

毛利率回升，19 年开源节流有望边际改善

2019 年 4 月 3 日

刘伟浩 (分析师)

电话: 020-88832824
 邮箱: liuweihao@gzgzhs.com.cn
 执业编号: A1310517040001

事件:

公司近日发布 2018 年年报。2018 全年营业收入为 317.46 亿元，同比下降 4.44%；归母净利润为 23.01 亿元，同比下降 26.45%；其中 2018Q4 实现营业收入 123.72 亿元，同比下降 13.04%；归属母公司净利润 11.04 亿，同比减少 10.03%。

点评:

- **新能源补贴退坡使盈利增速承压，毛利率前低后高、触底回升。**2018 年公司收入/归母/扣非净利润降幅分别为 4.44%、26.45%、36.40%。全年毛利率/净利率分别为 25.33%、7.33%，同比下降 0.99pct、2.21pct，净利率为 2012 年来新低。分季度看，Q4 实现营业总收入分别为 123.72 亿元，同比下降 24.01%、13.04%。Q1/Q2 毛利率分别为 22.7%、20.6%，Q3/Q4 毛利率分别为 27.3%、28%，下半年毛利率明显回升，公司通过降本、提高产品附加值等手段有效提升毛利率。Q4 净利率 9.03%，同比提升 0.33pct，环比提升 1.08pct。公司营收下降，主要受传统公路客运市场萎缩、新能源补贴退坡影响。2018 年公司在大中型客车市场的总体市占率 34.5%，下滑 1pct，主要是因为公司追求高质量订单，未参与其他公司低价竞争。公司将增强销售端价格管理能力，在毛利率和市场份额之间争取更好的平衡。
- **研发费用上升影响短期净利润，国补应收款持续下降。**2018 年公司费用率 17.23%，同比增加 2.5pct。其中销售费用率 7.91%，同比增加 0.83pct，管理费用与研发费用率两项占比 8.30%，同比增加 2.13pct，财务费用率 1.02%，同比下降 0.46pct。Q4 期间费用率 19.01%，其中销售费用率 8.28%，管理费用与研发费用率两项占比 8.67%。销售费用增加，主要是报告期内客户平均融资期限拉长导致融资服务费增加所致；财务费用下降，主要来源于汇率波动带来的汇兑损益增加。公司 2018 年加大研发投入，新增约 700 名研发人员，全年研发投入 18.6 亿，研发费用占销售百分比高达 5.87%，研发费用是费用率偏高的主要原因。全年经营活动现金流量净额 25.78 亿元，其中 Q4 经营活动现金流量净额 38.90 亿元。国补应收款年初余额 115 亿，中期余额 104 亿，年末余额 96 亿，主要是补贴回款，应收账款保理带来的减量和销售带来的增量共同作用的结果。国补应收款计提 8.5 亿减值，未来大部分可以冲回，对报表的影响较小。
- **产品高端化、智能网联化，新能源客车量价双升。**全年新能源客车总销量 24748 辆，其中纯电动客车销量 22744 辆，同比增长 11.79%。传统客车均价 42.5 万元，同比提升 5.4%，纯电动客车均价 66.05 万元，同比提升 1.9%，主要源于高端智能网联车型的推出和 10 米以上大型车需求的上升。高端车型 T7 全年销量超 1200 辆，其中于进博会期间推出的高端智能网联新能源公交，销量超过 750 辆。燃料电池公交方面，公司实现了在郑州、张家口等地的批量推广应用，目前处于尝试推广期。公司持续加大研发投入，推动产品往高端化、智能化、网联化方向发展。
- **2019 年开源节流有看点，存在边际改善预期。**1) **增收：**新能源客车仍然是主要销量增长点，公司 19 年新能源销量目标为 25500-26000 台。海外市场，已于 17 年下半年立项海外新能源公交产品，预计 19 年下半年量产。房车市场规模小，近年来消费升级拉动市场快速增长，增速在 30% 以上，继续贡献营收增量。2) **控费：**三电成本仍有下降空间；研发费用率下降；国补计提冲回。
- **盈利预测与估值：**预计 19/20/21 年的净利润将分别达到 27.17、29.34、31.15 亿，对应 18%、8%、6% 的增速。19/20/21 年 EPS 分别为 1.23、1.33、1.41 元，当前股价对应市盈率分别是 12 倍、11 倍、10 倍 PE。我们首次给予公司“强烈推荐”评级，目标价 20 元，相当于 19 年 16 倍 PE。
- **风险提示：**补贴退坡致毛利率下滑风险；国际摩擦导致海外订单不达预期风险。

强烈推荐 (首次)

现价: 15.32

目标价: 20

股价空间: 30%

汽车行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
宇通客车	6.11%	26.89%	2.93%
汽车零部件	2.21%	20.03%	1.01%
沪深 300	7.27%	35.45%	16.96%

基本资料

总市值 (亿元)	334.305
总股本 (亿股)	22.139
流通股比例	100%
资产负债率	51%
大股东	郑州宇通集团有限公司
大股东持股比例	37%

相关报告:

