



宇通客车(600066.SH)

【联讯汽车公司点评】宇通客车：新能源汽车业务持续增长，客车龙头地位稳固

2017年03月30日

投资要点

买入(首次评级)

当前价：21.14元

目标价：26.46元

汽车及零部件行业研究组

分析师：王凤华

执业编号：S0300516060001

邮箱：wangfenghua@lxsec.com

研究助理：宋韶灵

电话：133-8106-6038

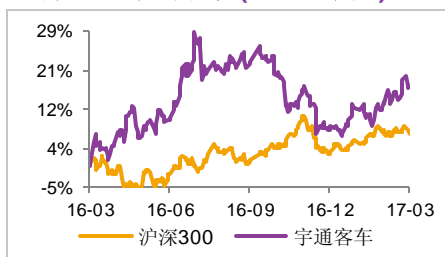
邮箱：songshaoling@lxsec.com

联系人：徐昊

电话：186-0016-3976

邮箱：xuhao@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	35,850	37,047	42,033	45,666
(+/-)	15%	3%	13%	9%
净利润	4,044	4,192	4,753	5,109
(+/-)	14%	4%	13%	7%
EPS(元)	1.83	1.89	2.15	2.31
P/E	10.7	11.2	9.9	9.2

资料来源：联讯证券研究院

事件：宇通客车公布2016年年度报告

2016年公司实现营业收入358.50亿元，同比增长14.87%；实现归属于上市公司股东净利润40.44亿元，同比增长14.38%，每股收益1.83元/股。同时，公司拟向全体股东每10股派息10元（含税）。

点评：

◇ 2016年业绩稳健增长，毛利率创新高，客车行业龙头地位稳固

2016年公司销售客车70988辆，同比增长5.01%，营业收入和归母净利润同比分别增长14.87%、14.38%，综合毛利率达27.82%，较2015年上升2.49%，创上市以来新高。公司2016年营业收入和归母净利润增长率均显著高于销量增长率，综合毛利率大幅提升主要受益于公司客车车型结构的优化，售价和毛利率相对较高的大中型客车和新能源客车占比提升。公司2016年大中型客车总销量63340辆，同比增长15.73%，占公司客车总销量的89%（2015年占比82%），行业排名第一。新能源客车总销量26856辆，同比增长31.36%，占公司客车总销量的38%（2015年占比31%），行业排名第一。且2016年新能源客车收入达187.46亿元，占公司总收入的52.29%。客车大中型化和新能源化成为公司的发展方向。

◇ 扩张海外市场，抢占全球客车市场份额

2016年公司继续扩张海外市场，产品远销英国、法国、俄罗斯等国家与地区，并受到客户的普遍信赖。在行业海外市场出口下滑的情况下（下降9.6%），公司实现海外客车销量7121台，同比增长1.47%，占我国客车出口总量的38%，实现销售收入41.22亿元，同比增长13.12%。海外客车销售毛利率为32.12%，显著高于国内毛利率27.41%。且海外市场总体潜力巨大，公司已初步具备高端产品实现能力，海外高端产品项目正常推进，公司有望借助海外市场进一步提升公司盈利能力。

◇ 研发能力领先，售后服务费计提比例提高

2016年公司全年发生研发支出14.58亿元，占营业收入的比例为4.07%，在同行业中居于较高水平。公司在新能源、节能、安全等技术研究及应用方面继续保持领先，在智能化领域，公司自动驾驶电动客车样车在北京自主完成了巡线行驶、变道超车、定点停车等公交模拟运营工况。为更加客观公允的反映公司的财务状况和经营成果，公司将海外业务售后服务费由2%提高至3.5%，将国内新能源客车售后服务费计提比例由1%提高至2%，减缓了2016年净利润增速。

