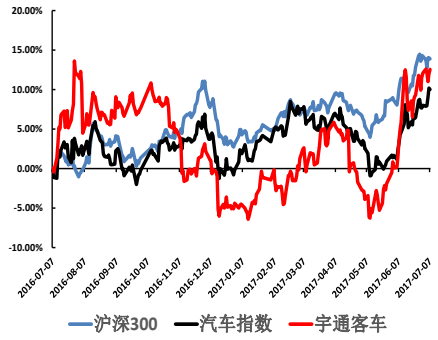
投资评级：买入（首次）

宇通客车（600066）

市场数据	2017 年 7 月 7 日
收盘价（元）	20.06
一年内最低/最高（元）	17.87/22.94
市盈率	12.27
市净率	4.18

基础数据	
净资产收益率（%）	29.77
资产负债率(%)	61.09
总股本（亿股）	22.14

最近 12 月股价走势



联系信息

证券分析师：	李永良
SAC 证书编号：	S0160511030007
研究助理：	吴鹏
电话：	0571-87821868
Email：	wupeng@ctsec.com

行业景气回升，龙头价值凸显

投资要点：

- **三万公里政策拉长补贴周期，公司现金流良好足以应对垫付压力**

三万公里政策拉长补贴回款周期，车企资金垫付压力提升。由此行业门槛提升，利好经营管理能力强、资金实力雄厚、融资能力强的大型车企，加速淘汰僵尸企业及经营低效的中小车企，促进行业出清。公司现金流状况良好，经营活动产生的现金流量净额超越同行，资产负债率及权益乘数业内最低。现金流良好，叠加资产负债结构稳健，杠杆率低显示公司未来通过融资加杠杆补充流动资金的空间仍然较大，足以应对补贴回款周期延长带来的资金垫付压力。

- **补贴退坡加剧行业优胜劣汰，公司市占率有望进一步提升**

补贴普遍退坡40%以上，考虑地补的情况，补贴退坡比例更大。补贴大幅退坡，一方面收窄了新能源客车与同类型燃油客车的成本差距，对行业整体销售产生不利影响，但另一方面以更市场化导向倒逼企业通过加强供应链管理、技术创新等方式降低成本。对于那部分技术水平较差、产业根基薄弱，仅通过骗补谋取政策红利的企业来说将是灭顶之灾，由此为扎根新能源技术研发、强化供应链管理的优势车企肃清障碍，避免“劣币驱逐良币”。公司作为行业龙头，市场率有望进一步提升。

- **成本向上游转移，补贴退坡下公司毛利率有望维持平稳**

公司毛利率领先行业，2016年毛利率为27.8%，显著高于中通客车（21.0%）、亚星客车（19.1%）、金龙汽车（8.9%）、安凯客车（-18.0%）。公司毛利率较高的原因包括：（1）自配率高；（2）营运能力强；（3）供应链管理能力较强。公司作为行业龙头，在与上游供应商谈判过程中较一般车企更具议价能力与成本转嫁能力，今年已完成与电池供应商的价格谈判，取得30%的电池成本降幅。在补贴逐步退坡乃至最终完全退出的情况下，毛利率端受到的压力较其他客车企业更小。且电池等零部件成本下降仍具空间，公司毛利率有望维持相对高位。

- **盈利预测**

我们预计公司2017～2019年EPS分别为1.90元、2.16元、2.43元，对应2017～2019年PE分别为11.6倍、10.2倍、9.1倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

- **风险提示**

新能源汽车行业复苏不及预期；公司客车销量不及预期。

表 1：财务和估值数据摘要	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万）	31211	35850	36962	41508	46157
增长率	21.3%	14.9%	3.1%	12.3%	11.2%
归属母公司股东净利润（百万）	3535	4044	4197	4787	5390
增长率	11.3%	14.4%	3.8%	14.1%	12.6%
每股收益（元）	1.60	1.83	1.90	2.16	2.43
市盈率(倍)	13.8	12.1	11.6	10.2	9.1

数据来源：Wind，财通证券研究所

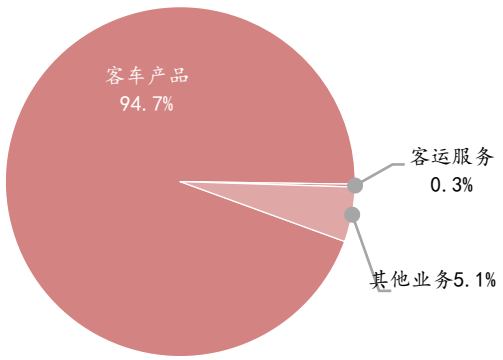
1、公司概况

1.1 中国客车行业龙头

宇通客车是中国客车领军品牌，公司专注于客车的生产与销售，主要生产19-85座，5-25米的各类客车，技术先进，性能优越。公司前身是1963年成立的郑州客车修配厂，经过50多年的发展，公司已形成了包括国内84个系列，海外50个系列在内的完整产品链，涵盖公路客运、旅游、公交、团体、校车、专用客车等各个细分市场。目前，已成为世界单厂规模最大、工艺技术条件最先进的大中型客车生产基地。

