

## 产品结构继续优化，布局自动驾驶客车



## 核心观点

- **6月销量有所回落，上半年产品结构不断优化。**公司6月销售客车5028辆，受公司17年6月销量基数较大以及今年6月11日新能源客车补贴过渡期正式结束的影响，公司6月客车销量同比下降9.60%。其中大、中、轻型客车销量分别为1423辆、821辆、2784辆；分别同比-7.05%、+51.48%、-20.21%。上半年累计销售客车28782辆，同比增长18.35%，整体来看好于行业平均水平。其中大、中、轻型客车销量分别为6524辆、2463辆、15333辆，分别同比+31.19%、108.81%、-1.65%。公司上半年大、中客增量明显，销量累计13702辆，同比增长52.64%，同时累计销量占比达47.61%，较去年同期提高10.65个百分点，产品结构持续改善。
- **公司新能源客车市场份额持续提升。**受新旧补贴政策更替影响，市场抢装现象明显。根据第一电动车数据，5月新能源客车销量14883辆，同比增长654%，创下历史新高。1-5月累计销量28995辆。公司1-5月新能源客车合计销售5332辆，市场占比达18.39%。下半年随着补贴新政正式落地，技术、客户领先的龙头企业有望获得超越行业的增长。在6月最新一批新能源客车推荐目录中公司共上榜32款车型，名列第一，预计公司未来市占率有望进一步上升。
- **联手百度，加码自动驾驶。**7月3日，公司与SB Drive、百度日本公司签订了《战略合作谅解备忘录》。三方合作开发阿波龙无人驾驶电动汽车，并争取于2018年底或2019年初在日本小批量供应。我们认为此次合作体现了公司强大技术能力，有利于公司在客车自动驾驶领域占据先发优势，将对公司自动驾驶汽车研发产生积极影响。

## 财务预测与投资建议

- 预测公司2018-2020年EPS分别为0.85、1.06、1.33元，参考可比公司估值，给予公司2018年22倍PE，目标价18.7元，买入评级。

## 风险提示

新能源客车政策低于预期、销量低于预期风险、福建省推广新能源客车低于预期、应收账款减值损失超预期的风险。

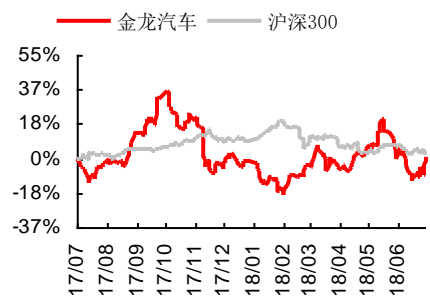
公司主要财务信息					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	21,828	17,736	22,060	25,526	29,196
同比增长	-18.7%	-18.7%	24.4%	15.7%	14.4%
营业利润（百万元）	(1,571)	821	1,076	1,119	1,494
同比增长	-235.6%	152.3%	31.1%	4.0%	33.5%
归属母公司净利润（百万元）	(719)	479	513	642	807
同比增长	-234.3%	166.6%	7.1%	25.3%	25.7%
每股收益（元）	(1.19)	0.79	0.85	1.06	1.33
毛利率	8.9%	18.7%	16.9%	16.9%	17.0%
净利率	-3.3%	2.7%	2.3%	2.5%	2.8%
净资产收益率	-19.3%	12.6%	12.1%	13.6%	14.8%
市盈率（倍）	(10.9)	16.4	15.3	12.2	9.7
市净率（倍）	2.2	2.0	1.8	1.6	1.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2018年07月05日）	12.96元
目标价格	18.70元
52周最高价/最低价	17.84/10.61元
总股本/流通A股（万股）	60,674/60,674
A股市值（百万元）	7,863
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2018年07月05日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现（%）	9.5	-6.4	2.8	-1.5
相对表现（%）	11.8	6.7	16.1	7.2
沪深300（%）	-2.4	-13.1	-13.3	-8.7



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 姜雪晴  
021-63325888\*6097  
jiangxueqing@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860512060001

## 相关报告

新能源客车市场份额提升，产品结构向好	2018-06-11
收购子公司少数股东股权，有望提升协同效应及增厚盈利	2018-06-01
前4月销量持续增长，产品结构继续向好	2018-05-07

