

2017年08月30日

宇通客车 (600066.SH)

动态分析

新能源客车加速回暖，下半年业绩有望好转

投资要点

- ◆ **上半年收入同比下降 29.81%，归母净利润同比下降 34.83%，受行业景气度下行影响，业绩出现较大幅度下滑。**17 年上半年公司实现营收 93.13 亿元，同比下降 29.81%；归母净利润 8.05 亿元，同比下降 34.83%；毛利率 24.94%，净利率 8.88%，同比分别上升 0.09 和下降 0.67 个百分点。其中第二季度实现营收 54.45 亿元，同比下降 33.12%；实现归母净利润 4.89 亿元，同比下降 42.94%。上半年受新能源客车骗补核查及地方推广政策不确定等因素影响，行业整体景气度下滑，公司新能源客车的销量也受到了较大影响，下半年随着影响行业的负面因素逐步褪去，公司新能源客车销量有望提升，带动公司下半年业绩好转。
- ◆ **政策确定性提升，新能源客车行业下半年有望回暖。**受骗补核查与补贴退坡等因素影响，上半年新能源客车行业整体销量下滑严重（根据中客网，5 米以上新能源客车市场共计销售 17952 辆，同比下降 47.14%）。随着下半年各地新能源汽车地方补贴政策的陆续出台与新能源公交客车招标采购需求的启动，新能源客车市场有望回暖。与此同时，新能源客车行业通过上半年的补贴核查与目录重审淘汰了一批僵尸企业及经营效率低下的客车企业，加速了行业的优胜劣汰，市场集中度将逐步向行业龙头集中。公司作为新能源客车行业的龙头（上半年宇通新能源客车销售 3385 辆，市占率 18.86%，为全行业第一），市场份额与产品优势有望进一步提升。在今年发布的 7 批新能源汽车推荐目录中，宇通新能源客车共入选 123 款，为入选车型数量最多的客车品牌。大批量车型入选推广目录为宇通新能源客车下半年放量夯实了基础，公司下半年新能源客车销量有望持续提升。
- ◆ **受益于“一带一路”政策，海外市场销量稳步提升。**公司深耕国内客车市场，同时积极开拓海外市场，销售服务网络已经覆盖欧洲、独联体、美洲、非洲、亚太、中东等全球六大区域。受益于“一带一路”政策的实施，公司近年来获得较多出口订单，海外出口量逐年增长。17 年上半年公司在海外市场共销售客车 4356 辆，同比增长 16.94%，完成年度目标 50.68%。随着“一带一路”政策的深入，宇通拓展海外市场的步伐将加速，出口量的提升将对公司业绩带来积极影响。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 1.78 元、2.03 元和 2.27 元。净资产收益率分别为 27.5%、28.6% 和 28.7%。维持“买入-A”的投资评级，6 个月目标价为 26.65 元，相当于 2018 年 13 倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示：**新能源客车销量不及预期；“一带一路”战略推进低于预期。

汽车 | 客车 III

买入-A(维持)

投资评级

6 个月目标价

26.65 元

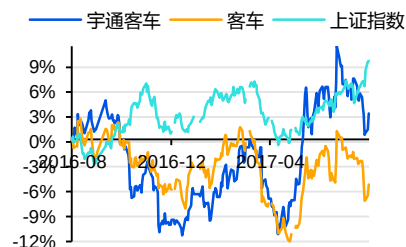
股价(2017-08-29)

21.40 元

交易数据

总市值 (百万元)	47,378.30
流通市值 (百万元)	40,734.56
总股本 (百万股)	2,213.94
流通股本 (百万股)	1,903.48
12 个月价格区间	18.68/23.20 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.74	3.09	-9.28
绝对收益	-3.3	11.3	0.33

分析师

林帆
SAC 执业证书编号：S0910516040001
linfan@huajinsec.cn
021-20377188

报告联系人

刘文婷
liuwenting@huajinsec.cn
021-20377055

相关报告

宇通客车：7 月销量同比增两成，复苏拐点已经确立 2017-08-07

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	31,210.9	35,850.4	36,444.0	39,046.1	41,924.2
同比增长(%)	21.3%	14.9%	1.7%	7.1%	7.4%
营业利润(百万元)	3,828.3	4,393.3	4,395.0	5,106.5	5,789.0
同比增长(%)	31.9%	14.8%	0.0%	16.2%	13.4%
净利润(百万元)	3,535.2	4,043.7	3,947.4	4,488.0	5,026.2
同比增长(%)	35.3%	14.4%	-2.4%	13.7%	12.0%
每股收益(元)	1.60	1.83	1.78	2.03	2.27
PE	13.4	11.7	12.0	10.6	9.4
PB	3.7	3.5	3.3	3.0	2.7

