

## 三季度业绩承压 毛利率环比回升

核心观点:

### 1. 投资事件

2018年10月28日,公司披露三季报。前三季度实现营业收入193.7亿元,同比增长2.0%;归母净利润11.9亿元,同比下滑37.04%。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 销量提前透支降低营收, 毛利率环比回升

公司第三季度营收70.6亿,同比减少24.01%,归母净利润5.8亿元,同比下降47%,主要原因是公司在三季度的客车销量有明显下降,三季度客车销量为14761量,同比去年同期下降23.9%,由于三季度销量仍旧大于去年1-9月销量,我们认为销量降低是上半年销量透支了三季度的需求。公司三季度毛利率较二季度上升了2.22%,系Q3的电池成本降低以及终端产品配置提升所致。

#### (二) 加大研发投入, 放眼新能源发展

公司三季度研发费用达4.68亿元,同比增加82.5%,公司大力投资新能源汽车的研发,一方面说明目前新能源汽车政策补贴退坡严重,另一方面体现公司未来稳固客车行业龙头的决心。现阶段而言电池成本的降低能够有效帮助毛利率回升,预计在19、20年时,公司研发的新款新能源客车将持续适应于门槛较高的政策补贴,预计毛利率将继续上行。

#### (三) 新能源客车市占率高, 发展产能面向全球市场

公司三季度销售新能源客车3475台,前三季度市占率为23%,公司将持续受益于低成本和规模成本带来的效益。公司在九月底签订了21亿元的新能源项目,用于投资建厂,产能将继续放大,年产可达6万辆纯电动商用车。同时公司的海外业务发展良好,在非洲各国已经成为了第一大客车品牌,公司也不断加大在俄罗斯、古巴、委内瑞拉等地的客车出口,作为龙头企业,国际市场会给公司带来更大的发展空间。

### 3. 投资建议

作为商用客车行业国内上市公司的龙头,公司Q4毛利率预计将持续提升。长期看好其龙头地位带来的成本和规模效应、高研发投入、全球化的投资机会。预计18-20年归母净利为32.2亿/36.2亿/40.5亿元,同比增长2.93%/12.48%/11.73%,对应PE为8.5/7.5/6.7倍,下调评级,给予“谨慎推荐”评级。

### 4. 风险提示

新能源客车销量不达预期、海外出口不达预期。

宇通客车 (600066.SH)

谨慎推荐 下调评级

### 分析师

周然

☎: 010-66568494

✉: zhouran@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514020001

联系人:

李泽晗

☎: 021-68597610

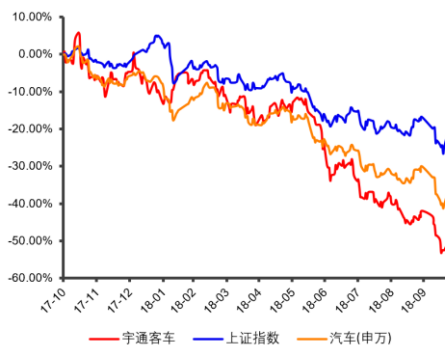
✉: lizehan@chinastock.com.cn

### 市场数据

2018/10/26

A股收盘价(元)	12.30
A股一年内最高价(元)	27.26
A股一年内最低价(元)	12.30
上证指数	2598.85
市盈率(TTM)	9.26
总股本(万股)	221393.92
实际流通A股(万股)	221393.92
限售的流通A股(万股)	0
流通A股市值(亿元)	272.31

### 公司股价表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院



主要财务指标

指标/年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	33221.95	34,814.74	37,240.87	40,212.80
增长率 (%)	-7.33	4.79	6.97	7.98
归属母公司股东净利润	3,129.19	3,220.73	3,622.71	4,047.50
增长率 (%)	-22.62	2.93	12.48	11.73
每股收益 (EPS)	1.41	1.45	1.64	1.83
净资产收益率 (ROE)	20.19%	18.81%	18.71%	18.54%
市盈率 (P/E)	17.03	8.46	7.52	6.73

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**周然，证券分析师。**本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。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而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、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究部

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 楼  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：詹璐	0755-83453719	<a href="mailto:zhanlu@chinastock.com.cn">zhanlu@chinastock.com.cn</a>
海外机构：尚薇	010-83574522	<a href="mailto:shangwei@chinastock.com.cn">shangwei@chinastock.com.cn</a>
北京地区：王婷	010-66568908	<a href="mailto:wangting@chinastock.com.cn">wangting@chinastock.com.cn</a>
海外机构：舒英婷	010-66561317	<a href="mailto:shuyingting@chinastock.com.cn">shuyingting@chinastock.com.cn</a>
上海地区：何婷婷	021-20252612	<a href="mailto:hetingting@chinastock.com.cn">hetingting@chinastock.com.cn</a>