

投资评级：增持（维持评级）

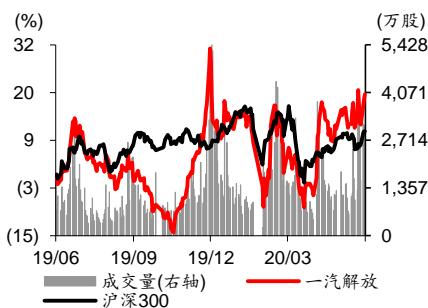
当前价格(元):	10.74
合理价格区间(元):	11.21~11.94

林志轩	执业证书编号: S0570519060005 021-28972090 zhixuan.lin@htsc.com
刘千琳	执业证书编号: S0570518060004 021-28972076 liuqianlin@htsc.com
王涛	执业证书编号: S0570519110001 021-28972053 wangtao011711@htsc.com
邢重阳	021-38476205 联系人 xingchongyang@htsc.com

## 相关研究

1 《一汽解放(000800 SZ,增持):一汽解放上市,龙头开启新时代》2020.05

## 一年内股价走势图



资料来源：Wind

## 公司基本资料

总股本 (百万股)	4,610
流通 A 股 (百万股)	1,412
52 周内股价区间 (元)	7.69-11.75
总市值 (百万元)	49,508
总资产 (百万元)	75,609
每股净资产 (元)	4.74

资料来源：公司公告

## 解放重卡领衔 5 月行业销量增长

## 一汽解放(000800)

## 5月重卡需求超预期，一汽解放市占率扩张

根据第一商用车网(6月2日)公布数据，5月中国重卡销量17.5万辆(同比+62%)，连续两个月保持强劲增长(4月：同比+61%)；1-5月重卡累计销量64万辆(同比+16%)，其中一汽解放销量19万辆，同比+27%，销量增速快于行业整体水平，市占率从去年同期的27.2%上升到29.7%，位居行业销量第一。受益于强劲的重卡需求，我们认为一汽解放作为重卡龙头企业，有望通过销量增长和产品技术升级驱动利润增长。我们预计公司2020-2022年EPS分别为0.59/0.84/0.97元，维持“增持”评级。

## 重卡需求持续改善的驱动因素

据第一商用车数据，1Q20重卡需求下滑16%，但4月和5月行业需求迅速恢复，1-5月重卡销量同比增长16%。我们认为重卡销量的持续快速增长主要受益于：1)宏观经济活动回暖，交通运输和工程建设领域重卡需求快速回升；2)仅符合国三及以下排放标准的柴油车淘汰政策力度加码，推动用户提前换车；3)治理超限超载等法律法规严格执行，导致行业运力下降，进而催生新购需求。我们预计，随着中国宏观经济活动持续复苏，6月重卡销量增长势头有望持续。

## 产品技术升级有望推动公司盈利改善

一汽解放是中国领先的重卡制造商，公司2019年重卡销量位居全球第二，中国第一(2019年：27.6万辆，同比+6%)；1-5月公司市场占有率达到27.2%提升至今年的29.7%。从2019年7月1日重卡“国六”阶段排放标准开始实施以来，公司的新一代产品J7系列销量快速增长。J7系列产品相比公司老一代的J6系列而言，产品售价和毛利率均有较大增长。总体而言，我们认为公司有望通过产品技术升级推动盈利能力的改善，进而驱动公司的净利润增长。

## 维持“增持”评级

我们维持公司归母净利润预期不变，预计公司2020-2022年归母净利润分别为27.4/38.6/44.8亿元，剔除1Q20一汽轿车的并表因素后，我们预计2020年的归母净利润为33.4亿元，EPS为0.72元。考虑到公司产品升级和盈利能力提升推动净利润快速增长，我们维持前次目标估值水平不变，基于调整后的2020年EPS，给予公司2020年15.5~16.5xPE估值(2020年可比公司Wind一致预期PE估值水平为11.65x)，维持目标价11.21~11.94元，维持公司“增持”评级。