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、中报业绩低于预期，下半年业绩有望好转	4
（一）毛利率净利率保持稳定，盈利能力好于同行	4
（二）三费上升，研发投入持续提升	5
二、新能源客车触底回升，海外销量逐年提升	6
（一）政策确定性提升，新能源客车行业下半年有望回暖	6
（二）受益于“一带一路”政策，海外市场销量稳步提升	6
三、投资建议	7
四、风险提示	7

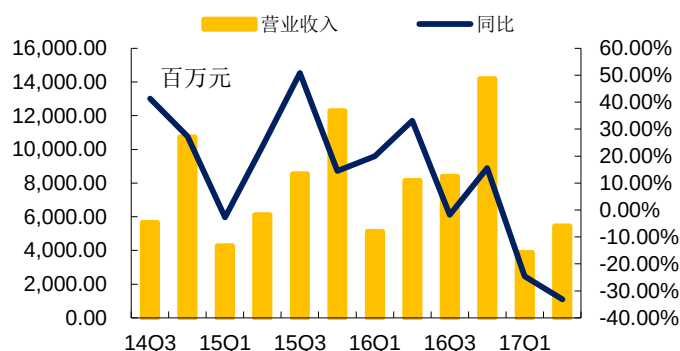
图表目录

图 1：过往 12 个季度营业收入及增长率	4
图 2：过往 12 个季度归母净利润及增长率	4
图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变化	4
图 4：客车行业上市公司毛利率对比	5
图 5：过往 12 个季度三费率	5
图 6：过往 5 年研发投入占营业收入比重	5

一、中报业绩低于预期，下半年业绩有望好转

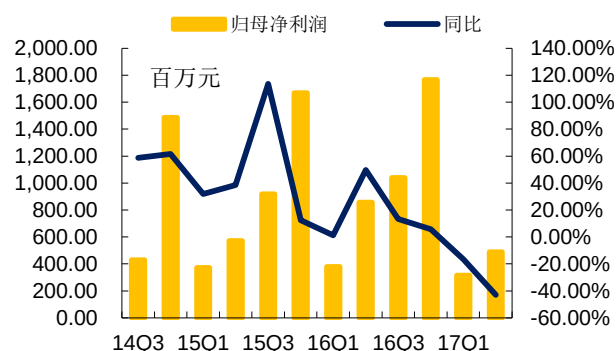
17年上半年公司实现营收 93.13 亿元，同比下降 29.81%；归母净利润 8.05 亿元，同比下降 34.83%；毛利率 24.94%，净利率 8.88%，同比分别上升 0.09 和下降 0.67 个百分点。其中第二季度实现营收 54.45 亿元，同比下降 33.12% 实现归母净利润 4.89 亿元，同比下降 42.94%。上半年受新能源客车骗补核查及地方推广政策不确定等因素影响，行业整体景气度下滑，公司新能源客车的销量也受到了较大影响，下半年随着影响行业的负面因素逐步褪去，公司新能源客车销量有望提升，带动公司下半年业绩好转。

图 1：过往 12 个季度营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：过往 12 个季度归母净利润及增长率



