

汽车

2017 年 8 月 29 日

报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：2017 年 08 月 28 日

收盘价（元）	21
一年内最高/最低（元）	23.2/18.68
市净率	3.8
息率（分红/股价）	4.76
流通 A 股市值（百万元）	39973
上证指数/深证成指	3362.65/10809.74

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017 年 06 月 30 日

每股净资产（元）	5.5
资产负债率%	59.88
总股本/流通 A 股（百万）	2214/1903
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《新能源汽车周观点——全球车型供给大幅增加，Q1 全球新能源车景气度超国内，继续推荐“全球资源品+龙头”组合》
2017/05/08

《新能源汽车周观点——一季报分化明显，松下国内建厂利好上游有色金属和锂电材料！预计 4 月新能源车产销温和增长》
2017/05/02

证券分析师

蔡麟琳 A0230515100001
caill@swsresearch.com

研究支持

陈传红 A0230116090009
chench@swsresearch.com

联系人

陈传红
(8621)23297818 × 转
chench@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

宇通客车 (600066)

——全球新能源客车龙头，18 年迎来大年！

投资要点：

- 预计 17 年国内新能源客车市场略有下滑，总体仍有望保持 8-10 万辆销量。2016 年新能源客车中 84% 都是公交客车，而新能源公交的购买驱动力是行政考核，对补贴下坡的敏感性相对较弱。预计 2017 年国内公交市场空间约 12 万辆，构成新能源客车市场的安全垫，预计 17 年国内新能源客车销量 8-10 万辆。
- 新国补使得市场加速向龙头集中，宇通新能源客车市占率有望快速提升。我们认为，2017 年龙头客车厂仍然会有良好表现。原因在于：1) 新国补下坡 50%，成本控制能力差、产品溢价能力不高的客车厂市场份额将逐步下降；2) 地补淡化导致地方保护壁垒下降。新国补规定地补补贴金额不得超过国补的 50%，由于地方政府倾向于将地补给本地企业，新规定降低了地方保护形成的市场壁垒；3) “非个人用户 3 万公里之后拿补贴”新规对现金流和产品质量的要求大大提升，利好龙头客车厂。宇通作为客车厂龙头，16 年公司新能源客车销量 2.69 万辆，市占率达到 23%，17 年宇通市占率有望逆势提升。
- 17 年公司单车毛利下降 1-2 万，远远小于市场预期。首先，16 年宇通地补在全部补贴中占比只有 15% 左右，新国补要求地补不超过国补的 50% 的规定对公司影响非常小；其次，通过换车型抵消补贴下坡影响，16 年公司主打 8m 车，占比约 70%，因为 8m 车单车电池补贴成本差最大。我们测算后认为，新国补下，公司 17 年生产 10m 以上的车为主；再次，议价能力强，三电成本可压缩空间大，17 年动力电池成本已经下降了 30%，电机电控价格也有 15% 的下降；最后，下游公交客户提价相对容易，新能源客车 LCC 只有传统客车的 45%，提价空间较大。
- 18 年是新能源客车大年，产销量和毛利率有望双升。19 年财政补贴退坡，部分需求会被挤压至 18 年，18 年新能源客车产销有望迎来大年；18 年财政补贴不退坡，但电池等核心零部件成本在持续下降，毛利率有望同比提升。
- 低估值、高分红的全球新能源客车龙头，目前股价接近 PE 估值底部，短期目标价 24.3 元，16% 空间，中期目标价 25.6 元，22% 空间，给予买入评级。我们预测公司 2017-2019 年营收分别为 346 亿、375 亿、346 亿，同比增长-3.6%、8.4%、-7.6%，归母净利润分别为 40.5 亿、45 亿、44 亿，同比增长 0.2%、11.3%、-2.1%。公司 PE 运行中枢为 13-14 倍左右，历史最低估值 10.5 倍，目前 PE 只有 11 倍，接近历史估值下限。公司 ROIC 20% 以上，历史分红率 50%，股息率 5%，未来现金流好转后预计分红率将会继续维持在高位，是稀缺性的新能源客车龙头价值标的。我们谨慎给予公司 17 年、18 年 PE 13 倍、12.5 倍，短期目标价 24.3 元，16% 空间，中期目标价 25.6 元，22% 空间。

风险提示：2018 年补贴政策再度调整

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	35,850	9,313	34,555	37,469	34,603
同比增长率（%）	14.87	-29.81	-3.60	8.40	-7.60
净利润（百万元）	4,044	805	4,050	4,506	4,411
同比增长率（%）	14.38	-34.83	0.20	11.30	-2.10
每股收益（元/股）	1.83	0.36	1.83	2.04	1.99
毛利率（%）	27.8	24.9	28.0	28.9	28.8
ROE（%）	29.8	6.6	23.0	20.4	16.6
市盈率	11		11	10	11

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

我们预测公司 2017-2019 年营收分别为 346 亿、375 亿、346 亿，同比增长-3.6%、8.4%、-7.6%，归母净利润分别为 40.5 亿、45 亿、44 亿，同比增长 0.2%、11.3%、-2.1%。公司 PE 运行中枢为 13-14 倍左右，历史最低估值 10.5 倍，目前 PE 只有 11 倍，接近历史估值下限。公司 ROIC 20%以上，历史分红率 50%，股息率 5%，未来现金流好转分红率将会继续维持在高位，是稀缺性的新能源客车龙头价值标的。我们谨慎给予公司 17 年、18 年 PE 13 倍、12.5 倍，短期目标价 24.3 元，16%空间，中期目标价 25.6 元，22%空间。

关键假设点

关键假设点主要是：（1）动力电池降价 30%；（2）17 年国内公交销量 12 万辆左右，新能源客车市场规模 8-10 万辆以上；（3）公司市场开拓顺利；（4）公交客车提价顺利。

有别于大众的认识

我们在以下几个方面与市场认识和预期存在差异：

市场认为：（1）补贴下坡之后，17 年新能源客车市场将下滑，宇通新能源客车销量也将大幅下滑；（2）补贴下降 40%，新能源客车单车毛利将出现大幅下滑；（4）新能源客车业绩高点时 16 年，后面持续下行。

