
图表 69：解放行联接车辆突破 70 万，网络效应渐显 27

图表 70：一汽解放在营收、利润水平差距明显（2018） 27
图表 71：一汽解放销售费用高于国内竞争对手 27
图表 72：一汽解放未来三年收入分解与业务预测 28
图表 73：可比公司估值（2020 年 10 月 8 日） 29
图表 74：财务预测摘要 30

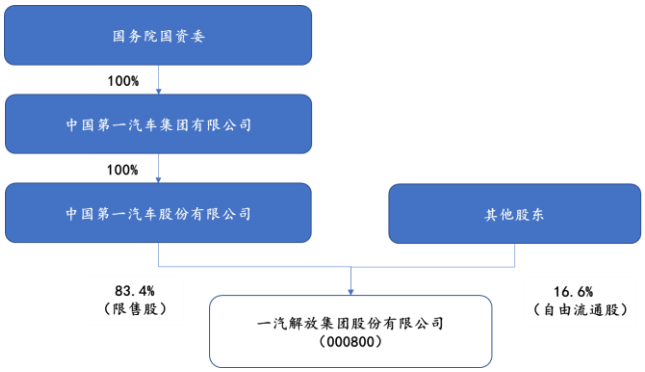
1. 一汽解放：中重型卡车之王

1.1.央企子公司，通过资产置换登陆资本市场

一汽解放集团股份有限公司（于 2020 年 5 月 20 日在深交所 A 股上市，股票简称：一汽解放，股票代码： 000800）是中国第一汽车股份有限公司的控股子公司，总部位于吉林省长春市，员工近 2.48 万人。

一汽解放汽车有限公司是一汽解放集团股份有限公司的全资子公司，成立于 2003 年，是在原第一汽车制造厂卡车业务的基础上组建的中、重、轻型卡车及客车制造企业，整车年生产能力 31 万辆。

图表 1：公司股权结构



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 2：公司组织机构

来源：公司官网

1.2.产品纵向与横向拓展，运营全国布局，研发“四国八地”

公司产品覆盖轻、中、重型卡车、客车以及相关核心零部件（发动机、变速箱、车桥等）。其拥有牵引、载货、自卸、专用、新能源、轻卡、客车七大产品系列。J7、J6P、JH6 等 12 个卡车产品平台覆盖重、中、轻三大领域。在重卡领域，有 J7、J6P、JH6、J6M、天 V、悍 V、安捷等七大产品平台；在中卡领域，有 J6L、JK6、龙 V 三大产品平台。

图表 3：一汽解放 12 个卡车产品平台，J6/J7 系列产品是主力

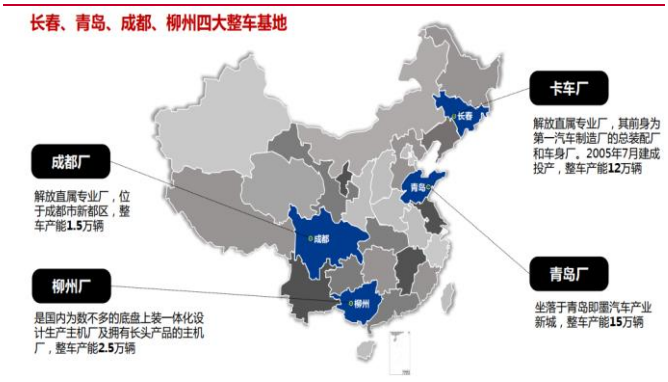
来源：公司官网

公司总部位于吉林省长春市，拥有长春、青岛、成都和柳州四大整车生产基地和

长春、无锡、大连三大动力总成生产基地，苏州、南京、天津、佛山四大新业态基地的产业布局。

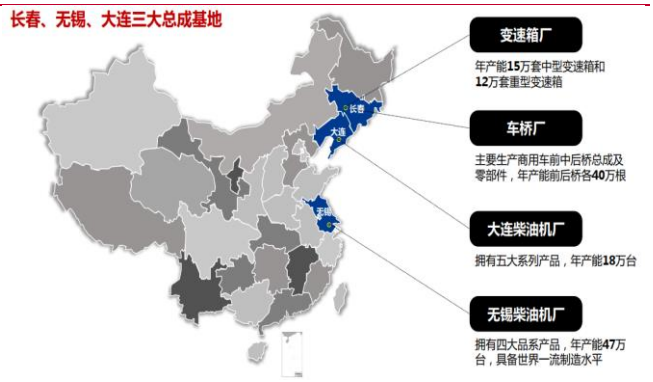
研发体系以长春为全球研发总部，在青岛，具备轻、中、重型卡车产品研发能力；在无锡、大连，设有发动机研发基地；在意大利都灵、奥地利斯太尔、美国硅谷和底特律设立了前瞻技术研发部门，从而形成了“四国八地”的全球研发布局。

图表 4：整车产能 31 万辆



来源：公司官网

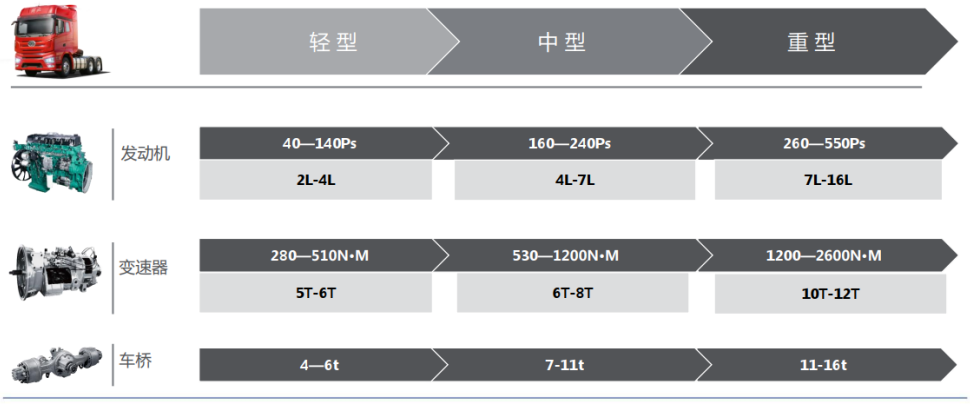
图表 5：动力总成三大基地



来源：公司官网

一汽解放构建了从前瞻技术、发动机、变速器、车桥到整车的中国最为强大和完整的自主研发体系，形成了一支超过 3000 人的高效协同研发团队。同时设有国家重点实验室、院士、博士后工作站，拥有技术创新能力、性能开发、精益设计，试验试制、试验验证五大核心能力，打造了节能环保、安全舒适、可靠耐久、电控智能、材料工艺五大技术平台，**是中国唯一掌握世界级整车及三大动力总成核心技术的商用车企业。**

图表 6：一汽解放动力总成（发动机、变速箱、车桥）自主全覆盖，供应链垂直整合



来源：公司官网

1.3. 七代经典车型成就中重卡之王

1956 年 7 月 13 日，新中国第一辆汽车即解放牌卡车下线，结束了不能制造汽车的历史。上世纪 80 年代，中国一汽在中国改革开放政策推动下，自主研发、生产了第二代解放 CA141 卡车，实现了第二次创业。上世纪 90 年代，自主研发生产了第三代、第四代产品，实现了卡车生产柴油化和平头化转变。2004 年 7 月，自主研发

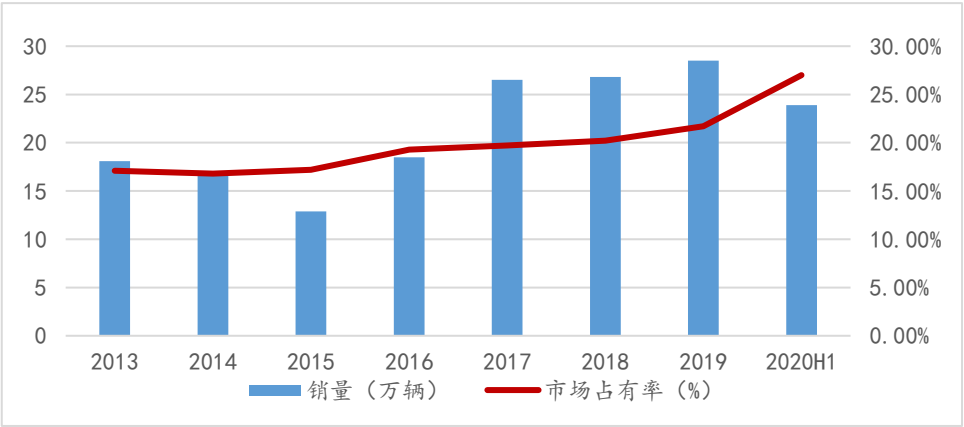
的解放第五代奥威重卡下线，填补了我国重型车自主开发技术空白，解放真正进入了重卡市场。第六代产品 J6 卡车荣获国家科技进步“一等奖”，并成为畅销十年的经典卡车。2018 年推出的第七代产品 J7，对标世界一流产品，带领行业走向高端。

图表 7：七代车型屡获嘉奖，奠定市场地位

来源：公司官网，国联证券研究所

2019 年，一汽解放共生产整车 36.97 万辆，销售 33.6 万辆。其中，中重卡销售 28.5 万辆，份额 21.8%。重卡销量已经连续四年(2016-2019)行业第一、中重卡销量连续三年(2017-2019)行业第一、单一品牌销量连续两年(2018-2019)全球第一、牵引车销量连续十四年(2006-2019)行业绝对领先。**2020 年上半年，一汽解放共销售整车 27.7 万辆，中重卡 23.9 万辆，市场份额已达到 27%。**

图表 8：一汽解放长期占据中重卡头部位置，市场份额不断提升

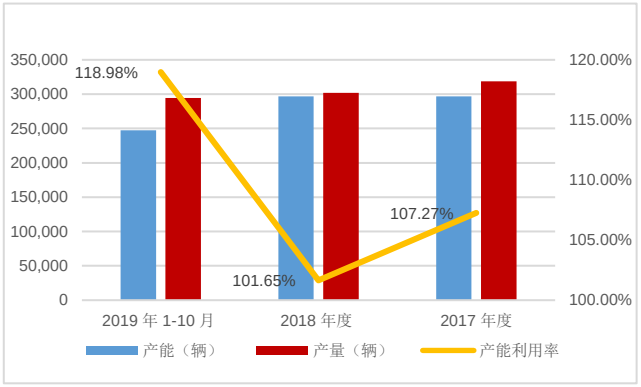


来源：公司官网，国联证券研究所

1.4.产能扩张，开启新时代

适度的产能扩张将为一汽解放的未来发展打开增长空间。2017 年至今，一汽解放主要产品中重型卡车因受市场欢迎，订单及销量持续增加，产能利用率持续高于 100%。公司长春基地的产能有 12 万辆/年，2020 年上半年处于超负荷状态。公司已公告了 2 项扩产计划：包括长春卡车厂将增加产能 5 万辆/年，青岛将增加轻卡产能 10 万辆/年等项目。其中，长春开工建设新的智能化工厂已于今年 5 月开工，未来将生产 J7 等高端重卡，预计建设周期 19 个月，将于 2021 年 12 月正式建成投产。

图表 9：公司产能利用率一直处于超负荷状态



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 10：公司在长春新增智能工厂，增加 5 万产能

来源：吉林日报

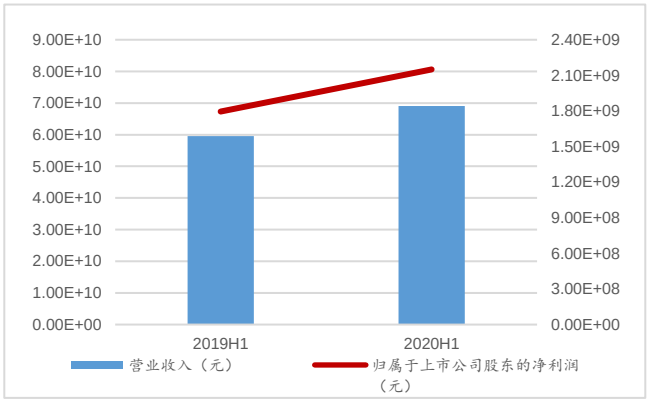
在公司最新的经营目标中，到 2025 年，总体上要实现“四翻番、四领先”目标：**总体市场占有率翻一番，市场地位行业领先；利润率翻一番，盈利能力行业领先；营业收入翻一番，经营规模行业领先；年人均收入翻一番薪酬水平行业领先。**要奋力实现 2020 年销售整车 35 万辆；2023 年销售整车 43 万辆；2025 年销售整车 50 万辆。

