

商用车产业链梳理 长期增长前景看什么？

今天我们研究的这条产业链，受整个行业需求放缓、竞争加剧影响，一直以来不被大家关注。自 2017 年以来一直跑输大盘指数，2017 年 6 月至今，其行业指数跌幅为 20%，而沪深 300 涨幅为 14%。



图：行业指数与沪深 300 走势

来源：wind

然而，这个被市场所遗忘的产业链中，如今有些细分板块走势却非常好：比如这家龙头，2017 年 6 月至今，股价从低点的 10.5 元/股，一路上涨至 28.73 元/股，股价涨幅达 100%以上，区间峰值 192%，其画风如下：



图：某细分行业龙头走势

来源：wind

这个产业链就是——**商用车产业链**。关于这个领域，几个需要我们解决的问题：

一是，之前研究的乘用车行业，属于可选消费类，其增长驱动力看的是人均GDP、千人汽车保有量；而商用车行业，又具有什么特殊的属性？其驱动力看什么宏观指标？

二是，商用车产业链，细化到客车、货车赛道，是什么原因导致龙头股价波动差异巨大？未来究竟什么赛道还有增量空间？

此外，还有近期火爆异常的五菱，实际上也有“半商用半乘用”的属性。五菱的“地摊战车”，已经成为地摊经济之下，中国汽车制造行业一朵亮丽的奇葩。它在港市，三天暴涨 300%。

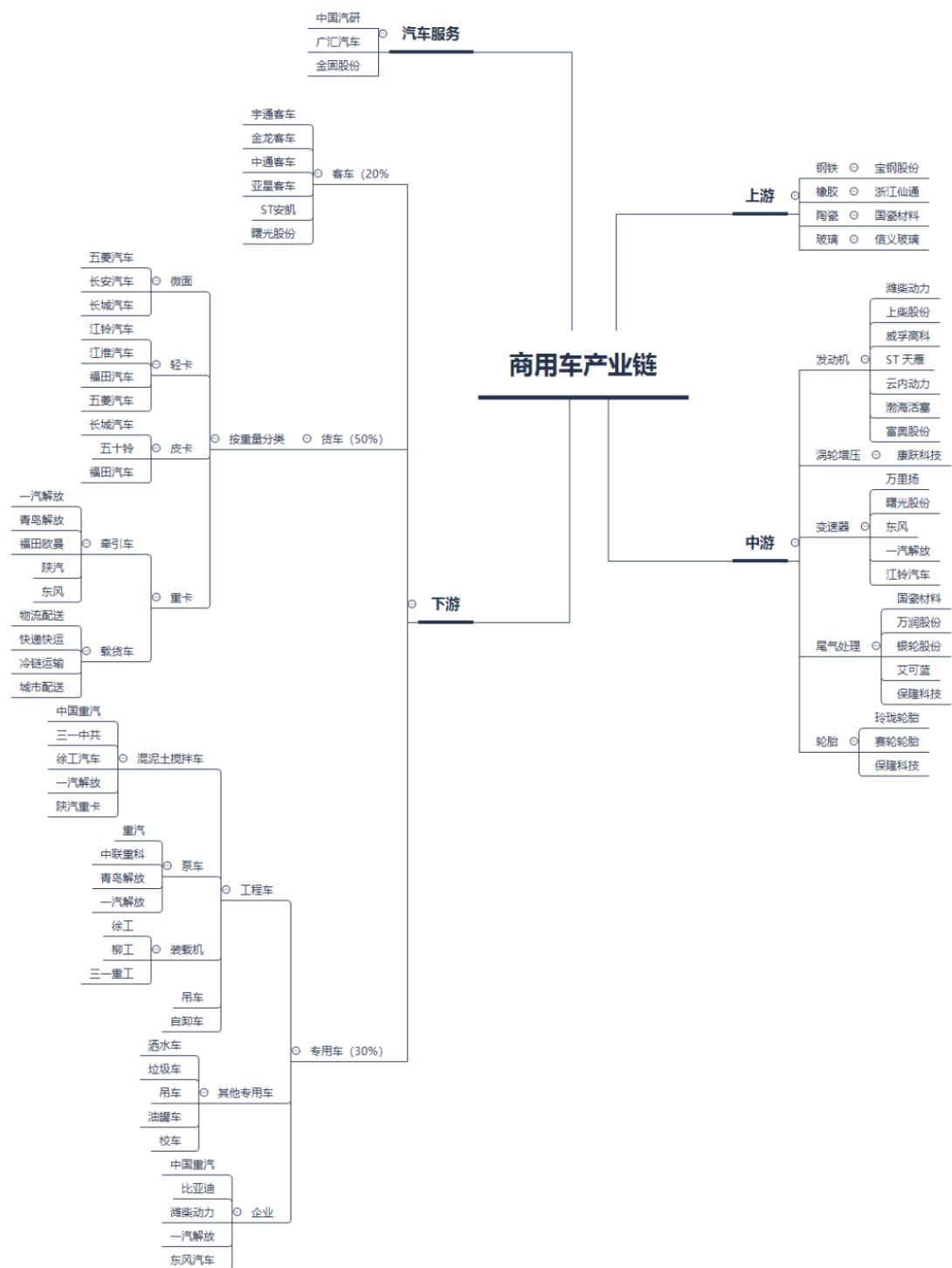


图片来源：五菱专用车



图片来源: wind

(壹)



图：商用车产业链

来源：塔坚研究

商用车这条产业链：从上游到下游，依次为：

上游——钢铁、铝材、橡胶、喷油泵等原材料供应商，代表厂商有**南山铝业**、**方大特钢**等。

中游——柴油发动机、曲轴、变速器、汽车轮胎等汽车零部件等供应商，代表厂商有**潍柴动力**、**万里扬**、**云内动力**等。

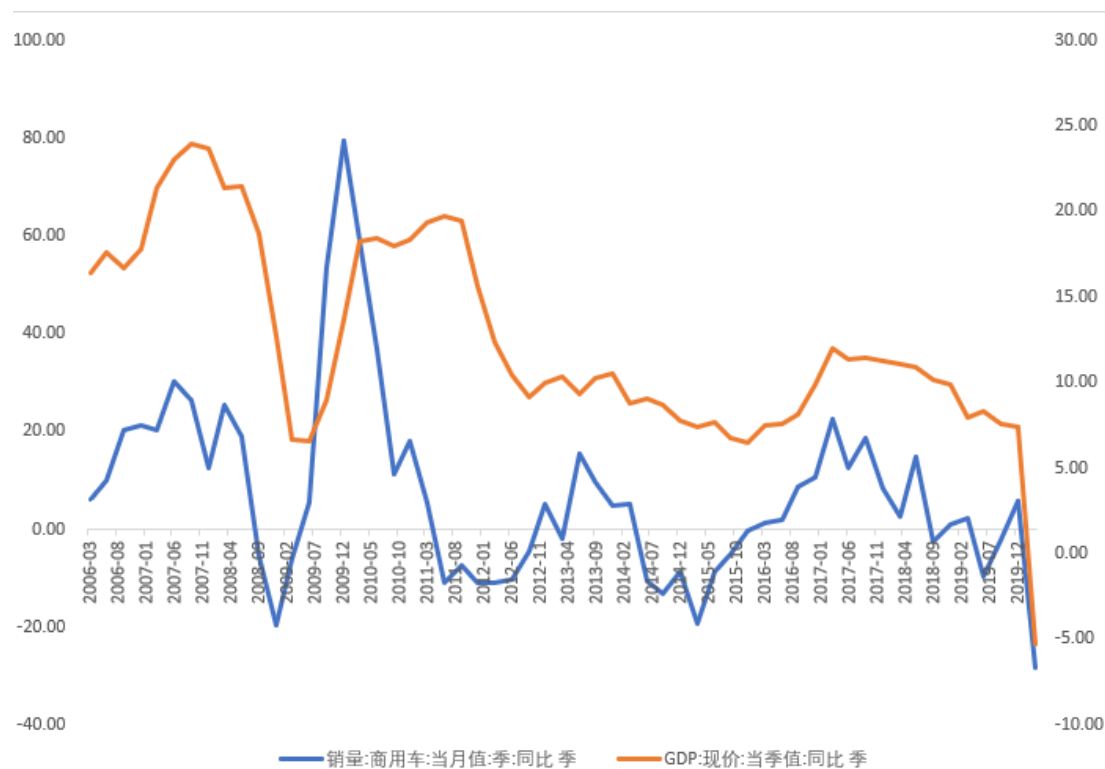
下游——包括整车制造、汽车服务。商用车按照用途可分为：货车、客车。代表公司有**中国重汽**、**江淮汽车**、**福田汽车**、**宇通客车**、**中通客车**、**上汽通用五菱**；汽车服务有**中国汽研**。

大致了解产业链结构后，问题来了：这条产业链，长期增长前景，该看什么？

(贰)

商用车，是用于生产经营的车。因此，从宏观层面来看，商用车作为生产资料，其销量与宏观经济密切相关，具有较强的敏感性。

宏观经济的发展状况决定了商用车的新增需求与更新节奏，因此是影响商用车销量的核心因素，体现在 GDP 增速与商用车销量同步波动。根据统计，我国商用车同比增速中枢大约 5.4%，与国内实际 GDP 增速相近。



