

强烈推荐-A (维持)

宇通客车 600066.SH

当前股价: 21.08 元
2017年03月31日

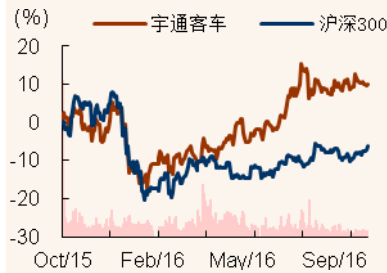
补贴退坡承压, 多方挖潜保增长

基础数据

上证综指	3241
总股本(万股)	221394
已上市流通股(万股)	190348
总市值(亿元)	467
流通市值(亿元)	401
每股净资产(MRQ)	6.1
ROE(TTM)	29.8
资产负债率	61.1%
主要股东	郑州宇通集团公司
主要股东持股比例	37.19%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	-4	15
相对表现	4	-11	5



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

唐楠

021-68407142
tangnan@cmschina.com.cn
S1090511080002

彭琪

0755-83174724
pengqi@cmschina.com.cn
S1090514080003

事件:

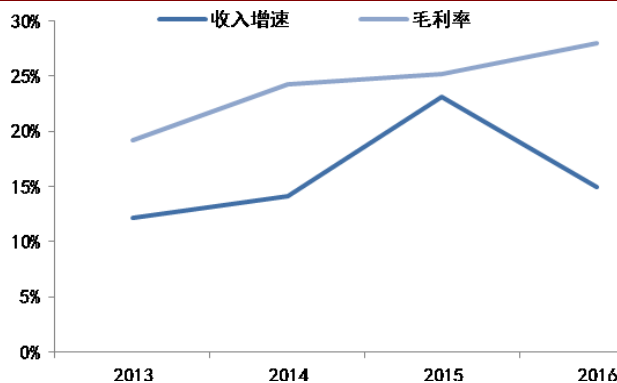
公司公布了年报数据, 实现收入 358.5 亿元, 同比+14.9%, 归母净利润 40.4 亿元, 同比+14.4%, EPS: 1.83 元。此外, 考虑到补贴退坡以及“3 万公里新政”对补贴回款的压力, 公司预计 2017 年收入利润与 2016 年基本持平。

评论:

1、销量平稳增长

公司 2016 年实现整车销售 70988 辆, 同比+5.9%, 其中中型客车销量增速达到 36.8%, 主要来自公司通勤+短途客运。受到高铁和轨道交通挤压的大型客车同比-6%; 而轻客则受到来自 MPV 车型的冲击同比-37.8%。我们预计该趋势将持续, 公司未来看点依然在新能源客车+公交车+中短途客运, 以及客车的智能化。

图 1: 公司客车产品收入增速和毛利率变化



资料来源: 公司数据、招商证券

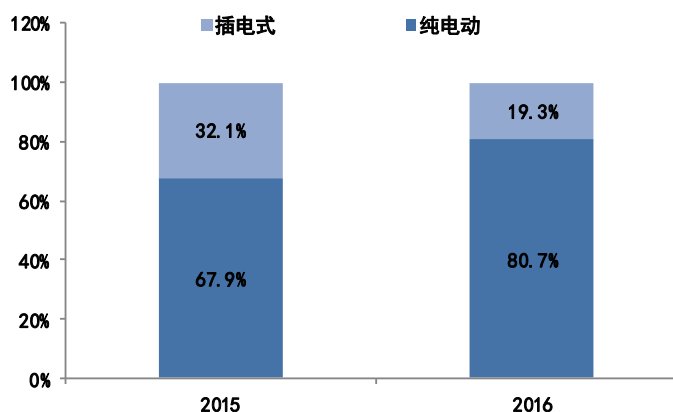
2、新能源客车销量占比已达 38%, 补贴退坡影响明显

公司 2016 年合计实现新能源客车销售 26856 台, 同比+31.4%, 是公司持续增长的驱动力; 其销量占比已达 38%, 收入占比达到 52%, 补贴占收入比重达到 53%。2017 年新能源汽车行业总体补贴退坡明显, “补贴清算新政”中, 要求非个人用户购买新能源汽车申请补贴, 累计行驶里程须达到 3 万公里。

