

一汽轿车 (000800)

证券研究报告

2020 年 05 月 07 日

资产置入完成，重卡整车龙头一汽解放登陆 A 股

一汽解放是国内重卡整车企业龙头，主要产品包括重卡整车和发动机。

重组后，乘用车主要资产置出，商用车资产一汽解放置入，重卡整车市占率第一企业——一汽解放登陆 A 股。一汽轿车将大部分乘用车资产负债转入轿车有限，将轿车有限股权作为置出资产（作价 51 亿元），与一汽解放 100% 股权中的等值部分进行置换（作价 270 亿元），差额 219 亿元，通过发行股份及现金支付。目前重组已经完成，历史遗留乘用车同业竞争的问题得已解决，公司拟把公司名称从“一汽轿车”变更为“一汽解放”。

一汽解放是重卡整车行业绝对龙头，产品结构契合行业方向。19 年解放重卡销量 27.5 万辆，行业市占率达 23%，连续 4 年位列行业第一，且市占率维持在 20% 以上。10 年至 19 年，牵引车在重卡行业销量中的占比逐步上升，解放产品结构契合行业方向，物流重卡占比远高于竞争对手。特别是在牵引车市场，一汽解放占据了接近了三分之一的份额，远超 2、3 名。

整车+发动机，掌握重卡行业核心技术。解放主要产能来自于长春工厂和青岛工厂。18 年高端重卡 J7 推出，J7 比肩欧洲标杆、国际一流水平，满足中高端客户需求，抢占国内高端重卡市场份额。对重卡行业来说，发动机是产业链上下游中壁垒最高的领域，解放拥有两大发动机厂——锡柴、大柴。19 年 6 月，解放宣布新品牌“解放动力”将替代原锡柴、大柴发动机品牌，实现进一步的战略和技术协同，抢占国六先机和制高点。19 年 4 季度，解放国六 LNG 也已投放市场，产品行业领先。

降本具有较大空间，盈利能力有望提高。解放的资产结构与中国重汽 H 的资产结构相对类似，均为整车+发动机企业，但尽管解放的营收规模远超重汽 H，净利润却没有与营收规模成正比的表现。我们认为随着解放的经营改善，盈利能力将逐步提升。

重卡行业销量中枢上移，预期差仍存。我们沿用在 18 年发布的“潍柴动力”深度报告中的重卡保有量销量预测模型，认为目前行业中枢已经确定性上移至 100 万辆以上，未来行业出现市场担心的断崖式下跌的概率较低。短期来看，（1）国三淘汰；（2）大吨小标影响褪去；（3）基建逆周期调节；都将有力地支撑 20 年行业销量。中长期来看，行业格局持续向好、重卡单价持续提升都使得龙头公司继续发展。

投资建议：我们认为未来几年重卡年度销量将维持在 105 万辆左右的销量中枢，市场的预期差将逐步缩窄，一汽解放的盈利能力有望进一步提升。我们预计公司 20-22 年的归母净利润分别为 33 亿、37 亿和 42 亿，对应 PE 分别为 14 倍、12 倍和 11 倍，给予公司 21 年 15 倍目标 PE，对应目标价 12.00 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济不及预期，重卡行业竞争加剧风险，社会运输结构发生大变化，排放标准升级进程不及预期

投资评级

行业	汽车/汽车整车
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	10.39 元
目标价格	12.00 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	4,609.67
流通 A 股股本(百万股)	1,411.75
A 股总市值(百万元)	47,894.43
流通 A 股市值(百万元)	14,668.12
每股净资产(元)	13.42
资产负债率(%)	71.11
一年内最高/最低(元)	11.88/7.63

作者

邓学 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518010001
dengxue@tfzq.com

文康 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519040002
wenkang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	25,524.45	27,664.31	72,730.23	71,264.21	77,497.41
增长率(%)	(8.52)	8.38	162.90	(2.02)	8.75
EBITDA(百万元)	1,785.34	1,935.47	4,421.54	4,784.96	5,415.41
净利润(百万元)	203.36	52.77	3,267.56	3,684.05	4,212.32
增长率(%)	(27.69)	(74.05)	6,092.08	12.75	14.34
EPS(元/股)	0.04	0.01	0.71	0.80	0.91
市盈率(P/E)	225.99	870.92	14.07	12.47	10.91
市净率(P/B)	5.71	5.71	1.87	1.65	1.45
市销率(P/S)	1.80	1.66	0.63	0.64	0.59
EV/EBITDA	5.56	7.22	4.23	3.66	2.44

资料来源：wind，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

内容目录

1. 重卡行业销量中枢上移，预期差仍存	5
1.1. 重卡销量中枢已抬升至 100 万辆以上	5
1.1.1. 物流重卡的成长性	5
1.1.2. 工程重卡保有量缓慢增长	6
1.1.3. 加总结果	7
1.2. 政策继续支持行业发展	8
1.2.1. 国三重卡加速淘汰	8
1.2.2. 大吨小标推动部分轻卡需求转移到重卡	9
1.2.3. 基建加码，专项债发行加速	10
1.3. 高估值是果，格局、价格为因	10
1.3.1. 市场集中度高	11
1.3.2. 重卡价格持续提升	12
2. 一汽解放，重卡整车行业的绝对龙头	14
2.1. 销量及市占率连续四年行业第一	14
2.2. 重卡结构调整，解放牵引车占优	15
2.2.1. 行业销量结构变化，牵引车比重上升	15
2.2.2. 快递物流行业增长为牵引车提供广阔空间	16
2.2.3. 一汽解放结构偏向物流车	16
2.3. 合理布局产能，提升资源利用率	17
2.3.1. 四大整车基地	18
2.3.2. 三大总成基地	19
2.3.3. “四国八地” 全球研发布局	19
2.4. 代代传承，打造世界一流重卡	19
2.4.1. 全领域卡车专家	19
2.4.2. 高端重卡 J7 重拳出击，迎战重汽“汕德卡”	20
2.5. 发动机品牌整合，“解放”再添“动力”	22
2.5.1. 整合锡柴、大柴，加强品牌一体化	22
2.5.2. 三大系列并驾齐驱，发动机适配广泛	22
2.5.3. 国六、天然气两手抓	23
2.5.4. 解放动力 19 年市场第五，20 年再创新高	23
2.6. 联手高科技企业，角逐智能车市场	25
2.7. 降本具有较大空间，盈利能力有望提高	26
3. 解决同业竞争，一汽解放借壳上市	28
3.1. 一汽改革筹备已久，置入高盈利能力资产	28
3.1.1. 一汽股份持有集团优质资产	28
3.1.2. 解放盈利能力远超一汽轿车	29
3.2. 一汽解放登陆 A 股，公司重组完成	29
4. 投资建议	31

5. 风险提示.....	32
--------------	----

图表目录

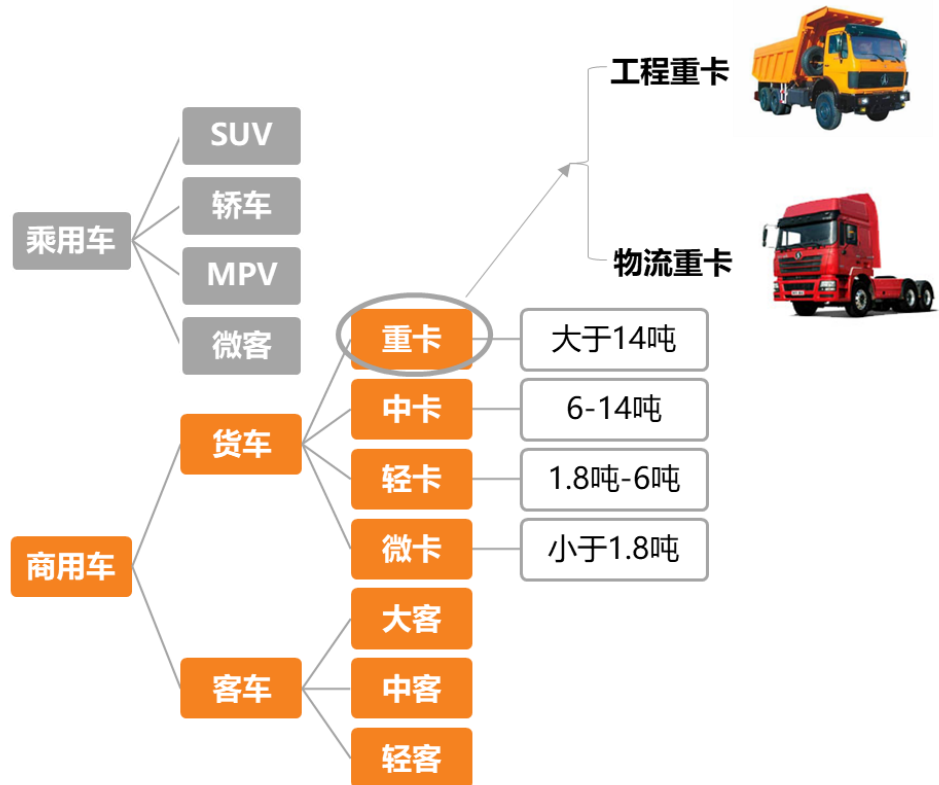
图 1：重卡行业在汽车子行业中的位置以及重卡分类	5
图 2：重卡分类历史销量	6
图 3：重卡分类历史销量	6
图 4：物流重卡保有量与 GDP 相关性	6
图 5：工程重卡保有量缓慢增长	7
图 6：重卡保有量和分类测算的重卡销量	7
图 7：《焦点访谈》曝光蓝牌轻卡“大吨小标”乱象	9
图 8：康明斯近年 PE	10
图 9：帕卡近年 PE	10
图 10：福特近年 PE	10
图 11：丰田近年 PE	10
图 12：美国重卡厂商市占率	11
图 13：中国重卡企业 CR4	11
图 14：中国乘用车企业 CR4	12
图 15：陕重汽 12 年至今的平均单价持续增加	12
图 16：美国重卡价格远高于国内重卡（单位：万元人民币）	13
图 17：2013-2020Q1 解放重卡销量和市占率变化（万辆，%）	14
图 18：2020Q1 排名前十品牌重卡销量及同比情况（万辆，%）	14
图 19：2010-2020Q1 牵引车销量及占比（万辆，%）	15
图 20：2010-2019 牵引车及重卡增长率对比	15
图 21：重卡半挂牵引车月度销量同比走势	15
图 22：全国规模以上快递业务量及同比（亿件，%）	16
图 23：我国公路、铁路货运量增长情况（亿吨）	16
图 24：国内主要重卡企业分品系销量结构（2017）	17
图 25：2019 年牵引车前十强份额对比	17
图 26：一汽解放工厂分布	18
图 27：一汽解放整车厂产能布局（万辆）	18
图 28：解放主要总成产品布局	19
图 29：解放卡车在售产品系列	20
图 30：解放 J7	20
图 31：奥威 CA6DM3 重型柴油发动机	22
图 32：铂威 CA6DK1 中型发动机	23
图 33：劲威 CA4DD 轻型发动机	23
图 34：解放国六产品五大特点	23
图 35：2015-2019 年柴油机市场情况	24

图 36: 2019 年商用车用多缸柴油机市场份额分布	24
图 37: 解放卡车在售产品系列	25
图 38: 一汽“解放行”系统	25
图 39: L4 级智能系列产品	26
图 40: 一汽解放与中国重汽（H）营收、归母净利润对比	27
图 41: 一汽解放与中国重汽（H）重卡销量对比（万辆，%）	27
图 42: 2018 年一汽解放与中国重汽（H）利润率及费用率对比	27
图 43: 一汽集团主要上市公司及一汽股份股权结构	29
图 44: 一汽解放重组草案示意图	30
表 1: 部分限行政策梳理	8
表 2: 部分补贴政策梳理	8
表 3: 解放 J7 550 基本型、东风天龙 KX560、汕德卡 C7H 540 比较	21
表 4: 一汽解放和一汽轿车营收对比	29
表 5: 业绩预测	31
表 6: 可比公司（截止 2020 年 4 月 130 日，归母净利润为 Wind 一致预期）	31

1. 重卡行业销量中枢上移，预期差仍存

汽车主要可以分为乘用车和商用车，其中商用车根据用途不同可以分为货（卡）车和客车。按照不同的总重量（包括所运载的货物在内的重量）分为重卡、中卡、轻卡和微卡，总重分别为大于 14 吨、6-14 吨、1.8-6 吨、小于 1.8 吨。

图 1：重卡行业在汽车子行业中的位置以及重卡分类



资料来源：卡车之家，天风证券研究所

根据重卡终端需求，重卡可以分为物流重卡和工程重卡，前者主要用于中长途运输，后者主要用于施工项目、短途运输和承载需求。

按照中汽协的统计分类口径，重卡分为了三类：重卡整车、重卡半挂牵引车和重卡非完整车辆（即重卡底盘）。一般来说，半挂牵引车全部都属于物流重卡；重卡非完整车辆基本上都是工程重卡；而重卡整车大部分属于物流重卡（厢式货车），少部分属于工程重卡。

1.1. 重卡销量中枢已抬升至 100 万辆以上

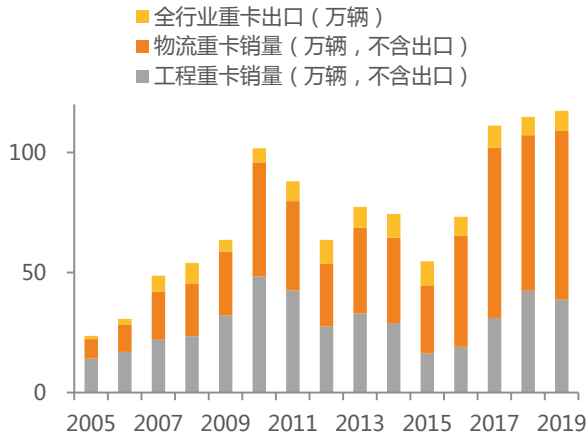
我们在 2018 年发布的潍柴动力深度报告《国之重器，潍柴动力——掘金重卡预期差》中已经详细论证了为什么 19-20 年重卡行业销量仍将超过 100 万辆，不会出现当时市场担心的断崖式下跌。最后 19 年的销量也确实达到我们的预期，远远超出了市场此前的 90 万辆的预期。

