



东兴证券
DONGXING SECURITIES

长期看好的行业龙头

——宇通客车（600066）调研简报

2017年08月11日

推荐/维持

宇通客车

调研简报

报告摘要：

客车行业发展趋势放缓，宇通客车行业龙头地位更加稳固。

客车行业发展趋势缓慢

原因一：城市公交市场增速趋缓。城市公交市场的最核心的影响因素是城镇化，中国城市的城镇化进程的推进还处于上升阶段，因而城市公交的产销量仍会维持上升的状态，只是这个增速会趋缓。

原因二：长途客运市场销量下滑。公路客运市场需求出现一定下滑，主要原因在于高铁的替代以及长途客运线路审批严格。

原因三：旅游客车市场增长。旅游客车市场随着人们生活水平的提高、旅游业的发展是在逐渐增长的。但由于旅游客车市场占总客车市场比例不大，所以对总体市场不能起到很大的推动作用。

推荐宇通客车基于3个逻辑，

推荐逻辑一：宇通客车行业龙头地位稳固，市占率进一步上升。

宇通的毛利率远远领先于行业其他竞争对手，并且有逐步提高的趋势。究其原因是因为宇通采用垂直一体化的生产体系，大部分的零部件进行自供。与此同时宇通较强的运营管理能力以及较强的供应链管理也都能降低宇通的成本、增加宇通的营业利润。宇通的现金流也十分充足，有利于其继续扩大市场份额。

推荐逻辑二：新能源汽车边际改善，宇通新能源客车下半年放量。

推荐逻辑三：宇通海外市场稳步发展。

宇通常年海外市场营收占总营收10%以上，且2011-2016年保持稳定增长。预计随着新兴市场国家经济发展，宇通品牌被更多认可，宇通海外业务今后能继续维持增长。

风险提示：新能源客车推广不利，增速下滑。

盈利预测与估值：我们看好公司在2017年下半年新能源客车表现，预计公司2017-2019年EPS分别为1.77、2.36、2.58，对应PE分别为11.79、8.84、8.1。由于宇通是行业龙头，我们给予14倍估值，对应的股价为24元，给予公司“推荐”评级。

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	31,210.8	35,850.4	33,850.0	38,470.0	40,470.0
增长率(%)	21.31%	14.87%	-5.58%	13.65%	5.20%
净利润(百万元)	3,587.69	4,102.34	3,969.91	5,277.85	5,756.43
增长率(%)	35.25%	14.34%	-3.23%	32.95%	9.07%
净资产收益率(%)	27.49%	29.77%	21.79%	23.04%	20.51%
每股收益(元)	1.60	1.83	1.77	2.36	2.58
PE	13.05	11.41	11.79	8.84	8.10
PB	3.59	3.40	2.57	2.04	1.66

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

联系人:孙浩然

010-66554045

sunhr@dxzq.net.cn

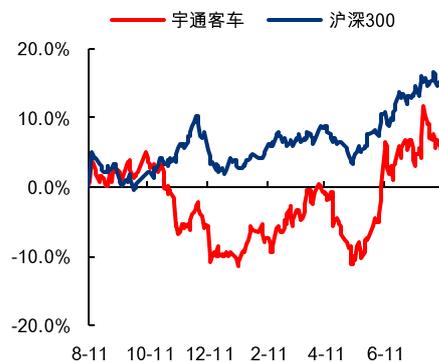
执业证书编号：

S1480116070027

交易数据

52周股价区间(元)	22.27-21.64
总市值(亿元)	493.04
流通市值(亿元)	423.91
总股本/流通A股(万股)	221394/190348
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.56

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

相关研究报告

- 《宇通客车（600066）：行业景气下滑，增长寄望于新能源客车》2014-03-25
- 《营销功底深厚，淘汰黄标车提升空间》2013-07-17
- 《宇通客车（600066）2012年年报点评：精益管理提升长期盈利能力》2013-03-28
- 《宇通客车（600066）调研简报：校车、公交车和出口驱动持续增长》2012-10-31

目 录

1. 宇通客车：客车龙头	3
2. 客车行业发展大趋势放缓	4
3. 推荐宇通客车的三大逻辑	6
3.1 宇通客车稳坐行业龙头，市占率逐步提升	6
3.1.1 宇通客车毛利率远高于行业均值	7
3.1.2 宇通客车毛利率持续上升	8
3.1.3 宇通客车现金流充足	8
3.2 宇通客车新能源客车下半年将放量	9
3.3 宇通客车海外市场稳步发展	10
4. 风险提示	11
5. 盈利预测与估值	11

