

## 卡车

## 一汽解放 (000800.SZ)

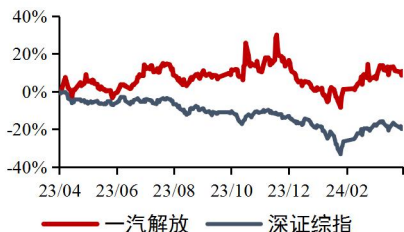
## 增持-A(首次)

### 受益天然气重卡渗透率提升，业绩反转符合预期

2024年4月12日

公司研究/公司快报

#### 公司近一年市场表现



资料来源：最闻

#### 市场数据：2024年4月11日

收盘价(元):	8.94
年内最高/最低(元):	10.86/7.19
流通A股/总股本(亿):	46.23/46.36
流通A股市值(亿):	413.25
总市值(亿):	414.50

#### 基础数据：2023年12月31日

基本每股收益:	0.17
摊薄每股收益:	0.17
每股净资产(元):	5.28
净资产收益率:	3.12

资料来源：最闻

#### 分析师:

刘斌

执业登记编码: S0760524030001

邮箱: liubin3@sxzq.com

张子峰

执业登记编码: S0760523060001

邮箱: zhangzifeng@sxzq.com

#### 事件描述

➢ 2024年3月30日，公司发布2023年年度报告：2023年全年实现营业收入639.05亿元，同比+66.71%；实现归母净利润7.63亿元，同比+107.66%；实现扣非后归母净利润-0.83亿元，同比+95.14%。其中Q4实现营业收入157.82亿元，同比+100.36%，环比+4.46%；实现归母净利润3.51亿元，同比-65.62%，环比+3067.28%；实现扣非后归母净利润-1.68亿元，同比+73.86%，环比-152.22%。

#### 事件点评

➢ **商用车行业稳健复苏，公司作为中重卡龙头，增速和份额领先。**据中汽协口径统计，2023年商用车产销分别完成403.7万辆和403.1万辆，同比分别+26.8%和+22.1%，其中，中重卡销量实现101.8万辆，同比+32.5%，重卡销量91.1万辆，同比+35.6%，行业需求触底后恢复上行。公司2023年中重卡销量共20.5万辆，同比+46.1%，行业市占率达20.1%，同比+1.8pct，其中中重卡销量约为18.4万辆，同比+46.8%，增速明显优于行业。

➢ **规模效应提振下费用率改善，公司业绩触底反弹。**2023年公司毛利率为8.25%，同比+0.22pct，期间费用率为8.77%，同比-4.64pct，期间费用率大幅下降，销售、管理、研发、财务费用率分别为2.51%/3.02%/4.67%/-1.43%，同比分别-0.76/-2.30/-2.89/+1.31pct。其中Q4公司毛利率为10.67%，同环比分别-1.95/+2.95pct，期间费用率为12.13%，同环比分别-13.38/+4.12pct，销售、管理、研发、财务费用率分别为2.88%/4.07%/6.72%/-1.54%，同比分别-2.02/-4.78/-7.67/+1.09pct，环比分别+0.39/+1.30/+2.26/+0.17pct。2022年公司扣非后归母净亏损为17.14亿元，受规模效应提振，2023年亏损幅度同比收窄，业绩触底反弹。

➢ **燃气重卡市场需求有望持续提升，电动智能化+全球化战略加速公司未来成长。**由于加气便利性增加、气价稳定及“油气价格比”上升，燃气车TCO优势仍将大于燃油车，天然气重卡市场需求或将持续维持高位，渗透率有望进一步提升。公司天然气重卡销量由2022年的3.7万辆迅速增长至2023年的5.1万辆，市占率达33.56%，在天然气重卡市场中稳居龙头地位，未来有望持续领跑。2023年，我国工信部、交通部等八部门已启动公共领域车辆全面电动化先行试点工作，为行业带来大量电动化替代机会，新能源重卡发展将迎来风口。公司已布局纯电、燃电、混动三大技术路线，实现“整车架构、整控软件、总成接口”三统一，大幅提升开发效率。公司已与华为签署全面深化合作协议备忘录，在AI大模型、智能驾驶和智能座舱等领域进一



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1





步加强合作，加速产品突破，保持新能源产品在中技术领先、产品领航，核心竞争力将进一步增强。公司商用车海外业务布局全面提速，渠道逐步拓宽，目前解放产品已出口至 80 余个国家和地区，在全世界 40 个国家和地区有超百家核心经销商和 190 家服务商，品牌海外影响力不断增强。我国一带一路国际合作已迈入高质量发展新阶段，在公司全球化战略提速下，海外出口有望继续增加，构建业务新增增长点。

### 投资建议

➤ **行业层面：**随着经济稳增长和设备更新促进政策的推出，我们认为国内中重卡需求有望稳中有升，重回百万辆销量级别。**公司层面：**公司在天然气重卡产品市占率领先、海外布局充分有望支撑营收扩张；公司产品结构与内部治理改善有望提升盈利能力；新能源与智能网联战略布局有望拓展业务边界与市场空间。