图：GDP 与汽车保有量

来源：塔坚研究

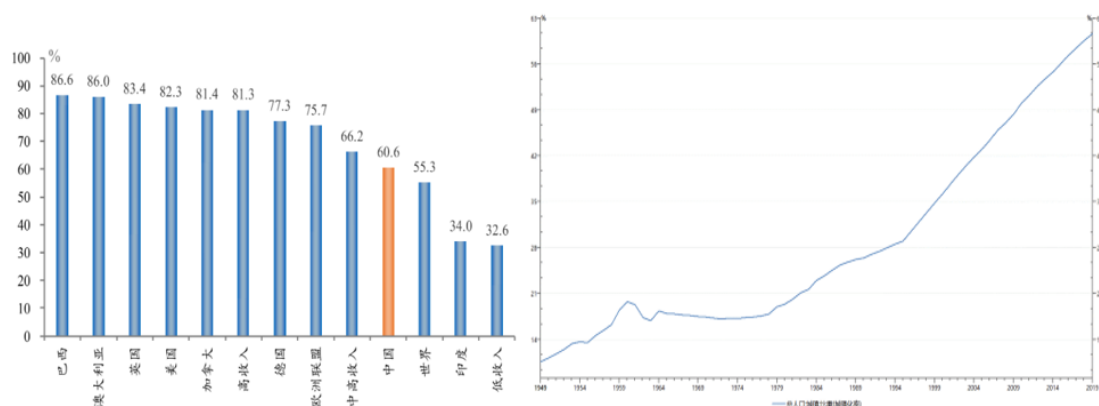
但是，考虑到 GDP 这一宏观指标比较宽泛，我们根据商用车的用途，自上而下寻找更明确的宏观指标。商用车主要分为客车（20%）、货车（80%），客车主要需求来自于客运，其背后的核心宏观指标是**城镇化率、公路旅客周转量**。货车用于工程运输和长短途物流，因此其增长与**固定资产增速、基建开工率**等宏观指标有关。

虽然它们都属于商用车，但背后的驱动力有所不同。

(叁)

首先，来看客车。

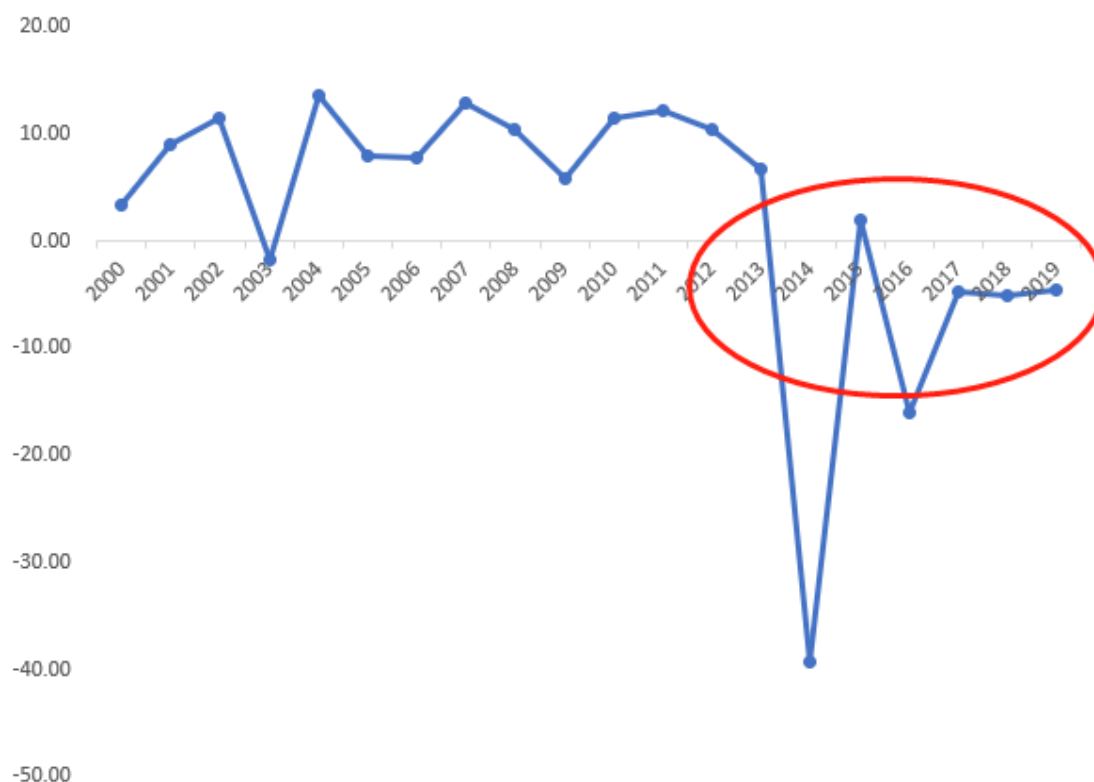
我们在家居产业链的报告中研究过，我国城镇化率达 60.6%，与发达国家比还有一定差距。如果按照人口发展规划及联合国的预测，2035 年我国城镇化率达到 70%的话，年化增长在 0.97%左右。（近期的家居、光伏、游戏、MDI 产业链梳理报告，全文见专业版报告库，此处不详述）



图：城镇化率（单位：%）

来源：wind

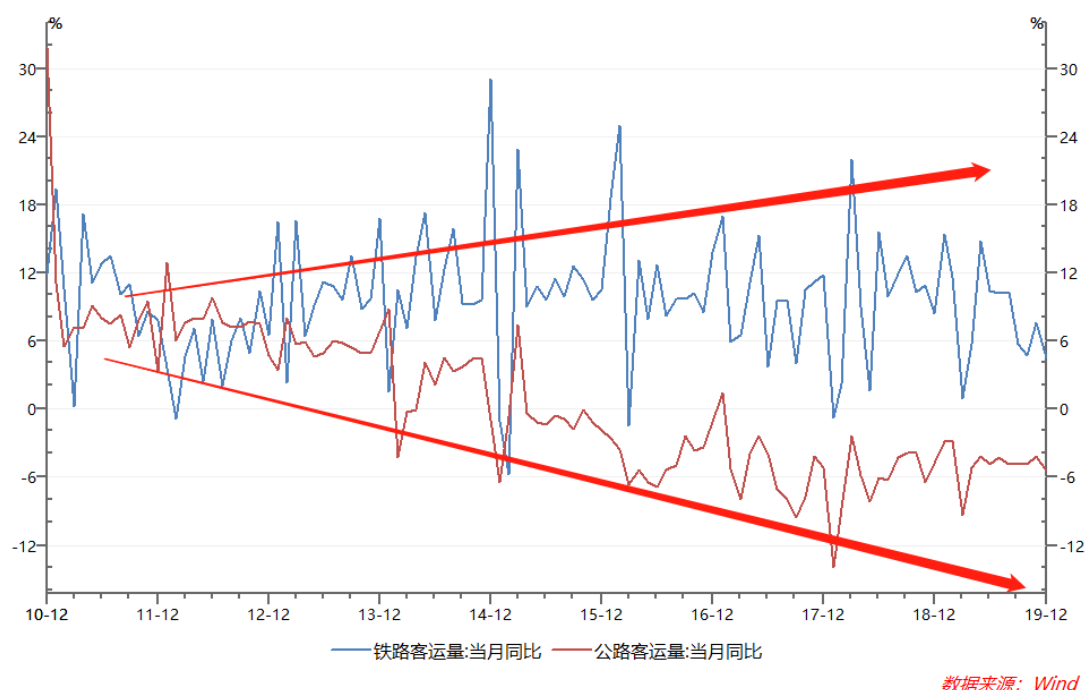
虽然城镇化率仍有提升空间，但公路客运量自 2013 年开始就处于负增长状态，2017 年-2019 年分别是 **-5.57%**、**-6.3%**、**-4.69%**。其原因，就在于高铁和轨道交通的兴起，分流了大量客运需求，导致公路旅客周转量持续下滑。



图：公路客运量同比（单位：%）

来源：wind

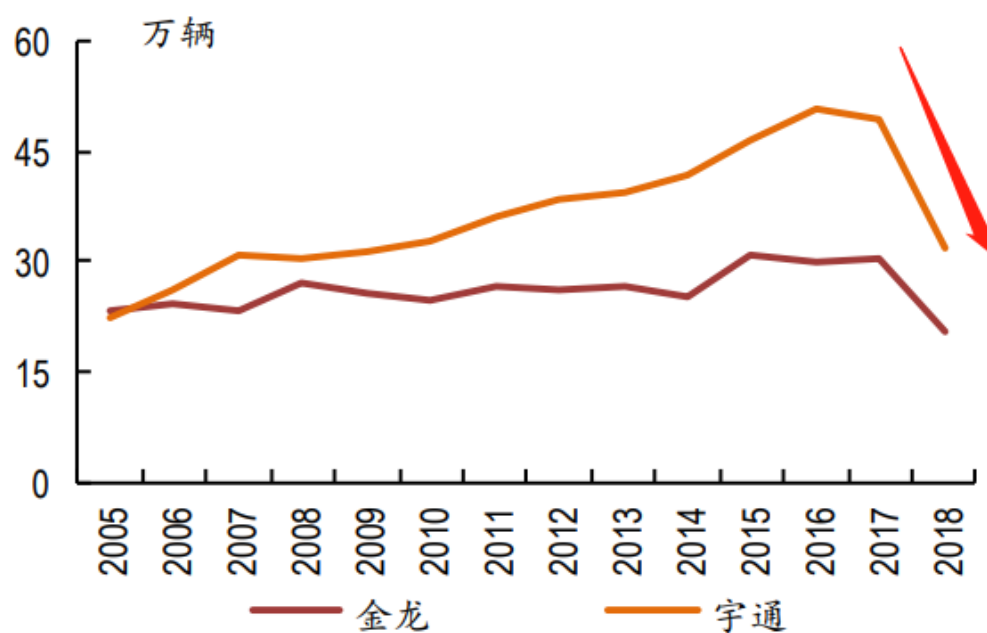
从 2012 年起，公路客运量与铁路客运量开始背离，铁路客运量以每年 8% 以上的增速增长，而公路客运量则以近 -6% 的速度逐渐下滑。受冲击的不仅仅是城际客运，城市内的轨道交通快速普及，导致公交需求下降。2019 年，城市轨道交通客运量同比增速高达 12.4%，而城市客运总量同比增速仅有 2.9%，二者相差 4 倍。



