

公司研究/首次覆盖

2020年05月24日

交运设备/汽车整车 II

投资评级: 增持 (首次评级)

当前价格(元): 10.00
合理价格区间(元): 11.21~11.94

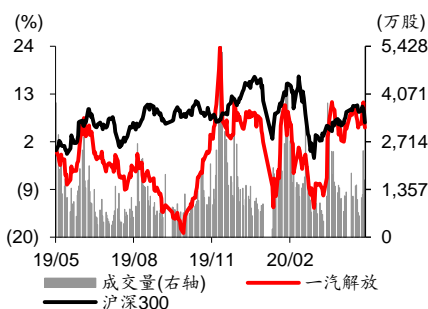
林志轩 执业证书编号: S0570519060005
研究员 021-28972090
zhixuan.lin@htsc.com

刘千琳 执业证书编号: S0570518060004
研究员 021-28972076
liuqianlin@htsc.com

王涛 执业证书编号: S0570519110001
研究员 021-28972053
wangtao011711@htsc.com

邢重阳 021-38476205
联系人 xingchongyang@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

一汽解放上市, 龙头开启新时代

一汽解放(000800)

中国重卡行业龙头企业, 产品与技术迈向高端化

一汽解放是中国商用车制造龙头企业, 公司产品覆盖轻、中、重型卡车、客车以及相关核心零部件。2019 年公司重卡销量位居全球第二, 中国第一。展望 2020-2022 年, 物流行业重卡需求占比提升, 叠加产品更新需求, 重卡行业有望维持较高景气度。受益于重卡需求韧性增强, 以及产品技术升级, 公司有望实现市场份额扩张和盈利能力提升, 进而驱动利润较快增长。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.59/0.84/0.97 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

重卡行业需求韧性增强, 行业周期波动幅度下降

2010 年中国重卡销量突破 100 万辆的销量高峰, 随后在 2011-2015 年之间出现了较大幅度的销量下滑。目前行业的一些积极变化使得中国重卡行业在 2020-2022 年的周期波动幅度有望收窄, 韧性增强, 包括: 1) 物流运输相关的重卡需求占比提升; 2) 行业保有量增加, 自然更新需求上升; 3) 产品与技术升级, 提升行业门槛, 推动产品售价和利润率提升; 4) 机构用户比例提高, 初始购置成本敏感度下降。展望 2020-2022 年, 我们预计中国重卡行业年均销量维持在 110 万辆左右的较高水平。

一汽解放销量稳居行业榜首, 牵引车优势更为明显

根据中国汽车工业协会数据, 2019 年一汽解放中重卡市场份额 22.8%, 位居行业销量榜首, 其牵引车市场份额更是达到 31%。中国重卡市场虽然经历波动, 但市场格局相对稳定, 行业集中度较高, 1Q20 前五大重卡制造商的市场份额 83% 左右。展望 2020-2022 年, 我们认为重卡销量行业需求波动幅度较小, 市场格局稳定, 为龙头企业盈利稳定性提供支撑。

产品、技术持续升级, 利润率有望明显提升

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、安全性等。中国重卡销售均价从 2008 年的 23.1 万元, 逐步上升至 2019 年的 29.0 万元, 平均每年增长 2%。2019 年 7 月 1 日起, 中国开始实施“国六”阶段排放标准。随着“国六”排放标准的实施, 法律法规对重卡企业的研发能力提出了更高的要求, 使得行业进入壁垒进一步提高。展望 2020-2022 年, 我们预计一汽解放将通过产品升级、提升核心零部件自配率和产能利用率提升, 推动公司收入与利润的增长。

首次覆盖, 给予“增持”评级

我们预计公司 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。考虑到公司未来三年产品升级和盈利能力提升推动净利润较快增长, 我们基于 2020 年调整后的 EPS 和 15.5-16.5x PE 估值水平 (2020 年可比公司 Wind 一致预期 PE 估值水平为 11.05x), 给予公司目标价 11.21~11.94 元, 首次覆盖, 给予公司“增持”评级。

风险提示: 商用车需求不及预期; 盈利能力不及预期; 政策支持不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	4,610
流通 A 股 (百万股)	1,412
52 周内股价区间 (元)	7.69-11.75
总市值 (百万元)	46,097
总资产 (百万元)	75,609
每股净资产 (元)	4.74

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	116,859	90,548	94,264
+/-%	(8.52)	8.38	322.42	2.64	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	15.67	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

正文目录

投资概要	3
核心观点	3
区别于市场的观点	3
盈利预测与投资建议	3
一汽解放：全球第二、中国第一的重卡企业	4
中国销量规模最大的商用车制造商	4
一汽解放在牵引车市场优势明显，需求波动幅度小于工程车市场	5
一汽解放 2020 年通过资产重组实现上市	5
产品品系丰富，覆盖范围广，技术领先	7
重型卡车：品系丰富，不断进行产品迭代升级	7
中型卡车：产品基本实现全细分市场覆盖	8
轻型卡车：产品满足特定细分市场的需求	8
动力总成：具备独立自主生产能力	8
产能主要集中在东部地区	8
渠道覆盖范围较广	9
研发能力强，技术实力领先	10
中国重卡行业：几大趋势促使行业健康发展	11
中国重卡市场：需求韧性增强，周期属性下降	11
中国重卡市场：市场集中度高，行业竞争格局稳定	11
趋势一：物流运输相关的重卡需求占比提升	12
趋势二：保有量提升导致替换需求占比提升	13
趋势三：产品与技术升级，提升行业门槛，推动产品售价和利润率提升	14
趋势四：机构用户比例提高，初始购置成本敏感度下降	15
盈利预测与估值	16
预计卡车销量小幅增长	16
产品结构升级驱动利润率改善	17
盈利预测	18
风险提示	21
PE/PB - Bands	21

投资概要

核心观点

1、我们认为中国重卡行业在 2020-2022 年周期波动幅度收窄，行业龙头企业可以通过产品升级和售价提升驱动收入和利润增长。受 2009 年经济刺激政策的影响，2010 年中国重卡销量突破 100 万辆的销量高峰，随后在 2011-2015 年之间出现了较大幅度的销量下滑。但是目前行业的一些积极变化使得中国重卡行业在 2020-2022 年的周期波动幅度有望收窄，包括物流需求占比提升、替换需求占比提升、治理超载等法律法规的严格执行等。于此同时，受益于产品升级的行业趋势，重卡行业的龙头企业可以通过产品售价提升来驱动收入和利润增长。我们预计 2020-2022 年重卡行业年销量分别为 112/110/110 万辆。

2、一汽解放是中国商用车制造商的龙头企业，市场份额领先，技术实力强劲，展望 2020-2022 年，公司归母净利润有望维持双位数增长。公司产品覆盖轻、中、重型卡车、客车以及相关核心零部件。2019 年公司中重卡销量 30 万辆，市占率 22.8%，是中国销量最大的重卡制造商。市场份额领先的背后是公司强劲的技术实力，一汽解放具备前瞻技术、发动机、变速箱、车桥到整车的完整自主研发能力，技术实力处于国内领先水平。其最新一代的重卡产品 J7 系列价格为 40 万元左右，相比其 J6 系列产品，售价提升显著。我们预计 2020-2022 年，公司将凭借领先的技术实力和良好的产品口碑，不断提升其产品售价和市场份额，实现归母净利润持续增长。

3、受益于产品升级和盈利能力改善，公司 2020-2022 年现金流表现有望向好，ROE 水平有望提高，为股东创造较好的投资回报。我们预计公司 2020-2022 年资本开支维持相对稳定，随着经营现金流的不断改善，我们预计公司自由现金流将有较为强劲的表现。同时随着“国六”阶段产品技术升级和售价提升，公司的盈利能力也将改善，进而提高公司的 ROE 水平，为投资者创造较好的现金和投资回报。

区别于市场的观点

1、市场认为重卡行业周期波动大，行业下行周期里企业利润会大幅下滑。我们认为自 2016 年重卡行业复苏以来，重卡需求呈现出不同于上一轮周期的韧性，与此同时，行业正在发生一些积极的变化，诸多因素导致 2020-2022 年重卡行业波动性减弱，同时行业龙头有望实现稳定的利润增长。

2、市场认为一汽解放以价换量，公司盈利能力改善空间不大。我们认为一汽解放的销量之所以能够连续多年维持行业第一，并非公司的产品靠低价策略取胜，实际上其新一代产品 J7 系列售价已经远超行业平均售价水平。公司销量领先是因为产品性价比高，可靠性高，客户口碑好。盈利能力偏低主要是其核心零部件自配率偏低以及新产品上市产能利用率偏低。随着公司新产品销量爬坡产能利用率提升，以及核心零部件的自配率提升，我们认为公司的盈利能力有较大的提升空间。

盈利预测与投资建议

整体而言，我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 948.2/905.5/942.6 亿元，公司归母净利润分别为 27.4/38.6/44.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.59/0.84/0.97 元。剔除 1Q20 一汽轿车并表因素后，我们预计公司收入分别为 882.2/905.5/942.6 亿元，公司归母净利润分别为 33.4/38.6/44.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.72/0.84/0.97 元。