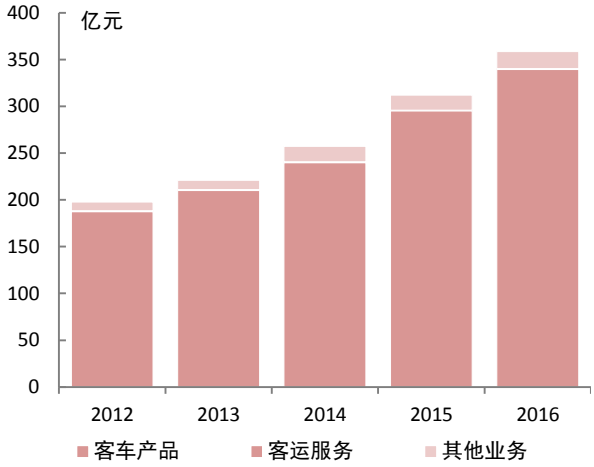
公司专注于客车产品，2016年公司客车产品营收占比近95%，其他业务包括客运服务等营收占比相对较小。近些年客车产品类业务收入进一步提升，而其他业务则持续维持相对较小的规模。

图 1：2016 年各业务营收占比



数据来源：Wind，财通证券研究所

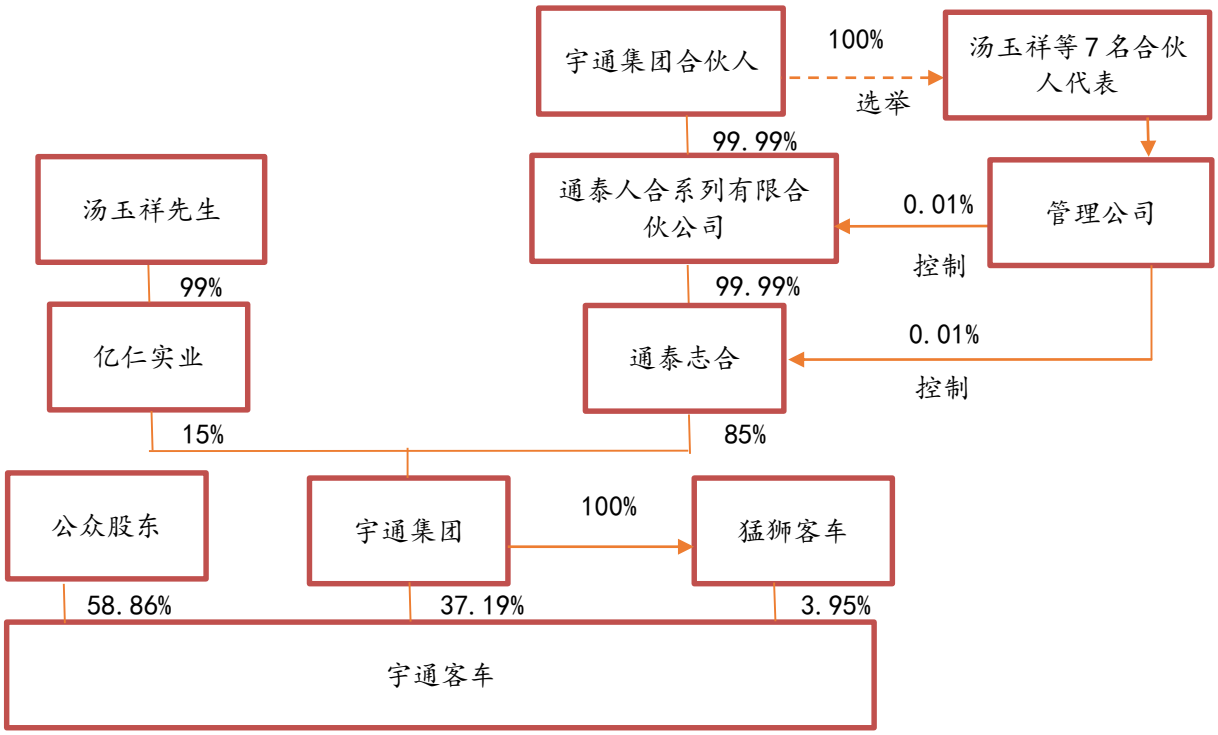
图 2：近几年各业务增长情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

公司实际控制人为汤玉祥等7名合伙人代表，持股比例31.61%。公司第一大股东为郑州宇通集团有限公司，持有公司8.23亿股，占总股本的37.19%。公司股权较为集中，有利于公司的决策与治理。