2020 年上半年，虽然受到疫情影响，但一汽解放的营收、利润等财务指标依然保持着强劲的增长势头。公司实现营业收入 690.9 亿元，同比增长 16.08%；实现归属于上市公司股东的净利润 21.5 亿元，同比增长 19.75%。

图表 11：一汽解放经营目标（2025 年）

来源：公司官网

图表 12：2020 上半年，公司营收与净利润强劲增长



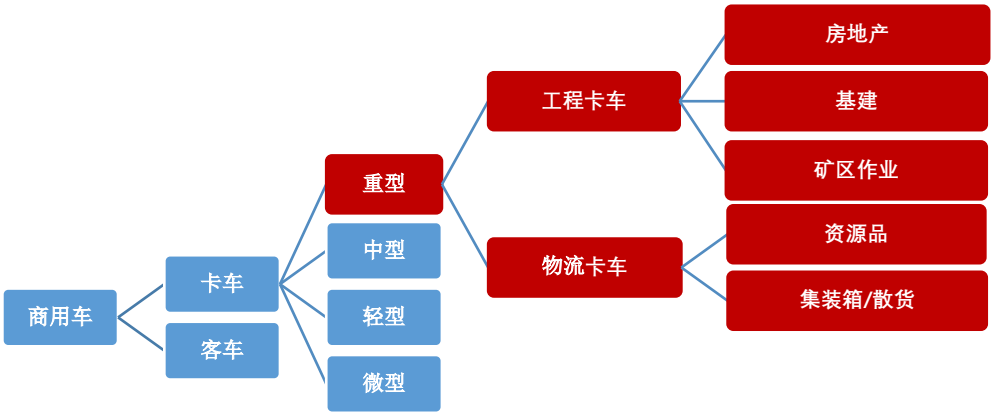
来源：公司公告，国联证券研究所

2. 销量与市场份额有望进一步提升

2.1. 重卡市场中枢已经上移

商用卡车主要用来满足货物运输需求。国内重卡需求可总体分为物流与工程两大类，其受到宏观经济环境与政策法规的密切影响。重卡公路货运需求的增长一方面来源于公路周转量的提升，另一方面来源于整治超载后，重卡对中卡等车型的替代，以提高运输效率，减低运输费用。工程类重卡需求主要来源于房地产、基建、矿区作业投资的需求。

图表 13：重型卡车多用于物流运输与工程领域



来源：国联证券研究所

商用车生产资料属性决定了其需求和 GDP 增长、固定资产投资等有很强的相关性，需求一般呈现周期性。但 2017 年开始治理超载政策已经成为了常态，重卡市场标准化、规范化已经成为必然，市场容量已经发生变化。

2017 年开始，《汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限值》(GB1589-2016)开始实施，单车载重下降明显。根据相关测算，新规实施后物流重卡综合运力下降的实际幅度达到 20%-25%。**对比美国、欧盟的重型车辆超载标准，分别不超过 36 吨、40 吨，我国的超载标准下调是符合趋势的。同时，随着车联网功能的普及，科技手段也被广泛用于监管卡车的超载情况，执法成本将越来越低。我国公路货运市场长期超载运行正在成为过去。**

图表 14：超载标准更新，带来单车运能下降

	自重	超载标准	实际运力	超载标准	实际运力	运力变化
2 轴	7	20	13	18	11	-15%
3 轴	10	30	20	25	15	-25%
4 轴	12	40	28	31	19	-32%
5 轴	17	50	33	/	/	/
6 轴	20	55	35	46	26	-26%

来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

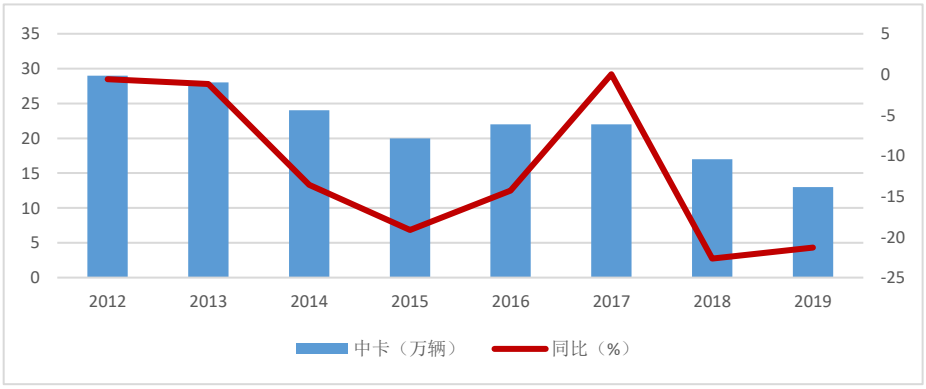
图表 15：卡车实时称重系统 OBWS，超载监管网联化

来源：大陆汽车

在产品端，因为货运效率不高，中卡市场逐渐萎缩，部分需求转到重型市场。2012 后中卡市场总体处于下滑态势，复合下降率 8%左右。

在市场端，2010 年，受益于“四万亿”刺激，重卡市场首次超过 100 万辆，形成了一个凸点。因 2015 年 1 月 1 日起全面实施“国四”排放法规，单车成本上升明显，部分需求前至 2014 年等原因，2015 年销量成为一个凹陷。2017 年开始的治超政策使市场容量得到提升，重卡需求显著提升，已经连续 3 年创历史新高，年销量已超过 110 万辆。

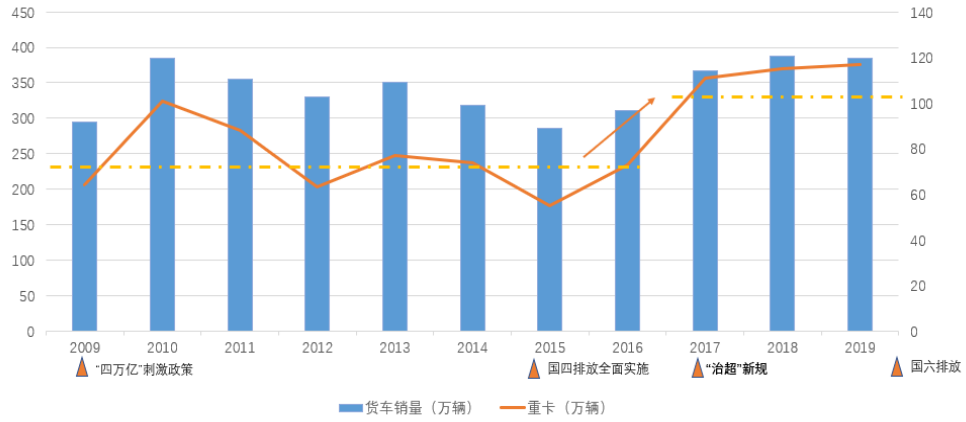
图表 16：受制于货运效率，中卡销量下滑明显



来源：中国汽车工业协会，国联证券研究所

今年因受疫情影响，“六稳”等经济政策持续发力，1~8 月重卡销量已经超过 108 万辆，再创历史成为必然，我们预计 2020 年重卡销量有望突破 140 万辆。考虑到单车运能下降、中卡销量转移、电商物流与海外需求市场等因素，未来重卡市场中枢有望上移至 105 万辆以上。

图表 17：2017 年后，中国重卡市场销量中枢已经由 75 万辆上移至 105 万辆



来源：中国汽车工业协会，国联证券研究所

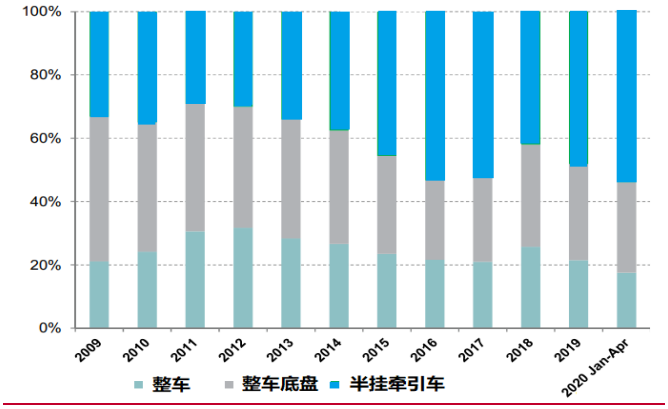
2.2. 市场结构已经变化，物流牵引车占比越来越高

中汽协口径统计的重卡销量包括重卡整车、半挂牵引车与重卡非完整车辆(重卡底盘)三类，其中半挂牵引车基本用于物流，重卡非完整车辆经上装改造后基本用于工程物料运输与市政等，重卡整车部分用于物流部分用于工程物料运输。

重卡非完整车（整车底盘）销量主要由工程建设驱动，受政府固定资产和基建项目投资影响较大。2009-2010 年重卡销量增长较快，基建投资减速之后的 2011 年开始，重卡需求下滑比较明显，很重要的原因是当时重卡销量中整车底盘占比高。

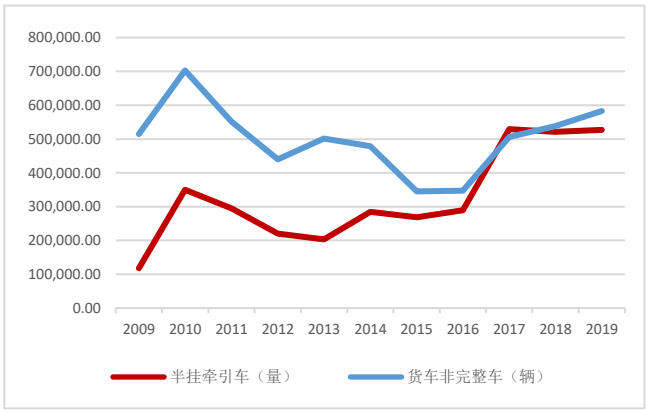
半挂牵引车销量主要由物流需求驱动，公路货运周转量和快递行业发展不断推动牵引车的需求。过去十年，随着电商物流业与宏观经济的不断发展，物流运输行业逐步成为重卡的主要市场，其波动受投资刺激影响相对较小。2013 年开始，半挂牵引车的销量呈现不断上升的趋势，其在重卡总销量中已经达到 50%。

图表 18：过去十年，重卡的销量结构发生了变化



来源：IHS

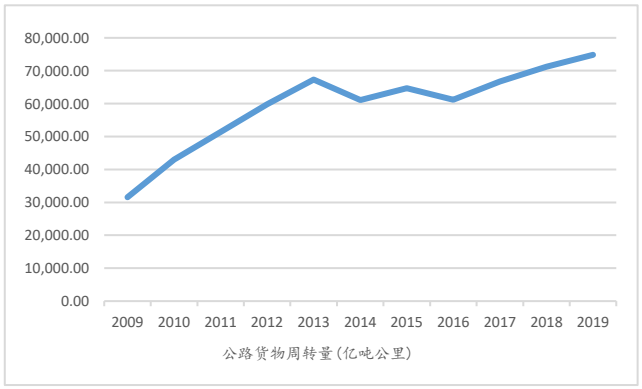
图表 19：半挂牵引车的销量保持稳步上升



来源：WIND，国联证券研究所

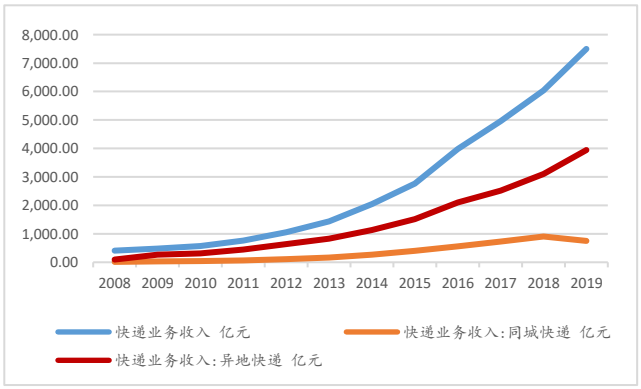
我国公路货运周转量已经由 2009 年的 3 万亿吨公里上升至 2019 年的近 7.5 万亿吨公里，增长 1.5 倍。在下游快递业务端，异地快递业务对重型牵引车需求大，该业务也呈现持续增长态势。