因此我们在本篇报告中只会简述我们的重卡预测模型的核心内容，详细内容请参阅我们此前发布的潍柴动力深度报告。

1.1.1. 物流重卡的成长性

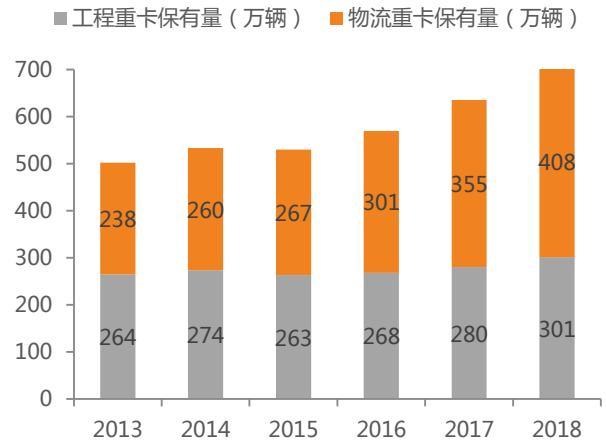
可以很明显地发现物流重卡保有量上升趋势明显，这也是近几年重卡行业预期差存在的关键因素。市场很多人认为重卡销量已经越过销量中枢，将出现下滑，保有量也难以再有增长，重卡行业只会随着更新周期波动。但实际上，物流重卡保有量是在持续不断地上升的，换句话说，物流重卡是一直有着新增需求的。

图 2：重卡分类历史销量



资料来源：中汽协，天风证券研究所

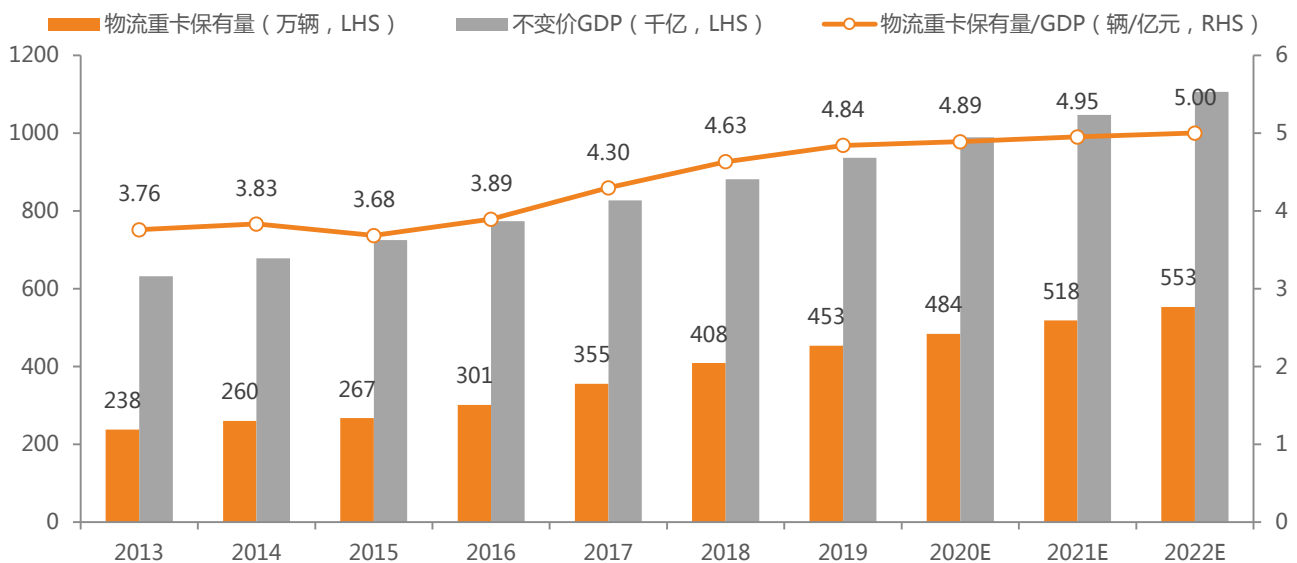
图 3：重卡分类历史销量



资料来源：中汽协，天风证券研究所

我们发现物流重卡的保有量与 GDP 走势非常接近，保有量随着 GDP 的增长而增长。物流重卡保有量/不变价 GDP（以 2017 年的 GDP 作为不变价的基础）的比值在 16 年后连续提高，说明单位 GDP 所需要的物流重卡提高了，这主要是因为超限超载治理带来的单车运力下降，在超载治理不逆转的前提下，比值的提高是永久性的而不是阶段性的。根据我们的测算模型，我们预计 20 年-22 年物流重卡的销量分别为 63、58 和 62 万辆，保有量将从 19 年的 453 万辆上升到 22 年的 553 万辆。

图 4：物流重卡保有量与 GDP 相关性

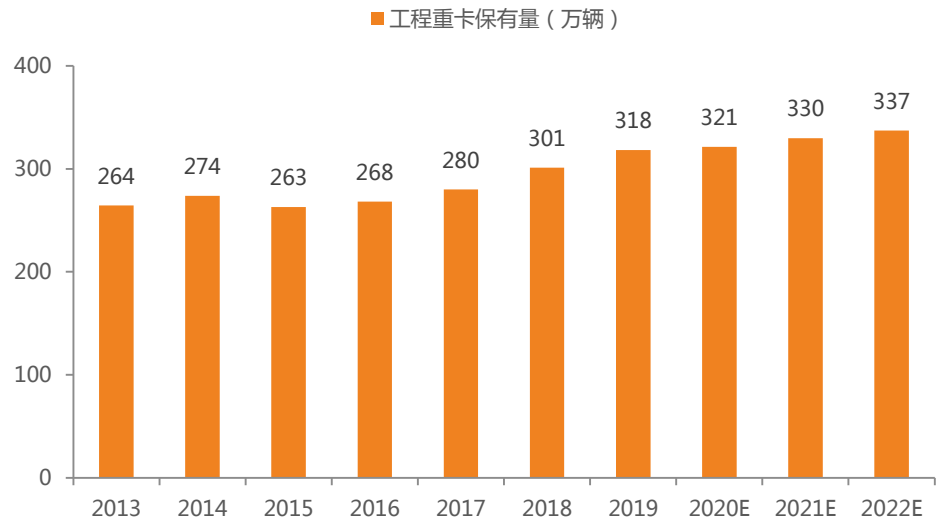


资料来源：中汽协，国家统计局，天风证券研究所

1.1.2. 工程重卡保有量缓慢增长

工程重卡的保有量的成长性弱于物流重卡。相比于物流重卡，工程重卡跟房地产、基建关联度更高，因此工程重卡的销量波动性远大于物流重卡。同时工程重卡成长属性相对较弱，但成长属性仍然是存在的，17 年到 19 年，工程重卡保有量从 280 万辆提升到 318 万辆。我们预计未来工程重卡保有量将继续缓慢增长，可以通过测算模型，推算出 20 年到 22 年工程重卡销量分别为 37、35 和 38 万辆。

图 5：工程重卡保有量缓慢增长



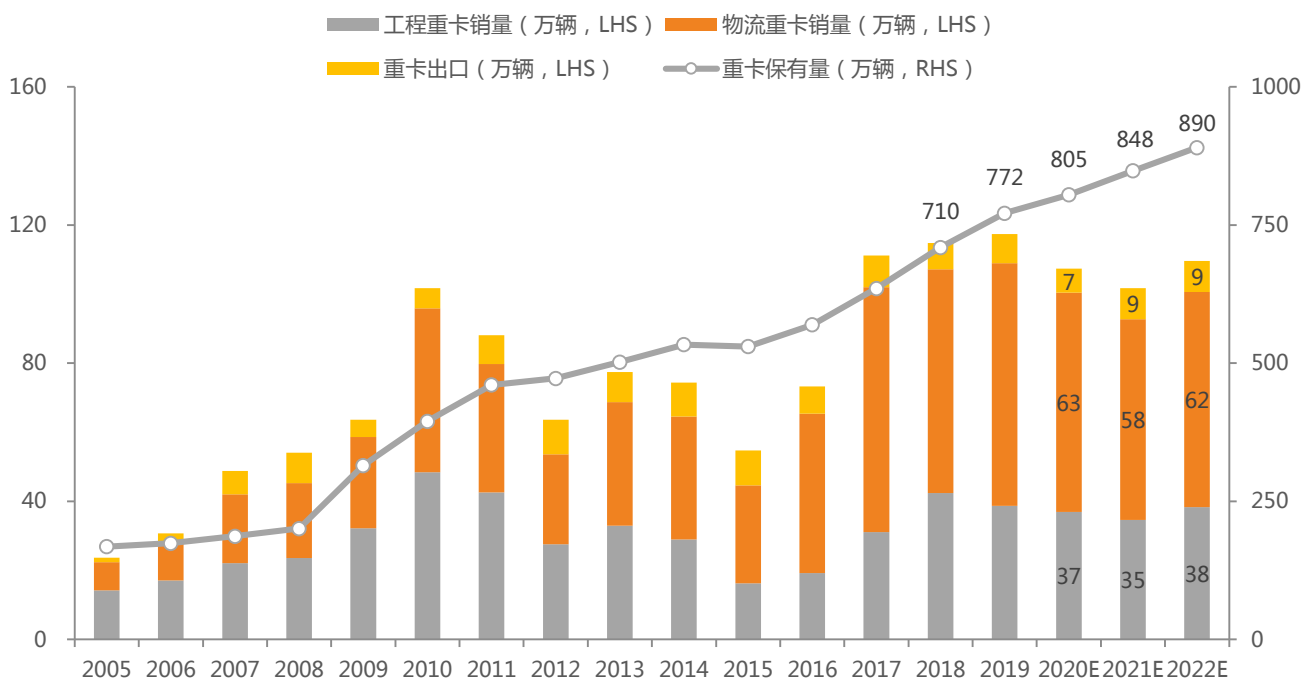
资料来源：中汽协，国家统计局，天风证券研究所

1.1.3. 加总结果

我国 12-19 年重卡出口数量均在 7.6-10.0 万辆的范围内，由于海外疫情影响，我们预计 20 年的出口弱于往年，出口销量会在 7 万辆左右，预计 21 年和 22 年出口销量将恢复到 9 万辆左右。

加总物流重卡(不含出口)、工程重卡(不含出口)和重卡出口的测算结果，我们预计 20-22 年重卡的销量分别为 107、102 和 110 万辆。105-110 万辆是新的行业销量中枢，而不是行业顶点。而在悲观预期下，90 万辆是重卡行业销量的下限，未来几年重卡销量难以出现市场担心的断崖式下跌。

图 6：重卡保有量和分类测算的重卡销量



资料来源：中汽协，国家统计局，天风证券研究所

1.2. 政策继续支持行业发展

短期维度来看：（1）国三淘汰；（2）大吨小标影响褪去；（3）基建逆周期调节；都将有力地支撑 20 年行业销量。

1.2.1. 国三重卡加速淘汰

2018 年 7 月 3 日由国务院公开发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》旨在经过 3 年努力，大幅减少主要大气污染物排放总量，协同减少温室气体排放，进一步明显降低细颗粒物（PM2.5）浓度，明显减少重污染天数，明显改善环境空气质量，明显增强人民的蓝天幸福感。其中重点提出“积极调整运输结构，发展绿色交通体系”。

《打赢蓝天保卫战三年行动计划》中对重卡销量影响最大的为：提出大力推进国三及以下排放标准营运柴油货车提前淘汰更新。2020 年底前，京津冀及周边地区、汾渭平原淘汰国三及以下排放标准营运中型和重型柴油货车 100 万辆以上。2019 年 7 月 1 日起，重点区域、珠三角地区、成渝地区提前实施国六排放标准。推广使用达到国六排放标准的燃气车辆。

在 2020 年 3 月 31 日，国务院常务会议进一步提出：“中央财政采取以奖代补方式，支持京津冀等重点地区淘汰国三及以下排放标准柴油货车。”国三淘汰力度或进一步加大。目前许多地区就国三车辆已经出台限行政策，国三车辆使用便捷性大大降低。限行政策与淘汰补贴政策的双管齐下，车主的换车意愿较高，有效的推动了国三车辆的淘汰置换。

表 1：部分限行政策梳理

地区	政策
京津冀及周边地区、汾渭平原	到 2020 年底，将淘汰国三及以下排放标准营运中型和重型柴油货车 100 万辆以上。
上海市	6 月 1 日起全天 24 小时禁止国三标准柴油货车在本市 S20 外环高速以内的道路上行驶；8 月 1 日起全天 24 小时禁止国三标准柴油冷藏车和已加装尾气净化装置的国三标准柴油集装箱运输车辆在本市 S20 外环高速以内的道路上行驶；10 月 1 日起全天 24 小时禁止国三标准柴油货车在 G1503 上海绕城高速范围以内的道路上行驶。
河南省	建立完善国三及以下营运中重型柴油货车淘汰名录库，明确各地目标任务，力争 2020 年年底前全省淘汰国三及以下营运中重型柴油货车 10 万辆以上。
河北省	重点用车单位（日使用重型柴油车 10 辆次及以上的单位）需要签订《重点用车单位环保达标用车公开承诺书》并作出承诺：进出单位的所有重型柴油车、重型燃气车达到国五及以上排放标准；将使用国五及以上排放标准车辆列为强制性条款，写入车辆租用或销售运输合同文本等。
山东安丘	自 2020 年 3 月 29 日起，全天禁止所有国三及以下排放标准柴油货车进入限行区域。对国三及以下排放标准柴油货车不再发放限行区域的通行证。
广东东莞	4 月底前东莞公安局将发布正式的限行通告，7 月 1 日将正式实施，届时将对高污染排放的违规车辆实施处罚，计划在 2020 年 12 月前将国三柴油货车 24 小时限行区域扩大至全市范围。

资料来源：第一商用车网，皮卡车市，天风证券研究所

表 2：部分补贴政策梳理

地区	政策
北京市	2020 年 4 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日期间，本市登记注册的国 III 排放标准汽油载货汽车，提前报废或转出可享受政府补助。在 2020 年底前，国三汽油车报废最高补贴 14000 元、转出最高补贴 7000 元。此外，在 2021 年实施淘汰的分别降低补助标准 20%。
上海市	对于提前报废的国三柴油车提供补贴至 2020 年 12 月 31 日，最高补贴 11.6 万元/车。
浙江省	到 2021 年底前，对提前报废国三柴油货车，每辆车省财政给予 1 万元补助，各市根据实际情况给予一