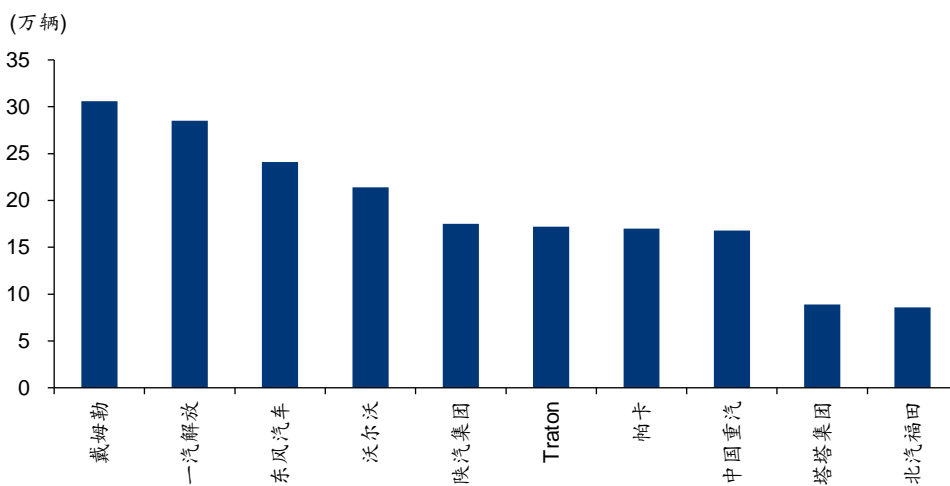
考虑到公司未来三年产品升级和盈利能力提升推动净利润较快增长，我们基于 2020 年调整后的 EPS 和 15.5-16.5x PE 估值水平（2020 年可比公司 Wind 一致预期 PE 估值水平为 11.05x），给予公司目标价 11.21~11.94 元，首次覆盖给予“增持”评级。

一汽解放：全球第二、中国第一的重卡企业 中国销量规模最大的商用车制造商

一汽解放汽车有限公司（一汽解放）成立于 2003 年 1 月 18 日，公司基于原第一汽车制造厂卡车业务组建而来，公司产品覆盖轻、中、重型卡车、客车以及相关核心零部件。公司位于吉林省长春市，公司拥有长春、青岛、成都和柳州四大整车生产基地和长春、无锡、大连三大动力总成生产基地。截止到 2019 年，公司具备整车年生产能力 34 万辆，拥有员工约 2.5 万人。

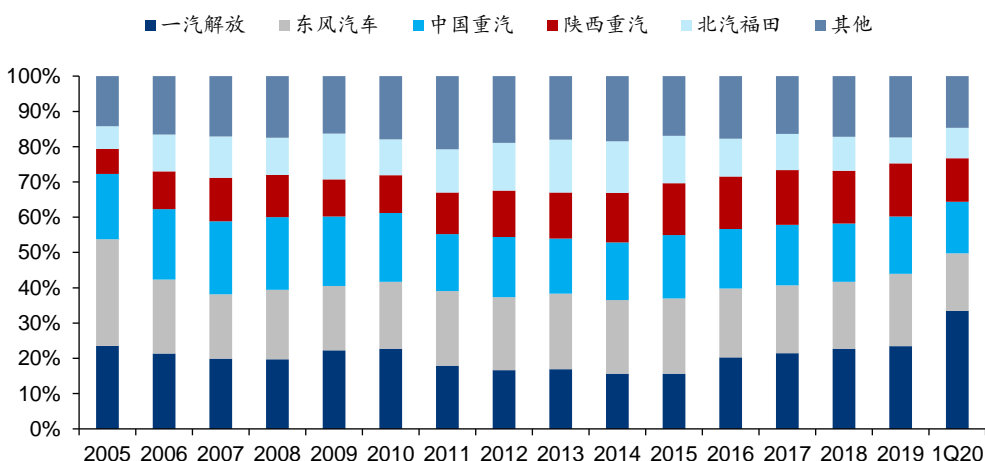
根据 Marklines 数据，2019 年全球重卡销量达到 240 万辆。一汽解放重卡销量 27.5 万辆，仅次于戴姆勒全球排名第二，全球市场份额 11.9%；一汽解放是中国市场的龙头，市场份额 23.4%，自 2016 年中国重卡行业复苏以来，一汽解放的市场份额稳中有升，1Q20 销量同比持平于去年同期水平，新冠疫情对公司影响有限，公司的市场份额大幅提高至 33.4%。

图表1：一汽解放重卡销量位居全球第二（2019 年）



资料来源：Marklines，华泰证券研究所

图表2：一汽解放重卡市场份额稳中有升

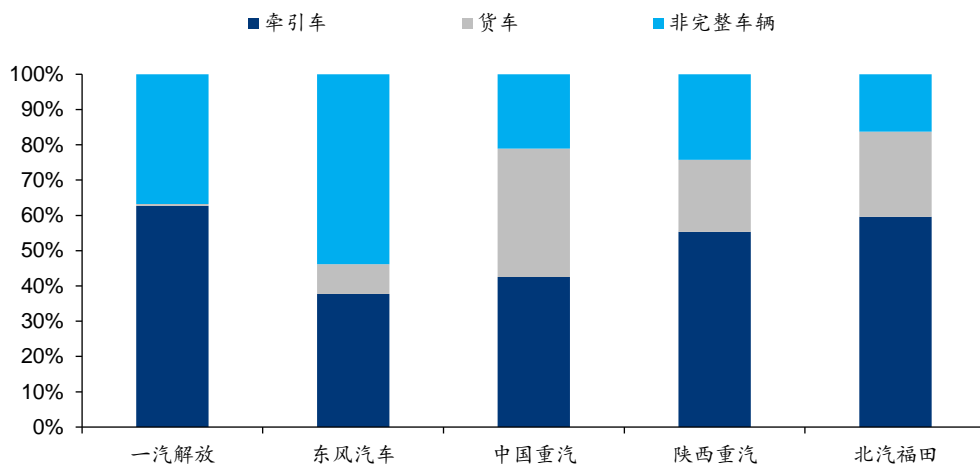


资料来源：中国汽车工业协会，华泰证券研究所

一汽解放在牵引车市场优势明显，需求波动幅度小于工程车市场

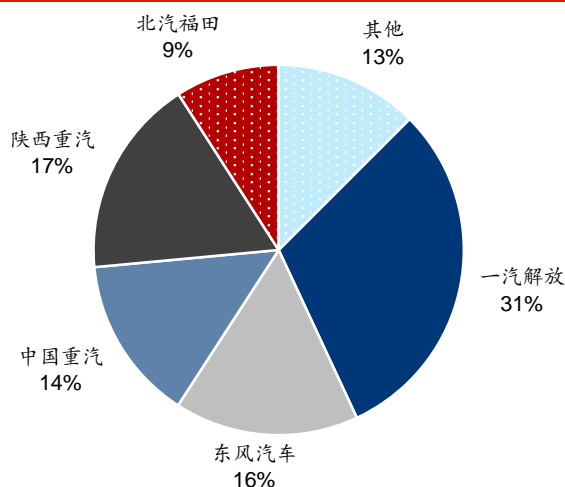
解放在车型覆盖方面和其他厂商有较为明显的差异，其车型主要集中在牵引车和非完整车辆品类。2019 年，一汽解放销量组合中，牵引车占比达到 63%，东风汽车牵引车占比 38%，中国重汽牵引车占比 43%，陕西重汽牵引车占比 55%，北汽福田牵引车占比 60%。牵引车主要下游使用在物流运输领域，我们认为相对于工程类重卡，其需求可维持相对稳定的增长。2019 年，一汽解放在牵引车市场的市占率达到 31%，超过其中重卡总市占率。

图表3：一汽解放销量组合中牵引车占比最高（2019 年）



资料来源：中国汽车工业协会，华泰证券研究所

图表4：一汽解放在牵引车品类市占率达到 31%（2019 年）

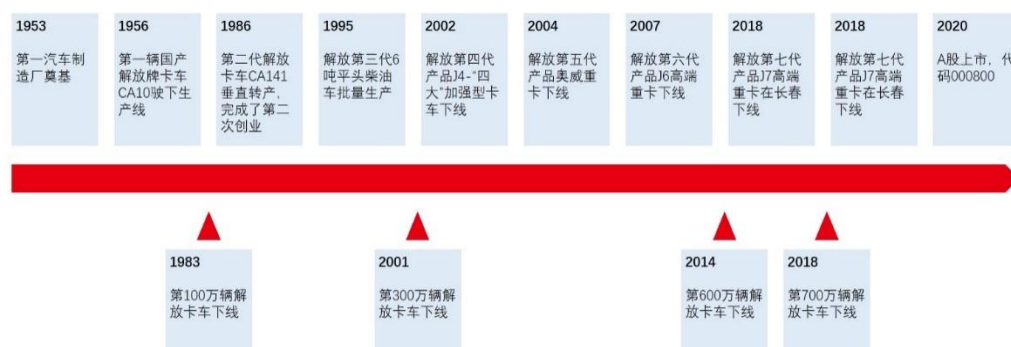


资料来源：中国汽车工业协会，华泰证券研究所

一汽解放 2020 年通过资产重组实现上市

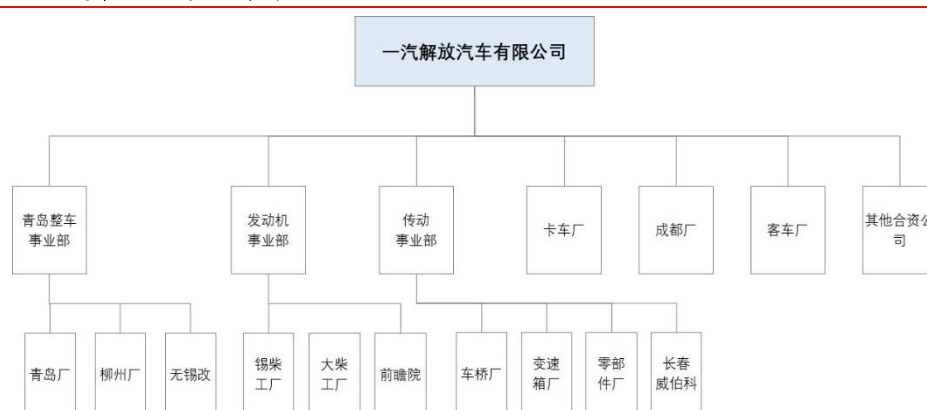
2020 年 3 月 12 日，一汽轿车股份有限公司（一汽轿车）公告了其重大资产重组方案获证监会核准批复的公告。根据该资产重组方案披露，一汽轿车将其拥有的除财务公司、鑫安保险之股权及部分保留资产以外的全部资产和负债转入轿车有限，并将轿车有限 100% 的股权作为置出资产，与一汽股份持有的一汽解放 100% 股权中的等值部分进行置换。一汽轿车的相关资产作价 50.8 亿元，一汽解放的资产作价 270 亿元。差额部分的 219.2 亿元，由一汽轿车支付现金并发行股份的方式支付，其中现金支付 20 亿元，同时发行股份，以 6.68 元/股的价格向一汽股份发行 29.8 亿股进行支付剩余部分。4 月 8 日，新发股份已经完成，公司总股本达到 46.1 亿股，其中一汽股份持股比例为 83.4%，一汽解放成为上市公司的业务主体。