图表 20：公路货运周转量稳步向上



来源：WIND，国联证券研究所

图表 21：异地快递业务对重型牵引物流车需求大

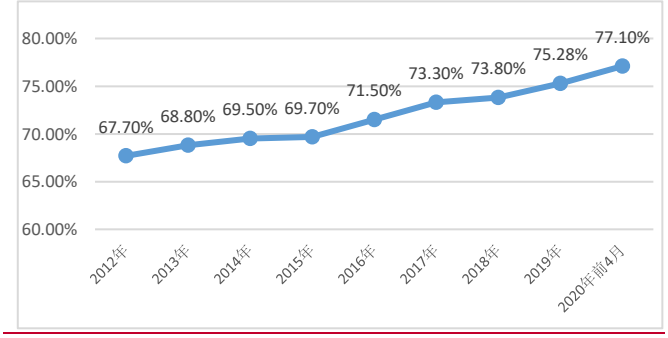


来源：WIND，国联证券研究所

2.3. 寡头垄断格局正在形成，龙头份额持续提升

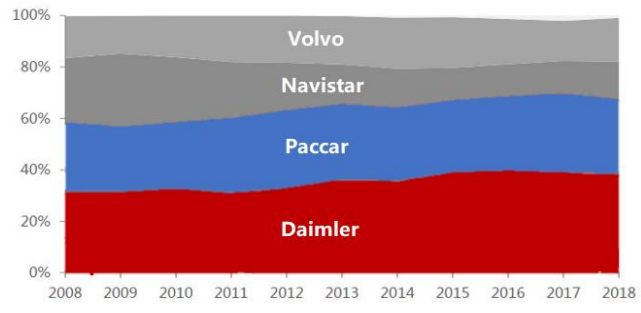
相对于乘用车市场，中国重卡市场基本被本土企业占领，行业集中度较高。2012 年至 2019 年，中国重卡市场的 CR4 已经由 67%提升至 75%，且在依然在提升趋势之中。

图表 22：重卡市场 CR4 的市场份额不断上升



来源：中汽协、第一商用车、国联证券研究所

图表 23：四家企业瓜分市场美国重卡市场



来源：Ward's Automotive，国联证券研究所

在美国重卡市场（Class7/8），CR4 基本稳定在 98%，体现出更高的集中度。市场占有率最高的四家公司依次为 Daimler，Paccar，VOLVO 和 Navistar。

在欧洲市场重卡市场，1981 年有 18 个重卡品牌，而到现在只剩下了戴姆勒、沃尔沃、曼恩（MAN）、斯堪尼亚等 7 个品牌，也呈现出了随排放升级带来头部集中效应。同时，因为单车成本的显著上升，重卡下游客户端也出现去散户化，向物流企业集中的形势。

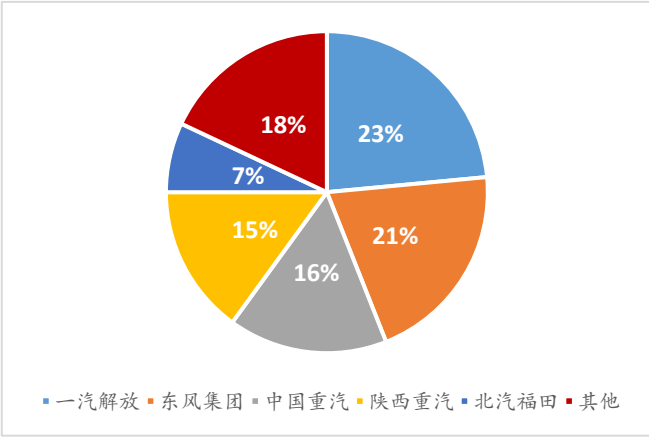
图表 24：欧洲重卡市场发展也是头部集中模式

来源：罗兰贝格

参考欧美成熟市场规律，我们认为在国六排放正式实施后，市场集中度还将进一步上升。一方面，排放升级并严格实施将使产品技术门槛显著提升，让不具备实力的企业主动或者被动的退出市场。另一方面，商用车作为生产资料，品质与口碑是生存之本，得到市场检验的龙头企业在口碑、品质、保有量（维护成本）上优势不断积累，在置换过程中将会取得优势。一汽解放近年来市场份额的不断提升正是受益于此。

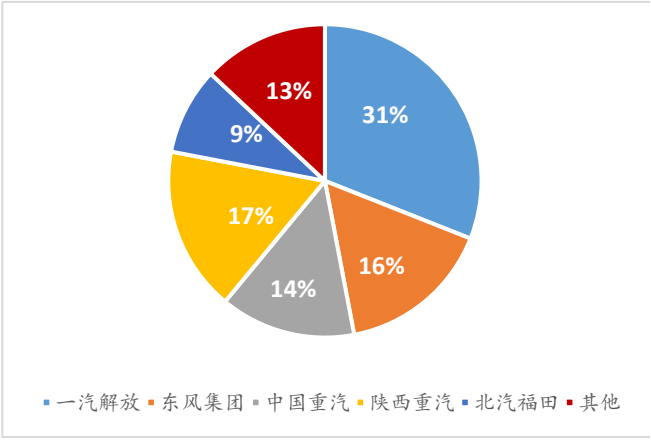
当前，中国重卡市场 CR4 分别是一汽解放、东风集团、中国重汽、陕西重汽，均为国有控股性质企业。其中，解放和东风为第一集团，重汽和陕汽为第二集团紧随其后。在 2019 年，销量前 10 的企业中 7 增 3 降，一汽解放、东风集团和陕西重汽均跑赢市场整体 2.3%的增幅，扩大了自己的市场份额。

图表 25：重卡市场 CR4，相对优势明显（2019 年）



来源：中汽协、第一商用车、国联证券研究所

图表 26：一汽解放在牵引车市场独占鳌头，达 1/3



来源：中汽协、国联证券研究所

一汽解放在牵引车市场更是大幅领先，市场份额达到 31%，大幅领先第二名，显示出独占鳌头的优势，被誉为“牵引车之王”。**牵引车对应的物流运输市场是重卡行业占比最大、且最具成长性的赛道，一汽解放已经建立了绝对的领先优势。未来，一汽解放有望利用品牌优势在车辆置换中扩大市场份额，同时其将继续受益于物流运输市场的成长，实现市场份额与销量的双提升。**

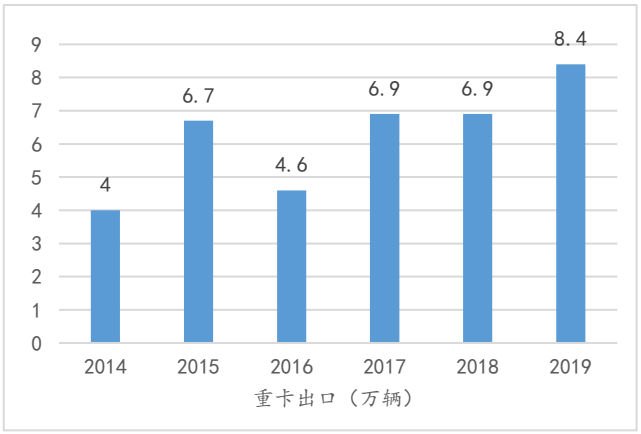
2.4. 海外市场：国产卡车具备优势，一汽解放积极布局

对标 Daimler Trucks，TRATON 等国际一流商用车企业，开拓海外市场是企业对抗阶段性周期波动的必然选择。

随着“一带一路”战略的提出，中国更多的参与到一带一路沿线国家的基础建设中，各家重卡企业也纷纷加快了海外市场的开拓步伐。2014-2019 年间，中国重卡出口总量几乎逐年递增，仅 2016 年有所下降，其余年份均有不同程度的增长，表明中国重卡正在逐步走向世界。数据显示，2014 年，中国重卡出口总量 4.1 万辆；2015 年出口 6.7 万辆；2016 年出口 4.7 万辆；2017-2018 两年出口持平，均为 6.9 万辆；2019 年大幅增长 2 成，达到 8.4 万辆。

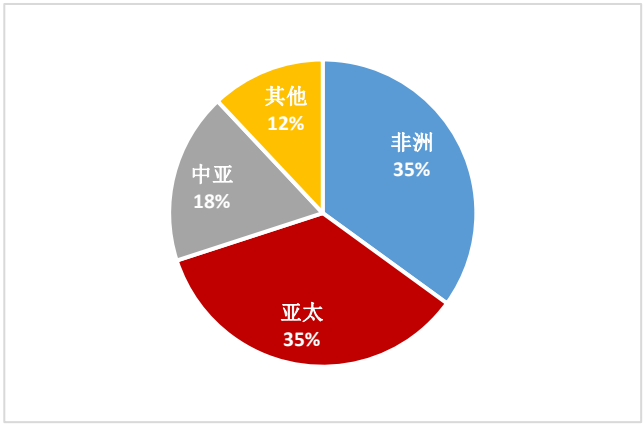
中国重卡出口市场主要集中在非洲、亚太两大区域。2019 年，该两大区域出口占比合计达 70%。数据显示，2019 年，非洲、亚太两大区域出口量均预计为 2.9 万辆，占比均为 35%；中亚市场出口量预计 1.5 万辆，占比 18%；美洲占比 7%；西亚和北非占比 4%；欧洲占比 1%。**中国商用车产品具备性价比优势，在发展中国家已经具备一定基础，未来海外市场增长空间可期。**

图表 27：中国重卡出口量不断攀升



来源：方得网，国联证券研究所

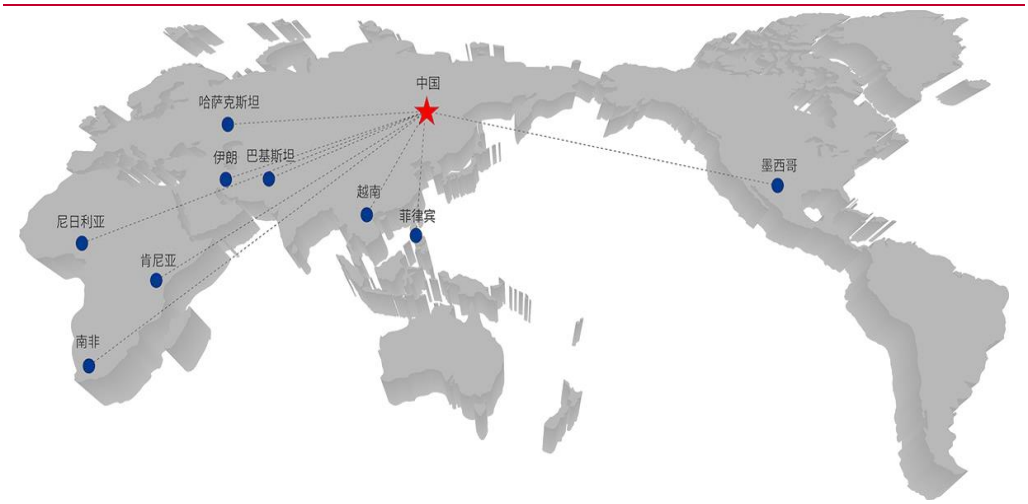
图表 28：中国重卡出口区域分布



来源：方得网，国联证券研究所

一汽解放海外品牌是“FAW”，已设立海外营销部拓展市场。解放产品出口东南亚、中东、拉美、非洲、东欧等 80 个国家和地区，在全世界 30 个国家有 40 个经销商。出口产品包括 J6、 虎 V、 J5K、悍 V 等车型。在巴基斯坦、伊朗、南非、墨西哥、哈萨克斯坦、肯尼亚、尼日利亚、菲律宾、越南 9 个国家建有 11 个组装厂。一汽解放在 2020 商务大会上表示，2020 年，解放将与进出口公司深度融合，组成“联合战队”建立统一的“联合作战室”，期望实现海外销量 1.3 万辆。

