

# 宇通客车 (600066.SH) 重大事项点评

## 全年销量超预期，龙头地位保障盈利能力

投资评级：买入（维持）

### 盈利预测与估值

|           | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 31,211 | 36,624 | 39,686 | 42,901 |
| 同比（%）     | 21.31  | 17.34  | 8.36   | 8.10   |
| 净利润（百万元）  | 3,535  | 4,044  | 4,439  | 4,804  |
| 同比（%）     | 35.31  | 14.39  | 9.77   | 8.22   |
| 毛利率（%）    | 25.33  | 25.10  | 24.80  | 24.50  |
| ROE（%）    | 27.49  | 27.17  | 25.96  | 24.63  |
| 每股收益（元）   | 1.60   | 1.83   | 2.01   | 2.17   |
| P/E       | 12     | 11     | 10     | 9      |
| P/B       | 3.34   | 2.89   | 2.52   | 2.21   |

2017年1月4日

首席证券分析师 高登

执业资格证书号码：S0600516070003

[gaod@dwzq.com.cn](mailto:gaod@dwzq.com.cn)

010-66573557

**事项：**宇通客车12月销售客车10859辆（同比+5.2%，环比+50.2%），其中大客3641辆（同比-23%，环比+11.9%），中客6717辆（同比+55.8%，环比+90.7%），轻客501辆（同比+61.0%，环比+11.1%）。  
**点评：**

公司2016年全年销售70988辆（同比+5.9%），略超市场预期，全年业绩高增长值得期待。随着传统客车销售旺季来临以及年底新能源汽车冲量，公司12月销售10859辆（同比+5.2%），相对于去年同期高基数仍有增长。公司1-12月累计销售客车7.1万辆，略超市场7万辆的预期；其中，新能源销量接近2.7万辆，销量占比约38%，超市场预期。预计2016年净利润40亿元，存在超预期的可能性。

**新补贴政策尘埃落定，保障行业高速发展，有利于优势企业胜出。**

2016年12月30日，四部委联合发布《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，主要调整思路包括：1) 提高推荐车型目录门槛并动态调整，加入整车能耗、续航里程、电池性能、安全要求等技术指标；2) 调整客车和专用车的补贴金额，降低了骗补和过补的可能性；3) 健全监管体系，督促新能源汽车的应用。我们认为，新补贴政策对新能源客车总量有一定负面影响，中大型客车占比将提升，同时有利于具有技术优势的龙头企业市场份额提升。

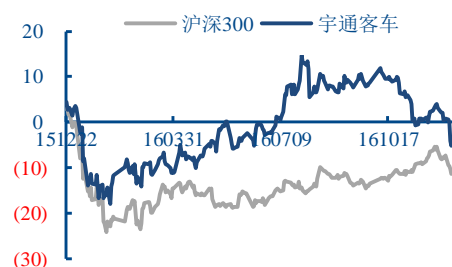
**公司作为行业龙头，市场份额提升保障盈利能力。**公司综合竞争优势明显：1) 公司新能源客车产品线丰富，覆盖6-12米及以上全系列产品；2) 公司技术优势明显，掌握电机、电控、轻量化等核心技术；3) 公司配套服务能力强，包括充电站设计、金融支持方案等。新能源客车产业进入整合期，公司作为行业龙头市场份额有望持续提升。考虑公司产业链地位，具有较强的议价能力，与上游供应商、下游客户共同分担补贴下降的压力，仍有望维持较高的盈利能力。

**公司估值处于历史底部，高分红提升估值水平。**公司目前仅为2016年11倍，处于历史底部区间。考虑公司新能源工厂投产，资本开支进入平稳期，公司经营稳健、现金流充沛，未来仍有望维持高分红。考虑公司低估值高分红，具有较高安全边际，股价具备上行空间。

**投资建议：**维持公司2016/17/18年EPS分别为1.83/2.01/2.17元（2015年EPS为1.60元）。公司当前价19.47元，分别对应2016/17/18年11/10/9倍PE。公司作为全球客车龙头，市场地位稳固，新能源客车比例持续提升改善公司盈利能力。我们认为公司合理估值为2016年15倍PE，维持“买入”评级，目标价27元。

**风险提示：**宏观经济增速放缓导致大中客需求低于预期；新能源客车补贴标准大幅下降；地方政策执行进度低于预期。

### 股价走势



### 市场数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价（元）      | 19.47       |
| 一年最高价/最低价   | 23.98/17.51 |
| 市净率         | 3.64        |
| 流通A股市值（百万元） | 37,100      |

### 基础数据

|           |       |
|-----------|-------|
| 每股净资产（元）  | 5.81  |
| 资产负债率（%）  | 58%   |
| 总股本（百万股）  | 2,214 |
| 流通A股（百万股） | 1,903 |

### 相关报告

宇通客车(600066.SH)2016年三季度报点评：盈利维持高增长，龙头份额提升  
宇通客车(600066.SH)2016年中报点评：盈利超预期，龙头份额有望持续提升

| 资产负债表(百万元)        |             |              |              |              | 利润表(百万元)         |             |              |              |              |
|-------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
|                   | 2015        | 2016E        | 2017E        | 2018E        |                  | 2015        | 2016E        | 2017E        | 2018E        |
| <b>流动资产</b>       | 22,983      | 22,925       | 25,737       | 28,881       | <b>营业收入</b>      | 31,211      | 36,624       | 39,686       | 42,901       |
| 现金                | 6,699       | 4,506        | 5,968        | 7,692        | 营业成本             | 23,306      | 27,432       | 29,844       | 32,390       |
| 应收款项              | 9,949       | 12,049       | 13,057       | 14,114       | 营业税金及附加          | 152         | 183          | 198          | 215          |
| 存货                | 1,547       | 1,805        | 1,964        | 2,131        | 营业费用             | 2,034       | 2,381        | 2,580        | 2,789        |
| 其他                | 4,788       | 4,565        | 4,749        | 4,943        | 管理费用             | 1,813       | 2,088        | 2,262        | 2,445        |
| <b>非流动资产</b>      | 7,156       | 8,220        | 9,198        | 10,086       | 财务费用             | -142        | -28          | -26          | -34          |
| 长期股权投资            | -           | -            | -            | -            | 投资净收益            | 62          | 60           | 60           | 60           |
| 固定资产              | 4,072       | 5,108        | 6,056        | 6,914        | 其他               | -282        | -71          | -79          | -83          |
| 无形资产              | 1,464       | 1,494        | 1,524        | 1,554        | <b>营业利润</b>      | 3,828       | 4,558        | 4,809        | 5,073        |
| 其他                | 1,621       | 1,619        | 1,619        | 1,619        | 营业外净收支           | 276         | 160          | 371          | 532          |
| <b>资产总计</b>       | 30,139      | 31,145       | 34,935       | 38,966       | <b>利润总额</b>      | 4,104       | 4,718        | 5,180        | 5,605        |
| <b>流动负债</b>       | 16,317      | 17,035       | 18,370       | 19,779       | 所得税费用            | 517         | 613          | 673          | 729          |
| 短期借款              | -           | -            | -            | -            | 少数股东损益           | 52          | 62           | 68           | 73           |
| 应付账款              | 7,868       | 8,229        | 8,953        | 9,717        | <b>归属母公司净利润</b>  | 3,535       | 4,043        | 4,439        | 4,804        |
| 其他                | 8,449       | 8,805        | 9,417        | 10,062       | EBIT             | 3,909       | 4,629        | 5,086        | 5,498        |
| <b>非流动负债</b>      | 883         | 387          | 387          | 387          | EBITDA           | 4,156       | 4,363        | 4,848        | 5,295        |
| 长期借款              | -           | -            | -            | -            |                  |             |              |              |              |
| 其他                | 883         | 387          | 387          | 387          | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2015</b> | <b>2016E</b> | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> |
| <b>负债总计</b>       | 17,200      | 17,422       | 18,757       | 20,165       | 每股收益(元)          | 1.60        | 1.83         | 2.01         | 2.17         |
| 少数股东权益            | 79          | 140          | 208          | 281          | 每股净资产(元)         | 5.81        | 6.14         | 7.21         | 8.37         |
| 归属母公司股东权益         | 12,861      | 13,583       | 15,970       | 18,520       | 发行在外股份(百万股)      | 2,214       | 2,214        | 2,214        | 2,214        |
| <b>负债和股东权益总计</b>  | 30,139      | 31,145       | 34,935       | 38,966       | ROIC(%)          | 26.57%      | 29.65%       | 27.71%       | 25.83%       |
|                   |             |              |              |              | ROE(%)           | 27.66%      | 30.08%       | 28.16%       | 26.34%       |
|                   |             |              |              |              | 毛利率(%)           | 25.33%      | 25.10%       | 24.80%       | 24.50%       |
| <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2015</b> | <b>2016E</b> | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> | EBIT Margin(%)   | -0.10%      | 11.80%       | 13.20%       | 14.80%       |
| 经营活动现金流           | 6,010       | 2,138        | 4,828        | 5,283        | 销售净利率(%)         | 11.33%      | 11.04%       | 11.19%       | 11.20%       |
| 投资活动现金流           | -3,762      | -1,038       | -1,340       | -1,340       | 资产负债率(%)         | 57.07%      | 55.94%       | 53.69%       | 51.75%       |
| 筹资活动现金流           | -1,490      | -3,293       | -2,026       | -2,219       | 收入增长率(%)         | 21.31%      | 17.34%       | 8.36%        | 8.10%        |
| 现金净增加额            | 757         | -2,193       | 1,462        | 1,724        | 净利润增长率(%)        | 35.31%      | 14.37%       | 9.79%        | 8.21%        |
| 折旧和摊销             | 738         | 336          | 423          | 512          | P/E              | 12.17       | 10.64        | 9.69         | 8.96         |
| 资本开支              | -1,302      | -1,400       | -1,400       | -1,400       | P/B              | 3.34        | 3.17         | 2.69         | 2.32         |
| 营运资本变动            | 1,579       | -2,286       | -94          | -94          | EV/EBITDA        | 8.15        | 7.76         | 6.99         | 6.40         |
| 企业自由现金流           | 4,433       | 677          | 3,354        | 3,801        |                  |             |              |              |              |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