与公交相比，轨道交通具有运力大、准时性的优点。因此，无论是从监管层规划还是出行需求来看，轨道交通都是人口稠密的大城市优先发展的公共交通出行方式。根据这个来看，客车未来的量的增长空间不大。因而，该行业成长只能看“价”这个因子。

电动客车单车均价在 65 万元以上，传统燃油客车为 30 万元，所以，提价主要靠提高新能源汽车渗透率提升。然而，2017 年起新能源补贴退坡，倒逼车企降价。2017 年-2018 年，宇通客车新能源单车均价从 71 万元/辆下降至 66 万元/辆，金龙客车单车价格也出现下滑。

图 52：金龙、宇通单车均价比较



图：金龙宇通单车均价

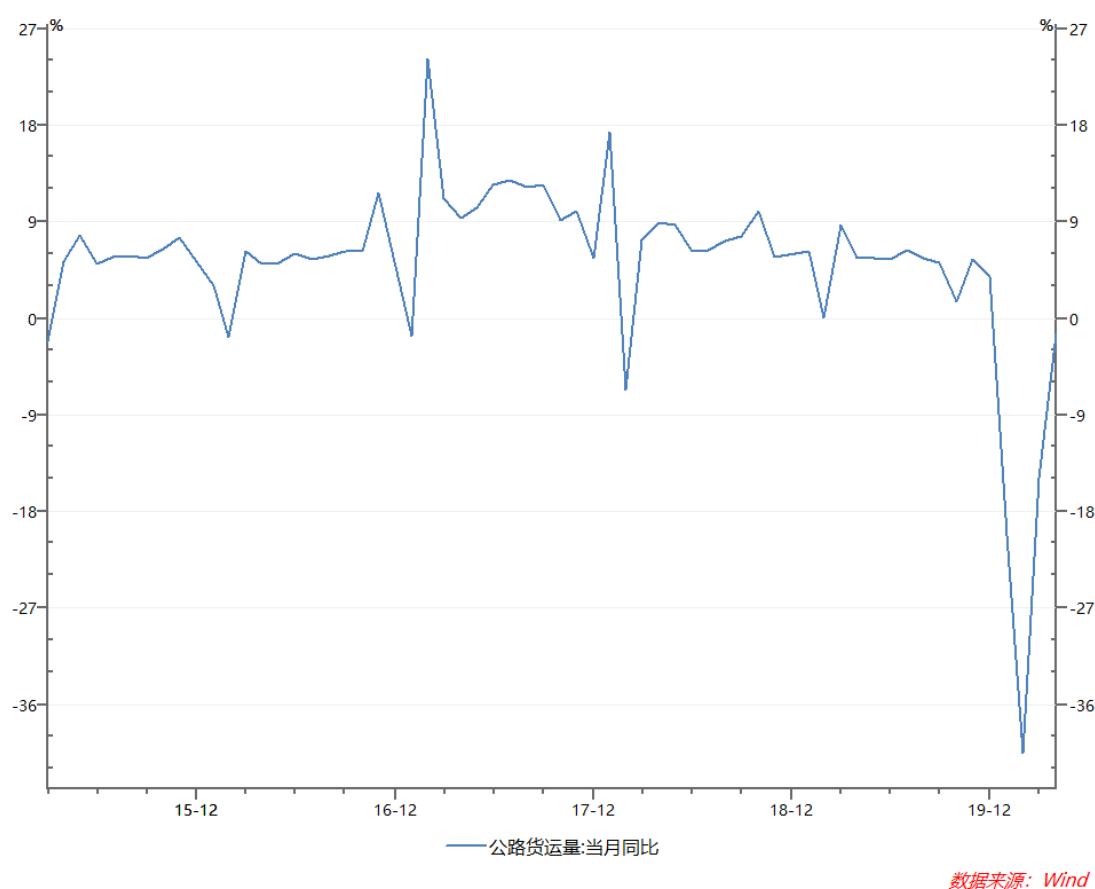
来源：财通证券研究所

因此，客车这个赛道，从总量来看，量价增长的驱动力都不大。同时，考虑到客车在整个商用车中的占比较低（20%），因而本报告中，我们仅做简单梳理，研究的重点还是货车。

(肆)

货车按用途可分为：工程车（搅拌车和自卸车等），主要用工地内运输；物流车（载货车和牵引车）主要用于城市及城际货物运输。所以，其相关的宏观指标主要为：1) 公路货运量；2) 固定资产完成额。

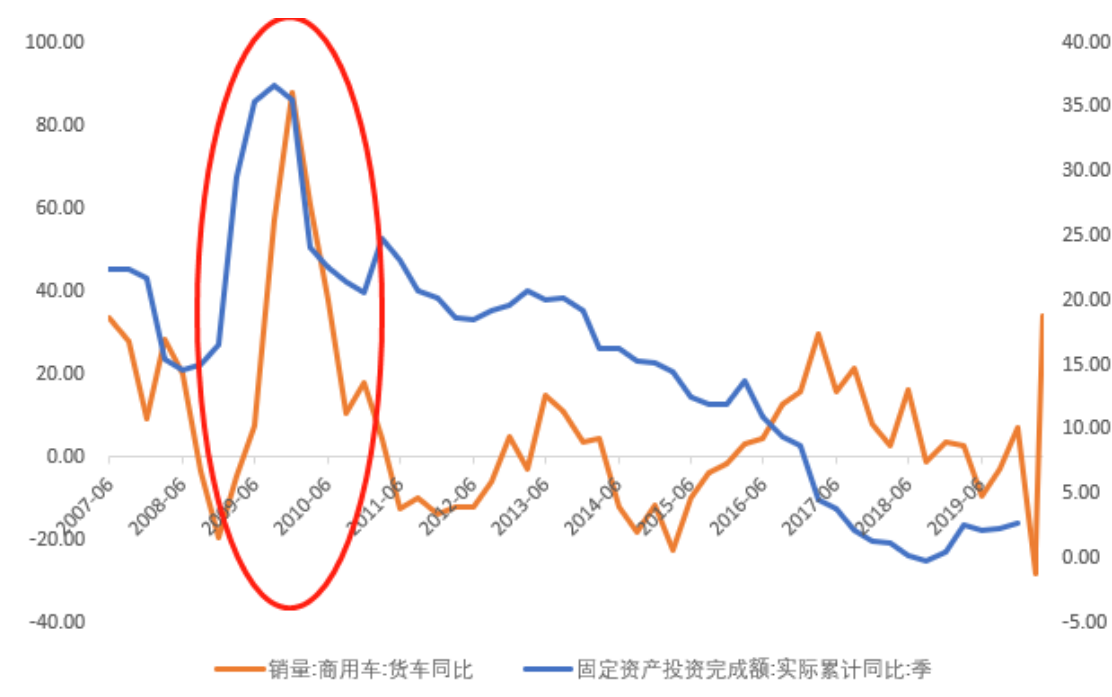
首先，是公路货运量。近几年来，公路货运量需求较稳定，基本维持在 5.5%-6%左右的增速稳定增长，与 GDP 水平相近。物流需求相对刚性，在卫生事件较严重的 2 月份，我国公路货运量同比增速为-40.5%，到四月基本恢复至原来水平。



图：固定资产投资完成同比增速

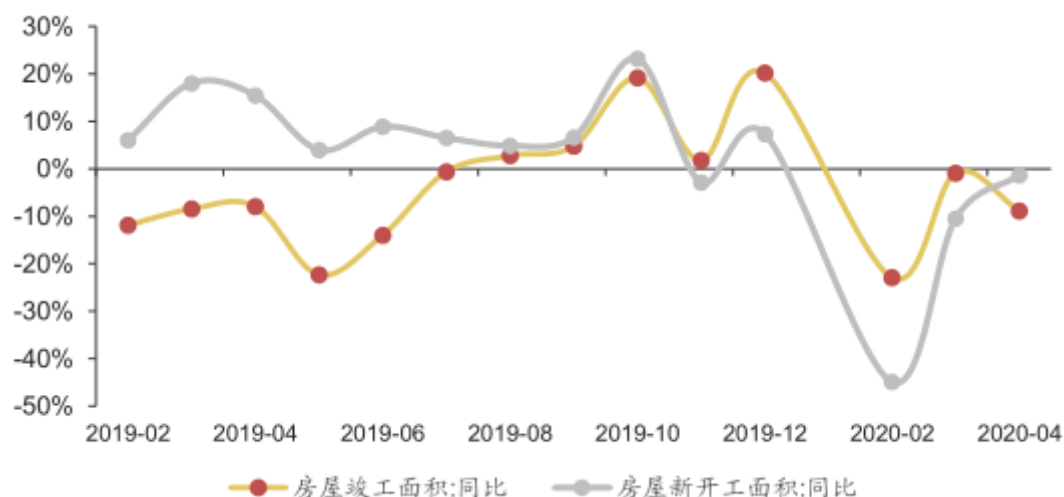
来源：WIND

固定资产投资完成额，是衡量新增工程建设项目的关键指标，固定资产投资的增加，需要更多商用车尤其是工程重卡、物流重卡以满足需求。



2009 年、2010 商用车销量大幅上升，主要原因就是当时的经济刺激计划，加大对基建和民生领域的项目建设，拉动商用车，特别是**重型货车**的需求。2010 年，全年货车销量 386 万辆，其中重卡销售 101 万辆，首次跨过百万量台阶。

2020 年 2-4 月，固定资产投资完成额累计同比增速，分别为-24.5%、-16.1%、-10.3%，说明下游基建改善趋势仍在继续；另外，2020 年 2-4 月新房屋开工面积同比增速分别为-44.9%、-10.5%、-1.3%，可见房地产已经逐渐复工。