图表 29：一汽解放海外布局



来源：公司官网

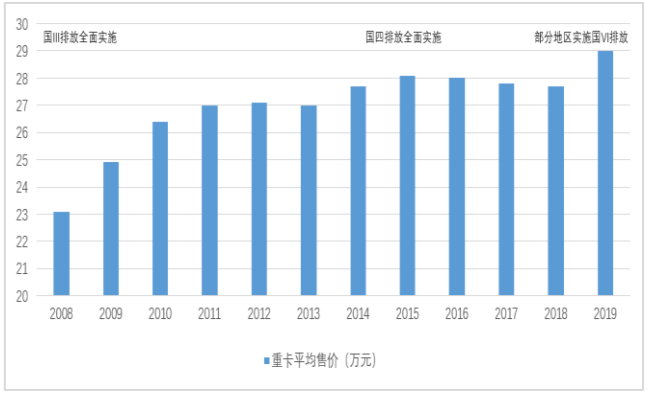
3. 重卡高端化，单车价格提升；价值链重构，解放占得先机

3.1.重卡用户转向企业客户，重卡高端化，单价将会提升

我国重卡售价正在不断上升。为了降低发动机排放，减少污染，2008 年以来我国逐步提升了重卡的排放标准。2008 年 7 月国三排放全面实施，高压共轨技术开始全面代替单体泵，柴油机本体需要重新开发，成本大幅上升。2013 年开始部分地区、2015 年 1 月 1 日全国实施国四排放，SCR 后处理成为标配，ASP 增加约 1 万元。2019 年开始部分地区已经要求国六排放标准，并将于 2021 年 7 月 1 日起全国实施。国六排放水平是国五标准的 1/10 以下，DPF 等技术手段成为标配，产品成本将会出现显著增加，初期 ASP 增加预计将会达到 2 万元。

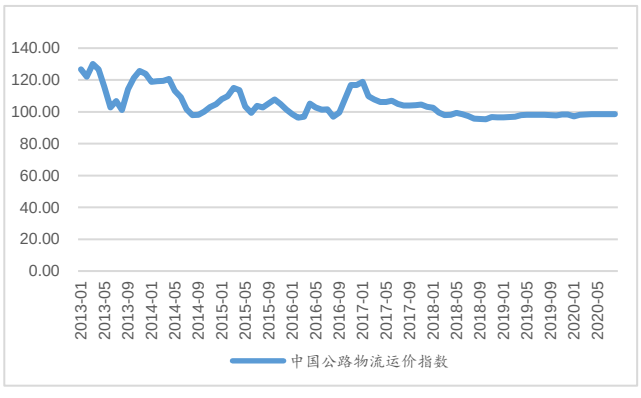
我国公路物流运输价格保持平稳。2013 年以后我国的公路物流运价整体呈现下降趋势，并于 2018 年后趋于平稳。

图表 30：重卡因排放升级重卡平均单价不断攀升



来源：方得网，国联证券研究所

图表 31：物流运价整体趋向稳定



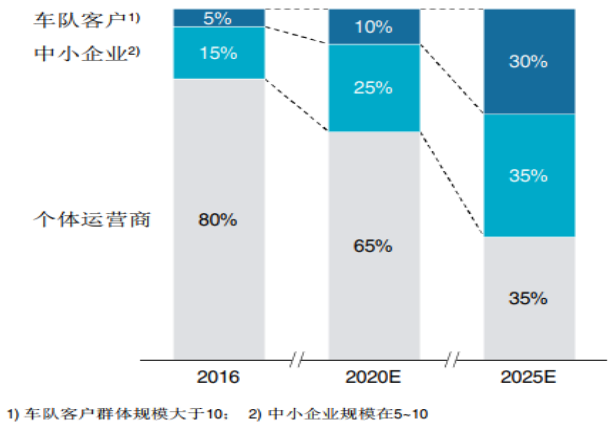
来源：WIND，国联证券研究所

单车售价的提升推动了重卡企业的收入增长，也让下游的客户承担了更高的购置成本。而运价无法提升，甚至下降，更加压缩了运输环节的利润空间。过去以个体司机购买

卡车进行物流运输的模式，正逐步被具有规模优势、货运效率的物流运输企业取代。根据罗兰贝格分析，个体运营的重卡占比将会从 2016 年的 80%显著下降至 2025 年的 35%。对标美国的物流运输企业我国的大中型运输企业还有更大的成长空间

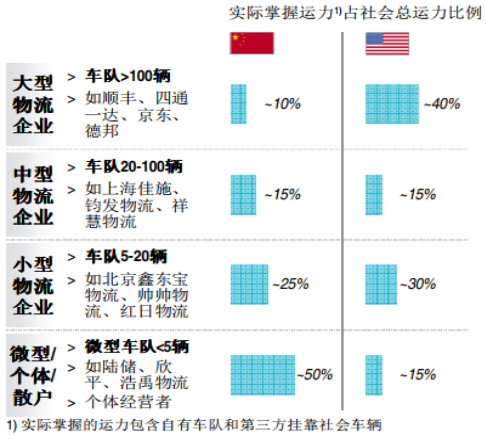
2020 年开始实施的按轴收费新规，空载与重载同等收费办法将对无法保证往返货源的个体卡车造成更大的生存压力。重卡需求结构将进一步向货源充足的大型企业客户转移。

图表 32：我国重卡企业客户占比有望显著增加



来源：罗兰贝格

图表 33：对比美国，企业客户成长空间巨大



来源：罗兰贝格

企业客户采购对初始购置成本并不敏感，而对重卡全生命周期运营成本（TCO）更加关注。因此，质量好、服务体系完备、技术水平高的产品将更受大企业客户青睐。并且企业客户对车辆运营及售后配套服务能力提出更多需求，部分企业客户对车辆将会有定制化需求。2020 年 5 月，以“强强联合 共赢未来”为主题的一汽解放&顺丰集团战略合作交车活动在江西高安举办。一汽解放向顺丰集团交付了专属订制化的 J6P 4X2 快递牵引车，充分体现了上下游行业龙头之间的深度合作。

图表 34：企业用户关注转向全生命周期成本，初始购买成本敏感下降

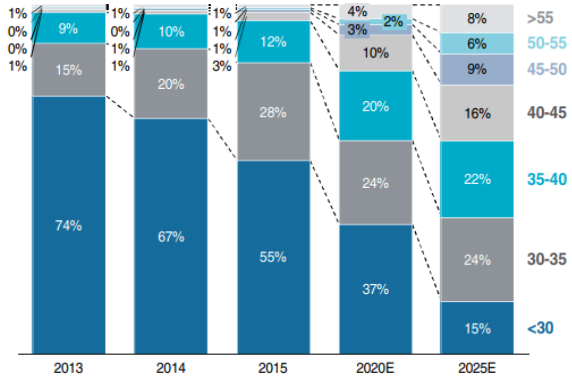
来源：罗兰贝格

基于产品、用户结构的变化，参考发达国家的产品升级之路，我们认为重卡的产品的单价将会持续上升，中高端重卡将会成为未来市场的主流产品。根据 IHS 预测，到 2025 年中国市场 40 万元以上的重卡将占据 39%以上的份额。

图表 35：一汽解放为顺丰提供专属快递牵引车

来源：公司新闻

图表 36：重卡高端化，35 万元以上将成为主流



来源：IHS，罗兰贝格

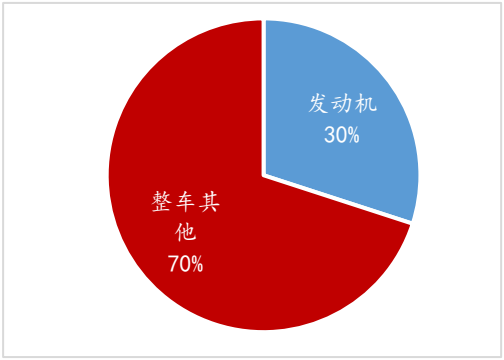
3.2.后国六时代，价值链重构，整车企业有望主导

在过去十几年，商用车行业最大的技术政策要求是减少排放。到 2021 年全面实现国六排放标准后，我国基本追平了欧美发达国家的排放水平，快速的排放升级之路将会告一段落。

后国六时代，**重卡企业的技术开发将会加速由政策驱动型向用户价值驱动型转变，包括新能源、智能驾驶等新技术的应用将更加以整车企业为主导，产业链的价值增量将转向发动机以外的其他零部件。**

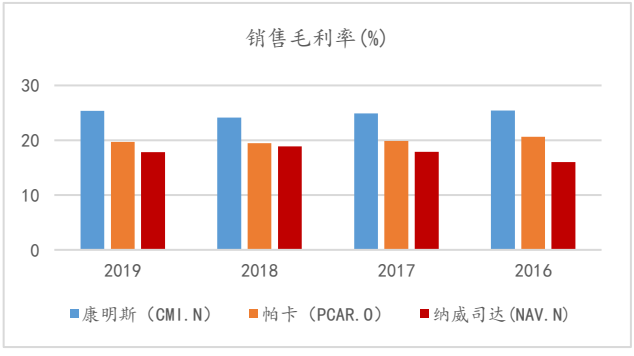
重卡发动机主要分为柴油发动机、天然气发动机，是重卡产业的核心竞争力与稀缺资源，目前发动机价值量占重卡整占 30%左右，是用户端选择车型的关键因素。我国重卡发动机销量 TOP6 的发动机企业为潍柴、康明斯、锡柴（一汽解放）、玉柴、重汽、东风，2019 年重卡发动机市场集中度 CR6=87%。**当前，潍柴动力、康明斯等重卡发动机企业毛利率普遍高于整车制造企业，体现了其在供应链中的强势地位。**

图表 37：发动机是重卡中单值最高的部件，占比 30%



来源：前瞻网，国联证券研究所

图表 38：重卡发动机企业毛利率高于整车企业

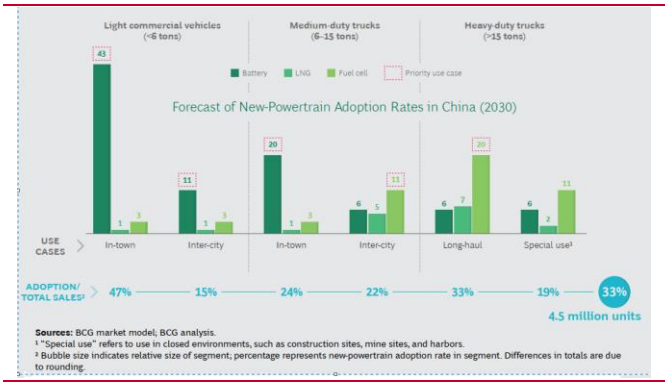


来源：WIND，国联证券研究所

随着新能源产业链成熟，重卡动力总成系统也将会呈现多元化。未来，LNG、混合动力、燃料电池、纯电动、柴油机等将会呈现共存状态。其中，涉及商用车电池、电机、耦合系统、电气系统、储气钢瓶等新增零部件，重卡产业链将会发生重构。**整车企业有望利用产业链重构机会，将更多的主导权/主动权掌握在自己手中。在排放升级阶段以发动机为主导的开发工作将会终结。**

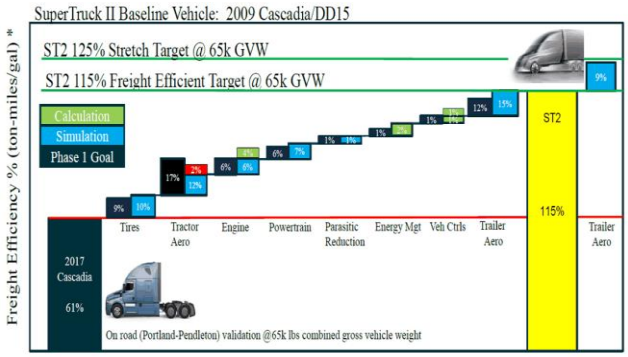
Super Truck II 项目是美国能源部支持的下一代重卡节能技术开发项目，Daimler Trucks、Volvo 等企业均参与其中。项目中重点开发的动力系统匹配优化技术、低风阻技术、低滚阻技术、智能化与信息化技术、混合动力技术等均需要整车企业进行主导开发，并有望成为未来车辆节能的主要方向。