表格目录

表 1: 客车企业毛利率对比	7
----------------------	---

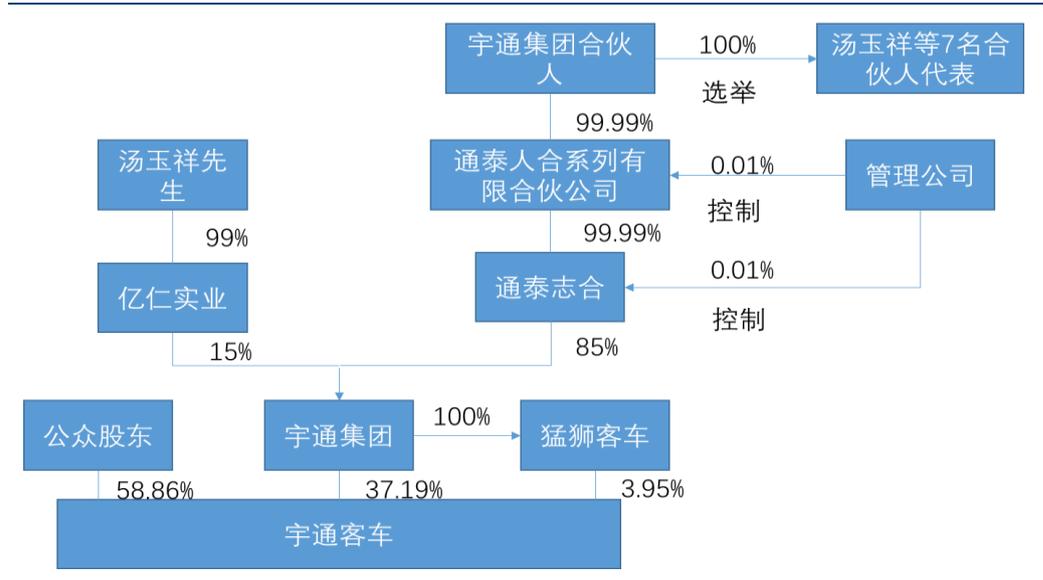
插图目录

图 1: 宇通客车股权结构	3
图 2: 宇通营业收入及增长率	3
图 3: 宇通归母公司净利润及增长率	3
图 4: 大中客年度销量及同比增速%	4
图 5: 宇通客车毛利率	8

1. 宇通客车：客车龙头

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。

图 1：宇通客车股权结构



资料来源：上市公司年报、东兴证券研究所

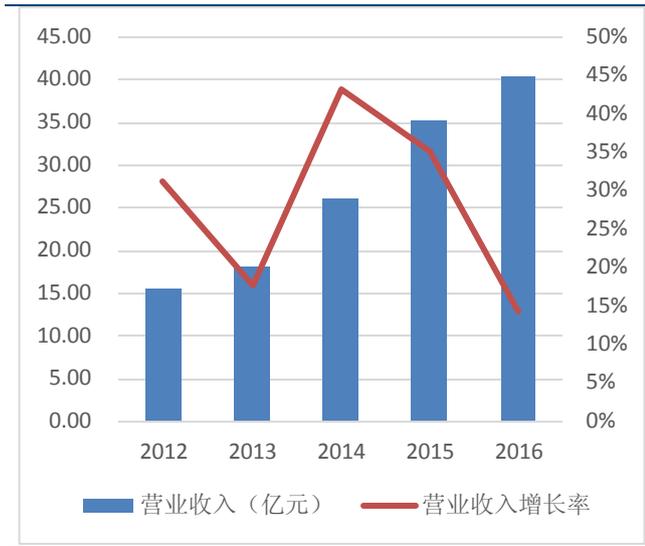
根据公司一季报,郑州宇通集团有限公司为宇通客车第一大股东,持股比例 37.91%，实际控制人是汤玉祥（董事长）等 7 名合伙人。前十大股东合计占总股本 61.21%，股权较为集中。

根据公司 2016 年的年报，客车产品是其主营业务，占总营业收入的 94.7%。而客车产品中，大客占 36%，中客占 53%，轻客占 11%，大中客是公司的主要产品，并且份额有进一步增加的趋势。

公司业绩方面，2012-2016 年营业收入及归母公司持续增长。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%。毛利率 2012-2016 年也持续增加，并且在行业里处于领先地位。三费率保持稳定。

图 2:宇通营业收入及增长率

图 3:宇通归母公司净利润及增长率



资料来源：wind、东兴证券研究所



资料来源：wind、东兴证券研究所

2. 客车行业发展大趋势放缓

大中客市场稳定饱和，全年销量下滑 5%。根据 wind 数据，2017 年 1-6 月，国内大中客市场共销售车辆约 5.46 万辆，比去年同期的 7.63 万辆减少 29%。我们预计全年销量 17.23 万辆，同比下滑 10%。观察 2005 年至 2016 年数据可知，大中客市场除了 2015 年、2016 年由于新能源补贴政策刺激有明显增长外，总体处于增长率逐步降低的阶段，整体市场趋于饱和。

