

补贴退坡导致盈利下滑明显



核心观点

- **业绩符合预期。**公司前三季度实现营业收入 938.22 亿元，同比增长 5.4%，归母净利润 15.74 亿元，同比增长 3.09%，扣非归母净利润 5.87 亿元，同比增长 455.8%，EPS 为 0.51 元。3 季度实现营业收入 316.38 亿元，同比下滑 9.2%，环比下滑 0.8%；实现归母净利润 1.2 亿元，同比下滑 88.6%，3 季度盈利下滑幅度较大。受补贴退坡影响，公司 3 季度新能源汽车销量 4.7 万辆，同比下滑 31.5%，下滑幅度扩大 91.7 个百分点；新能源车销量下滑拖累公司盈利。
- **受新能源汽车销量下滑影响，3 季度毛利率下滑明显。**公司前三季度毛利率为 16.0%，同比减少 0.4 个百分点，其中 3 季度单季度毛利率 13.9%，同比减少 3.3 个百分点，环比减少 1.5 个百分点，预计主要受公司新能源汽车销量下滑影响。前三季度期间费用率为 13.1%，同比减少 1 个百分点；销售费用率 3.6%，同比减少 1.1 个百分点；管理费用率(包含研发费用)7.5%，同比增加 0.5 个百分点，其中研发费用同比增长 10.1%。经营活动现金流净额 38.33 亿元，同比下滑 42.4%，主要是购买商品、接受劳务支付现金增加。公司三季度末存货为 275.41 亿元，较年初增长 4.6%。
- **持续推出新车型有望缓冲补贴退坡影响。**公司 e 网旗下全新三厢纯电动车型 e3 近期正式上市，补贴后售价 10.38-11.98 万元；全新秦 EV 将于 11 月初上市，补贴后预售价 13.98-14.68 万元；新车型上市有望缓冲补贴下滑带来的影响。3 季度，公司燃油车销量 6.08 万辆，同比增长 3.8%，增速提升 47.4 个百分点。随着行业企稳，公司燃油车销量有望进一步提升，促进公司盈利改善。

财务预测与投资建议：因新能源车销量低于预期，调整收入及毛利率预测 2019-2021 年 EPS 为 0.61、1.05、1.29 元（原 1.29、1.72、2.00 元），可比公司为新能源汽车、动力电池等相关公司，可比公司 2020 年 PE 平均估值 46 倍，目标价 48.3 元，维持增持评级。

风险提示：新能源车、传统车销量低于预期风险、新能源车补贴退坡幅度超预期风险、政府补贴等低于预期、手机部件业务低于预期的风险。

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	105,915	130,055	135,068	154,588	172,357
同比增长(%)	2.4%	22.8%	3.9%	14.5%	11.5%
营业利润(百万元)	5,411	4,242	2,787	3,914	4,607
同比增长(%)	-9.6%	-21.6%	-34.3%	40.4%	17.7%
归属母公司净利润(百万元)	4,066	2,780	1,670	2,862	3,525
同比增长(%)	-19.5%	-31.6%	-39.9%	71.4%	23.2%
每股收益(元)	1.49	1.02	0.61	1.05	1.29
毛利率(%)	19.0%	16.4%	15.6%	15.8%	15.6%
净利率(%)	3.8%	2.1%	1.2%	1.9%	2.0%
净资产收益率(%)	7.7%	5.0%	3.0%	5.0%	5.8%
市盈率	29.2	42.8	71.2	41.5	33.7
市净率	2.2	2.2	2.1	2.0	1.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2019年11月01日)	43.57 元
目标价格	48.3 元
52周最高价/最低价	62.4/42.85 元
总股本/流通A股(万股)	272,814/114,066
A股市值(百万元)	118,865
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2019年11月03日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-7.38	-10.68	-21.82	-4.66
相对表现	8.81	14.29	25.74	29.06
沪深300	1.43	3.61	3.92	24.4



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 姜雪晴
021-63325888*6097
jiangxueqing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512060001

相关报告

- 新能源车销量拖累整体销量增长： 2019-10-21
- 补贴退坡短期影响新能源车销量，燃油车销量下滑收窄： 2019-09-08
- 新能源车市占率提升，继续拓展新能源商用车业务： 2019-08-22