图表 39：动力系统多元化，产业结构将会变化



来源：BCG，国联证券研究所

图表 40： 重卡整车技术对运输效率提升影响更大



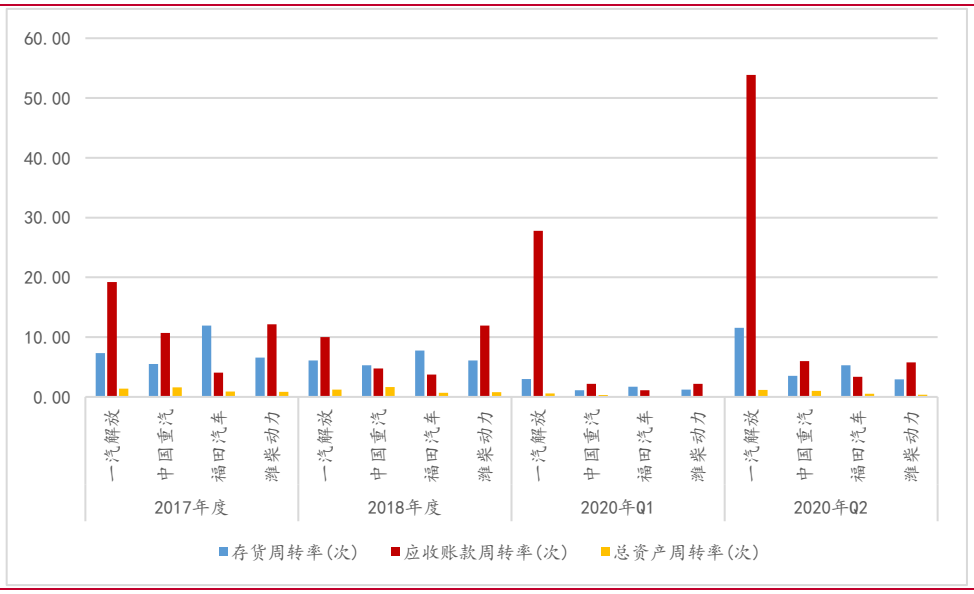
来源：Daimler SuperTruck II Program，国联证券研究所

3.3.一汽解放具备强劲的整合与配套能力，牢牢掌握主动权

➢ **一汽解放在产业链中具备强势地位**

对比同类型整车企业:中国重汽(000951.SZ,行业第三),福田汽车(600166.SH,行业第五）和具备部分整车业务的潍柴动力（000338.SZ,行业第四）的营运能力，一汽解放在存货周转率、应收账款周转率上明显高于主要竞争对手，体现了其在产业链中具备较强的地位。

图表 41：一汽解放在存货/应收账款周转率等营运指标上表现强势



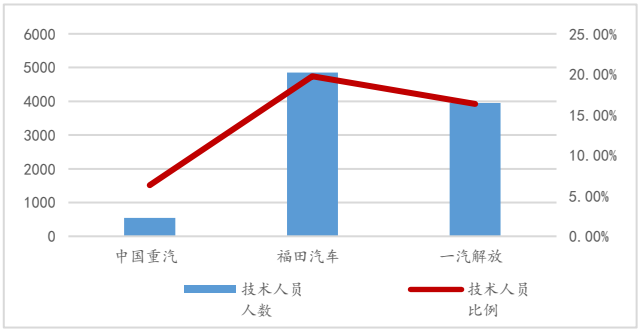
来源：WIND，公司公告，国联证券研究所

➢ **一汽解放的强势地位来自于核心技术与自主配套能力**

一汽解放已经具备完整的开发体系，技术开发人员规模与占比居于行业领先位置。

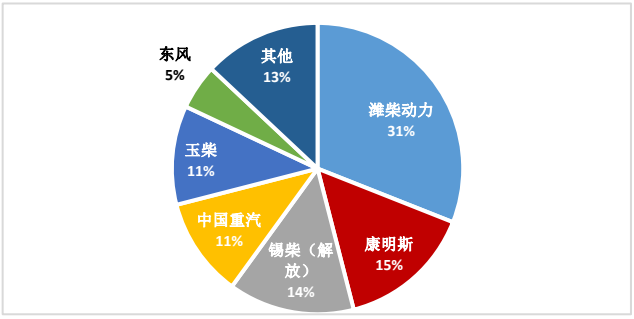
已成功打造了体系节油、长换油、轻量化、自主大总成、自主电控、自主后处理、新能源、智能驾驶、长保用、免维护十大核心产品技术优势。

图表 42：一汽解放技术人员规模与占比



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 43：一汽解放无锡柴油机厂位居行业前 3



来源：上险数，国联证券研究所

2019 年末，一汽解放技术人员 3951 人，占员工总数的 16.33%，规模和占比都在行业处于领先水平。在整体员工结构方面，一汽解放硕士研究生及以上、本科、大专人数占比分别为 4.93%、30.46%和 20.53%，硕士研究生及以上和本科人数的占比高于 A 股同行业上市公司平均水平，体现了一汽解放在高学历人才方面的优势。

自主开发与外部配套相互结合，有效的加强了采购的议价权，保障了供应链的自主可控。一汽解放自主配套了发动机、变速箱、车桥等核心零部件，解放动力中的锡柴长期位居重型发动机行业前 3 位，体现了强大的实力。同时，一汽解放也没有放弃从外部采购发动机等产品。这对内部体系也形成了鲇鱼效应，有利于充分调动积极性。

图表 44：2020 年，一汽解放 16L 发动机工厂在无锡开工，进一步推动产品高端化

来源：公司新闻

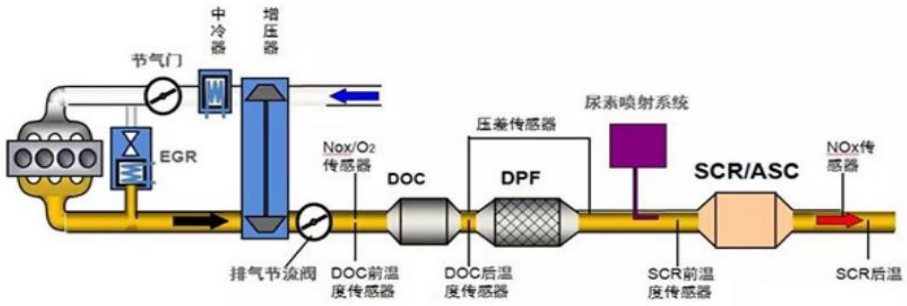
一汽解放是国内最早意识到控制系统、软件算法价值的商用车整车企业，并以持续开发突破核心技术。其国六产品将采用自主发动机控制器与自主后处理系统，成本和灵活性上具备比较优势，在国六阶段有望扩大市场竞争优势。

当前商用车行业普遍采用外资品牌 ECU（发动机控制器），在进行软件调整时，不仅周期长，而且费用高。一汽解放经过十多年的研发，不断积累的实际经验，已经掌握了 ECU 软件的控制策略。据悉，新一代自主国六 ECU，运算能力提升达 7.5 倍，支持全模型控制算法，控制精度提升 10%，寿命提升 35%。**一汽解放自主掌握 ECU 技术最突出优势是，可以灵活自主开发，满足国内用户对于动力功能多样化和定制化**

的需求。

国六后处理系统单价高（约 2 万元），对比不具备后处理开发能力的国内其他企业，只能接受 BOSCH、天纳克、康明斯等供应商提供的“打包”方案。**一汽解放掌握自主后处理技术，能够自主集成，使其具备“拆包”议价能力，显著降低系统成本。**

图表 45：一汽解放掌握国六后处理技术及算法，通过自主 ECU 协调发动机与后处理



来源：网络，国联证券研究所

一汽解放轻量化技术一直处于行业领先地位，在标载市场竞争优势明显。深层次的轻量化设计需要自上而下的产品体系与技术开发能力。2017 年开始的“治超治限”政策对中重卡行业有明显的影响，未来标载运输将成为运输行业主流。随着国家治超进程的逐步深入，一汽解放弱势的重载市场将持续萎缩，需求向一汽解放优势的标载或牵引市场转移，治超治限导致的市场需求结构变化对一汽解放整体有利。

在新能源技术方面，一汽解放已在全力打造“解放蓝途”技术子品牌。2020 年，推出全新纯电动轻型车平台；2025 年，形成轻、中、重全系列纯电动、混合动力、燃料电池技术并举的新能源产品组合。

从行业趋势看，未来中国重卡市场将会越来越规范，高端化趋势明朗。从技术发展上看，未来市场将会转向核心技术竞争，产品开发节奏将会加快，纯外购配套的企业将会面临较大的生存压力。这些趋势对一汽解放颇为有利，其有望凭借深厚的技术积累，自主开发与对外采购并行的商务战略，在国六排放法规全面实施之后，扩大市场领先优势。

4. 智能物流：哥伦布计划构建新大陆，打开成长新空间

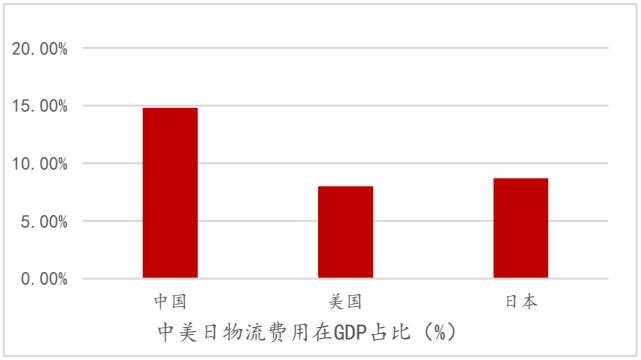
当一个行业技术进步缓慢，产业格局固化，需求主要随宏观经济形势的波动呈现周期性。但当行业正在被技术赋能与改造，新的需求与新的产业结构正在演变，行业全新的成长方式将有望抹平周期的扰动。我们认为重卡行业正走向智能物流时代，新的成长空间正在打开。

4.1. 智能物流是行业痛点的解决方案，具有很高的商业价值

我国物流费用在 GDP 中约占 15%，明显高于发达国家水平。其中一个重要的原因是公路货运效率不高，因为安排不合理，信息不对称等经常出现空载运营。商用车作为生产工具，投资回报比是客户价值的根本。根据罗兰贝格测算，当前中国商用车

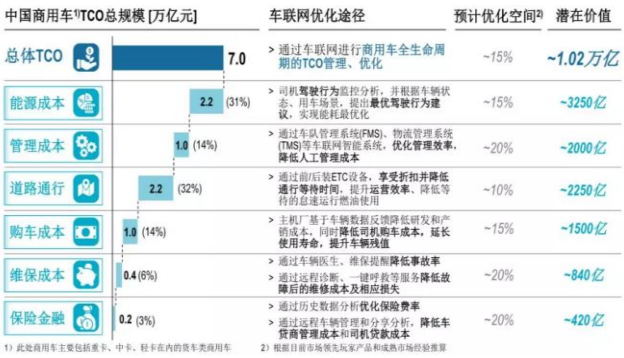
市场总 TCO 规模为 7 万亿，其中能源成本（油费、尿素费等）占比 31%，管理成本（司机成本等）占比 14%。而针对附加值较高的长途干线物流牵引车来说，能源成本将达到 37%，因为需要连续驾驶，司机成本占比也将提高至 23%，两者加起来占比达到 60%。

图表 46：我国物流费用占 GDP 比重较高



来源：产业信息网，国联证券研究所

图表 47：通过车联网技术能够有效节约运输成本

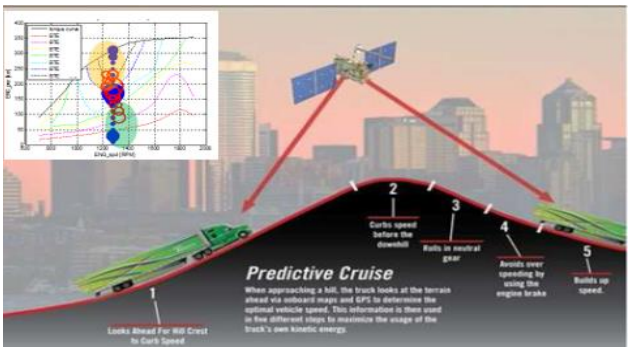


来源：罗兰贝格

随着中国劳动力人口减少，重卡司机作为高危行业，从事人员的年龄呈现老龄化趋势，年轻人也在远离卡车司机这个行业，司机成本将会越来越高。根据 2018 年出版的《中国卡车司机调查报告》，中国卡车司机以男性为主（男性占 95.8%）；平均年龄为 36.6 岁；卡车司机工作强度较大，每天驾车平均时间在 8-12 小时的占 42.1%，12 小时以上的占 9.2%。很多司机为了行车方便常常在夜间上路工作。长期、繁重的劳动，加上不规则的进餐和休息，使得卡车司机往往罹患各种疾病。