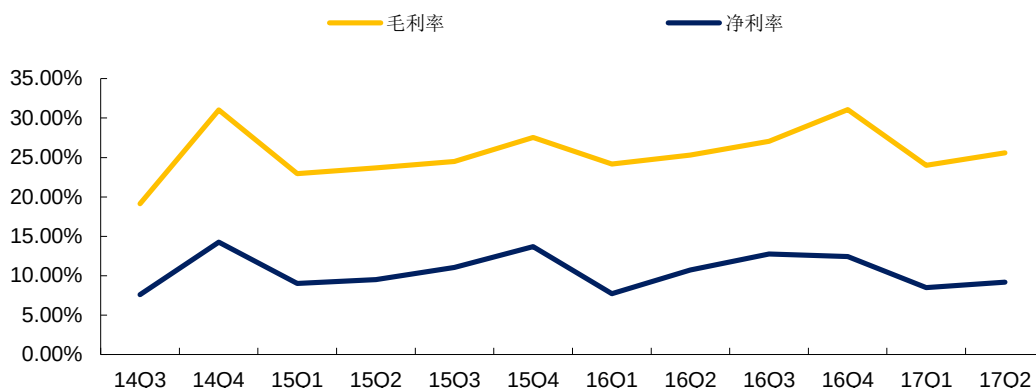
资料来源：Wind，华金证券研究所

（一）毛利率净利率保持稳定，盈利能力好于同行

公司近年来毛利率与净利率基本维持在一个稳定的区间内，17 年上半年毛利率 24.94%，净利率 8.88%，同比分别上升 0.09 和下降 0.67 个百分点。

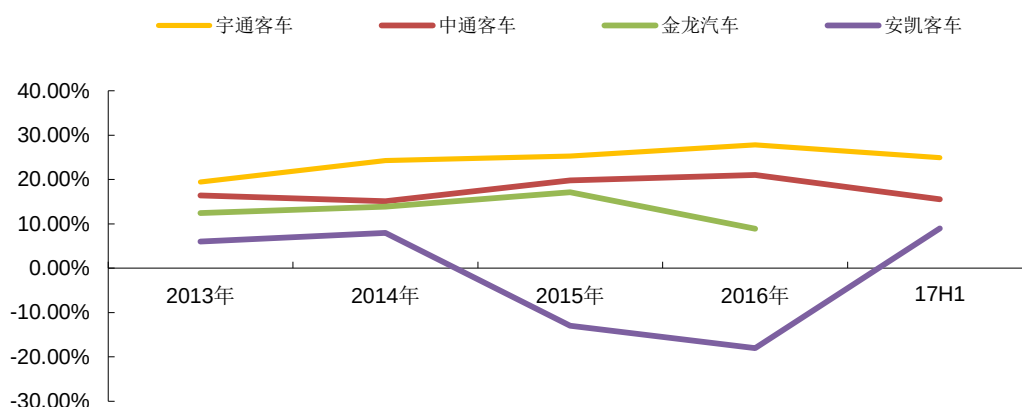
与客车行业其他上市公司对比，公司毛利率明显高于同行，且波动幅度较小，显示出宇通强大的产品竞争力和成本管控能力带来的高于同行的盈利能力。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：客车行业上市公司毛利率对比



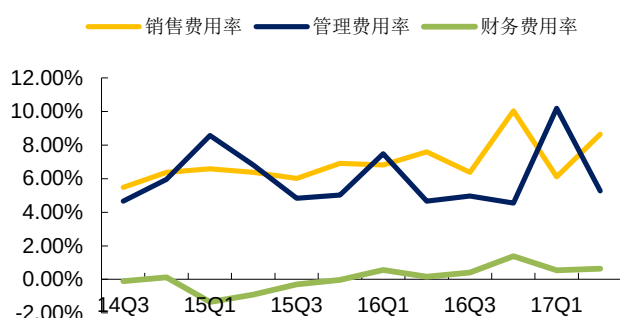
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）三费上升，研发投入持续提升

17 年上半年公司三费率合计 15.49%，比上年同期提升 2.13%。公司近年来三费率呈现逐年上升的趋势，一方面是由于新能源客车售后服务费计提增加导致的销售费用率上升，另一方面是由于人民币贬值带来的汇兑净损失增加导致的财务费用率上升。

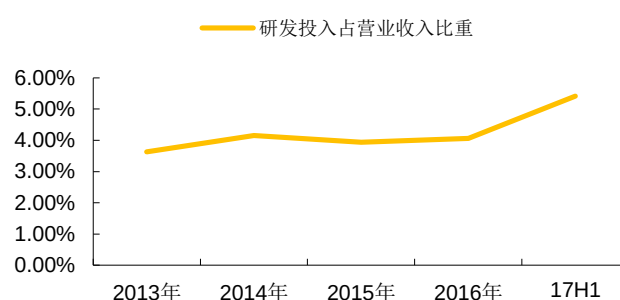
在研发投入方面，公司研发费用占营业收入比例从 13 年的 3.63% 提升至 17 年上半年的 5.42%，持续的研发投入使公司逐步掌握了客车的新能源、智能化、安全、节能、舒适、环保等技术，并形成相应的领先技术和产品优势。

图 5：过往 12 个季度三费率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：过往 5 年研发投入占营业收入比重



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、新能源客车触底回升，海外销量逐年提升

（一）政策确定性提升，新能源客车行业下半年有望回暖

受骗补核查与补贴退坡等因素影响，上半年新能源客车行业整体销量下滑严重（根据中客网，5米以上新能源客车市场共计销售 17952 辆，同比下降 47.14%）。随着下半年各地新能源汽车地方补贴政策的陆续出台与新能源公交客车招标采购需求的启动，新能源客车市场有望回暖。与此同时，新能源客车行业通过上半年的补贴核查与目录重审淘汰了一批僵尸企业及经营效率低下的客车企业，加速了行业的优胜劣汰，市场集中度将逐步向行业龙头集中。公司作为新能源客车行业的龙头（上半年宇通新能源客车销售 3385 辆，市占率 18.86%，为全行业第一），市场份额与产品优势有望进一步提升。在今年发布的 7 批新能源汽车推荐目录中，宇通新能源客车共入选 123 款，为入选车型数量最多的客车品牌。大批量车型入选推广目录为宇通新能源客车下半年放量夯实了基础，公司下半年新能源客车销量有望持续提升。

