

宇通客车 (600066)

33款车型再进推广目录，产品结构继续优化

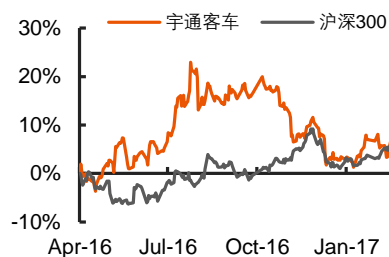
推荐 (维持)

现价: 21.48 元

主要数据

行业	汽车和汽车零部件
公司网址	www.yutong.com
大股东/持股	宇通集团/37.19%
总股本(百万股)	2,214
流通 A 股(百万股)	1,903
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	475.55
流通 A 股市值(亿元)	408.87
每股净资产(元)	6.14
资产负债率(%)	61.10

行情走势图



相关研究报告

《宇通客车*600066*龙头地位稳固，市占率有望提升》 2017-03-28

证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
021-38638428
WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN

余兵 投资咨询资格编号
S1060511010004
021-38636729
YUBING006@PINGAN.COM.CN

研究助理

杨献宇 一般从业资格编号
S1060117010030
18818203151

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

4月1日，工信部发布《新能源汽车推广应用推荐车型目录》（2017年第3批），公司有33款车型进入该批次目录。

平安观点:

- **33 款车型再进目录，产品结构继续优化：**公司有 33 款客车车型进入 17 年第三批推广目录，累计有 91 款新能源客车和 3 款新能源专用车进入前三批推广目录。公司 10 米以上车型占比不断提高，后两批目录中，能量密度在 115Wh/kg 以上（可以获得 1.2 倍补贴）的非快充纯电客车占比均在 85%以上，远高于行业平均值 65%，充分体现了公司产品的竞争力。同时，柴油/电混合动力的节油率不断提高，更多混动车型可以获得超额补贴。
- **毛利率行业领先，市占率有望提升：**宇通的毛利率处于行业领先地位，因为公司拥有较高的产品自配率，领先的技术水平和规模效应优势。我们认为，短期看，可能会有更多的企业和资本进入新能源客车领域，长远看，只有拥有核心竞争力的企业才可能胜出，新能源客车的行业集中度将逐步提高，未来公司在新能源客车领域的市占率仍有较大的提升空间。
- **盈利预测与投资建议：**我们认为，新能源客车行业将在下半年开始逐步发力，2017 年的总销售量与 2016 年基本持平。宇通新能源客车的销量有望实现一定增长，市占率得到提高。公司有望通过优化产品结构，发挥规模效应的优势，使 2017 年的综合毛利率与 2015 年水平接近。维持对公司业绩预测，2017~2019 年每股收益为 1.95 元、2.18 元、2.28 元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 新能源车销量低于预期；2) 成本下降不及预期。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	31211	35,850	38,715	43,226	46,108
YoY(%)	21.3	14.9	8.0	11.7	6.7
净利润(百万元)	3535	4,044	4,327	4,821	5,056
YoY(%)	35.3	14.4	7.0	11.4	4.9
毛利率(%)	25.3	27.8	26.8	26.7	26.5
净利率(%)	11.3	11.3	11.2	11.2	11.0
ROE(%)	27.7	30.0	27.6	26.4	24.2
EPS(摊薄/元)	1.60	1.83	1.95	2.18	2.28
P/E(倍)	13.5	11.8	11.0	9.9	9.4
P/B(倍)	3.7	3.5	3.0	2.6	2.3

正文目录

一、33 款车型进入第三批推广目录，产品结构优化.....	4
二、毛利率行业领先，市占率有望提升	6
2.1 毛利率行业领先	6
2.2 市占率有望提升	8
三、盈利预测与投资建议	8
四、风险提示	9

