

一汽解放 (000800)

业绩快速增长，市占率持续提升

事件：

公司发布中报，上半年实现营收 691 亿，同比+16%（调整后口径，后文同理），实现归母净利润 21.5 亿，同比增长 20%。

点评：

20H1 业绩稳健增长。重组后，公司的最主要营收和利润来源——一汽解放汽车有限公司上半年实现营收 657 亿，实现净利润 24.8 亿。公司整体实现归母净利润 21.5 亿元，同比+20%，经营活动产生的现金流量净额为 85 亿元，同比大幅增长 234%，财务表现出色。

重卡表现远超市场预期，解放市占率提高。受疫情影响，今年 1 季度重卡累计销量为 27.4 万辆，同比-16%，但 2 季度销量迅速回暖，上半年累计销量不降反增，同比增长高达 24%，远超市场预期。受益于市场景气，今年上半年解放累计销售重卡 23 万辆，同比增长达 32.7%，市场份额从去年同期 26.4% 增长至 28.2%。

解放牵引车销售火爆，国六天然气牵引车亮眼。2 季度以来物流重卡表现突出，解放的产品结构契合行业发展方向。作为物流重卡主要车型，解放半挂牵引车 20H1 销量达 14.76 万辆，同比增长 32%，市占率高达 34%，仅用 6 个月就完成了 87% 的全年目标。在下半年基建需求持续提升和国三重卡淘汰政策持续推进的环境下，重卡销量有望继续维持在高位。同时，解放重卡销量中超过 2.5 万辆为国六天然气牵引车，在新的竞争市场中同样领跑。

解放发力工程重卡，有望借势增长。从 6 月开始，工程重卡的代表车型——重卡底盘的同比增速为 95%，随着基建逆周期调节继续发力，下半年工程重卡有望成为行业增长的主要来源。解放为了抓住机遇，于 5 月 25 日投放上市 JH6 搅拌车，有望借工程车需求释放拉动销量。

产能逐步扩建，份额有望持续提升。目前解放年产能为 31 万辆，但去年年产量达到了 37 万辆，生产线处于超负荷运转。解放进行扩产：6 月 7 日，解放宣布在长春投资新建三大项目，新增产能 5 万辆；7 月 24 日，宣布在广汉建立生产基地，新增产能 10 万辆。2022 年底前解放总产能将达到 41-44 万辆，突破产能瓶颈。两大基地均将逐步投产 J7 车型，提高解放产品结构。

投资建议：重卡行业景气度超预期，我们上调公司 20-22 年的归母净利润预期至 41 亿、45 亿和 49 亿（此前预期分别为 33 亿、37 亿和 42 亿），对应 PE 分别为 16 倍、15 倍和 14 倍，给予 21 年 17 倍目标 PE，对应目标价上调至 16.49 元（此前目标价为 12.00 元），维持“增持”评级。

风险提示：重卡行业销量下滑，重卡行业竞争加剧，社会运输结构变化

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	96,452.59	90,313.46	92,319.04
增长率(%)	(8.52)	8.38	248.65	(6.36)	2.22
EBITDA(百万元)	1,785.34	1,935.47	5,400.01	5,633.13	6,100.74
净利润(百万元)	203.36	52.77	4,132.41	4,483.25	4,878.31
增长率(%)	(27.69)	(74.05)	7,730.99	8.49	8.81
EPS(元/股)	0.04	0.01	0.90	0.97	1.06
市盈率(P/E)	325.73	1,255.28	16.03	14.78	13.58
市净率(P/B)	8.23	8.23	2.62	2.27	1.96
市销率(P/S)	2.60	2.39	0.69	0.73	0.72
EV/EBITDA	5.56	7.22	6.21	5.55	4.49