◇ 新能源汽车行业政策调整，利于龙头企业

2017年新能源汽车行业政策调整，客车补贴方式调整较大。新版补贴政策



对客车补贴提出了更严格的技术要求，要求整车单位载质量能量消耗量 E 不得高于 0.24Wh/km.kg；电池系统总质量占整车整备质量比例不得超过 20%，技术门槛明显提升。此外，客车补贴幅度也大幅下调，对企业资金运营能力提出了更高的要求。政策调整虽然在短期内对公司销量有所影响，但长期来看，有利于淘汰行业内低端竞争者，提升行业集中度。公司作为行业龙头企业，技术和资金实力领先，有望竞争格局趋向龙头而受益。

◇ 多款车型进入 2017 年补贴目录，2 月销量回暖，市场份额有望持续提升

2017 年第 1 批及第 2 批《新能源汽车推广应用推荐车型目录》相继公布，公司共有 58 款车型进入目录，合计占比客车目录总车型的 28.5%，其中在插电式混动客车、纯电动客车目录中分别为 30、28，占比分别达 33.7%、24.6%，在客车企业中排名第一。2 月份公司客车销量回暖，单月销售 1621 辆，同比增长 2.72%，市场份额有望持续提升。公司作为产业链龙头，具备较强的成本控制能力，规模效应显著，议价能力较强，补贴下降将由全产业链共同承担，盈利能力有望保持稳定。

◇ 盈利预测与估值

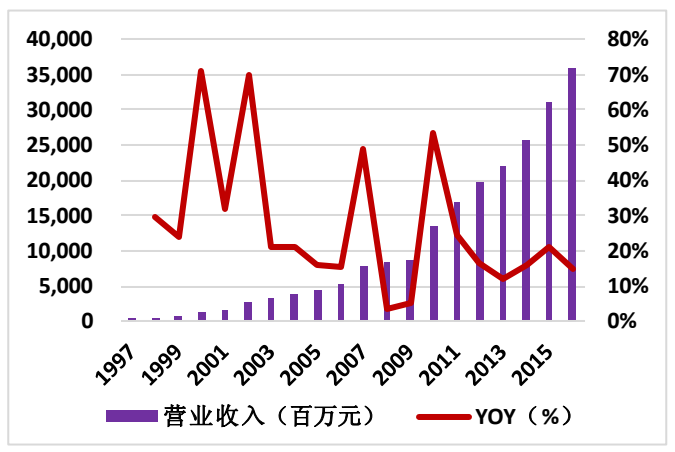
我们预测 2017、2018、2019 年营业收入分别为 370.5 亿元、420.3 亿元和 456.7 亿元，归属母公司净利润分别为 41.92 亿元、47.53 亿元和 51.09 亿元，EPS 分别为 1.89 元、2.15 元和 2.31 元，公司当前股价（按 3 月 30 日收盘价）为 21.14 元，对应 2017、2018、2019 年 PE 分别为 11 倍、10 倍和 9 倍。考虑公司的海外业务有望打开更大的市场空间，同时在国内新能源客车业务受益于政策调整，龙头地位更加突出，议价能力将进一步提升，给予公司 2017 年 14 倍 PE，目标价 26.46 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

◇ 风险提示

新能源客车销量不及预期，传统客车销量不及预期。

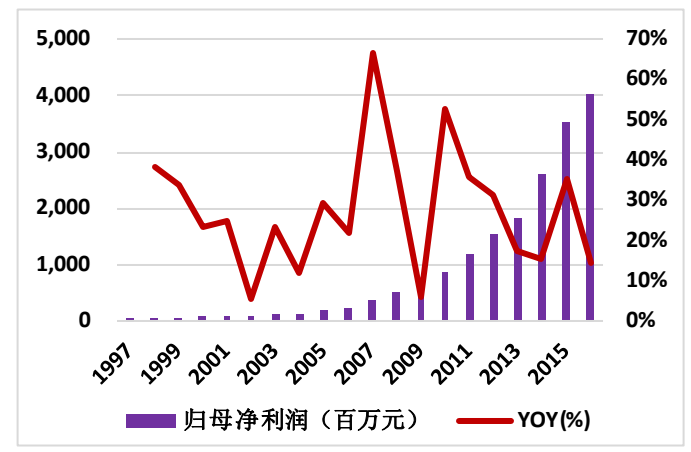


图表1: 公司历年收入情况 (单位: 百万元)