我们认为：（1）公司新能源客车主要是公交客车，客户购置的核心动力是行政考核，另外，客户考量的是 LCC，而不仅仅是购置成本；（2）“3 万公里之后拿补贴”的约束下，现金流雄厚、产品质量过硬的龙头企业将相对受益，因此，17 年公司作为新能源客车龙头，市占率将会继续提升；（3）公司作为全球客车龙头，议价能力极强。公司可以通过向三电等核心零部件供应商压价、下游客户提价等方式，将大部分毛利下降压力转移；（4）客车 18 年将迎来大年，在成本下降补贴不下坡下，宇通作为行业龙头盈利水平有望迎来另一个高点。

股价表现的催化剂

（1）公司新能源客车销量超预期；（2）零部件成本下降超预期；（3）客车产品提价超预期。

核心假设风险

（1）三电等零部件成本下降低于预期；（2）公司新能源客车提价幅度小于预期；（3）公司新能源客车销量低于预期。

目录

1. 公司基本情况简介	5
1.1 公司是国内大中型客车龙头企业	5
2. 新能源客车：公交市场稳定，市场份额加速向龙头集中	7
2.1 客车市场：公交增长，座位客车和校车稳定	7
2.2 新能源客车：短期仍然靠公交驱动为主	8
2.3 补贴下坡： 17 年是小年、18 年是大年	9
3.看好客车龙头宇通客车市占率持续提升	9
3.1 新国补补贴门槛明显提升、力度下坡幅度超 50%	9
3.2 市场逐步向龙头集中，宇通市占率有望持续提升	11
4 宇通新能源客车单车毛利：预计下滑 1-2 万	12
4.1 新补贴规则下，主打车型将由 8m 转向 10m	12
4.2 预期差！预计宇通单车毛利降幅 1-2 万	13
5.盈利预测与估值	14
5.1 核心假设	14
5.2 盈利预测与估值	15

图表目录

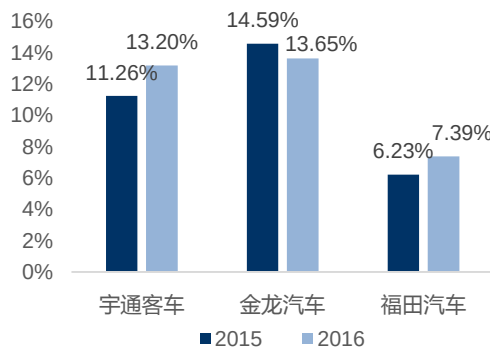
图 1：2015、2016 年主要客车企业市占率.....	5
图 2：2015 年、2016 年各企业销量（单位：辆）	5
图 3：2016 年宇通大中轻型客车销量比例.....	5
图 4：各企业大、中型客车市场的份额	5
图 5：16 年各车企新能源客车销量（单位：辆）	6
图 6：2016 年新能源客车各厂市占率.....	6
图 7：新能源公交销量及市占率（单位：辆）	6
图 8：新能源公路车销量及市占率（单位：辆）	6
图 9：2013-2017 年公交客车销量及增长率（单位：万辆）	7
图 10：高铁客运量及占比	7
图 11：公交市场规模预测（单位：万辆）	8
图 12：新能源客车销量预测（单位：万辆）	8
图 13：客车新国家补贴标准	10
图 14：宇通历史 PE\PB	15
表 1：16、17 年国补力度比较	10
表 2：2016 年补贴标准下 8m 车电池补贴成本差最大	12
表 3：2017 年 8m\10m 车 200 度电续航版本电池补贴成本差最大（单位：万元）	13
表 4：下游客户提价后经济性测算	13
表 5：电池成本、客车售价对单车毛利的敏感性分析（单位：万元）	14
表 6：利润表预测（单位：百万元）	17
表 7：资产负债表预测（单位：百万元）	18
表 8：现金流量表预测（单位：百万元）	20

1. 公司基本情况简介

1.1 公司是国内大中型客车龙头企业

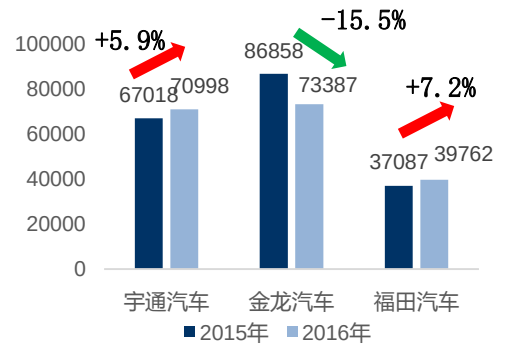
公司是客车行业领军品牌，国内客车市占率 13%，排名第二，仅次于金龙 14.6%。宇通客车 1997 年上市，日产整车 360 台以上，产品覆盖 5 米至 25 米轻中大型客车，涉足公路客运、旅游、公交、团体、校车等各个细分市场，共 119 个产品系列。2015 年，宇通客车在国内客车市场的市占率达到 11.26%，仅次于金龙的 14.59%。从 2016 年销售数据看，宇通客车销量达到 70998 辆，同比增长 5.9%，市占率攀升至 13.2%；金龙汽车销量下降至 73387 辆，市占率为 13.65%；福田汽车销量 39762 辆，同比增长 7.2%。

图 1：2015、2016 年主要客车企业市占率



数据来源：中客网、申万宏源研究

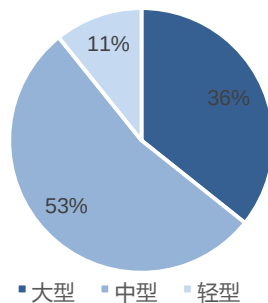
图 2：2015 年、2016 年各企业销量（单位：辆）



数据来源：公司公告、申万宏源研究

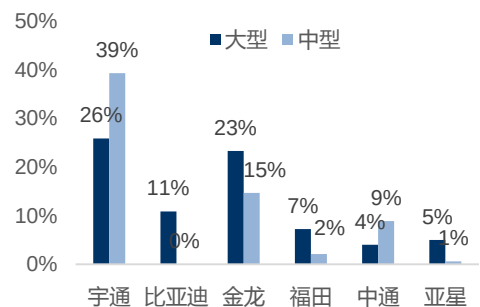
公司是大、中型客车市场的绝对龙头，市占率分别为 26%、39%，综合市占率 32.5%。客车分为轻客、中客、大客。宇通客车主打大、中型客车，其大、中型客车销量占比分别为 36%、53%，合计达到 89%。2016 年，宇通大、中型客车销量分别为 25350 辆、37990 辆，同期行业大、中型客车总销量分别为 97971 辆、96631 辆，宇通市占率分为 26%、39%，综合市占率 32.5%，处于行业绝对龙头地位。