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2020 年 08 月 29 日

投资评级

行业 汽车/汽车整车

6 个月评级 增持（维持评级）

当前价格 14.37 元

目标价格 16.49 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) 66,240.90

流通 A 股市值(百万元) 20,286.91

每股净资产(元) 5.21

资产负债率(%) 75.05

一年内最高/最低(元) 15.19/7.63

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

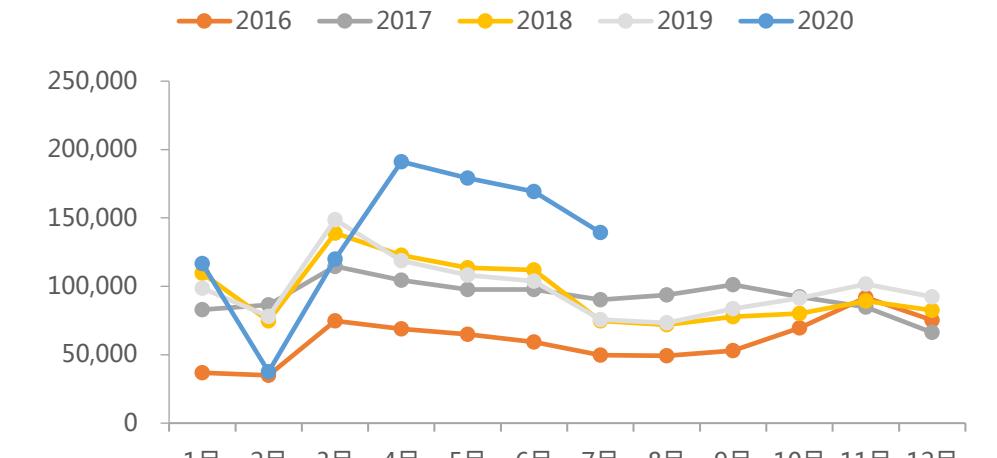
相关报告

1 《一汽轿车-首次覆盖报告:资产置入完成,重卡整车龙头一汽解放登陆 A 股》
2020-05-07



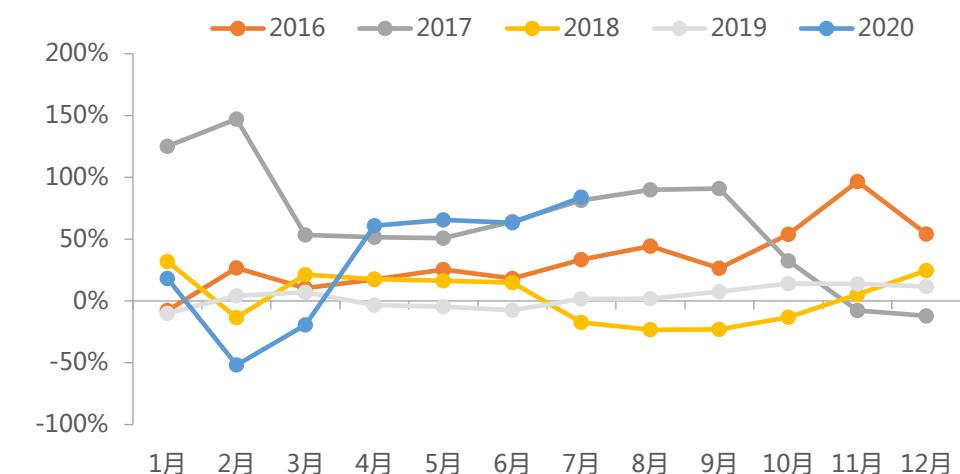
请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