图 3：公司股权结构

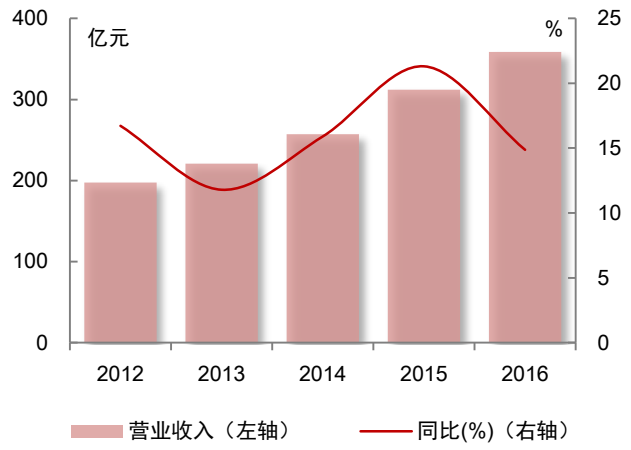


资料来源：公司公告，财通证券研究所

1.2 公司业绩表现稳健

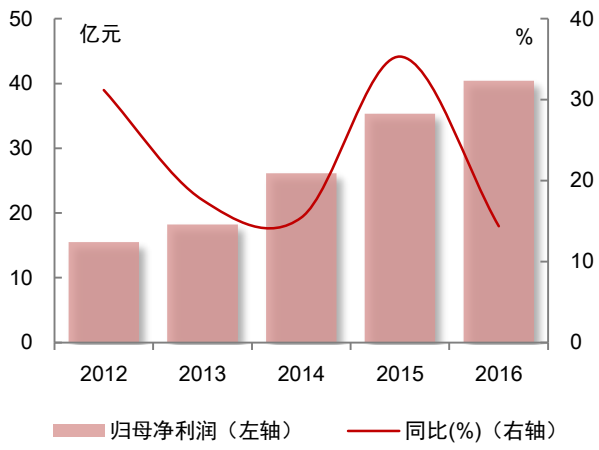
公司近几年业绩稳健增长，2012-2016 年公司营业收入、归母净利润 GAGR 分别为 16.05%和 27.09%。2016 年公司实现营业收入 358.50 亿元，同比增长 14.87%，实现归母净利润 40.44 亿元，同比增长 14.38%，营收、归母均保持稳步增长。

图 4：营业收入及同比增速



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 5：归母净利润及同比增速

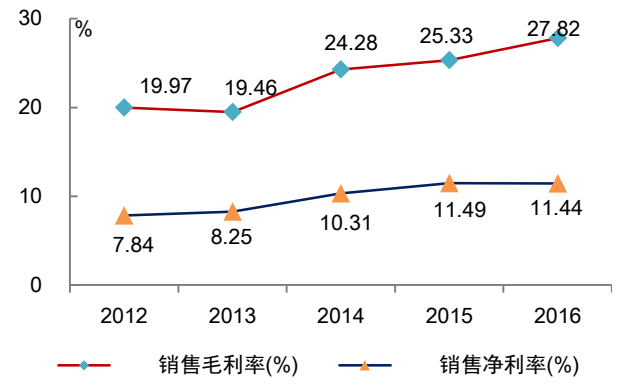


数据来源：Wind，财通证券研究所

从利润端来看，公司毛利率和净利率均实现连续 4 年稳步增长。2016 年宇通客车毛利率为 27.82%，同比增长 2.49 个百分点，创上市以来新高。净利率为 11.44%，和去年同期基本持平。

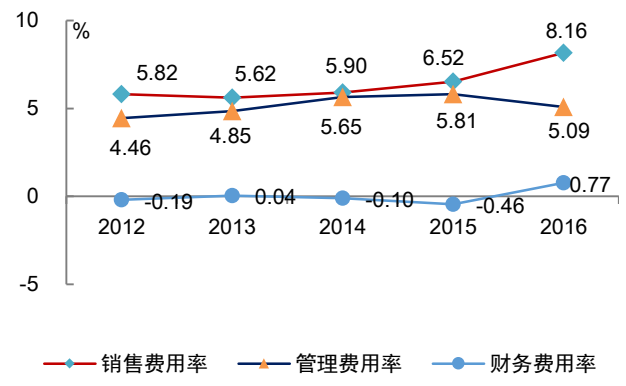
从费用端来看，2016 年销售费用率为 8.16%，同比增加 1.64 个百分点，出现较大幅度上升，主要是由于新能源客车售后服务费计提增加所致。2016 年管理费用率为 5.09%，同比减少 0.72 个百分点。2016 年财务费用率为 0.77%，同比增加 1.23 个百分点，主要是由于汇兑净损失增加所致。

图 6：公司历年毛利率及净利率情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 7：公司历年三费率情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

1.3 产品种类齐全，销量稳中有升

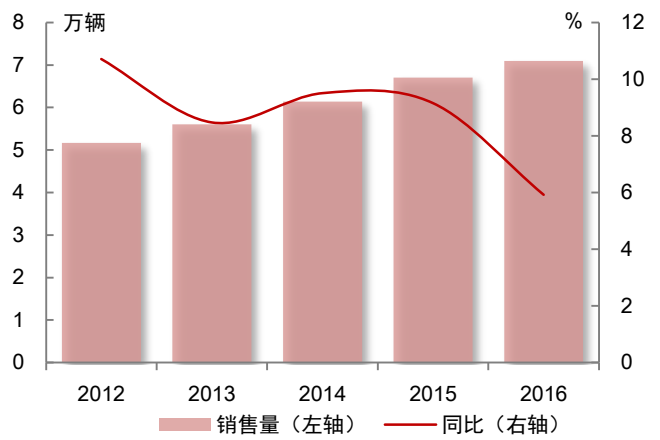
宇通客车自成立以来，潜心客车研发，打造了各个型号的客车产品。按用途来分，可分为校车、企事业单位班车、房车、新能源客车、客运客车、旅游客车、公交客车、定制专用客车。按动力来分，可分为柴油车、汽油车、天然气车、混合动力车、纯电动车等。按长度来分，可分为大客、中客、轻客，长度从 5 米到 25 米不等，座位数从 19 座到 85 座不等。多类型的客车种类满足了客户不同的需求。