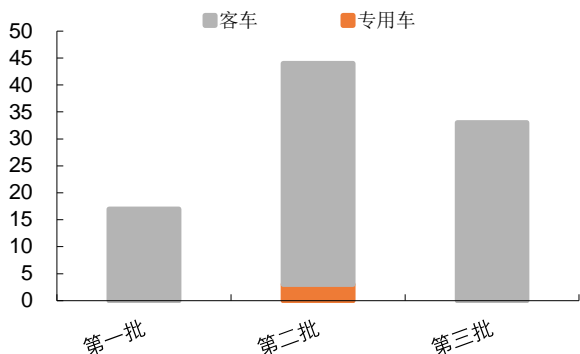
图表目录

图表 1	2017 年公司历次进入目录车型数量	4
图表 2	公司历次进入目录客车长度占比	4
图表 3	第三批目录中客车按长度分类	4
图表 4	第三批目录非快充车按能量密度单位：Wh/kg	4
图表 5	宇通历次进入目录客车动力分类	5
图表 6	宇通非快充客车按能量密度分类单位：Wh/kg	5
图表 7	新能源客车补贴标准	5
图表 8	2017 年三批目录宇通累计快充车型数量	6
图表 9	宇通柴油 / 电混合动力节油率	6
图表 10	公司历年营业收入及同比单位：亿元	6
图表 11	公司历年净利润及同比单位：亿元	6
图表 12	公司销量按车长分类单位：辆	7
图表 13	公司销量按燃料分类单位：辆	7
图表 14	宇通、中通、金龙三家公司产品毛利率对比	7
图表 15	2016 年宇通新能源客车产量	8

一、33 款车型进入第三批推广目录，产品结构优化

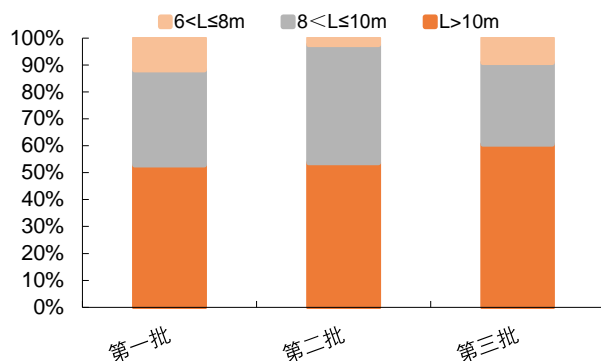
工信部发布《新能源汽车推广应用推荐车型目录》(2017 年第 3 批)，公司有 33 款客车车型进入该批次目录。2017 年，公司累计有 94 款车型进入前三批推广目录，包括 91 款客车和 3 款专用车。

2017 年公司历次进入目录车型数量



资料来源:工信部、平安证券研究所

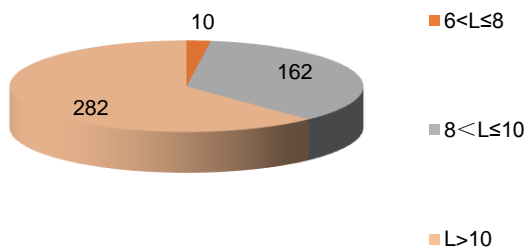
公司历次进入目录客车长度占比



资料来源:工信部、平安证券研究所

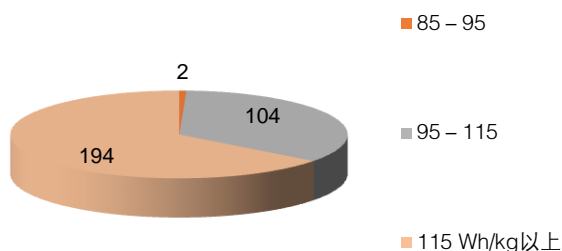
进入第一批推广目录的车型基本上以 2016 年的目录中的车型为主，起到消化库存的作用。而第二批和第三批基本上都是新车型，我们认为，这是公司根据市场需求和政策变化，及时调整公司产品布局、快速作出反应的体现。