图表5： 一汽解放：公司发展历程



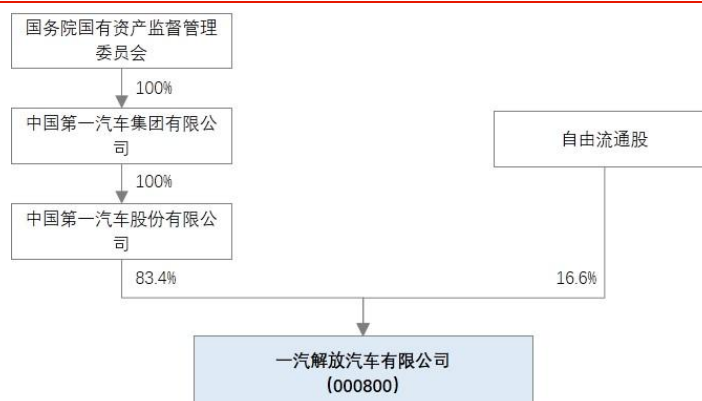
资料来源：公司官方网站，华泰证券研究所

图表6： 一汽解放：公司组织架构



资料来源：公司官方网站，华泰证券研究所

图表7： 一汽股份是一汽解放的最大股东（2020年资产注入后）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

产品品系丰富，覆盖范围广，技术领先

一汽解放的产品覆盖轻、中、重型卡车、客车以及相关核心零部件。其重型卡车目前在售主要车型包括安捷、悍V、天V、J6M、J6P、JH6和J7系列车型；中型卡车目前在售车型包括龙V和J6L；轻型卡车在售车型包括虎V和J6F车型。

图表8：一汽解放：目前在售的主要卡车产品覆盖重卡、中卡和轻卡市场

	第五代	第六代	第七代
重型	 安捷 悍V 天V	 J6M J6P JH6	 J7
中型	 龙V	 J6L	
轻型	 虎V	 J6F	

资料来源：公司官方网站，华泰证券研究所

重型卡车：品系丰富，不断进行产品迭代升级

一汽解放重卡品系涵盖牵引车、载货车、自卸车、专用车等全系列车型。产品覆盖柴油重卡、天然气重卡和新能源重卡，目前以柴油和天然气重卡为主。2019年，一汽解放的重卡销量占其总销量的68%，是一汽解放的主力产品品系。目前一汽解放在售的重卡产品主要为第五代至第七代产品，其第七代产品J7系列于2018年开始投入市场，2019年销量同比增长达到450%。J7系列产品因其性能和配置更高，所以产品售价和毛利率水平都远高于老一代的J6系列产品，其售价范围为40-70万元，2019年前十个月毛利率高达22.7%。

就重卡产品而言，目前长春基地主营J7、J6P、J6M等系列车型，青岛基地主营JH6、天V、悍V等车型，成都基地主营J6P、J6M等系列车型，柳特基地主营安捷等系列车型。四地实施差异化营销策略，优势互补，形成满足高端、中端、低端及特殊定制需求的产品组合和区域组合。牵引车、载货车、自卸车、专用车等全系列产品可以实现重卡全品类覆盖，满足多样化的下游需求。

图表9：一汽解放：重卡产品与技术升级过程

第1代	第2代	第3代	第4代	第5代	第6代	第7代
CA10 1956	CA141 1986	6吨平头柴 1995	四大加强型平头柴 2002	J5 2004	J6 2007	J7 2018



资料来源：公司官方网站，华泰证券研究所

图表10: J7 和 J6 产品系列对比

	J7 系列车型	J6 系列车型
上市时间	2018 年 10 月	2007 年 7 月
产品定位	高端、高效的干线运输产品	干线、直线的全面运输产品
目标竞品	沃尔沃、奔驰、曼等国际品牌	东风、重汽等国内品牌
产品系列	目前仅推出了牵引车系列	覆盖牵引、自卸、载货全系列
售价区间	40-70 万元	15-40 万元
毛利率 (1-10M19)	22.7%	15.3%
使用寿命	发动机、变速箱等寿命达到 150 万公里	发动机、变速箱等寿命 80-100 万公里
发动机	发动机扭矩最大可达 2300Nm	发动机最大扭矩 2300Nm
其他	整车 VCU 节油控制技术; AMT 自动挡变速箱	手动挡变速箱

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

中型卡车: 产品基本实现全细分市场覆盖

一汽解放的中卡产品以柴油中卡和天然气中卡为主, 目前基本满足牵引、载货、自卸和专用车的全细分市场覆盖。2019 年, 中卡销量占总销量比例 13% 左右, 整体贡献较小。就中卡产品而言, 目前长春基地和成都基地主营 J6L 系列车型, 青岛基地主营 JK6、龙 V 系列车型, 可以满足不同细分市场的高端、中端和低端需求。




轻型卡车: 产品满足特定细分市场的需求

一汽解放的轻卡产品以柴油轻卡为主, 产品覆盖载货车、厢式车、仓栅车、自卸车、专用车等车型。2019 年, 轻卡销量占总销量比例 19% 左右。就轻卡产品而言, 目前主营 J6F 和虎 V 系列车型, J6F 面向中高端市场, 虎 V 主打中端市场, 满足短途城市物流和城乡物流运输需求。

动力总成: 具备独立自主生产能力

一汽解放具备独立自主的动力总成生产能力, 发动机、变速箱和车桥均可自产。发动机产品排量从 2L 至 16L 均有覆盖, 变速箱扭矩覆盖从 280Nm 至 2600Nm, 车桥从 4t 至 16t 均有覆盖。

图表11: 一汽解放: 动力总成覆盖重卡、中卡和轻卡产品

	轻型	中型	重型
 发动机	40-140PS	160-240PS	260-550PS
	2L-4L	4L-7L	7L-16L
 变速器	280-510NM	530-1200NM	1200-2600NM
	5-6T	6-8T	10-12T
 车桥	4-6T	7-11T	11-16T

资料来源: 公司官方网站, 华泰证券研究所

产能主要集中在东部地区

一汽解放整车产能分布在长春 (12 万辆/年)、青岛 (15 万辆/年)、成都 (1.5 万辆/年) 和柳州 (2.5 万辆/年), 合计整车产能达到 34 万辆/年。公司在大连 (18 万台/年) 和无锡 (47 万台/年) 设有发动机工厂, 合计产能可达 65 万台。公司在长春拥有车桥厂和变速箱厂, 产能分别为 40 万根和 27 万台。

就发动机产品而言，一汽解放的发动机产能集中在无锡和大连，分别为一汽解放无锡柴油机工厂和一汽解放大连柴油机工厂。一汽解放无锡工厂自 1992 年加入一汽集团体系，2003 年成为一汽解放的全资子公司。2007 年一汽集团和德国道依茨成立道依茨一汽（大连）柴油机有限公司，到 2018 年，德国道依茨和一汽集团合作结束，合资公司变为一汽解放全资子公司，新的一汽解放大连柴油机公司成立。到 2019 年，一汽解放无锡柴油机工厂，一汽解放大连柴油机工厂，一汽股份无锡油泵油嘴研究所，无锡大豪动力有限公司和一汽商用车研究院发动机开发所共同组建成立了一汽解放发动机事业部，至此，一汽解放发动机业务从内部理顺，产品可以覆盖 2.2-16L 的全品类，销量处于行业领先水平。

图表12： 一汽解放：整车以及核心零配件产能分布



资料来源：公司官方网站，华泰证券研究所

渠道覆盖范围较广

就国内而言，一汽解放的营销网络覆盖 215 个地级市，2019 年公司在国内拥有 890 家经销商，1170 家服务商，70 个备品中心以及 130 家备品经销商。以上千家的专业服务网点为基础，公司提供 24 小时热线服务，并承诺 60 公里 3 小时到位，200 公里 6 小时到位，边远地区 12 小时到位的救援服务。通过调度备品中心和备品经销商，公司具有备品中心覆盖范围内 12 小时供应到位的售后服务能力。因为商用车具备生产资料属性，因此售后服务的质量直接影响下游客户的盈利能力，进而影响公司产品的需求。

就海外而言，一汽解放产品出口东南亚、中东、拉美、非洲和东欧的 80 个国家和地区，在全世界 30 个国家和 40 个经销商，出口产品包括 J6、虎 V、J5K、悍 V 等车型。在巴基斯坦、伊朗、南非、墨西哥、哈萨克斯坦、肯尼亚、尼日利亚、菲律宾、越南等 9 个国家建议有 11 个组装厂。

图表13：一起解放：全球化布局



资料来源：公司官方网站，华泰证券研究所

研发能力强，技术实力领先

一汽解放具备前瞻技术、发动机、变速箱、车桥到整车的完整自主研发能力，2019 年，公司研发人员超过 3000 人。公司有国家重点实验室，拥有技术创新、性能开发、精益设计、试验试制、试验验证五大核心能力。公司在长春、青岛、无锡、大连、意大利都灵、奥地利斯太尔、美国硅谷和底特律有“四国八地”的全球研发布局，曾经揽获过国家科技进步一等奖和中国汽车工业科技进步特等奖等多项奖项。