定支持。宁波、温州、杭州都已出台了相关补贴政策。

海南省	提前淘汰老旧柴油车的财政补贴最高 25000 元，申请截止时间为 12 月 31 日。
广东深圳	2020 年 1 月 1 日-2020 年 6 月 30 日淘汰的国三柴油车提供补贴，最高补贴 6.65 万。
山东青岛	自 2020 年 2 月 1 日至 2020 年 6 月 30 日，市南区、市北区、李沧区、崂山区、城阳区(含青岛高新区)、西海岸新区注册登记营运手续的国三排放标准营运柴油货车享受 1 万元~5 万元不等的补贴金额。
江苏南京	对于提前报废的国三柴油车提供补贴至 2020 年 12 月 31 日，最高补贴 4 万元/车。
河南洛阳	在 2019 年 8 月 1 日至 2020 年 6 月 30 日期间淘汰的，按照公布的补贴标准执行；在 2020 年 7 月 1 日至 12 月 31 日期间淘汰的，补贴标准降低 30%；2021 年 1 月 1 日以后淘汰的，不再享受补贴。
湖北武汉	对于提前报废的国三柴油车提供补贴至 2020 年 7 月 31 日，最高补贴 4 万元/车。
陕西西安	对于提前报废的国三柴油车提供补贴至 2020 年 12 月 31 日，最高补贴 2.6 万元/车。
山西太原	2020 年 1 月 1 日-2020 年 9 月 30 日办理注销手续，按照 0.8 的系数补贴，10 月 1 日后办理不予补贴。

资料来源：卡车之家，皮卡车市，卡车信息网，天风证券研究所

1.2.2. 大吨小标推动部分轻卡需求转移到重卡

央视报道后，大吨小标现象被严查。19 年 5 月 21 日央视《焦点访谈》曝光蓝牌轻卡大吨小标乱象，揭露了当前轻卡市场存在的普遍行业不规范现象。报道中，一辆轻型货车在空车状态下就已经超过了额定荷载，远远超过了标识重量，而这一现象已成为了轻卡行业的常态。由于轻卡车厢限定在 4.2 米，可以悬挂和普通轿车一样的蓝牌，方便车主在限行区以及城区内配送货。同时，为了提高车辆的载重能力，生产厂商对车身结构进行了加强，提升配置。整个供求市场的不合理关系导致了大吨小标情况的泛滥。新闻曝光后，各地政府相继出台政策对大吨小标现象进行治理，严格把控轻卡车辆上牌。

图 7：《焦点访谈》曝光蓝牌轻卡“大吨小标”乱象



资料来源：CCTV，天风证券研究所

从长期的趋势上来看，大吨小标的治理导致轻卡单车运力的明显下降，而社会物流运输需求依然在增长，因此轻卡销量以及保有量会在行业趋于规范后出现上涨。

重卡或间接受益大吨小标治理。大吨小标现象的出现还有一个原因，原本载重能力较弱的轻卡，在加装配件和其他材料后，可以达到接近标载 14 吨的重卡的承重能力，结合其蓝牌进城的优势，某种程度给司机带来了投机的机会。事件的曝光与治理，杜绝了这一现象的继续，致使轻卡运力的下降，但运输量的需求仍在，使得部分原来的轻卡驾驶员改用 14 吨以上的重卡作为运输工具，从而推动重卡销量的增加和保有量的提升。

1.2.3. 基建加码，专项债发行加速

由于疫情对经济产生了一定的拖累，基建等逆周期调节工具加码，将有力提高重卡购买需求。今年以来，财政部提前下达了 2020 年部分新增专项债券额度 1.29 万亿元。截至 2020 年 3 月 31 日，全国各地发行新增专项债券 1.08 万亿元、占 84%，发行规模同比增长 63%，预计约提前 2.5 个月完成既定发行任务。专项债的提前发行是基建加码的抓手之一，防止经济出现大起大落，有利于重卡特别是工程重卡的销售。

1.3. 高估值是果，格局、价格为因

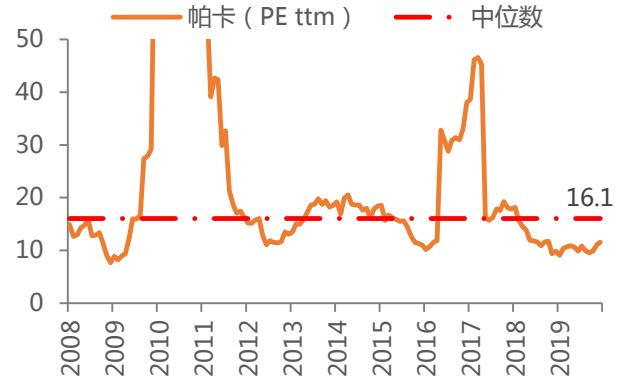
从结果上看，重卡行业的公司估值（相比于乘用车公司）较高。全球柴油发动机龙头康明斯 08 年至 19 年的 PE-ttm 中位数为 16.3，北美卡车巨头帕卡该期间 PE-ttm 中位数为 16.1。而相比之下，最近福特和丰田在近些年（区间见图）PE-ttm 中位数分别为 8.7 和 9.8，商用车企业估值明显高于乘用车企业。

图 8：康明斯近年 PE



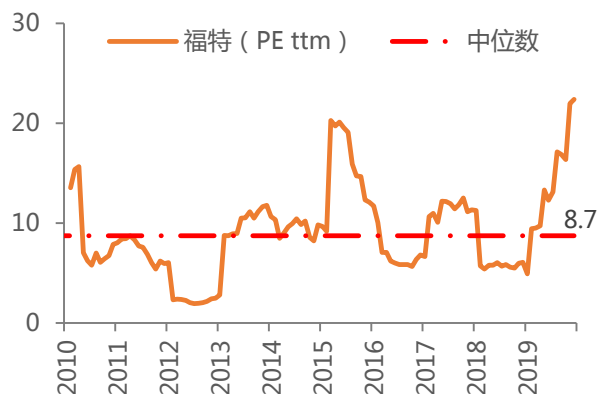
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：帕卡近年 PE



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：福特近年 PE



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：丰田近年 PE



资料来源：Wind，天风证券研究所

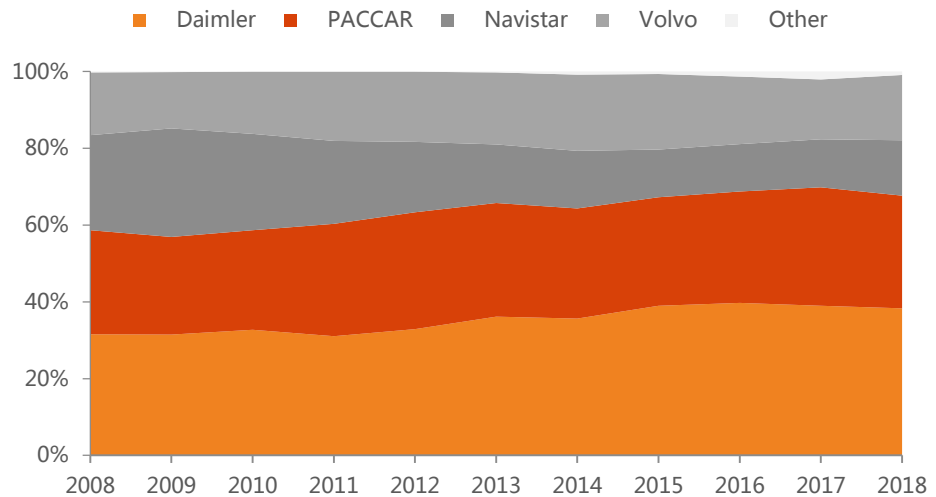
我们认为造成这一结果的主要原因分别是：

- (1) 商用车市场竞争格局好于乘用车；
- (2) 重卡价格在逐步提升，就算行业没有销量的增长，市场的营收规模和利润规模也会增长。

1.3.1. 市场集中度高

美国重卡市场集中度高,CR4 常年高于 98%。市占率最高的四家厂商依次为 Daimler, Paccar, VOLVO 和 Navistar。行业长期没有新进入者,且年度之间市占率变化较小。美国重卡市场已经形成寡头竞争的市场格局,市场稳定,同行业竞争度相对较低,各厂商市占率也较为稳定。高行业集中度,以及稳定的市占率意味着重卡厂商有着稳定的经营以及稳定的营业收入与现金流。因此重卡行业应当有着更高的估值。而乘用车市场行业集中度与重卡市场相比较低,市场竞争程度较高,因此乘用车市场较重卡市场相对不稳定。不稳定的市场格局会在一定程度上影响公司的估值。

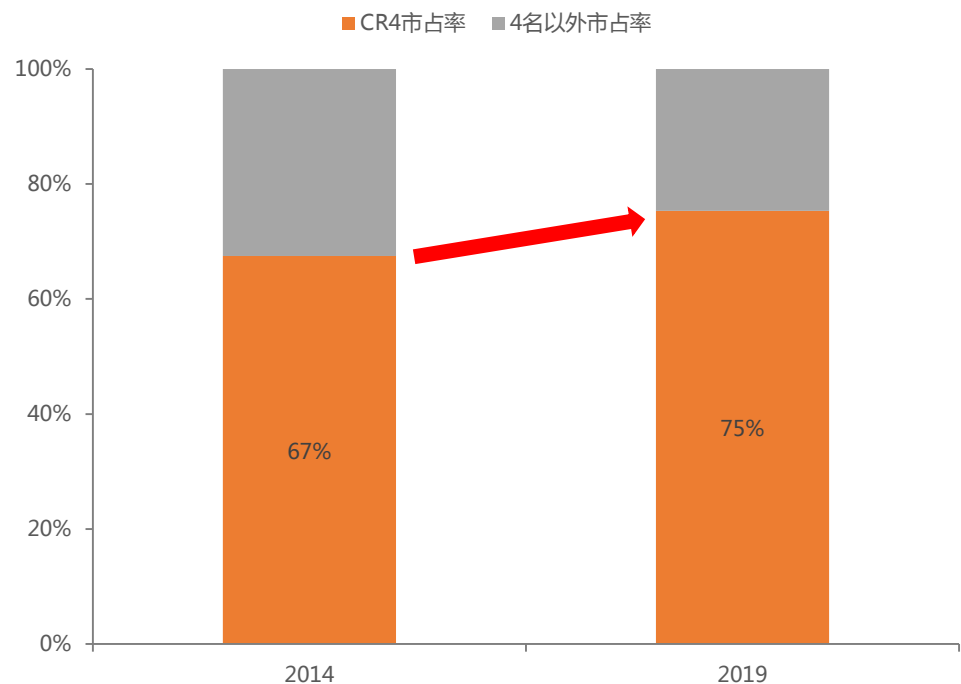
图 12: 美国重卡厂商市占率



资料来源: Ward's Automotive, 天风证券研究所

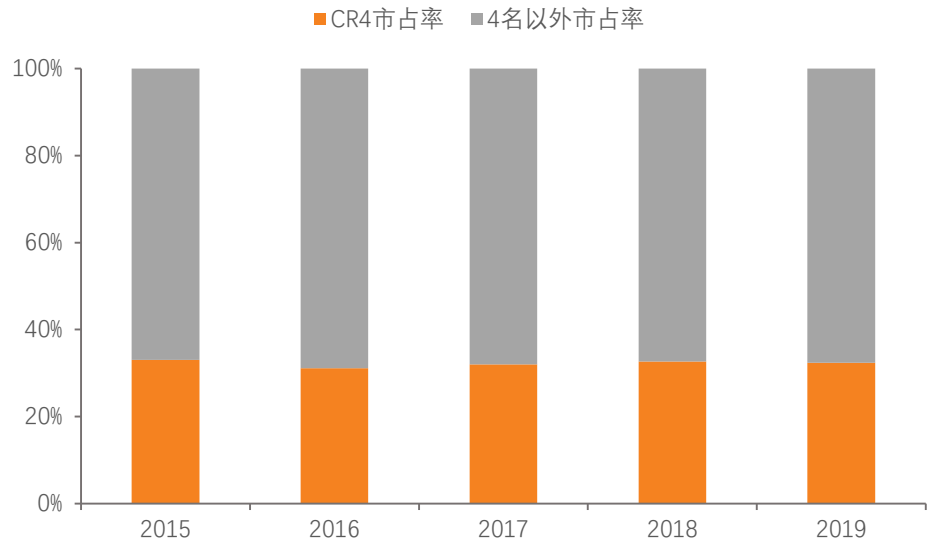
中国重卡行业集中度较高,且集中度在缓慢提升。中国重卡市场的集中度小于美国的水平,但依然高于乘用车行业的集中度,且行业集中度仍在提升趋势中,14 年行业 CR4 为 67%,19 年提升至 75%,我们认为未来市场的集中度仍将继续提升,龙头车企份额将持续提升。

图 13: 中国重卡企业 CR4



资料来源: 中汽协, 天风证券研究所

图 14：中国乘用车企业 CR4



资料来源：中汽协，天风证券研究所

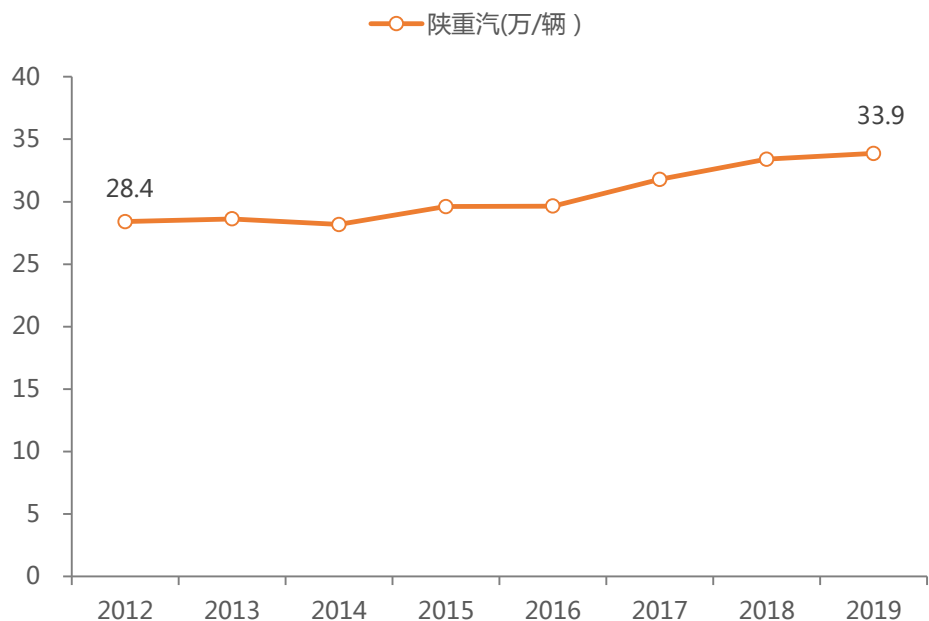
1.3.2. 重卡价格持续提升

重卡价格近些年持续提升。以陕重汽为例，平均单价从 12 年的 28.4 万元提升至 19 年的 33.9 万元，单价的年化增速为 2.5%。

均价上涨的主要原因是：

- 1、从主力车型上来看，**重卡行业朝大马力趋势发展**。大马力车型可以有效提高运营效率，增加车主收入。
- 2、**更加严格的排放标准**带来成本的提升，而成本的提升大概率导致产品提价。