第三批目录中客车按长度分类



资料来源:工信部、平安证券研究所

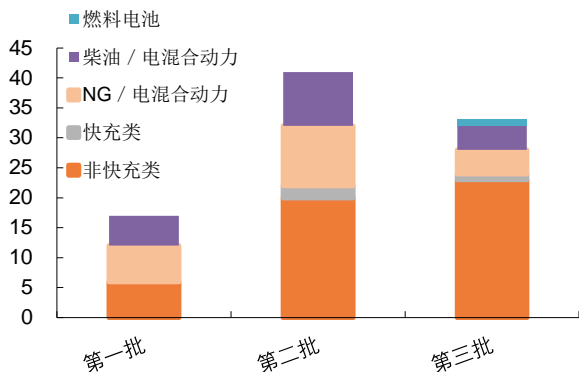
第三批目录非快充车按能量密度单位: Wh/kg



资料来源:工信部、平安证券研究所

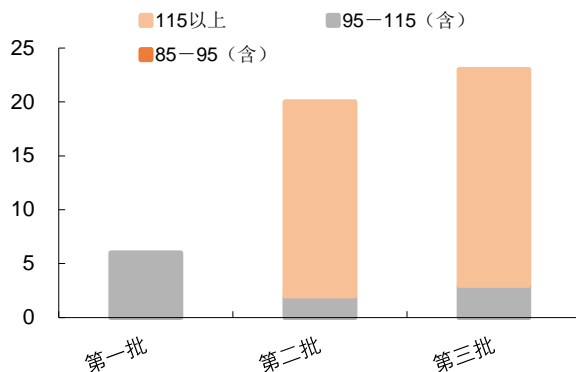
从进入目录车长占比中可以发现，宇通 10 米以上车型占比不断提高。我们认为主要原因是，一方面市场对大型车需求有所增加；另一方面，大型车的毛利率更高，大型车占比的提升有助于公司实现更好的综合毛利率。

宇通历次进入目录客车动力分类



资料来源:工信部、平安证券研究所

宇通非快充客车按能量密度分类单位: Wh/kg



资料来源:工信部、平安证券研究所

从动力类型看,非快充类纯电动客车是公司的主力产品,前三批累计车型中,非快充类纯电动客车占比为 53.8%。值得一提的是,公司有一款燃料电池客车进入了第三批推荐目录。随着燃料电池技术的日渐成熟,燃料电池技术的商业化应用有望加快。

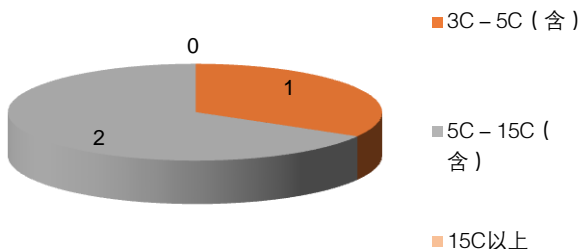
新能源客车补贴标准

车辆类型	中央财政补贴标准 (元/kWh)	中央财政补贴调整系数			中央财政单车补贴上限 (万元)			地方财政单车补贴
					6<L≤8m	8<L≤10m	L>10m	
非快充类纯电动客车	1800	系统能量密度 (Wh/kg)			9	20	30	不超过中央财政单车补贴额的 50%
		85-95 (含)	95-115 (含)	115 以上				
		0.8	1	1.2				
快充类纯电动客车	3000	快充倍率			6	12	20	
		3C-5C (含)	5C-15C (含)	15C 以上				
		0.8	1	1.4				
插电式混合动力 (含增程式) 客车	3000	节油率水平			4.5	9	15	
		40%-45% (含)	45%-60% (含)	60%以上				
		0.8	1	1.2				

资料来源:财政部、平安证券研究所

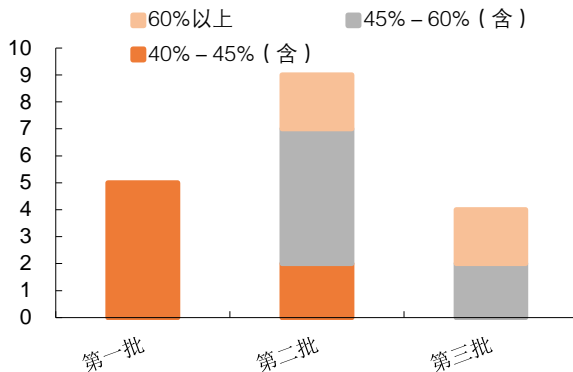
能量密度高于 115 Wh/kg 的车型占比远高于行业均值。从第三批目录数据来看,行业中能量密度在 115Wh/kg 以上客车车型的占比接近 65%。在第一批目录中,公司非快充类纯电动客车的能量密度均在 95-115 Wh/kg 之间,可以获得的补贴调整系数为 1。我们认为,主要原因是第一批目录在 1 月份公布,目录中大部分产品为过去车型。第二批和第三批中分别有 18 款和 20 款车型的能量密度达到了 115Wh/kg 以上,可以获得 20%的额外补贴,在非快充类纯电动客车中的占比为 90%和 87%,该比例远高于行业平均值,在一定程度上反映了公司产品具有竞争力。从后两批数据可以看出,目前公司布局的重点是能量密度在 115Wh/kg 以上的产品,预计后续公司大部分产品可获得 20%的补贴。

2017年第三批目录宇通累计快充车型数量



资料来源:工信部、平安证券研究所

宇通柴油/电混合动力节油率



资料来源:工信部、平安证券研究所

前三批目录中,公司共有3款快充纯电动客车,其中2款车的快充倍率在5C-15C(含)之间,获得的补贴调整系数为1;其中1款车的快充倍率在3C-5C(含)之间,获得的补贴调整系数为0.8。