图 4:大中客年度销量及同比增速%

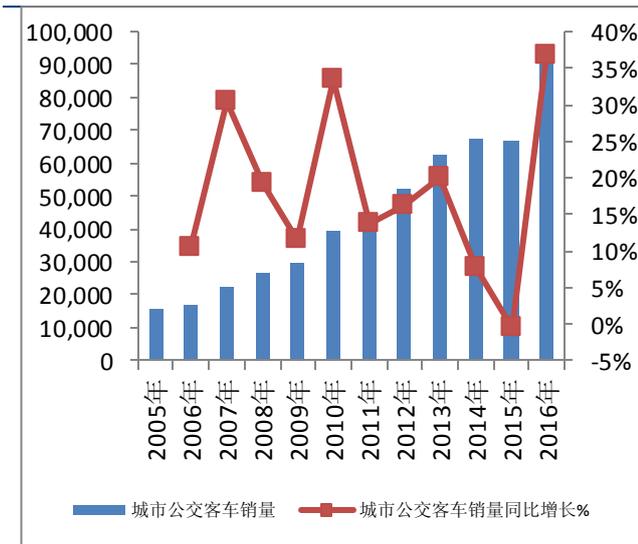


资料来源：Wind 资讯、东兴证券研究所

大中客市场按用途可分为城市公交客车、长途客车、旅游客车。三者分别占比约 50%、40%、10%。

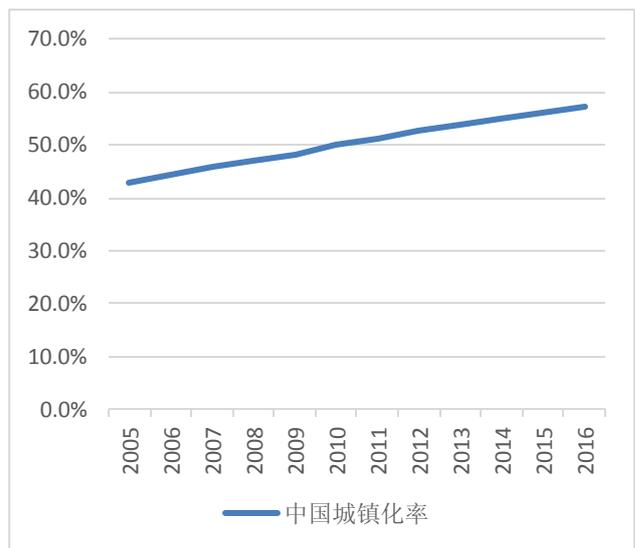
城市公交市场的最核心的影响因素是城镇化，中国城市的城镇化进程的推进还处于上升阶段，因而城市公交的产销量仍会维持上升的状态，只是这个增速会趋缓。2017 年 1-6 月城市公交市场销量 17241，同比递减 44.1%。

图 3:大中客城市公交市场销量(辆)



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 4:中国城镇化率

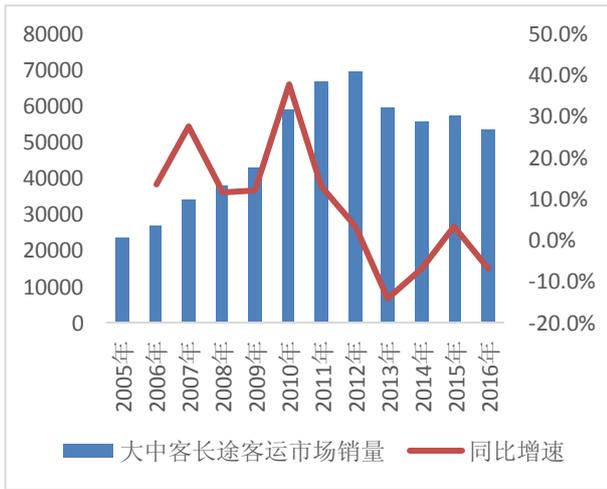


资料来源：wind、东兴证券研究所

公路客运市场需求出现一定下滑，主要原因在于高铁的替代以及长途客运线路审批严格。铁路运输经济性高于公路运输，动车组无论在行驶速度、乘坐环境还是安全性上均优于长途客运，其规划的客运路线均为长途客运中赢利较强的路线，相关区域长途客运将被大量分流。与此同时国家也在有意减少长途客运的线路，800 公里以上长途客运线路，将不再审批新线路，现有的 800 公里以上的长途客运班线，也将分类逐步取消。2017 年 1-6 月长途客运市场销量 21340，同比递减 16%，全年预计与去年持平。

图 3:大中客长途客运市场销量

图 4:公路客运量占总客运量比例



资料来源：wind，东兴证券研究所



资料来源：wind，东兴证券研究所

旅游客车需求的主要影响因素为旅游业的发展。随着人们生活水平不断提高，旅游成为人们越来越主要的休闲娱乐方式。所以，旅游客车市场长期是看好的，但是问题在于在这个市场中的占比是非常小的，不足以影响大的趋势。