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	5,202	5,363	7,962	7,173	8,620	营业收入	21,828	17,736	22,060	25,526	29,196
应收账款	12,445	12,784	9,927	13,401	15,766	营业成本	19,885	14,412	18,341	21,212	24,242
预付账款	142	75	135	143	155	营业税金及附加	121	130	110	128	146
存货	1,436	1,252	1,467	1,690	1,993	营业费用	1,631	1,051	1,235	1,429	1,635
其他	2,954	2,519	2,766	2,945	3,231	管理费用	1,059	1,082	1,103	1,276	1,460
<b>流动资产合计</b>	<b>22,179</b>	<b>21,993</b>	<b>22,257</b>	<b>25,353</b>	<b>29,765</b>	财务费用	(79)	200	140	79	92
长期股权投资	150	148	163	179	197	资产减值损失	850	279	338	542	366
固定资产	1,846	1,820	2,404	3,244	3,219	公允价值变动收益	16	1	20	20	20
在建工程	74	52	264	305	62	投资净收益	52	120	145	120	100
无形资产	285	283	268	253	238	<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>119</b>	<b>119</b>	<b>119</b>	<b>119</b>
其他	654	804	625	617	610	营业利润	(1,571)	821	1,076	1,119	1,494
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,010</b>	<b>3,107</b>	<b>3,723</b>	<b>4,599</b>	<b>4,327</b>	营业外收入	192	20	280	240	200
<b>资产总计</b>	<b>25,190</b>	<b>25,100</b>	<b>25,980</b>	<b>29,952</b>	<b>34,091</b>	营业外支出	382	(65)	150	150	150
短期借款	1,025	1,783	1,000	1,469	2,421	利润总额	(1,760)	906	1,206	1,209	1,544
应付账款	7,380	7,068	6,806	7,872	8,996	所得税	135	1	181	181	232
其他	9,731	7,901	7,921	10,119	11,194	净利润	(1,894)	905	1,025	1,028	1,313
<b>流动负债合计</b>	<b>18,135</b>	<b>16,753</b>	<b>15,727</b>	<b>19,460</b>	<b>22,612</b>	少数股东损益	(1,176)	426	513	386	505
长期借款	599	943	2,205	1,700	1,574	归属于母公司净利润	(719)	479	513	642	807
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	-1.19	0.79	0.85	1.06	1.33
其他	2,009	2,105	1,845	1,562	1,362	<b>主要财务比率</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,608</b>	<b>3,048</b>	<b>4,050</b>	<b>3,262</b>	<b>2,936</b>		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	<b>20,743</b>	<b>19,801</b>	<b>19,777</b>	<b>22,721</b>	<b>25,548</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	879	1,272	1,785	2,170	2,675	营业收入	-18.7%	-18.7%	24.4%	15.7%	14.4%
股本	607	607	607	607	607	营业利润	-235.6%	152.3%	31.1%	4.0%	33.5%
资本公积	1,130	1,131	1,131	1,131	1,131	归属于母公司净利润	-234.3%	166.6%	7.1%	25.3%	25.7%
留存收益	1,317	1,770	2,161	2,804	3,611	<b>获利能力</b>					
其他	514	520	520	520	520	毛利率	8.9%	18.7%	16.9%	16.9%	17.0%
<b>股东权益合计</b>	<b>4,447</b>	<b>5,299</b>	<b>6,203</b>	<b>7,231</b>	<b>8,544</b>	净利率	-3.3%	2.7%	2.3%	2.5%	2.8%
<b>负债和股东权益</b>	<b>25,190</b>	<b>25,100</b>	<b>25,980</b>	<b>29,952</b>	<b>34,091</b>	ROE	-19.3%	12.6%	12.1%	13.6%	14.8%
<b>现金流量表</b>						ROIC	-26.8%	13.5%	11.4%	9.8%	11.3%
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	<b>偿债能力</b>					
净利润	(1,894)	905	1,025	1,028	1,313	资产负债率	82.3%	78.9%	76.1%	75.9%	74.9%
折旧摊销	268	199	247	350	417	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(79)	200	140	79	92	流动比率	1.22	1.31	1.42	1.30	1.32
投资损失	(52)	(120)	(145)	(120)	(100)	速动比率	1.12	1.21	1.30	1.20	1.21
营运资金变动	(2,117)	(1,661)	1,981	(1,232)	(1,242)	<b>营运能力</b>					
其它	2,159	(213)	251	239	146	应收账款周转率	1.7	1.3	1.8	2.0	1.8
<b>经营活动现金流</b>	<b>(1,717)</b>	<b>(691)</b>	<b>3,499</b>	<b>344</b>	<b>625</b>	存货周转率	7.6	8.3	10.6	10.9	10.7
资本支出	(295)	(119)	(1,267)	(1,263)	(5)	总资产周转率	0.9	0.7	0.9	0.9	0.9
长期投资	(2)	(34)	14	(14)	(16)	<b>每股指标 (元)</b>					
其他	(771)	827	166	140	120	每股收益	-1.19	0.79	0.85	1.06	1.33
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,068)</b>	<b>673</b>	<b>(1,086)</b>	<b>(1,137)</b>	<b>99</b>	每股经营现金流	-2.83	-1.14	5.77	0.57	1.03
债权融资	716	138	1,232	(386)	(138)	每股净资产	5.89	6.65	7.29	8.35	9.68
股权融资	1	1	0	0	0	<b>估值比率</b>					
其他	1,795	213	(1,045)	390	860	市盈率	-10.9	16.4	15.3	12.2	9.7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,512</b>	<b>352</b>	<b>187</b>	<b>5</b>	<b>722</b>	市净率	2.2	2.0	1.8	1.6	1.3
汇率变动影响	94	(76)	0	0	0	EV/EBITDA	-3.3	3.8	3.1	3.0	2.3
<b>现金净增加额</b>	<b>(178)</b>	<b>258</b>	<b>2,600</b>	<b>(789)</b>	<b>1,447</b>	EV/EBIT	-2.8	4.5	3.8	3.8	2.9

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