图 3：2016 年宇通大中轻型客车销量比例



数据来源：公司公告、申万宏源研究

图 4：各企业大、中型客车市场的份额

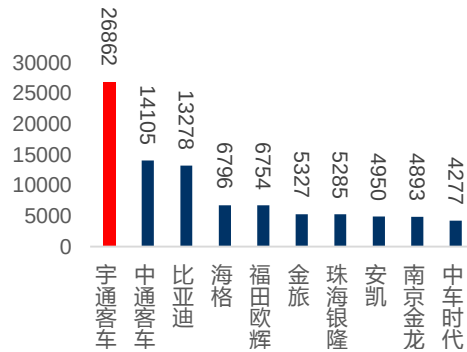


数据来源：中客网、公司公告、申万宏源研究

在公交车、校车等细分市场市占率分别达到 40%、27%。宇通在公交细分市场的市占率约 27%；校车细分市场市占率高于 40%。综合起来市占率约 30%左右。

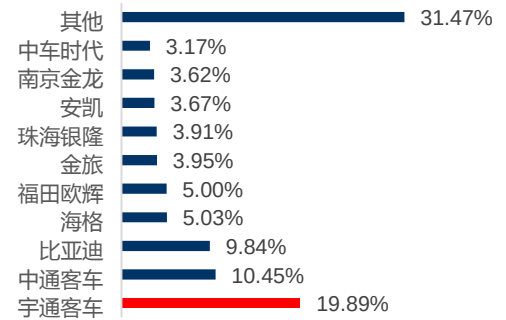
宇通新能源客车 2016 全年销量达到 2.69 万，市占率 20%。2016 年全年国内新能源客车产销达 13.5 万辆，公司新能源客车销量 2.69 万，市占率达到 20%，与 2015 年 15% 的市占率相比大幅提升。中通客车、比亚迪 2016 年新能源客车销量分别为 1.41 万、1.33 万，市占率分别为 10.44%、9.84%，分列第二、第三。

图 5：16 年各车企新能源客车销量（单位：辆）



数据来源：电动汽车资源网、申万宏源研究

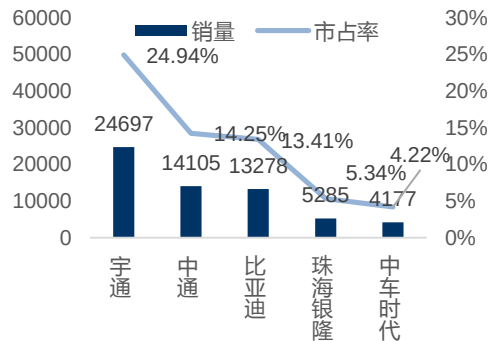
图 6：2016 年新能源客车各厂市占率



数据来源：电动汽车资源网、申万宏源研究

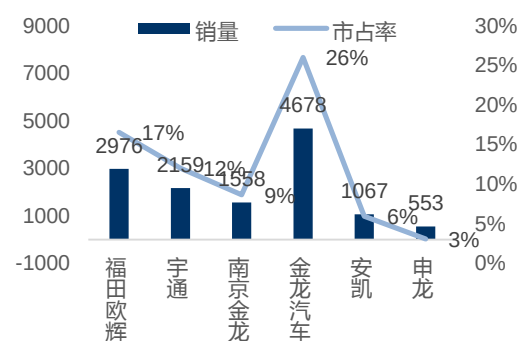
新能源公交市占率达到 25%，公路客运市占率 12%。2016 年，宇通新能源公交、公路客车销量分别为 24697 辆、2159 辆，市占率分别为 25%、12%。宇通在新能源公交领域占据领先地位。

图 7：新能源公交销量及市占率（单位：辆）



数据来源：电动汽车资源网、申万宏源研究

图 8：新能源公路车销量及市占率（单位：辆）



数据来源：电动汽车资源网、申万宏源研究

精益达是宇通集团旗下核心零部件公司，年贡献收入 40 亿以上。郑州精益达汽车零部件有限公司于 2014 年注入到上市公司，主营业务是底盘、空调、电子、内饰、舱门、座椅等汽车零部件生产和销售，2015 年销售收入 44.59 亿，占宇通集团收入的 14.28%，其中营业利润 7.38 亿，占宇通集团营业利润 19.27%。

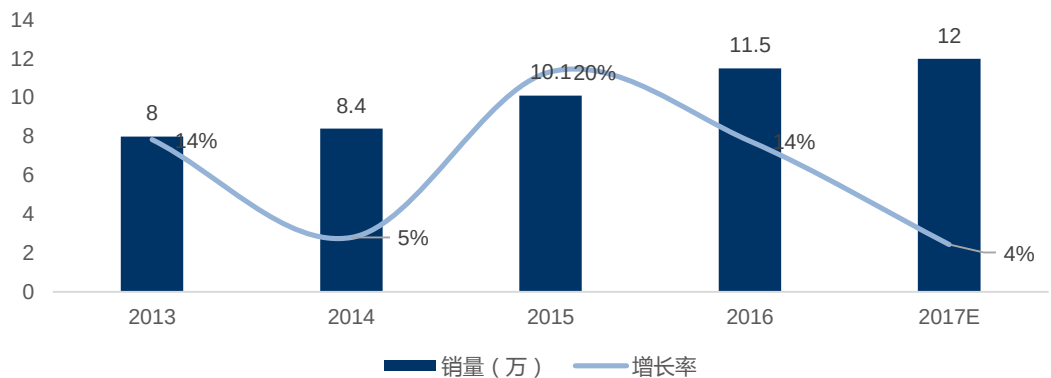
2. 新能源客车：公交市场稳定，市场份额加速向龙头集中

2.1 客车市场：公交增长，座位客车和校车稳定

2016 年客车销量 54.34 万，下滑 7.44 个百分点。公交客车是亮点，预计市场规模达到 11.5 万辆，同比增 14%。

公交客车：预计 2017 年公交客车销量达 12 万辆。在所有客车细分市场中，公交的新能源渗透率最高，根据中客网数据，2016 年全年公交销量在 11.5 万左右，同比增长 14%，其中有 70% 是新能源车。我们预计，2017 年公交客车销量有望维持在 12 万辆左右，新能源渗透率有望维持在 70% 以上。