综上所述，未来国内大中客的发展增速将较低在-5%-5%之间波动，逐渐面临瓶颈。

3. 推荐宇通客车的三大逻辑

在如此成熟的客车市场，推荐宇通客车的逻辑有三：

- ◆ 宇通客车稳坐行业龙头，市占率逐步提升；
- ◆ 宇通新能源客车下半年将放量；
- ◆ 宇通客车海外市场稳步发展。

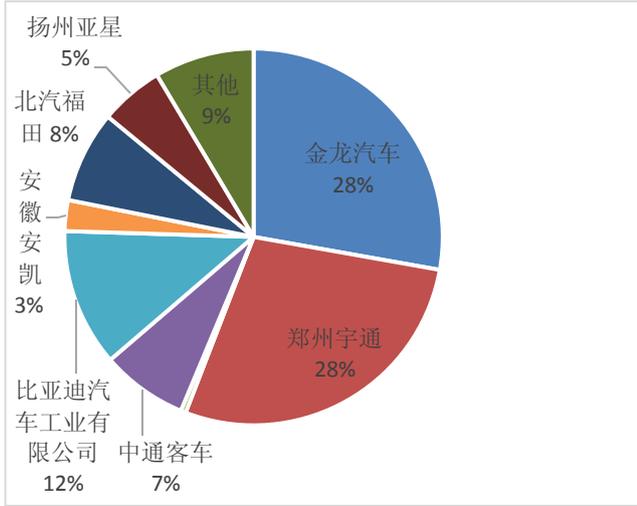
3.1 宇通客车稳坐行业龙头，市占率逐步提升

从下图可以看到宇通 2016 年在大客市场与中客市场分别占比 28%、38%，均位列行业第一，且 2017 年 1-6 月大型客车累计销量 8744，占大客市场的 31%，1-6 月中客市场累计销量 9947，占中客市场的 38%。宇通毫无争议的是大中客行业的龙头企业。

