

2019年10月28日

盈利环比改善 看好海外和新品拓展

宇通客车(600066)

事件概述

公司发布2019年三季报,2019年Q1~Q3实现营收208.62亿元,同比增长7.7%;归母净利润13.25亿元,同比增长10.62%;扣非归母净利润11.19亿元,同比增长9.6%。其中2019Q3实现营收83.57亿元,同比增长13.6%;归母净利润6.42亿元,同比增长10.4%;扣非归母净利润5.97亿元,同比增长18.8%。

分析判断:

▶ 单车均价稳定,三季度营收随销量实现双位数增长

根据公司公告,2019Q3公司客车销量1.67万辆,同比增长13.2%;其中大型、中型、轻型客车的销量占比分别为38.5%、45.3%、16.2%,大型客车销量占比同比下降3.7pct。根据第一商用车网数据,2019Q3公司新能源客车销量0.62万辆,同比增长79.4%;新能源客车的销量占比达到37.0%,同比提升13.7pct。新能源客车销量占比提升对冲了大型客车销量占比下滑的影响,2019Q3公司单车均价达到50.0万元,同比略增0.2万元。总体销量的增长带动公司Q3营收同比增长13.6%。

▶ 费用控制有力,盈利能力环比明显改善

2019Q3公司毛利率24.14%,环比Q2提升2.04pct,同比下降3.13pct。三季度公司新能源客车销售主要集中在7月(7~9月销量分别为4,247/1,012/936辆),而2019年新能源公交车补贴过渡期为5月8日~8月7日,过渡期冲量带动Q3毛利率环比提升。公司在2019Q3期间费用率下降较多,其中:销售费用率同比提升1.37pct至7.84%,主要是因为年初以来大中客需求疲软,公司市场推广力度加大;管理费用率同比微增0.04pct至2.31%;研发费用率同比下降2.11pct至4.26%,过去5个季度中公司的研发费用率分别为6.37%/6.25%/8.62%/4.89%/4.26%,研发支出小高峰已过,今年Q2~Q3恢复到合理水平;财务费用率同比下降1.65pct至-0.35%,主要是因为现金流改善带动利息收入增加;四项费用率合计14.06%,同比下降2.35pct。虽然2019Q3公司毛利率仍不及去年同期水平,但费用率下降有效对冲了毛利率的下滑,公司净利率同比小幅下降0.17pct,环比Q2大幅提升2.84pct至7.88%。

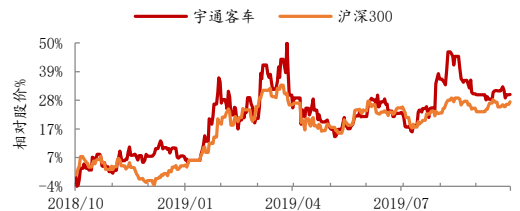
▶ 盈利水平处于底部区间,行业洗牌后公司市占率、利润率有望进一步改善

过去5年中补贴政策推动新能源客车需求快速释放,部分落后车企依赖补贴起死回生,产能出清的步伐随之放缓。目前随着

评级及分析师信息

评级: 增持
上次评级: 增持
目标价格: 14.56
最新收盘价: 13.92

股票代码: 600066
52周最高价/最低价: 16.6/10.6
总市值(亿): 308.18
自由流通市值(亿): 308.18
自由流通股数(百万): 2,213.94



分析师: 崔琰

邮箱: cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

联系人: 刘静远

邮箱: liujy1@hx168.com.cn

相关研究

1. 宇通客车(600066)2019H1中报点评:盈利改善 市占率稳步提升

2019.8.28

补贴加速退坡，落后车企已处于亏损状态，而宇通凭借卓越的产品竞争力和成本控制能力，盈利水平远超其他竞争对手，随着落后产能出清，公司市占率、利润率有望进一步改善。

投资建议

公司出口销量一直维持行业领先，同时针对国内快速增长的商务出行、房车领域也推出了有针对性的产品，海外市场和新品类都是公司未来重要的业务增长点。维持公司 2019-21 年归母净利润 24.9/28.5/32.0 亿元的盈利预测不变，对应 EPS 为 1.12/1.29/1.45 元，当前股价对应 PE 为 12.4/10.8/9.6x，参考公司过去 5 年估值中枢维持公司 2019 年 13 倍 PE 估值，对应目标价 14.56 元，维持“增持”评级。