图 9：2013-2017 年公交客车销量及增长率（单位：万辆）

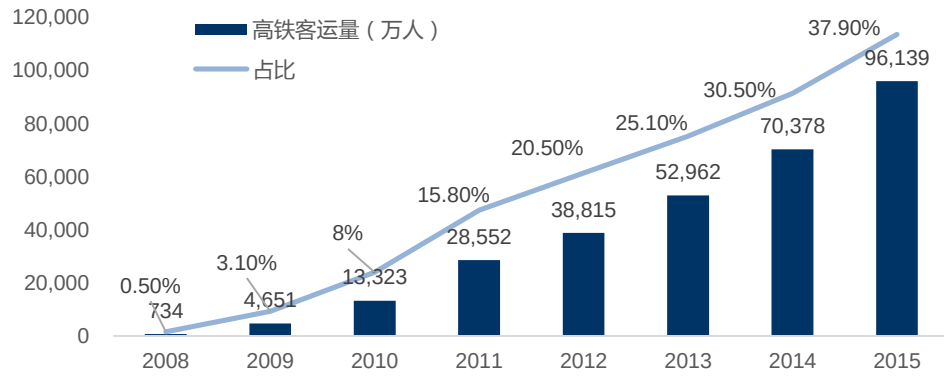


数据来源：中客网、申万宏源研究

通勤车：校车、上下班车等通勤车市场需求较为稳定。国内校车市场处于起步阶段，2011 年以前，市场上很少存在专业校车。但从 2012 年开始，校车迅速成长为重要的客车细分市场，我们预计国内年需求量在 3.5 万辆左右，市场需求较为稳定。预计未来 2-3 年内，包括校车在内的通勤车市场大概率保持平稳。

中长途公路客运：高铁对中长途公路客车市场形成一定替代。高铁建设速度快，在 2016 年营业里程已经达到 2.2 万公里，占铁路营业里程的 17.74%，但高铁客运量的增长速度远远超过超过营业里程的增长，2015 年高铁客运量占铁路总客运量的 37.90%。高铁的快速发展对与之平行的公路客运产生巨大冲击，迫使公路客运企业退出 350km 以上的干线客运线路，我们预计，中长途客车市场在高铁替代下仍将继续萎缩。

图 10：高铁客运量及占比



数据来源：Wind、申万宏源研究

2.2 新能源客车：短期仍然靠公交驱动为主

新能源客车市场主要由公交和公路客运两块购成，我们测算，公交客车市场容量 12 万辆，理论上可以 100% 被新能源化；公路客运市场短期渗透率维持在 10% 左右，主要因为校车等通勤车每天行驶里程少，电动车的经济性难以体现，同时校车等通勤车对安全性要求高，而中长途客运对续航里程要求比较高，这些因素导致公路客运新能源渗透率短期难以大幅提高。

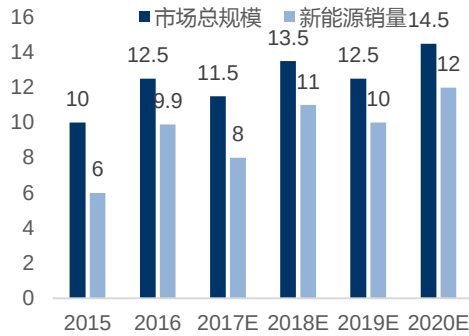
新能源公交渗透率有望提升到 80%-90%，即 8-10 万辆左右市场容量。城镇化推进带来新增需求以及存量更新需求，2016 年公交车销量 12 万辆左右。我们认为，新能源公交主要靠行政考核驱动，市场相对稳定，渗透率达到 80%-90%，对应 8-10 万辆左右市场容量。

公路客运的新能源渗透率目前约 10%，即 4 万辆左右，短期难以大幅提升，长期突破要看购置成本与技术进步。公路客运客车目前年需求 43 万辆左右，这个市场主要由经济性驱动。（1）校车等通勤车新能源化可以过技术关，但难算成本账。我们认为，现有的通勤车几基本都是自己运营，普遍存在运力浪费，使得电动车的油电价差优势难以充分发挥。在车辆购置成本又高于燃油车的情况下，新能源渗透率短期难以大幅提高；（2）中长途客车与通勤车相反，可以算好成本账，但难过技术关。目前国内新能源车存在充电设施不完善、充电时间过长、续航里程有限的技术难题，在这些问题没有解决之前，中长途客车新能源渗透率难以大幅提高。

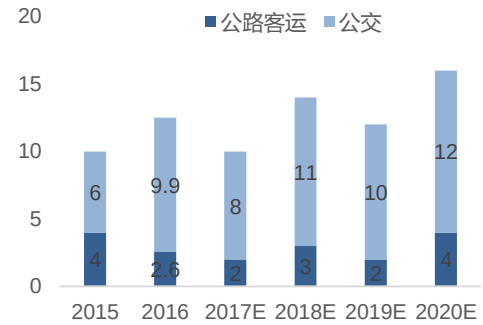
综上分析，我们认为，短期新能源客车主要依靠公交客车驱动，市场容量在 10-15 万辆左右。

图 11：公交市场规模预测（单位：万辆）

图 12：新能源客车销量预测（单位：万辆）



数据来源：中客网、申万宏源研究



数据来源：中客网、申万宏源研究

2.3 补贴下坡：17 年是小年、18 年是大年

新国补标准下，客车补贴下坡幅度最大。我们认为，补贴下坡会导致 2017 年新能源客车销量出现下滑，但预计全年销量仍将保持在 8-10 万辆左右，且量集中在 17H2 释放，18 年是向上大年。