综合来看, “补贴退坡”影响公司单车盈利, “清算新政”影响公司当期现金流及利润确认。公司 2017 年业绩存在一定压力。

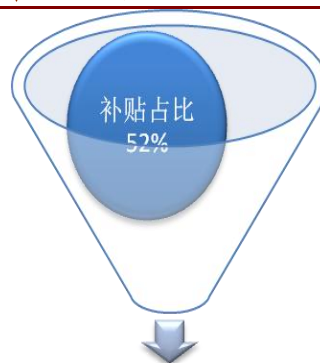
成本端来看, 公司在行业内具备较大的议价能力, 与上游核心供应商共担风险成为共识, 预计整体对利润的影响将小于补贴退坡的幅度。

图2: 新能源客车纯电和插电销量占比



资料来源: 公司年报、招商证券

图3: 新能源客车补贴占收入比重



资料来源: 公司年报、招商证券

3、持续投入研发，坚持技术高端化路线

公司当期研发支出 14.58 亿元，占营业收入的比例 4.07%，主要应用于 3 个方面：

- (1) 传统车的高端化
- (2) 轻量化，新材料
- (3) 智能化，新能源

在汽车行业变革期间，成本竞争将逐渐转变为质量竞争和技术研发竞争，持续高研发投入有利于公司保持产品质量，保证长期市场口碑，参与行业前沿技术和政策，不断提升市场占有率。

4、盈利预测与评级

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为：1.9 元、2.08 元、2.37 元，对应的 PE 分别为：11.2 倍、10.2 倍、9 倍。公司近 3 年分红率保持在 50%以上，目前新能源汽车行业已经处于中期低谷，未来将有望持续好转。公司估值处于较低水平，维持“强烈推荐-A”的投资评级。

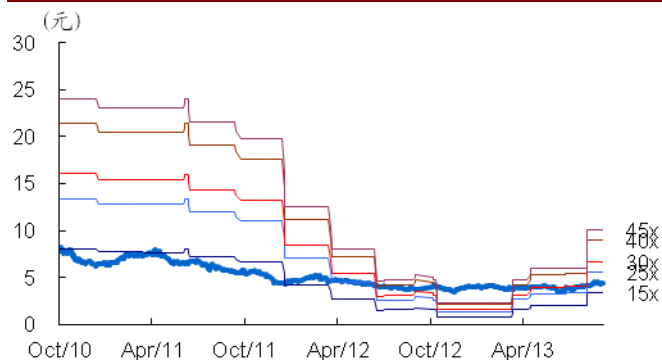
风险提示：新能源汽车补贴到位缓慢，汽车行业下行。

表 1: 简式盈利预测

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	31211	35850	35922	40233	45463
同比增长	21%	15%	0%	12%	13%
营业利润(百万元)	3828	4393	4582	5055	5814
同比增长	32%	15%	4%	10%	15%
净利润(百万元)	3535	4044	4203	4603	5246
同比增长	35%	14%	4%	10%	14%
每股收益(元)	1.60	1.83	1.90	2.08	2.37
P/E(倍)	13.3	11.6	11.2	10.2	9.0
P/B(倍)	1.2	1.1	3.0	2.4	2.0