在前瞻技术方面，公司于 2017 年发布了“挚途”战略，明确了一汽解放智能卡车未来发展的三个阶段：第一阶段，完成解放基于高精度区域定位的 L3 级自动驾驶产品开发，具备特定区域环境感知、智能 LPS 定位导航、智能路径规划等功能，并实现产品示范运营；第二阶段，完成基于 5G 驾驶网络的 L4 级自动驾驶产品开发，具备智能 5G 定位导航、智能 5G 环境感知、智能 5G 决策规划等功能，并初步实现 5G 环境下的自动驾驶示范区建设；第三阶段，完成 L5 级自动驾驶产品开发，具备全工况自动驾驶功能，并完成解放挚途开源设计平台建设，针对关键技术逐步向全行业开放，通过技术引领和输出，推动中国商用车行业发展。

公司 2017 年完成国内首次智能卡车实车运行演示和高速公路实车测试（测试功能包括自适应巡航、紧急自动刹车和车道保持辅助），2018 年公司在国内集中展示了一系列 L4 级别智能卡车产品，包括行人检车，自主避障，智能编队等功能，2019 年公司首款具备 L2 级别智能卡车 J7 正式投放。

中国重卡行业：几大趋势促使行业健康发展

中国重卡市场：需求韧性增强，周期属性下降

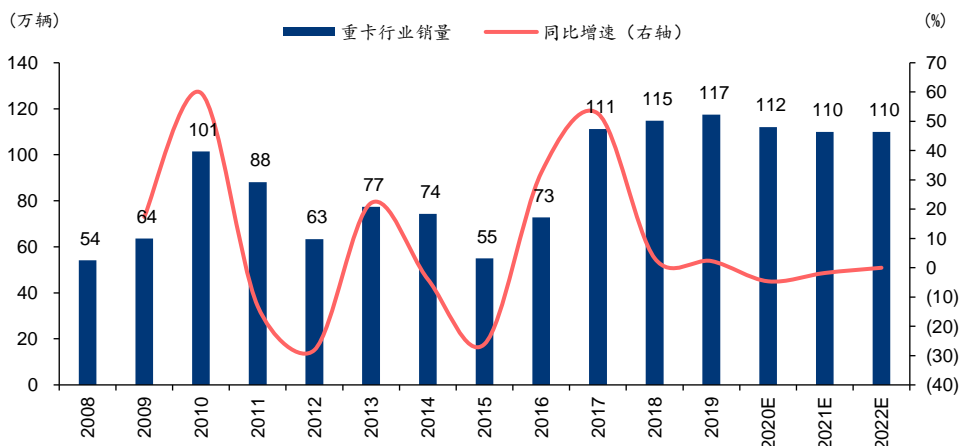
我们认为，中国重卡市场依然具有一定的周期性，但未来周期波动幅度会比上一轮周期显著下降。自 2010 年销量首次突破 100 万辆之后，中国重卡需求进入了下行周期，直到 2015 年行业销量见底。2015 年销量约 55 万辆，相较 2010 年的峰值水平，销量下滑 46%。2016 年，重卡行业迎来恢复性增长。自 2016 年至 2019 年，受宏观经济改善，治理超载等法规的严格执行，重卡行业持续增长，2019 年销量创历史新高，达到 117 万辆。

2008 年全球经济危机爆发后，中国政府在 2009 年采取了刺激经济的政策，基建投资大幅增加，拉动了重卡需求的快速增长，同时也透支了一部分未来的需求，是造成刺激政策退出之后 2011-2015 年重卡销量下降的主要原因。

我们认为，2015 年以来重卡市场发生了一些积极的变化，新的行业趋势推动了需求的复苏，让重卡的需求韧性更强，市场需求的底部比 2015 年之前明显提升，降低了行业的周期波动幅度。我们总结了五大行业趋势，包括：1) 物流运输相关的重卡需求占比提升；2) 行业保有量增加，自然更新需求上升；3) 产品与技术升级，提升行业门槛，推动产品售价和利润率提升；4) 机构用户比例提高，初始购置成本敏感度下降。

考虑到以上积极的发展趋势，以及基建投资保持了较为稳健的状态，我们预计重卡需求未来的波动幅度比 2008-2015 年的波动幅度下降。展望 2020-2022 年，我们预计重卡行业的销量将从 2019 年的 117 万辆有所回落，但下滑幅度有限，重卡行业销量整体将维持在较高水平。我们预计 2020-2022 年重卡行业年均销量将维持在 110 万辆左右。

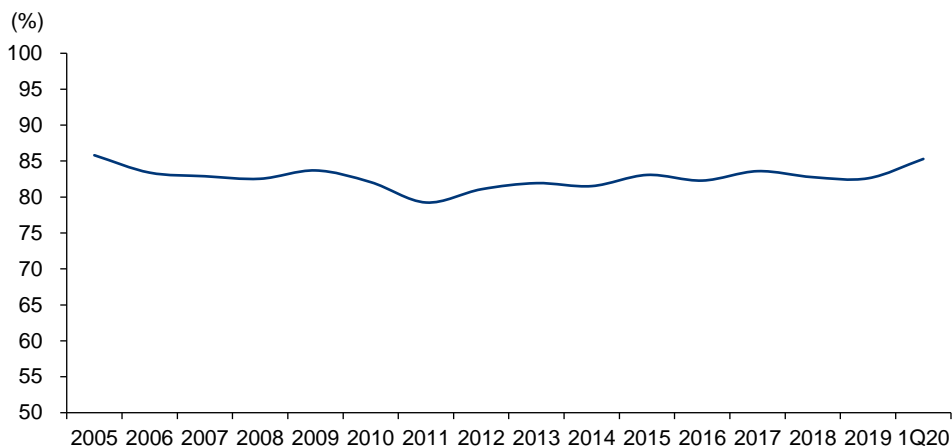
图表14：重卡行业销量及预测（2008-2022E）



资料来源：中国汽车工业协会，华泰证券研究所

中国重卡市场：市场集中度高，行业竞争格局稳定

中国重卡市场虽然经历波动，但市场格局相对稳定，集中度高。自 2005 年至 1Q20，前五大重卡制造商的市场份额维持在 83% 左右。与乘用车行业不同，重卡行业以国内的企业为绝对的主导，同时市场竞争格局相对稳定。展望 2020-2022 年，虽然重卡销量可能下滑，但行业波动幅度较小，市场格局稳定，为龙头企业盈利稳定性提供支撑。

图表15： 中国前五大重卡制造商市场份额整体维持相对稳定

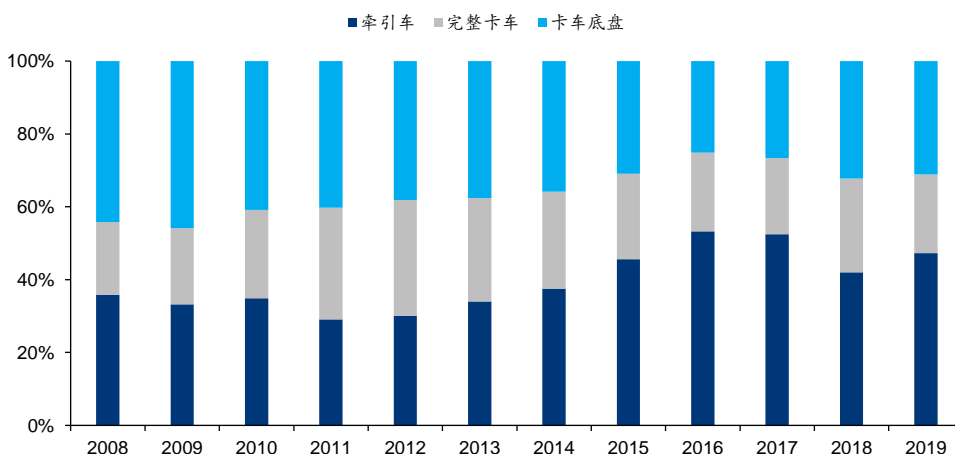
资料来源：中国汽车工业协会，华泰证券研究所

趋势一：物流运输相关的重卡需求占比提升

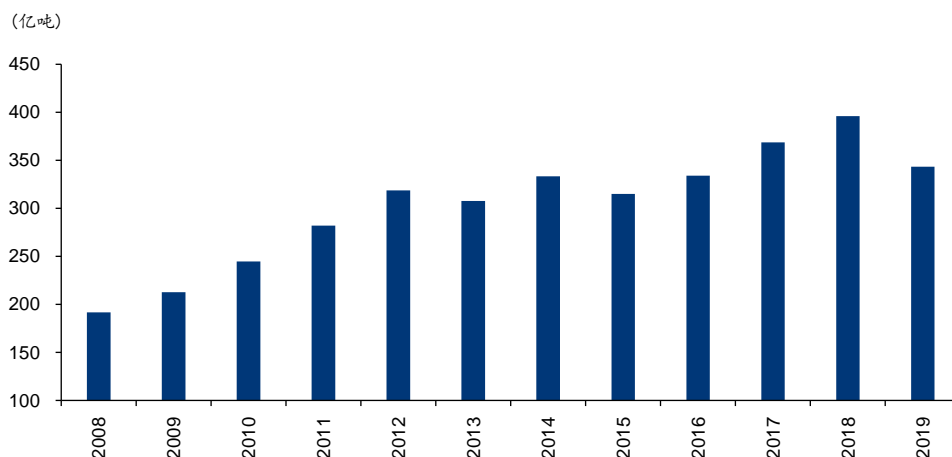
中国的重卡需求主要有两个领域：物流运输和工程建设。2009-2010 年重卡销量增长较快，主要由工程建设驱动，受政府固定资产和基建项目投资影响较大。基建投资减速之后的 2011 年开始，重卡需求下滑比较明显。