风险提示

高铁建设推进、私家车普及导致客车需求进一步萎缩；新能源客车补贴加速退坡侵蚀客车企业利润。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	33221.95	31745.84	32705.32	35027.16	36817.05
YoY (%)	-7.33	-4.44	3.02	7.10	5.11
归母净利润(百万元)	3129.19	2301.49	2490.26	2850.76	3199.21
YoY (%)	-22.62	-26.45	8.20	14.48	12.22
毛利率 (%)	26.32	25.33	23.40	23.87	24.35
每股收益(元)	1.41	1.04	1.12	1.29	1.45
ROE (%)	20.19	13.83	13.02	12.97	12.71
市盈率	9.85	13.39	12.38	10.81	9.63

资料来源：公司公告，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	31745.84	32705.32	35027.16	36817.05	净利润	2328.38	2519.35	2884.06	3236.58
YoY (%)	-4.44%	3.02%	7.10%	5.11%	折旧和摊销	666.04	676.99	699.49	721.11
营业成本	23706.09	25051.99	26666.18	27853.05	营运资金变动	-661.27	693.36	-503.93	-418.24
营业税金及附加	195.04	200.94	215.20	226.20	经营活动现金流	2577.83	3708.03	2898.95	3356.52
销售费用	2511.79	2587.70	2771.41	2913.03	资本开支	-1053.26	-495.41	-585.08	-544.82
管理费用	771.85	795.18	851.63	895.15	投资	836.60	0.00	0.00	0.00
财务费用	324.67	-135.87	-221.83	-301.79	投资活动现金流	-152.76	-396.53	-479.91	-442.80
资产减值损失	200.15	0.00	0.00	0.00	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	111.45	98.88	105.16	102.02	债务募资	-2271.74	-5.00	0.00	0.00
营业利润	2468.00	2698.93	3096.68	3481.08	筹资活动现金流	-1553.95	-6.74	-0.95	-0.95
营业外收支	78.54	56.47	57.59	58.75	现金净流量	871.11	3304.77	2418.09	2912.77
利润总额	2546.53	2755.39	3154.28	3539.83	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	218.15	236.05	270.22	303.25	成长能力 (%)				
净利润	2328.38	2519.35	2884.06	3236.58	营业收入增长率	-4.44%	3.02%	7.10%	5.11%
归属于母公司净利润	2301.49	2490.26	2850.76	3199.21	净利润增长率	-26.45%	8.20%	14.48%	12.22%
YoY (%)	-26.45%	8.20%	14.48%	12.22%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.04	1.12	1.29	1.45	毛利率	25.33%	23.40%	23.87%	24.35%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率	7.33%	7.70%	8.23%	8.79%
货币资金	2912.00	6216.77	8634.86	11547.63	总资产收益率 ROA	6.25%	6.17%	6.41%	6.58%
预付款项	669.45	707.46	753.05	786.56	净资产收益率 ROE	13.83%	13.02%	12.97%	12.71%
存货	3832.62	3649.60	3884.76	4057.67	偿债能力 (%)				
其他流动资产	20553.83	21041.68	22485.03	23597.69	流动比率	1.57	1.68	1.79	1.91
流动资产合计	27967.91	31615.51	35757.70	39989.56	速动比率	1.32	1.45	1.55	1.68
长期股权投资	673.56	673.56	673.56	673.56	现金比率	0.16	0.33	0.43	0.55
固定资产	3812.84	3459.54	3121.52	2749.29	资产负债率	54.47%	52.23%	50.15%	47.74%
无形资产	1181.33	1141.53	1101.73	1061.93	经营效率 (%)				
非流动资产合计	8831.11	8733.37	8695.40	8600.98	总资产周转率	0.87	0.85	0.83	0.79
资产合计	36799.02	40348.89	44453.10	48590.53	每股指标 (元)				
短期借款	5.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.04	1.12	1.29	1.45
应付账款及票据	13937.88	14795.25	15748.56	16449.51	每股净资产	7.52	8.64	9.93	11.37
其他流动负债	3832.40	4011.23	4278.08	4477.98	每股经营现金流	1.16	1.67	1.31	1.52
流动负债合计	17775.28	18806.48	20026.64	20927.49	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	18.98	18.98	18.98	18.98	估值分析				
其他长期负债	2248.59	2248.59	2248.59	2248.59	PE	13.39	12.38	10.81	9.63
非流动负债合计	2267.57	2267.57	2267.57	2267.57	PB	1.58	1.61	1.40	1.22
负债合计	20042.85	21074.05	22294.21	23195.06					
股本	2213.94	2213.94	2213.94	2213.94					
少数股东权益	115.26	144.35	177.65	215.02					
股东权益合计	16756.17	19274.84	22158.89	25395.48					
负债和股东权益合计	36799.02	40348.89	44453.10	48590.53					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔琰：

刘静远：

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会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，也可能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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。