

## 盈利能力回升，明年情况大概率变好

2019年8月27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2019年中报。期内营业收入125亿元，同比增长4.06%；归属于上市公司股东的净利润6.83亿元，同比增长10.78%。基本每股收益0.31元。

### 点评：

- 补贴退坡背景下盈利能力回升，公司展现优秀管理能力。**2019H1公司收入/归母/扣非净利润降幅分别为4.06%、10.78%、0.66%。上半年毛利率、净利率分别为22.94%、5.54%，同比上升1.52pct、0.33pct，盈利能力小幅提升。Q1/Q2毛利率分别为24.28%、22.1%。分季度看，Q2实现收入76.67亿元、归母净利润3.72亿元，分别同比增长4.2%、15.7%。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。分市场来看，国内销量22473台，国内市场占有率39.18%，增加3.48个百分点。出口2956，市占率26.39%，下降2.67个百分点。由于海外市场新能源产品推迟到年底上市，出口销量下半年有望回升。新能源客车销量8834台，同比增长1%。
- 研发费用率处于阶段性高点，产品密集升级换代。**2019H1公司费用率18.04%，同比增加2.13pct。其中销售费用率8.23%，管理费用与研发费用两项占比8.97%，同比增加2.13pct，财务费用率0.84%。其中研发费用7.92亿，同期增长27%。公司持续加大研发投入，研发费用占销售百分比高达6.63%，在同业中处于较高水平。研发主要投向：1)公路、公交换代新产品的设计与开发；2)T7商务车、海外高端公交、旅游、CL6/CL7等高端产品研发。经营活动现金流量净额20.7亿元。国补应收款年初余额96亿，年中余额变动不大。期间收到国补拨付十几亿元。
- 大中型客车占比提升，产品高端化，产品均价上升。**量价方面，上半年销量25429台，同比增长2.62%，均价49.2万元，同比上升1.4%。其中，一季度均价45.7万元，二季度均价51.6万元，均价提升明显，主要是产品结构变化（轻型占比下降、大中型占比上升），以及配置提升了产品单价。
- 2019年开源节流有看点，存在边际改善预期。**1)增收：全年销量目标63000台，其中新能源销量目标为25500-26000台。据传明年补贴很可能不退坡，市场需求趋稳。海外市场，海外新能源公交产品19年年底上市。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；研发费用率处于阶段高点，后面有望下降；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。我们维持给予公司“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。

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	13.8	11.67	10.79	10.18

### 强烈推荐（维持）

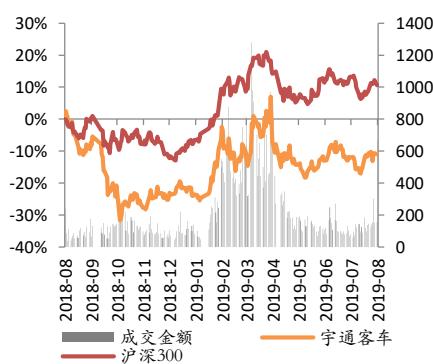
现价： 14.36

目标价： 20

股价空间： 39%

汽车行业

### 股价走势



### 股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
宇通客车	1.14%	3.42%	-8.83%
汽车整车	-4.94%	-2.85%	-11.77%
沪深300	-2.40%	3.54%	2.20%

### 基本资料

总市值(亿元)	294.45
总股本(亿股)	22.13
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：

广证恒生-汽车行业-宇通客车(600066)年报点评-毛利率回升，19年开源节流有望边际改善-2019.4.3

## 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 2019-8-27

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		13.8	11.67	10.79	10.18
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。