为什么我们认为 2017 年新能源客车销量仍然有望保持 8-10 万辆规模？

主要逻辑如下：

(1) 需求端看，新能源客车主要推广路径是公交，公交主要靠行政考核驱动，目前政府由于减排和雾霾压力推荐公交新能源化的动力强劲。新能源公交靠行政考核驱动，销量多少本质上由政府的需求决定。我们认为，政府推进公交新能源化动力非常强。主要原因包括两个方面：一是新能源公交承担着国家减排任务。根据《巴黎协定》，我国面临着严峻的减排压力，未来交通领域将成为国家完成减排任务的重点抓手，公交车排放是小汽车的数十倍。因此，新能源公交承担着国家减排任务的使命；二是雾霾等空气污染倒逼公交新能源化。目前汽车对雾霾的贡献率达到 30%，其中商用车贡献了其中大部分。

(2) 供给端看，补贴下坡只是消除了过度补贴，减少了产业超额利润，供给方动力不会减弱。新能源客车增加的成本主要来自于动力电池，新国补客车度电补贴 2160 元/度（1.2 倍补贴系数），目前动力电池磷酸铁锂价格已经下探到 2000 元/度以下，能够覆盖电池成本。补贴下坡只是消除了部分超额利润，供给方做车的动力不会减弱。

(3) 综上，我们认为，2017 年新能源公交的市场容量在 6-8 万辆左右，构成新能源客车的基本盘。考虑到整车厂涨价动力较强，以及新国补非个人用户 3 万公里拿补贴的限制，我们预计新能源公路客运市场会出现较大下滑，但公交市场基本稳定，构成 17 年新能源客车市场的安全垫。

3. 看好客车龙头宇通客车市占率持续提升

3.1 新国补补贴门槛明显提升、力度下坡幅度超 50%

2017 年新国补补贴门槛大幅提升，主要表现在以下 5 点：

(1) 非快充类纯电动客车要求电池系统能量密度要求大于 85Wh/kg，按能量密度 85-95 Wh/kg、95-115 Wh/kg、115 Wh/kg 以上三档给予 0.8、1、1.2 倍补贴；快充类纯电动客车快充倍率要高于 3C，按快充倍率 3-5C、5-15C、15C 以上三档给予 0.8、1、1.4 倍补贴；插电式混合动力（含增程式）客车节油率水平要高于 40%，按节油率 40%-45%、45%-60%、60% 以上三档给予 0.8、1、1.2 倍补贴；

(2) 续航里程大于 200km；

(3) E_{kg} 不高于 0.24Wh/km · kg；

(4) 电池系统总质量占整车整备质量比例不高于 20%。

(5) 非个人用户必须行驶 3 万公里以上才能拿补贴。

图 13：客车新国家补贴标准

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				

技术要求：

- 单位载质量能量消耗量 (E_{kg}) 不高于 0.24Wh/km · kg
- 纯电动客车(不含快充和插电混合动力客车)续航里程不低于 200 公里（等速法）
- 电池系统总质量占整车整备质量比例不高于 20%
- 非快充类纯电动客车电池系统能量密度要高于 85Wh/kg，快充类纯电动客车快充倍率要高于 3C，插电式混合动力（含增程式）客车节油率水平要高于 40%。

资料来源：工信部、申万宏源研究

补贴力度平均下坡超过 50%。17 年新国补不再如 16 年一样按车长补贴，而是根据能量密度按度电进行补贴。1.2 倍补贴系数下度电补贴 2160 元。另外，6m、8m、10m 设置了 9 万、20 万、30 万的最高补贴。由表 1 可知，与 16 年补贴相比，17 年单车补贴平均下滑 50% 以上。

表 1：16、17 年国补力度比较

车长(m)	续航(km)	假设带电量(KWh)	16 补贴 (万元)	17 补贴 (万元)	下坡幅度
6	250	75	25	9	-64%
	200	60	21	9	-57%
	150	45	21	9	-57%

	250	125	40	20	-50%
8	200	100	33.6	20	-40%
	150	75	33.6	16.2	-52%
	250	200	50	30	-40%
10	200	160	42	30	-29%
	150	120	42	25.92	-38%

资料来源：工信部、申万宏源研究

3.2 市场逐步向龙头集中，宇通市占率有望持续提升

为什么我们认为新国补将导致市场向龙头集中？

(1) 对车厂的成本控制能力要求大大提升。新国补平均下坡力度超过 50%，新能源汽车产业链新一轮价格博弈异常激烈。我们认为，龙头客车厂由于具有较强的产业上下游溢价能力，能够用更低成本拿到更优质的零部件卖出更高的价格。以核心的三电零部件采购为例，上游三电企业都倾向于将优质产品低价稳定供货给龙头整车厂，因为龙头车厂出货量更大且稳定。我们预计 2017 年车厂的成本会出现更大的分化；

(2) 地补淡化有利于打破地方保护。16 年很多地方的地补都是 1:1 的比例给予补贴，且各地补贴都倾向于给予本地企业，提高了龙头车厂的市场进入比例。17 年新国补要求地补不得超过国补的 50%，一定程度上淡化了地补，有利于打破地补造成的地方保护壁垒。利好龙头厂；

(3) 补贴后付制以及非个人用户 3 万公里拿补贴政策拉长了资金回收期、提高了产品质量壁垒。新能源客车用户主要是非个人，根据新国补政策，新补贴改为后付，且非个人用户拿补贴需要运营 3 万公里之后才能拿到补贴。将资金回收期拉长到 1 年以上，质量壁垒也大幅提高，利好龙头厂。

看好宇通新能源客车市占率提升逻辑，未来几年有望提升至 40% 以上。

主要逻辑如下：

(1) 地补淡化，地方保护壁垒下降，利好吃“全国饭”的宇通。地方补贴的下降，意味着靠地方补贴的企业将面临利润减少，而宇通作为吃“全国饭”的新能源客车龙头企业，将会迎来市占率的进一步提升。

(2) 非个人用户 3 万公里，利好质量好且 90% 新能源客车是公交的宇通。新政策下加强了对新能源汽车的应用，要求非个人用户购买的新能源汽车申请补贴，累计行驶里程须达到 3 万公里（作业类专用车除外）。该政策将导致闲置率较高的购车需求以及质量耐用性较差的供给受到抑制。对于产品质量好且下游 90% 是公交的宇通来说，该政策不会带来明显影响。