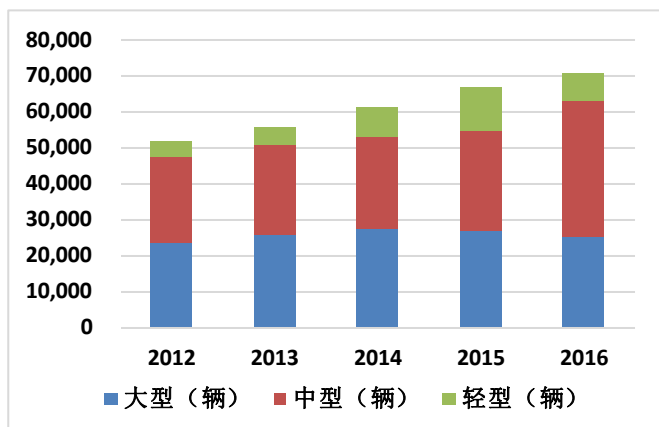
资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表2: 公司历年归母净利润情况 (单位: 百万元)



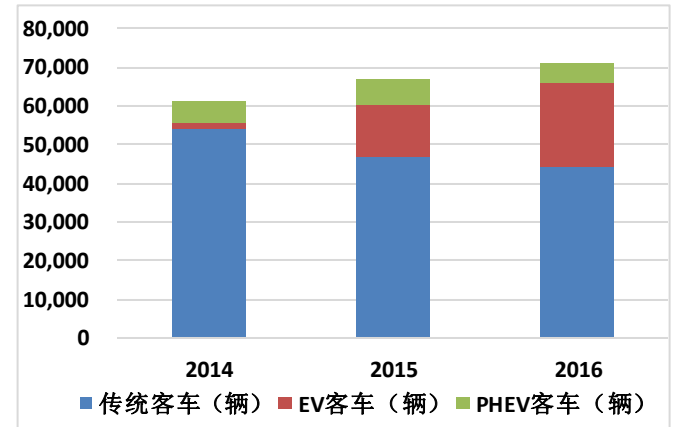
资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表3: 公司客车销量按车长分类 (单位: 辆)



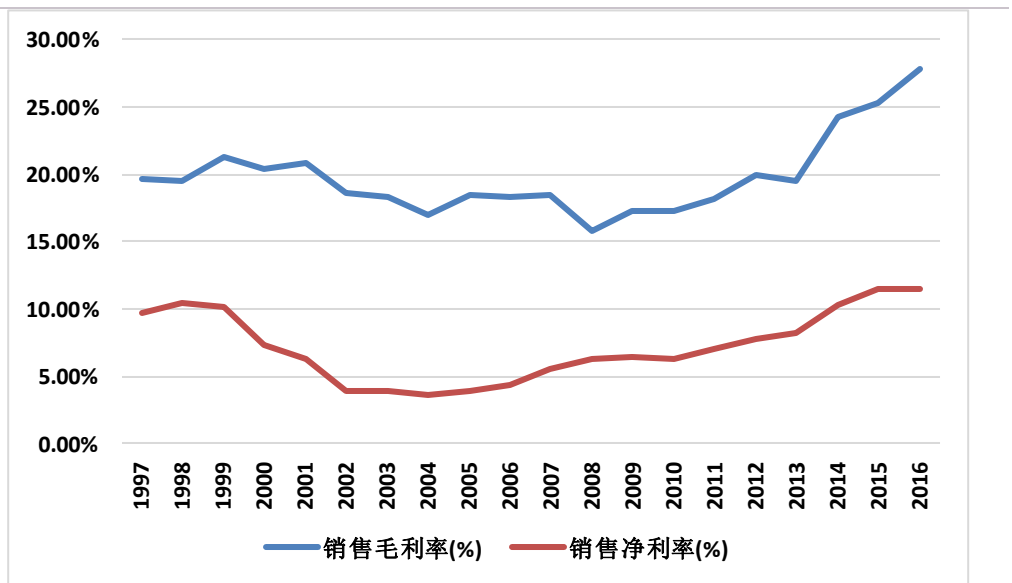
资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表4: 公司客车销量按能源分类 (单位: 辆)