图 1：重卡 16 年至今日度销量（辆）



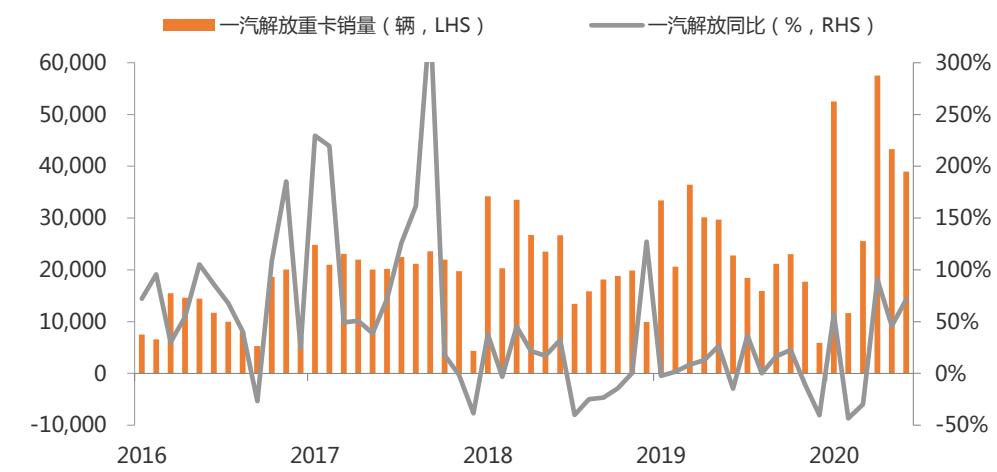
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：重卡 16 年至今日度销量同比 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：一汽解放 16 年至 20 年 6 月重卡月度销量及同比 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	482.15	1,852.44	28,506.60	30,575.47	34,267.46	营业收入	25,524.45	27,664.31	96,452.59	90,313.46	92,319.04
应收票据及应收账款	6,786.92	1,319.13	28,152.49	24,530.36	29,322.41	营业成本	20,177.14	22,494.24	82,688.80	77,407.66	79,098.95
预付账款	235.20	434.31	1,633.69	302.23	1,675.99	营业税金及附加	1,396.41	1,322.78	1,157.43	993.45	1,015.51
存货	2,188.83	3,840.33	19,128.78	19,575.05	17,777.23	营业费用	2,645.91	2,601.98	4,629.72	4,172.48	4,137.74
其他	153.02	2,504.29	1,293.83	884.76	1,303.73	管理费用	1,047.33	1,132.40	2,411.31	2,122.37	2,031.02
流动资产合计	9,846.12	9,950.51	78,715.39	75,867.88	84,346.82	研发费用	462.89	727.79	1,543.24	1,445.02	1,477.10
长期股权投资	3,151.78	3,658.02	3,658.02	3,658.02	3,658.02	财务费用	(21.76)	13.31	(244.82)	(476.46)	(522.91)
固定资产	4,300.94	4,422.25	8,080.88	7,850.57	7,553.88	资产减值损失	126.96	(302.81)	3.57	3.57	3.57
在建工程	168.70	193.89	416.33	297.80	208.68	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	711.17	968.94	2,762.05	2,815.15	2,828.26	投资净收益	651.89	516.35	655.68	688.46	722.89
其他	449.49	461.59	4,291.28	4,494.12	4,707.59	其他	(1,475.80)	(749.61)	(1,311.36)	(1,376.93)	(1,445.78)
非流动资产合计	8,782.07	9,704.69	19,208.56	19,115.66	18,956.42	营业利润	513.50	(92.12)	4,919.01	5,333.84	5,800.95
资产总计	18,628.19	19,655.19	97,923.95	94,983.54	103,303.25	营业外收入	7.85	17.74	9.60	9.60	9.60
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	207.23	(87.64)	42.52	42.52	42.52
应付票据及应付账款	6,845.87	8,288.66	46,837.21	38,311.22	42,984.93	利润总额	314.12	13.26	4,886.09	5,300.92	5,768.03
其他	2,707.16	2,572.15	20,833.51	22,400.64	21,481.91	所得税	38.62	(25.02)	732.91	795.14	865.20
流动负债合计	9,553.03	10,860.81	67,670.72	60,711.86	64,466.84	净利润	275.50	38.28	4,153.18	4,505.78	4,902.82
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	72.14	(14.49)	20.77	22.53	24.51
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	203.36	52.77	4,132.41	4,483.25	4,878.31
其他	941.22	679.23	4,871.90	4,920.62	4,969.83	每股收益(元)	0.04	0.01	0.90	0.97	1.06
非流动负债合计	941.22	679.23	4,871.90	4,920.62	4,969.83						
负债合计	10,494.25	11,540.04	72,542.62	65,632.48	69,436.66						
少数股东权益	83.08	67.49	88.25	110.78	135.30						
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	20,683.41	24,630.61	29,121.62						
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	25,381.33	29,351.06	33,866.58						
负债和股东权益总计	18,628.19	19,655.19	97,923.95	94,983.54	103,303.25						
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	227.16	38.28	4,132.41	4,483.25	4,878.31	成长能力					
折旧摊销	1,014.46	1,015.08	725.82	775.75	822.70	营业收入	-8.52%	8.38%	248.65%	-6.36%	2.22%
财务费用	0.57	9.50	(244.82)	(476.46)	(522.91)	营业利润	10.18%	-117.94%	-5439.67%	8.43%	8.76%
投资损失	(651.89)	(516.35)	(655.68)	(688.46)	(722.89)	归属于母公司净利润	-27.69%	-74.05%	7730.99%	8.49%	8.81%
营运资金变动	52.74	(1,094.11)	15,062.37	(2,196.60)	(1,196.24)	盈利能力					
其它	(557.86)	2,645.93	20.77	22.53	24.51	毛利率	20.95%	18.69%	14.27%	14.29%	14.32%
经营活动现金流	85.19	2,098.34	19,040.86	1,920.00	3,283.49	净利率	0.80%	0.19%	4.28%	4.96%	5.28%
资本支出	1,531.12	2,175.91	2,207.33	431.28	400.79	ROE	2.53%	0.66%	16.34%	15.33%	14.46%
长期投资	1,122.23	506.24	0.00	0.00	0.00	ROIC	6.79%	-3.16%	68.47%	-55.68%	-78.47%
其他	(3,488.73)	(3,351.87)	(7,951.65)	(222.82)	(127.91)						
投资活动现金流	(835.38)	(669.72)	(5,744.32)	208.46	272.89						
债权融资	1.52	1.13	0.92	0.92	0.92						
股权融资	6.07	(9.79)	13,848.14	476.63	523.08						
其他	(41.16)	(49.70)	(491.44)	(537.13)	(388.39)						
筹资活动现金流	(33.57)	(58.36)	13,357.61	(59.59)	135.61						
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	26,654.15	2,068.88	3,691.99						
						偿债能力					
						资产负债率	56.34%	58.71%	74.08%	69.10%	67.22%
						净负债率	-5.91%	-22.81%	-112.31%	-104.17%	-101.18%
						流动比率	1.03	0.92	1.16	1.25	1.31
						速动比率	0.80	0.56	0.88	0.93	1.03
						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	8.40	4.67	4.94
						总资产周转率	1.37	1.45	1.64	0.94	0.93
						每股指标(元)					
						每股收益	0.04	0.01	0.90	0.97	1.06
						每股经营现金流	0.02	0.46	4.13	0.42	0.71
						每股净资产	1.75	1.75	5.49	6.34	7.32
						估值比率					
						市盈率	325.73	1,255.28	16.03	14.78	13.58
						市净率	8.23	8.23	2.62	2.27	1.96
						EV/EBITDA	5.56	7.22	6.21	5.55	4.49
						EV/EBIT	12.68	15.00	7.17	6.44	5.19

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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。

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