(3) 补贴力度下坡 50%，上下游溢价能力非常强的宇通更容易将成本压力转嫁出去。上游三电企业更愿意将优质产品相对低价卖给龙头车厂，原因在于龙头车厂出货量大且稳定，在三电经历产能一轮扩张之后，各企业风险偏好将明显降低，倾向于绑定龙头车厂存

活下来。下游公交客户对购置成本相对不敏感，公交客户更加看重质量，将成本压力转嫁至公交客户比公路客运客户容易。

综上分析，我们认为，2017 年宇通新能源客车的市占率将继续提升。根据前期我们对终端市场的调研，下游普遍反映宇通新能源客车虽然价格比较贵，但质量好。在上海等地区，宇通新能源客车的市占率已经超过了 50%。2017 年，宇通的产品优势将在补贴潮退之后更加凸显，另外需要强调的是，2017 年新能源客车的竞争焦点在宇通传统强项 10m 大型客车，看好其市占率提升。

4 宇通新能源客车单车毛利：预计下滑 1-2 万

4.1 新补贴规则下，主打车型将由 8m 转向 10m

我们认为，2016 年客车厂主要生产 8m 车，因为 8m 车单车电池补贴成本差最大。新国补规则下，客车厂为了获得较高的电池补贴成本差，将主要生产销售 8m&10m 车型。

最大化模型如下：

成本：

我们把车成本拆分为燃油动力系统+车身底盘等，将新能源客车成本拆分为动力电池+电机电控+车身底盘等。与传统燃油车相比，新能源客车车身底盘+电机电控成本大致等于燃油车车身底盘+燃油动力系统成本，增量成本来源主要是动力电池。

定价：

售价=同级别燃油车价格+补贴

利润：

利润=售价-成本=[同级别燃油车价格-(车身底盘成本+电机电控成本)]+[补贴-动力电池成本]=同级别燃油车利润+[补贴-动力电池成本]=正常利润+电池补贴成本差

从上面模型可知，动力电池补贴成本差构成了新能源客车的超额利润。

2016 年为什么客车厂为什么主要做 8m 车？

我们假设 2016 年客车动力电池成本为 2200 元/度电，可以计算出 2016 年补贴标准下 6m、8m 以及 10m 车不同续航版本车型的动力电池补贴成本差（补贴-电池成本）。从中可以看出，8m 车补贴成本差最大。因此，2016 年客车厂主打 8m 车的销售。

表 2：2016 年补贴标准下 8m 车电池补贴成本差最大

车长(m)	续航(km)	带电(KWh)	16 电池成本(万)	16 补贴(万)	16 补贴-电池成本(万)
6	250	75	16.5	25	8.5
	200	60	13.2	21	7.8
	150	45	9.9	21	11.1
8	250	125	27.5	40	12.5

	200	100	22	33.6	11.6
	150	75	16.5	33.6	17.1
	250	200	44	50	6
10	200	160	35.2	42	6.8
	150	120	26.4	42	15.6

资料来源：申万宏源研究

客车厂 2017 年将主打 8m&10m200km 续航车型。

由于 2017 年补贴规则改成按度电补，且 6m、8m、10m 补贴设置了 9 万、20 万、30 万的上限，且续航里程也设置了 200 公里以上的限制。在电池成本下降 25% 的假设下，8m&10m200km 续航车型分别能够达到 3.5、3.6 万电池补贴成本差，而其他车型补贴将无法覆盖电池成本。与 2016 年相比，2017 年电池补贴成本差大幅下降，从 11.6 万下降至 3.5 万，降幅达到 8 万左右。

表 3：2017 年 8m\10m 车 200 度电续航版本电池补贴成本差最大（单位：万元）

车长(m)	续航(km)	带电(kwh)	17 电池成本	17 补贴测算	17 补贴上限	17 实际补贴	17 补贴-电池成本
6	250	75	12.375	16.2	9	9	-3.375
	200	60	9.9	12.96		9	-0.9
8	250	125	20.625	27	20	20	-0.625
	200	100	16.5	21.6		20	3.5
10	250	200	33	43.2	30	30	-3
	200	160	26.4	34.56		30	3.6

资料来源：申万宏源研究

4.2 预期差！预计宇通单车毛利降幅 1-2 万

当前市场认为，客车单车补贴下滑 50% 的背景下，宇通的单车毛利将有 10 万以上的大幅下降，我们认为，宇通单车毛利降幅 2 万左右，具体观点如下：

(1) 市场认为宇通单车毛利和补贴成本差下降 20 万，2016 年宇通主打的 8m 车单车拿最高补贴 40 万，17 年只能拿到 20 万，因此，单车毛利以及补贴成本差都下降 20 万。我们认为，客车厂的最大化模型不是去拿最高档补贴，而是去获得最高补贴成本差，同时，还要匹配下游客户需求。另外，磷酸铁锂电池成本 2017 年有较大幅度下降，在降价 25% 假设下，2017 年电池补贴成本差为 3.5 万左右，比 2016 年下降 10 万，而不是 20 万；

(2) 宇通 90% 车都是公交客车，相对容易提价来转嫁成本压力。公交客车因为每天续航超过 200 公里，可以充分获取电价价差收益，且在行政考核下，公交公司对初始购置成本敏感性较低。我们通过对下游公交客户提价后经济性进行测算后认为，即使提价 20%，新能源公交综合成本仍低于柴油公交。考虑到市场竞争等各种因素，我们认为，客车厂单车按扣除补贴之后的到手价提价 10%（5 万左右）是合理的，单车毛利下降幅度减少至 5 万；

表 4：下游客户提价后经济性测算

项目	柴油车	纯电客车
----	-----	------

		不提价	提价 5%	提价 10%	提价 20%
购置成本 (万)	40	50	52.5	55	60
使用成本 (万)	67.93	34.02	34.02	34.02	34.02
每天运营公里数	210	210	210	210	210
能耗 (L/100km, KWh/100km)	30	0.9	0.9	0.9	0.9
能源价格 (元/升)	5.99	1	1	1	1
使用寿命 (年)	5	5	5	5	5
每年使用成本	13.59	6.80	6.80	6.804	6.804
生命周期成本 (万)	107.93	84.02	86.52	89.02	94.02
年均综合成本 (万)	21.59	16.80	17.30	17.80	18.80