图：新房屋开工面积、竣工面积同比增速（单位：%）

来源：广发证券

但注意，除了需要考虑资产投资带来的增长外，我们仍然需要关注另一个驱动——替换，带来的刺激。

(伍)

重卡行业，在当前的替换逻辑较强，主要受益于两点：

- 1) 前一轮重卡销售的峰值期，至今，已经过去 10 年，而重卡的生命周期大约 10 年-15 年，因此，大部分重卡面临强制报废的问题。
- 2) 国三强制换国六，2008 年-2012 年之间，正是国三标准重型柴油车实施时间，而根据国六排放标准规定，到 2021 年 7 月 1 日所有城市重型柴油车都应符合国六标准。2020 年起，各地已经开始实施国三标准限行政策，禁止国三车进

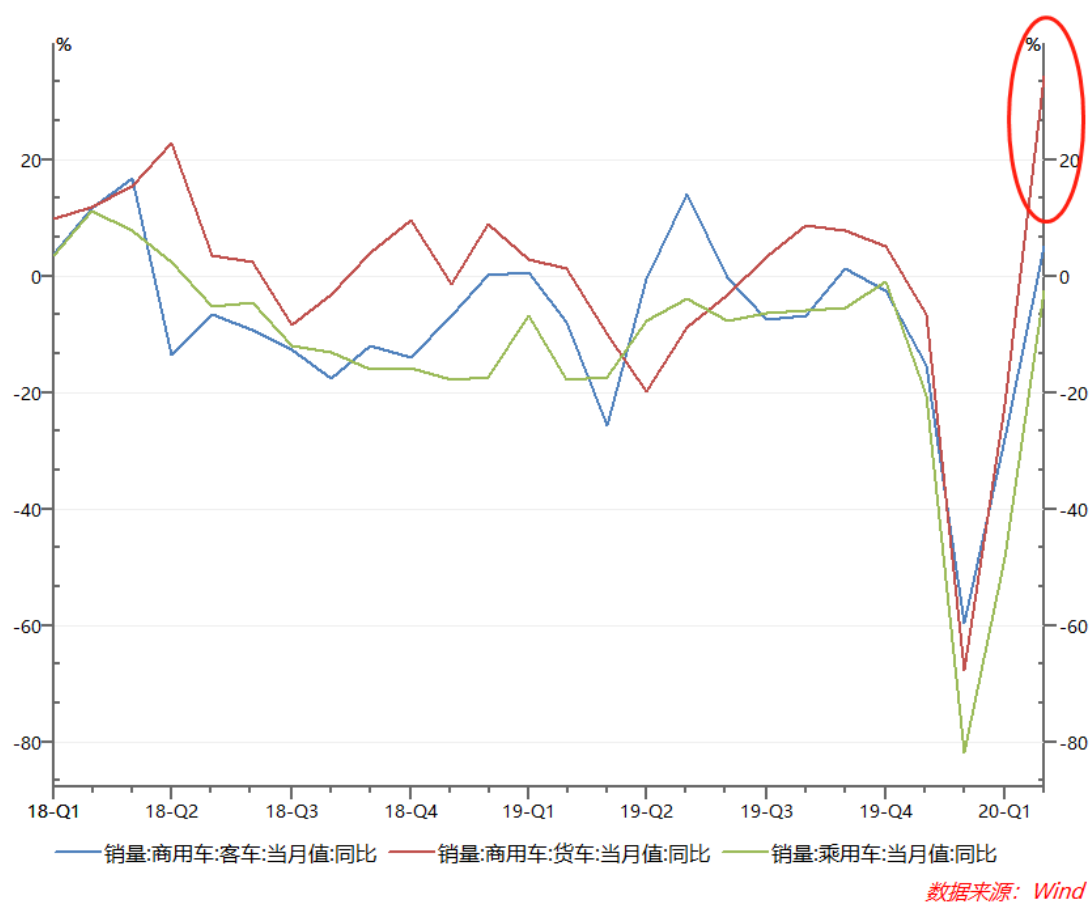
城。以上海为例，自 2020 年 10 月 1 日起，全天 24 小时禁止国三标准柴油货运机车在上海绕城高速范围内行使。



图：上海国三柴油车限行公告

来源：网易新闻

按照监管层《打赢蓝天保卫战三年行动计划》中提出，2020 年底前，全国多地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。从当前的高频数据来看，乘用车、货车、客车销量同比增速分别是-2.46%、34.19%、5.16%，货车的弹性明显高于其他车型。



图：客车、货车、乘用车销量同比增速 来源：WIND

根据政策时间窗口，重卡替换带来的增长大概会在 1 年到 1.5 年时间消化完毕。

那么，长期来看，行业的驱动力是什么？

(伍)

长期驱动力，要看物流驱动重卡量的增长。重卡行业内部，可以分为工程车、物流车两大品类，从长期的视角来看，物流需求驱动力强于固定资产投资驱动力，这一点，从重卡的产品结构可以看出，物流车占比明显高很多。

图 15: 我国重卡结构变化情况

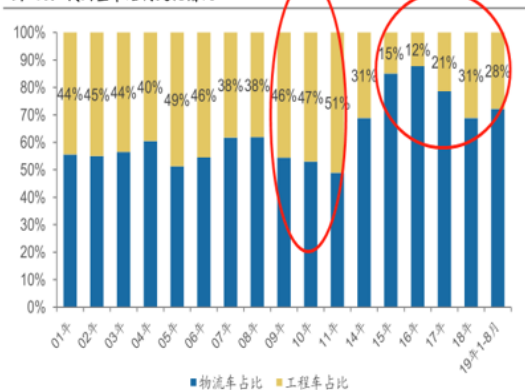
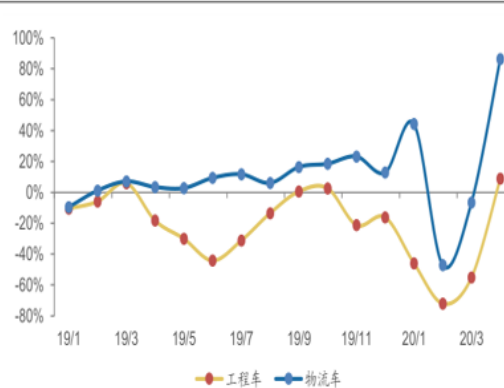


图33: 我国国内物流类、工程类民品重卡月度销量同比增速情况



图：重卡中物流车、工程车占比

来源：广发证券

2009 年到 2011 年，基建刺激阶段，是工程重卡销量的高峰期，而到了 2014 年起，物流行业快速发展，驱动物流类重卡占比快速提升。

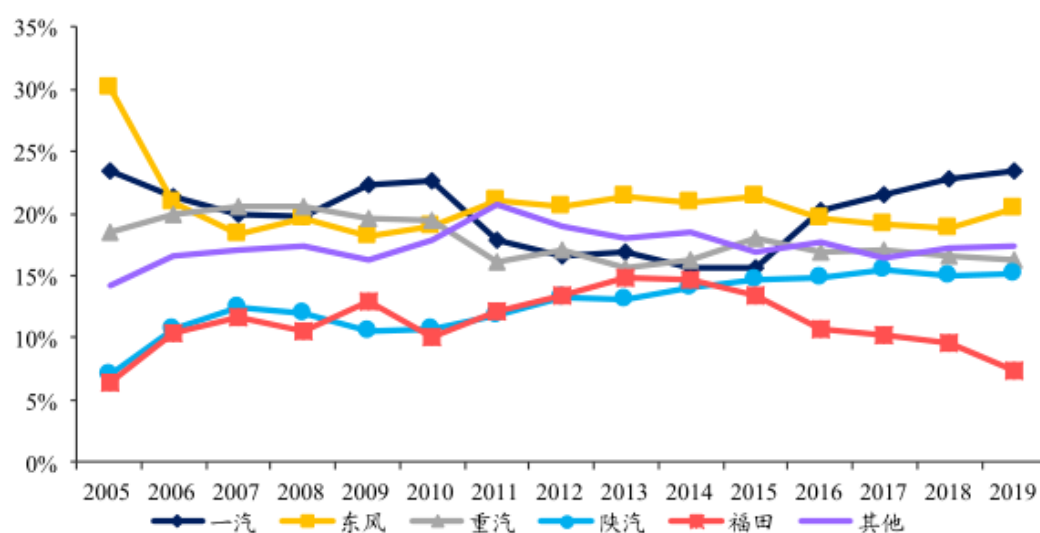
2019 年全年，在汽车行业负增长的大行情下，由于物流需求相对刚性，我国主流重卡企业重卡物流类销量一直保持正增长。

我国重卡四龙头，一汽解放、东风汽车、中国重汽、陕汽（潍柴动力）由于产品结构不同，导致近些年的竞争格局也不同。

中国重汽的工程车（专用车+自卸车）占比较高，在 2009 年-2010 年市占率高达 20%，到 2019 年下降到 15%左右；而一汽轿车（解放）物流类重卡占比较高，2016 年-2019 年物流行业运输量上升，驱动一汽市占率从 16%上升至 24%。

所以，同是重卡，但中国重汽的逻辑更偏基建，而一汽解放的逻辑更偏消费（物流的背后还是电商需求支撑）。

图 35、05-19 年重卡整车批发销量市占率



图：重卡整车批发销量市占率

来源：兴业证券

总量逻辑明确后，我们再来看价格的增长逻辑。

(陆)

货车价格，近些年持续提升。以陕汽的重卡为例，平均单价从 2012 年的 28.4 万元/辆提升至 2019 年的 33.9 万元/辆，复合增速为 3%。价格上涨的驱动力，主要有两方面：

1) 治超——导致车型向大排量发展。

2) 环保——更加严格的排放标准带来成本的提升，导致整车提价。

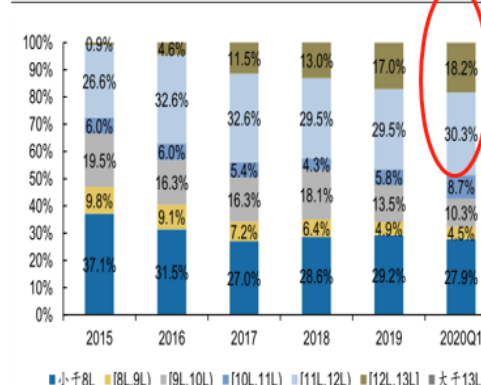
先看治超。自 2016 年 8 月起，国家开始多轮治理超载超限举措，重点整治高速公路超载现象。整治之前，车主通过多拉超载提升运货量以此来提升经济效益。

其中，轻卡（蓝牌货车）超载现象更为普遍，一直都是治理超限超载中的一大难题。而整治后，运输成本高企，使得运输业户只能选择载货能力更强的中重型货车。由于中重卡产品需要大排量、大功率发动机使单车价值量提升。治超以后，中国重汽的重卡税后平均价格从 24.5 万元/辆提升至 26.45 万元/辆。

图 18: 2016 年 1 月以来中国公路物流运价指数：整车运输



图 34: 我国重卡分发动机排量变化



图：公路物流运价指数 来源：东北证券

因此，从长期来看，未来城市物流运输的需求越来越大，考虑到人力、环保等固定成本越来越高，高运载量的货车规模效应比较明显。而对比美国来看，我国同样载重量的重卡均价偏低。2016 年，美国 8 级卡车（重卡）市场均价为 10 万美元

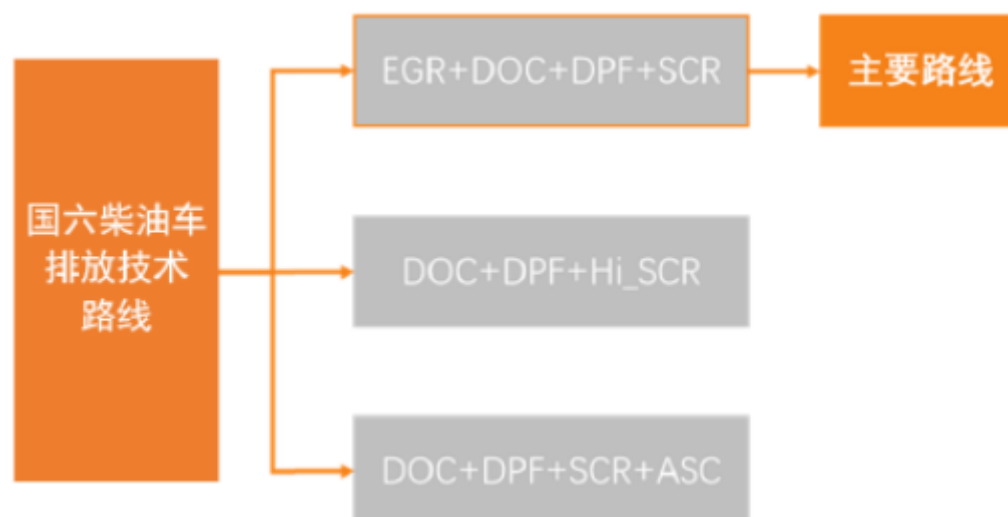
（约 70 万人民币），而中国重汽重卡均价 26.46 万美元，对比来看单车价格未来将会持续提升。再看，环保政策，也与单车价值量有关。根据环保部发布的标

准，3.5 吨以下轻型车（以轿车为主）、城市内运行公交车、环卫车等，2020 年 7 月 1 日强制全面执行国六 a 排放标准；2021 年 7 月 1 日，重型柴油车全面实施国六 a；2023 年 7 月 1 日，重型车全面强制执行国六 b。国六标准，之前我们在研究汽车零部件产业链时，重点提到过，是汽车行业一个重要的增长逻辑。（全文见专业版报告库，此处不详述）

国六会进一步严控氮氧化物和颗粒物的排放限值，总体目标是在国五标准基础上加严 30%。对汽油车来说，国六标准下汽油机汽车必须加装**颗粒捕集器(GPF)**检测等，价值量增加 1500 元左右。柴油机领域，需要加装**柴油颗粒过滤器**

(DPF)，并在发动机内增配一个尾气回收装置（EGR）以满足排放法规要求。轻卡的价值量大约提升 6000-8000 元，柴油重卡后处理系统价值量提升 1.2-2 万元。因此，从单车价值增量来看，重卡的 DPF 价值量提升的概率较高，大约能达到年化 3%的增长。

目前，我国国六标准下的柴油车主流技术路线为：EGR + DOC + DPF + SCR，即（柴油机氧化催化器+选择性催化还原器+柴油颗粒过滤器+废气再循环系统）。潍柴、重汽、锡柴、玉柴几大发动机龙头均使用该路线。



图：国六标准下柴油车排放技术路线

来源：天风证券

从单车价值量来看，DPF、EGR 单车价值量较高，分别在 5000 元-8000 元、4000 元-6000 元左右，其次是 SCR（200-5000 元），DOC（1000 元-2000 元）。

尾气后处理技术	使用用途	单车价值量
DOC	CH 化合物的氧化	1000-2000
SCR	NO 化合物的还原	2000-5000
DPF	过滤 PM 颗粒物	5000-8000
EGR	减少氮氧化合物	4000-6000

图：尾气后处理器单车价值量

来源：招商证券

DPF 技术壁垒较高，市场份额主要掌握在博世、康明斯等外资厂商手中。国内，银轮股份 2017 年通过定增建设 DPF 项目，达产后具备 2.1 万套 DPF 产能。

EGR 生产商主要有日本京滨（市占率 51%）、隆盛科技（市占率 18%）、德尔福（18%）；

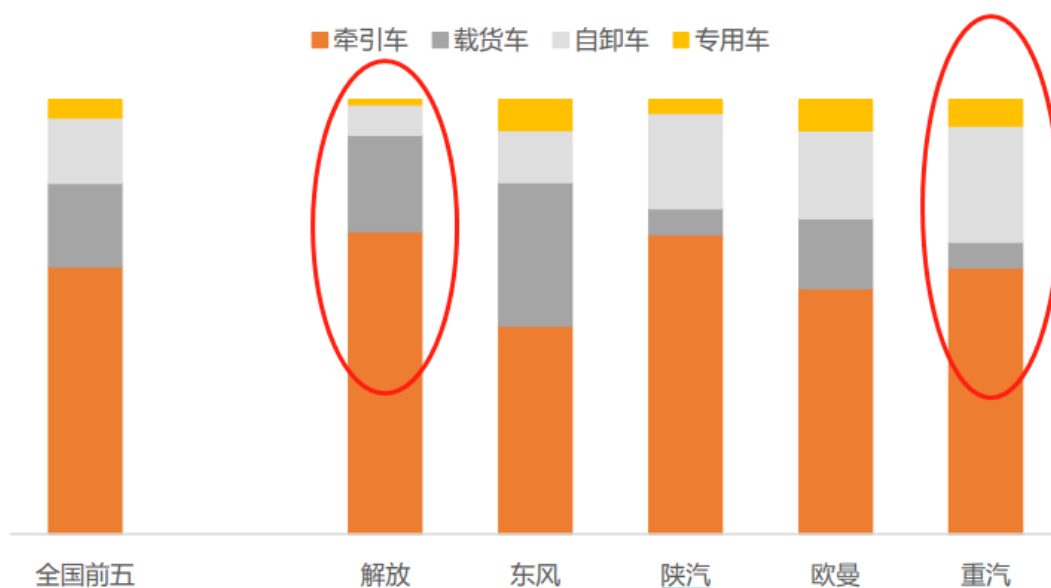
SCR 市场竞争格局较分散，康明斯（22%）> 威孚高科（20%）> 无锡凯龙（15%）> 银轮股份（9%）；

DOC 由于单车价值量低、技术壁垒不高，所以国产化率较高，主要由几家厂商占据，分别是威孚高科（52%）> 艾可蓝（10%）> 保定屹马（5%）

(柒)

商用车产业链，与乘用车竞争格局不同（乘用车格局非常散），商用车属于 To B 业务，其市场集中度较高，有几个竞争格局较稳定的赛道。1) 下游整车赛道。

近十年来，重卡市场 CR4 大于 75%%，依次是一汽解放、东风汽车、中国重汽、陕汽，市占率分别是 24%、21%、16%、15%。



图：重卡整车市占率/四大龙头产品结构（单位：%）来源：兴业证券、天风证券

注意，虽然重卡市场竞争格局较稳定，但各家的产品结构却不尽相同。中国重汽工程重卡占比较高，因此受固定资产投资增速驱动、房地产开工率影响较大。短期来看，受益基建有望提速，工程重卡短期相对受益。而一汽解放物流重卡占比较高，长期来看，物流需求驱动重卡行业发展，物流车占比较高的比较有优势。

一汽解放于 2020 年 5 月重组，将原一汽轿车的乘用车资产置出，商用车资产一汽解放置入，更名为一汽解放，这一重组，导致市场对其短期预期增长较高。

市场对其 2020 年、2021 年营业收入预测分别为 837.76 亿元、809.06 亿元，同比增速分别为 202.83%、-3.43%，一致预测净利润分别为 30.02 亿元、37.72 亿元，同比增速为 5589.37%、25.6%。