图 15：陕重汽 12 年至今的平均单价持续增加



资料来源：公司公告，天风证券研究所

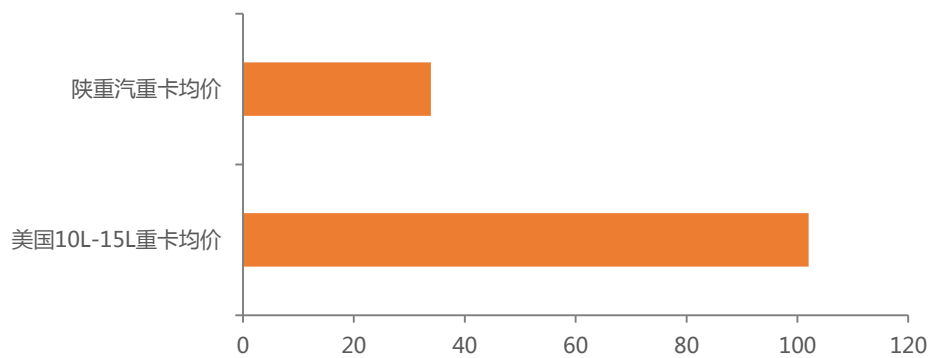
未来国内重卡单价上涨的空间依然较大。对比美国重卡，中国重卡价格还处于非常便宜的区间，美国 10L-15L 重卡均价为 14.5 万美元，折合人民币约为 102 万元，是 19 年陕重汽的均价为 33.9 万元的 3 倍。

未来随着：

- （1）排放标准的继续升级；
- （2）司机对于驾驶室的舒适度要求继续提升；
- （3）物流公司在购车群体中的占比继续提升；
- （4）对运输效率的高要求带来的性能需求提升。

国内重卡价格有望持续不断提升，价格上升空间较大。

图 16：美国重卡价格远高于国内重卡（单位：万元人民币）



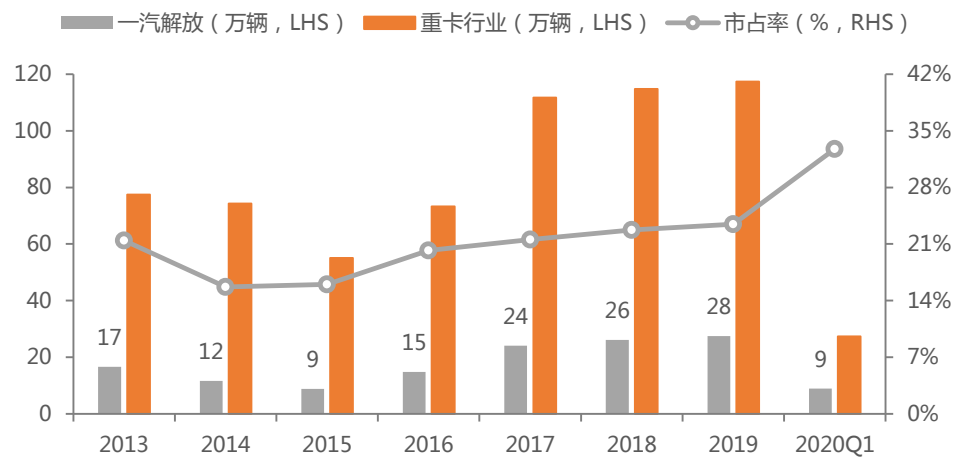
资料来源：Commercial Truck Trader，公司公告，天风证券研究所

2. 一汽解放，重卡整车行业的绝对龙头

2.1. 销量及市占率连续四年行业第一

2019 年一汽解放重卡销量 27.5 万辆，位居行业第一，同比增长 5.5%，高于行业增速，2015-2019 年均复合增速 32.9%。早在 2010 年，一汽解放已经处于行业第一的位置，后来受到行业整体下滑以及竞争日益加剧的影响，公司进入了长达五年的相对低谷期，一度被东风和重汽超越。在此期间，公司进行深化改革，提高经营管理水平，优化营销服务体系，并不断加大研发投入，推出了 JH6 等明星产品，在 2016 年一举夺回销量冠军的宝座。2018 年推出的 J7 系列产品再次巩固了解放的霸主地位，以 J7 为代表的新一代解放重卡产品不再只是运输工具，而是集智能化、网联化、集约化为一体的智能终端，推动解放向世界一流高端重卡制造商迈进。2019 年一汽解放重卡市占率 23.4%，市占率连续 4 年位列行业第一，且维持在 20%以上。

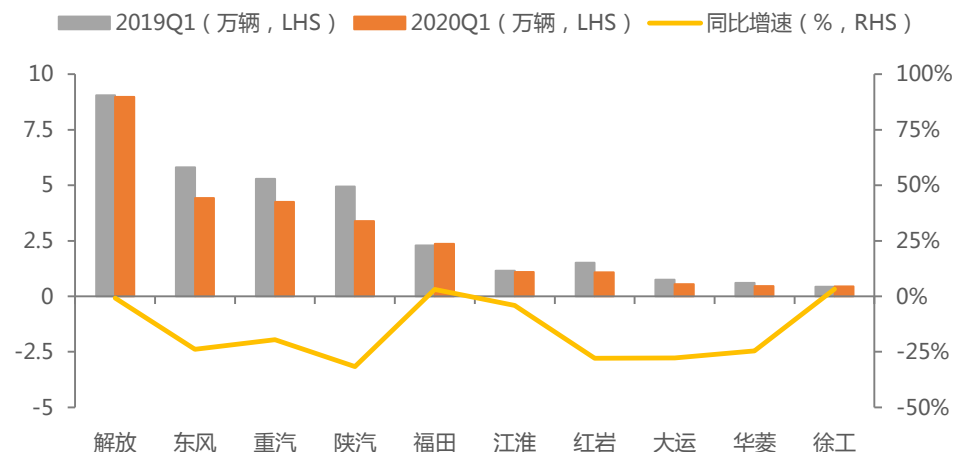
图 17：2013-2020Q1 解放重卡销量和市占率变化（万辆，%）



资料来源：中国汽车工业协会，天风证券研究所

2020Q1 解放重卡销量达 9 万辆，同比减少 0.8%，市占率跃升至 32.7%，是当之无愧的国产重卡绝对龙头。受国内新冠疫情影响，2020 年一季度重卡销量 27.4 万辆，同比减少 15.8%，在此背景下，解放重卡表现依然亮眼，季度销量是位列第二的东风商用车两倍还多，同比仅减少 681 辆。拆分为单月来看，一汽解放连续三个月单月销量第一，市占率分别为 45%、31%、21.3%。随着国内疫情进入“缓疫”阶段，企业生产经营逐步恢复，消费需求得到进一步释放，二季度重卡市场有望迎来较大复苏，下半年或超去年同期。

图 18：2020Q1 排名前十品牌重卡销量及同比情况（万辆，%）



资料来源：中国汽车工业协会，天风证券研究所

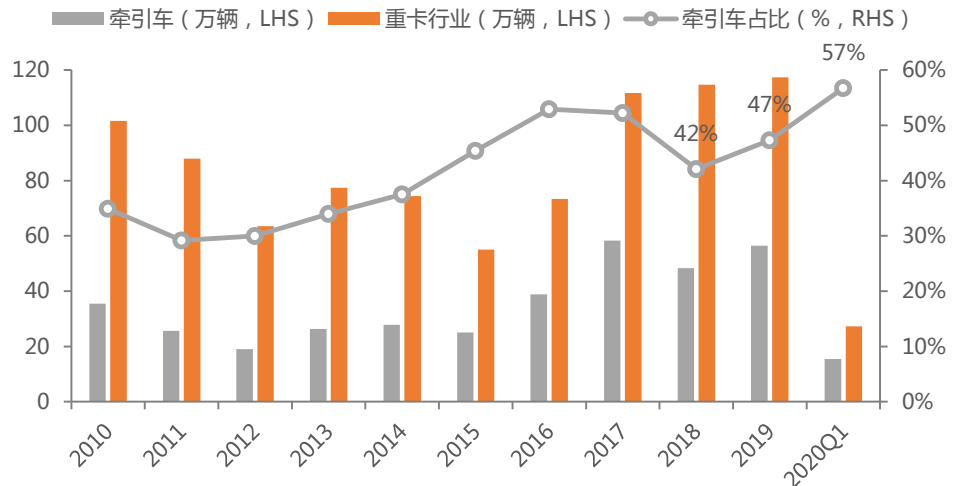
2.2. 重卡结构调整，解放牵引车占优

2.2.1. 行业销量结构变化，牵引车比重上升

中汽协数据显示，2019 年国内牵引车市场累计销量 56.5 万辆，同比增长 17.2%，增幅远高于重卡市场整体（2.3%），牵引车是全年拉动重卡销量增长的最主要动力。

2010 年至 2019 年，牵引车在重卡市场的占比总体呈上升趋势，重卡行业的销量结构显然已经向牵引车倾斜。

图 19：2010-2020Q1 牵引车销量及占比（万辆，%）

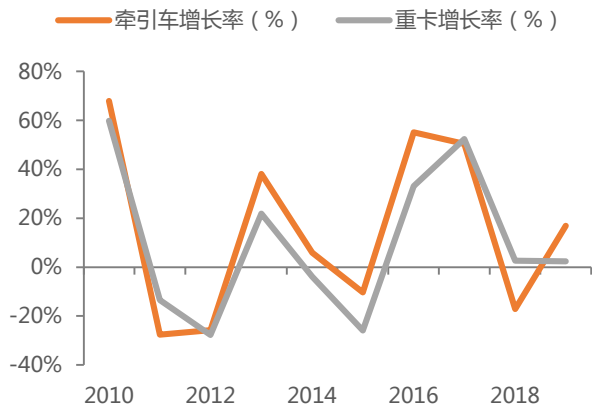


资料来源：中国汽车工业协会，天风证券研究所

从增长率对比来看，牵引车与重卡增长率曲线几乎重合，在 13-16 年以及 19 年牵引车对重卡行业具有明显的拉动作用。

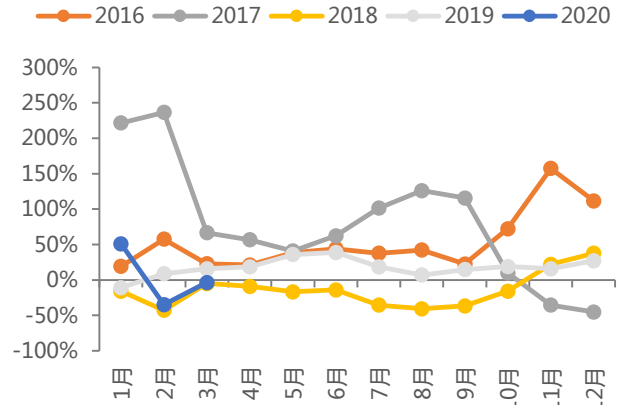
20 年 3 月，我国牵引车市场销量 6.6 万辆，同比下滑 3.6%，环比增长 188.3%；1-3 月，牵引车市场累计销量 15.5 万辆，累计增长 6.4%，远高于重卡市场增幅（-16.1%），拉动了重卡市场增长。从月度销量走势来看，20 年 1 月牵引车市场大幅增长 51%，走出“12 连涨”的行情。虽然受疫情影响在 2、3 月分别下滑 34.7%、3.6%，但随着疫情逐步好转，牵引车需求逐步释放，后续市场“由负转正”概率较高。