图 8：公司产品谱系及部分热门车型

数据来源：公司官网，财通证券研究所

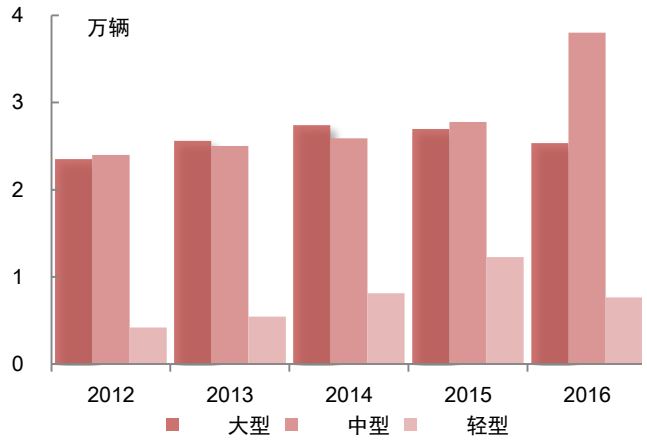
近年来，宇通客车销量稳中有升，2016年销量7.1万辆，同比增长5.9%，2012-2016年复合增长率为8.3%。分长度来看，2012-2016年，大型车销量基本保持稳定。2016年，中型车销量大幅提升，轻型车销量则有所下降。由此看出，大型车和中型车是公司销量增长的主要驱动。

图 9：公司客车销量及同比增速



数据来源：Wind，财通证券研究所

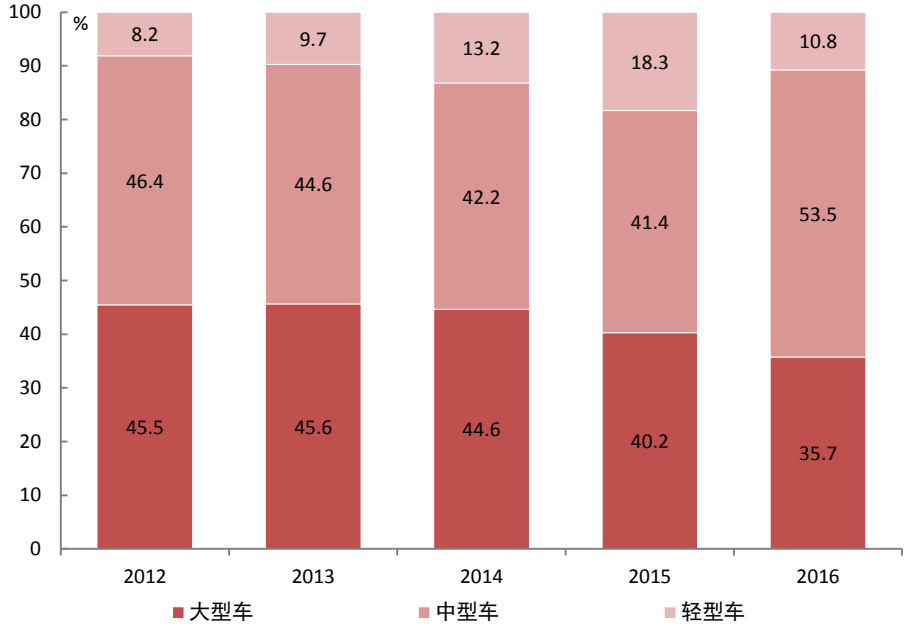
图 10：分米段销量情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

结构上看，中型车销量占比最大，为53.5%，大型车销量占比35.7%，大中型车合计占比显著提升。轻型车销量占比有所下滑，占比来到10.8%。当前客车市场趋于饱和，公路车未来增长压力大，公交车仍有一定增长空间。公交车行驶路线固定，对里程忧虑敏感性小，适合新能源化。随着公交新能源化，预计公司大中型客车占比仍将提升。