宇通的柴油/电混合动力车型节油率不断提高,在第三批目录中,柴油/电混合动力的车型节油率都在45%以上。

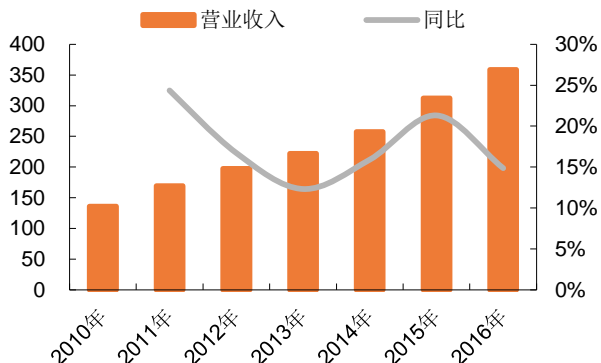
公司的产品结构持续优化,大型新能源汽车的占比不断提高,非快充纯电客车的能量密度和柴油/电混合客车的节油率也在不断提升,为公司实现好的毛利率奠定基础。

二、毛利率行业领先,市占率有望提升

2.1 毛利率行业领先

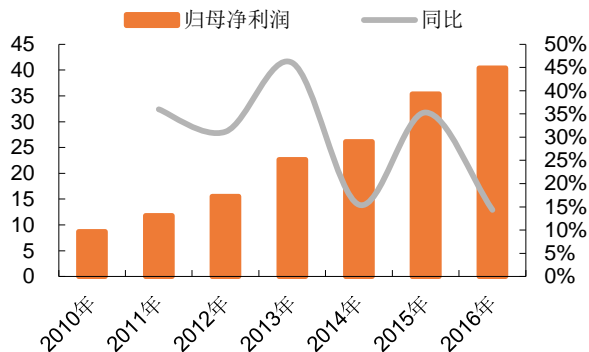
2016年公司收入同比上升14.9%为358.5亿元,归母净利润同比上升14.4%为40.4亿元,共销售客车70988辆,同比增加5.9%,其中销售新能源车26856辆,同比增加31.4%。公司销售收入增幅高于销量增幅,主要得益于新能源车销量大幅增加和中型客车销量的提升。

公司历年营业收入及同比单位:亿元



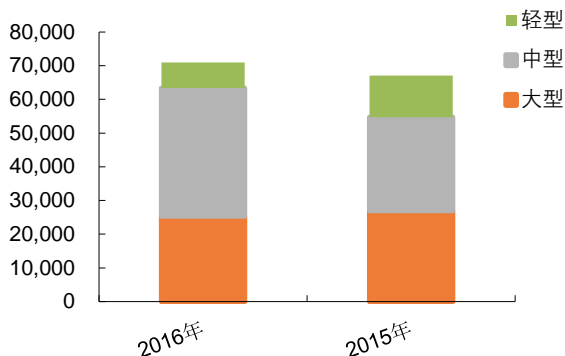
资料来源:公司公告、平安证券研究所

公司历年净利润及同比单位:亿元



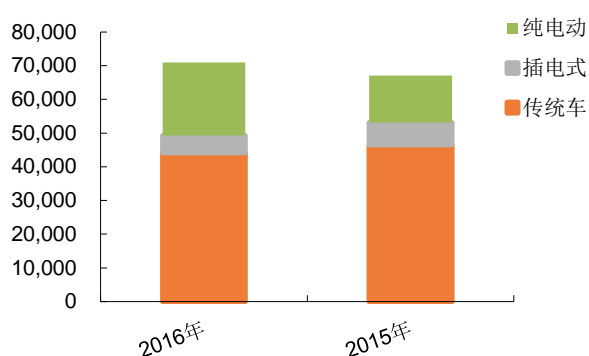
资料来源:公司公告、平安证券研究所

公司销量按车长分类单位：辆



资料来源:公司公告、平安证券研究所

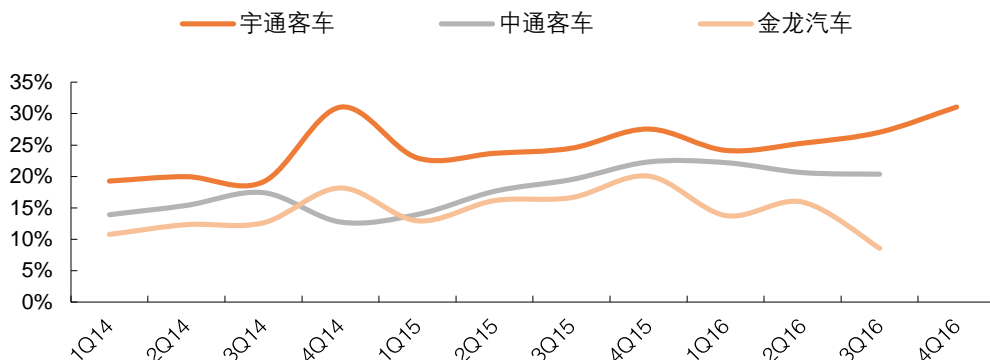
公司销量按燃料分类单位：辆



资料来源:公司公告、平安证券研究所

公司在 2016 年的综合毛利率为 27.8%，其中 4Q16 的毛利率达到 31.1%，我们认为，第四季度毛利提高的原因主要是 4Q16 新能源车的销量和出口到国外的客车数量增加。其中，第四季度共生产新能源客车 14333 辆，约占全年总产量的一半。

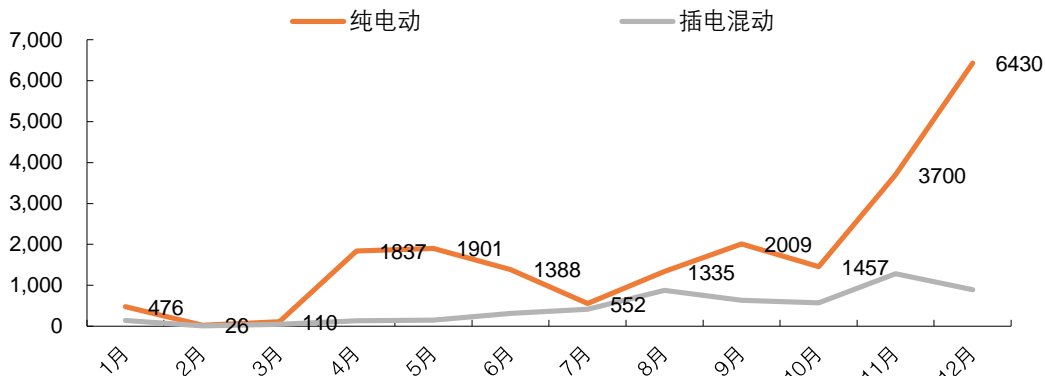
宇通、中通、金龙三家公司产品毛利率对比



资料来源: wind、平安证券研究所

近几年，与主要竞争对手金龙和中通相比，宇通的毛利率始终是最高的。我们认为，宇通可以保持高毛利率主要得益于以下几个方面：较高的产品自配率，领先的技术水平，优秀的管理模式，公司的规模效应明显（包括主要的供应商具备规模效应）。

2016 年宇通新能源客车产量



资料来源：工信部、平安证券研究所

2.2 市占率有望提升

新能源客车市占率有较大提升空间。根据中客网销量数据和工信部产量数据（工信部公布的产量数据约等于销量数据）计算，公司在传统客车领域的市占率大约为 27.6%，而在新能源汽车领域的市占率约为 19.9%，主要是因为传统客车领域相对成熟，而新能源客车领域在利好政策的推动下，该领域出现了新进入者。

补贴退坡后，我们通过和产业内企业沟通，发现愿意生产新能源客车的企业没有减少，除了原本生产客车的企业之外，也有新的资本希望投资该领域。因为很多企业认为，如果在当下的时间不能进入新能源客车领域，可能以后就再也没有机会了。

我们认为，短期看，可能会有更多的企业和资本进入新能源客车领域，但是随着补贴的退坡、客户需求提高、行业技术的进步，只有拥有核心竞争力的企业才可能胜出，新能源客车的行业集中度也终将提高，龙头的优势将凸显出来，未来公司的市占率仍有较大的提升空间。

2017 年的补贴力度虽然出现退坡，但是国家有可能通过其他方式给予新能源汽车支持，非财政的政策支持可能比财政支持更重要。国补公布之后，地方补贴也将陆续出台。

我们认为，从行业来看，预计新能源客车可能在下半年开始逐步发力，2017 年的销售量与 2016 年基本持平。宇通新能源客车的销量有望实现一定增长，2017 年市占率得到提高。