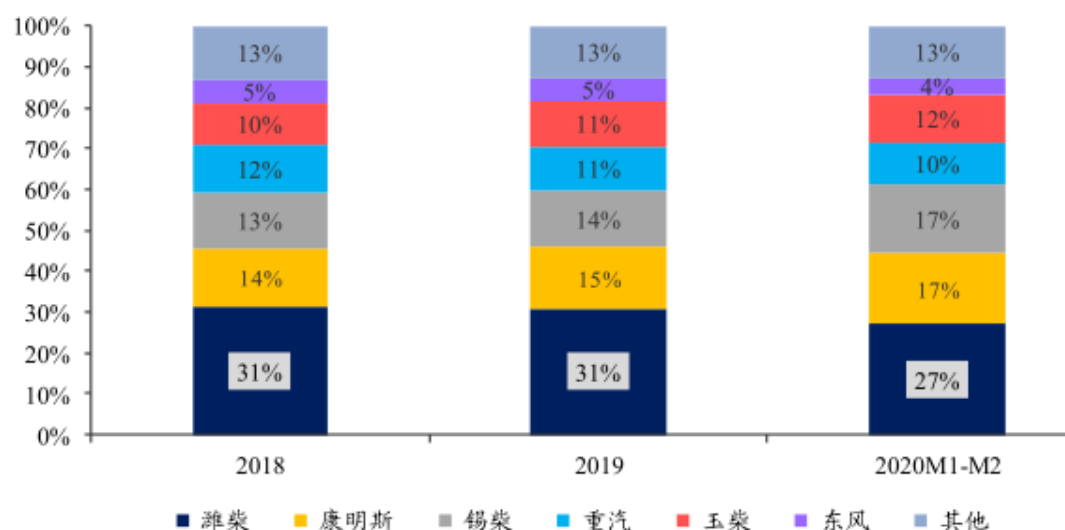
此外，参考重组草案编制的模拟合并利润表，预计合并后，上市公司 2019 年 1-10 月营业收入为 716.42 亿元，假设全年收入为 859.2 亿元，（计算公式： $716.42/10*12$ ），那么一致预测收入 2020 年同比增速为-2.4%。

注意，本案仅两家机构对其进行收入预测，并且预测结果差异较大。其中，天风证券预计 2020 年收入规模为 727.3 亿元，华泰证券预计 2020 年收入规模为 948.23 亿元。此外，根据重组报告，本次重组仅对置入资产一汽解放主流产品相关专利和技术该部分资产做出了业绩承诺，2019 年-2021 年分别是 5.37 亿元、6.56 亿元、6.88 亿元。

此外，一汽解放历史近三年回报较低，明显低于中国重汽，主要是净利率低于同行业。追究其业务，是原来一汽乘用车业务经营效率较低，销售费用、管理费用高导致。

2) 中游，零部件赛道，发动机行业集中度高。 发动机，是柴油车的核心，由于技术壁垒高，市场竞争格局相对集中。根据重卡上险数据，2019 年发动机销量排名前三的发动机企业为潍柴、康明斯、锡柴，市占率分别 31.0%、14.7%、14.1%、11.3%。一方面，柴油车发动机大排量、大功率将是发展趋势，由于大功率发动机技术附加值更高，单车价值量将提升；另一方面，随着国六排放标准升级，发动机对环保的要求不断严格，需要升级发动机的设计与结构，对重卡企业的研发技术能力要求更高，使得行业技术壁垒进一步提高。

图 45、18 年以来重卡发动机企业市占率



图：18 年以来重卡发动机市占率 来源：兴业证券

注意，商用车发动机的竞争格局虽然非常好，但存在一个问题：商用车发动机会不会像乘用车领域一样，被新能源电池替代？

首先，由于目前的锂电池能量密度不足，纯电动技术在重型商用车领域还难以推广应用，因而，氢燃料电池能量高成为商用车主要发展方向。目前，燃料动力系统有两种，一种是氢燃料发动机，另一种是燃料电池发动机。前者是将汽油发动机改装进而使用氢气，国内**潍柴动力**的燃料电池发动机已经量产；而另一种路线的燃料电池，则会替代传统发动机，目前，燃料电池技术刚起步，与海外合作开发为主。不过，从国内的情况来看，巨头也已经做了一定的技术储备，2018 年至今，潍柴动力相继收购加拿大氢能源龙头巴拉德、德国 ARADDEX 等海外氢电池企业，为氢燃料电池布局，因而问题不大。

(捌)

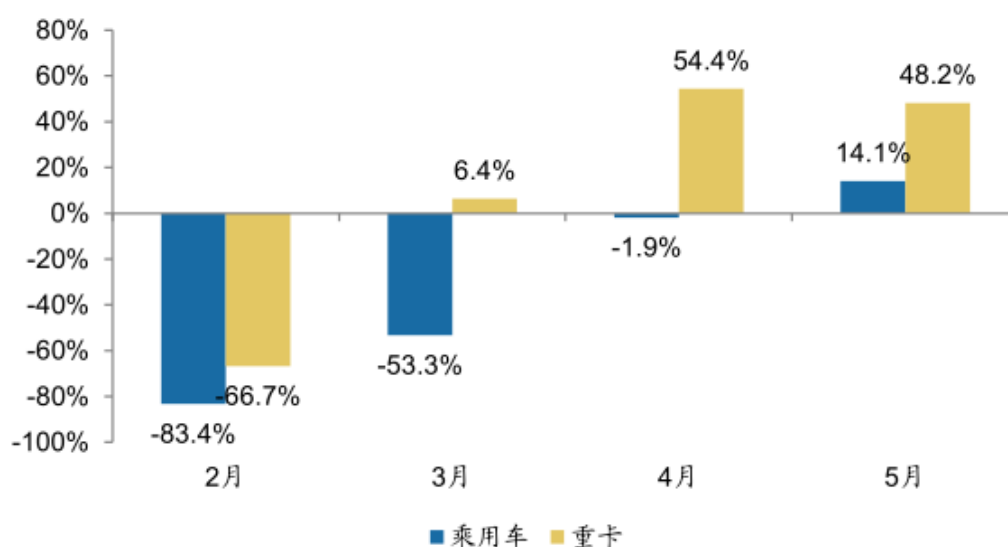
商用车行业的高频跟踪指标，以量为主。高频指标有——商用车销量、汽车合格证数量、重卡企业销量、汽车全钢胎/半钢胎开工率。根据中汽协数据，2020 年 2 月卫生事件爆发期，乘用车、客车、货车销量分别同比下降 81.66%、67.67%、59.44%，货车销量下滑相对较少，主要是期间物流需求较为刚性。2020 年 3 月跌幅稍有缓和，到 4 月分，乘用车、客车、货车分别同比上升-2.46%、**34.19%**、5.16%，货车的弹性明显高于其他车型。



图：客车、货车、乘用车销量同比增速 来源：WIND

中汽协每月 14 日更新上个月车企销量数据，所以，5 月份的数据，我们参考工信部中机中心出厂合格证统计量。注意，根据中机中心数据，2020 年 5 月我国汽车行业合格证为 231.4 万辆，同比增长 22.9%，其中：5 月广义乘用车合格证为 159.5 万辆，同比增长 14.1%，5 月重卡合格证同比增长 48.2%。根据这个数据可见，汽车行业的景气度复苏，已经是大家需要重点关注的情况。