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 1：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
		2019年11月1日	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
宁德时代	300750	69.33	1.53	2.03	2.48	3.02	45.20	34.10	27.94	22.97
当升科技	300073	22.64	0.72	0.79	1.10	1.44	31.28	28.78	20.63	15.70
北汽蓝谷	600733	5.53	0.04	0.02	0.04	0.06	124.55	316.00	153.61	98.75
融捷股份	002192	16.76	(0.03)	0.15	0.20	0.20	(618.45)	111.73	83.80	83.80
超华科技	002288	4.61	0.04	0.06	0.12	0.17	124.59	71.14	38.26	26.49
晶瑞股份	300655	22.48	0.33	0.21	0.39	0.58	67.79	109.66	56.97	38.81
新宙邦	300037	25.74	0.84	0.96	1.19	1.51	30.47	26.74	21.57	17.02
	调整后平均						59.86	71.08	45.71	37.82

数据来源：WIND、东方证券研究所

表 2：盈利预测对比表

	调整前			调整后		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	146,029	171,888	195,008	135,068	154,588	172,357
变动幅度				-7.5%	-10.1%	-11.6%
营业成本(百万元)	122,415	142,573	163,208	114,016	130,224	145,455
变动幅度				-6.9%	-8.7%	-10.9%
销售费用(百万元)	6250	7305	8190	5133	5411	6205
变动幅度				-17.9%	-25.9%	-24.2%
管理费用(百万元)	9492	11173	12442	10400	10821	12065
变动幅度				9.6%	-3.2%	-3.0%
财务费用(百万元)	3215	4365	4305	3135	4100	4274
变动幅度				-2.5%	-6.1%	-0.7%
投资收益(百万元)	400	420	460	300	420	460
变动幅度				-25.0%	0.0%	0.0%
营业利润(百万元)	4846	6020	6755	2787	3914	4607
变动幅度				-42.5%	-35.0%	-31.8%
利润总额(百万元)	5016	6220	6975	2837	4064	4707
变动幅度				-43.4%	-34.7%	-32.5%
净利润(百万元)	4264	5287	5929	2412	3455	4001
变动幅度				-43.4%	-34.7%	-32.5%
归属于母公司净利润(百万元)	3522	4694	5452	1670	2862	3525
变动幅度				-52.6%	-39.0%	-35.3%
每股收益(元)	1.29	1.72	2.00	0.61	1.05	1.29
变动幅度				-52.7%	-39.0%	-35.5%
毛利率	16.2%	17.1%	16.3%	15.6%	15.8%	15.6%
变动幅度				-0.6%	-1.3%	-0.7%
净利率	2.4%	2.7%	2.8%	1.2%	1.9%	2.0%
变动幅度				-1.2%	-0.9%	-0.8%