主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	31745.84	32580.00	33240.00	34020.00
同比(%)	-4.44%	2.63%	2.03%	2.35%
归母净利润(百万元)	2301.49	2717.69	2934.18	3115.35
同比(%)	-26.45%	18.08%	7.97%	6.17%
毛利率(%)	25.33%	26.00%	26.50%	27.00%
ROE(%)	14.22%	15.91%	16.17%	15.69%
每股收益(元)	1.04	1.23	1.33	1.41
P/E	14.74	12.48	11.56	10.89
P/B	2.17	1.97	1.81	1.65
EV/EBITDA	0.92	7.34	6.66	5.65

附录：公司财务预测表

资产负债表	单位：百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	27968	30493	32435	35229
现金	2912	6729	7847	10759
应收账款	17273	16570	17077	16974
其它应收款	1351	872	992	1072
预付账款	669	399	456	508
存货	3833	2944	3284	3353
其他	1930	2980	2779	2563
非流动资产	8831	7615	6910	5999
长期投资	674	553	630	619
固定资产	3813	3440	2785	2181
无形资产	1181	1048	886	692
其他	3163	2574	2610	2507
资产总计	36799	38109	39346	41228
流动负债	17775	18783	18403	18320
短期借款	5	258	345	203
应付账款	0	6182	4786	3656
其他	17770	12342	13273	14462
非流动负债	2268	1922	2044	2090
长期借款	19	25	34	38
其他	2249	1896	2010	2052
负债合计	20043	20704	20447	20410
少数股东权益	115	157	192	227
股本	2214	2214	2214	2214
资本公积	1279	1279	1279	1279
留存收益	12144	13755	15213	17099
归属母公司股东权益	15637	17248	18706	20591
负债和股东权益	36799	38109	39346	41228

现金流量表	单位：百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2579	3793	2108	3860
净利润	2328	2718	2934	3115
折旧摊销	666	695	717	723
财务费用	325	-362	-289	-220
投资损失	-111	-62	-86	-87
营运资金变动	-661	1937	-1202	184
其它	33	-1133	34	143
投资活动现金流	-153	513	98	201
资本支出	-1058	53	62	-32
长期投资	-837	334	-166	-0
其他	1742	127	202	234
筹资活动现金流	-1554	-490	-1088	-1149
短期借款	-765	253	86	-142
长期借款	-2	6	8	4
普通股增加	0	0	0	0
资本公积金增加	0	0	0	0
其他	-787	-750	-1183	-1011
现金净增加额	873	3817	1119	2912

数据截至 2019-4-3

利润表	单位：百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	31746	32580	33240	34020
营业成本	23706	24109	24431	24835
营业税金及附加	195	176	190	196
营业费用	2512	2606	2659	2722
管理费用	772	2769	2659	2722
财务费用	325	-362	-289	-220
资产减值损失	200	384	387	337
公允价值变动收益	-151	9	-7	-49
投资净收益	111	62	86	87
营业利润	2468	2968	3281	3466
营业外收入	99	191	114	134
营业外支出	20	24	20	21
利润总额	2547	3135	3375	3580
所得税	218	376	405	430
净利润	2328	2759	2970	3150
少数股东损益	27	41	36	35
归属母公司净利润	2301	2718	2934	3115
EBITDA	3170	3768	4003	4183
EPS (摊薄)	1.04	1.23	1.33	1.41

主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
会计年度				
成长能力				
营业收入增长率	-4.4%	2.6%	2.0%	2.3%
营业利润增长率	-31.5%	20.3%	10.6%	5.6%
归属于母公司净利润增长率	-26.5%	18.1%	8.0%	6.2%
获利能力				
毛利率	23.7%	23.2%	23.5%	23.8%
净利率	8.1%	7.2%	7.4%	7.3%
ROE	14.2%	15.9%	16.2%	15.7%
ROIC	14.6%	15.4%	15.1%	14.6%
偿债能力				
资产负债率	54.5%	54.3%	52.0%	49.5%
净负债比率	0.21%	1.44%	1.94%	1.26%
流动比率	1.57	1.62	1.76	1.92
速动比率	1.36	1.47	1.58	1.74
营运能力				
总资产周转率	0.87	0.87	0.86	0.84
应收账款周转率	1.83	1.93	1.98	2.00
应付账款周转率	5.80	7.80	4.46	5.88
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.04	1.23	1.33	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)	1.17	1.71	0.95	1.74
每股净资产(最新摊薄)	7.06	7.79	8.45	9.30
估值比率				
P/E	14.74	12.48	11.56	10.89
P/B	2.17	1.97	1.81	1.65
EV/EBITDA	0.92	7.34	6.66	5.65



分析师简介:

刘伟浩: 广证恒生汽车行业分析师, 中山大学工商管理硕士, 浙江大学工业设计、计算机科学与技术双学士。具有 A 股和港股跨市场的研究经验, 8 年买方投研经验。2016 年加入广证恒生。

广证恒生:

地址: 广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼

电话: 020-88836132, 020-88836133

邮编: 510623

股票评级标准:

强烈推荐: 6 个月内相对强于市场表现 15% 以上;

谨慎推荐: 6 个月内相对强于市场表现 5%—15%;

中性: 6 个月内相对市场表现在 -5%—5% 之间波动;

回避: 6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

分析师承诺:

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内, 公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示:

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东 (广州证券股份有限公司) 各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度, 有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下, 投资者阅读本报告时, 我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 或者可能正在为这些公司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。法律法规政策许可的情况下, 我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险, 投资需谨慎。