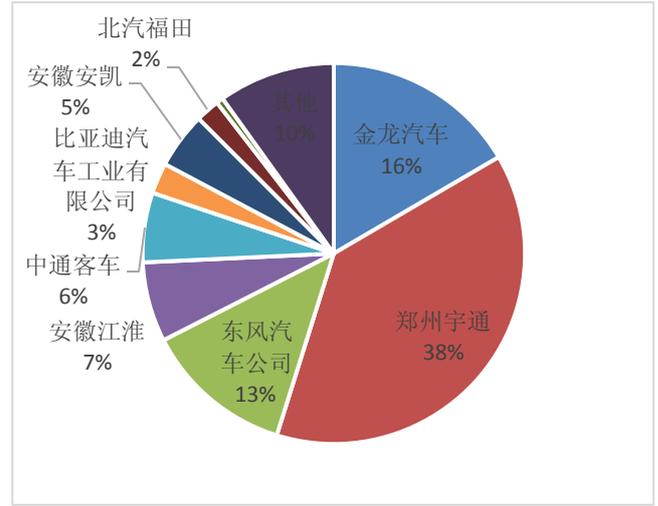
从毛利率和现金流的视角分析宇通能稳坐行业龙头的原因。

图 3:2016 年大客市场份额

图 4:2016 年中客市场份额

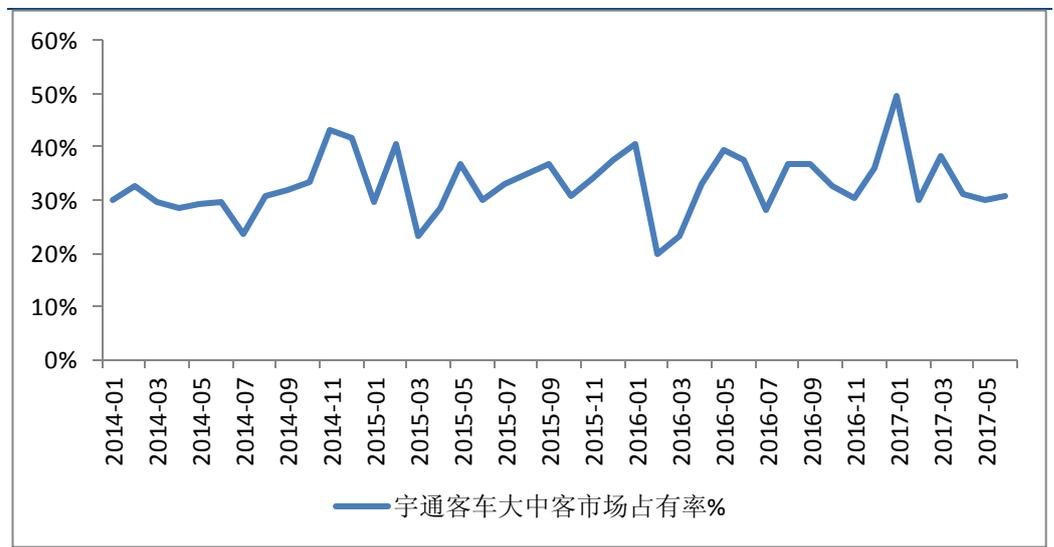


资料来源：盖世汽车资讯、东兴证券研究所



资料来源：盖世汽车资讯、东兴证券研究所

图 5:宇通客车市占率%



资料来源：wind、公司年报、东兴证券研究所

3.1.1 宇通客车毛利率远高于行业均值

从下表可以看到，宇通 2016 年的毛利率和净利率分别为 27.82%和 11.44%，远远高于同行业的主要竞争对手。宇通之所以有这么高的毛利率主要是因为宇通采用垂直一体化的生产体系，大部分的零部件进行自供。因为大多数零部件自己生产，而且这些零部件的采购成本与市场价格持平甚至更低，因而赢得了各环节毛利率。与此同时宇通较强的运营管理能力以及较强的供应链管理能力和都能降低宇通的成本、增加宇通的营业利润。

表 1:客车企业毛利率对比

宇通客车	金龙客车	安凯客车	亚星客车	中通客车
------	------	------	------	------

2016年毛利率%	27.82%	8.9%	-18%	19%	21%
2016年销售净利率%	11.44%	-8.67%	0.98%	1.92%	6.32%

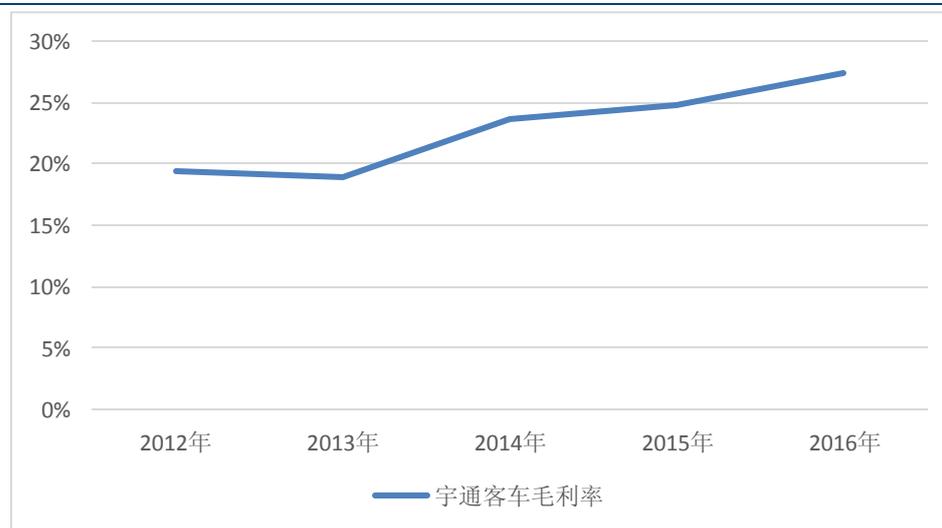
资料来源: wind, 东兴证券研究所

3.1.2 宇通客车毛利率持续上升

从上图我们可以看到, 2012年以来, 宇通客车的毛利率在稳步的提升, 从19%上升至27%, 两个时间点是宇通提升毛利率的重要节点。第一个时间节点2014年: 2014年毛利率的跳升在于公司完成了对精益达的收购。第二个时间节点, 2015年、2016年: 毛利率的进一步提升在于, 车型结构的改善, 新能源客车市场2015年和2016年的大爆发, 新能源客车渗透率提升, 使得宇通的毛利率维持高位。

尽管由于新能源补贴退坡导致新能源车利润有所下降, 但我们发现2017年一季度, 宇通客车毛利率为24.02%, 与去年同期的24.2%相比, 并没有多少变化, 而且随着下半年新能源客车市场复苏、消费者观望结束、地方政府采购逐渐加码、生产销售每辆客车的固定成本折旧摊销减小, 公司的毛利率将延续季度上升趋势。所以预计2017年宇通客车毛利率仍将维持高位。

图6: 宇通客车毛利率



资料来源: Wind 资讯, 东兴证券研究所

3.1.3 宇通客车现金流充足

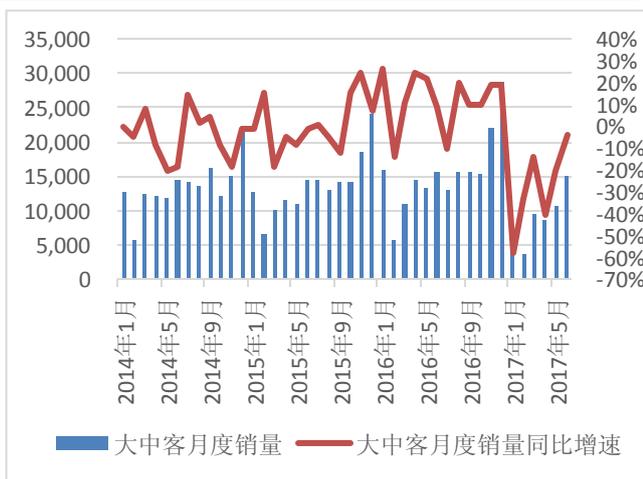
随着新能源三万公里政策的出台, 各个公司收款的期限延长, 这对于每个公司的现金管理都是一个不小的挑战, 特别是对于一些小公司而言, 很可能由于出现资金周转不善的问题而被淘汰。而宇通客车在现金流方面可以说十分充足, 从下表可以看到宇通过去三年的经营性现金流大大高于行业其他竞争对手。而充足的现金流给予宇通的灵活性使其能进一步根据市场需求调整战略, 扩大市场份额。