风险提示：重卡需求不及预期；行业竞争加剧，导致公司利润率不及预期。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	25,524	27,664	94,823	90,548	94,264
+/-%	(8.52)	8.38	242.76	(4.51)	4.10
归属母公司净利润 (百万元)	203.36	52.77	2,737	3,860	4,476
+/-%	(27.69)	(74.05)	5,087	41.03	15.97
EPS (元, 最新摊薄)	0.04	0.01	0.59	0.84	0.97
PE (倍)	228.49	880.53	16.98	12.04	10.38

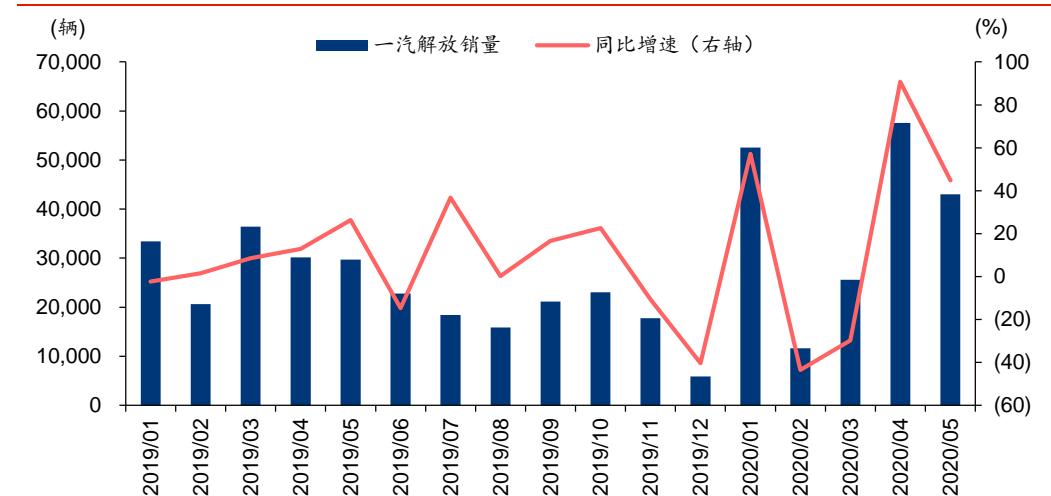
资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

图表1：5月重卡需求持续高速增长



资料来源：第一商用车网，华泰证券研究所

图表2：2020年一汽解放重卡销量逐步改善



资料来源：第一商用车网，华泰证券研究所

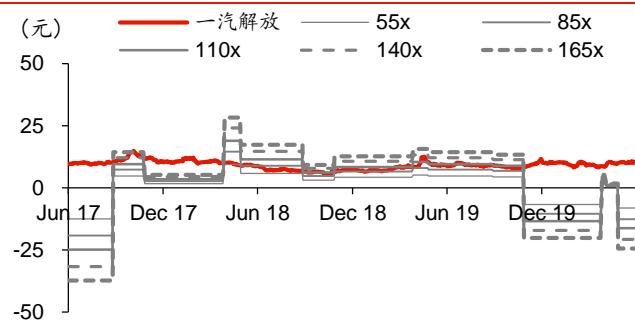
图表3：可比公司估值表（截止至 2020 年 6 月 3 日）

证券代码	公司名称	市值(亿元)	EPS (元)		PE (倍)		PB (倍)
			2020E	2021E	2020E	2021E	
000338.SZ	潍柴动力	1,104	1.25	1.36	11.18	10.24	2.07
000951.SZ	中国重汽	188	2.16	2.32	13.01	12.07	2.41
000581.SZ	威孚高科	206	2.26	2.44	9.01	8.34	1.13
002434.SZ	万里扬	118	0.49	0.62	18.18	14.15	1.73
002283.SZ	天润工业	48	0.35	0.39	12.26	11.02	0.98
平均		499			11.65	10.51	1.93