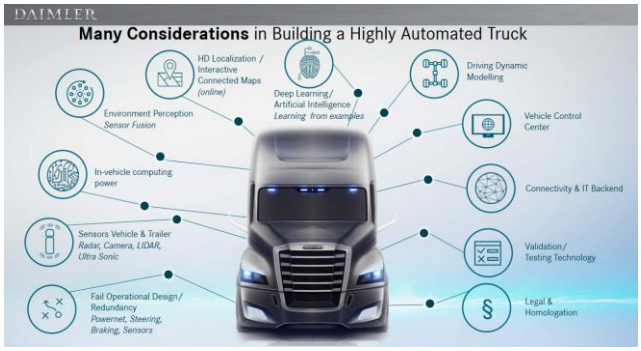
智能驾驶技术将会为解决物流领域的痛点提供方案。相对于一定的技术投入成本，其带来的车辆运营费用效益将会是显性的，用户的支付意愿较强。2020 年开始，AMT 在中国重卡市场销量火爆，已拉开了智能驾驶功能产品化的序幕。AMT 是智能驾驶必要条件，在高速物流场景下，智能驾驶技术能够通过网联功能提前获取前方道路情况，智能优化动力总成控制，达到节油效果。而驾驶员只用关注车辆行驶方向，不用换挡及踩油门，劳动强度大大减小。

图表 48：智能驾驶（预测巡航）技术有效改善油耗



来源：Continental AG，国联证券研究所

图表 49：自动驾驶卡车需要技术升级 ，附加值高

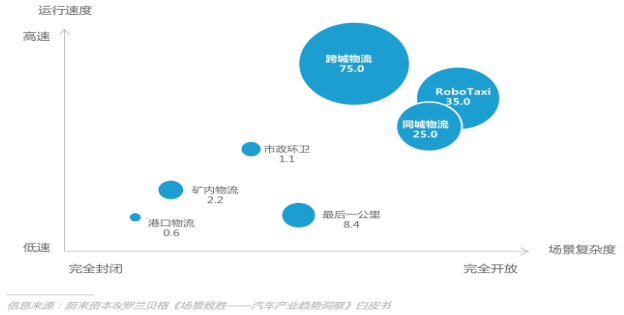


来源：Daimler Truck

高速干线物流被认为有望率先实现自动化驾驶，成为技术落地的优先场景之一。L3 自动驾驶在高速道路上的应用，有望让卡车司机转变为押运员，驾驶员更多是在城郊道路驾驶或者处理紧急情况。根据蔚来资本测算，智能驾驶技术在高速干线物流

的应用，有望创造 7500 亿元的市场增量。正因为技术落地难度与商用前景驱动，智能物流领域已吸引大量科技初创公司进行产品落地。

图表 50：高速干线物流智能驾驶市场达 7500 亿元



来源：亿欧咨询

图表 51：科技公司选择高速干线物流作为突破

场景	港口	物流园区	高速干线	城际运输	城区配送	矿山	公交	专用车
图森未来	√（洋山港）	√	√	√	√（上海临港主城区）			
驭势科技			√					
希迪智驾			√	√（重点牵引）		√	√	√
西井科技						√		
主线科技	√	√	√		√			
智行者					√			√
AUTOX		√			√			
智加科技			√	√				
小马智行			√					
赢彻科技			√					

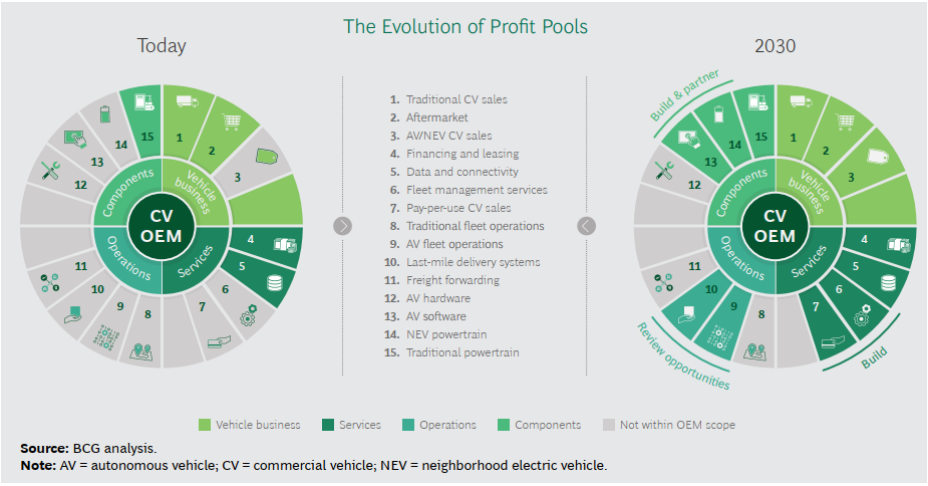
来源：中汽中心

4.2.从产品到服务，企业新的盈利方式将会打开

对标发达国家，汽车企业的后市场服务业务将有很大的提升空间。根据罗兰贝格统计，发达国家企业产业利润在产品端与后市场服务端的比例为 7：3，而我国汽车产业利润基本还是以卖产品为主的传统模式。**汽车后市场服务包括汽车金融、售后维修、二手车等，利用车联网技术有望减小企业与客户之间的信息不对称，这将有效帮助整车企业提高后市场的营运能力。**

随着智能物流的发展，重卡整车企业的边界将有望大幅拓宽。重卡整车企业有望从汽车制造业企业转变为智慧交通运输解决方案提供者。这其中包括车辆业务将会延伸到新能源领域，车队管理服务将会更加注重数据交易，通过自动驾驶卡车提供运营管理服务，零部件涵盖新增的高附加值部件。

图表 52：重卡整车企业的价值领域将会随着新技术应用大幅拓展



来源：BCG

4.3.一汽解放“哥伦布计划”，成为智慧交通运输解决方案提供者

2019 年，一汽解放发布了“哥伦布智慧物流开放计划”，秉持开放合作，众创共享的发展理念，打造新业态产业集群，探索新技术、新模式、新市场，引领未来。2020 年，其合作伙伴发展到 96 家，汇聚了产业链各个关键环节的全球优秀企业，共同打

造了领先的商用车生态航母。

图表 53：公司“哥伦布计划”构建智能物流生态，旨在成为智慧交通解决方案提供者

来源：公司新闻

一汽解放成立了鱼快、赋界公司，实现了车联网平台统一整合，截止目前，解放在线车辆近百万，注册用户 120 万。一汽解放已将车联网迭代升级，开发了智能安全、智能节油、智能诊修、智能控车四大车联网产品，构建了人、车、环境三大数据细分领域，打造了数据生态开放平台，实现了线上智能管理和线下贴心服务的深度融合。

2020 年 9 月，一汽解放将首款量产级 L3 自动驾驶产品（J7 L3 超级卡车）交付给京东集团。其采用了解放超级领航自动驾驶系统，可实现高速公路全速自动巡航与自动变道，让用户更安全、更舒适、更惬意地赚钱。产品以安全第一作为开发理念，采用车规级软硬件开发测试流程，保证了车辆通信安全、功能安全、行驶安全。节油方面，产品依托解放整车体系节油的固有优势，全新开发基于全局规划、局部二次规划与整车协同控制的三层架构节油功能，综合节油率可达 10%。同时，基于解放车联网云脑，可为用户提供全时、全程、全生命周期、全量数据的监控分析及迭代升级。

图表 54：2020 年成立鱼快创领，加速车联网布局

来源：公司官网

图表 55：一汽解放交付京东 L3 级智能物流车产品

来源：公司官网

一汽解放合资公司挚途科技，聚焦打造 L2-L4 级智能域平台，重点突破多场景、全天候的实时环境感知、厘米级的高精度定位、高智慧的规划决策与高精准的车辆控制等核心算法，着力开发基于面向服务架构的高性能 Adaptive AutoSAR/AUTOSAR 软件平台。其已完成了轻中重客全平台智能车产品储备，率先实现了公路、港口、园区环卫场景商业化运营。

一汽解放目前已是在智能物流领域布局最全面、合作最深入、自主能力最强的本土整车企业，充分展现了其行业领导者地位。随着新生态格局的建立，其业务成长空

间有望进入新的阶段。

图表 56：一汽解放已通过哥伦布计划布局后市场、车联网、智能驾驶

联营公司	公司业务范围	合作方
一汽解放赋界（天津）科技产业有限公司	**后市场：**快修连锁平台“赋界卡修 APP”，围绕商用车后市场、物流运输、汽车金融、汽车销售和创新业务等五大业务板块开展业务	
鱼快创领智能科技（南京）有限公司	**车联网：**通过数据为商用车赋能，以大数据为基础的智能化产品和技术手段，帮助中国物流行业提升效率，推动商用车后市场的智慧化发展。	四维中寰
苏州挚途科技有限公司	**智能化：**一汽解放 L2-L4 智能驾驶开发，包括核心智能化系统与零部件产品研发	智加科技 恒润科技

来源：公司公告，网络，国联证券研究所整理

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 业务分析与假设

➢ 市场销量平稳，海外市场稳步提升

整体上，因重卡销量远大于中卡销量，且产品具备一定的替代性，我们将中重卡合并考虑，2017 年至 2019 年销量分别为 135 万/133 万/131 万辆。中重卡市场因为治理超载逐步深入化，公路物流运输需求及时效要求上升，我们认为销量中枢已经上移至 130 万。

2020 年，受益于“国三”车置换，“六稳”经济刺激等，中重卡行业高度景气，全年有望达到 155 万辆。

2021 年 7 月 1 日国六排放法规将会全面实施，购置需求可能前移，预计上半年销量会好于下半年，海外市场逐步恢复。但整体受制于 2020 年的销量透支，预计工程车销量下滑更深，全年销量为 135 万辆，其中海外 12 万辆。

2022 年，预期受益疫情影响消退，国四/国五车辆置换，内外双循环提升需求，海外市场拓展，销量预测在 120 万辆，其中海外 15 万辆。

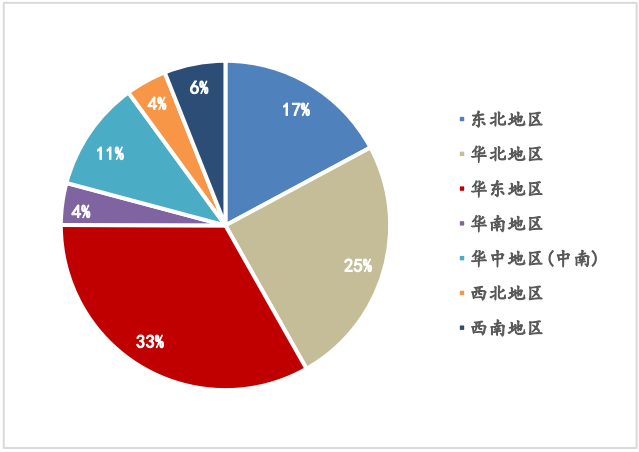
➢ 一汽解放市场占有率有望稳中有升

受益于产品结构及产品力，以京东、顺丰、“四通一达”为代表的企业客户有望扩张，挤压个体客户和中小品牌产品，一汽解放有望在牵引车市场继续提高份额，并逐步提升自卸、专用等短板产品的市场竞争力。我们预期 2020 年至 2022 年其在中重卡市场占有率分别为 25%/27%/29%。

一汽解放营收主要分布在东北、华北、华东市场，在华南、华中、西南地区还有提升空间。2019 年我国中重型卡车销量超过 10 万辆的省份为山东、河北、广东，销量为 5~10 万辆省份有江苏、河南、山西、安徽、浙江和湖北。一方面，这些区域存在竞争对手东风（华中、华南）、陕汽（西北、西南），产品适应性更好。另一方面，华北、华东在排放升级与道路治理上更加严格，率先激发了市场需求，一汽解放在置

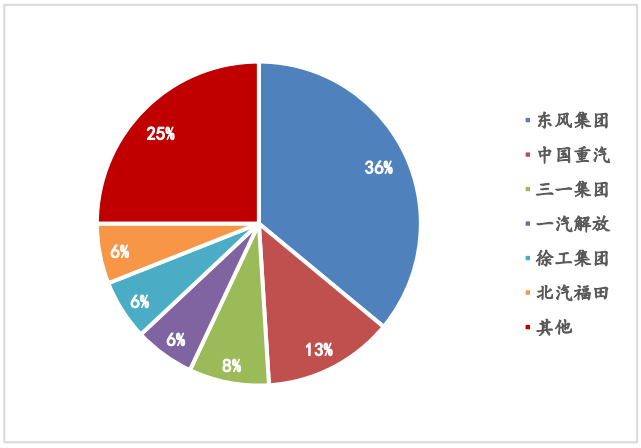
换市场更加有品牌与产品优势。特别是在物流运输牵引车市场，一汽解放市场占有率有望稳步提升。