净经营性现金流	2014年	32.05	1.14	2.36	1.27	(3.03)
	2015年	60.10	8.93	(6.05)	(2.89)	(1.87)
	2016年	35.32	(17.17)	(0.17)	(12.56)	(6.67)

3.2 宇通客车新能源客车下半年将放量

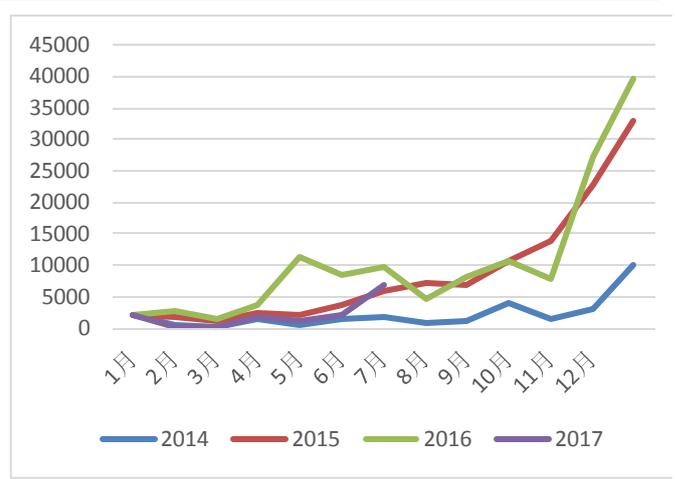
上半年新能源客车销量表现不佳,1-6月共销售12271辆,相比去年同期下降了66.8%,其主要原因是新能源应用推广目录重新审批,再加上新能源补贴政策退坡以及过去两年的强政策刺激透支了部分新能源客车的需求,导致了上半年销售的下降。不过,从往年来看,新能源客车销售有季节性趋势,三四季度普遍比一二季度都有较大增长,而且新能源应用推广目录已推出7批,因此我们预计下半年新能源客车销量将会复苏,全年销量比去年同期略有减少。