随着宏观经济的不断发展，物流运输行业逐步成为重卡的主要市场。中国的物流行业与宏观经济相关，下游需求分散，整体相对稳健，波动性比政府主导的基建投资小。2012 年开始，来自于物流运输行业的重卡需求总体呈上升趋势。在重卡的几个细分产品品类中，主要用于高速公路货物运输的牵引车销量占比在 2016-2017 年超过了 50%，2018-2019 年稍有波动，但也是在 40-50% 的区间。

卡车底盘主要用于工程建设领域，2009 年受四万亿基建投资的拉动，其需求占比达到 46% 的高位，随后逐步下降，2016 年最低下滑至 25%。2017-2018 受棚改政策以及置换需求的推动，销量占比回升至 30% 左右，但总体来说在 2015 年前的平均水平以下。

图表16： 牵引车销量占比近年来显著提升（2008-2019 年）

资料来源：中国汽车工业协会，华泰证券研究所

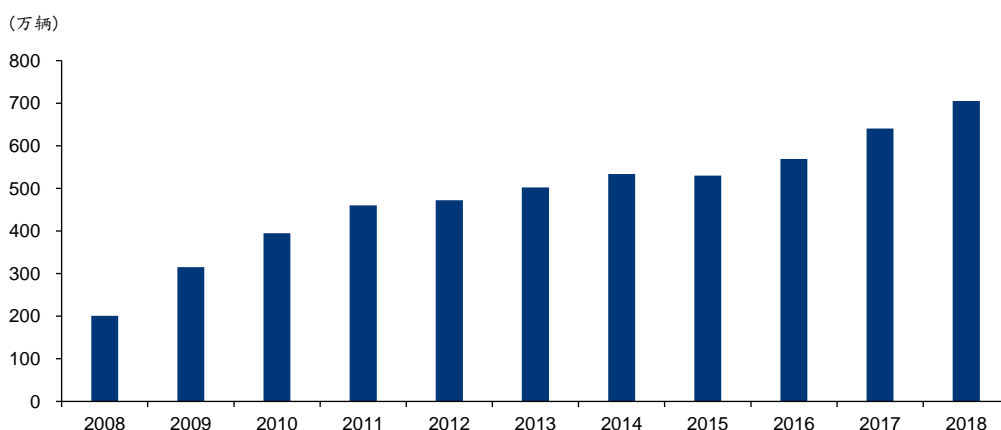
图表17：公路货运量整体维持增长（2008-2019 年）

资料来源：交通运输部，华泰证券研究所

趋势二：保有量提升导致替换需求占比提升

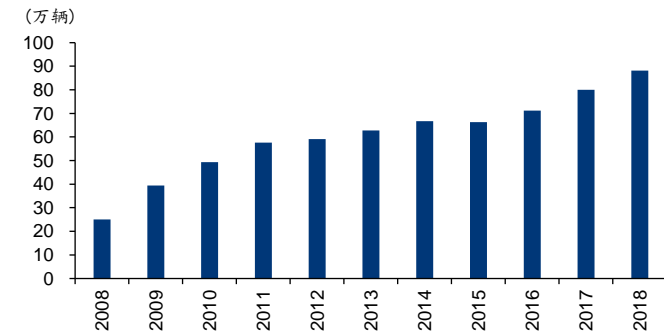
重卡总保有量的上升带来的置换需求的增加也是重卡新车销售波动下降的原因之一。随着经济体量的不断增加和每年累计的新增销量，重卡保有量呈稳定增长的趋势。根据中汽协统计，2018 年底我国重卡保有量约 700 万辆，比 2010 年底的保有量增加了 80%。保有量的增长意味着自然更替的更新需求也随之增加。重卡是耐用资本品，其平均使用寿命在 6-10 年。

2010 年的重卡保有量为 395 万辆，我们按照平均使用寿命 8 年来测算年均置换需求，则 2010 年的置换需求约 49 万辆，当年重卡销量为 101 万辆，推算其 49% 的销量为置换需求，51% 为新增需求。2018 年置换需求销量为 88 万辆，占市场总销量的 77%。考虑到 2018 年以后重卡保有量继续上升，置换需求有望保持在 88 万辆以上。因此，我们认为中国重卡年需求量的底部有望保持在 88 万辆以上，高于 2015 年销量 55 万辆的底部水平。保有量的提升使得置换需求中枢上移，重卡年销量波动幅度下降。

图表18：重卡保有量整体维持增长（2008-2018 年）

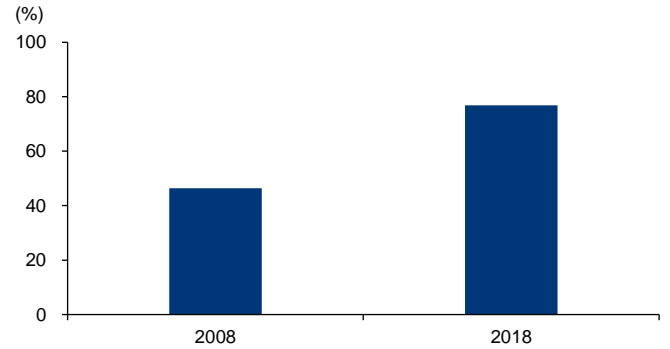
资料来源：公安部，华泰证券研究所

图表19：重卡更新需求整体维持增长（2008-2018 年）



资料来源：中国汽车工业协会，华泰证券研究所（置换需求=当年重卡销量/8）

图表20：重卡更新需求占比明显提升（2008 vs 2018 年）



资料来源：中国汽车工业协会，华泰证券研究所

趋势三：产品与技术升级，提升行业门槛，推动产品售价和利润率提升

为了降低发动机排放，减少污染，2008 年以来我国逐步提升了汽车和重卡的排放标准。重卡的排放标准 2008 年升级为国三，2013 年升级为国四，2017 年升级为国五，2019 年全国范围内逐步升级为国六。2018 年 6 月 28 日生态环境部发布《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》（GB17691-2018），规定重型车国六标准分 6a 和 6b 两个阶段实施。与国五阶段相比，国六阶段排放标准的主要变化有：1）加严了污染物排放限值，增加了粒子数量排放限值，变更了污染物排放测试循环；2）增加了非标准循环排放测试要求和限值（WNTC）；和 3）增加了整车实际道路排放要求和限值（PEMS）。例如，国六标准相比国五标准，NOx 降低 78% 以上，颗粒物降低 50%，同时增加了颗粒物数量（PN）的测量和限值要求。

图表21：汽车尾气排放标准实施时间表

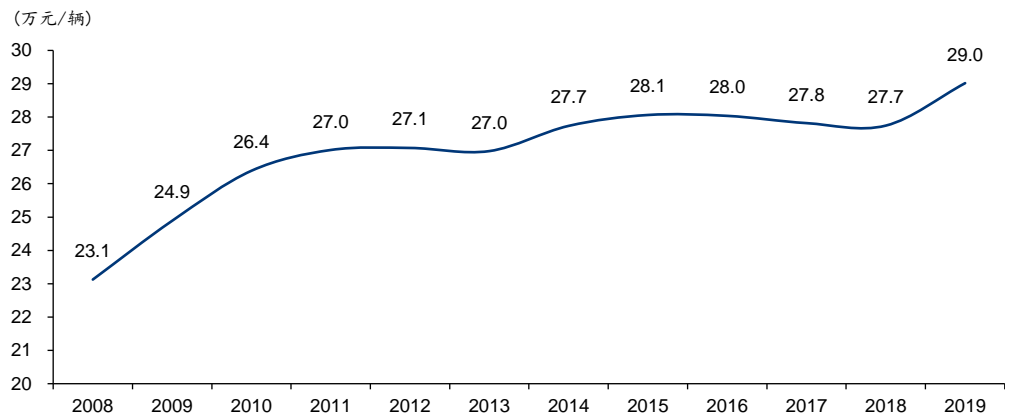
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
轻型汽车	柴油车	国 I-国 II							国 III				国 IV				国 V		国 VI		
	汽油车	国 I-国 II							国 III		国 IV				国 V		国 VI				
	气体燃料车	国 I-国 II							国 III		国 IV				国 V		国 VI				
重型汽车	柴油车	国 I-国 II							国 III				国 IV				国 V		国 VI		
	汽油车	无控制要求	国 I-国 II							国 III		国 IV									
	气体燃料车	国 I-国 II							国 III		国 IV	国 V					国 VI				

资料来源：中国机动车环境管理年报，华泰证券研究所

为了满足不断严格的排放标准，需要升级发动机的设计与结构，采用更加先进的燃油喷射技术以及尾气处理技术，造成了产品成本的上升和售价的提升。随着更加严格的国六排放标准的实施，对重卡企业的研发能力提出了更高的要求，使得行业进入壁垒进一步提高。同时，重卡发动机的售价也相应增加，根据卡车之家统计，同排量的发动机，国六标准产品相比国五标准产品 ASP 提升约 1-2 万元，占重卡售价的 5-10% 左右。

重卡技术含量以及排放标准的提升，是 2008 年至今重卡销售均价稳步上升的主要原因。根据国家发改委的统计，中国重卡销售均价从 2008 年的 23.1 万元，逐步上升至 2019 年的 29.0 万元，平均每年增长 2%。

总体而言，随着产品售价的提升，重卡产品的利润率改善，因为重卡企业可以将成本的增加转化为产品售价的提升而转嫁给下游消费者，单价提升带来的收入增长形成规模效应，从而降低单车的平均成本。