三、 盈利预测与投资建议

公司进入推广目录的车辆以大型车为主，后两批目录中，能量密度在 115Wh/kg 以上的非快充纯电动客车占比均在 85%以上，远高于行业平均值 65%，充分体现了公司产品的竞争力。新的补贴政策提高了补贴门槛，缓解地方保护，有利于行业更加健康发展，宇通在新的补贴政策下更具竞争优势，市场占有率有望进一步提升；我们认为，公司通过优化产品结构，发挥规模效应的优势，2017 年公司的综合毛利率有望与 2015 年水平接近。从行业来看，预计新能源客车可能在下半年开始逐步发力，2017 年的销售量与 2016 年基本持平。宇通新能源客车的销量有望实现一定增长，2017 年市占率得到提高。

我们维持对公司业绩预测，2017~2019 年每股收益为 1.95 元、2.18 元、2.28 元，维持“推荐”评级。

四、 风险提示

- 1) 新能源车销量低于预期；
- 2) 成本下降不及预期。

资产负债表单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	26911	29040	35179	36417
现金	5616	10348	9792	15098
应收账款	15049	11946	18195	13955
其他应收款	513	322	610	384
预付账款	227	480	309	532
存货	1923	1880	2370	2177
其他流动资产	3582	4065	3903	4270
非流动资产	8243	8590	9131	9394
长期投资	322	643	965	1287
固定资产	4538	4395	4409	4142
无形资产	1458	1607	1767	1964
其他非流动资产	1926	1946	1991	2001
资产总计	35154	37630	44311	45812
流动负债	19921	20236	24242	23110
短期借款	0	0	0	0
应付账款	10371	9614	12719	11176
其他流动负债	9549	10622	11523	11934
非流动负债	1554	1554	1555	1554
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1554	1554	1554	1554
负债合计	21475	21790	25797	24664
少数股东权益	95	143	210	279
股本	2214	2214	2214	2214
资本公积	1279	1279	1279	1279
留存收益	10090	11838	13484	15085
归属母公司股东权益	13584	15697	18304	20869
负债和股东权益	35154	37630	44311	45812

现金流量表单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	3532	7853	2833	8760
净利润	4102	4375	4888	5124
折旧摊销	714	615	685	756
财务费用	275	-19	-21	-28
投资损失	13	-15	-20	-20
营运资金变动	-1693	2917	-2689	2936
其他经营现金流	121	-20	-10	-10
投资活动现金流	-1008	-927	-1196	-989
资本支出	445	26	220	-59
长期投资	-636	-322	-329	-322
其他投资现金流	-1199	-1223	-1305	-1370
筹资活动现金流	-3456	-2195	-2192	-2463
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	(0)
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-3456	-2195	-2193	-2463
现金净增加额	-1087	4731	-556	5307

利润表单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	35850	38715	43226	46108
营业成本	25876	28353	31685	33900
营业税金及附加	161	194	216	231
营业费用	2927	3136	3501	3735
管理费用	1826	2013	2248	2398
财务费用	275	-19	-21	-28
资产减值损失	438	250	209	209
公允价值变动收益	58	20	10	10
投资净收益	-13	15	20	20
营业利润	4393	4822	5418	5694
营业外收入	423	300	300	300
营业外支出	35	35	35	35
利润总额	4782	5087	5683	5959
所得税	680	712	796	834
净利润	4102	4375	4888	5124
少数股东损益	59	48	67	69
归属母公司净利润	4044	4327	4821	5056
EBITDA	5328	5462	6066	6342
EPS (元)	1.83	1.95	2.18	2.28

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入(%)	14.9	8.0	11.7	6.7
营业利润(%)	14.8	9.8	12.4	5.1
归属于母公司净利润(%)	14.4	7.0	11.4	4.9
获利能力				
毛利率(%)	27.8	26.8	26.7	26.5
净利率(%)	11.3	11.2	11.2	11.0
ROE(%)	30.0	27.6	26.4	24.2
ROIC(%)	28.5	26.0	24.9	22.7
偿债能力				
资产负债率(%)	61.1	57.9	58.2	53.8
净负债比率(%)	-41.1	-65.3	-52.9	-71.4
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.6
速动比率	1.3	1.3	1.4	1.5
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.0
应收账款周转率	2.9	2.9	2.9	2.9
应付账款周转率	2.8	2.8	2.8	2.8
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.83	1.95	2.18	2.28
每股经营现金流(最新摊薄)	1.12	3.55	1.28	3.96
每股净资产(最新摊薄)	6.14	7.09	8.27	9.43
估值比率				
P/E	11.8	11.0	9.9	9.4
P/B	3.5	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	7.9	6.8	6.3	5.2

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033