资料来源：WIND、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	9,903	13,052	10,805	12,367	49,636	营业收入	105,915	130,055	135,068	154,588	172,357
应收账款	51,881	49,284	52,677	54,106	55,154	营业成本	85,775	108,725	114,016	130,224	145,455
预付账款	849	359	1,486	1,700	1,896	营业税金及附加	1,329	2,146	1,962	2,398	2,258
存货	19,873	26,330	29,644	32,556	36,364	营业费用	4,925	4,729	5,133	5,411	6,205
其他	20,179	26,186	33,784	37,120	37,869	管理费用	6,786	8,750	10,400	10,821	12,065
流动资产合计	102,684	115,211	128,396	137,850	180,919	财务费用	2,314	2,997	3,135	4,100	4,274
长期股权投资	3,065	3,561	3,561	3,561	3,561	资产减值损失	243	1,018	183	416	215
固定资产	43,245	43,679	48,155	71,917	80,793	公允价值变动收益	(118)	(5)	(62)	(34)	(48)
在建工程	4,513	5,639	10,016	31,900	19,671	投资净收益	(206)	248	300	420	460
无形资产	10,098	11,314	9,698	8,081	6,465	其他	1,193	2,310	2,310	2,310	2,310
其他	14,494	15,168	7,555	7,634	7,614	营业利润	5,411	4,242	2,787	3,914	4,607
非流动资产合计	75,415	79,361	78,985	123,093	118,105	营业外收入	279	230	100	200	150
资产总计	178,099	194,571	207,381	260,942	299,024	营业外支出	69	86	50	50	50
短期借款	35,775	37,789	52,880	90,630	37,034	利润总额	5,621	4,386	2,837	4,064	4,707
应付账款	23,320	25,142	22,803	26,045	29,091	所得税	704	829	426	610	706
其他	45,902	53,638	59,790	65,134	154,684	净利润	4,917	3,556	2,412	3,455	4,001
流动负债合计	104,997	116,569	135,473	181,809	220,809	少数股东损益	850	776	742	593	476
长期借款	6,369	6,848	4,858	8,797	4,163	归属于母公司净利润	4,066	2,780	1,670	2,862	3,525
应付债券	4,493	7,077	4,500	4,500	4,500	每股收益(元)	1.49	1.02	0.61	1.05	1.29
其他	2,283	3,384	0	0	0						
非流动负债合计	13,145	17,308	9,358	13,297	8,663						
负债合计	118,142	133,877	144,831	195,106	229,472	主要财务比率					
少数股东权益	4,953	5,496	6,237	6,830	7,307		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
股本	2,728	2,728	2,728	2,728	2,728	成长能力					
资本公积	24,474	24,524	24,524	24,524	24,524	营业收入	2.4%	22.8%	3.9%	14.5%	11.5%
留存收益	22,646	24,341	25,454	28,149	31,388	营业利润	-9.6%	-21.6%	-34.3%	40.4%	17.7%
其他	5,156	3,605	3,605	3,605	3,605	归属于母公司净利润	-19.5%	-31.6%	-39.9%	71.4%	23.2%
股东权益合计	59,957	60,694	62,549	65,837	69,552	获利能力					
负债和股东权益总计	178,099	194,571	207,381	260,942	299,024	毛利率	19.0%	16.4%	15.6%	15.8%	15.6%
						净利率	3.8%	2.1%	1.2%	1.9%	2.0%
						ROE	7.7%	5.0%	3.0%	5.0%	5.8%
						ROIC	6.3%	5.0%	4.0%	4.4%	5.0%
						偿债能力					
						资产负债率	66.3%	68.8%	69.8%	74.8%	76.7%
						净负债率	77.7%	76.0%	96.1%	151.3%	6.4%
						流动比率	0.98	0.99	0.95	0.76	0.82
						速动比率	0.78	0.76	0.72	0.58	0.65
						营运能力					
						应收账款周转率	2.2	2.5	2.6	2.8	3.1
						存货周转率	4.5	4.6	4.0	4.1	4.1
						总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
						每股指标(元)					
						每股收益	1.49	1.02	0.61	1.05	1.29
						每股经营现金流	2.33	4.59	-0.22	6.80	39.09
						每股净资产	20.16	20.23	20.64	21.63	22.82
						估值比率					
						市盈率	29.2	42.8	71.2	41.5	33.7
						市净率	2.2	2.2	2.1	2.0	1.9
						EV/EBITDA	9.6	9.4	10.3	7.7	6.3
						EV/EBIT	17.4	18.6	22.7	16.8	15.1

现金流量表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	4,917	3,556	2,412	3,455	4,001
折旧摊销	6,234	7,019	7,140	9,473	12,336
财务费用	2,314	2,997	3,135	4,100	4,274
投资损失	206	(248)	(300)	(420)	(460)
营运资金变动	(7,779)	5,663	(13,569)	1,484	86,223
其它	475	(6,464)	573	449	263
经营活动现金流	6,368	12,523	(609)	18,542	106,638
资本支出	(10,658)	(9,334)	(14,393)	(53,784)	(7,443)
长期投资	(1,851)	3,671	0	0	0
其他	(3,455)	(8,568)	4,835	(74)	592
投资活动现金流	(15,964)	(14,231)	(9,559)	(53,857)	(6,851)
债权融资	3,460	886	(3,478)	3,395	(4,362)
股权融资	2	50	0	0	0
其他	7,706	2,980	11,399	33,483	(58,156)
筹资活动现金流	11,168	3,917	7,921	36,877	(62,518)
汇率变动影响	6	6	0	0	0
现金净增加额	1,577	2,215	(2,247)	1,562	37,269

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn