

公司研究/首次覆盖

2018年02月23日

交运设备/汽车整车 II

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 24.00
合理价格区间(元): 25.67~27.18

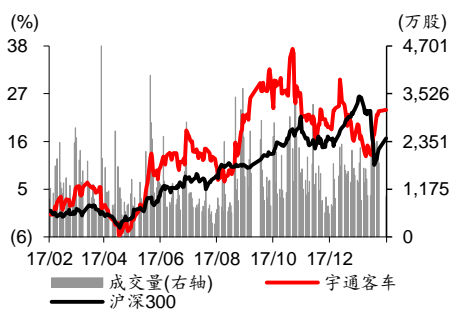
谢志才 执业证书编号: S0570512070062
研究员 0755-82492295
xiezhicai@htsc.com

祝嘉麟 执业证书编号: S0570517070009
研究员 021-28972068
zhujialin@htsc.com

李弘扬 执业证书编号: S0570517030001
研究员 0755-82492080
lihongyang@htsc.com

陈燕平 021-38476102
联系人 chenyanping@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

行业进入整合期，龙头市占率有望稳步提升

宇通客车(600066)

国内客车行业龙头，多维竞争优势凸显

公司是国内大中客车的龙头企业,已连续 14 年蝉联中国大中型客车销量冠军,在市场、资源、技术等多个方面具有很强竞争力。公司长期以来经营稳健,2012-2016 年营收年复合增速达 12.65%。2017 年新能源补贴退坡,在行业整体承压的情况下,公司市场份额稳步提升,盈利能力基本保持稳定,多维度竞争优势进一步凸显,龙头地位进一步稳固。2018 年新能源汽车补贴继续退坡,行业整合有望加速,未来拥有核心技术、客户资源和成本优势的龙头企业将获得更大发展机会。我们认为公司作为客车行业龙头企业,在新能源客车的市场份额将获得进一步提升,“增持”评级!

政策导向趋于明朗，市场化变革利好龙头企业

2018 年新能源补贴继续退坡,新能源客车竞争新格局将有利于龙头企业,公司市占率有望继续提升。2018 年新能源汽车补贴继续调整,政府“扶优扶强”的政策进一步落实。短期来看,新能源补贴退坡或将引发抢装效应,增加行业短期销量。中长期来看,我们预计新的竞争格局将加速行业洗牌,提高行业进入门槛,有利于龙头企业进一步发展。公司具有市场、资源和技术等多方面竞争优势。2017 年公司在新能源客车的市场占有率约 24%,我们预计到 2020 年将进一步提升至 30%,同时盈利能力也有望继续维持在行业较高水平。

海外市场持续开拓，打开业绩增长新空间

海外新兴市场发展迅猛,公司有望把握“新能源窗口期”实现弯道超车。公司已经是全球最大的单一客车厂,规模优势明显,销售网络覆盖 30 多个国家和地区。相比传统客车,公司新能源客车在技术上更具优势,2017 年公司已经获取了法国客户 50 台新能源客车订单,实现了新能源客车外销的突破,加快了向高端主力市场的进军。据中国客车网数据,2017 年宇通累计海外出口总量达 8712 辆,同比+22.34%。我们认为,未来随着国家“一带一路”战略的持续推进,公司将继续加快海外重点市场的战略布局,海外市场将持续为公司贡献增量。

新能源客车龙头有望受益于市场份额不断提升，给予“增持”评级

随着新能源汽车补贴逐渐退坡,行业门槛提升,市场份额正向行业龙头企业集中。公司作为客车龙头,在大中型客车及新能源客车等盈利能力强的细分领域市占率稳居行业榜首。我们预计公司 2017-19 年将实现主营收入分别约为 322/338/358 亿元;归母净利分别约为 31.8/33.5/37.3 亿元;对应 EPS 分别为 1.44/1.51/1.68 元。在新能源“后补贴时代”,我们认为公司有望凭借市场、资源和技术等优势持续扩大市场占有率,参考行业可比公司 2018 年平均约 17X PE 估值,可给予公司 2018 年 17-18X PE 估值,目标价区间 25.67-27.18 元,首次覆盖,“增持”评级!

风险提示:新能源客车增速不及预期;新能源补贴退坡拖累公司盈利能力;海外市场扩张不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,214
流通 A 股 (百万股)	2,214
52 周内股价区间 (元)	19.21-26.74
总市值 (百万元)	53,135
总资产 (百万元)	31,254
每股净资产 (元)	6.00

资料来源:公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	31,211	35,850	32,195	33,799	35,756
+/-%	21.31	14.87	(10.20)	4.98	5.79
归属母公司净利润 (百万元)	3,535	4,044	3,180	3,346	3,726
+/-%	35.31	14.38	(21.37)	5.23	11.37
EPS (元, 最新摊薄)	1.60	1.83	1.44	1.51	1.68
PE (倍)	15.03	13.14	16.71	15.88	14.26

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

正文目录

客车行业龙头，竞争优势明显	4
整体发展稳定，基本面趋势向好	4
客车行业龙头，大中型客车市占率第一	5
股权结构清晰，保障长期持续稳定发展	6
客车行业趋于饱和，细分领域仍有上行空间	8
公交车：城镇化+电动化驱动，公交客车市场仍有上行空间	8
座位客车：整体需求趋于稳定，团体通勤客车稳中有升	9
校车：市场增长弹性不足，龙头份额有望集中	10
新能源补贴政策调整提升行业门槛，宇通竞争优势凸显	11
政策导向趋于明朗，产业长期发展向好	11
新能源补贴退坡，市场化变革利好行业龙头企业	12
新能源多维竞争优势凸显	12
销量长期领先同业，市占率有望稳步提升	12
成本端：高产品自配率+完备配套体系造就总成本优势	13
技术端：走在行业前沿，前瞻性布局新能源	13
市场端：从销售渠道看，国内、国外两个市场保障公司长期持续发展	14
盈利预测与估值：	16
PE/PB - Bands	17

图表目录

图表 1: 宇通客车产品分类	4
图表 2: 2012-2017Q1-3 公司营收增长情况	4
图表 3: 2012-2017 Q1-3 公司归母净利增长情况	4
图表 4: 2016 公司各业务营收占比 (%)	5
图表 5: 2012-2016 公司各业务毛利率水平 (%)	5
图表 6: 2012-2017 前三季度公司三费 (亿元) 及同比 (%)	5
图表 7: 2012-2017 前三季度公司三费率 (%)	5
图表 8: 2009-2017 宇通客车分车型销量数据	6
图表 9: 宇通客车股权结构 (截止 2017 年 9 月 30 日)	6
图表 10: 2017 年三季度公司前十大股东持股比例	7
图表 11: 2006-2017 年我国客车销量及同比增速	8
图表 12: 1996-2016 中国城市化率及其增长率情况	9
图表 13: 2009-2016 中国公共汽车电车拥有量及同比	9
图表 14: 公交车行业历年市占率前五的公司	9
图表 15: 2004-2016 大中型座位客车销量 (辆) 及同比 (%)	9
图表 16: 2004-2014 年我国座位客车销量 (辆) 结构	9
图表 17: 2015-2017 我国大、中型旅游客车销量	10
图表 18: 2013-2017 我国大、中型长途客车销量及同比	10
图表 19: 2013-2017 我国校车销量情况	10
图表 20: 2013-2017 我国校车销量结构	10
图表 21: 2017 年 1-12 批次推广目录客车数量变化	11
图表 22: 2017 年 1-12 批次推广目录累计车型推荐比例	11
图表 23: 2017 年 1-12 批次推广目录客车燃料类型分布	11
图表 24: 2017 年 1-12 批次推广目录客车细分车型分布	11
图表 25: 新能源客车 TOP5 推荐车型统计	12
图表 26: 2014-2017 年宇通客车、新能源客车销量及新能源占比	12
图表 27: 2014-2017 年宇通新能源客车销量结构	12
图表 28: 2016 年行业新能源客车市占率情况	13
图表 29: 2017 年行业新能源客车市占率情况	13
图表 30: 部分宇通新能源客车研发进程	13
图表 31: 宇通燃料电池技术研发进程	14
图表 32: 2016 年我国各地区新能源公交车渗透率	14
图表 33: 《新能源公交车推广应用考核办法 (试行)》新增及更换公交车中新能源公交车比重要求	14
图表 34: 宇通客车销量预测	16
图表 35: 各项业务营业收入与增速预测	16
图表 36: 可比公司估值	16
图表 37: 宇通客车历史 PE-Bands	17
图表 38: 宇通客车历史 PB-Bands	17

