

三季度业绩承压, 毛利率环比改善

投资要点

- **业绩总结:** 公司公布2018年三季度报, 前三季度实现营收193.7亿元, 同比增长2%, 实现归属上市公司股东净利润12.0亿元, 同比下滑37.0%, 实现扣非净利润10.2亿元, 同比下滑41.7%; 第三季度实现营收73.6亿元, 同比下滑24.0%, 实现归属上市公司股东净利润5.8亿元, 同比下滑47.0%, 实现扣非净利润5.0亿元, 同比下滑50.5%。
- **销量承压, 毛利率环比改善。** 前三季度公司客车总销量39541辆, 同比下滑4.11%, 其中第三季度销量14761辆, 同比下滑23.9%, 主要原因是受过渡期(第二季度)新能源客车销量透支的影响, 第三季度销量有所承压。前三季度毛利率为23.6%, 较去年同期下滑2个百分点, 其中第三季度毛利率为27.3%, 较去年同期提升0.9个百分点, 环比大幅提升, 我们认为在补贴大幅退坡的情况下, 三季度毛利率改善明显的主要原因为上游电池价格的降价的确认与新车型的投入。销售费用率、管理费用率(研发费用)、财务费用率分别为7.7%、8.1%和0.4%, 分别同比变动0.7%、2.3%和-0.7%。其中管理费用率大幅提升的主要原因来自于研发费用的大幅提升。
- **四季度有望冲量, 预计全年销量稳定。** 四季度为客车传统旺季, 过渡期销量透支的影响有望进一步释放, 同时在补贴退坡的预期下, 四季度销量环比有望得到较大程度改善。但去年四季度基数较大, 单季度出现销量同比大幅提升的可能性较低, 预计全年销量保持稳定。短期来看, 公司业绩受补贴退坡影响较大。中长期来看, 补贴的大幅退坡将加速行业的整合, 部分落后产能将逐步出清, 公司市场份额有望因此得到稳步提升。
- **盈利预测与评级。** 预计2018-2020年归母净利润为31.8/33.7/34.8亿元, EPS分别为1.44/1.52/1.57元, 对应PE分别为9倍、8倍、8倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 新能源客车推广或不及预期; 新能源客车运营出现事故对行业产生重大不利影响; 补贴大幅退坡等风险。

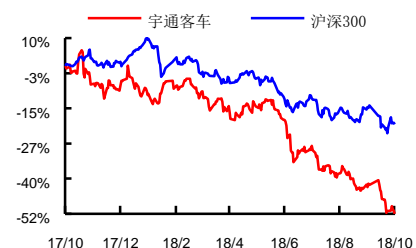
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	33221.95	35243.17	36079.67	36958.00
增长率	-7.33%	6.08%	2.37%	2.43%
归属母公司净利润(百万元)	3129.19	3181.07	3372.00	3482.18
增长率	-22.62%	1.66%	6.00%	3.27%
每股收益EPS(元)	1.41	1.44	1.52	1.57
净资产收益率ROE	20.30%	19.29%	19.08%	18.83%
PE	8.7	8.6	8.1	7.8
PB	1.74	1.63	1.52	1.45

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘洋
执业证号: S1250518090002
电话: 021-58351909
邮箱: liuyqc@swsc.com.cn
联系人: 宋伟健
电话: 021-58351812
邮箱: swj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	22.14
流通A股(亿股)	22.14
52周内股价区间(元)	11.75-26.74
总市值(亿元)	272.31
总资产(亿元)	372.42
每股净资产(元)	7.04