图表22：重卡行业平均售价不断提升（2008-2019 年）

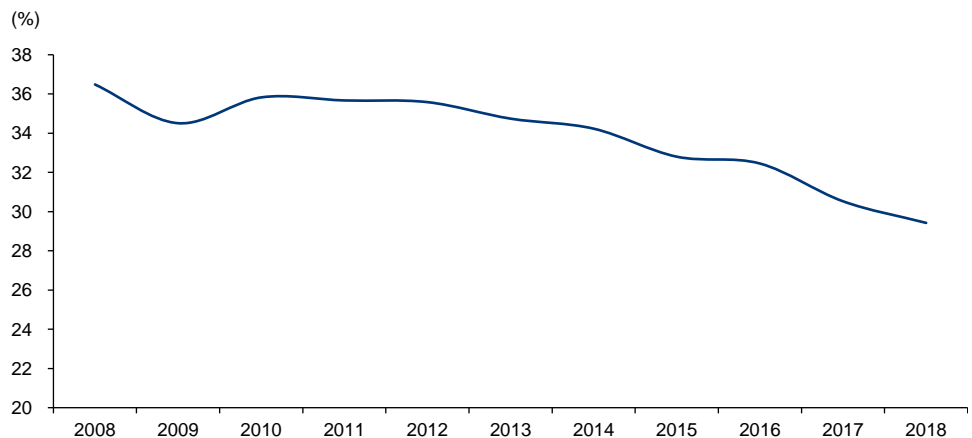
资料来源：国家发改委，华泰证券研究所

趋势四：机构用户比例提高，初始购置成本敏感度下降

2008 年以来，重卡的客户结构逐渐变化，私人客户保有量占比逐渐下降，从 2008 年的 36% 下降到 2018 年的 29% 左右（公安部统计数据）。这一行业趋势的主要驱动因素是物流运输企业的崛起，随着中国物流运输行业的快速增长，具有规模优势的物流运输企业逐渐占据市场的主导地位，个人重卡用户由于竞争优势不明显，尤其是在承揽货源方面，因此占比逐渐下降。

2019 年 5 月 21 日，国务院印发《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》，提出“调整货车通行费计费方式，从 2020 年 1 月 1 日起，统一按车（轴）型收费，并确保不增加货车通行费总体负担，同步实施封闭式高速公路收费站入口不停车称重检测”。

我们认为，“入口拒超”和“按轴收费”的新高速公路收费方式，导致高速公路超载现象大幅减少，进而削弱了卡车的运力，同时按轴收费的模式导致重卡空载率下降，货源不足的个人客户或小企业客户将面临成本上升的压力，导致重卡需求结构向货源充足的大型企业客户转移。这一客户结构的变化，将引导重卡行业向更健康的方向发展，因为大型企业客户对初始购置成本并不敏感，而对重卡全生命周期运营成本更加关注，因此，质量好、价格高的产品将更受大企业客户青睐。

图表23：私人重卡保有量占比不断下降（2008-2018 年）

资料来源：公安部，华泰证券研究所

盈利预测与估值

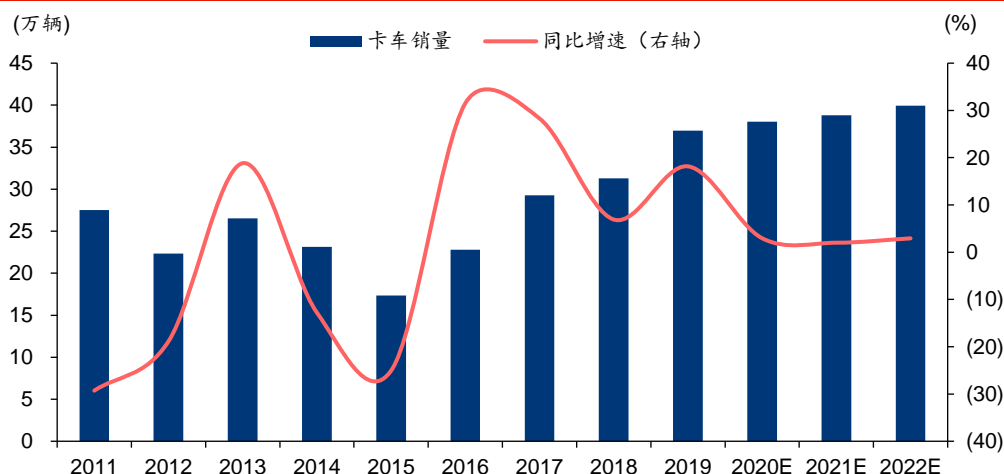
预计卡车销量小幅增长

一汽解放在上一轮（2010 年）景气的高点年销量达到 39 万辆，其中中重卡销量 27 万辆，轻卡销量 12 万辆。2011 年至 2015 年，公司销量进入下行周期，2015 年公司整体销量 17 万辆，销量下滑 56%。自 2016 年行业需求回暖以来，公司整体销量已经快速恢复至 30 万辆以上，我们预计 2020-2022 年，公司整体销量提升至 40 万辆左右的水平。

一汽解放中重卡市占率在 2010 年约为 21%，2011-2015 年行业下行周期中，行业竞争加剧，且公司产品组合老化，竞争力较弱，2015 年公司中重卡市占率下滑到 17% 左右。2016 年以来，随着中重卡需求的回升和公司产品迭代升级，公司市占率也稳步提升，同时叠加行业法律法规趋严等因素驱动，龙头公司的优势愈加明显，我们预计 2020-2022 年，一汽解放的中重卡市占率分别为 24.6%/25.1%/25.6%。

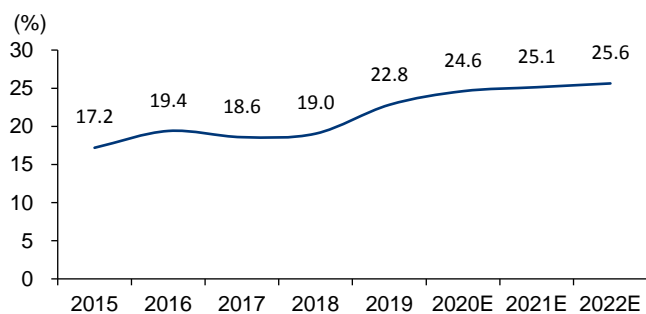
一汽解放轻卡市占率在 2010 年约为 5%，2011-2015 年行业下行周期中，行业竞争加剧，且公司轻卡产品线并不丰富，2015 年公司轻卡市占率下滑到 2%，随着行业回暖和行业技术门槛提高，公司的轻卡市占率也有所回升，2019 年公司轻卡市占率 2.6%。受益于需求复苏和产品技术升级，我们预计公司的轻卡产品作为公司产品线的补充，将维持稳中有升的态势，我们预计 2020-2022 年，一汽解放的轻卡市占率分别为 3.0%/3.5%/4.0%。

图表24： 一汽解放：2020-2022 年销量预计维持稳中有升



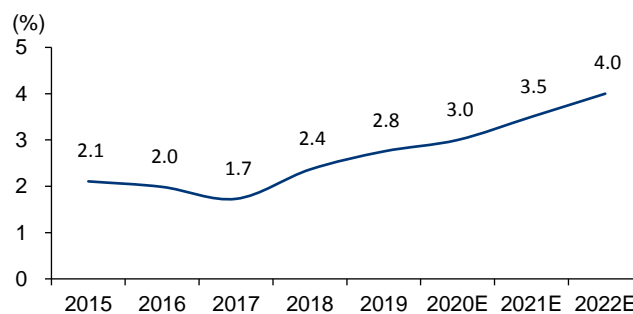
资料来源：中国汽车工业协会，华泰证券研究所

图表25： 一汽解放：中重卡市占率近年来不断提升



资料来源：中国汽车工业协会，华泰证券研究所

图表26： 一汽解放：轻卡市占率预计维持稳中有升



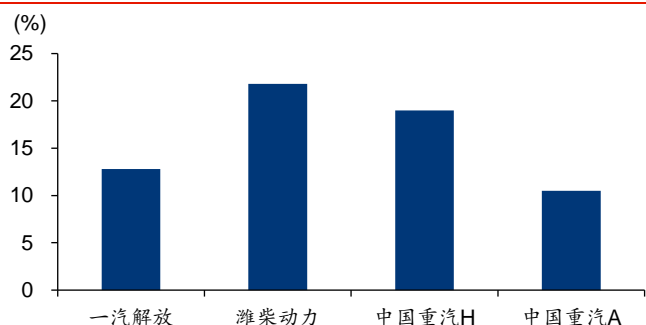
资料来源：中国汽车工业协会，华泰证券研究所

产品结构升级驱动利润率改善

2019 年，相比同行业的公司而言，一汽解放的毛利率水平和净利率水平相对较低，公司的毛利率高于中国重汽 A 股（中国重汽 H 股是中国重汽 A 股的控股母公司，2019 年持股比例 63.78%），但是低于潍柴动力和中国重汽 H 股的毛利率水平，净利率而言，公司的净利率与中国重汽 A 股接近，但是低于潍柴动力和中国重汽 H 股的净利率水平。资产周转率而言，公司的资产周转率较高，仅低于中国重汽 A 股的水平，高于潍柴动力和中国重汽 H 股。公司的资产负债率处于行业相对平均的水平。整体而言，一汽解放的盈利水平较低，拖累了公司的 ROE 水平。

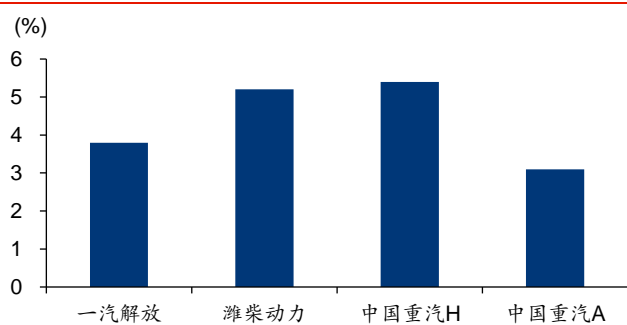
一汽解放就业务而言，与潍柴动力和中国重汽 H 股较为类似，重卡发动机和重卡整车构成了收入和利润的主要来源，但一汽解放的盈利能力低于潍柴动力和中国重汽 H 股，其主要原因是：1）一汽解放核心零部件自配率低于潍柴动力和中国重汽 H 股；2）新一代 J7 产品上市推广，销量仍在爬坡，产能利用率偏低。

图表27： 一汽解放的毛利率水平偏低（2019 年）



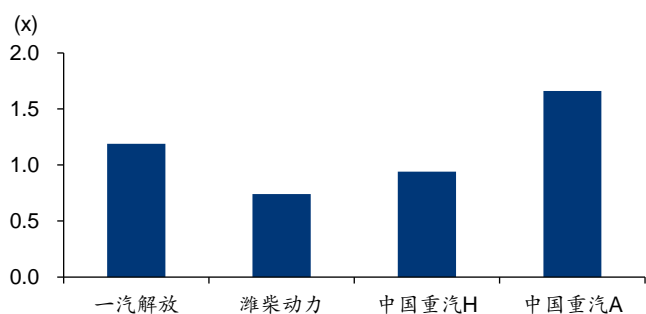
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表28： 一汽解放的净利率水平偏低（2019 年）



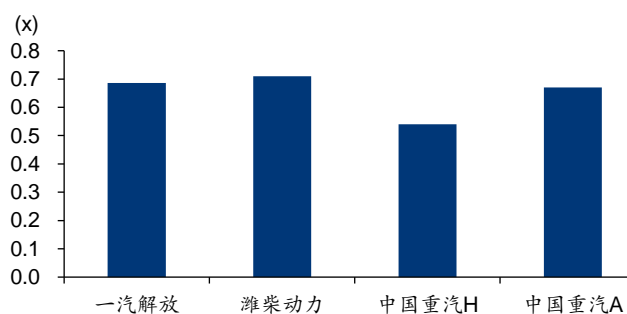
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表29： 一汽解放的资产周转率较高（2019 年）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表30： 一汽解放的资产负债率处于行业平均水平（2019 年）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

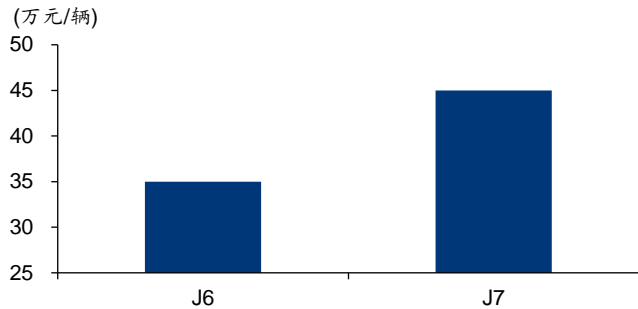
图表31： 可比公司财务指标对比（2019 年）

	净利率	资产周转率	权益乘数	ROE
一汽解放	3.8	1.1	2.9	12.6
潍柴动力	5.2	0.7	3.4	13.3
中国重汽 H	5.4	0.9	2.2	11.0
中国重汽 A	3.1	1.7	3.0	15.6

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

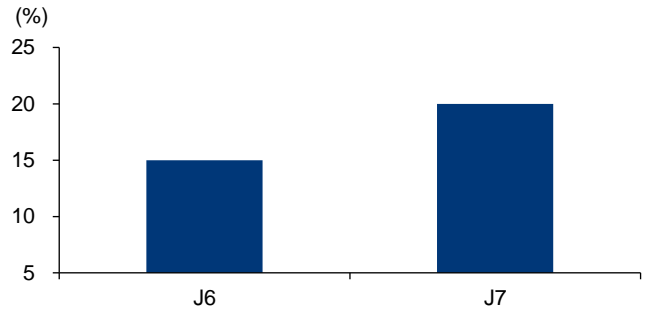
我们认为，随着重卡行业持续景气，一汽解放的利润率存在较大改善空间，主要原因有：1）重卡行业持续进行的产品和技术升级，这将有助于公司提升产品售价和利润率水平，比如公司最新一代重卡产品 J7 系列相比上一代 J6 系列，售价和毛利率均有提升；2）公司市占率提升，产业链议价能力更加凸显，这将有助于公司降低成本和提升利润率；3）公司计划提高核心零部件自配比例，从而降低成本，提升盈利能力；4）一汽解放通过资产重组上市，上市之后有望在公司经营管理方面更加以盈利为导向，进而提高经营效率，带来利润率的改善。

图表32: J7 系列售价显著高于上一代产品 J6 系列 (2019 年)



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表33: J7 系列毛利率显著高于上一代产品 J6 系列 (2019 年)



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

盈利预测

中重卡业务: 2019 年中重卡行业销量基本持平于 2018 年, 达到 131 万辆。一汽解放 2019 年的中重卡销量达到 29.3 万辆, 市占率 22.3%。展望 2020-2022 年, 我们预计中重卡行业的销量将在 2019 年的销量基础上有所回落, 同比-5%/-2%/-1%。但一汽解放凭借有竞争力的新产品和良好的用户口碑, 有望在“国六”阶段实现市场份额的扩张, 市场份额从 2019 年的 22.3% 提升至 2022 年的 25.6%, 其销量增速分别为 6.4%/0.4%/0.5%。我们预计 2020-2022 年中重卡业务的收入分别为 762/778/808 亿元, 毛利率分别为 13.8%/14.3%/14.8%, 毛利率扩张的主要原因产品组合变化和产能利用率提升。

轻卡业务: 2019 年轻卡行业销量同比下滑 1% 至 254 万辆。2019 年一汽解放轻卡销量达到 7 万辆, 同比增长 15.9%, 但因为治理轻卡“大吨小标”的影响, 公司轻卡业务收入同比下滑 6.3%。展望 2020-2022 年, 我们预计轻卡行业销量将平稳下行, 销量年均下滑幅度 5%。我们预计一汽解放将逐渐丰富其轻卡产品线, 并进行相应的产品升级, 预计一汽解放的市场份额将稳中有升, 提升至 4.0%。我们预计 2020-2022 年一汽解放的轻卡业务收入分别为 60/68/75 亿元。毛利率分别为 8.5%/8.7%/8.9%。毛利率扩张的主要原因是产品升级以及销量提升带来的规模效应。

零部件业务: 零部件业务是公司整车业务的补充, 也是公司为客户提供售后服务的基础。2019 年, 零部件业务占收入的比例为 4%。我们预计 2020-2022 年, 零部件业务的收入同比增速分别为 1.0%/-2.0%/1.0%, 与整车业务增速保持相对匹配。毛利率分别为 18.0%/19.0%/20.0%。毛利率扩张的主要原因是“国六”阶段的产品升级, 产品升级主要体现在零部件的技术含量提升。

销售费用率: 2017-2019 年公司的销售费用率有所下降, 主要原因是因为下游需求景气, 重卡行业竞争格局相对稳定。展望 2020-2022 年, 因为整体公司的销量表现相对稳定, 我们预计销售费用率将稳定在 4.4% 的水平。

管理费用率: 2017-2019 年公司的管理费用率略有上升。展望 2020-2022 年, 我们预计公司的管理费用率分别为 2.6%/2.5%/2.4%, 整体呈现下降趋势, 管理费用率下降的主要原因是上市后公司的经营管理有望以利润为导向, 采取更加市场化的管理经营模式, 提升管理效率。

研发费用率: 2017-2019 年公司的研发费用有所上升, 主要是因为“国六”排放标准的升级和相关产品的研发增加所致。展望 2020-2022 年, 我们预计研发费用率将维持在 2.4% 的水平, 作为业内技术实力领先的企业, 我们预计公司的研发强度不会降低。

图表34： 一汽解放关键经营指标预测

单位：人民币百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
中重卡销量（万辆）	26.1	26.8	28.5	30.3	30.4	30.6
同比增速		2.8%	6.2%	6.4%	0.4%	0.5%
轻卡销量（万辆）	4.0	6.0	7.0	7.2	8.0	8.7
同比增速		50.5%	15.9%	3.5%	10.8%	8.6%
整车业务收入	64,693	66,274	72,809	82,218	84,614	88,296
同比增速		2.4%	9.9%	12.9%	2.9%	4.4%
毛利率	14.6%	12.4%	12.7%	13.5%	13.9%	14.3%
中重卡业务收入				76,205	77,816	80,767
同比增速					2.1%	3.8%
毛利率				13.8%	14.3%	14.8%
轻卡业务收入				6,014	6,799	7,529
同比增速					13.1%	10.7%
毛利率				8.5%	8.7%	8.9%
零部件业务收入	4,257	3,877	3,505	3,540	3,469	3,504
同比增速		-8.9%	-9.6%	1.0%	-2.0%	1.0%
毛利率	14.5%	16.4%	17.0%	18.0%	19.0%	20.0%
其他业务收入	1,884	2,502	2,464	2,464	2,464	2,464
同比增速		32.8%	-1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	8.7%	5.9%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
合计营业收入	70,833	72,653	78,778	88,223	90,548	94,264
同比增速		2.6%	8.4%	12.0%	2.6%	4.1%
毛利率	14.6%	12.5%	12.9%	13.4%	13.8%	14.2%