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

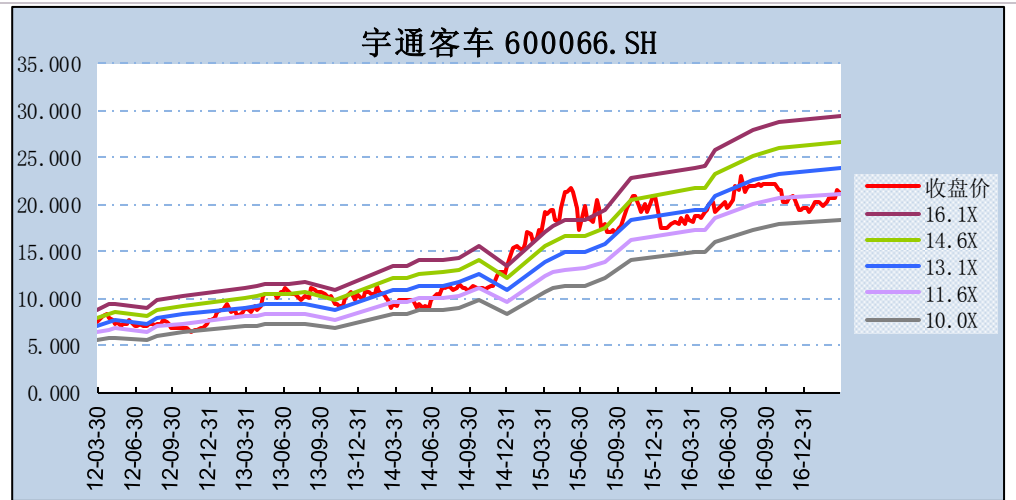
图表5: 公司毛利率和净利率情况



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

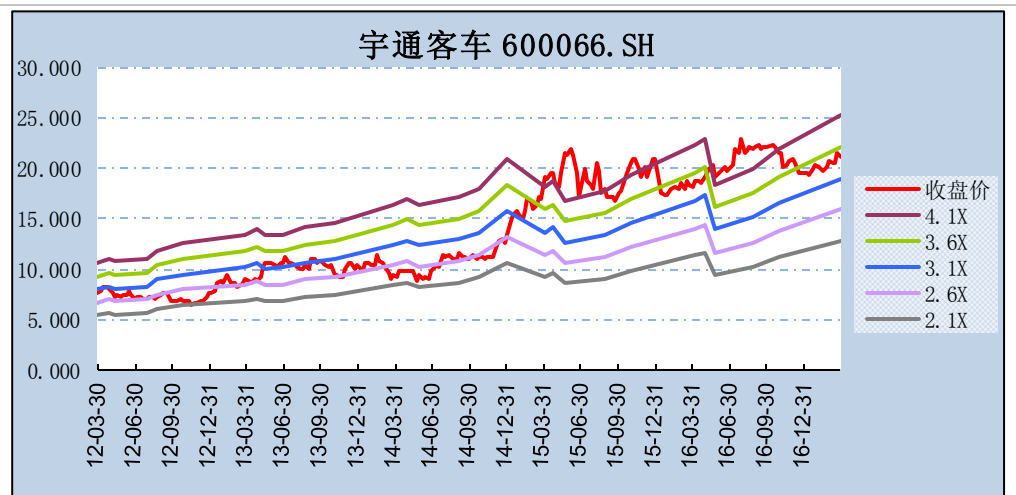


图表6: 公司 P/E Band 图



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表7: 公司 P/B Band 图



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券



附录：公司财务预测表（单位：百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	26,911	27,718	30,490	33,539	经营活动现金流	3,532	4,239	5,087	5,595
现金	5,616	6,407	7,666	9,049	净利润	4,102	4,252	4,814	5,172
应收账款	15,049	12,966	14,712	15,983	折旧摊销	714	728	765	803
其它应收款	513	538	592	652	财务费用	275	-20	-22	-24
预付账款	227	231	243	255	投资损失	13	-10	-15	-15
存货	1,923	1,962	2,060	2,163	营运资金变动	324	210	1,746	1,541
其他	3,582	5,613	5,217	5,437	其它	-1,896	-921	-2,201	-1,882
非流动资产	8,243	8,572	9,001	9,451	投资活动现金流	-1,008	-1,028	-1,070	-1,123
长期投资	322	328	344	362	资本支出	445	400	420	441
固定资产	4,538	4,674	4,907	5,055	长期投资	322	328	344	362
无形资产	1,458	1,487	1,561	1,639	其他	-563	-628	-649	-682
其他	1,926	2,084	2,188	2,396	筹资活动现金流	-3,456	-2,419	-2,758	-3,089
资产总计	35,154	36,291	39,491	42,990	短期借款	0	0	0	0
流动负债	19,921	20,518	21,544	23,052	长期借款	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-3,456	-2,419	-2,758	-3,089
应付账款	10,371	10,841	12,241	13,274	现金净增加额	-932	791	1,259	1,383
其他	9,549	9,678	9,303	9,778					
非流动负债	1,554	1,601	1,681	1,798	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	1,554	1,601	1,681	1,798	营业收入	15%	3%	13%	9%
负债合计	21,475	22,119	23,225	24,851	营业利润	15%	3%	14%	8%
少数股东权益	95	105	110	116	归属母公司净利润	14%	4%	13%	7%
归属母公司股东权益	13,584	14,067	16,156	18,024	获利能力				
负债和股东权益	35,154	36,291	39,491	42,990	毛利率	28%	27%	27%	27%
					净利率	11%	11%	11%	11%
利润表	2016	2017E	2018E	2019E	ROE	31%	31%	32%	30%
营业收入	35,850	37,047	42,033	45,666	ROIC	30%	30%	30%	29%
营业成本	25,876	27,102	30,603	33,184	偿债能力				
税金及附加	161	185	210	228	资产负债率	61%	61%	59%	58%
营业费用	2,927	2,964	3,531	3,927	净负债比率	157%	156%	143%	137%
管理费用	1,826	1,917	2,166	2,383	流动比率	135%	135%	142%	145%
财务费用	275	-20	-22	-24	速动比率	125%	126%	132%	136%
资产减值损失	438	394	414	435	营运能力				
公允价值变动收益	58	15	20	20	总资产周转率	1.10	1.04	1.11	1.11
投资净收益	-13	10	15	15	应收账款周转率	2.87	2.64	3.04	2.98
营业利润	4,393	4,531	5,166	5,568	应付账款周转率	2.84	2.56	2.65	2.60
营业外收入	423	449	467	481	每股指标(元)				
营业外支出	35	35	35	35	每股收益	1.83	1.89	2.15	2.31
利润总额	4,782	4,944	5,598	6,014	每股经营现金	1.60	1.91	2.30	2.53
所得税	680	692	784	842	每股净资产	6.14	6.35	7.30	8.14
净利润	4,102	4,252	4,814	5,172	估值比率				
少数股东损益	59	60	62	63	P/E	10.73	11.16	9.85	9.16
归属母公司净利润	4,044	4,192	4,753	5,109	P/B	3.19	3.33	2.90	2.60
EBITDA	5,337	5,259	5,931	6,371	EV/EBITDA	11.10	11.89	10.51	9.83
EPS（元）	1.83	1.89	2.15	2.31					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com