客车行业龙头，竞争优势明显

整体发展稳定，基本面趋势向好

公司深耕客车领域多年，产品线布局完整。郑州宇通客车股份有限公司（宇通客车）成立于1993年2月，并于1997年5月在上海证券交易所上市（证券代码600066）。公司是国内客车行业第一家上市公司，致力于客车产品研发、制造与销售，目前拥有超200个产品系列的完整产业链，主要产品包括公路客车、旅游客车、公交客车、校车、房车、新能源客车、企事业单位班车及定制专用客车等。

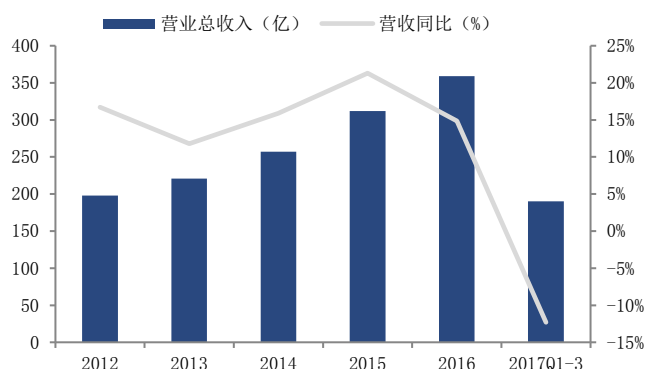
图表1：宇通客车产品分类

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
							
10-20座 21-30座 31-40座 41-50座 50座以上	10-20座 21-30座 31-40座 41-50座 50座以上	A型房车 B型房车 C型房车 拖挂式房车	混合动力 纯电动 其它	5-6米 6-7米 7-8米 8-9米 9-10米 10-11米 11-12米 12-13米 13米以上	10-20座 21-30座 31-40座 41-50座 50座以上	5-6米 6-7米 7-8米 8-9米 9-10米 10-11米 11-12米 12-13米 13米以上	指挥车 商务车 楼盘车 体检车 采血车 救护车 教练车 工程车 机场摆渡车 全铝公交车 商品展示车 厢货车

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

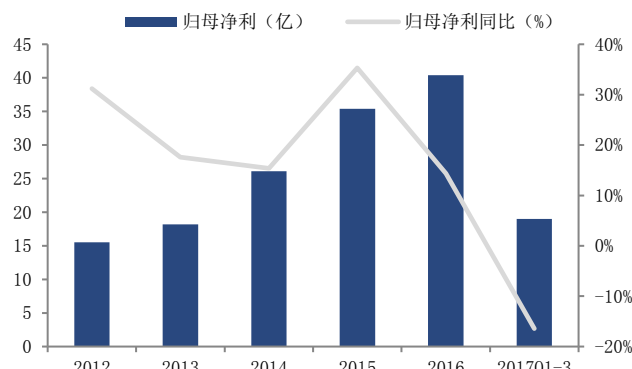
收入和利润整体趋势向好，17年受行业影响预计利润将下滑。公司自上市以来，营收、归母净利一直保持良好的增长态势。根据公司公告，2016年公司实现营收358.5亿元，是2012年营收的1.81倍，复合增速为12.65%；实现归母净利40.4亿元，是2012年归母净利的2.61倍，复合增速为21.15%。2017年上半年受骗补风波及推广目录重审等因素影响，新能源客车整体景气度有所下降，公司2017年前三季度实现营收189.95亿元，同比-12.30%；实现归母净利19.02亿元，同比-16.43%。我们认为随着行业新能源补贴退坡加速行业出清，提升行业门槛，公司作为行业龙头将获得更大发展空间。

图表2：2012-2017Q1-3 公司营收增长情况



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表3：2012-2017 Q1-3 公司归母净利增长情况

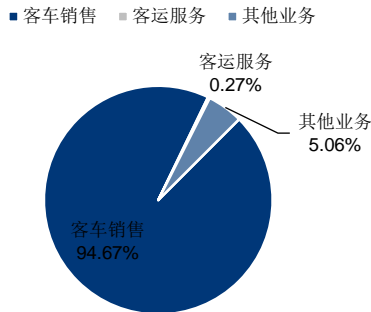


资料来源：Wind, 华泰证券研究所

整体毛利率水平稳中有升，客车销售业务驱动作用明显。2012-2016年公司整体毛利率分别为19.97%/19.46%/24.28%/25.33%/27.83%，基本呈逐年上升趋势。其中公司客车销售业务由于营收占比较高（2016年营收占比94.67%）、业务量较大，成为拉动整体毛利率水平稳步提升的重要驱动因素，同期毛利率分别为19.79%/19.16%/24.21%/25.18%/27.98%，与总体毛利率走势大致相同。2017年公司盈利能力在行业承压大背景下依然

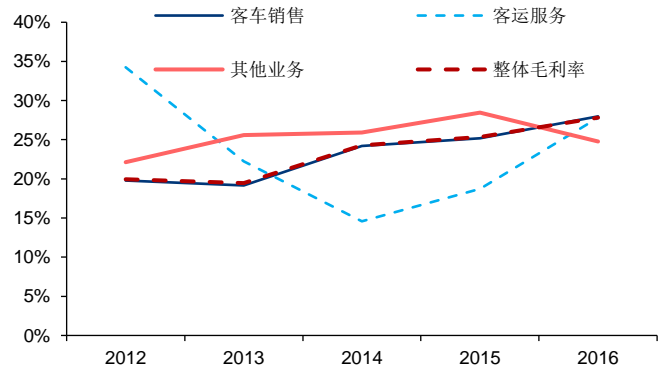
坚挺，据 Wind 数据，公司 2017 年前三季度整体毛利率为 25.66%，高于汽车行业平均盈利水平约 10pct。考虑公司产品高端化转型拉动单车价值量增加、技术提升带动成本下行等因素，我们认为公司长期盈利能力仍有向上拓展空间。

图表4：2016 公司各业务营收占比 (%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

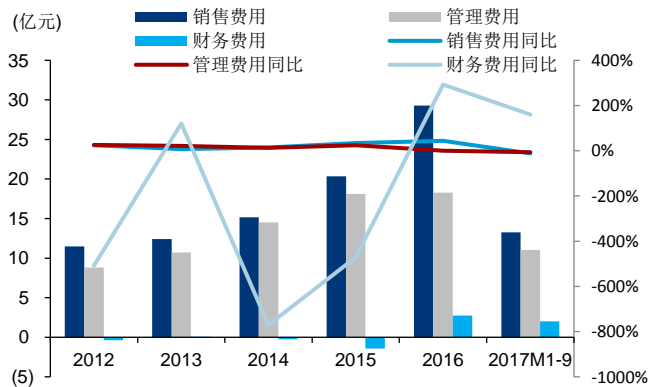
图表5：2012-2016 公司各业务毛利率水平 (%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

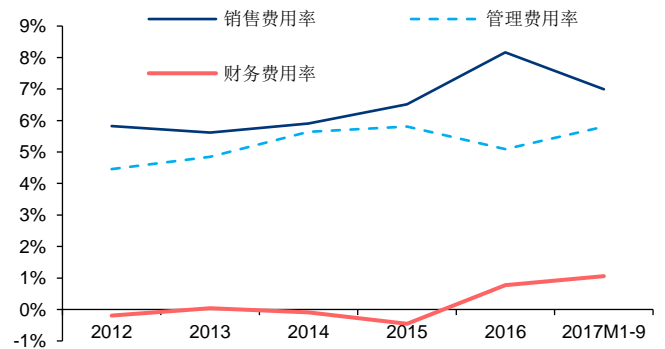
销售费用率、管理费用率维持高位稳定，财务费用受国补影响波动幅度较大。公司销售、管理费用占比较大，从销售费用来看，2016 年销售费用由于国内外新能源客车售后服务费用计提增加，增长幅度相对较大，2017 年有所下调，前三季度公司销售费用为 13.28 亿元，同比-11.58%；从管理费用来看，公司推行精细化管理较有成效，2017 年前三季度管理费用为 11.02 亿元，同比-6.51%。财务费用与新能源补贴紧密相关，新能源补贴到账时间长，导致公司 2016 年以来财务费用上升明显。

图表6：2012-2017 前三季度公司三费 (亿元) 及同比 (%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7：2012-2017 前三季度公司三费率 (%)