资料来源：Wind 一致预期，华泰证券研究所

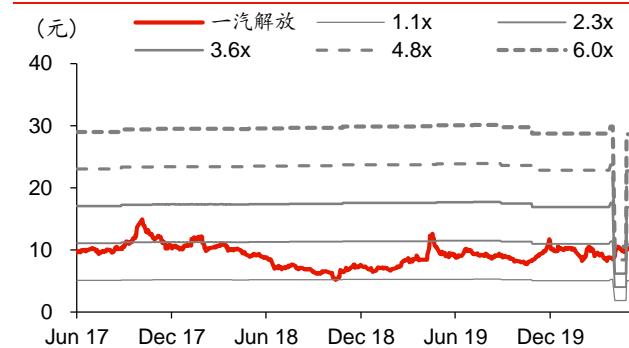
### PE/PB - Bands

图表4：一汽解放历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5：一汽解放历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

## 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	9,846	9,951	57,567	57,762	58,767
现金	482.15	1,852	14,978	21,309	28,230
应收账款	1,544	1,319	755.46	777.14	798.92
其他应收账款	87.90	48.64	325.22	341.48	358.55
预付账款	235.20	434.31	54.57	60.03	66.03
存货	2,189	3,840	14,546	14,891	15,234
其他流动资产	5,308	2,456	26,909	20,384	14,079
非流动资产	8,782	9,705	25,110	27,604	30,446
长期投资	3,152	3,658	4,343	4,777	5,255
固定投资	4,301	4,422	9,891	10,880	11,968
无形资产	711.17	968.94	3,128	3,754	4,505
其他非流动资产	618.19	655.47	7,748	8,193	8,719
资产总计	18,628	19,655	82,677	85,367	89,213
流动负债	9,553	10,861	44,220	42,628	41,589
短期借款	0.00	0.00	500.00	600.00	700.00
应付账款	5,400	6,963	17,268	17,763	18,261
其他流动负债	4,153	3,898	26,453	24,264	22,628
非流动负债	941.22	679.23	4,828	5,261	5,737
长期借款	0.00	0.00	500.00	500.00	500.00
其他非流动负债	941.22	679.23	4,328	4,761	5,237
负债合计	10,494	11,540	49,048	47,889	47,326
少数股东权益	83.08	67.49	0.00	0.00	0.00
股本	1,628	1,628	4,610	4,610	4,610
资本公积	2,489	2,489	22,031	24,234	26,657
留存公积	3,927	3,921	6,988	8,635	10,620
归属母公司股东权益	8,051	8,048	33,628	37,478	41,887
负债和股东权益	18,628	19,655	82,677	85,367	89,213

## 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	85.19	2,098	6,916	7,711	8,545
净利润	275.50	38.28	3,337	3,860	4,476
折旧摊销	1,014	1,015	1,721	2,617	2,714
财务费用	(21.76)	13.31	(440.79)	(449.19)	(460.95)
投资损失	(651.89)	(516.35)	(573.40)	(630.74)	(693.82)
营运资金变动	(450.81)	1,365	(1,534)	4,543	4,882
其他经营现金	(80.31)	182.99	4,407	(2,228)	(2,372)
投资活动现金	(835.38)	(669.72)	(2,992)	(2,103)	(2,375)
资本支出	501.08	839.24	8,084	4,084	4,391
长期投资	(703.00)	0.00	(685.02)	(434.30)	(477.73)
其他投资现金	368.70	169.52	(10,391)	(5,753)	(6,288)
筹资活动现金	(33.57)	(58.36)	1,594	722.36	752.19
短期借款	0.00	0.00	500.00	100.00	100.00
长期借款	0.00	0.00	500.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	2,982	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(33.57)	(58.36)	(2,388)	622.36	652.19
现金净增加额	(784.32)	1,370	5,518	6,331	6,921