图表 57：一汽解放营业收入地域分布不均（2019H1）



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 58：一汽解放在专用车市场占比较小

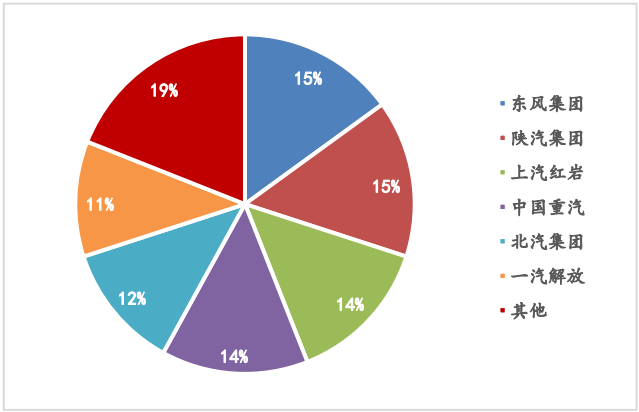


来源：中国商用汽车产业发展报告，国联证券研究所

专用车与自卸车市场下游客户与应用场景与牵引车不同，随着城市治理超载超速深入、国六、非道路四阶段排放升级，置换需求将会激发，一汽解放的产品技术优势有望得到发挥，市场占有率具备提升空间与基础。

专用车市场下游是工程机械厂商，头部企业三一、徐工、中联已在往上游布局专用车底盘。整车企业加强与下游工程机械厂商的合作是未来市场扩张的关键。近年来，一汽解放与中联重科、中集凌宇等企业开展了战略合作，快速响应与平台化设计将帮助整车企业拓展市场。

图表 59：自卸车龙头企业势均力敌



来源：中国商用汽车产业发展报告，国联证券研究所

图表 60：新“铂威动力”针对专用/自卸车市场发力

来源：方得网

自卸车一般在特定区域运营，需要满足工地与城市管理的订制化要求。总体来说，专用车和自卸车客户对于产品订制化需求更高、市场更加细分，市场格局比较分散，头部企业势均力敌。2020 年 8 月，一汽解放发布高端中型发动机“铂威”品牌，涵盖 K、H、LD 三大系列产品，排量覆盖 4-7 升，功率覆盖 130-360 马力，其在耐久性、可靠性、舒适性等方面领先行业，针对载货车、自卸车、渣土车等市场，有望赢得更多市场。根据第一商用车网数据，2020 年 1-8 月，中型卡车市场累计销售 9.78 万辆，同比累计增长 4.5%，但一汽解放今年 1-8 月的累计 1.29 万辆，增幅达到 115%，大

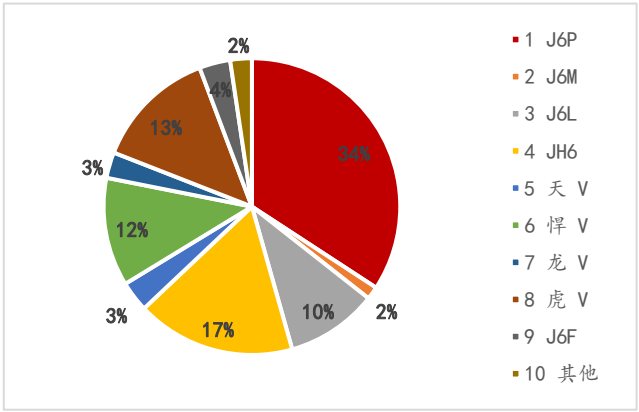
幅跑赢市场，发力迹象明显。

➢ 产品结构高端化、后市场挖掘、智能化产品导入，毛利率有望提升

当前，一汽解放的主力车型是 J6P，J6L，JH6 等 J6 系列，集中在重型牵引车市场。具体产品细分为：

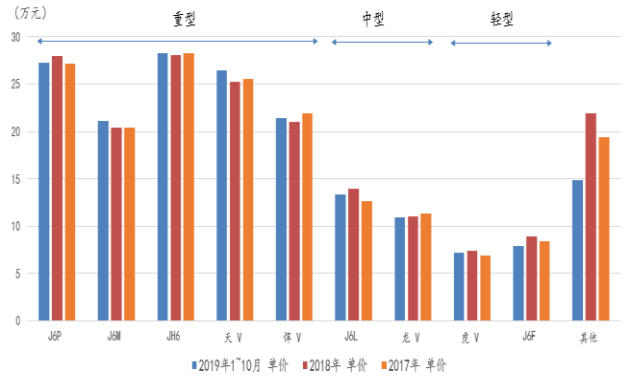
J6P、J6M、JH6、天 V 和悍 V 产品平台以重型卡车为主，多用于载货量较大的牵引车，主要满足长距离干线物流、日用散杂、煤炭、危险品、砂石料和散装罐等的运输需求。

图表 61：产品销量占比情况（2019 年前 10 月）



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 62：一汽解放产品单价分布



来源：公司公告，国联证券研究所

J6L、龙 V 以中型卡车为主，主要满足日用散杂货、港口集装箱、零担、快递、绿通、环卫等细分市场运输的需求。

虎 V、 J6F 主要为轻型卡车，用于满足中短途城市物流、长途运输、城乡运输的需求。

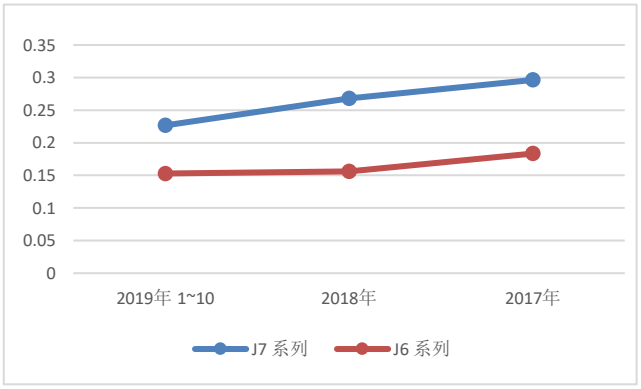
图表 63：J7/J6 系列高低搭配，J7 将带领一汽解放走向高端化

项目	J7 系列车型	J6 系列车型
上市时间	2018 年 10 月	2007 年 7 月
产品定位	定位为高端、高效的干线运输平台，对标国际一流重卡产品线	定位为全面覆盖国内干线、支线的运输平台，对标国内一流重卡产品线
目标竞品	沃尔沃、奔驰、曼等国际品牌	东风天龙、中国重汽等国内品牌
产品系列	目前仅推出牵引车系列车型，自卸、载货系列目前正在研发中	目前包含牵引、载货、自卸全系列产品，全方位覆盖中重型卡车市场
技术特点	发动机、变速箱、车桥寿命达到 150 万公里；发动机扭矩最大可达 2300Nm；整车 VCU 节油控制技术；AMT 自动挡变速箱等	发动机、变速箱车桥寿命 80-100 万公里；发动机最大扭矩 2300Nm；手动挡变速箱等
售价区间	40-70 万元	15-40 万元

来源：公司公告，国联证券研究所

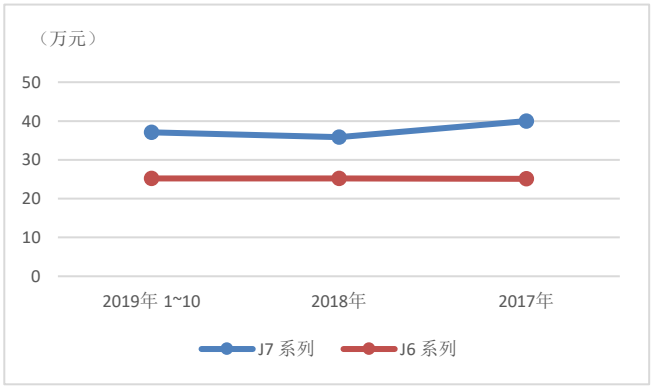
一汽解放 J6 系列上市已经有 10 多年，已进入到了产品生命末期。**2018 年正式上市的 J7 系列将成为一汽解放引领高端市场的关键，其销量正在稳步提升。对比 J6 系列，其单价与毛利率均具有优势，其是未来一汽解放主力车型。**

图表 64：J7 系列产品相比 J6 毛利率更高



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 65：J7 系列产品单价相比 J6 更高

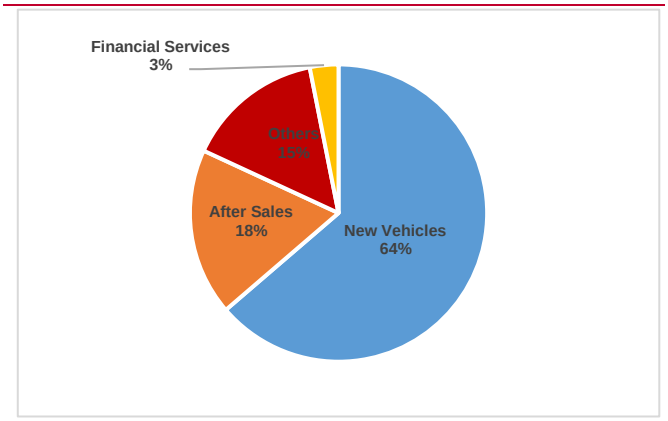


来源：公司公告，国联证券研究所

在国六实施与车辆高端化后，后期的维护与保养要求更高，拥有全产业链的一汽解放有望在后市场、汽车金融等领域发挥优势。国际一流商用车企业，其非整车销售营收一般达到 30%。例如，大众集团下的商用车公司 TRATON，其拥有曼恩、斯堪尼亚等重卡品牌，2019 年营收达 269 亿欧元，销售汽车 22.7 万辆，在其营收占比中，新车销售只占 64%，而后市场、汽车金融、服务等占比达 36%。对比一汽解放，其新车销售占比达 93%以上，未来空间巨大。而在业务毛利率上，后市场业务显著高于整车销售，2017 年度、2018 年度和 2019 年 1-10 月，一汽解放的备品与零部件业务毛利率分别为 14.54%、16.37%和 21.67%。

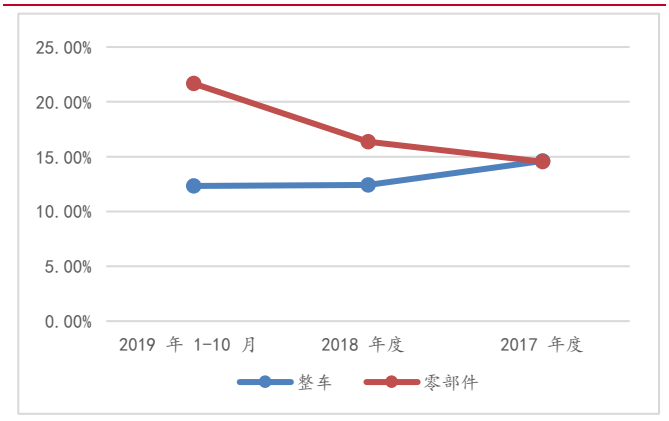
一汽解放的“哥伦布”计划正是其布局汽车后市场业务的支撑，通过车联网等技术手段，能够打通售前、使用、售后等环节，未来业务变现可期。一汽解放的“解放行”车联网平台发展迅猛，目前累计连接车辆数已经超过 70 万辆，注册用户超过 100 万，平台打通了生产销售、车主服务、车队服务及售后维修等多个环节，实现了车辆全生命周期管理。