注：历史数据为备考数据

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表35： 费用率预测

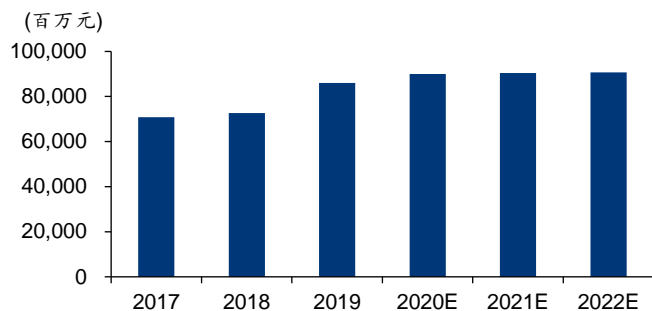
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	5.6%	4.8%	4.9%	4.4%	4.4%	4.4%
管理费用率	2.7%	2.9%	3.0%	2.6%	2.5%	2.4%
研发费用率	1.8%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 34 和 35 的历史数据均为一汽解放的经营备考数据，预测数据是基于一汽解放的经营预测数据。以上两表所列的 2020 年预测数据与本报告末的利润表 2020 年的预测值略有差异。文末报表对 1Q20 一汽轿车经营情况进行了并表，因为一汽解放与一汽轿车的资产交割于 3 月 18 日完成。故此，文末报表做了相应的会计调整，我们预计一汽轿车 1Q20 收入约 66 亿元，归母净利润亏损 6 亿元。

展望 2020-2022 年，我们预计一汽解放的收入可以维持小幅增长，主因销量平稳且产品升级带动平均售价提升所致。我们认为公司的归母净利润有望实现快速增长，主因产品升级和成本优化带来利润率的提升，我们预计公司的毛利率和净利率均将有所提升。因公司资本开支相对稳定，且经营净现金流有望好转，我们预计公司的自由现金流将大幅改善。从 ROE 角度来说，一汽解放的 ROE 受盈利能力拖累，2019 年 ROE 水平 12.6%，但展望 2020-2022 年，公司的 ROE 水平有望随着盈利能力改善而修复至 13% 左右。

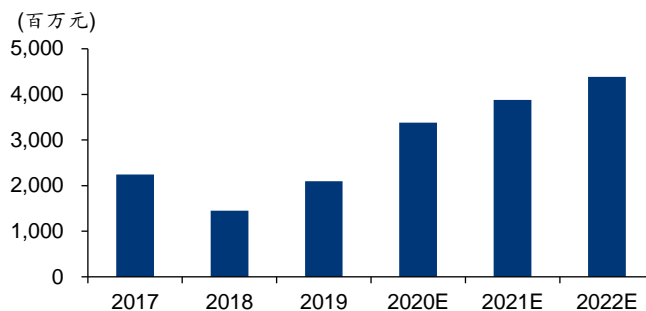
图表36： 一汽解放收入保持小幅增长



注：历史数据为备考数据

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

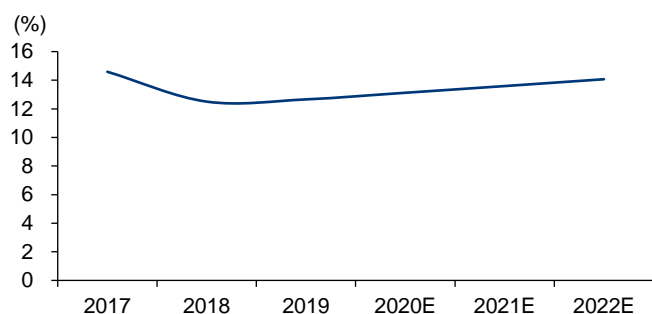
图表37： 盈利能力提升驱动归母净利润快速增长



注：历史数据为备考数据

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

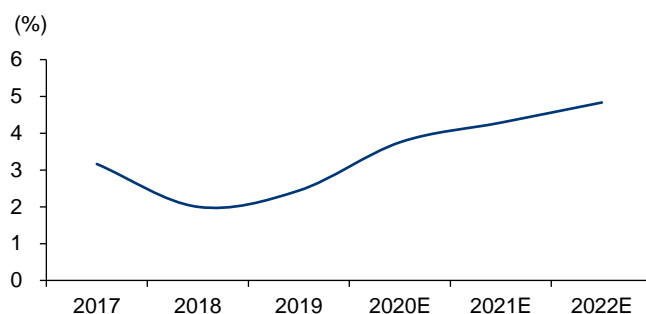
图表38： 一汽解放 2020-2022 年毛利率有望小幅提升



注：历史数据为备考数据

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

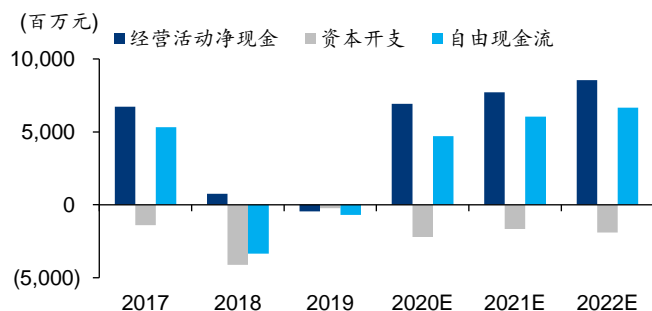
图表39： 产品升级驱动归母净利润率快速增长



注：历史数据为备考数据

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

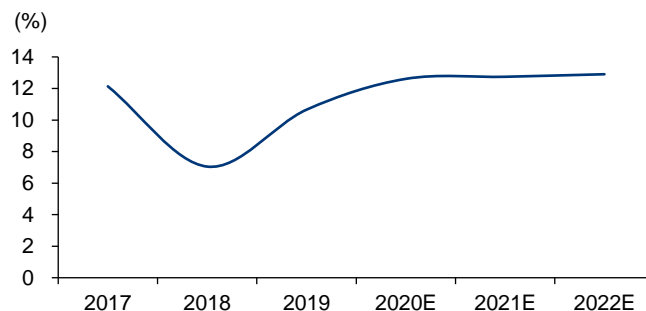
图表40： 一汽解放 2020-2022 年自由现金流有望大幅改善



注：历史数据为备考数据

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表41： 一汽解放 2022 年 ROE 水平提升至 13%左右



注：历史数据为备考数据

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表42： 可比公司估值表（截止至 2020 年 5 月 22 日）

证券代码	公司名称	市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)		PB (倍)
			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E
000338.SZ	潍柴动力	1,054	1.25	1.37	10.66	9.73	1.97
000951.SZ	中国重汽	160	2.15	2.33	11.11	10.26	2.05
000581.SZ	威孚高科	204	2.24	2.42	9.00	8.36	1.12
002434.SZ	万里扬	115	0.49	0.62	17.64	13.73	1.68
002283.SZ	天润工业	49	0.35	0.39	12.35	11.10	0.99
	平均	473			11.05	9.94	1.82

资料来源：Wind 一致预期，华泰证券研究所

整体而言，我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 948.2/905.5/942.6 亿元，公司归母净利润分别为 27.4/38.6/44.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.59/0.84/0.97 元。剔除 1Q20 一汽轿车并表因素后，我们预计公司收入分别为 882.2/905.5/942.6 亿元，公司归母净利润分别为 33.4/38.6/44.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.72/0.84/0.97 元。

考虑到公司未来三年产品升级和盈利能力提升推动净利润较快增长，我们基于 2020 年调整后的 EPS 和 15.5-16.5x PE 估值水平（2020 年可比公司 Wind 一致预期 PE 估值水平为 11.05x），给予公司目标价 11.21~11.94 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

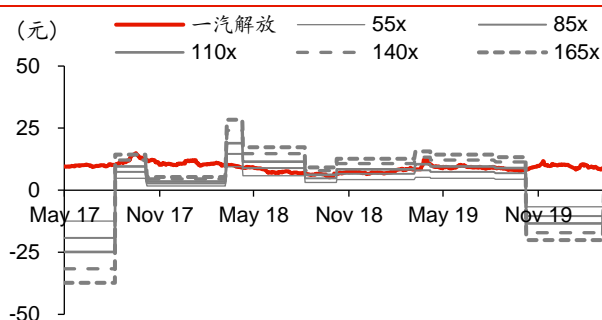
商用车行业需求不及预期：中重卡需求景气已经持续了三年，2020-2022 年需求可能存在超预期下滑的风险，进而拖累公司的销量；轻卡需求 2019 年经历下滑，2020-2022 年可能存在超预期下滑的风险。

盈利能力不及预期：在下游需求不能持续旺盛的情况下，行业竞争可能加剧，导致公司的盈利能力存在下滑的风险。

政策支持不及预期：部分重卡需求靠政策驱动，比如强制淘汰国三车型和治超限载等，如果政策支持不及预期，则可能影响行业的总需求。

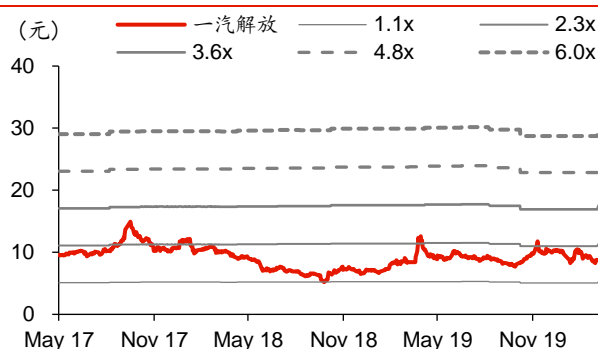
PE/PB - Bands

图表43：一汽解放历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表44：一汽解放历史 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

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	25,524	27,664	116,859	90,548	94,264
营业成本	20,177	22,494	102,291	78,085	80,878
营业税金及附加	1,396	1,323	697.58	362.19	377.06
营业费用	2,646	2,602	5,245	3,984	4,148
管理费用	1,047	1,132	3,012	2,264	2,262
财务费用	(21.76)	13.31	(617.89)	(449.19)	(460.95)
资产减值损失	(126.96)	(302.81)	(534.51)	(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	273.40	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	322.42	2.64	4.10
营业利润	10.18	(117.94)	4,329	15.79	16.08
归属母公司净利润	(27.69)	(74.05)	5,087	15.67	15.97
获利能力 (%)					
毛利率	20.95	18.69	12.47	13.76	14.20
净利率	1.08	0.14	2.34	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	1.34
EV_EBITDA (倍)	35.22	46.19	6.43	4.33	3.06

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、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、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。

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后 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

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一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

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一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