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

## 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	25,524	27,664	94,823	90,548	94,264
营业成本	20,177	22,494	82,448	78,085	80,878
营业税金及附加	1,396	1,323	452.89	362.19	377.06
营业费用	2,646	2,602	3,982	3,984	4,148
管理费用	1,047	1,132	2,394	2,264	2,262
财务费用	(21.76)	13.31	(540.79)	(449.19)	(460.95)
资产减值损失	(126.96)	(302.81)	(484.62)	(298.81)	(301.65)
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	473.40	630.74	693.82
营业利润	513.50	(92.12)	3,296	4,511	5,236
营业外收入	7.85	17.74	48.02	40.00	40.00
营业外支出	207.23	(87.64)	11.45	10.00	10.00
利润总额	314.12	13.26	3,326	4,541	5,266
所得税	38.62	(25.02)	919.51	681.14	789.92
净利润	275.50	38.28	2,737	3,860	4,476
少数股东损益	72.14	(14.49)	(31.81)	0.00	0.00
归属母公司净利润	203.36	52.77	2,737	3,860	4,476
EBITDA	1,314	972.77	4,818	6,663	7,293
EPS (元, 基本)	0.04	0.01	0.59	0.84	0.97

## 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	(8.52)	8.38	242.76	(4.51)	4.10
营业利润	10.18	(117.94)	4,329	36.87	16.08
归属母公司净利润	(27.69)	(74.05)	5,087	41.03	15.97
盈利能力 (%)					
毛利率	20.95	18.69	13.05	13.76	14.20
净利率	1.08	0.14	2.89	4.26	4.75
ROE	3.39	0.47	9.92	12.75	12.90
ROIC	3.18	(1.47)	8.50	10.12	10.05
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.34	58.71	59.33	61.26	57.71
净负债比率 (%)	(3.32)	(19.71)	(34.55)	(58.17)	(69.70)
流动比率	1.03	0.92	1.30	1.30	1.36
速动比率	0.77	0.30	0.59	0.77	0.96
营运能力					
总资产周转率	1.37	1.45	1.72	1.18	1.18
应收账款周转率	3.73	6.83	5.28	6.05	5.67
应付账款周转率	3.03	2.97	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.04	0.01	0.59	0.84	0.97
每股经营现金流(最新摊薄)	0.02	0.46	1.50	1.67	1.85
每股净资产(最新摊薄)	1.75	1.75	7.30	6.57	7.52
估值比率					
PE (倍)	228.49	880.53	16.98	12.04	10.38
PB (倍)		5.77	5.77	1.38	1.40
EV_EBITDA (倍)	35.22	46.19	6.43	4.33	3.06

## 免责声明

### 分析师声明

本人，林志轩、刘千琳、王涛，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间迟延。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 针对美国司法管辖区的声明

#### 美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 所有权及重大利益冲突

分析师林志轩、刘千琳、王涛本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

**重要披露信息**

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日起 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1% 或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

**评级说明****行业评级体系**

—报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨幅为基准；
—投资建议的评级标准
增持行业股票指数超越基准
中性行业股票指数基本与基准持平
减持行业股票指数明显弱于基准

**公司评级体系**

—报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨幅为基准；
—投资建议的评级标准
买入股价超越基准 20% 以上
增持股价超越基准 5%-20%
中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间
减持股价弱于基准 5%-20%
卖出股价弱于基准 20% 以上

**华泰证券研究****南京**

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019  
 电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521  
 电子邮件：ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017  
 电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062  
 电子邮件：ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032  
 电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275  
 电子邮件：ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120  
 电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068  
 电子邮件：ht-rd@htsc.com

**法律实体披露**

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，  
 经营业务许可编号为：CRD# .298809。

电话：212-763-8160                   电子邮件：huatai@htsc-us.com  
 传真：917-725-9702                   http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司