图 20：2010-2019 牵引车及重卡增长率对比



资料来源：中国汽车工业协会，天风证券研究所

图 21：重卡半挂牵引车月度销量同比走势

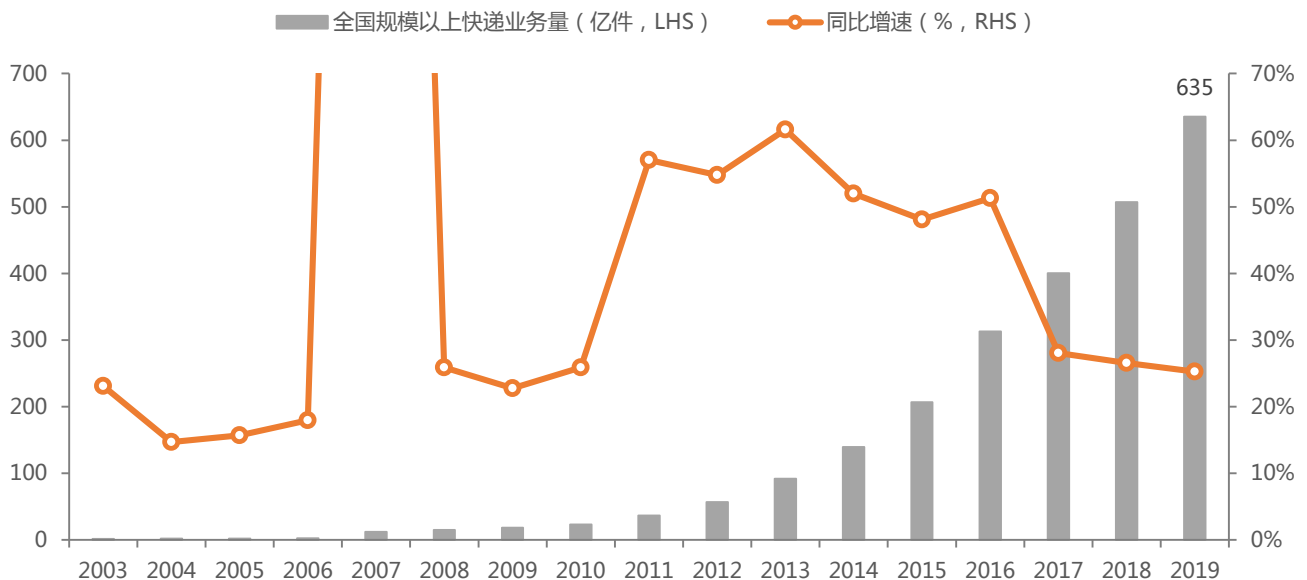


资料来源：中国汽车工业协会，天风证券研究所

2.2.2. 快递物流行业增长为牵引车提供广阔空间

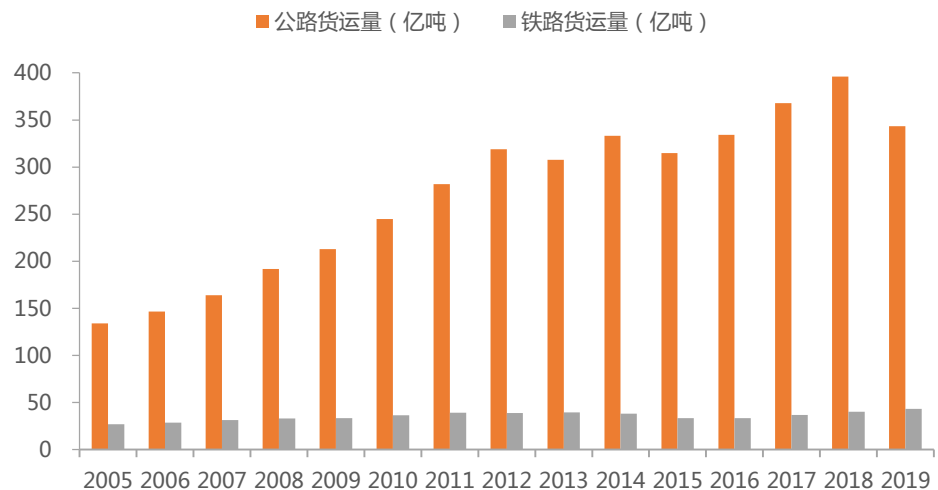
电商和物流的发展刺激了公路货运需求，从而扩大了牵引车的市场。从 2003 年电商萌芽开始，我国快递行业几乎走出了指数式增长的曲线，2019 年全国规模以上快递业务量达到 635 亿件，人均快递量达 45 件，连续 6 年快递规模稳居全球第一，超过美、日、欧等发达经济体的总和。预计 2020 年快递业务量将超过 700 亿件，业务量增长背后蕴藏着较大的货运需求。受我国地理因素影响，目前大部分的货物都依靠公路运输，货运需求的上升主要通过公路货运的增量来消化，这为牵引车带来了极为广阔的市场。

图 22：全国规模以上快递业务量及同比（亿件，%）



资料来源：国家邮政局，天风证券研究所

图 23：我国公路、铁路货运量增长情况（亿吨）



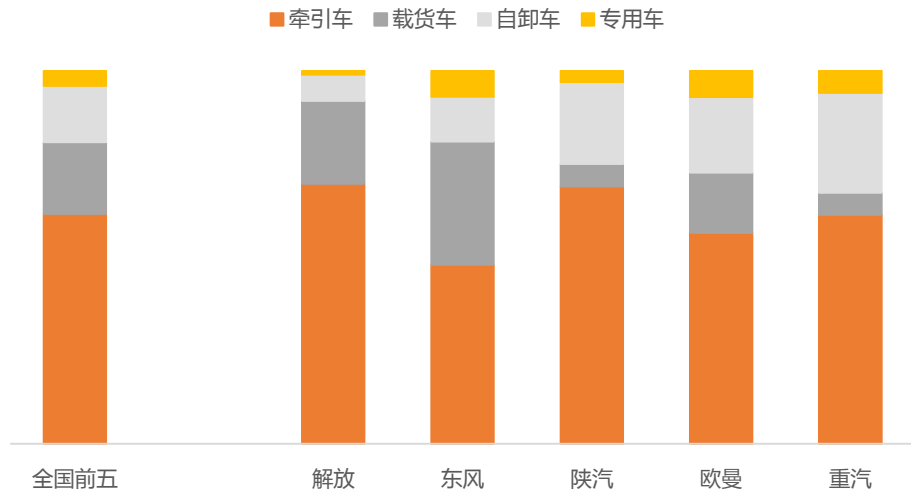
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

2.2.3. 一汽解放结构偏向物流车

解放产品结构契合行业方向，物流重卡占比远高于竞争对手。对比全国前五家企业的分品系结构，解放的物流车（牵引车和载货车）占比最高，高于全国前五大重卡企业的平均水平。从结构上来说，一汽解放整体结构偏向物流车，未来物流重卡的比重进一步上升的可

能性较大，这样的销量结构有利于解放抓住国内物流行业高速发展带来的机遇，发扬优势，巩固地位。

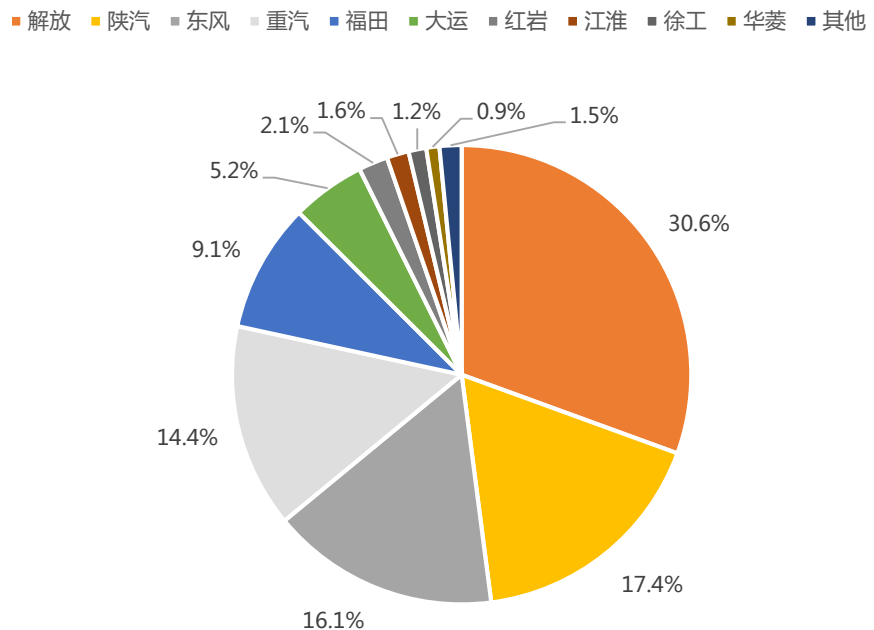
图 24：国内主要重卡企业分品系销量结构（2017）



资料来源：罗兰贝格，天风证券研究所

从 2019 年市场份额占比来看，牵引车行业集中度高，前五家企业市场份额占比达到 87.5%，较 18 年进一步上升，逐渐形成马太效应。一汽解放牵引车市场份额 30.6%，接近第二名的两倍，通过不断积累优势、巩固地位，一汽解放有望长期雄踞牵引车市场三分之一的天下。

图 25：2019 年牵引车前十强份额对比

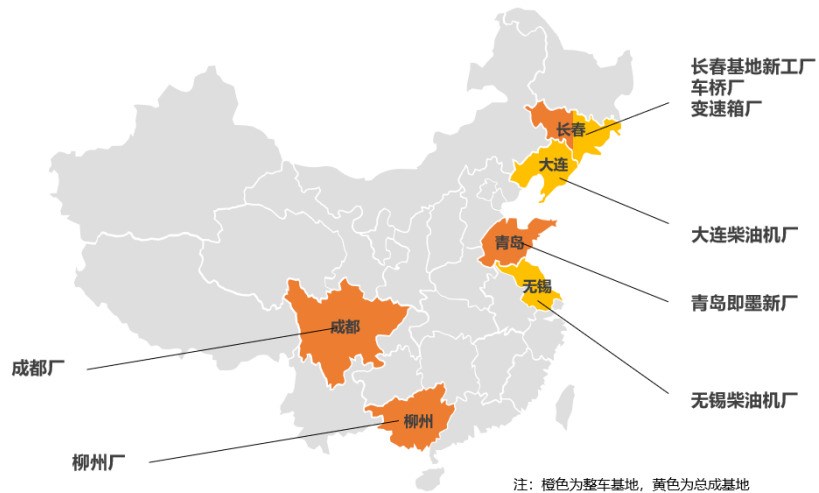


资料来源：中国汽车工业协会，方得网，天风证券研究所

2.3. 合理布局产能，提升资源利用率

一汽解放总部位于吉林省长春市，拥有四大整车基地和三大总成基地，整车年产能达到 31 万辆。解放根据不同地区的区位优势因素和生产条件，在北部、东部、西部均布局了产能，缩短了客户提车时间，极大地提升了整体资源的利用效率。

图 26：一汽解放工厂分布



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.3.1. 四大整车基地

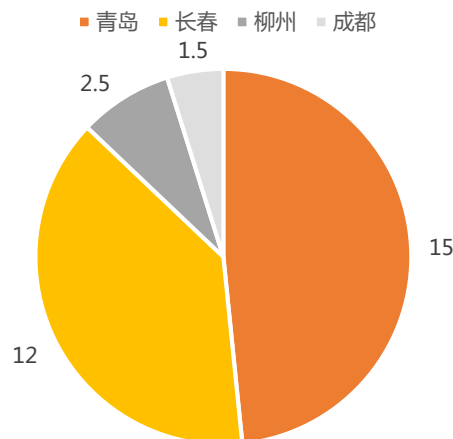
长春基地新工厂（卡车厂）2005 年 7 月建成投产，主要生产 J7、J6P、J6M、J6L 系列产品，年产能 12 万辆，制造技术和工艺设备达到国际先进水平。

青汽即墨新工厂（一汽解放青岛汽车有限公司）于 2014 年建成，主要生产 JH6、J6F、V 系列产品，年产能 15 万辆，工厂广泛采用自动化、信息化等先进工艺技术，选用大量高质量、高效率、高柔性的设备和装备。2018 年，青岛工厂产能达到历史最高的 15.4 万辆，同比增长 16%，连续第四年高增长。在 2017 年一汽新能源青岛基地投产后，青岛工厂已成为解放产能最大的生产基地。得益于区位优势，青岛基地既满足了东部沿海地区的客户需求，又成为解放走向国际的重要窗口。

随着近年西南重卡市场规模的扩大，一汽也开始将部分产能向成都转移。2016 年起，解放开始直属管理成都基地，成都工厂开始生产解放最为主要的 J6 系列产品，整车产能 1.5 万辆。

柳州厂位于广西柳州，是国内为数不多的底盘上装一体化设计生产主机厂及拥有长头产品的主机厂，整车产能 2.5 万辆。

图 27：一汽解放整车厂产能布局（万辆）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.3.2. 三大总成基地

一汽解放现有发动机、变速箱、车桥三大总成，全部覆盖轻中重型三个系列。

长春车桥厂主要生产商用车前中后桥总成及零部件，年产能前后桥各 40 万根；长春变速箱厂拥有中型变速箱年产能 15 万套、重型变速箱年产能 12 万套生产能力。

无锡柴油机厂拥有奥威、恒威、康威、劲威四大品系，功率覆盖 40-550 马力，重型发动机产品行业领先，11 升发动机市场保持绝对领先，达到世界一流制造水平。具备年产 47 万台发动机和 5000 辆改装车和 2500 台再制造发动机的生产能力。

大连柴油机厂年生产能力 18 万台，主导产品有 C、D、E、H、K 五大系列发动机，功率覆盖 80-320 马力。

图 28：解放主要总成产品布局



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.3.3. “四国八地”全球研发布局

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。

2.4. 代代传承，打造世界一流重卡

2.4.1. 全领域卡车专家

一汽解放拥有牵引、载货、自卸、专用四大产品系列，覆盖重中轻三大领域。从 1956 年第一辆国产解放牌卡车 CA10 驶下生产线至今，解放卡车累计生产 700 多万辆卡车，形成了深厚的积累。在重卡领域，有 J6P、JH6、J6M、天 V、悍 V、安捷等六大产品平台，满足客户不同使用场景的全方位需求。2018 年 10 月，解放第七代“世界级”重卡 J7 上市，解放的产品布局朝着更加智能化、高端化的方向发展。2019 年 6 月的发布会上，解放又推出了包括牵引车、载货车、自卸车、专用车及轻卡等在内的 17 款国六车型，提前为国六布局，走在重卡厂商的前列。2019 年 9 月 6 日，解放全球首款 L2 量产级智能卡车 J7 在上海投放。

图 29：解放卡车在售产品系列



资料来源：公司官网，卡车之家，天风证券研究所

2.4.2. 高端重卡 J7 重拳出击，迎战重汽“汕德卡”

2018 年 4 月 18 日，解放第七代产品 J7 高端重卡在长春下线。J7 作为解放最新产品力作，经过七年研发、打磨，在各方面均取得了重大技术创新，凭借高性能、高智能、高舒适、高节能、高安全、高可靠性、高效率，成为比肩欧洲标杆、国际一流水平、全生命周期成本最优的国产重卡典范。

图 30：解放 J7



资料来源：公司官网，天风证券研究所

性能方面：J7 搭载了 550 马力发动机与 1000L 大油箱，最大扭矩 2600N·m，为国内、外同排量最大扭矩；

智能方面：J7 拥有基于 E&E 架构的整车电控系统、车载终端、HMI、车队管理系统、L2 智能驾驶级别系统。其中，自主研发的整车控制单元 VCU，以及基于 VCU 的整车电子系统、电子节油技术和网络技术，包括 HMI 驾驶评价系统、电控 APU、电控风扇、基于 AMT 的巡航节油技术、智能载荷识别技术和 E/P 模式切换技术等，提供了更人性化的驾驶体验，