资料来源：申万宏源研究

(3) 电机电控成本 6 万左右，考虑到 2016 年上游驱动电机企业接近 30% 的毛利，以及规模化生产后单车固定资产和研发摊薄（电机电控原材料成本占比只有 30%），我们认为电机电控成本有 10%-15% 的下降空间。单车毛利下降减少至 1.7 万；

(4) 宇通自身成本的下降。销量提升带来单车制造成本下降。单车毛利可能下降至 2 万以内；

表 5：电池成本、客车售价对单车毛利的敏感性分析（单位：万元）

毛利损失 (万)	售价变化幅度			
电池成本变化幅度	0%	+5%	+10%	+15%
-10%	-12.78	-9.78	-6.78	-3.78
-15%	-11.02	-8.02	-5.02	-2.02
-20%	-9.26	-6.26	-3.26	-0.26
-25%	-7.5	-4.5	-1.5	1.5
-30%	-5.74	-2.74	0.26	3.26

资料来源：申万宏源研究

5. 盈利预测与估值

5.1 核心假设

公司业务主要为传统客车和新能源客车业务。

传统客车。客车市场主要有公路客运和公交购车，公路客运分为中长途客运和通勤车，我们预计中长途客运车由于高铁和私家车替代逐渐萎缩，通勤车市场有望保持稳定，公司挖掘考斯特和房车市场有望实现高速增长。公交车市场每年预计仍有 10% 左右的增长，另外，新能源客车也将对传统客车产能较强替代，综合下来我们判断宇通传统客车将保持一个轻微下滑趋势。公司 2016 年传统客车销量 44000 辆左右，我们预测，2017-2019 年传统客车销量分别为 46000 辆、47000 辆、48000 辆，同比分别增长 4%、2%、2%。

新能源客车。我们认为，公司抓住了新能源客车的市场机遇，逐步拉开了与竞争对手的实力差距。我们预测，2017-2019 年公司新能源客车销量分别为 2.6 万辆、3.3 万辆、3.2 万辆。

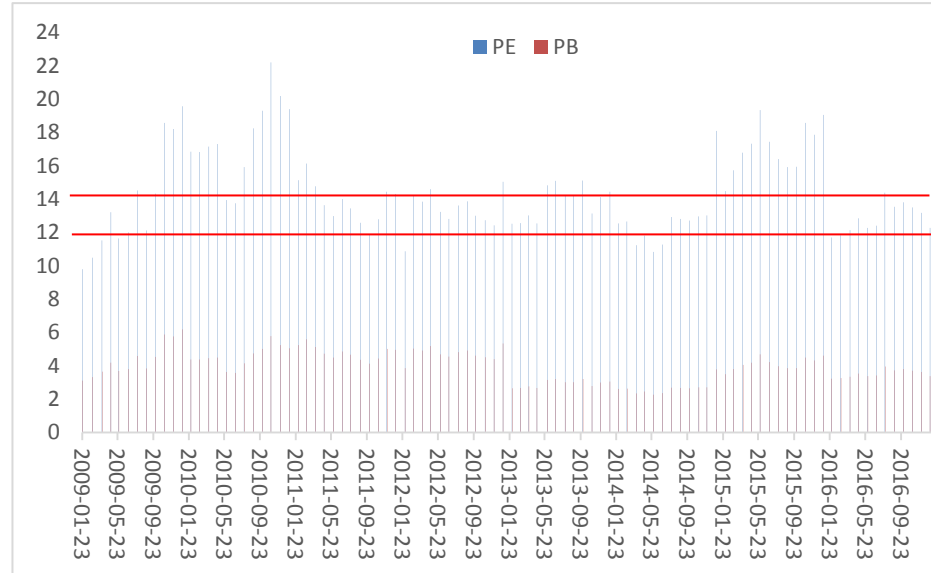
综上，我们预测 2017-2019 年公司客车销量分别为 72000 辆、79000 辆、80000 辆，同比分别增长 2.6%、9.7%、1.3%，预测公司 2017-2019 年营收分别为 346 亿、375 亿、346 亿，同比增长-3.6%、8.4%、-7.6%。

5.2 盈利预测与估值

我们预测公司 2017-2019 年营收分别为 346 亿、375 亿、346 亿，同比增长-3.6%、8.4%、-7.6%，归母净利润分别为 40.5 亿、45 亿、44 亿，同比增长 0.2%、11.3%、-2.1%。

公司 PE 运行中枢为 13-14 倍左右，历史最低估值 10.5 倍，目前 PE 只有 11 倍，处于估值底部。通过研究宇通历史 PE 我们发现，宇通 PE 运行的箱型区间在 12-14 倍，目前公司股价对应 2017 年 PE 为 11 倍，安全边际较高。

图 14：宇通历史 PE\PB



资料来源：Wind、申万宏源研究

高 ROIC、高分红的新能源客车龙头标的，公司 PE 估值存在向上修复空间：

1) 2017H2 新能源汽车产业基本面开始逐步修复，市场情绪有望逐步回升；

2) 2018 年是新能源客车大年，19 年补贴退坡，18 年补贴不退坡叠加动力电池成本下降，毛利率和产销量双升；

3) 另外，市场对于低估值高分红股票存在偏好，公司 ROIC 超过 20%，分红率达到 50%，股息率 4%-5% 左右。

短期目标价 24.3 元，16% 空间，中期目标价 25.6 元，22% 空间，给予买入评级，2018 年有望迎来产销和毛利率大年。我们预测公司 2017-2019 年营收分别为 346 亿、375 亿、346 亿，同比增长-3.6%、8.4%、-7.6%，归母净利润分别为 40.5 亿、45 亿、44 亿，同比增长 0.2%、11.3%、-2.1%。公司 PE 运行中枢为 13-14 倍左右，历史最低估值 10.5 倍，目前 PE 只有 11 倍，接近历史估值下限。17 年公司面临一定现金流压力，分红率可能下降，但作为全球客车龙头，公司 ROIC 20% 以上，过去分红率 50%，股息率 5%，未来现金流好转分红率将会继

