

公司研究/中报点评

2020年08月31日

交运设备/汽车整车 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 14.37
目标价格(元): 17.00

林志轩 SAC No. S0570519060005
研究员 SFC No. AVU633
021-28972090
zhixuan.lin@htsc.com

邢重阳 SAC No. S0570520070003
研究员 SFC No. BNN388
021-38476205
xingchongyang@htsc.com

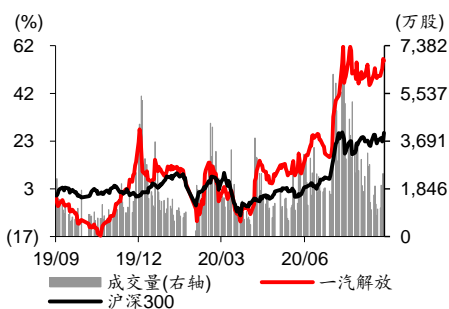
刘千琳 SAC No. S0570518060004
研究员 021-28972076
liuqianlin@htsc.com

王涛 SAC No. S0570519110001
研究员 021-28972053
wangtao011711@htsc.com

相关研究

- 1 《一汽解放(000800 SZ,增持): 解放重卡领衔 5 月行业销量增长》2020.06
- 2 《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

2Q20 净利润环比大幅增长

一汽解放(000800)

2Q20 归母净利润环比增长 978%

一汽解放 8 月 28 日公布半年报, 1H20 公司实现收入 691 亿元, 备考同比 +16%, 归母净利润 21.5 亿元, 备考同比 +20%。公司业绩略好于我们预期 (华泰预期 1H20 归母净利润 20.5 亿元)。2Q20 公司收入 405 亿元, 归母净利润 19.7 亿元, 环比高增长 (1Q20 归母净利润 1.8 亿元)。我们认为 2Q20 公司净利润大幅改善主要得益于重卡行业的强劲复苏, 展望 2H20, 我们认为公司经营表现仍将维持强劲。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.70/0.89/1.03 元, 维持“增持”评级。

1H20 重卡需求增长强劲

据中国汽车工业协会数据, 1H20 中国重卡销量同比 +24.0% 至 81.4 万辆。一汽解放 1H20 重卡销量 23 万辆, 同比 +33%, 市占率 28%。我们认为有两个因素促进重卡需求的快速增长: 1) 物流运输需求不断增长, 物流运输相关的重卡需求相比工程建设类的重卡需求更具韧性; 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。展望 2H20, 我们认为上述两个驱动因素将继续推动重卡需求快速增长。

高端产品驱动盈利改善

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 (据公司公告披露, 2019 年 J7 系列销售毛利率 22.7%, J6 系列销售毛利率 15.3%)。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, 2021-2022 年随着“国六”排放标准在全国逐渐推进, 公司高端产品销量有望进一步提升, 进而驱动公司的净利润增长。

产品和技术升级将持续推动公司利润增长

我们认为中国重卡行业未来有望延续技术与产品升级的趋势, 体现在排放标准提升、发动机排量增加、安全性要求提高等方面。随着“国六”排放标准的实施, 行业进入壁垒进一步提高。展望 2H20-2022 年, 一汽解放作为中国重卡行业的龙头, 我们预计公司将通过产品升级、提升核心零部件自配率和产能利用率提升, 推动公司利润持续增长。

维持“增持”评级

基于一汽解放强劲的经营表现, 我们将其 2020-2022 年的销量假设分别上调 16%/9%/9%, 我们将公司 2020-2022 年的归母净利润假设分别上调 18%/6%/6%至 32.2/41.0/47.5 亿元。可比公司 2021 年 Wind 一致预期的 PE 均值 13.8x (前次 PE 均值为 10.5x), 考虑到公司的龙头地位和较好的业绩增长前景, 我们基于 2021 年 19.1x PE (前次 2020 年 15.5x~16.5x), 给予公司目标价 17.00 元 (前次 11.21~11.94 元)。