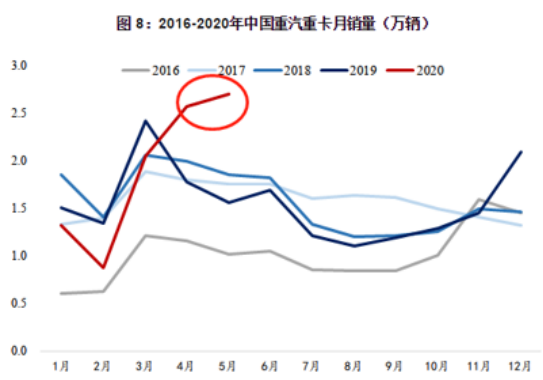
图2：20年广义乘用车、重卡合格证产量同比增速情况



图：乘用车/重卡合格证同比增速 来源：广发证券、中机中心

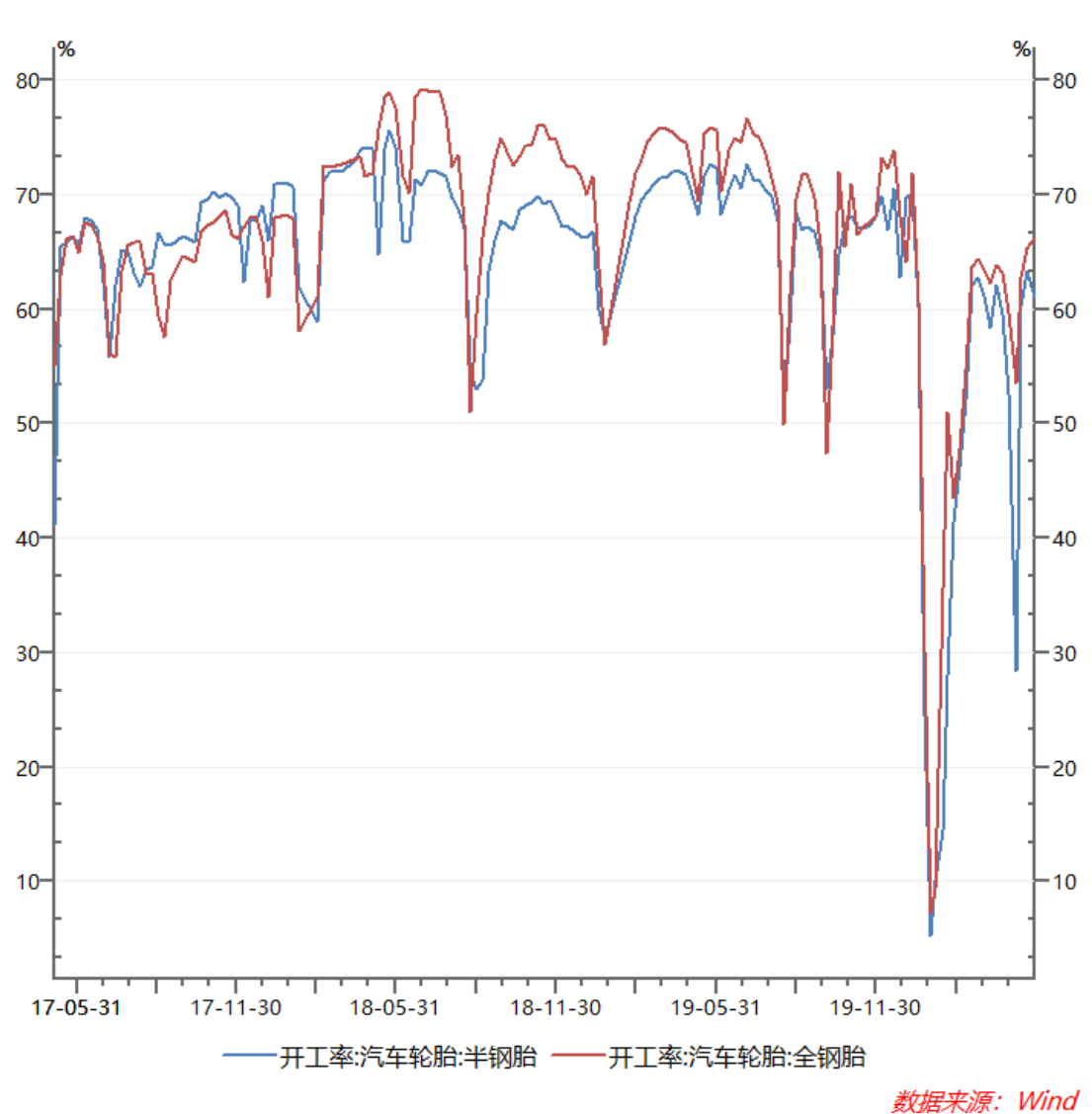
重卡销量景气度较高，一方面是由于 2020 年 2 月-5 月，我国高速公路免费通行，高于高速公路通行费占物流运输成本约 20%-30%，高速的免费通行政策刺激了物流重卡的需求。另一方面，每年年初是开工高峰期，由于卫生事件积累了大量订单，重卡需求快速释放导致。此外，从行业竞争格局来看，2020 年前五个月，四大重卡车企表现不一，增速弹性较高的是一汽解放、中国重汽。一汽解放前五个月销量增速较高，受益于物流业需求增长，而中国重汽 5 月同比销量高达 73%，

受益于工程车销量爆发。从数据上看两大巨头：一汽解放，2020 年 1-5 月，累计销量 19.03 万辆，同比增加 27%，5 月销量 4.3 万辆，同比增加 45%。中国重汽，2020 年 1-5 月累计销量 9.52 万辆，同比增长 10%，5 月销量 2.7 万辆，同比增长 73%。



图：一汽解放、中国重汽重卡月销量 来源：国泰君安

此外，对汽车行业来说，供给端的高频数据还有汽车半钢胎、全钢胎开工率情况。全钢制轮胎通常配置在重型汽车上，半钢胎则安装在轿车、皮卡上。因此，汽车半钢胎开工率、全钢胎开工率分别代表商用车、乘用车供给端景气度。2020 年 5 月 28 日，我国汽车半钢胎、全钢胎开工率分别为 61.01%、66.22%，粗略来看，商用车开工率略高于乘用车。2015 年至今，两者开工率均值大约为 66.5%，由此来看，商用车 5 月份开工率已经修复到近五年均值水平。这个数据，进一步佐证了前面“景气度复苏”的判断。



好，看完行业高频数据之后，我们再继续深入，梳理一下这条产业链图谱。

(玖)

		总市值1 [单位] 亿元	总资产报酬率(TTM) 最新一期 (MRQ) [单位] %	总资产报酬率ROA 去年年报 [单位] %	净资产收益率ROE(平均) 去年年报 [单位] %	三年平均 ROIC	营业收入 (同比增长率) 最新一期 (MRQ) [单位] %	一致预测 营业收入2 年复合增 长率 [单位] %	一致预测 净利润2 年复合增 长率 [单位] %	市盈率 PE(TTM) [单位] 倍	市现率 PCF(经营 现金流 TTM)	大股东累计 质押数占持 股比例 [大股东排 名] 第1名 [单位] %	销售毛利 率 去年年报 [单位] %	销售净利 率 去年年报 [单位] %	评级机 构家数 [截止日 期] 最新
上游 原材料	宝钢股份	1091.29	4.57	5.10	7.00	8.62	-8.27	-1.96	-6.83	9.71	3.43	26.36	10.88	4.62	14
	国瓷材料	252.01	12.71	14.00	14.58	13.98	4.67	19.20	23.27	50.83	54.60	31.48	47.76	25.24	14
	艾可蓝	52.00	11.99	23.71	41.74	31.77	-9.11	50.36	34.08	54.10	122.14		36.05	18.10	4
	潍柴动力	1,054.94	5.65	6.57	21.54	11.60	-13.74	5.34	8.85	12.43	6.83		21.80	6.83	21
	富奥股份	121.10	6.71	7.60	13.67	12.26	-11.09	12.36	10.78	15.25	18.37		13.98	8.78	2
	万里扬	117.65	4.80	4.80	6.58	7.16	11.85	24.99	44.62	28.97	14.96	57.54	21.39	7.75	9
	银轮股份	91.88	5.17	5.84	8.66	8.71	-8.20	12.24	19.37	30.44	15.28	37.29	24.12	6.33	18
	上柴股份	46.51	0.49	0.78	3.11	1.84	2.80			58.26	11.08		16.71	2.87	
	东安动力	20.24	0.60	0.75	0.56	1.50	20.48			265.25	15.85		14.75	0.55	
	远东传动	35.34	7.09	8.90	10.22	9.27	-28.25	13.83	9.03	13.72	16.60	0.00	32.94	15.54	1
	曙光股份	23.85	1.86	1.55	1.61	2.51	-42.74			44.30	-173.54	100.00	9.89	2.10	
	赛轮轮胎	103.96	8.80	9.39	17.87	8.02	-3.90	11.29	17.18	8.10	6.67	94.88	25.86	7.87	8
	一汽解放	495.08	0.42	0.16	0.38	2.45	(3.97)	71.01		248.00	(3276.00)		18.68	0.14	2
	中国重汽	186.56	8.13	9.67	18.73	12.23	-28.76	6.15	12.91	15.87	5.17		10.50	3.99	16
	宇通客车	267.67	4.54	6.05	11.35	17.36	-41.97	1.43	5.87	18.01	4.05	0.00	24.35	6.43	22
	中国一汽	88.34	8.08	8.91	10.20	8.85	-1.91	9.75	14.81	20.33	13.76		30.33	17.00	5
	金龙汽车	44.53	-0.14	1.18	4.41	6.25	-31.73			-86.00	2.60		13.83	1.31	
	中通客车	39.72	0.72	1.07	1.21	3.96	-21.81	21.92	197.65	119.39	2.54		15.59	0.49	1
	亚星客车	15.88	1.62	2.48	7.70	3.54	-26.41			-66.23	9.56		17.55	0.52	
	东风汽车	81.20	1.21	1.83	6.08	3.05	-33.72			27.18	-54.61		11.99	3.06	
	江铃汽车	78.50	-0.10	-0.36	1.42	0.64	-29.01	3.91	69.81	54.73	-37.41		15.91	0.51	5
	江淮汽车	170.40	-0.44	0.74	0.82	-1.43	-37.68	9.38	52.03	-54.17	-9.93		10.56	0.36	3
	福田汽车	118.35	-0.29	0.46	1.26	-2.28	-34.78			-64.20	6.57		14.02	0.31	1

图：产业链梳理 来源：塔坚研究

从产业链图谱来看，对商用车来说，资产回报情况及一致预测增速较高的核心赛道，仍然是中游汽车零部件。这一点，和乘用车类似。（对乘用车产业链，我们在专业版报告库中分析过，此处不详述）

1) 汽车零部件中，发动机相关企业表现相对较好，增速在 15%-20%左右。其中，潍柴动力为发动机龙头，规模效应明显，回报水平远高于上柴股份。潍柴动力在大排量、大功率货车配套比例高达 41%。

而上柴的主要为上汽体系配套，产品基本仍是小排量、低价质量燃油机，为上汽大众的轻客配套比例较高。潍柴则实行多客户绑定，在陕汽中高达 90%的配套率，以及在一汽、东风、福田等整车厂中较高的配套率共同决定了其龙头地位。另外，国瓷材料为柴油车尾气催化器提供蜂窝陶瓷材料、艾可蓝主要为发动机厂商康明斯、日本五十铃、玉柴等提供发动机尾气处理器。受益于国六排放升级红利，两家公司预计收入增速较高。

2) 下游整车赛道赚钱能力其实一般，增速差异较大。 客车子赛道——仅有宇通客车平均回报水平较高，但由于行业饱和，预测收入增速较低；中通客车预测收入增速为 21.92%，不过，仅有一家机构提供预测，评级时间于 2019 年 12 月 30 日。2019 年 Q1，中通客车增速为-21.81%，未来达到两位数增长的可能性较小。这个行业未来的增量一是看出口，二是看新能源客车。金龙汽车、亚星客车目前尚无机构评级。重卡子赛道中——规模较大，但盈利能力一般，近两年均在国企重组。其中，中国重汽于 2019 年 12 月完成重组，原潍柴动力董事长谭旭光接管，2020 年将房地产业务出售给碧桂园，回归重卡业务。一汽解放于 2020 年 5 月重组，将原一汽轿车的乘用车资产置出，商用车资产一汽解放置入，更名为一汽解放。轻卡子赛道——整体表现较差，均在近几年谋求转型。轻卡四龙头中，福田汽车、江淮汽车三年平均 ROIC 为负数，江铃汽车仅有 0.6%，东风汽车有重卡和乘用车业务回报情况相对较好。

