

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@gzgzs.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)

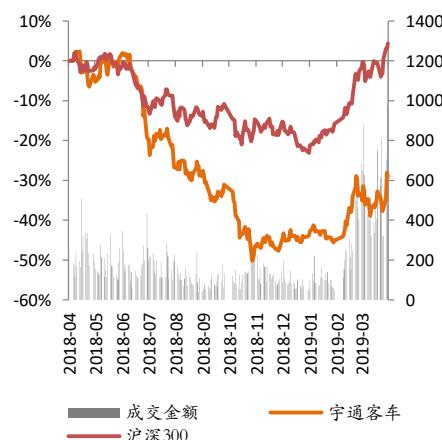
现价: 15.32

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(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 |
| 普通股股本增加 | | 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 | | | | | |
|---------------|--|--------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 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% |
| 盈利能力 | | | | | |
| 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。