图 3:大中客月度销量



资料来源: wind、东兴证券研究所

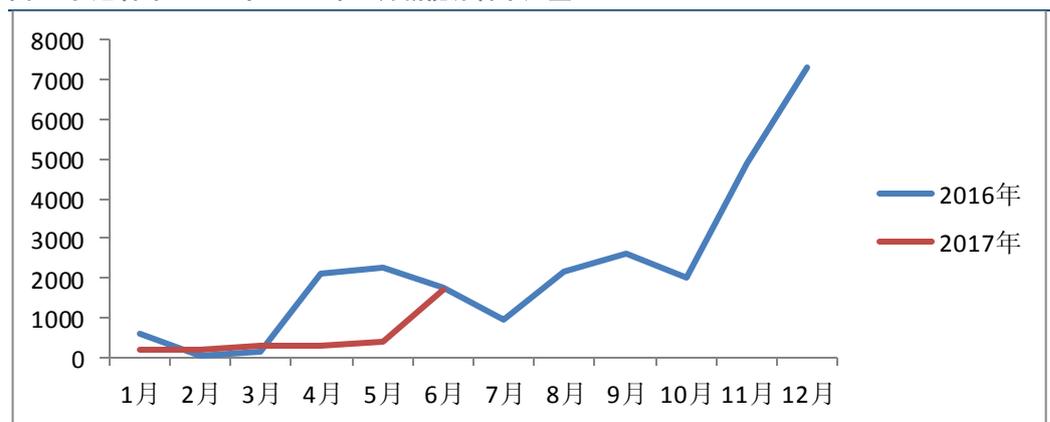
图 4:新能源客车月度销量



资料来源: wind、东兴证券研究所

宇通客车 2017 年上半年共生产 3014 辆,同比下滑 57%。预计下半年,宇通客车新能源客车新能源产销辆将大幅放量。

图 7:宇通客车 2016 年-2017 年 6 月新能源客车产量

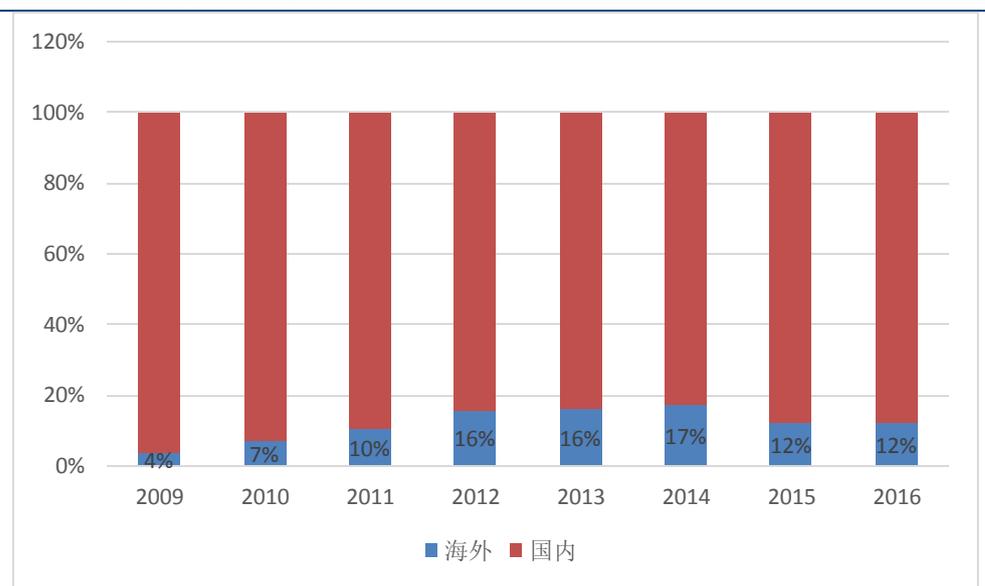


资料来源: 节能与新能源汽车网、东兴证券研究所

3.3 宇通客车海外市场稳步发展

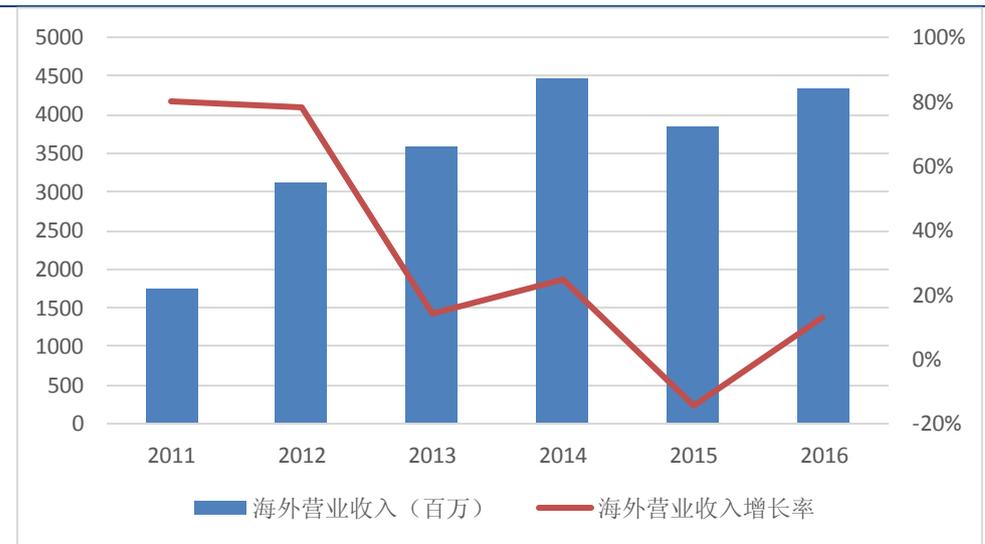
从下图我们可以看到，宇通常年海外营收都占到总营收的 10%以上，并且 2011 年以来，除了 2015 年由于新能源政策刺激公司主动减少海外业务量之外，海外营业收入都保持了一定程度的增长，2011 年到 2016 年的复合增长率为 16.3%。可以说海外业务也是宇通客车很重要的一部分且有持续增长的潜力。宇通的客车产品在国际市场上具备良好的性价比优势，具有很强的海外市场拓展能力。特别是在亚非拉市场，宇通客车有着很强的竞争力，随着新兴市场国家经济的发展，宇通客车出口数量会有进一步的提升。

图 3:宇通客车海外与国内营收占比



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 3:宇通客车海外营业收入



资料来源：wind、东兴证券研究所

4. 风险提示

新能源客车增速不及预期。

5. 盈利预测与估值

宇通客车 33850 亿元，预计同比增长-5.58%，净利润可达 39 亿，同比增长-3.23%。我们看好公司在 2017 年下半年新能源客车表现，预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.77、2.36、2.58，对应 PE 分别为 11.79、8.84、8.1。我们选取了 4 家主业与公司相仿的企业进行比较，2017 年 4 家公司平均市盈率为 25.49 倍，由于宇通是行业龙头，我们给予 14 倍估值，对应的股价为 24 元，给予公司“推荐”评级。