目前，福田汽车转型乘用车，江淮汽车被大众收购转型新能源汽车，从行研领域，这个赛道的关注价值不高。

(拾)

分析完产业链上下游，我再来看细分行业中，重点公司的回报情况。排除刚上市的艾可蓝，综合实力靠前的是潍柴动力、国瓷材料。但看剔除现金 ROIC，潍柴动力较高，源于其货币资金占比较大，有息负债占比较低。回报水平较低的，一般都是轻卡、轻客发动机相关零部件厂商，比如万里扬、东安动力、曙光股份。

此外，从数据来看，赛轮轮胎近三年 ROE 分别为 6.26%、10.89%、17.87%，回报增长快主要是其越南子公司产能释放，拉动了其毛利率、净利率提升。

2019年	净资产收益率 ROE	总资产报酬率 ROA	投入资本回报率 ROIC	ROIC (剔除现金)
艾可蓝	41.74	23.71	32.95	46.86
潍柴动力	21.54	6.57	11.77	41.84
国瓷材料	14.58	14.00	13.62	15.23
赛轮轮胎	17.87	9.39	11.56	19.32
富奥股份	13.67	7.60	11.45	8.38
保隆科技	17.38	9.22	8.85	25.19
远东传动	10.22	8.90	8.75	15.70
银轮股份	8.66	5.84	7.53	7.79
万里扬	6.58	4.80	6.17	7.51
曙光股份	1.61	1.55	1.94	(4.57)
东安动力	0.56	0.75	1.20	4.85

图：回报情况 来源：塔坚研究

从利润率水平来看，汽车零部件行业毛利率水平一般在 20%-30%左右，成本中主要是钢材、陶瓷、电子元器件这类原材料。其中汽车电子类零部件毛利率相对更高一些，一方面是技术附加值高，另一方面是由于需要个性化的安装、后期技术指导及维修服务。

另外，国瓷材料收入结构中，还有毛利率较高的电子材料、生物医疗材料板块，拉高整体毛利率。零部件属于 TO B 业务，因此不需要在销售费用投入太多，保隆科技由于出口业务较多，导致销售（运费、清关费）较高，潍柴动力因含有陕汽整车业务，而艾可蓝由于产品需要后期技术指导和维修服务，导致销售费用高于同行业平均水平。

证券简称	营业总收入 [单位] 亿元	净利润 [单位] 亿元	经营活动产生的现金流量净额 [单位] 亿元	销售毛利率 [单位] %	销售净利率 [单位] %	销售费用率 [单位] %	管理费用率 [单位] %	财务费用率 [单位] %	年末所得税率
潍柴动力	1,743.61	119.07	238.35	21.80	6.83	6.45	6.96	0.13	15.00
远东传动	17.54	2.73	2.56	32.94	15.54	5.89	9.77	-0.07	15.00
艾可蓝	5.66	1.02	0.78	36.05	18.10	6.82	8.13	0.77	15.00
国瓷材料	21.53	5.44	4.84	47.76	25.24	5.27	12.10	0.99	15.00
富奥股份	100.64	8.83	3.66	13.98	8.78	3.09	7.15	-0.09	15.00
东安动力	19.39	0.11	0.25	14.75	0.55	3.00	9.13	0.92	15.00
万里扬	51.00	3.95	7.85	21.39	7.75	3.59	9.16	1.74	15.00
赛轮轮胎	151.28	11.91	20.09	25.86	7.87	6.70	6.03	1.66	15.00
银轮股份	55.21	3.49	6.89	24.12	6.33	5.30	11.22	1.30	15.00
曙光股份	24.47	0.51	-2.26	9.89	2.10	4.96	9.91	1.93	25.00
保隆科技	33.21	1.64	2.01	30.86	4.93	8.66	12.79	1.54	15.00

图：经营数据 来源：塔坚研究

从周转率来看，艾可蓝、潍柴动力、富奥股份、保隆科技的资产周转情况明显高于同行。潍柴动力对下游话语权相对较强，这主要是发动机为重卡核心零部件，下游整车厂自主配套能力较弱。并且，潍柴收购海外变速箱、车桥业务后，其发动机、变速箱、车桥构成重型车的动力总成，在重卡产业链配套实力较强。富奥股份，存货效率周转率明显高于其他零部件厂商，不过毛利水平低，说明其属于薄利多销型企业，但应收账款周转率不高，说明其产业链话语权不强。艾可蓝上市后，募集资金主要用于投建厂房，预计未来固定资产周转率会下降。

证券简称	总资产周转率	存货周转率	应收账款周转率	固定资产周转率	销售净利率	销售毛利率
国瓷材料	0.47	2.19	2.66	2.32	25.24	47.76
艾可蓝	1.11	4.01	3.48	9.64	18.10	36.05
远东传动	0.51	4.67	3.77	2.32	15.54	32.94
富奥股份	0.82	10.55	5.64	4.40	8.78	13.98
赛轮轮胎	0.91	4.98	9.97	2.37	7.87	25.86
万里扬	0.49	5.32	4.20	2.49	7.75	21.39
潍柴动力	0.79	6.01	12.71	6.25	6.83	21.80
银轮股份	0.68	4.51	3.08	2.88	6.33	24.12
保隆科技	0.97	3.92	5.52	4.38	4.93	30.86
曙光股份	0.40	5.56	2.88	1.06	2.10	9.89
东安动力	0.52	7.08	5.62	3.44	0.55	14.75

图：周转率情况 来源：塔坚研究

从资产负债表结构，零部件的核心资产为固定资产。因此，以一单位固定资产带来的收益能力来看，首先是艾可蓝，分别能带来 8.58 元收入，和 1.19 元现金流；其次是潍柴动力，可达到 6.62 元收入、0.91 元现金流。

资产类	国瓷材料	艾可蓝	远东传动	富奥股份	赛轮轮胎	万里扬	潍柴动力	银轮股份	保隆科技	曙光股份	东安动力
固定资产	9.91	0.66	7.54	23.46	64.07	24.19	263.16	19.87	8.68	22.37	5.30
存货	5.71	1.19	2.51	9.36	22.29	7.01	247.18	9.66	6.93	3.52	2.73
应收账款	8.75	1.82	5.16	18.51	15.65	14.48	142.85	19.32	7.04	8.76	4.30
商誉及无形资产	15.82	0.06	3.17	4.77	7.43	17.58	548.88	6.82	2.50	5.32	0.50
负债类	国瓷材料	艾可蓝	远东传动	富奥股份	赛轮轮胎	万里扬	潍柴动力	银轮股份	保隆科技	曙光股份	东安动力
应付账款	1.79	1.24	2.62	24.31	15.79	17.93	367.49	16.92	5.62	9.74	7.63
计息债务	2.37	0.46	6.78	2.99	55.92	14.57	236.84	13.67	8.28	8.30	4.30
单位效应	国瓷材料	艾可蓝	远东传动	富奥股份	赛轮轮胎	万里扬	潍柴动力	银轮股份	保隆科技	曙光股份	东安动力
收入/CAPEX	10.98	39.66	24.08	17.32	12.22	9.61	32.33	15.32	11.13	89.63	40.43
净利润/CAPEX	2.77	7.18	3.74	1.52	0.96	0.74	2.21	0.97	0.55	1.88	0.22
现金流/CAPEX	2.47	5.50	3.51	0.63	1.62	1.48	4.42	1.91	0.67	-8.29	0.52

图：资产负债、单位效应情况 来源：塔坚研究

产业链的逻辑分析完，还有一块核心问题需注意——风险点。风险指标中，重点关注净营运资本以及大股东质押比例。整体来看，汽车行业景气度较差时，存货周转效率下降，加上下游占款导致零部件厂商营运资本较高。其中，万里扬、曙光股份、保隆科技净营运资本远高于经营活动现金流净额，这类企业大股东质押占比也相对较高。另外，国瓷材料、潍柴动力由于历史上发生过多次并购导致商誉较高。所以，对于零部件行业，一看资产周转效率，一看对下游话语权。

证券简称	净营运资本	资产负债率	经营活动产生的现金流量净额	投资活动产生的现金流量净额	筹资活动产生的现金流量净额	大股东累计质押数占持股数比例	营业收入(同比增长率)	应收账款同比增长率	商誉/净资产
潍柴动力	-133.64	70.54	238.35	-83.91	-75.67		9.48	8.59	34%
赛轮轮胎	3.01	58.55	20.09	-13.63	5.84	99.91	10.55	6.49	4%
富奥股份	11.21	42.31	3.66	-1.43	-4.37		28.16	7.65	0%
银轮股份	14.09	51.52	6.89	-2.13	-4.10	37.29	9.99	17.01	6%
万里扬	13.99	42.81	7.85	-2.95	-5.61	60.14	16.68	47.43	19%
保隆科技	7.48	65.77	2.01	-4.17	0.24	24.46	44.09	40.87	14%
曙光股份	1.94	47.81	-2.26	2.03	-2.53	100.00	-16.06	6.44	0%
国瓷材料	12.05	17.70	4.84	-2.34	-2.67	45.05	19.76	17.39	39%
东安动力	2.79	52.51	0.25	-0.33	-0.18		49.98	65.99	0%
远东传动	14.36	28.10	2.56	-5.31	8.50	0.00	2.01	24.42	0%
艾可蓝	3.12	48.16	0.78	-1.04	-0.39		27.12	27.52	0%

图：风险指标 来源：塔坚研究

研究完以上信息，我们来总结一下这条产业链的基本面.....

以上，为本行业报告部分内容。近期我们新开辟了基金笔记、宏观笔记、行业笔记

三个研究系列。如需获取全部行业笔记、基金笔记、宏观笔记、建模笔记，请扫描

下方二维码订阅**专业版报告库**。一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。



扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

如需了解更多，请添加工作人员微信：ys_dsj

【版权与免责声明】 1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。 2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属

性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。