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。

公司基本资料

总股本 (百万股)	4,610
流通 A 股 (百万股)	764.52
52 周内股价区间 (元)	7.69-14.91
总市值 (百万元)	66,241
总资产 (百万元)	96,332
每股净资产 (元)	5.21

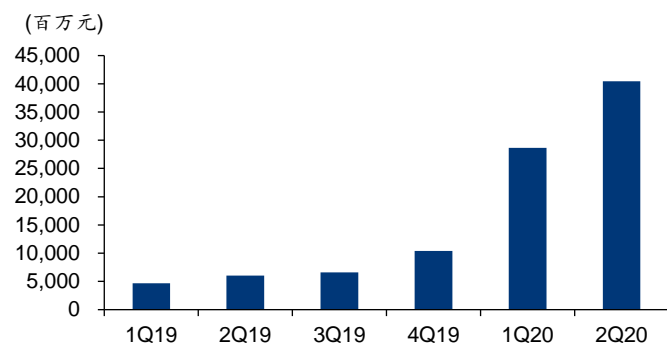
资料来源: 公司公告

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	106,134	97,094	101,080
+/-%	(8.52)	8.38	283.65	(8.52)	4.11
归属母公司净利润 (百万元)	203.36	52.77	3,221	4,100	4,750
+/-%	(27.69)	(74.05)	6,003	27.30	15.87
EPS (元, 最新摊薄)	0.04	0.01	0.70	0.89	1.03
PE (倍)	325.73	1,255	20.57	16.16	13.94

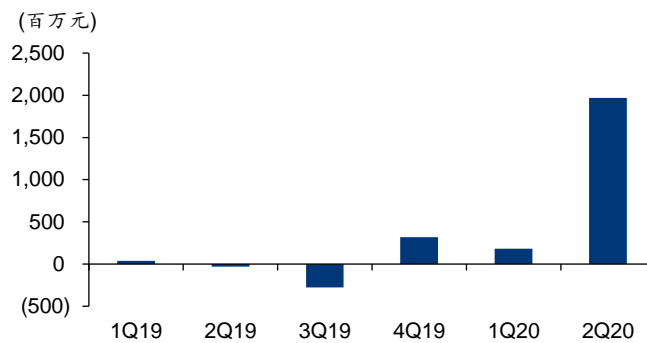
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1： 一汽解放：2Q20 收入环比大幅增长



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表2： 一汽解放：2Q20 归母净利润环比大幅增长



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表3： 可比公司估值（截止至 2020 年 8 月 28 日）

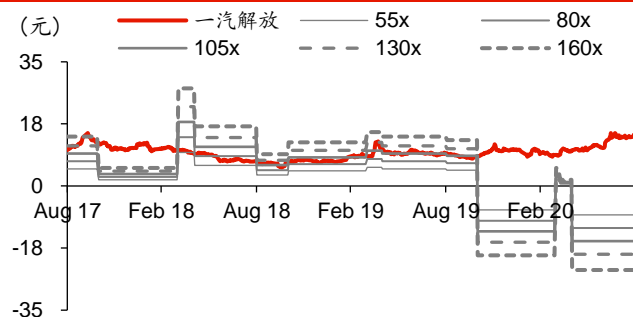
证券代码	公司名称	市值 (亿元)	评级	目标价 (元)	EPS (元)		PE (倍)		PB (倍)
					2020E	2021E	2020E	2021E	2020E
000338 CH	潍柴动力	1,182	买入	22.20	1.24	1.36	11.99	10.98	2.23
000951 CH	中国重汽	250	未评级	—	2.18	2.34	17.08	15.91	3.18
000581 CH	威孚高科	258	买入	29.30	2.38	2.54	10.74	10.07	1.40
002434 CH	万里扬	125	未评级	—	0.48	0.62	19.21	14.96	1.85
002283 CH	天润工业	78	未评级	—	0.35	0.41	19.58	16.98	1.58
均值		563					15.72	13.78	2.05