（二）受益于“一带一路”政策，海外市场销量稳步提升

在深耕国内客车市场的同时，公司积极开拓海外市场，销售服务网络已经覆盖欧洲、独联体、美洲、非洲、亚太、中东等全球六大区域，产品远销英国、法国、俄罗斯、委内瑞拉、古巴、南非、尼日利亚、澳大利亚、菲律宾、沙特、伊朗等全球主要客车需求国家与地区。受益于“一带一路”政策的实施，公司近年来获得较多出口订单，海外出口量逐年增长。17 年上半年公司在海外市场共销售客车 4356 辆，同比增长 16.94%，完成年度目标 50.68%。随着“一带一路”政策的深入，宇通拓展海外市场的步伐将加速，出口量的提升将对公司业绩带来积极影响。

三、投资建议

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 1.78 元、2.03 元 和 2.27 元。净资产收益率分别为 27.5%、28.6% 和 28.7%。维持“买入-A”的投资评级，6 个月目标价为 26.65 元，相当于 2018 年 13 倍的动态市盈率。

四、风险提示

新能源客车销量不及预期；“一带一路”战略推进低于预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	31,210.9	35,850.4	36,444.0	39,046.1	41,924.2	年增长率					
减:营业成本	23,305.9	25,876.3	26,997.7	28,657.8	30,463.4	营业收入增长率	21.3%	14.9%	1.7%	7.1%	7.4%
营业税费	151.8	161.4	186.7	188.6	202.0	营业利润增长率	31.9%	14.8%	0.0%	16.2%	13.4%
销售费用	2,034.4	2,926.7	2,551.1	2,655.1	2,725.1	净利润增长率	35.3%	14.4%	-2.4%	13.7%	12.0%
管理费用	1,812.9	1,825.5	2,113.8	2,173.7	2,096.2	EBITDA 增长率	24.6%	21.7%	-9.3%	16.2%	12.4%
财务费用	-142.4	274.6	109.7	137.1	107.3	EBIT 增长率	28.1%	26.6%	-3.5%	16.4%	12.4%
资产减值损失	240.7	438.0	345.1	341.3	374.8	NOPLAT 增长率	28.8%	24.3%	-3.3%	16.0%	12.4%
加:公允价值变动收益	-41.0	58.0	206.0	181.2	-189.5	投资资本增长率	3.4%	51.1%	-17.2%	-0.8%	-25.9%
投资和汇兑收益	61.7	-12.7	49.0	32.7	23.0	净资产增长率	19.1%	5.7%	5.9%	9.8%	12.0%
营业利润	3,828.3	4,393.3	4,395.0	5,106.5	5,789.0						
加:营业外净收支	276.1	389.0	263.3	207.6	162.1	盈利能力					
利润总额	4,104.3	4,782.3	4,658.3	5,314.1	5,951.1	毛利率	25.3%	27.8%	25.9%	26.6%	27.3%
减:所得税	516.7	680.0	652.2	759.9	851.0	营业利润率	12.3%	12.3%	12.1%	13.1%	13.8%
净利润	3,535.2	4,043.7	3,947.4	4,488.0	5,026.2	净利润率	11.3%	11.3%	10.8%	11.5%	12.0%
						EBITDA/营业收入	14.1%	15.0%	13.4%	14.5%	15.2%
						EBIT/营业收入	11.8%	13.0%	12.4%	13.4%	14.1%
						偿债能力					
						资产负债率	57.1%	61.1%	52.6%	60.2%	51.5%
						负债权益比	132.9%	157.0%	111.0%	151.0%	106.3%
						流动比率	1.41	1.35	1.52	1.42	1.66
						速动比率	1.31	1.25	1.41	1.32	1.56
						利息保障倍数	-25.88	17.00	41.06	38.24	54.95
						营运能力					
						固定资产周转天数	44	43	46	44	42
						流动营业资本周转天数	-15	-2	2	-4	-6
						流动资产周转天数	232	251	246	255	265
						应收帐款周转天数	109	129	125	125	122
						存货周转天数	16	17	17	17	17
						总资产周转天数	311	328	325	325	329
						投资资本周转天数	44	49	53	44	36
						费用率					
						销售费用率	6.5%	8.2%	7.0%	6.8%	6.5%
						管理费用率	5.8%	5.1%	5.8%	5.6%	5.0%
						财务费用率	-0.5%	0.8%	0.3%	0.4%	0.3%
						三费/营业收入	11.9%	14.0%	13.1%	12.7%	11.8%
						投资回报率					
						ROE	27.5%	29.8%	27.5%	28.6%	28.7%
						ROA	11.9%	11.7%	13.1%	11.4%	13.9%