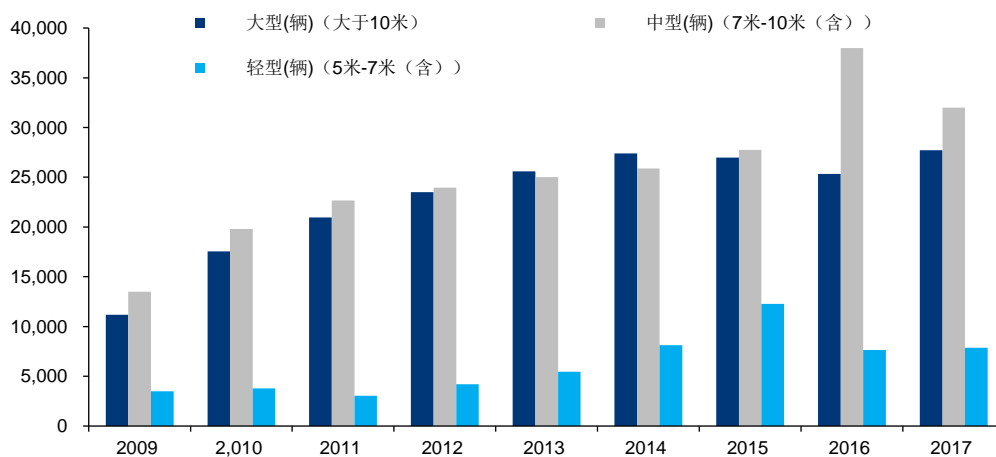


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

客车行业龙头，大中型客车市占率第一

从产品结构看，公司客车销售以大中型为主，市占率行业第一。受新能源补贴政策及其适用性等因素影响，市场需求端向大中型客车倾斜。据方得网信息，2017 年公交车车型销量前三名为 10 米、8 米、11 米类型，合计销量占到公交车市场份额近 9 成；座位客车的需求相对均衡化，车型销量前三名为 11 米、10 米、8 米类型，合计销量占到座位客车市场份额近 7 成。公司也顺应需求端发展的趋势，以大中型客车作为销售主导产品。根据公司公告，2009-2017 年，公司大中型客车产品销量均占总销量的 8 成以上。据中国客车网数据，2012 年以来，公司在大中型客车细分市场的市占率一直稳定在 32%-36% 之间，稳居行业第一，2017 年公司大中型客车累计销量为 59696 辆，行业市占率为 33.35%。

图表8：2009-2017 宇通客车分车型销量数据



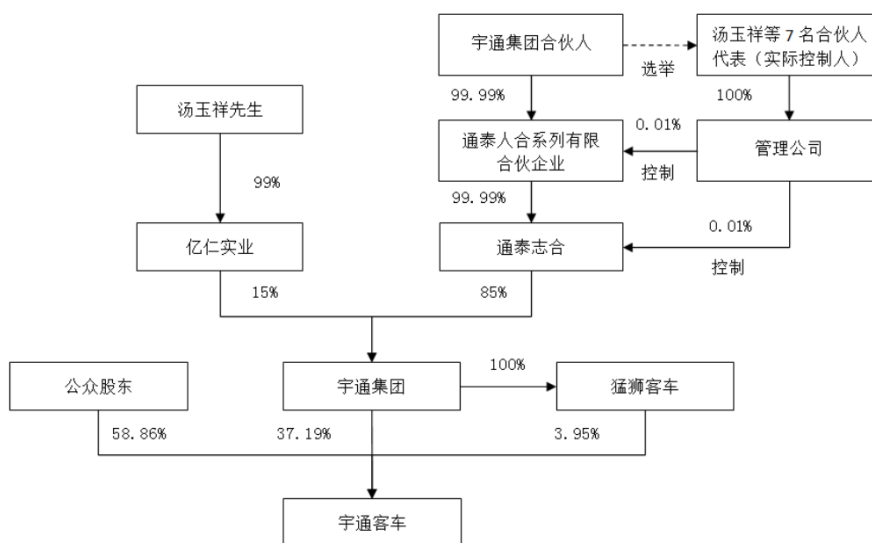
资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

在手订单充足+产品结构持续改善, 市占率仍有上行空间。公司客户广泛, 近几年订单饱满, 以 2017 年为例, 公司已先后中标机场应急消防通信指挥车、珠海市中心血站采血车采购项目、三亚市公共交通集团有限公司 5.9 米级柴油公交车和 10 米级 LNG 旅游车型(第二包)项目、河南省三门峡市公共交通公司 8.5 米以上插电式混合动力车采购项目、鄂州市中心血站采血车采购项目等多个项目, 相比同行其他企业具有显著竞争优势; 在产品结构改善方面, 公司积极研发高端产品, 其旗下高端商务车车型 T7、房车等产品有效带动了单车价值量提升, 并获得了主流客户的认可。

股权结构清晰, 保障长期持续稳定发展

股权结构较为集中和稳定。截止 2017Q3, 公司控股股东为郑州宇通集团, 持股比例 37.19%, 余下前四大股东分别为香港中央结算公司(11.93%)、中国证金(4.29%)、猛狮客车(3.95%)和中国平安人寿旗下东证资管(2.30%)。汤玉祥等 7 名合伙人代表对宇通集团起主要控制作用, 为公司的实际控制人。股权的集中和稳定显著助力公司管理、决策效率的提高, 有利于从结构机制上保障公司长效运营。

图表9：宇通客车股权结构（截止 2017 年 9 月 30 日）



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表10： 2017年三季度公司前十大股东持股比例

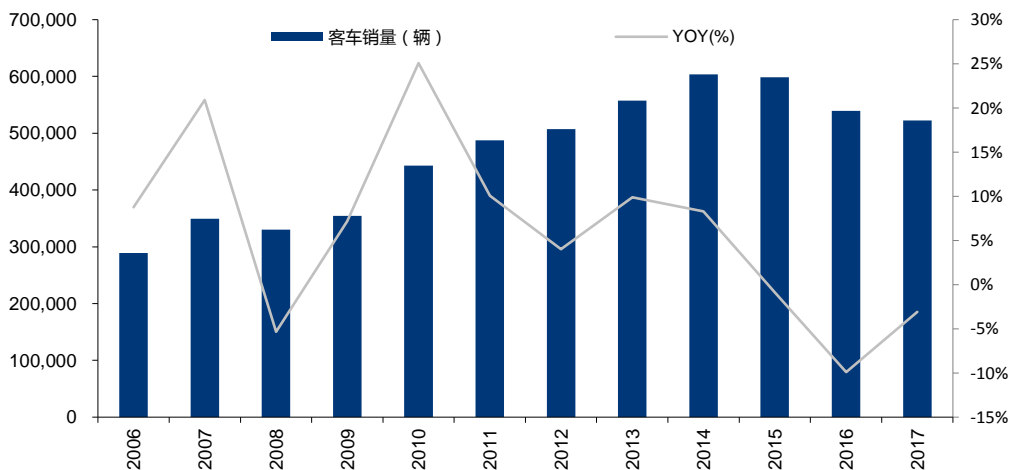
排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	郑州宇通集团有限公司	823,314,023	37.19	限售流通 A 股,A 股流通股
2	香港中央结算有限公司(陆股通)	264,160,357	11.93	A 股流通股
3	中国证券金融股份有限公司	95,042,936	4.29	A 股流通股
4	猛狮客车有限公司	87,428,292	3.95	限售流通 A 股
5	中国平安人寿保险股份有限公司-东证资管-平安人寿委托投资 1 号定向资产管理计划	50,930,127	2.30	A 股流通股
6	中国公路车辆机械有限公司	40,885,192	1.85	A 股流通股
7	国泰君安证券股份有限公司	22,712,980	1.03	A 股流通股
8	中央汇金资产管理有限责任公司	21,393,700	0.97	A 股流通股
9	兴元投资管理有限公司-客户资金	15,453,333	0.70	A 股流通股
10	GIC PRIVATE LIMITED	14,701,432	0.66	A 股流通股
	合 计	1,436,022,372	64.87	

资料来源：Wind,华泰证券研究所

客车行业趋于饱和，细分领域仍有上行空间

客车行业的发展与国家政策导向息息相关。据中汽协数据，2006-2016年十年间我国客车销量年均复合增速约为6.44%，整体增势较为良好。其中2009-2014年受国家公路建设及公路改造等基建项目加速投产的影响，客车行业需求端显著提振，同比增速分别达7.19%/25.09%/10.07%/4.01%/9.90%/8.29%。2014年以后我国客车销量增势出现转折，同比增速由正转负，2015、2016年同比增速分别为-0.87%/-9.90%，2017年累计销量为52.72万辆，同比-2.98%。