图 11：分长度历年销量占比变动



资料来源：Wind，财通证券研究所

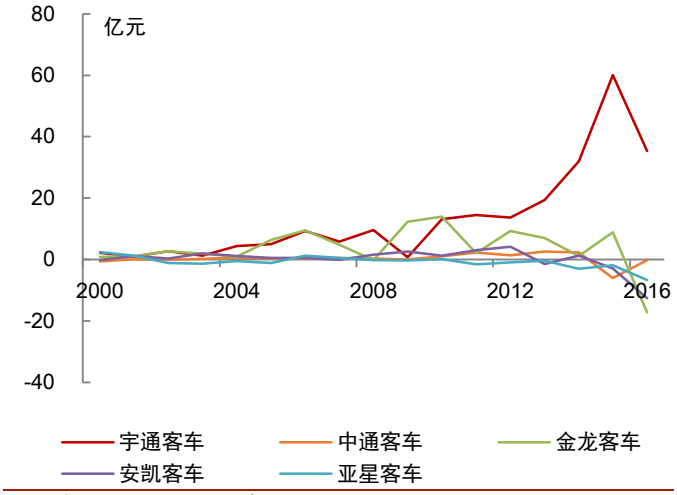
2、政策收紧加速行业出清，公司龙头优势更为突显

三万公里政策拉长补贴回款周期，车企资金垫付压力提升。四部委下发的补贴新政，要求非个人用户购买新能源汽车申请补贴的，需累计行驶3万公里（作业类专用车除外）。据我们了解，不同类型客车对于三万公里的达标时长差异很大。一般而言，跑完3万公里，公交车仅需9-12个月，快则6个月，而企事业单位购买的通勤车一般需12-18个月。三万公里的硬性要求导致补贴回款时间大致延后一年时间，增加车企资金垫付压力。由此提升行业门槛，利好经营管理能力强、资金实力雄厚、融资能力强的大型车企，加速淘汰僵尸企业及经营低效的中小车企，促进行业出清。

公司现金流状况良好，足以应对垫付压力。与行业内公司相比，宇通客车现金流

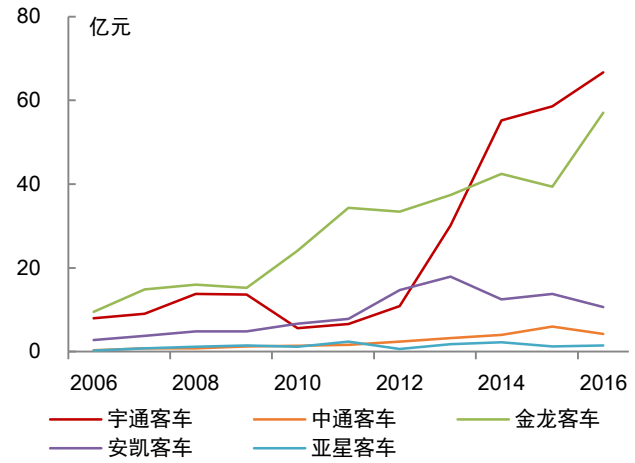
状况良好：从经营活动产生的现金流量净额来看，宇通客车始终保持行业领先状态，大幅超越同行。2016年，除公司的经营现金流净额为正外，同行业其余公司均为负值。从资产负债率及权益乘数的角度看，2016年公司资产负债率为61.09%，为可比客车企业最低，亚星客车资产负债率则达到95.60%。公司2016年权益乘数仅为2.6倍，为可比公司最低。公司现金流良好，叠加资产负债结构稳健，杠杆率低显示公司未来通过融资加杠杆补充流动资金的空间仍然较大，足以应对补贴回款周期延长带来的资金垫付压力。

图 12：行业公司经营活动产生的现金流量净额



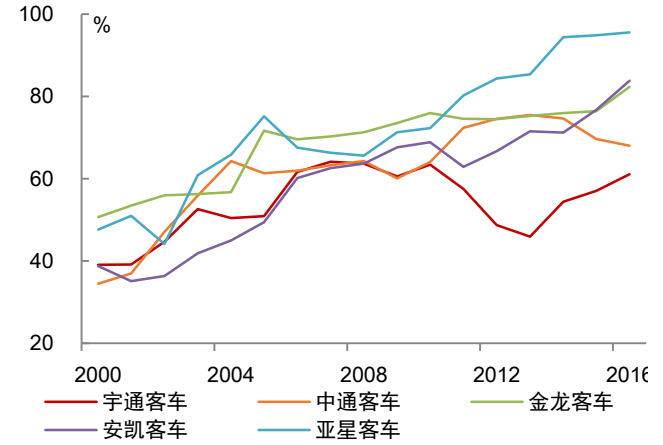
数据来源：Wind，财通证券研究所

图 13：行业公司期末现金及现金等价物余额



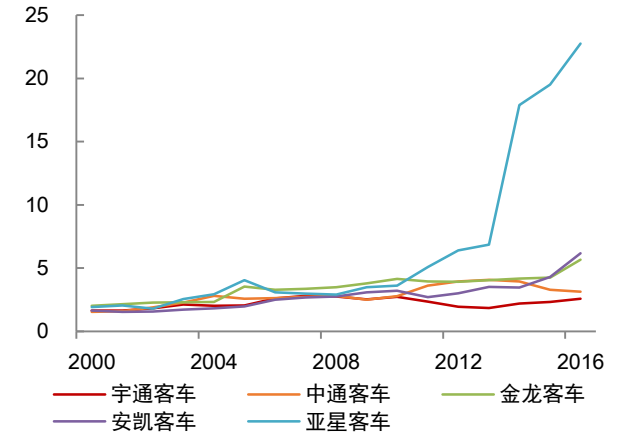
数据来源：Wind，财通证券研究所

图 14：行业公司资产负债率



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 15：行业公司权益乘数



数据来源：Wind，财通证券研究所

补贴退坡加剧行业优胜劣汰。根据2016年中央财政的补贴标准，6至8米电动客车最高补贴30万元，8至10米电动客车最高补贴为40万元，10米以上电动客车的最高补贴标准为50万元。而2017年的补贴标准大幅下调，6至8米电动客车最高补贴