图表 66：TRATON 公司收入中新车销售只占 64%



源：TRATON 年报，国联证券研究所

图表 67：一汽解放零部件业务毛利率逐步走高



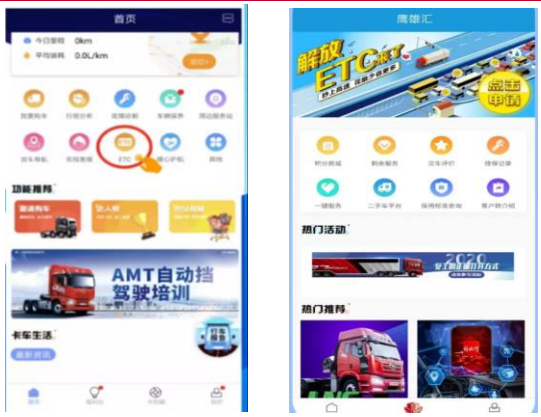
来源：解放行 APP，国联证券研究所

智慧物流车辆需要大量传感器、控制器与执行器，这些增量设备与零部件都将提升辆车的技术复杂度，增加产品的附加值，也将是一汽解放产品价格与毛利进一步提升的有力支撑。

图表 68：一汽解放车联网布局已经成型

来源：公司公告，国联证券研究所

图表 69：解放行联接车辆突破 70 万，网络效应渐显



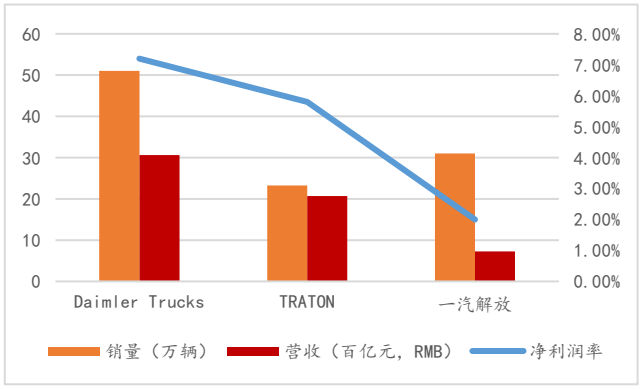
来源：解放行 APP，国联证券研究所

随着车辆高端化、后市场发掘、智能产品导入，我们认为公司的未来几年毛利率提升已具备基础。2020 年，市场销售形势火爆，有望提升产品毛利率。2021 年，国六排放全面实施，一汽解放自主配套程度高，有望扩大汽车后市场，提升整体毛利率。2022 年，智能物流产品投入使用，有望进一步提升产品单价与毛利率。

➢ 公司管理有望规范化，净利润率提升存空间

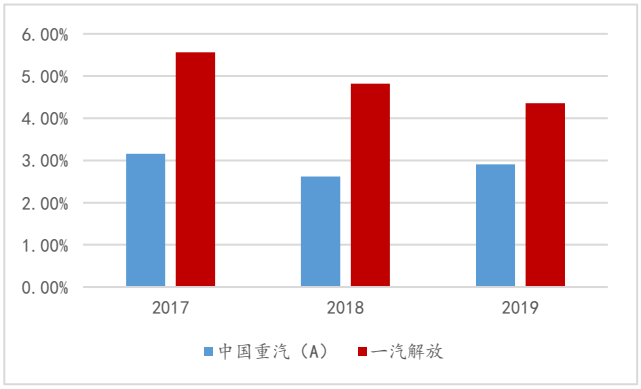
根据一汽解放的财务报告，其存在盈利能力不强的问题。公司规模虽然已经是国内领先，但是对比国际一流企业差距明显。这一方面是由于市场与产品结构等原因，另一方面也是因为其非上市公司的身份，在体制创新上有局限。随着外资整车控股限制取消，国内市场将会更加开放，具备国际竞争力已经成为一汽解放新的发展方向，其已经提出了“利润率翻一番，盈利能力行业领先”等目标，对标国际一流商用车企业成为必然选择。

图表 70：一汽解放在营收、利润水平差距明显（2018）



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 71：一汽解放销售费用高于国内竞争对手



来源：公司公告，国联证券研究所

2017 至 2019（前 10 月）一汽解放销售费用占营业收入比例分别为 5.56%、4.82%和 4.36%，明显高于中国重汽在 3%以下的水平。在销售费用中，占比最大的为索赔费用与运输费用，两者合计接近销售费用的 70%。随着网联技术与故障评估的合理性提升，后市场索赔有望更加规范，而通过科学的管理，运输费用也有较大的改善空间。两者合计有望贡献 1%的成本节省。

我们认为随着一汽解放成为上市公司，其公司治理有望更加规范，同时随着技术

手段的深入应用，费用管控能力有望提高，未来利润率的提升将会为公司利润带来较大的弹性。

5.2.盈利预测

2020 年至 2022 年，我们预计公司中重卡销量分别达到 38.8/36.5/34.8 万辆，中重卡的平均售价有望从 25.5 万元上升至 27 万元。在产品结构端，随着哥伦布计划布局的完成，后市场零部件产品及服务业务有望取得突破，其营收占比有望逐步提升到 11%，从而推动公司综合毛利率逐步提升至 12.5%/14%/15.5%。对应归母净利润有望达到 31.91/42.83/52.25 亿元，EPS 为 0.69 元 /0.93 元/1.13 元。

图表 72：公司未来三年收入分解与业务预测

		2017	2018	2020E	2021E	2022E
中重卡车业务	中重卡总销量（万辆）	135	133	155	135	120
	其中：海外（万辆）	7.7	6.5	5	12	15
	其中：重卡（万辆）	111	115	145	115	105
	其中：牵引车销量（万辆）	58.3	48.3	70	60	55
	市场占有率：一汽解放	0.197	0.202	0.25	0.27	0.29
	牵引车占有率：一汽解放	0.31	0.32	0.33	0.36	0.38
	一汽解放：中重卡总销量（万辆）	**26.6**	**26.9**	**38.8**	**36.5**	**34.8**
	一汽解放：牵引车销量（万辆）	18.1	15.5	23.1	21.6	20.9
	一汽解放：牵引车占比（万辆）	0.680	0.575	0.596	0.593	0.601
	一汽解放：平均单价（万元）	24.2	23.8	25.5	26.5	27
	一汽解放：营业收入（亿元）	**643.6**	**639.4**	**988.1**	**965.9**	**939.6**
轻卡业务	**一汽解放：轻卡总销量（万辆）**	**2.6**	**4.4**	**7**	**8**	**10**
	一汽解放：平均单价（万元）	6.5	7.7	8	8.5	9.5
	一汽解放：营业收入（亿元）	**16.9**	**33.88**	**56**	**68**	**95**
整车业务营业收入（亿元）		**660.5**	**673.3**	**1044.1**	**1033.9**	**1034.6**
整车业务毛利率		**0.146**	**0.124**	**0.12**	**0.135**	**0.15**
非整车业务营业收入占比		**0.07**	**0.07**	**0.06**	**0.09**	**0.11**
非整车业务营业收入（亿元）		**49.7**	**50.7**	**66.6**	**102.3**	**127.9**
非整车业务毛利率		**0.14**	**0.14**	**0.19**	**0.2**	**0.2**
营业总收入（亿元）		**710.2**	**724.0**	**1110.8**	**1136.2**	**1162.5**
综合毛利率		**0.146**	**0.125**	**0.125**	**0.14**	**0.155**
综合毛利率（计算值）		0.146	0.125	0.124	0.141	0.156

来源：公司公告，国联证券研究所，注：因为 2019 年公司财务数据非完整年度，故省略

考虑到公司已经在国内市场取得领先地位，估值参考欧美成熟商用车企业更加具备可比性。我们选取美股上市的帕卡公司（PACR.0）与康明斯公司（CMI.N）作为参照，其 5 年平均估值约 17 倍。

未来几年，随着排放升级带来行业集中度提升，智能物流与后市场服务落地带来新的商业模式与机会，公司存在较为确定的成长空间。

我们认为可以给予公司 17 倍 PE 估值，对应 2021 年目标价为 15.81 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 73：可比公司估值（2020 年 10 月 8 日）

可比公司	指标	最新	5 年最高	5 年最低	5 年平均
帕卡公司(PACCAR)[PCAR.O]	PE(TTM)	18.44	47.13	8.5	17.74
康明斯(CUMMINS)[CMI.N]	PE(TTM)	18.69	29	8.59	16.17

来源：WIND，国联证券研究所

图表 74：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2018	2019	2020E	2021	2022
货币资金	482	1852	34019	20964	27460
应收账款+票据	6875	1368	15900	29731	28581
预付账款	235	434	1956	447	1969
存货	2189	3840	15599	23487	25629
其他	65	2456	0	0	0
流动资产合计	**9846**	**9951**	**67473**	**74629**	**83639**
长期股权投资	3152	3658	3658	3658	3658
固定资产	4301	4422	3187	2126	871
在建工程	169	194	3917	3723	3723
无形资产	650	754	920	872	823
其他非流动资产	385	412	412	412	412
非流动资产合计	**8782**	**9705**	**12137**	**10827**	**9516**
资产总计	**18628**	**19655**	**79610**	**85455**	**93155**
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款+票据	6846	8289	24110	24747	40741
其他	474	694	25000	25000	15000
流动负债合计	**9553**	**10861**	**54584**	**57433**	**61478**
长期带息负债	0	0	0	0	0
长期应付款	2	4	0	0	0
其他	939	675	675	675	675
非流动负债合计	**941**	**679**	**675**	**675**	**675**
负债合计	**10494**	**11540**	**55208**	**58057**	**62102**
少数股东权益	83	67	66	63	60
股本	1628	1628	1653	1653	1653
资本公积	2489	2489	16514	16514	16514
留存收益	3934	3931	6169	9168	12826
股东权益合计	**8134**	**8115**	**24402**	**27398**	**31053**
负债和股东权益	**18628**	**19655**	**79610**	**85455**	**93155**

现金流量表

单位:百万元	2018	2019	2020E	2021	2022
净利润	227	38	2373	4309	5251
折旧摊销	1014	1015	1291	1310	1310
财务费用	1	10	-538	-825	-726
存货减少	-41	-1969	-11758	-7888	-2142
营运资金变动	-410	3334	30125	-9472	3672
其它	-706	-330	0	0	0
经营活动现金流	**85**	**2098**	**21493**	**-12566**	**7365**
资本支出	501	839	3723	0	0
长期投资	703	743	0	0	0
其他	369	913	14822	-28	-28
投资活动现金流	**-835**	**-670**	**11099**	**-28**	**-28**
债权融资	0	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-34	-58	-426	-460	-841
筹资活动现金流	**-34**	**-58**	**-426**	**-460**	**-841**
现金净增加额	**-784**	**1370**	**32166**	**-13054**	**6495**

利润表

单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**25524.45**	**27664.31**	**111080.00**	**113620.00**	**116250.00**
营业成本	20177.14	22494.24	97195.00	97713.20	98231.25
营业税金及附加	1396.41	1322.78	1110.80	1136.20	1162.50
营业费用	2645.91	2601.98	5554.00	5226.52	5347.50
管理费用	1047.33	1132.40	2665.92	2499.64	2557.50
财务费用	-21.76	13.31	-538.06	-824.74	-726.36
资产减值损失	126.96	-302.81	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	649.72	516.35	0.00	0.00	0.00
其他	-462.89	-1328.98	-2300.00	-2800.00	-3500.00
营业利润	**339.30**	**-410.22**	**2792.34**	**5069.18**	**6177.61**
营业外净收益	-25.18	423.47	967.08	-32.92	-32.92
利润总额	**314.12**	**13.25**	**3759.42**	**5036.26**	**6144.69**
所得税	38.62	-24.99	563.92	755.44	921.71
净利润	**275.50**	**38.24**	**3195.51**	**4280.82**	**5222.98**
少数股东损益	72.14	-14.49	-1.79	-2.39	-2.92
归属于母公司净	**203.36**	**52.73**	**3197.29**	**4283.21**	**5225.90**

主要财务比率

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	-8.52%	8.38%	301.53%	2.29%	2.31%
EBIT	-40.58%	-89.28%	10,244.07%	30.74%	28.65%
EBITDA	-18.22%	-19.82%	331.29%	22.37%	21.86%
归属于母公司净	-129.98%	-74.07%	5,963.07%	33.96%	22.01%
获利能力					
毛利率	20.95%	18.69%	12.50%	14.00%	15.50%
净利率	1.08%	0.14%	2.88%	3.77%	4.49%
ROE	2.53%	0.66%	13.14%	15.67%	16.86%
ROIC	3.92%	-1.50%	23.61%	241.93%	26.04%
偿债能力					
资产负债	56.34%	58.71%	69.41%	68.00%	66.72%
流动比率	1.03	0.92	1.24	1.30	1.36
速动比率	0.79	0.34	0.95	0.89	0.94
营运能力					
应收账款周转率	3.76	20.97	7.04	3.83	4.09
存货周转率	9.22	5.86	6.23	4.16	3.83
总资产周转率	1.37	1.41	1.40	1.33	1.25
每股指标（元）					
每股收益	0.04	0.01	0.69	0.93	1.13
每股经营现金流	0.02	0.46	4.66	-2.73	1.60
每股净资产	1.75	1.75	5.28	5.93	6.72
估值比率					
市盈率	277.00	1,068.20	17.62	13.15	10.78
市净率	7.00	7.00	2.31	2.06	1.82
EV/EBITDA	15.31	19.07	-0.59	1.93	0.66
EV/EBIT	68.78	640.78	-0.82	2.53	0.82

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为－10%～10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，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，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217