图表11：2006-2017年我国客车销量及同比增速



资料来源：中汽协，华泰证券研究所

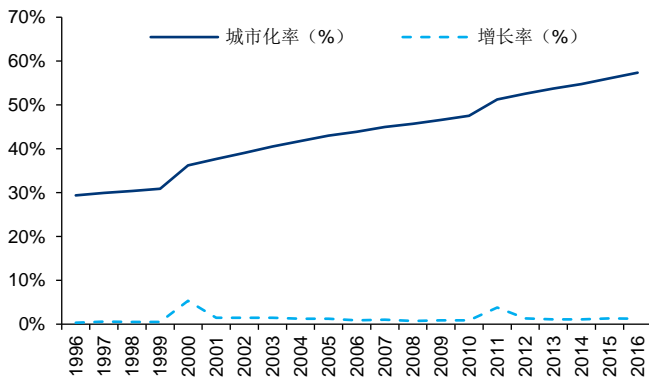
公交车：城镇化+电动化驱动，公交客车市场仍有上行空间

我国城市化水平将持续上升。我国城市化率自1996年以来一直维持稳步增长趋势，其中2000、2011年增势较强，涨幅分别为5.33%、3.77%。截至2016年，我国城市化率已经达到57.35%，相比1996年实现近2倍的增长，城镇人口总量达7.9亿人。2017年7月，国家发改委发展规划司司长徐林在国际城市可持续发展高层论坛上表示，中国仍处于城市化加速发展阶段，未来15年中国的城市化率有望达到70%的水平。

城市化预期刺激公交市场需求，预计保有量仍可向上拓展。城市化水平的乐观预期有望带动交通需求端上扬，为公交车市场的长久发展奠定良好基础。根据交通部数据，2009-2016年，我国公交车保有量增加近20万辆，年均复合增速约6%；2016年末全国公交车保有量为60.9万辆，同比增加8.3%。假设2017-2020年保有量保持6%增速稳定增长，则到2020年我国公交车保有量有望突破70万辆。

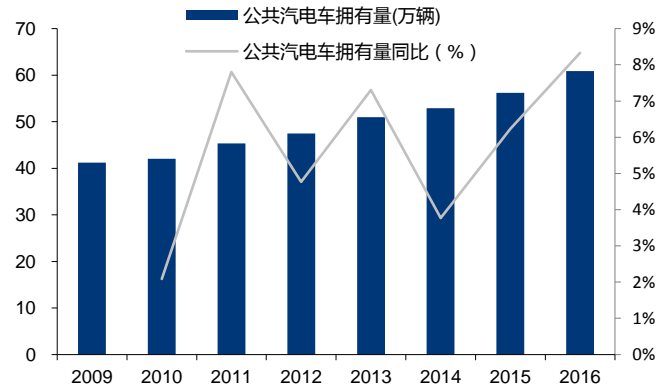
新增+替代巩固需求，新能源公交亮点凸显。随着城市化水平不断提升，我国中西部等经济欠发达地区公交车新增需求有望逐步加强，保有水平具有提升空间。而对于北京、上海、广东等发达省份及地区，受国家大气污染防治、黄标车治理、新能源汽车推广等政策推动，公交车需求的提升或主要来源于新能源公交车的替代需求。

图表12: 1996-2016 中国城市化率及其增长率情况



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表13: 2009-2016 中国公共汽车电车拥有量及同比



资料来源: 交通部, 华泰证券研究所

公交客车领军企业, 具备地域辐射优势。宇通客车是公交车行业龙头标杆企业, 据中客网数据, 自 2013 年以来公司公交车销量市场占比均超 23%, 稳居行业第一; 2017 年公司公交车销量约为 2.7 万辆, 市场占有率达 27.4%。此外, 从地域位置来看, 公司位于我国中部的河南省郑州市, 对覆盖保有量较低、市场拓展空间较大的中西部客车市场具有天然地理优势。我们认为未来公司将继续抓住中西部地区“起步晚、发展迅速”的战略机遇, 深耕中西部蓝海市场。

图表14: 公交车行业历年市占率前五的公司

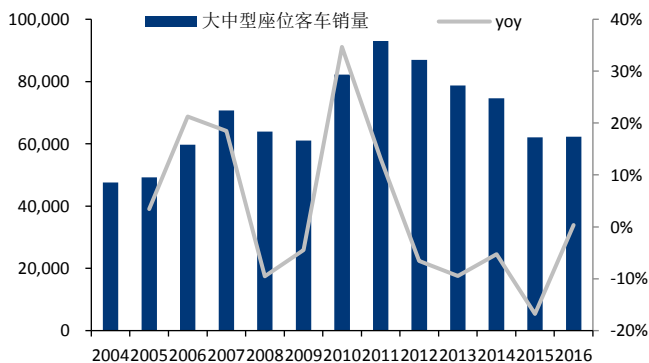
公司	2012		2013		2014		2015		2016		2017	
	占比	公司	占比	公司	占比	公司	占比	公司	占比	公司	占比	
三龙	18.3%	宇通	23.3%	宇通	24.6%	宇通	24.0%	宇通	24.8%	宇通	27.4%	
宇通	17.8%	三龙	21.9%	三龙	20.3%	三龙	18.2%	三龙	12.7%	比亚迪	13%	
安凯	6.7%	中通	6.0%	中通	7.0%	中通	12.0%	中通	12.2%	三龙	10.2%	
辽宁曙光	5.4%	安凯	5.8%	北汽福田	5.5%	北汽福田	6.3%	比亚迪	11.0%	中通	9.3%	
重庆亨通	5.1%	北汽福田	4.4%	安凯	5.4%	比亚迪	5.4%	珠海广通	4.4%	北汽福田	7.5%	

资料来源: 中客网, 华泰证券研究所

座位客车: 整体需求趋于稳定, 团体通勤客车稳中有升

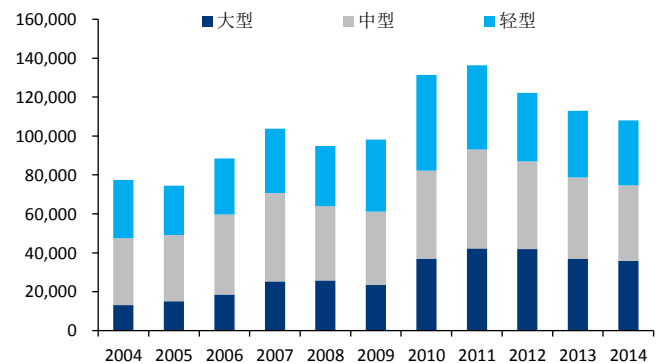
销量结构略有调整, 客运大巴比重或持续下降, 团体通勤、旅游客车占比有望提升。我国座位客车整体销量较为稳定, 自 2004 年以来大中型座位客车占比均超 6 成。根据中国产业信息网的数据, 2015 年我国大、中型座位客车销量为 62059 辆, 其中客运班线车/旅游班线车/团体通勤用车占比分别约为 41%/24%/35%; 2016 年大、中型座位客车销量为 62252 辆, 其中客运班线车/旅游班线车/团体通勤用车占比分别约为 33%/25%/42%。我们认为未来几年座位车市场整体需求将保持稳定, 而在车型用途上, 客运班线车比重将继续减少, 团体通勤用车仍有上行动力, 比重有望持续增加。

图表15: 2004-2016 大中型座位客车销量(辆)及同比 (%)



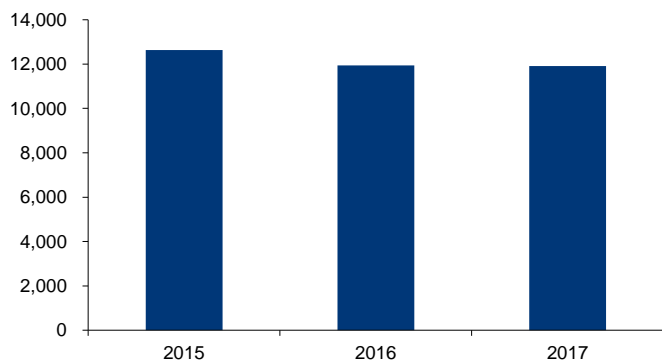
资料来源: 中国商用汽车网, 华泰证券研究所

图表16: 2004-2014 年我国座位客车销量(辆)结构



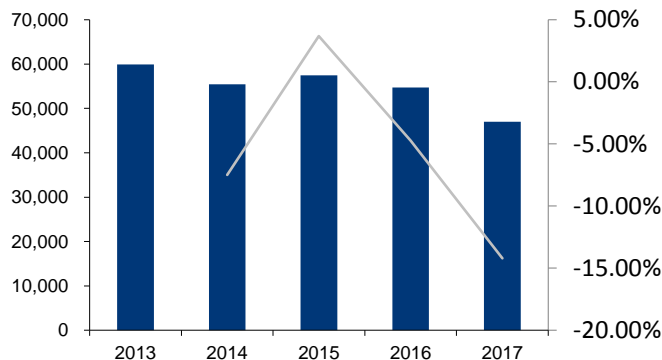
资料来源: 中国商用汽车网, 华泰证券研究所

图表17: 2015-2017 我国大、中型旅游客车销量



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表18: 2013-2017 我国大、中型长途客车销量及同比

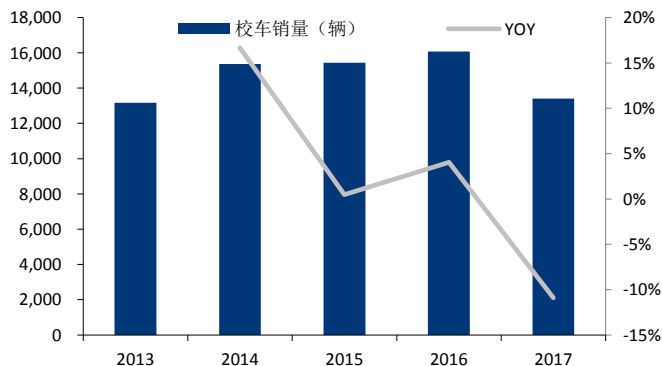


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

校车: 市场增长弹性不足, 龙头份额有望集中

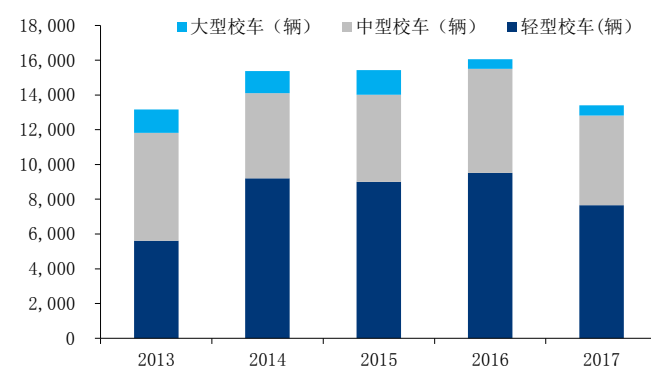
整体市场相对稳定, 市场份额将向龙头集中。据中汽协数据, 2013-2017 我国校车销量分别为 13175/15369/15441 / 16065/13191 辆; 2014-2017 同比分别为 16.65% / 0.47% / 4.04% / -12.38%, 整体增长乏力。据中国客车网数据, 2012 年受益政策利好市场上共有 31 家客车企业涉及校车业务, 而到 2017 年, 生产企业已缩减至 23 家, 且不排除进一步缩减的可能。我们认为校车市场增长乏力, 市场份额将逐步向拥有先进生产制造技术及完备服务体系的龙头校车企业集中。

图表19: 2013-2017 我国校车销量情况



资料来源: 中汽协, 华泰证券研究所

图表20: 2013-2017 我国校车销量结构



资料来源: 中汽协, 华泰证券研究所

始终走在行业前列, 销量表现亮眼。从宇通董事长、董事汤玉祥先生在业内最早向“两会”提交推广专用校车提案, 到参与国家校车安全标准起草、不断探索校车运营模式, 公司一直走在行业的最前沿。据中国客车信息网数据, 2016 年公司校车销量占市场总销量的 36%, 稳居行业榜首; 2017 年公司校车销量 8914 辆, 在校车领域同比下滑约 11.3% 的背景下仍保持同比+0.3% 的增长态势, 呈现逆势上涨的态势。随着产品结构的进一步优化, 我们认为公司 18 年校车市占率有望进一步提升。

产品线完整, 全国无忧服务助力校车安全运营。公司校车已覆盖 5 米到 11 米, 19 座到 56 座的全系列产品, 其中 5 米小型客车因为适应小城市、村县地区的路况条件, 受到市场的广泛认可。同时, 根据中国客车网信息, 宇通公司现已在全国范围内已有 9 家独资 4S 服务中心、1000 家特约服务站、200 余家配件经销商、360 余名驻外服务工程师, 在后市场服务层面上保障校车安全运营无忧。

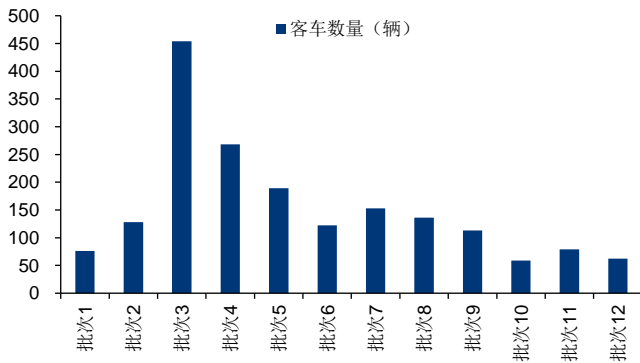
新能源补贴政策调整提升行业门槛，宇通竞争优势凸显

政策导向趋于明朗，产业长期发展向好

推广目录常态化发布，客车为推广重点。2017年12月29日，工信部发布了《新能源汽车推广应用推荐车型目录》(2017年第12批)，涵盖49个品牌120个车型，其中乘用车/客车/专用车车型占比分别为25.00%/51.67%/23.33%。2017年以来，工信部已累计发布12批推荐车型目录，共包括224户企业的3233个车型，其中乘用车/客车/专用车车型累计占比分别约为12%/57%/31%。推广目录中客车比例过半，体现了国家对新能源客车推广工作的重视和扶持，新能源客车产品有望加速市场投放。

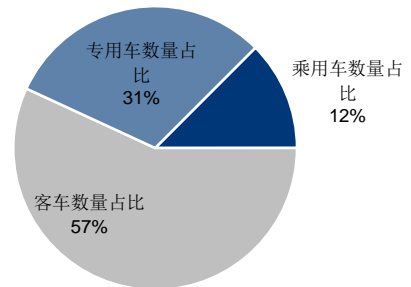
细分市场中公交车地位稳固，8米以上新能源客车为主力申报车型。从细分市场来看，公交车仍为目前政府推荐重点，1-12批目录中累计推荐公交车1551辆，占比为84.3%；累计推荐公路车288辆，占比为15.7%。从细分长度段看，8米以上的大中型新能源客车占比较高，纯电动/混动/燃料电池推荐车型中8米以上数量占比分别为94.3%/99.8%/89.5%。

图表21：2017年1-12批次推广目录客车数量变化



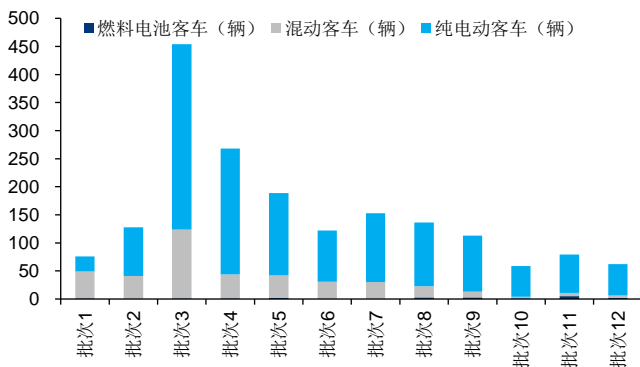
资料来源：工信部，华泰证券研究所

图表22：2017年1-12批次推广目录累计车型推荐比例



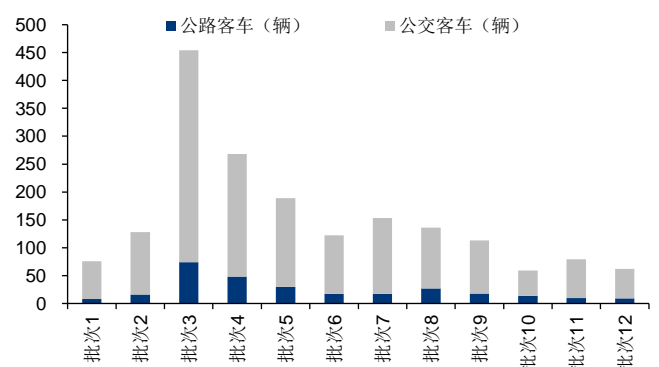
资料来源：工信部，华泰证券研究所

图表23：2017年1-12批次推广目录客车燃料类型分布



资料来源：慧眼看车，华泰证券研究所

图表24：2017年1-12批次推广目录客车细分车型分布



资料来源：慧眼看车，华泰证券研究所

宇通推荐车型总数夺冠，新能源客车领域优势明显。公司保持了高研发技术能力、高市占率的一贯优势，在2017年工信部1-12批推荐目录中累计获得176款推荐车型，占客车行业推荐车型总数的9.6%；其中，纯电动客车共130款，混动客车共42款，燃料电池车共4款。我们认为，公司在推荐目录车型中的高占比，充分体现了公司在新能源客车领域的研发优势，为公司新能源客车销量提升提供坚实基础。

图表25： 新能源客车 TOP5 推荐车型统计

	第 12 批		累计 1-12 批	
	数量 (辆)	占比 (%)	数量 (辆)	占比 (%)
宇通	22	35.5%	176	9.6%
中通	4	6.5%	123	6.7%
金龙	3	4.8%	109	5.9%
福田	13	21.0%	108	5.9%
开沃	3	4.8%	96	5.2%

资料来源：工信部，华泰证券研究所

新能源补贴退坡，市场化变革利好行业龙头企业

2018年新能源客车补贴继续较大幅度退坡，行业门槛将继续提升。2018年2月13日，财政部等四部委公布了2018年新能源汽车补贴方案，2018年6月12日正式实施；2018年6月12日前上牌的客车，补贴按2017年标准的70%执行。新方案提升了客车的补贴门槛（基准系统能量密度由85Wh/kg提升到115Wh/kg，系统能量密度在135Wh/kg以上的车型可获得基础补贴标准1.1倍的加成）；降低了国补上限（相比2017年降低约40%）。同时，2018补贴方案继续明确了单位载质量能量消耗量（Ekg）标准，要求不高于0.21Wh/km·kg，且0.15Wh/km·kg及以下的车型可获得基础补贴1.1倍的加成。我们认为，高系统能量密度和低单位载质量能量消耗量的车型可获得补贴加成，且可以叠加获得更高补贴，一方面将促使企业进一步提升产品性能，另一方面也将放大龙头企业的优势。

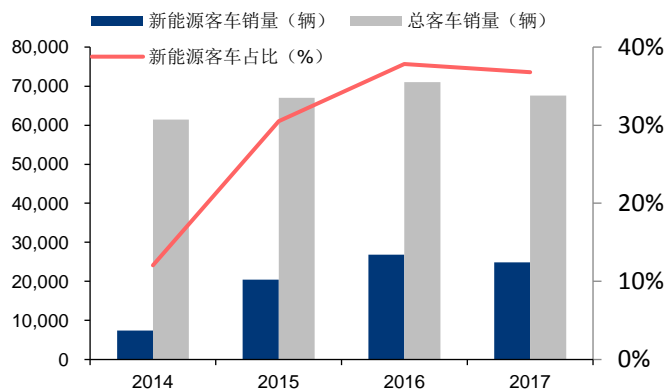
财政补贴退坡将推动新能源客车市场化变革，市场份额或加速向龙头企业集中。政府财政补贴逐步退出市场有利于推动新能源客车产业由“政府导向”向“市场导向”变革。我们认为，财政补贴继续退坡，一定程度上减少了企业的利润空间，同时从技术端和供给侧提高了对车企的要求，依靠财政补贴存活的小型低技术企业将逐步出清，而拥有成本、技术、市场优势的优秀厂商市占率有望获得提升。

新能源多维竞争优势凸显

销量长期领先同业，市占率有望稳步提升

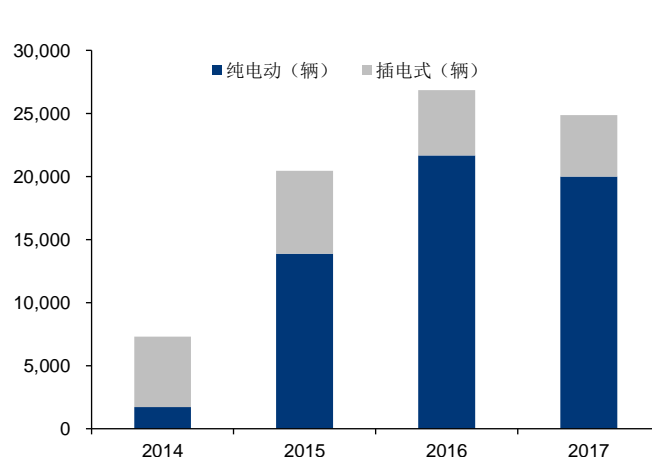
公司在行业市场上竞争优势明显。2014-2017年公司新能源客车销量分别为7405/20446/26856/24865辆，对应总销量占比稳步提升，分别为12.06%/30.51%/37.83%/36.8%。在市场份额方面，据第一商用车网数据，2016年公司新能源客车销量市占率约为22%，2017年约为24%，提升2个百分点。我们认为，公司在新能源客车领域竞争优势明显，随着行业景气度回暖及新能源渗透率逐渐上升，公司新能源客车市占率有望继续稳步提升。

图表26： 2014-2017年宇通客车、新能源客车销量及新能源占比



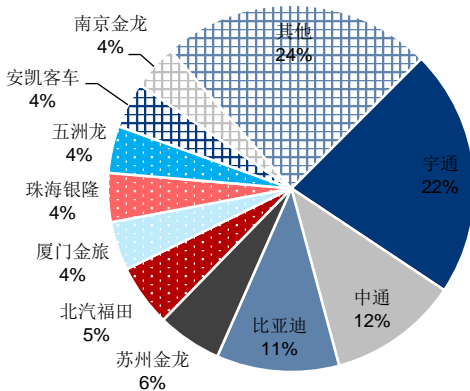
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表27： 2014-2017年宇通新能源客车销量结构



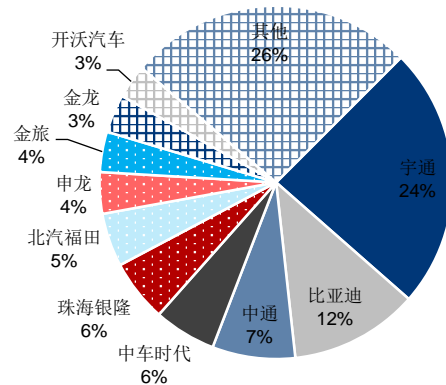
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表28: 2016年行业新能源客车市占率情况



资料来源: 电动汽车资源网, 华泰证券研究所

图表29: 2017年行业新能源客车市占率情况



资料来源: 电动汽车资源网, 华泰证券研究所

成本端: 高产品自配率+完备配套体系造就总成本优势

产品自制率高, 利于成本控制。公司新能源客车的关键零部件中, 整车控制系统为自主研发生产, 集成式电机控制器、电机、超级电容和动力电池系统与供应商联合开发, 在保障了技术领先的同时有效控制了公司采购成本。同时, 2014年公司采取发行股份和支付现金的方式收购精益达100%股权, 收购完成后精益达成为公司旗下全资子公司, 主要负责空调、车桥、悬架、线束、门总成及其他汽车零部件的研发与生产。我们认为零部件高度自制带动产业链资源的纵向整合, 未来也有望成为新能源客车产品降本的重要驱动因素。

议价能力突出, 规模效益凸显。公司与主要供应厂商建立起良好的配套体系, 目前动力电池主要供应商为CATL, 力神, 国轩, 亿纬锂能等; 电控主要供应商为苏州汇川。由于采购规模较大, 公司拥有较强的议价能力, 在成本端相对其他同行企业更具规模优势。

技术端: 走在行业前沿, 前瞻性布局新能源

新能源产业先行者, 研发水平国际领先。根据公司2016年度报告, 公司自1999年开始进行新能源客车产品研发, 多年来累积了丰富的经验, 截至2016年底在整车控制、电机控制、系统集成、车载能源、电气技术、充电技术等新能源领域形成了超过300人的专业人才团队, 并在整车节能与控制技术、高压隔离电源变换技术、高密度电驱动控制技术等方面达到了国际领先水平, 产品整体性能达到国际先进水平。

持续加大研发投入, 新能源时代风头尽显。公司近年来研发费用稳中有升, 2012-2016年研发费用占总营业收入比重均超3%, 对应分别为3.54%/3.63%/4.16%/3.94%/4.07%。2017年12月19日, 公司及其旗下子公司精益达、孙公司科林空调再次被认定为高新技术企业, 体现了国家对公司技术研发水平的认可与肯定。随着新能源客车行业门槛的逐步提升, 我们认为公司有望利用先发布局优势加速市场扩张, 在行业变革中抓住机遇占据有利地位。

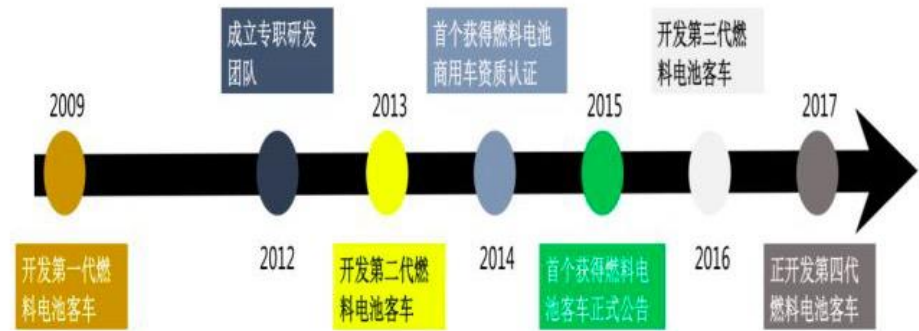
图表30: 部分宇通新能源客车研发进程

1999年	开始进行新能源客车的研发, 自主研发了第一款纯电动客车
2005年	研制了第一款混合动力客车
2008年	完成了低地板混合动力客车开发并示范运行
2009年	正式组建新能源技术部, 致力于新能源客车核心技术的研发和新产品开发
2012年	斥资38.6亿元建设新能源客车生产基地
2014年	国家电客车电控与安全工程技术中心落户宇通
2016年	《节能与新能源客车关键技术研发及产业化》项目荣获2015年度国家科技二等奖
2017年	获批组建行业首个燃料电池与氢能工程技术研究中心

资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

瞄准燃料电池领域，挖掘产业新机遇。氢能对解决人类能源短缺问题具有重要意义，而氢燃料电池有望是产业后续发展的方向和趋势。《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》明确提出，到2020年计划实现燃料电池汽车批量生产和规模化示范应用。2017年12月29日，我国客车行业首个燃料电池与氢能专业研发平台—郑州市燃料电池与氢能工程技术研究中心获郑州市科技局批准组建，公司作为重要参与者之一有望借此机会显著提高氢燃料电池客车技术研发实力。

图表31：宇通燃料电池技术研发进程

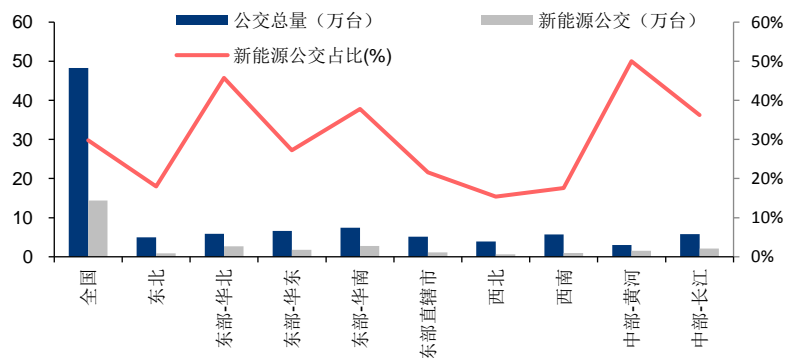


资料来源：公司官网，华泰证券研究所

市场端：从销售渠道看，国内、国外两个市场保障公司长期持续发展

国内市场仍有较大发展空间，新能源公交车市场潜力十足。据国家统计局数据，从地区分布看，中部黄河、东部华北、东部华南、中部长江等四个区域公交存量新能源化水平较高，超过全国平均水平（30%），而根据乘联会数据，京津沪三地作为国内新能源公交的重点推广区域2017年新能源公交渗透率分别约为12%、23%、31%，新能源占比较低。考虑存量公交车的退出以及《新能源公交车推广应用考核办法（试行）》对新增及更换公交中新能源化的要求，我们认为2018-2020年国内公交车的新增和替换需求有望充分释放，带动新能源公交市场需求继续上行。

图表32：2016年我国各地区新能源公交车渗透率



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表33：《新能源公交车推广应用考核办法（试行）》新增及更换公交车中新能源公交车比重要求

	2015	2016	2017	2018	2019
大气污染治理重点区域和重点省市（包括北京、上海、天津、河北、山西、江苏、浙江、山东、广东、海南）	40%	50%	60%	70%	80%
中部省（包括安徽、江西、河南、湖北、湖南）和福建省	25%	35%	45%	55%	65%
其他省（区、市）	10%	15%	20%	25%	30%

资料来源：交通部、财政部、工信部，华泰证券研究所

海外新兴市场发展迅猛，把握“新能源窗口期”实现弯道超车。公司海外市场持续开拓，至今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 30 多个国家与地区，获得了众多客户的肯定与认可。据中国客车网数据，2017 年，宇通累计海外出口客车总量达 8712 辆，同比增长了 22.34%。

加速切入欧美高端市场，出口结构、质量日益优化。2013 年宇通在比利时车展上推出了 12 米纯电动客车，为全行业首次在国际展会上推出纯电动客车；2016 年宇通纯电动车首次出现在古巴哈瓦那国际贸易博览会中，是中国自主品牌新能源客车首次在古巴市场亮相；2017 年公司获得了法国客户 50 台新能源订单，加快向高端主力市场发力进军。据中国海关数据统计，2017 年 1-9 月份，行业大中型客车出口 16696 辆，其中宇通累计出口大中型客车 6053 辆，占比达 36.3%，为全行业最高。我们认为，未来随着国家“一带一路”战略的持续推进，公司将继续加快海外重点市场的战略布局，海外市场将持续为公司贡献增量。

盈利预测与估值：

根据上述讨论，我们对公司盈利预测做出如下假设：

- 1、受存量替换及新增需求影响，我们认为客车行业销量 2018 年起将逐渐企稳回暖，预计公司 2018-19 年分别实现销量约 7.2 万辆和 7.56 万辆，分别同比+14%和 5%；其中新能源客车销量分别可达 3.08 万辆和 3.38 万辆。
- 2、公司是客车行业龙头，具有较强的盈利能力。在传统客车领域，我们认为公司产品向大中型客车集中可以对冲原材料价格上升对毛利的影响，我们估算公司 2017-19 年传统客车毛利率水平基本保持稳定，约为 21%，略低于公司整体毛利率水平。
- 3、在新能源客车领域，根据工信部 2018 年 2 月 13 日公布的新能源汽车补贴政策调整方案，新政策实施后补贴退坡约 40%，2018 年 6 月 12 日补贴新政实施前完成上牌的车辆按 2017 年标准退坡 30% 执行。公司以大中型客车为主，我们预计新能源补贴新政策实施后公司可以通过提升车型系统能量密度获得补贴加成，假设 2018 年公司整体新能源补贴相比 2017 年实际退坡幅度约 35%；考虑新能源补贴政策或将逐步退出，假设 2019 年新能源补贴相比 2018 年将继续退坡 35%；电池成本 2017-19 年降幅约为 30%、20%、15%；电机电控成本 2017-19 年降幅分别约 15%、10%、5%；预计公司新能源客车 2017-19 年毛利率分别约为 27.7%、26.5%和 26.05%。
- 4、预计客运服务业务和其他业务收入维持平稳增速，毛利率也保持稳定，预计公司 2017-19 年公司总营收分别约为 321.95 亿元、337.99 亿元、357.56 亿元，分别同比 -10.20%、+4.98%、+5.79%。

图表34：宇通客车销量预测

	2016	2017	2018E	2019E
大型客车销量（辆）	25350	27704	31680	34020
中型客车销量（辆）	37990	31992	33120	34776
轻型客车销量（辆）	7648	7872	7200	6804
销量总计（辆）	70988	67568	72000	75600
其中：				
传统客车销量（辆）	44132	40712	41222	41772
传统客车占比（%）	62.17%	60.25%	57.25%	55.25%
新能源客车销量（辆）	26856	26856	30778	33828
新能源客车占比（%）	37.83%	39.75%	42.75%	44.75%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表35：各项业务营业收入与增速预测

	2016	2017E	2018E	2019E
营收总计（百万元）	35,850	32,195	33,799	35,756
YOY（%）	14.87%	-10.16%	4.98%	5.79%
客车产品收入（百万元）	33,941	30,247	31,777	33,671
YOY（%）	15.02%	-10.89%	5.06%	5.96%
客运服务收入（百万元）	96	99	102	105
YOY（%）	6.08%	2.78%	3.78%	3.13%
其他业务收入（百万元）	1,814	1,850	1,920	1,980
YOY（%）	12.59%	2.78%	3.78%	3.13%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表36：可比公司估值