为9万元，下调比例达到64%；8至10米电动客车最高补贴为20万元，下调比例为50%；10米以上电动客车的最高补贴标准为30万元，下调比例也达到40%。若考虑地补的情况，补贴退坡比例更大。补贴大幅退坡，一方面收窄了新能源客车与同类型燃油客车的成本差距，对行业整体销售产生不利影响，但另一方面以更市场化导向倒逼企业通过加强供应链管理、技术创新等方式降低成本。对于此前那部分技术水平较差、产业根基薄弱，仅通过骗补谋取政策红利的企业来说将是灭顶之灾，由此为那些扎根新能源技术研发、强化供应链管理的优势车企肃清障碍，避免“劣币驱逐良币”，使行业步入健康发展轨道。

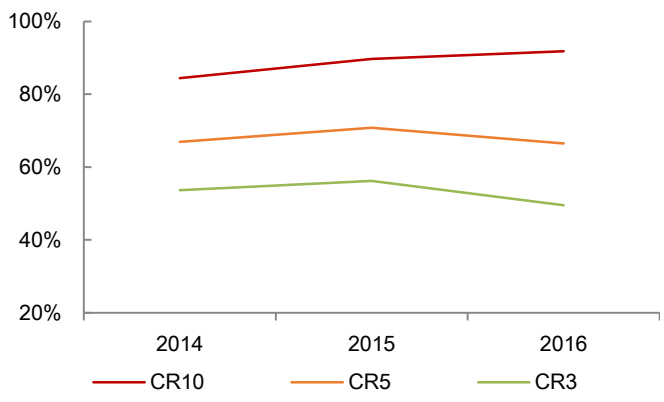
表 2：各米段客车补贴退坡比例（不考虑地补）

	纯电动客车			插电式混合动力客车（含增程式）			快充类纯电动客车	
车长	2016 年	2017 年	退坡比例	2016 年	2017 年	退坡比例	2017 年	备注
6<L≤8m	25 万	9 万	64%	12.5 万	4.5 万	64%	6 万	2017 年新增分类
8<L≤10m	40 万	20 万	50%	20 万	9 万	55%	12 万	
10<L≤12m	50 万	30 万	40%	25 万	15 万	40%	20 万	
L>12m	60 万	30 万	50%	30 万	15 万	50%	20 万	
注：所有车型按续航里程≥250 公里计算								

数据来源：工信部，财通证券研究所

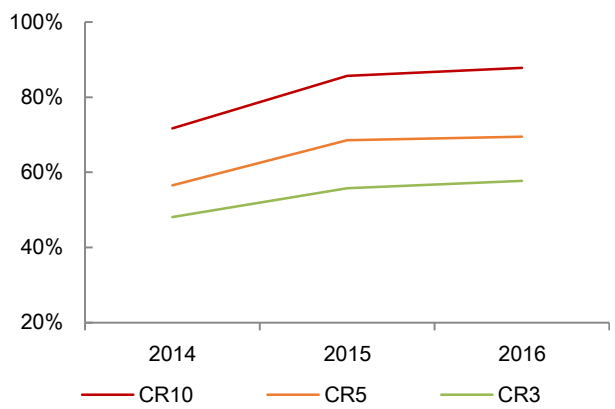
政策收紧，行业集中度提升。补贴退坡、三万公里政策无一不是整顿行业的手段，在政策红利逐渐消失殆尽同时，市场化导向促进行业充分竞争。在这一业态背景下，行业加速洗牌，优势车企脱颖而出，行业整体集中度进一步提升。2014-2016年，大型客车CR10由84.5%提升至91.8%，中型客车CR10由71.7%提升至87.8%。

图 16：大型客车市场集中度



数据来源：中商情报网，财通证券研究所

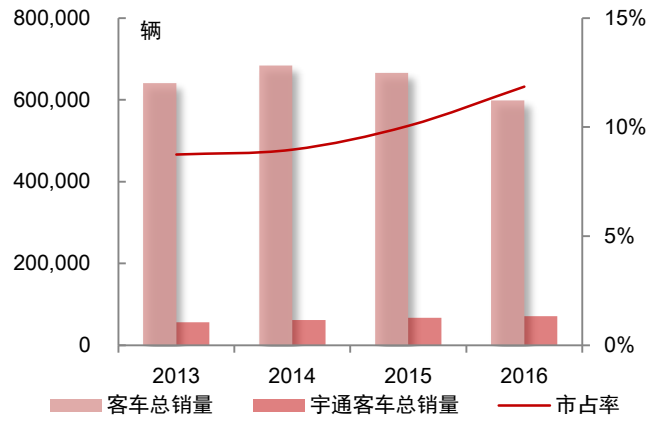
图 17：中型客车市场集中度



数据来源：中商情报网，财通证券研究所

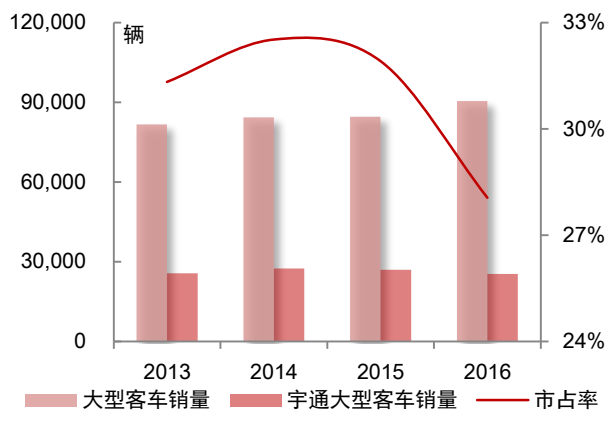
宇通客车龙头优势突显，市占率有望进一步提升。宇通客车作为客车行业龙头，在政策收紧、行业遇冷、僵尸企业离场的情况下，吸收转移订单，市场份额有望进一步提升。2014-2016年，宇通客车市场率由9.0%上升至11.9%，其中中型客车份额上升贡献较大，市占率由2014年的32.5%上升至2016年的38.2%；大型客车市占率下降，由2014年的32.5%下降至2016年的28.1%；新能源客车市占率2016年回升至19.6%。未来随着行业洗牌，落后产能出清，行业步入良性发展轨道，技术根基深厚、供应链管理能力较强、现金流状况良好的宇通客车市占率（尤其新能源客车市占率）有望进一步提升。

图 18：宇通客车市占率



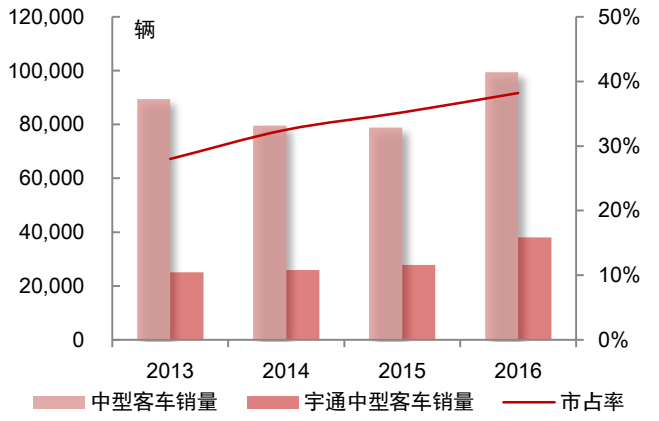
数据来源：Wind，财通证券研究所

图 19：宇通大型客车市占率



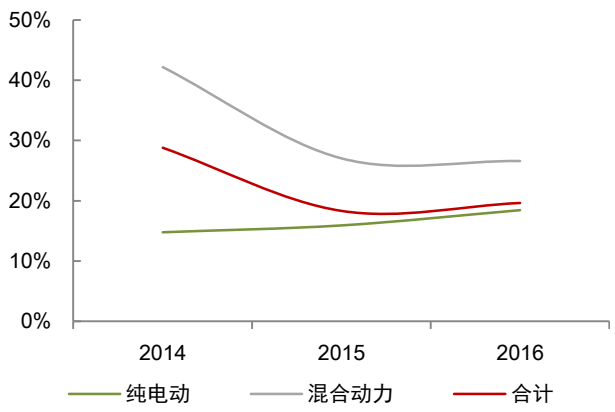
数据来源：Wind，财通证券研究所

图 20：宇通中型客车市占率



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 21：宇通新能源客车市占率



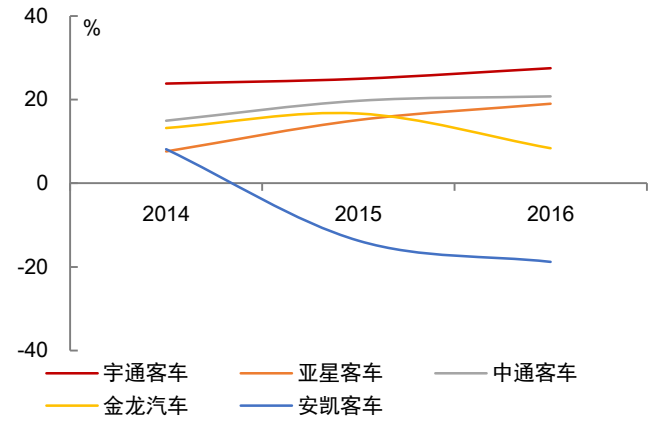
数据来源：Wind，财通证券研究所

3、成本向上游转移，补贴退坡下毛利率维持平稳

公司毛利率领先行业，有望维持较高水平。2016年公司毛利率为27.8%，显著高于中通客车（21.0%）、亚星客车（19.1%）、金龙汽车（8.9%）、安凯客车（-18.0%）。公司毛利率较高的原因包括：（1）自配率高。相对于其他车企组装的模式，公司零配件内部生产加工居多，减少外包，省下部分环节的成本。（2）供应链管理能力较强。作为行业龙头，公司相比于业内其他车企，有较强的议价能力，且强化供应链管理为其带来成本缩减。（3）营运能力强。公司精细化管理高效，运营能力高于行业平均水平。

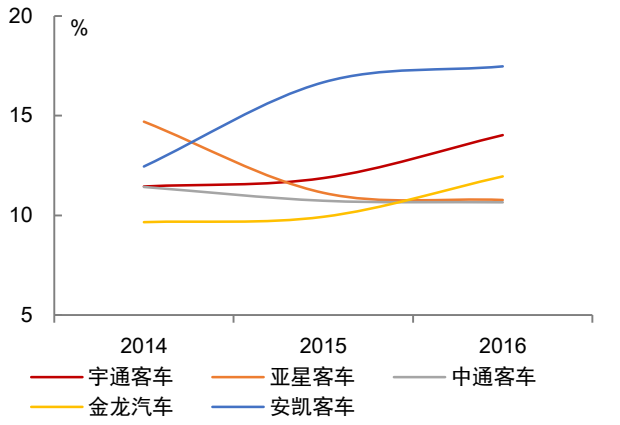
公司三费率此前一直处于行业平均水平，2016年大幅上行。主要原因是销售费用率上升幅度较大，这其中主要是受到新能源客车售后服务费计提增加所致。我们认为，2016年售后服务费加大计提是为此后预留空间，2017年销售费用有望降低。公司管理高效导致2016年管理费率同比下降0.72个百分点。综合来看，公司未来三费率仍有下降空间。

图 22：公司毛利率显著高于行业其他车企



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 23：公司三费率仍有下行空间



数据来源：Wind，财通证券研究所

补贴退坡，成本向上游转移。尽管公司拿到的补贴退坡40%以上，但整体毛利率并未收到较大影响。我们看到，2014-2016年公司毛利率一直稳定于高位，即使在补贴大幅退坡的2016年，公司毛利率反而创下上市以来新高的27.8%，这其中的主要原因是成本向上游电池、电控、电机等采购端转移。在公司所有采购的材料中，电池成本占据整车成本的30%-50%，降成本空间最大。当前电池的价格基数仍位居高位，未来随着技术进步带来电池能量密度提升、生产规模效应导致电池企业折旧与摊销费用降低、下游电池产能愈发过剩导致主机厂博弈谈判加剧，

电池成本仍有较大降价空间。公司今年已完成与电池供应商的价格谈判，取得30%的电池成本降幅。公司作为行业龙头，在与上游供应商谈判过程中较一般车企更具议价能力与成本转嫁能力，在补贴逐步退坡乃至最终完全退出的情况下，毛利率端受到的压力较其他客车企业更小。且电池等零部件成本下降仍具较大空间，公司毛利率有望维持相对高位。

6、风险提示

新能源汽车复苏不及预期；客车行业景气度不及预期；公司客车销量不及预期。

表 3：公司财务报表及指标预测

财务和估值数据摘要

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	35850	36962	41508	46157
增长率(%)	14.9%	3.1%	12.3%	11.2%
归属母公司股东净利润	4044	4197	4787	5390
增长率(%)	14.4%	3.8%	14.1%	12.6%
每股收益(EPS)	1.83	1.90	2.16	2.43
销售毛利率(%)	27.8%	27.2%	26.9%	26.8%
市盈率（P/E）	12.1	11.6	10.2	9.1
市净率（P/B）	3.60	3.44	3.28	3.11

利润表

科目	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**35850**	**36962**	**41508**	**46157**
营业成本	25876	26901	30363	33773
营业税金及附加	161	218	245	272
销售费用	2927	3001	3246	3609
管理费用	1826	1906	2134	2366
财务费用	275	(134)	(148)	(174)
投资收益	(13)	65	88	101
资产减值及公允价值变动	(380)	(378)	(335)	(312)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	**4393**	**4756**	**5421**	**6099**
营业外收支净额	389	212	245	281
利润总额	4782	4968	5666	6380
所得税	680	710	810	912
少数股东损益	59	61	69	78
归属母公司股东净利润	**4044**	**4197**	**4787**	**5390**
每股收益（元）	1.83	1.90	2.16	2.43

资产负债表

科目	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	5616	8741	10352	12973
应收款项	16697	18228	20470	22762
存货净额	1923	2187	2471	2752
其他流动资产	2274	2476	2781	3093
流动资产合计	**26911**	**32031**	**36473**	**41979**
固定资产	4629	4194	3780	3362
无形资产和开发支出	1458	1399	1341	1283
投资性房地产	1835	1835	1835	1835
长期股权投资	322	559	688	809
资产总计	**35154**	**40019**	**44117**	**49267**
短期借款	0	2024	2008	3214
应付款项	15761	16619	18781	20912
其他流动负债	4160	4718	5308	5909
流动负债合计	19921	23362	26098	30035
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	1554	2354	3006	3418
长期负债合计	1554	2354	3006	3418
负债合计	**21475**	**25716**	**29104**	**33453**
少数股东权益	95	104	114	126
股东权益合计	13584	14198	14899	15688
负债和股东权益合计	35154	40019	44117	49267

现金流量表

科目	2016	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	2847	5340	6262	6558
投资性现金净流量	175	(657)	(549)	(541)
筹资性现金净流量	(4105)	(1559)	(4102)	(3396)
现金流量净额	(1083)	3125	1611	2621

数据来源：Wind，财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的内部客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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并进行证券或期权交易，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。