满足智慧物流的新需求；

舒适性方面：平地板高顶驾驶室、极大的内部空间和储物空间、810mm 卧铺，极大提高舒适性；

节能增效方面：超长质保周期、国际水平的轻量化技术，使 J7 具备了国内领先的节油能力；

安全性方面：J7 全钢驾驶室采用 1mm 高强度钢板，瑞典 ABB 机器人自动焊接，满足国标及欧洲碰撞法规要求。12bar 制动压力缩短制动响应时间，300KW 发动机制动功率匹配 450KW 液力制动缓速器，减少制动蹄片磨损，提升下长坡安全性。同时搭载 360° 视频影像，并配置十余项（ABS、ASR、DTC、EBL、EBS、ESC、HILL-HOLD、ACC、AEBS、LDWS、FCW、TPMS）主\被动电子安全技术方案；

收益效率方面：J7 的大扭矩发动机、充足的后备功率，保证了动力高效，经济性最优。整车 5 万公里保养，发动机 10 万公里换油，变速箱、后桥 20 万公里长换油，自重仅 8.4 吨，合理合法预留更多装载空间。

我们将解放 J7 550 马力基本型与两款同级别产品进行对比：解放的全铝壳变速箱具有明显的轻量化优势，20 万公里的保养时间较为折中；气路系统采用威伯科+克诺尔的混搭设计进一步提升了气路可靠性和空气处理质量；驾驶室采用四气囊减震，极大提升舒适性；平地板设计和极大的上下铺空间为驾乘生活带来便利；最后，国际领先的智能化车载系统满足了未来对智慧物流的需求。

表 3：解放 J7 550 基本型、东风天龙 KX560、汕德卡 C7H 540 比较

	解放 J7 550 基本型	东风天龙 KX560	汕德卡 C7H 540
售价	44.5 万左右	39.8 万左右	44 万左右
发动机	CA6DM3-55E52 550 马力	康明斯 ISZ560 13L 560 马力	MC13.54-50 540 马力
最大扭矩	2300N·m	2500N·m	2500N·m
发动机保养	10 万公里长换油	5 万公里首保，后期每 10 万公里保养	10 万公里/12 个月
变速箱	解放 CA12TAX230M 十二挡全铝壳变速箱，最高挡速比 0.78	东风 DT1425 OD 14 挡变速箱，最高挡速比 0.8	采埃孚 ZF16S2531TO 16 挡手动挡变速箱，最高挡速比 0.84
变速箱保养	20 万公里长换油	5 万公里首保，后期每 40 万公里保养	30 万公里长换油
底盘	康迈油润滑免维护轮端；解放自主新 465 后桥，保养里程可达 20 万公里；后桥速比为 3.41，全车总速比 2.65	康迈油润滑免维护轮端；DF2001TF440 后桥，保养里程 10 万公里；后桥速比为 3.64，全车总速比为 2.91	瑞典斯凯孚免维护脂润滑轮端；MCY13Q 曼技术后桥，保养间隔 10 万公里；后桥速比为 3.7，全车总速比为 3.10
气路系统	威伯科刹车总泵+克诺尔空气处理单元	克诺尔阀体空气处理单元	威伯科阀体空气处理单元
舒适性	四气囊减震驾驶室；气囊座椅腰部支撑	驾驶室两气囊+机械减震；气囊座椅腰部支撑	四气囊减震驾驶室；气囊座椅腰部支撑+肩部支撑
内饰	时尚感强；车机互联+车载 WIFI	舒适	舒适

资料来源：卡车之家，公司官网，天风证券研究所

2019 年 9 月，一汽解放 L2 量产级智能驾驶卡车 J7 正式投放。该车搭载“挚途领航”智能驾驶辅助系统，历时 2 年正向开发，通过了全国范围内山区、雨雾、夜晚等各种复杂场景下的道路可靠性、适应性测试，智能系统软、硬件模块均已通过车规级产品认证。

“挚途领航”智能驾驶辅助系统拥有四大核心技术：车道居中控制（LCKS）技术、主动智能巡航（ACC）技术、智能主动刹车（AEBS）技术和解放行车联网技术。真正实现在高速

公路场景下解放司机的双手和双脚，在全面提升驾驶安全性同时，大幅降低司机驾驶疲劳，为广大卡车司机带来革命性的“智享”驾驶体验。

2.5. 发动机品牌整合，“解放”再添“动力”

2.5.1. 整合锡柴、大柴，加强品牌一体化

2017 年，一汽在锡柴的基础上整合了大柴，构成了解放的发动机事业部，取得了不错的成果，但对于解放来说，同时拥有两个发动机品牌会造成客户对两个品牌认知的混乱和分散，对不同品牌的重复投入也不利于解放整合资源实施一体化经营管理。

2019 年 6 月解放宣布，新品牌“解放动力”将替代原锡柴、大柴发动机品牌，全面统领解放的发动机品牌，实现同一体系、同一标准、同一品质。2019 年 7 月，全面开始实施国六标准，对于汽车行业，新标准下机遇与挑战并存，发动机领域的角逐也变得愈发激烈。“解放动力”的成立有利于解放发动机业务集中资源投入，实现进一步的战略和技术协同，抢占国六先机和制高点。

2.5.2. 三大系列并驾齐驱，发动机适配广泛

全新的“解放动力”母品牌下，拥有奥威、铂威、劲威“三驾马车”，覆盖中重卡和轻卡市场。解放动力作为发动机品牌，不仅配套一汽解放的车型，也已广泛为江淮重卡、江淮轻卡、东风股份（工程车）、宇通、金龙等企业批量配套。

奥威是 9L 以上的重型机产品品牌，主要涵盖 X、M、L 三大系列，其定位是“科技领先、省油可靠”。奥威 CA6DM3 作为代表机型，整机结构、重量、动力性及经济性达到国际先进水平。最大马力达 560Ps，采用 FCRI 一汽自主集成共轨系统+EGR+DOC+DPF+SCR 系统，排放达到国六标准。最大扭矩达 2600N·m，国内同排量扭矩最大。外特性最低燃油消耗率 183g/kW·h，发动机常用工况区域的油耗均低于 190g/kWh，整车低油耗转速区域宽广，百公里比竞品低 2-3L，油耗水平行业领先。

图 31：奥威 CA6DM3 重型柴油发动机



资料来源：中国卡车网，天风证券研究所

铂威是 4L~8L 的全新中型机品牌，主要涵盖 K、H、LD 三大系列，主打“质领高效，耐久适用”。铂威 CA6DK1 系列发动机采用独特的 DCR 共轨、喷油器中置垂直布置、缸内制动等多项现代内燃机技术成果，动力性、经济指标达到世界先进水平，排放达到国六标准。升功率与升扭矩达到国际水平，低速扭矩比国内同类产品高 15%-20%，最大扭矩覆盖 1100-1700r/min，是 4x2、6x2 载货、自卸车、8-9 米客车的理想配套动力。

劲威则是 3L 以下的轻型机品牌，主要涵盖 D、C、B 三大系列，强调“轻、精、劲、进”的特点。劲威 CA4DD 同样采用 2000bar 高压共轨系统，排放达到国六标准。最大扭矩覆

盖 1200-2600r/min，国内 3.0L 排量发动机扭矩最大，适配轴距 2.8-3.8m 轻卡。

图 32：铂威 CA6DK1 中型发动机



资料来源：中国卡车网，天风证券研究所

图 33：劲威 CA4DD 轻型发动机



资料来源：中国卡车网，天风证券研究所

2.5.3. 国六、天然气两手抓

在传统能源领域，解放发动机事业部对行业法规、排放政策等进行全方位研究，同步推动发动机和整车的技术升级及配套布局，在 2014 年就开始了针对国六产品的技术研发，2019 年在行业率先推出全系国六产品，始终保持产品领航优势。解放国六柴油发动机包含 8 大平台，11 个机型产品，排量覆盖 2-13L，功率覆盖 110 马力至 560 马力。目前，解放国六产品一共可以配套 203 个重卡车型、150 个中卡车型和 19 个轻卡车型，适配性非常广泛。

图 34：解放国六产品五大特点



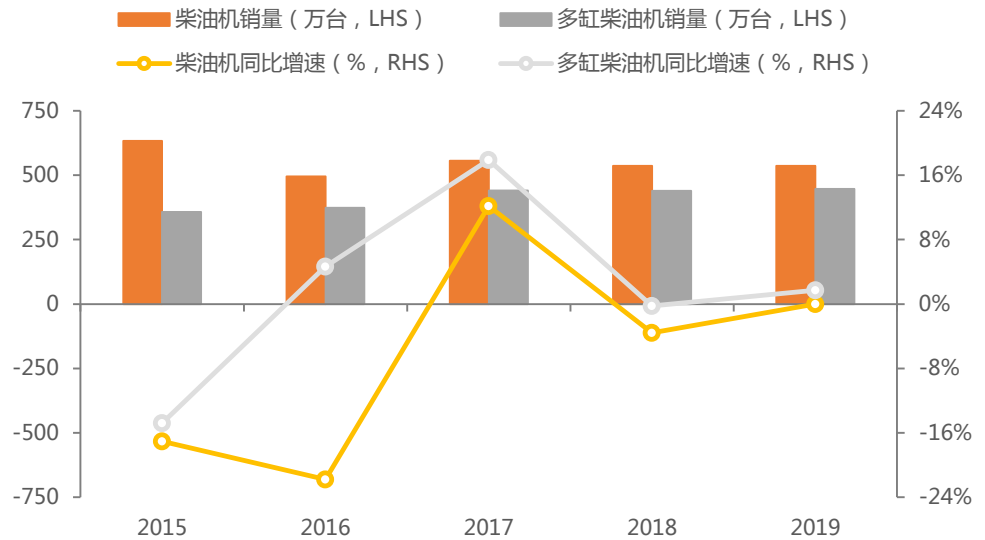
资料来源：方得网，天风证券研究所

在新能源领域，解放动力同样抓住了行业机遇，2019 年 10 月，一汽解放国六 LNG 系列产品投放。目前解放动力国六天然气发动机共有 5 大平台、6 个机型产品，排量覆盖 3~13L，功率覆盖 110~520 马力（81~382kW），在行业内首创了燃气机 6 万公里超长换油周期技术，开发 10 万公里长保养点火系统技术、超 100 万公里长寿命技术等可大大节约用户的维护成本。其中，奥威 CA6SM3 产品率先通过国六 b 排放标准认证，并在 2019 年 5 月试投放。

2.5.4. 解放动力 19 年市场第五，20 年再创新高

2019 年柴油机全年销量 535.8 万台，同比增长 0.02%，主要用于配套商用车的多缸柴油机全年销量 446.9 万台，同比增长 1.7%。多缸柴油机增速持续高于柴油机整体增速，显示出在基建平稳增长和一带一路带动下，商用车保持较为良好的增长势头，对柴油发动机产业起到拉动作用。

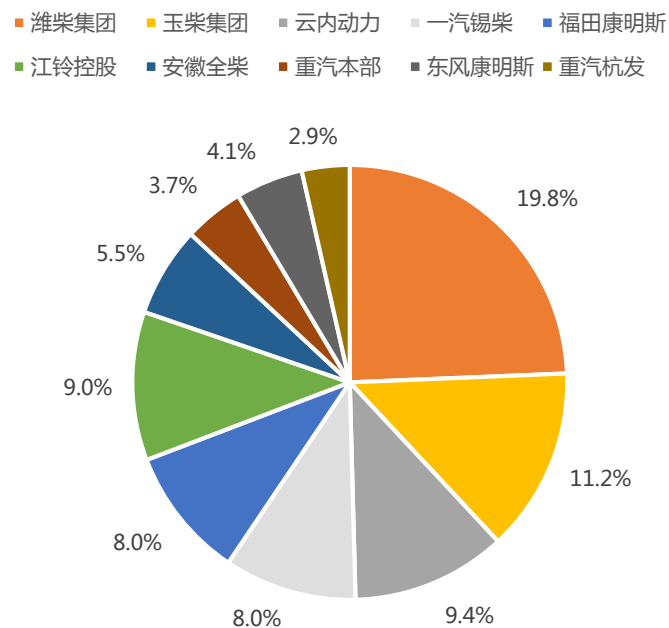
图 35：2015-2019 年柴油机市场情况



资料来源：中国内燃机工业协会，天风证券研究所

2019 年商用车用多缸柴油发动机销量 293.7 万台，占多缸柴油发动机总量的 65.7%，潍柴动力在市场份额中具有绝对优势，占比 19.8%，一汽锡柴位列第五，占比 8.0%。值得注意的是，该统计中未包含一汽大柴的数据，如果按解放动力整体品牌进行统计，可能占比更高。

图 36：2019 年商用车用多缸柴油机市场份额分布



资料来源：中国内燃机工业协会，天风证券研究所

注：一汽锡柴中不包括一汽大柴的数据，即不代表“解放动力”整体数据

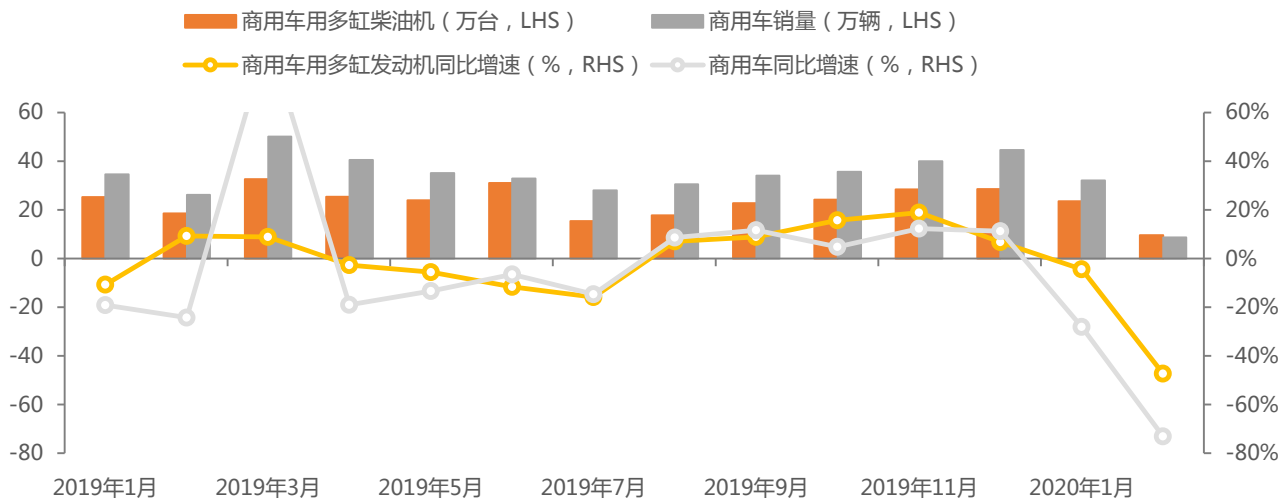
通过对比发现，商用车用多缸柴油机的销量和商用车销量具有较大的趋同性。2019 年“大吨小标”事件和无锡桥梁坍塌事件发生后，包括重卡在内的大部分商用车销售受到较为强烈的影响，直到 8 月份才开始有所回升。另外今年 1、2 月份受疫情影响，商用车销量出现大幅下滑，商用车用多缸柴油机同时下滑。