相关研究

1. 宇通客车(600066): 补贴退坡盈利承压 (2018-08-28)
2. 宇通客车(600066): 受补贴政策过渡期干扰, 短期盈利能力下降 (2018-04-25)
3. 宇通客车(600066): 业绩受行业及计提拖累, 市占率提升仍有空间 (2018-04-03)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	33221.95	35243.17	36079.67	36958.00	净利润	3167.85	3223.95	3416.75	3528.10
营业成本	24478.64	26971.51	27423.82	28066.45	折旧与摊销	711.38	875.29	943.70	1019.57
营业税金及附加	185.64	179.91	186.36	192.75	财务费用	492.11	139.32	170.71	160.85
销售费用	2353.43	2495.22	2532.79	2587.06	资产减值损失	560.35	-100.00	0.00	0.00
管理费用	2051.28	2015.91	2020.46	2069.65	经营营运资本变动	-5894.87	-2630.86	-1102.72	-1004.11
财务费用	492.11	139.32	170.71	160.85	其他	-785.78	1015.45	34.85	32.30
资产减值损失	560.35	-100.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-1748.96	2523.16	3463.30	3736.72
投资收益	86.31	23.25	22.56	27.94	资本支出	316.61	-1000.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	121.32	-40.00	0.00	0.00	其他	-1135.12	21.28	22.56	27.94
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-818.51	-978.72	-977.44	-972.06
营业利润	3601.55	3524.56	3768.09	3909.17	短期借款	770.15	1529.85	-300.00	-200.00
其他非经营损益	34.39	192.86	172.72	156.38	长期借款	21.24	0.00	0.00	0.00
利润总额	3635.95	3717.42	3940.81	4065.55	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	468.10	493.47	524.06	537.45	支付股利	-2213.94	-1110.86	-2226.75	-2697.60
净利润	3167.85	3223.95	3416.75	3528.10	其他	349.97	-1164.03	-170.71	-160.85
少数股东损益	38.65	42.88	44.75	45.92	筹资活动现金流净额	-1072.59	-745.04	-2697.46	-3058.45
归属母公司股东净利润	3129.19	3181.07	3372.00	3482.18	现金流量净额	-3648.82	799.40	-211.61	-293.80
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2487.71	3287.11	3075.49	2781.70	成长能力				
应收和预付款项	19925.69	19438.83	20641.20	21847.28	销售收入增长率	-7.33%	6.08%	2.37%	2.43%
存货	3074.44	3395.71	3454.00	3536.82	营业利润增长率	-18.02%	-2.14%	6.91%	3.74%
其他流动资产	1943.40	2011.61	2055.58	2101.74	净利润增长率	-22.78%	1.77%	5.98%	3.26%
长期股权投资	664.49	664.49	664.49	664.49	EBITDA 增长率	-10.72%	-5.53%	7.56%	4.24%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	4280.02	4391.41	4454.39	4461.50	毛利率	26.32%	23.47%	23.99%	24.06%
无形资产和开发支出	1427.11	1441.56	1436.01	1410.46	三费率	14.74%	13.20%	13.09%	13.04%
其他非流动资产	2362.54	2361.40	2360.27	2359.14	净利率	9.54%	9.15%	9.47%	9.55%
资产总计	36165.41	36992.12	38141.43	39163.14	ROE	20.30%	19.29%	19.08%	18.83%
短期借款	770.15	2300.00	2000.00	1800.00	ROA	8.76%	8.72%	8.96%	9.01%
应付和预收款项	16502.26	14572.54	14806.78	15162.35	ROIC	33.85%	22.62%	21.86%	21.15%
长期借款	21.24	21.24	21.24	21.24	EBITDA/销售收入	14.46%	12.88%	13.53%	13.77%
其他负债	3265.91	3381.57	3406.65	3442.28	营运能力				
负债合计	20559.55	20275.34	20234.66	20425.86	总资产周转率	0.93	0.96	0.96	0.96
股本	2213.94	2213.94	2213.94	2213.94	固定资产周转率	7.80	9.01	9.47	9.85
资本公积	1278.77	1278.77	1278.77	1278.77	应收账款周转率	2.05	1.99	1.95	1.87
留存收益	11004.86	13075.07	14220.32	15004.90	存货周转率	9.46	8.14	7.82	7.85
归属母公司股东权益	15499.74	16567.78	17713.03	18497.61	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	87.34%	—	—	—
少数股东权益	106.12	149.00	193.75	239.67	资本结构				
股东权益合计	15605.86	16716.78	17906.77	18737.27	资产负债率	56.85%	54.81%	53.05%	52.16%
负债和股东权益合计	36165.41	36992.12	38141.43	39163.14	带息债务/总负债	3.85%	11.45%	9.99%	8.92%
					流动比率	1.47	1.53	1.59	1.63
					速动比率	1.31	1.35	1.41	1.44
					股利支付率	70.75%	34.92%	66.04%	77.47%
					每股指标				
					每股收益	1.41	1.44	1.52	1.57
					每股净资产	7.05	7.55	8.09	8.46
					每股经营现金	-0.79	1.14	1.56	1.69
					每股股利	1.00	0.50	1.01	1.22
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	4805.04	4539.17	4882.50	5089.60					
PE	8.70	8.56	8.08	7.82					
PB	1.74	1.63	1.52	1.45					
PS	0.82	0.77	0.75	0.74					
EV/EBITDA	4.80	5.23	4.85	4.67					
股息率	8.13%	4.08%	8.18%	9.91%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn