东兴证券 DONGXING SECURITIES

三季度业绩持续改善，静待四季度客车放量

——宇通客车（600066）三季报财报点评

2017 年 10 月 24 日

推荐/维持

宇通客车 | 财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn 010-66554032	
孙浩然	研究助理	执业证书编号：S1480116070027
	sunhr@dxzq.net.cn 010-66554045	

事件：

2017 年前 3 季度，宇通共实现营业收入 189.94 亿元，同比增长-12.3%，归母净利润 19.02 亿元，同比增长-16.43%。第三季度实现营业收入 96.81 亿元，同比增长 15.38%，归母净利润 10.97 亿元，同比增长 5.4%。

公司分季度财务指标

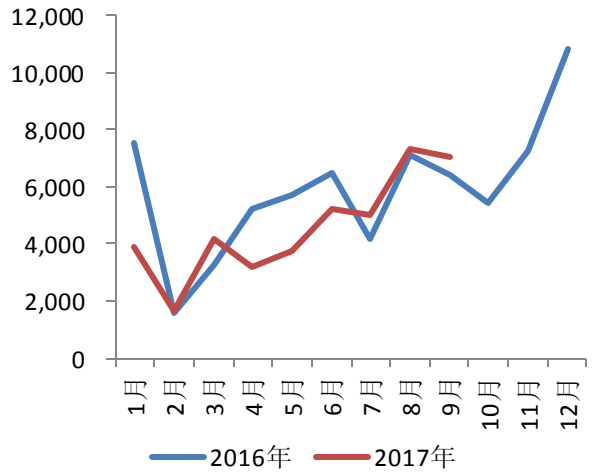
指标	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入（百万元）	5126.79	8141.33	8391.04	14191.28	3868.46	5444.61	9681.9
增长率（%）	19.97%	33.16%	-1.77%	15.55%	-24.54%	-33.12%	15.38%
毛利率（%）	24.15%	25.29%	27.04%	31.06%	24.02%	25.58%	26.35%
期间费用率（%）	14.86%	12.42%	11.74%	15.98%	16.84%	14.54%	12.28%
营业利润率（%）	7.84%	11.75%	13.58%	13.36%	10.06%	9.79%	12.90%
净利润（百万元）	395.07	872.57	1070.08	1764.62	327.37	499.51	1102.62
增长率（%）	02.76%	50.05%	13.63%	05.04%	-17.14%	-42.75%	03.04%
每股盈利（季度，元）	0.17	0.39	0.47	0.80	0.14	0.22	0.50
资产负债率（%）	51.37%	57.62%	57.28%	61.09%	52.34%	59.88%	57.23%
净资产收益率（%）	2.96%	8.05%	8.98%	12.90%	2.34%	4.07%	8.25%
总资产收益率（%）	1.44%	3.41%	3.84%	5.02%	1.11%	1.63%	3.53%

观点：

- **三季度毛利率表现平稳，四季度预期向好。**前三季度宇通毛利率与去年同期基本持平，达 25.66%，补贴退坡并未使宇通毛利率有下降趋势，原因在于两点：**其一、客车产品结构改变，**新能源客车 10 米以上车型的销售占比由 2016 年的 35%上升至 17 年前三季度的 50%，而传统客车由于 T7 和房车销量也在增加，拉升客车单价，进而提升毛利率；**其二、原材料端成本逐渐下降，**电池电机电控由于技术的提升，采购成本今年大幅下降，补贴下滑转嫁三电，使得公司毛利率与去年保持稳定。四季度由于新能源客车抢装，产能利用率进一步提升，预期公司毛利率环比继续上升。
- **融资费用占比走高，三季度成本财务费用值得关注。**宇通前三季度营业总成本基本保持稳定，但财务费用达 2 个亿，同比增 160%，这主要由于新能源客车订单的增加，国家补贴形成营收账款，回款较慢使得公司增加了财务融资成本。四季度和明年财务费用预期仍将保持现有水平。

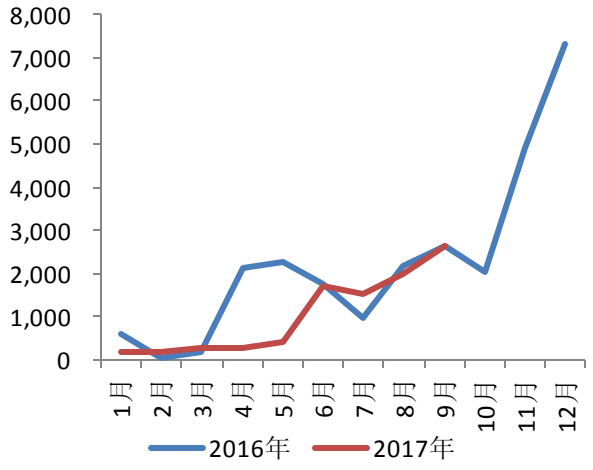
- **宇通环比业绩逐渐改善，三季度业绩同比正增长。**由于新能源补贴政策调整以及车型的重新申报，上半年整个新能源客车市场销量远不及去年同期，受此影响上半年宇通客车营业收入同比下滑 29%，归母净利润同比下滑 34%。但受益于三季度新能源客车产销的企稳，宇通三季报营收及净利润增速恢复正增长，使得前三季度宇通营收同比增速仅下滑 12%，净利润同比增速仅下滑 16%。静待四季度新能源客车环比放量，四季度值得期待。四季度是客车领域全年销售旺季，宇通客车四季度业绩将持续改善。
- 我们预计 2017-2019 年全年公司净利润达到 37.9 亿元/45 亿元/49 亿元，对应 EPS1.69/2.01/2.2，对应 PE 12.94/10.88/9.77。

图 1:2016 年至今宇通客车销量情况（单位：辆）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 2:2016 年至今宇通新能源客车销量情况（单位：辆）



资料来源：节能与新能源网、东兴证券研究所

- **风险提示:2018 年新能源汽车补贴提前退坡。**

公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	22983	26911	41572	44716	50182	**营业收入**	31211	35850	32265	37428	39299
货币资金	6699	5616	5055	5863	9518	**营业成本**	23306	25876	23289	26948	28295
应收账款	9949	15049	29171	30763	32301	营业税金及附加	152	161	145	168	177
其他应收款	260	513	462	535	562	营业费用	2034	2927	2581	2994	3144
预付款项	428	227	227	227	227	管理费用	1813	1826	1794	2081	2185
存货	1547	1923	3190	3692	3876	财务费用	-142	275	110	127	-59
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	公允价值变动收益	-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	4071.8	4537.6	4211.9	3795.3	3378.8	**营业利润**	3828	4393	3906	4619	5016
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	49250	51846	56776	**利润总额**	4104	4782	4366	5179	5646
流动负债合计	16317	19921	30151	28687	29192	所得税	517	680	568	673	734
短期借款	0	0	5455	611	0	**净利润**	3588	4102	3798	4505	4912
应付账款	7868	10371	15951	18458	19380	少数股东损益	52	59	50	50	50
预收款项	1934	1183	1183	1183	1183	归属母公司净利润	3535	4044	3748	4455	4862
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	5840	6788	4578	5294	5493
非流动负债合计	883	1554	1118	1118	1118	**EPS（元）**	1.60	1.83	1.69	2.01	2.20
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	31270	29806	30310	**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%	-10.00	16.00%	5.00%
实收资本(或股本)	2214	2214	2214	2214	2214	营业利润增长	31.89%	14.76%	-11.10	18.26%	8.61%
资本公积	1279	1279	2157	2157	2157	归属于母公司净利润	-7.31%	18.88%	-7.31%	18.88%	9.13%
未分配利润	7812	8139	10013	12240	14672	**获利能力**					
归属母公司股东权	12861	13584	17833	21843	26219	毛利率(%)	25.33%	27.82%	27.82%	28.00%	28.00%
负债和所有者权	30139	35154	49250	51846	56776	净利率(%)	11.49%	11.44%	11.77%	12.04%	12.50%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	11.73%	11.50%	7.61%	8.59%	8.56%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	27.49%	29.77%	21.02%	20.40%	18.55%
经营活动现金流	6010	3532	-5577	6716	5234	**偿债能力**					
净利润	3588	4102	3798	4505	4912	资产负债率(%)	57%	61%	63%	57%	53%
折旧摊销	2154.3	2119.7	0.00	416.57	416.57	流动比率	1.41	1.35	1.38	1.56	1.72
财务费用	-142	275	110	127	-59	速动比率	1.31	1.25	1.27	1.43	1.59
应收账款减少	0	0	-14122	-1591	-1538	**营运能力**					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.16	1.10	0.76	0.74	0.72
投资活动现金流	-3762	-1008	-398	-490	-540	应收账款周转率	3	3	1	1	1
公允价值变动收益	-41	58	60	60	60	应付账款周转率	4.39	3.93	2.45	2.18	2.08
长期股权投资减少	0	0	42	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	62	-13	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.60	1.83	1.69	2.01	2.20
筹资活动现金流	-1490	-3456	5413	-5417	-1039	每股净现金流(最新	0.34	-0.42	-0.25	0.37	1.65
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.81	6.14	8.06	9.87	11.84
长期借款增加	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	737	0	0	0	0	P/E	13.69	11.97	12.94	10.88	9.97
资本公积增加	-742	0	878	0	0	P/B	3.77	3.57	2.72	2.22	1.85
现金净增加额	757	-932	-562	809	3655	EV/EBITDA	7.15	6.32	10.68	8.17	7.09

资料来源：公司财报、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。

研究助理简介

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。