注：可比公司评级目标价来自华泰，盈利预测来自 wind 一致预期

资料来源：彭博，Wind，华泰证券研究所

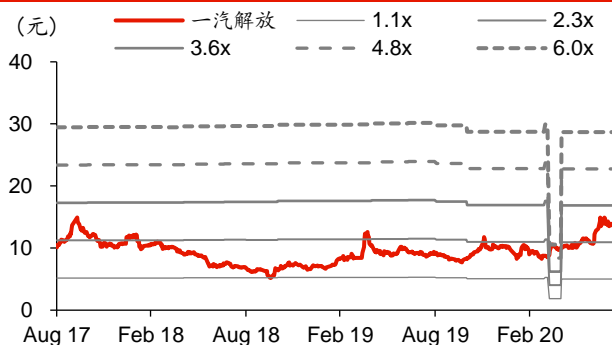
PE/PB - Bands

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	3,721	4,100	4,750
折旧摊销	1,014	1,015	1,880	2,895	2,956
财务费用	(21.76)	13.31	(467.93)	(445.91)	(444.59)
投资损失	(651.89)	(516.35)	(573.40)	(630.74)	(693.82)
营运资金变动	(450.81)	1,365	(1,522)	4,550	4,889
其他经营现金	(80.31)	182.99	3,878	(2,757)	(2,913)
投资活动现金	(835.38)	(669.72)	(2,992)	(2,103)	(2,375)
资本支出	501.08	839.24	8,243	4,363	4,633
长期投资	(703.00)	0.00	(685.02)	(434.30)	(477.73)
其他投资现金	368.70	169.52	(10,550)	(6,031)	(6,531)
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

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	25,524	27,664	106,134	97,094	101,080
营业成本	20,177	22,494	92,176	83,682	86,671
营业税金及附加	1,396	1,323	498.13	388.38	404.32
营业费用	2,646	2,602	4,479	4,272	4,448
管理费用	1,047	1,132	2,688	2,427	2,426
财务费用	(21.76)	13.31	(567.93)	(445.91)	(444.59)
资产减值损失	(126.96)	(302.81)	(523.08)	(320.41)	(323.46)
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)	3,747	4,793	5,559
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	3,777	4,823	5,589
所得税	38.62	(25.02)	987.21	723.46	838.28
净利润	275.50	38.28	3,121	4,100	4,750
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	3,221	4,100	4,750
EBITDA	1,314	972.77	5,428	7,224	7,857
EPS (元, 基本)	0.04	0.01	0.70	0.89	1.03

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	283.65	(8.52)	4.11
营业利润	10.18	(117.94)	4,819	27.91	15.97
归属母公司净利润	(27.69)	(74.05)	6,003	27.30	15.87
获利能力 (%)					
毛利率	20.95	18.69	13.15	13.81	14.25
净利率	1.08	0.14	3.03	4.22	4.70
ROE	3.39	0.47	11.06	10.94	11.34
ROIC	3.18	(1.47)	9.53	8.94	9.07
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.34	58.71	59.33	56.10	53.05
净负债比率 (%)	(3.32)	(19.71)	(34.55)	(47.00)	(57.72)
流动比率	1.03	0.92	1.30	1.36	1.41
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	1.95	1.16	1.16
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	0.70	0.89	1.03
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	8.13	9.09
估值比率					
PE (倍)	325.73	1,255	20.57	16.16	13.94
PB (倍)	8.23	8.23	1.97	1.77	1.58
EV_EBITDA (倍)	50.26	66.52	9.06	6.73	5.35

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，林志轩、邢重阳、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。

一般声明及披露

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、已公开的信息编制，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，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

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延迟。

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任何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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本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。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。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。

美国-重要监管披露

- 分析师林志轩、邢重阳、刘千琳、王涛本人及相关人士并不担任本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。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限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

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：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业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

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

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+ 212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司