续维持在高位，是稀缺性的新能源客车龙头价值标的。我们谨慎给予公司 17 年、18 年 PE 13 倍、12.5 倍，短期目标价 24.3 元，16%增长空间，中期目标价 25.6 元，22%空间。2018 年是客车大年，产销和毛利率有望提升，净利润有望达到 45 亿。

表 6：利润表预测（单位：百万元）

利润表				
	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	35,850	34,555	37,469	34,603
二、营业总成本	31,502	29,768	32,141	29,388
其中：营业成本	25,876	24,875	26,622	24,629
营业税金及附加	161	156	169	156
销售费用	2,927	2,488	2,923	2,491
管理费用	1,826	1,906	2,050	1,855
财务费用	275	442	378	257
资产减值损失	438	(98)	0	0
加：公允价值变动收益	58	0	0	0
投资收益	(13)	0	0	0
三、营业利润	4,393	4,788	5,327	5,215
加：营业外收入	423	0	0	0
减：营业外支出	35	0	0	0
四、利润总额	4,782	4,788	5,327	5,215
减：所得税	680	679	755	739
五、净利润	4,102	4,109	4,572	4,475
少数股东损益	59	59	65	64
归属于母公司所有者的净利润	4,044	4,050	4,506	4,411
六、基本每股收益	1.83	1.83	2.04	1.99
全面摊薄每股收益	1.83	1.83	2.04	1.99

资料来源：公司公告、申万宏源研究

表 7：资产负债表预测（单位：百万元）

资产负债表				
	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	5,616	10,626	15,618	20,009
交易性金融资产	358	562	743	555
经营性应收款项	16,924	16,380	17,603	16,400
其中： 应收账款	15,049	14,506	15,729	14,526
其他应收款	513	513	513	513
应收票据、预付款项	1,362	1,362	1,362	1,362
应收利息	0	0	0	0
应收股利	0	0	0	0
存货	1,923	1,943	2,080	1,924
其他流动资产	2,089	2,089	2,089	2,089
流动资产合计：	26,911	31,601	38,133	40,976
可供出售金融资产	1,009	1,009	1,009	1,009
持有至到期投资	0	0	0	0
长期应收款	0	0	0	0
长期股权投资	322	322	322	322
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	4,538	4,235	3,933	3,630
在建工程	91	91	91	91
无形资产类	1,458	1,458	1,458	1,458
其中： 无形资产	1,458	1,458	1,458	1,458
商誉	0	0	0	0
开发支出	0	0	0	0
长期待摊费用	11	11	11	11
递延所得税资产	775	775	775	775
其他非流动资产	40	40	40	40
非流动资产合计：	8,243	7,940	7,638	7,335
资产总计	35,154	39,541	45,771	48,312
短期借款	0	0	400	200
其中： 短期借款	0	0	400	200
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
交易性金融负债	0	0	0	0
经营性应付款项	18,630	17,909	19,167	17,732

其中：应付票据	5,390			
应付账款	10,371			
预收款项	1,183			
应付职工薪酬	1,127			
应交税费	559			
应付利息	0	0	0	0
应付股利	0	0	0	0
其他应付款	1,291			
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计：	19,921	19,199	20,857	19,223
长期借款	0	1,000	1,000	700
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1,553	1,553	1,553	1,553
其中：长期应付款	0			
专项应付款	0			
预计负债	1,235			
其它非流动负债	318			
递延所得税负债	1	1	1	1
非流动负债合计	1,554	2,554	2,554	2,254
负债合计	21,475	21,753	23,412	21,477
股本	2,214	2,214	2,214	2,214
资本公积	1,280	1,280	1,280	1,280
减：库存股	0	0	0	0
盈余公积	1,951	2,348	2,790	3,222
未分配利润	8,139	11,792	15,856	19,835
归属于母公司所有者权益合计	13,584	17,633	22,140	26,551
少数股东权益	95	154	219	283
股东权益合计	13,679	17,787	22,359	26,835
负债和股东权益总计	35,154	39,541	45,771	48,311

资料来源：公司公告、申万宏源研究

表 8：现金流量表预测（单位：百万元）

现金流量表				
	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	4,102	4,109	4,572	4,475
加：计提的资产减值准备	438	-98	0	0
固定资产折旧	662	303	303	303
无形资产摊销	38	0	0	0
长期待摊费用摊销	14	0	0	0
公允价值变动损失（收益以“—”号列示）	-58	0	0	0
财务费用（收益以“—”号列示）	243	442	378	257
投资损失（收益以“—”号列示）	13	0	0	0
递延所得税资产减少（增加以“—”列示）	-214	0	0	0
递延所得税负债增加（减少以“—”列示）	1	0	0	0
存货的减少（增加以“—”列示）	-441	78	-137	156
经营性应收项目的减少（增加以“—”列示）	-4,707	544	-1,223	1,203
经营性应付项目的增加（减少以“—”列示）	3,456	-721	1,258	-1,435
其它		0	0	0
经营活动产生的现金流量净额	3,532	4,656	5,151	4,959
收回投资所收到的现金	7,739	0	0	0
取得投资收益收到的现金	49	0	0	0
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回现金净额	23	0	0	0
投资活动现金流入小计	7,811	0	0	0
购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	445	0	0	0
投资所支付的现金	8,375	204	181	-188
投资活动现金流出小计	8,819	204	181	-188
投资活动产生的现金流量净额	-1,008	-204	-181	188
吸收投资收到的现金	0	0	0	0
取得借款收到的现金	300	1,000	700	-200
收到其它与筹资活动有关的现金	14	0	0	0
筹资活动现金流入小计	314	1,000	700	-200
偿还债务支付的现金	300	0	300	300
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3,452	442	378	257
支付的其它与筹资活动有关的现金	19	0	0	0
筹资活动现金流出小计	3,770	442	678	557
筹资活动产生的现金流量净额	-3,456	558	22	-757

现金及现金等价物净增加额	-1,087	5,010	4,992	4,390
货币资金的期初余额	6,667	5,616	10,626	15,618
货币资金的期末余额	5,580	10,626	15,618	20,008
每股现金流量				
资产负债表与现金流量表货币资金余额的差值	36			

资料来源：公司公告、申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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的邀请或向人作出邀请。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在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咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。