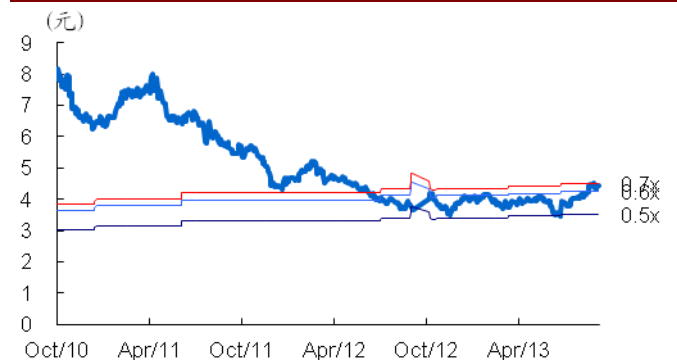
资料来源：公司数据、招商证券

图 4: 宇通客车历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 5: 宇通客车历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	22983	26911	31655	37153	43677
现金	6699	5616	10299	13270	16743
交易性投资	1308	358	358	358	358
应收票据	1414	1135	1137	1274	1439
应收款项	9949	15049	15060	16867	19059
其它应收款	260	513	514	576	650
存货	1547	1923	1962	2204	2484
其他	1805	2315	2325	2605	2943
非流动资产	7156	8243	7773	8428	8337
长期股权投资	0	322	322	322	322
固定资产	4072	4538	4216	5004	5032
无形资产	1464	1458	1312	1181	1063
其他	1621	1926	1924	1922	1921
资产总计	30139	35154	39428	45581	52014
流动负债	16317	19921	20636	22772	25256
短期借款	0	0	300	300	309
应付账款	7868	10371	10626	11933	13448
预收账款	1934	1183	1212	1361	1533
其他	6515	8367	8499	9179	9966
长期负债	883	1554	1554	1554	1554
长期借款	0	0	0	0	0
其他	883	1554	1554	1554	1554
负债合计	17200	21475	22190	24326	26810
股本	2214	2214	2214	2214	2214
资本公积金	1279	1279	1279	1279	1279
留存收益	9368	10091	13589	17539	21412
少数股东权益	79	95	156	223	299
归属于母公司所有者权益	12861	13584	17082	21032	24905
负债及权益合计	30139	35154	39428	45581	52014
现金流量表					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	6010	3532	5343	5014	5501
净利润	3535	4044	4209	4614	5257
折旧摊销	738	714	821	842	891
财务费用	32	243	(55)	(76)	(102)
投资收益	(62)	13	(45)	(45)	(45)
营运资金变动	1871	(1327)	353	(394)	(580)
其它	(105)	(154)	60	73	80
投资活动现金流	(3762)	(1008)	(350)	(1500)	(800)
资本支出	(1302)	(445)	(350)	(1500)	(800)
其他投资	(2460)	(563)	0	0	0
筹资活动现金流	(1490)	(3456)	(310)	(543)	(1228)
借款变动	(1222)	(2833)	300	0	9
普通股增加	737	0	0	0	0
资本公积增加	(742)	0	0	0	0
股利分配	(708)	(1064)	(710)	(664)	(1384)
其他	445	441	100	122	147
现金净增加额	757	(932)	4682	2971	3473

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2011	2012	2017E	2018E	2019E
营业收入	31211	35850	35922	40233	45463
营业成本	23306	25876	26511	29772	33552
营业税金及附加	152	161	162	181	205
营业费用	2034	2927	2933	3284	3711
管理费用	1813	1826	1829	2049	2315
财务费用	(142)	275	(55)	(76)	(102)
资产减值损失	241	438	0	0	0
公允价值变动收益	(41)	58	58	58	58
投资收益	62	(13)	(13)	(13)	(13)
营业利润	3828	4393	4588	5068	5827
营业外收入	332	423	423	423	423
营业外支出	56	35	35	35	35
利润总额	4104	4782	4977	5457	6216
所得税	517	680	708	776	883
净利润	3588	4102	4270	4681	5333
少数股东损益	52	59	61	67	76
归属于母公司净利润	3535	4044	4209	4614	5257
EPS (元)	1.60	1.83	1.90	2.08	2.37
主要财务比率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	21%	15%	0%	12%	13%
营业利润	32%	15%	4%	10%	15%
净利润	35%	14%	4%	10%	14%
获利能力					
毛利率	25.3%	27.8%	26.2%	26.0%	26.2%
净利率	11.3%	11.3%	11.7%	11.5%	11.6%
ROE	8.8%	9.6%	24.6%	21.9%	21.1%
ROIC	24.8%	29.3%	22.2%	19.9%	19.3%
偿债能力					
资产负债率	57.1%	61.1%	56.3%	53.4%	51.5%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.8%	0.7%	0.6%
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.6	1.7
速动比率	1.3	1.3	1.4	1.5	1.6
营运能力					
资产周转率	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
存货周转率	17.2	14.9	13.6	14.3	14.3
应收帐款周转率	3.4	2.9	2.4	2.5	2.5
应付帐款周转率	3.3	2.8	2.5	2.6	2.6
每股资料 (元)					
每股收益	1.60	1.83	1.90	2.08	2.37
每股经营现金	8.47	4.97	2.41	2.26	2.48
每股净资产	18.13	19.12	7.72	9.50	11.25
每股股利	1.50	1.00	0.30	0.63	0.71
估值比率					
PE	13.3	11.6	11.2	10.2	9.0
PB	1.2	1.1	2.8	2.2	1.9
EV/EBITDA	14.6	12.0	11.9	10.9	9.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

汪刘胜，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究10年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；并入围新财富最佳分析师评选。2009年获水晶球奖项，新财富最佳分析师上榜，2014年获水晶球第一并获得新财富最佳分析师第二名，2016年获得新财富第五。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

唐楠，上海财经大学硕士，3年汽车供应链产业从业经验，6年汽车行业研究经验，专注于从事汽车及配件、汽车后服务、车联网等领域研究，挖掘行业龙头和强势企业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。