股票代码	股票简称	收盘价	EPS（元）			PE（倍）		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
600686.SH	金龙汽车	11.83	0.62	0.77	0.91	19.08	15.36	13.00
002594.SZ	比亚迪	62.33	1.68	2.37	2.79	37.10	26.30	22.34
000957.SZ	中通客车	9.1	0.56	1.03	1.23	16.25	8.83	7.40
	平均					24.14	16.83	14.25

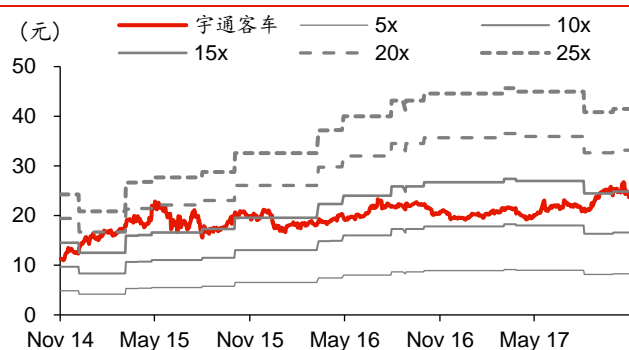
资料来源：Wind 一致预期（截至 2018 年 2 月 22 日），华泰证券研究所

随着新能源汽车补贴逐渐退坡，行业门槛提升，市场份额正向行业龙头企业集中。公司作为客车龙头，在大中型客车及新能源客车等盈利能力强的细分领域市占率稳居行业榜首。我们预计公司 2017-19 年将实现主营收入分别约为 322/338/358 亿元；归母净利分别约为 31.8/33.5/37.3 亿元；对应 EPS 分别为 1.44/1.51/1.68 元。在新能源“后补贴时代”，我们认为公司有望凭借市场、资源和技术等优势持续扩大市场占有率，参考行业可比公司 2018 年平均约 17X PE 估值，可给予公司 2018 年 17-18X PE 估值，目标价区间 25.67-27.18 元，首次覆盖，“增持”评级！

风险提示：新能源客车行业销量增速不及预期；国家新能源补贴政策具有不确定性；新能源补贴退坡拖累公司盈利能力；公司海外市场扩张不及预期。

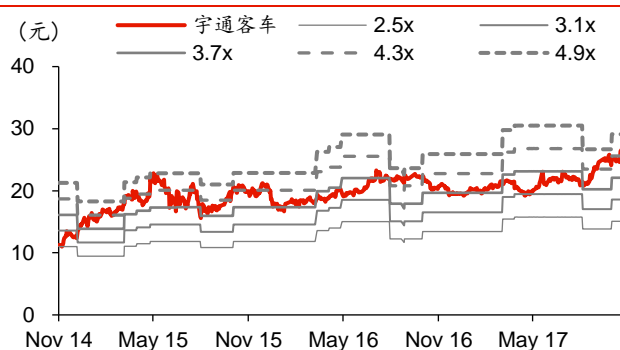
PE/PB - Bands

图表37: 宇通客车历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表38: 宇通客车历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	22,983	26,911	25,109	28,098	31,010
现金	6,699	5,616	7,480	9,217	11,097
应收账款	9,949	15,049	11,969	12,807	13,707
其他应收账款	260.01	512.82	352.77	392.00	422.83
预付账款	427.60	226.63	308.97	315.93	319.52
存货	1,547	1,923	1,681	1,803	1,902
其他流动资产	4,100	3,582	3,317	3,563	3,561
非流动资产	7,156	8,243	8,299	8,278	8,159
长期投资	0.00	321.64	214.43	250.17	238.25
固定投资	4,072	4,538	4,724	4,483	4,216
无形资产	1,464	1,458	1,634	1,789	1,918
其他非流动资产	1,621	1,926	1,727	1,755	1,787
资产总计	30,139	35,154	33,408	36,376	39,169
流动负债	16,317	19,921	17,532	18,679	19,567
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	7,868	10,371	8,922	9,565	10,123
其他流动负债	8,449	9,549	8,610	9,114	9,445
非流动负债	882.76	1,554	1,167	1,258	1,272
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	882.76	1,554	1,167	1,258	1,272
负债合计	17,200	21,475	18,698	19,936	20,840
少数股东权益	78.81	95.45	142.34	191.45	246.11
股本	2,214	2,214	2,214	2,214	2,214
资本公积	1,279	1,279	1,279	1,279	1,279
留存公积	9,367	10,090	11,057	12,716	14,526
归属母公司股	12,861	13,584	14,567	16,248	18,084
负债和股东权益	30,139	35,154	33,408	36,376	39,169

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	6,010	3,532	4,966	4,043	4,247
净利润	3,588	4,102	3,227	3,395	3,781
折旧摊销	738.22	714.07	756.27	862.22	947.82
财务费用	(142.40)	274.59	(196.45)	(250.45)	(304.71)
投资损失	(61.74)	12.67	(30.56)	(21.35)	(18.75)
营运资金变动	1,579	(1,693)	1,368	(59.44)	(228.47)
其他经营现金	308.53	121.45	(158.00)	117.50	70.29
投资活动现金	(3,762)	(1,008)	(1,090)	(869.29)	(754.21)
资本支出	1,302	444.78	1,100	550.00	641.67
长期投资	2,508	635.95	(460.44)	107.37	11.15
其他投资现金	48.21	72.47	(450.66)	(211.93)	(101.40)
筹资活动现金	(1,490)	(3,456)	(2,012)	(1,438)	(1,612)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	736.61	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(741.77)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,485)	(3,456)	(2,012)	(1,438)	(1,612)
现金净增加额	809.96	(1,087)	1,864	1,736	1,881

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	31,211	35,850	32,195	33,799	35,756
营业成本	23,306	25,876	24,289	25,607	26,921
营业税金及附加	151.76	161.37	156.88	160.45	169.77
营业费用	2,034	2,927	2,576	2,639	2,771
管理费用	1,813	1,826	1,642	1,724	1,824
财务费用	(142.40)	274.59	(196.45)	(250.45)	(304.71)
资产减值损失	240.74	437.97	358.65	365.44	375.27
公允价值变动收益	(41.04)	58.01	17.75	21.37	26.27
投资净收益	61.74	(12.67)	30.56	21.35	18.75
营业利润	3,828	4,393	3,418	3,597	4,045
营业外收入	331.94	423.46	350.37	371.66	373.20
营业外支出	55.88	34.50	39.18	40.40	39.01
利润总额	4,104	4,782	3,729	3,928	4,379
所得税	516.66	679.95	502.72	533.38	597.80
净利润	3,588	4,102	3,227	3,395	3,781
少数股东损益	52.47	58.59	46.89	49.11	54.67
归属母公司净利润	3,535	4,044	3,180	3,346	3,726
EBITDA	4,424	5,382	3,978	4,209	4,688
EPS (元, 基本)	1.60	1.83	1.44	1.51	1.68

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	21.31	14.87	(10.20)	4.98	5.79
营业利润	31.89	14.76	(22.20)	5.24	12.44
归属母公司净利润	35.31	14.38	(21.37)	5.23	11.37
获利能力 (%)					
毛利率	25.33	27.82	24.56	24.24	24.71
净利率	11.33	11.28	9.88	9.90	10.42
ROE	27.49	29.77	21.83	20.59	20.61
ROIC	75.53	68.52	52.99	56.43	62.77
偿债能力					
资产负债率 (%)	57.07	61.09	55.97	54.81	53.20
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	1.41	1.35	1.43	1.50	1.58
速动比率	1.31	1.25	1.33	1.40	1.48
营运能力					
总资产周转率	1.16	1.10	0.94	0.97	0.95
应收账款周转率	3.15	2.68	2.23	2.55	2.52
应付账款周转率	3.28	2.84	2.52	2.77	2.73
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.60	1.83	1.44	1.51	1.68
每股经营现金流(最新摊薄)	2.71	1.60	2.24	1.83	1.92
每股净资产(最新摊薄)	5.81	6.14	6.58	7.34	8.17
估值比率					
PE (倍)	15.03	13.14	16.71	15.88	14.26
PB (倍)	4.13	3.91	3.65	3.27	2.94
EV_EBITDA (倍)	10.37	8.53	11.54	10.90	9.79

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com