2020 年一季度，在行业总体下滑的形势下，解放动力逆势上扬，销量同比增长 1.8%，其中六缸机增幅达到 14.7%，6DM2 发动机增幅达到 36.0%，与青汽整车内配率和市场份额呈现双增长，燃气机和国六发动机则分别增长了 23 倍和 15 倍。凭借卓越的产品性能和良好

的用户口碑，助力解放重卡夺得一季度销量冠军，13L 机市场份额排名第一，海外市场销量增幅超过 15%。解放动力重型发动机产能再创历史新高，产品销量、销售收入和利润均已完成全年必达目标的 25%以上。解放动力在商用车用多缸柴油机的占比成为行业第二。

根据中国汽车工业协会数据，20 年 3 月份重卡环比上升 219.4%。疫情带来的影响逐渐消散，之前压抑的购车需求得到部分释放，二季度汽车市场可能迎来较大复苏，下半年有望超过去年同期。随着商用车销量的提升，多缸柴油发动机也将迎来增长，解放动力有望乘着一季度的良好势头再创新高。

图 37：解放卡车在售产品系列



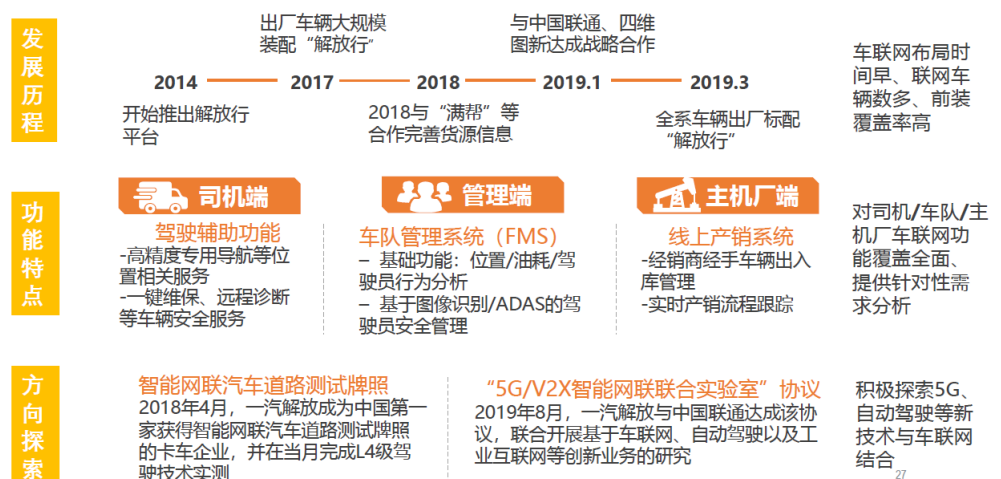
资料来源：中国内燃机工业协会，中国汽车工业协会，天风证券研究所

2.6. 联手高科技企业，角逐智能车市场

2019 年底，全国首份《商用车车联网白皮书》发布。《白皮书》提到车联网从 1.0 阶段的“基础连接”，到目前 2.0 阶段以“人车交互”为核心，并逐渐向 3.0 阶段的“车车交互/万物互联”发展。预计 2025 年，中国商用车车联网硬件及服务市场规模达到 806 亿元，复合年均增长率约 28%。

一汽解放累计联网车辆数已达 48 万台，“解放行”系统功能全面、应用场景覆盖广，正积极探索新技术结合下的智能网联发展方向。

图 38：一汽“解放行”系统



资料来源：中汽研，罗兰贝格，天风证券研究所

2017 年 4 月 13 日，解放完成国内首次智能卡车实车运行演示。现场演示信号灯识别、障碍物识别、超车、跟车、远程遥控卸货五大智能功能。

2017 年 10 月 6 日，解放完成国内首次智能卡车高速公路实车测试。测试功能主要包括：自适应巡航（ACC）、紧急自动刹车（AEB）、车道保持辅助（LKAS）。

2018 年 4 月 18 日，解放在国内首次集中展示一系列 L4 级智能车产品。

2019 年 9 月 6 日，解放全球首款 L2 量产级智能卡车 J7 正式投放，成为全球唯一一款实现量产的 L2 级自动驾驶技术的智能车型。

图 39：L4 级智能系列产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

此外，解放正积极的寻求与高新技术企业展开更加深入的交流和合作。

2019 年 5 月 13 日，一汽解放与博世达成战略合作伙伴关系，并在 5 月 15 日共同发布了 FOTA 技术，这代表着解放商用车车载技术上的升级，在此之后，双方将围绕着智能网联、新能源等诸多领域展开合作。

2019 年 5 月 29 日，一汽解放与华为在深圳，签署战略合作伙伴关系的协议。双方在本次签署协议后，将会进一步在 5G、车联网、智能驾驶、云服务等领域展开深入的合作。

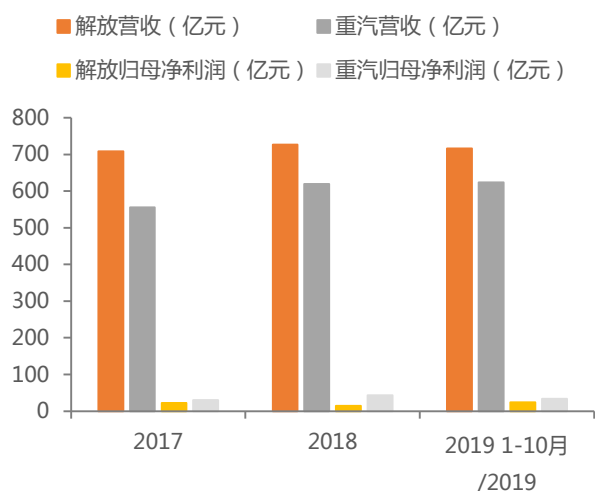
不断地与世界领先的技术服务供应商达成战略合作，有助于一汽解放提高产品技术研发水平和智能化管理水平，朝着品牌的智能化升级不断迈进。

2.7. 降本具有较大空间，盈利能力有望提高

一汽解放 2019 年 1-10 月实现营业收入 716.4 亿元，归母净利润 24.1 亿元，归母净利润已超过 2018 全年总和。

将一汽解放与经营业务较为相似的中国重汽（H）进行比较，发现解放在营收上连续多年领先重汽，此外，一汽解放重卡销量及市占率已经连续第四年位居行业第一，19 年重卡销量 27.52 万辆，中国重汽（H）重卡为 16.94 万辆，两者相差 10 万辆，但解放的归母净利润仍不如中国重汽。

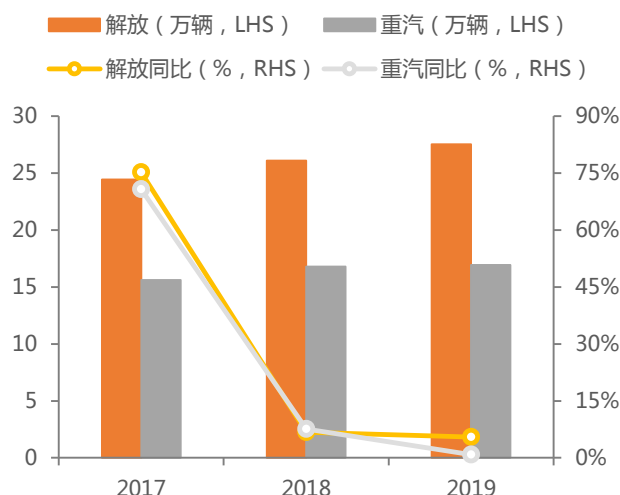
图 40：一汽解放与中国重汽（H）营收、归母净利润对比



资料来源：公司公告，中国汽车工业协会，天风证券研究所

注：由于一汽解放 2019 数据不完全，因此采用 2019 1-10 月的数据与中国重汽（H）2019 全年数据作对比

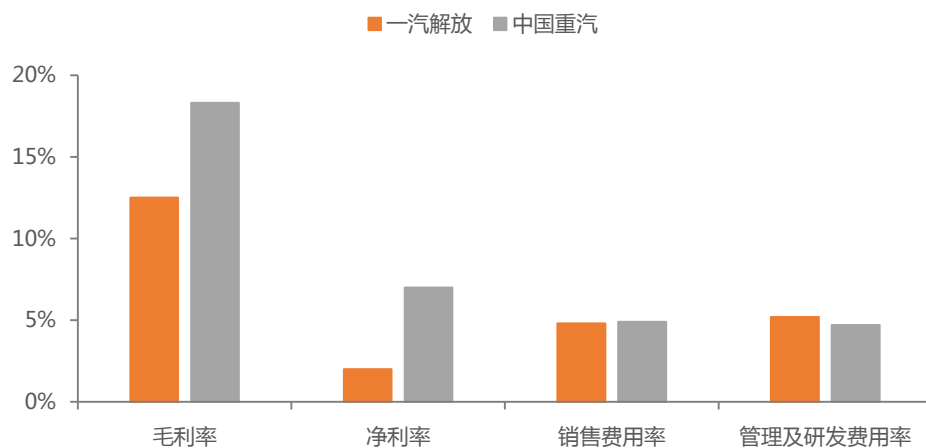
图 41：一汽解放与中国重汽（H）重卡销量对比（万辆，%）



资料来源：公司公告，中国汽车工业协会，天风证券研究所

费用方面，一汽解放和中国重汽费用率几乎相同且较为稳定，近三年销售费用率在 4.4%-5.8% 之间波动、管理及研发费用率在 4.4%-5.5% 之间波动。毛利率和净利率方面重汽好于解放，近三年解放、重汽的平均毛利率分别为 13.2%、18.6%，平均归母净利率分别为 2.9%和 5.9%。一汽解放未来在降低成本方面还具有较大空间，随着研发投入趋向平稳、管理水平不断提升，解放的盈利能力有望提高。

图 42：2018 年一汽解放与中国重汽（H）利润率及费用率对比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 解决同业竞争，一汽解放借壳上市

一汽轿车将成为商用车平台，同业竞争问题有望解决。2019 年公司拟以资产置换、发行股份购买资产等方式购买一汽股份持有的一汽解放股权。2020 年 4 月 8 日，本次重组中新发股份开始上市流通。

一汽解放是卡车生产销售的公司，是一个商用车的平台，与一汽夏利不存在同业竞争问题。针对一汽轿车和一汽夏利的同业竞争，一汽集团曾在 2010 年承诺 5 年内解决同业竞争问题，但由于内部外部的各种环境压力，在五年内一汽集团未能履行承诺，因此又在 2016 年 6 月提出延期三年作为过渡期来履行承诺的表态。

同时，2019 年 12 月 23 日，一汽夏利（000927）发布《重大资产出售及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案摘要》，拟通过股份无偿划转、重大资产出售、发行股份购买资产的方式剥离原有的整车业务，并购入中铁物晟科技 98.11%股权。这项交易完成后，公司主营业务变更，也将不再包含整车业务。

3.1. 一汽改革筹备已久，置入高盈利能力资产

一汽集团规模庞大，旗下相关的上市公司有五家，分别为一汽轿车、一汽夏利、一汽富维、富奥股份与启明信息。一汽股份是在 2011 年成立，由一汽集团与一汽资产公司 100%控股，旗下拥有主要的整车企业有一汽解放、一汽轿车、一汽丰田（天津、四川），一汽红旗、一汽大众、一汽海马、一汽吉林和一汽夏利。

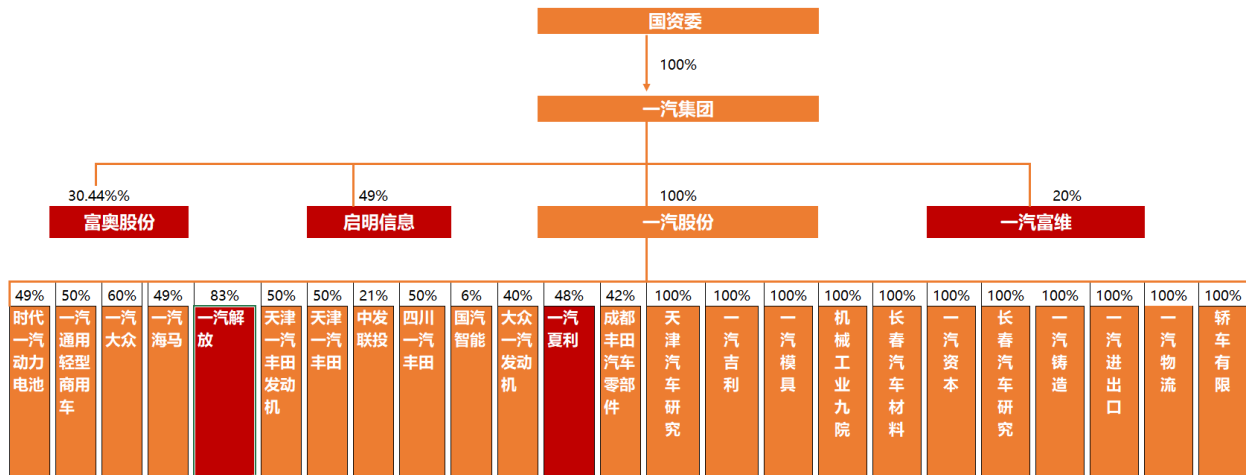
2019 年 6 月 24 日晚，一汽轿车（000800）发布《关于设立全资子公司的公告》，将以自有资金 5000 万元成立一家新的全资子公司，名称暂定为“一汽奔腾轿车有限公司”，具体名称以市场监督管理机关最终登记的为准。根据公告，此次成立的子公司主要是为了承接本次重组的置出资产，未来此公司股权将过户到一汽集团。此次变动，再一次展现了一汽集团重组上市公司资产、重构汽车板块的决心。

3.1.1. 一汽股份持有集团优质资产

2019 年 3 月，一汽集团发内部通知文件，宣布撤销解放事业本部和奔腾事业本部。文件显示，“遵循《关于明确一汽吉林汽车有限公司、天津一汽夏利汽车股份有限公司管控的通知》（一汽股份发[2019]3 号）精神以及一汽通用后续改革方向，撤销解放事业本部、奔腾事业本部，由总部直接管理解放公司、轿车公司、一汽通用公司。”

一汽解放连续四年占据重卡行业销量排名第一，盈利能力稳健。一汽轿车上市多年，拥有自主品牌奔腾和合资的马自达品牌，在乘用车领域仍有一定的市场份额。而一汽通用主要专注于轻型商用车，是一汽在商用车领域这一细分市场中的重要布局。这三家公司作为一汽的优质资产，在本次解放事业本部和奔腾事业本部撤销后，都将直接由集团总部管理，其余的子公司则被排除在外。

图 43：一汽集团主要上市公司及一汽股份股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.1.2. 解放盈利能力远超一汽轿车

根据一汽披露的重组预案，2017 年、2018 年和 2019 年 1-10 月一汽解放的营业收入分别达到 708.33 亿元、726.53 亿元和 716.42 亿元，归母净利率水平分别为 3.16%、2.00%和 3.44%，而一汽轿车归母近年净利率为负。一汽解放 2017 年、2018 年净利润均超过 14 亿元，2019 年 1-10 月净利润达 24.66 亿元，保持在行业内较高的水平。截止至 2019 年 10 月 31 日，一汽解放总资产达到了 671.62 亿元，随着过硬的技术和不断优化的产品线，盈利能力和资产规模有进一步提升的趋势。

对比一汽轿车，自 2016 年后净利率一直为负。在近年竞争十分激烈的汽车市场中，总体财务状况并不出色，盈利能力也有限。

一汽解放是目前一汽集团下盈利最强的自主业务板块。置入解放后，上市公司整体的盈利水平是大大提高的，上市公司的总体价值得到了有效的提升。

表 4：一汽解放和一汽轿车营收对比

	一汽解放			一汽轿车		
	2017	2018	2019 年 1-10 月	2017	2018	2019 年 1-10 月
营业收入 (亿元)	708.33	726.53	716.42	272.99	255.24	196.38
归母净利润 (亿元)	22.40	14.53	24.66	-1.25	-5.12	-7.46
归母净利率	3.16%	2.00%	3.44%	-0.46%	-2.01%	-3.80%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 一汽解放登陆 A 股，公司重组完成

2 月 5 日，一汽轿车公告，发布重大资产置换、发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书（修订稿）。将拥有的除财务公司、鑫安保险之股权及部分保留资产以外的全部资产和负债转入轿车有限（一汽奔腾轿车有限公司），将轿车有限 100%股权作为置出资产，作价 50.88 亿元，与一汽解放 100%股权中的等值部分进行置换，作价 270.09 亿元，差额部分共计 219.21 亿元，通过发行股份及现金支付。

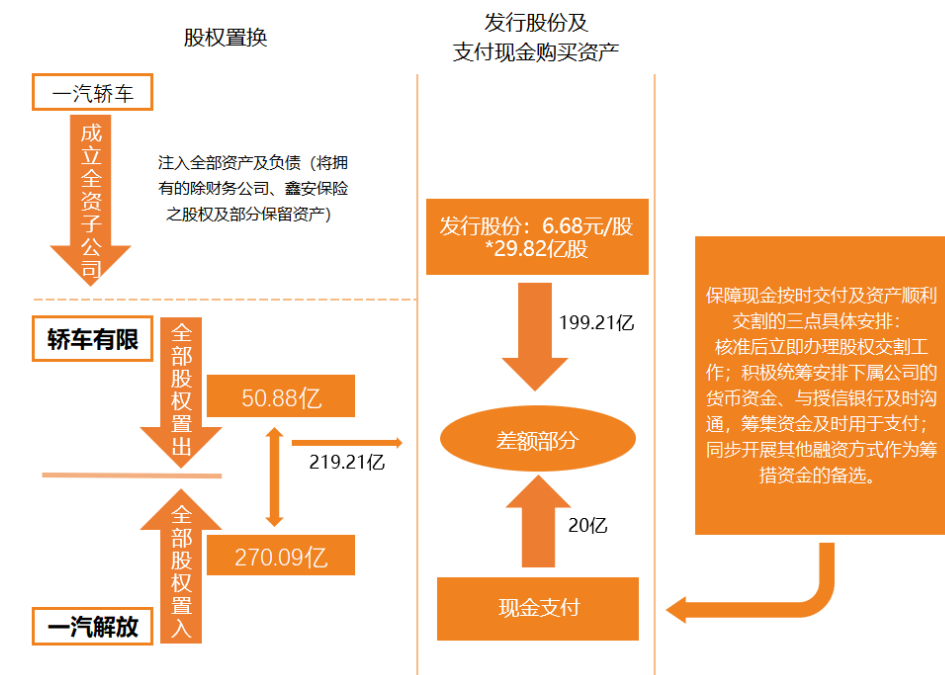
具体来看，本次交易由重大资产置换、发行股份及支付现金购买资产两部分构成。

(1) **重大资产置换**：一汽轿车将拥有的除财务公司、鑫安保险之股权及部分保留资产以外的全部资产和负债转入轿车有限，并将其 100%股权作为置出资产，作价 50.88 亿元，与一汽解放 100%股权中的等值部分进行置换，作价 270.09 亿元。

(2) **发行股份及支付现金购买资产**：本次重组置入置出资产差额部分共计 219.21 亿元，通过发行股份及现金支付形式支付。一汽轿车拟向一汽股份以非公开发行方式发行股份，以 6.68 元/每股的发行价格发行 29.82 亿股，支付差额中的 199.21 亿元；剩余差额 20 亿元以现金形式支付。

目前公司重组已经完成，新增股份于 4 月 8 日起上市流通，公司总股份增加至 46.1 亿股，一汽股份持股比例达 83.4%。公司拟将中文名称由“一汽轿车股份有限公司”变更为“一汽解放集团股份有限公司”，证券简称由“一汽轿车”变更为“一汽解放”。

图 44：一汽解放重组草案示意图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 投资建议

我们预计：（1）重卡行业将持续景气，在未来3年销量都能维持在100万辆以上，难以出现断崖式下跌；（2）一汽解放的产品结构契合行业方向，市占率继续提升；（3）随着产品升级，公司单车售价和利润继续提升。

我们预计公司20-22年的归母净利润分别为33亿、37亿和42亿，对应PE分别为14倍、12倍和11倍。选取主营业务也同为商用车的生产研发制造的整车标的江铃汽车和宇通客车作为可比公司，2021年的平均PE为15倍。给予公司21年15倍目标PE，对应目标价12.00元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 5：业绩预测

	2020E	2021E	2022E
重卡行业销量（万辆）	107	102	110
解放市占率	23.8%	24.3%	24.5%
解放重卡销量（万辆）	25.6	24.7	26.9
合并报表营业收入	727	713	775
同比增速	163%	22%	9%
合并报表归母净利润（亿元）	32.7	36.8	42.1
同比增速	6077%	12%	14%

资料来源：中汽协，Wind，天风证券研究所

表 6：可比公司（截止 2020 年 4 月 130 日，归母净利润为 Wind 一致预期）

	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE		
证券简称	2020/4/30	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
000550 江铃汽车	76.74	3.47	4.64	9.01	22.1	16.5	8.5	
600066 宇通客车	288.70	19.24	21.98	24.78	15.0	13.1	11.6	
平均值					19	15	10	

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

（1）宏观经济不及预期

宏观经济低迷，影响社会对重卡的需求

（2）重卡行业竞争加剧风险

重卡行业持续景气，若竞争对手扩张产能，低价抢占市场份额，则会影响一汽解放盈利能力

（3）社会运输结构发生大变化

公转铁的力度加速，使得大量公路运输需求转移到铁路运输

（4）排放标准升级进程不及预期

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	482.15	1,852.44	23,034.95	24,044.26	28,134.95
应收票据及应收账款	6,786.92	1,319.13	20,903.99	20,666.79	24,540.03
预付账款	235.20	434.31	1,121.25	401.17	1,253.06
存货	2,188.83	3,840.33	13,437.14	16,999.81	14,234.88
其他	153.02	2,504.29	1,176.75	907.83	1,207.51
流动资产合计	9,846.12	9,950.51	59,674.08	63,019.86	69,370.43
长期股权投资	3,151.78	3,658.02	3,658.02	3,658.02	3,658.02
固定资产	4,300.94	4,422.25	8,080.88	7,850.57	7,553.88
在建工程	168.70	193.89	416.33	297.80	208.68
无形资产	711.17	968.94	2,762.05	2,815.15	2,828.26
其他	449.49	461.59	4,291.28	4,494.12	4,707.59
非流动资产合计	8,782.07	9,704.69	19,208.56	19,115.66	18,956.42
资产总计	18,628.19	19,655.19	78,882.64	82,135.52	88,326.85
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	6,845.87	8,288.66	33,177.27	33,784.00	34,197.38
其他	2,707.16	2,572.15	20,343.51	19,727.90	21,607.26
流动负债合计	9,553.03	10,860.81	53,520.79	53,511.90	55,804.64
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	941.22	679.23	747.97	747.97	747.97
非流动负债合计	941.22	679.23	747.97	747.97	747.97
负债合计	10,494.25	11,540.04	54,268.76	54,259.87	56,552.61
少数股东权益	83.08	67.49	83.09	101.29	121.99
股本	1,627.50	1,627.50	4,609.67	4,609.67	4,609.67
资本公积	2,488.90	2,488.90	13,120.41	13,120.41	13,120.41
留存收益	6,416.19	6,409.63	19,921.13	23,164.69	27,042.59
其他	(2,481.73)	(2,478.37)	(13,120.41)	(13,120.41)	(13,120.41)
股东权益合计	8,133.95	8,115.15	24,613.89	27,875.65	31,774.24
负债和股东权益总	18,628.19	19,655.19	78,882.64	82,135.52	88,326.85

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	227.16	38.28	3,267.56	3,684.05	4,212.32
折旧摊销	1,014.46	1,015.08	725.82	775.75	822.70
财务费用	0.57	9.50	(200.70)	(379.66)	(420.79)
投资损失	(651.89)	(516.35)	(513.71)	(513.71)	(513.71)
营运资金变动	52.74	(1,094.11)	10,358.16	(2,548.20)	(180.61)
其它	(557.86)	2,645.93	16.42	18.51	21.17
经营活动现金流	85.19	2,098.34	13,653.56	1,036.74	3,941.08
资本支出	1,531.12	2,175.91	6,331.26	480.00	450.00
长期投资	1,122.23	506.24	0.00	0.00	0.00
其他	(3,488.73)	(3,351.87)	(12,217.56)	(446.29)	(386.29)
投资活动现金流	(835.38)	(669.72)	(5,886.29)	33.71	63.71
债权融资	1.52	1.13	0.92	0.92	0.92
股权融资	6.07	(9.79)	13,804.01	379.83	420.96
其他	(41.16)	(49.70)	(389.69)	(441.89)	(335.98)
筹资活动现金流	(33.57)	(58.36)	13,415.24	(61.14)	85.89
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(783.75)	1,370.26	21,182.51	1,009.31	4,090.68

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	25,524.45	27,664.31	72,730.23	71,264.21	77,497.41
营业成本	20,177.14	22,494.24	62,198.90	60,873.89	66,144.04
营业税金及附加	1,396.41	1,322.78	872.76	783.91	852.47
营业费用	2,645.91	2,601.98	3,491.05	3,292.41	3,473.43
管理费用	1,047.33	1,132.40	1,818.26	1,674.71	1,704.94
研发费用	462.89	727.79	1,163.68	1,140.23	1,239.96
财务费用	(21.76)	13.31	(200.70)	(379.66)	(420.79)
资产减值损失	126.96	(302.81)	3.57	3.57	3.57
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	651.89	516.35	513.71	513.71	513.71
其他	(1,475.80)	(749.61)	(1,027.41)	(1,027.41)	(1,027.41)
营业利润	513.50	(92.12)	3,896.42	4,388.87	5,013.49
营业外收入	7.85	17.74	9.60	9.60	9.60
营业外支出	207.23	(87.64)	42.52	42.52	42.52
利润总额	314.12	13.26	3,863.50	4,355.95	4,980.57
所得税	38.62	(25.02)	579.53	653.39	747.09
净利润	275.50	38.28	3,283.98	3,702.56	4,233.49
少数股东损益	72.14	(14.49)	16.42	18.51	21.17
归属于母公司净利润	203.36	52.77	3,267.56	3,684.05	4,212.32
每股收益（元）	0.04	0.01	0.71	0.80	0.91

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	-8.52%	8.38%	162.90%	-2.02%	8.75%
营业利润	10.18%	-117.94%	-4329.64%	12.64%	14.23%
归属于母公司净利润	-27.69%	-74.05%	6092.08%	12.75%	14.34%
获利能力					
毛利率	20.95%	18.69%	14.48%	14.58%	14.65%
净利率	0.80%	0.19%	4.49%	5.17%	5.44%
ROE	2.53%	0.66%	13.32%	13.26%	13.31%
ROIC	6.79%	-3.16%	54.14%	-125.68%	-589.86%
偿债能力					
资产负债率	56.34%	58.71%	68.80%	66.06%	64.03%
净负债率	-5.91%	-22.81%	-93.58%	-86.25%	-88.54%
流动比率	1.03	0.92	1.11	1.18	1.24
速动比率	0.80	0.56	0.86	0.86	0.99
营运能力					
应收账款周转率	3.73	6.83	6.55	3.43	3.43
存货周转率	11.58	9.18	8.42	4.68	4.96
总资产周转率	1.37	1.45	1.48	0.89	0.91
每股指标（元）					
每股收益	0.04	0.01	0.71	0.80	0.91
每股经营现金流	0.02	0.46	2.96	0.22	0.85
每股净资产	1.75	1.75	5.32	6.03	6.87
估值比率					
市盈率	225.99	870.92	14.07	12.47	10.91
市净率	5.71	5.71	1.87	1.65	1.45
EV/EBITDA	5.56	7.22	4.23	3.66	2.44
EV/EBIT	12.68	15.00	5.06	4.37	2.88

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com