表 2:同类型商用车上市公司 EPS 和 PE

代码	公司	EPS			市盈率		
		2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
600066	宇通客车	1.83	1.77	2.36	11.41	11.79	8.84
	行业均值	0.52	0.68	0.82	37.91	25.49	19.84
600213	亚星客车	0.28	0.34	0.48	36.62	30.26	21.80
600418	江淮汽车	0.72	0.69	0.83	16.13	14.24	11.98
000957	中通客车	0.99	1.22	1.48	11.15	9.00	7.45
600686	金龙汽车	-1.18	0.52	0.69	-10.9	25.02	18.86

资料来源：wind，东兴证券研究所

表 3: 公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
流动资产合计	22983	26911	43484	45783	51821	营业收入	31211	35850	33850	38470	40470
货币资金	6699	5616	5303	6027	10135	营业成本	23306	25876	24433	26929	28329
应收账款	9949	15049	30604	31619	33263	营业税金及附	152	161	152	173	182
其他应收款	260	513	484	550	579	营业费用	2034	2927	2708	3078	3238
预付款项	428	227	227	227	227	管理费用	1813	1826	1882	2139	2250
存货	1547	1923	3347	3689	3881	财务费用	-142	275	132	155	-55
其他流动资产	1337	2048	2048	2048	2048	资产减值损失	240.74	437.97	500.00	550.00	600.00
非流动资产合计	7156	8243	7678	7129	6594	公允价值变动	-41.04	58.01	60.00	60.00	60.00
长期股权投资	0	322	321	321	321	投资净收益	61.74	-12.67	0.00	0.00	0.00
固定资产	4071.84	4537.66	4537.66	3795.38	3378.82	营业利润	3828	4393	4103	5506	5987
无形资产	1464	1458	1312	1181	1063	营业外收入	331.94	423.46	500.00	600.00	670.00
其他非流动资产	85	40	40	40	40	营业外支出	55.88	34.50	40.00	40.00	40.00
资产总计	30139	35154	51162	52912	58415	利润总额	4104	4782	4563	6066	6617
流动负债合计	16317	19921	31909	28904	29221	所得税	517	680	593	789	860
短期借款	0	0	6204	845	0	净利润	3588	4102	3970	5278	5756
应付账款	7868	10371	16735	18445	19403	少数股东损益	52	59	50	50	50
预收款项	1934	1183	1183	1183	1183	归属母公司净	3535	4044	3920	5228	5706
一年内到期的	0	0	0	0	0	EBITDA	5840	6788	4797	6209	6466
非流动负债合计	883	1554	1118	1118	1118	BPS (元)	1.60	1.83	1.77	2.36	2.58
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	17200	21475	33027	30022	30340	成长能力					
少数股东权益	79	95	145	195	245	营业收入增长	21.31%	14.87%	-5.58%	13.65%	5.20%
实收资本(或股	2214	2214	2214	2214	2214	营业利润增长	31.89%	14.76%	-6.61%	34.20%	8.72%
资本公积	1279	1279	2157	2157	2157	归属于母公司	-3.06%	33.37%	-3.06%	33.37%	9.15%
未分配利润	7812	8139	10098	12712	15566	获利能力					
归属母公司股	12861	13584	17988	22693	27829	毛利率(%)	25.33%	27.82%	27.82%	30.00%	30.00%
负债和所有者	30139	35154	51162	52912	58415	净利率(%)	11.49%	11.44%	11.73%	13.72%	14.22%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元						总资产净利润	11.73%	11.50%	7.66%	9.88%	9.77%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	27.49%	29.77%	21.79%	23.04%	20.51%
经营活动现金	6010	3532	-6039	7251	6008	营运能力					
净利润	3588	4102	3970	5278	5756	总资产周转率	1.16	1.10	0.78	0.74	0.73
折旧摊销	2154.30	2119.71	0.00	416.57	416.57	应收账款周转	3	3	1	1	1
财务费用	-142	275	132	155	-55	应付账款周转	4.39	3.93	2.50	2.19	2.14
应收账款减少	0	0	-15555	-1015	-1644	每股指标(元)					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	每股收益(最新)	1.60	1.83	1.77	2.36	2.58
投资活动现金	-3762	-1008	-398	-490	-540	每股净现金流	0.34	-0.42	-0.14	0.33	1.86
公允价值变动	-41	58	60	60	60	每股净资产(最	5.81	6.14	8.12	10.25	12.57
长期股权投资	0	0	42	0	0	估值比率					
投资收益	62	-13	0	0	0	P/E	13.05	11.41	11.79	8.84	8.10
筹资活动现金	-1490	-3456	6124	-6037	-1360	P/B	3.59	3.40	2.57	2.04	1.66
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	6.77	5.98	9.82	6.61	5.58
长期借款增加	0	0	0	0	0						
普通股增加	737	0	0	0	0						
资本公积增加	-742	0	878	0	0						
现金净增加额	757	-932	-313	724	4109						

资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

孙浩然

中国人民大学金融研究生，2016年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。