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 12.46/21.47/27.46 亿元，同比分别+63.3%/+72.3%/+27.9%，对应 EPS 分别为 0.27/0.46/0.59 元，对应公司 4 月 10 日收盘价 8.77 元，2024-2026 年 PE 分别为 32.6/18.9/14.8。首次覆盖，给予“增持-A”的投资评级。

### 风险提示

➤ 行业复苏不及预期；燃气重卡销量不及预期；重卡出口销量不及预期；公司费用管控不及预期；新能源市场开拓不及预期。

### 财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	38,332	63,905	75,195	82,448	90,371
YoY(%)	-61.2	66.7	17.7	9.6	9.6
净利润(百万元)	368	763	1,246	2,147	2,746
YoY(%)	-90.6	107.5	63.3	72.3	27.9
毛利率(%)	8.0	8.3	9.7	10.4	10.9
EPS(摊薄/元)	0.08	0.16	0.27	0.46	0.59
ROE(%)	1.6	3.1	4.8	7.7	9.0
P/E(倍)	110.6	53.3	32.6	18.9	14.8
P/B(倍)	1.7	1.7	1.6	1.5	1.3
净利率(%)	1.0	1.2	1.7	2.6	3.0

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	35003	42315	48003	51830	58542
现金	21041	22921	27731	31668	36399
应收票据及应收账款	1054	2034	1924	1911	1934
预付账款	898	690	927	865	1100
存货	6383	9211	10763	10055	11954
其他流动资产	5627	7460	6658	7331	7154
<b>非流动资产</b>	21770	23558	23110	23118	23227
长期投资	4693	5470	6010	6590	7210
固定资产	9613	11380	10654	9977	9489
无形资产	2549	2548	2375	2221	2093
其他非流动资产	4915	4160	4071	4330	4436
<b>资产总计</b>	56773	65873	71113	74948	81769
<b>流动负债</b>	27863	36549	40332	42484	46821
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	19232	28265	30028	33682	36062
其他流动负债	8631	8283	10305	8802	10759
<b>非流动负债</b>	5190	4838	5048	4584	4322
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5190	4838	5048	4584	4322
<b>负债合计</b>	33053	41387	45380	47068	51143
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	4652	4636	4636	4636	4636
资本公积	10451	10343	10343	10343	10343
留存收益	8519	9282	9531	9961	10510
归属母公司股东权益	23719	24487	25733	27880	30626
<b>负债和股东权益</b>	56773	65873	71113	74948	81769

### 现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	-5135	4202	4564	4414	5230
净利润	368	763	1246	2147	2746
折旧摊销	1703	1835	1643	1746	1882
财务费用	-1053	-915	-905	-1087	-1064
投资损失	-237	-282	-359	-348	-373
营运资金变动	-5801	2928	2933	2261	2356
其他经营现金流	-115	-126	5	-306	-317
<b>投资活动现金流</b>	-1630	-2393	-888	-1070	-1296
<b>筹资活动现金流</b>	-3080	-23	1135	594	797
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.16	0.27	0.46	0.59
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.11	0.91	0.98	0.95	1.13
每股净资产(最新摊薄)	5.12	5.28	5.55	6.01	6.61

### 利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	38332	63905	75195	82448	90371
营业成本	35252	58630	67912	73903	80553
营业税金及附加	208	262	363	372	426
营业费用	1256	1605	1861	2069	2434
管理费用	2040	1931	2331	2432	2621
研发费用	2896	2982	3158	3215	3253
财务费用	-1053	-915	-905	-1087	-1064
资产减值损失	-423	-255	-290	-320	-340
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	237	282	359	348	373
<b>营业利润</b>	55	242	1328	2412	3092
营业外收入	154	198	90	105	121
营业外支出	27	24	2	20	20
<b>利润总额</b>	183	415	1416	2497	3193
所得税	-185	-348	170	350	447
<b>税后利润</b>	368	763	1246	2147	2746
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	368	763	1246	2147	2746
EBITDA	1811	2170	2970	4139	4955

### 主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-61.2	66.7	17.7	9.6	9.6
营业利润(%)	-98.6	338.5	449.1	81.7	28.2
归属于母公司净利润(%)	-90.6	107.5	63.3	72.3	27.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	8.0	8.3	9.7	10.4	10.9
净利率(%)	1.0	1.2	1.7	2.6	3.0
ROE(%)	1.6	3.1	4.8	7.7	9.0
ROIC(%)	0.8	2.2	4.0	6.6	7.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	58.2	62.8	63.8	62.8	62.5
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	1.0	1.1	1.1	1.2
应收账款周转率	32.7	41.4	38.0	43.0	47.0
应付账款周转率	1.5	2.5	2.3	2.3	2.3
<b>估值比率</b>					
P/E	110.6	53.3	32.6	18.9	14.8
P/B	1.7	1.7	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	13.0	9.9	5.6	2.9	1.5

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