						ROIC	86.4%	103.8%	66.5%	93.1%	105.6%
						分红指标					
						DPS(元)	1.50	1.00	1.22	1.47	1.48
						分红比率	93.9%	54.7%	68.4%	72.4%	65.2%
						股息收益率	7.0%	4.7%	5.7%	6.9%	6.9%
资产负债表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	6,699.2	5,616.4	7,761.5	8,962.5	12,178.6	EPS(元)	1.60	1.83	1.78	2.03	2.27
交易性金融资产	1,307.9	358.5	562.4	742.9	554.6	BVPS(元)	5.81	6.14	6.47	7.09	7.92
应收帐款	10,209.0	15,562.1	9,746.2	17,369.1	11,046.2	PE(X)	13.4	11.7	12.0	10.6	9.4
应收票据	1,414.5	1,135.1	1,497.0	1,323.0	1,704.8	PB(X)	3.7	3.5	3.3	3.0	2.7
预付帐款	427.6	226.6	478.3	285.9	509.5	P/FCF	13.9	22.9	9.6	10.5	7.6
存货	1,547.4	1,923.5	1,526.2	2,135.6	1,757.0	P/S	1.5	1.3	1.3	1.2	1.1
其他流动资产	1,377.6	2,088.8	1,250.6	1,572.3	1,637.2	EV/EBITDA	8.7	7.4	7.8	6.4	5.3
可供出售金融资产	378.7	1,008.6	512.1	633.1	717.9	CAGR(%)	8.3%	7.5%	14.7%	8.3%	7.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	PEG	1.6	1.6	0.8	1.3	1.3
长期股权投资	-	321.6	371.6	421.6	471.6	ROIC/WACC	8.2	9.9	6.3	8.9	10.1
投资性房地产	-	-	-	-	-						
固定资产	4,071.8	4,537.7	4,731.1	4,836.0	4,903.5						
在建工程	584.8	90.8	-24.2	-351.9	-665.0						
无形资产	1,463.5	1,457.5	1,406.2	1,359.5	1,310.9						
其他非流动资产	657.2	826.5	738.6	648.1	633.0						
资产总额	30,139.1	35,153.8	30,557.5	39,937.9	36,759.9						
短期债务	-	-	-	-	-						
应付帐款	9,079.4	11,662.0	9,261.2	13,505.9	10,526.4						
应付票据	4,323.0	5,389.6	2,559.7	6,674.5	3,480.0						
其他流动负债	2,914.7	2,868.9	3,239.0	2,697.0	3,696.5						
长期借款	-	-	-	-	-						
其他非流动负债	882.8	1,554.1	1,013.7	1,150.2	1,239.3						
负债总额	17,199.7	21,474.7	16,073.5	24,027.6	18,942.2						
少数股东权益	78.8	95.4	151.3	216.3	288.6						
股本	2,213.9	2,213.9	2,213.9	2,213.9	2,213.9						
留存收益	10,645.5	11,368.4	12,118.8	13,480.0	15,315.2						
股东权益	12,939.4	13,679.1	14,484.0	15,910.3	17,817.7						
现金流量表											
	2015	2016	2017E	2018E	2019E						
净利润	3,587.7	4,102.3	3,947.4	4,488.0	5,026.2						
加:折旧和摊销	738.2	714.1	364.5	412.3	461.0						
资产减值准备	240.7	438.0	-	-	-						
公允价值变动损失	41.0	-58.0	206.0	181.2	-189.5						
财务费用	31.7	243.1	109.7	137.1	107.3						
投资损失	-61.7	12.7	-49.0	-32.7	-23.0						
少数股东损益	52.5	58.6	58.7	66.1	73.9						
营运资金的变动	1,167.2	-1,188.6	1,058.6	-185.0	910.9						
经营活动产生现金流量	6,009.7	3,532.3	5,695.9	5,067.2	6,366.8						
投资活动产生现金流量	-3,762.4	-1,008.3	-247.6	-596.1	148.5						
融资活动产生现金流量	-1,490.4	-3,456.2	-3,303.3	-3,270.1	-3,299.1						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn