财通证券 CAITONG SECURITIES

汽车整车

证券研究报告

季报点评

公司研究

财通证券研究所

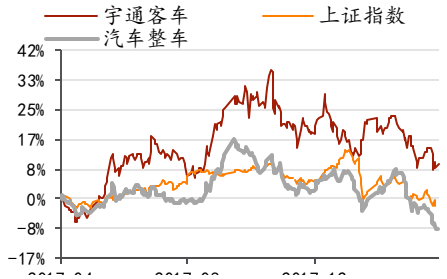
投资评级：增持(维持)

宇通客车(600066)

新能源放量促营收增长，补贴退坡致毛利率下滑

市场数据	2018-04-24
收盘价（元）	21.73
一年内最低/最高(元)	18.68/27.26
市盈率	21.5
市净率	3.08
基础数据	
净资产收益率(%)	22.15
资产负债率(%)	56.8
总股本(亿股)	22.14

最近 12 月股价走势



联系信息

彭勇 分析师

SAC 证书编号：S0160517110001

pengy@ctsec.com

李渤 联系人

libo@ctsec.com

吴鹏 联系人

wupeng@ctsec.com

相关报告

1 《600066-年报点评:补贴退坡影响业绩，正式期有望回暖》 2018-04-03

- **事件：**

公司发布 2018 年一季报：实现营收 46.6 亿，同比增长 20.4%；实现归母净利润 2.9 亿，同比下滑 6.8%。

- **新能源放量促营收增长，补贴退坡致毛利率下滑**

Q1 公司实现销量 1.0 万辆，同比增幅 3.2%，实现新能源客车销量 1893 辆，同比增幅 284.8%。一季度营收大幅增长系单车价格较高的新能源大巴销量大幅增长所致。一季度公司毛利率为 22.7%，同比下滑 1.3 个百分点，毛利率下滑系补贴继续退坡以及市场竞争激烈所致。

- **财务费用及税金增加拖累净利润**

Q1 财务费用 8512.0 万元，同比增长 306.2%。财务费用增加的原因在于新能源补贴延迟发放，导致公司按揭贴息增加，但 4 月 23 日公司收到 58.6 亿元的国补，有助于缓解公司后续资金压力。此外由于出口免抵税计提的附征税增加导致公司税金及附加大幅上涨 41.3%至 4199.9 万，也是导致净利润增速下滑的原因。

- **补贴新政利好行业龙头，市占率有望再提升**

2018 年补贴政策继续退坡，且提高了对整车能耗以及系统能量密度的要求，提高了行业门槛。有利于技术实力和资金实力较强的企业，客车行业的市场集中度有望提升，宇通作为行业龙头有望受益，市占率或再提升。补贴新政下，公司单车最高补贴有望从 21.0 万增至 21.8 万，毛利率有望改善；申请补贴所需的运营里程降至 2 万公里，有望缓解公司的资金压力。

- **盈利预测及投资建议**

预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 1.48 元、1.52 元、1.61 元，对应 PE 为 14.6 倍、14.2 倍、13.5 倍，维持“增持”评级。

风险提示:新能源客车市场竞争激烈，产业链上游降成本不及预期。

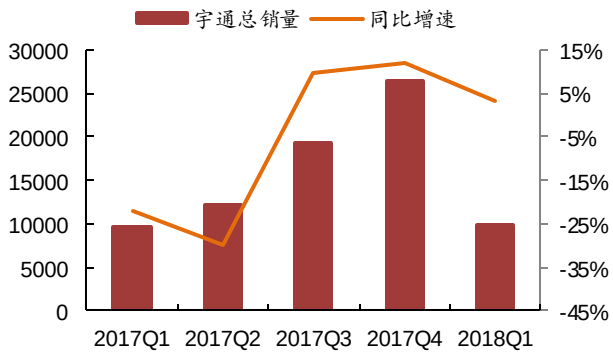
表 1:公司财务及预测数据摘要	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万）	35,850	33,222	32,890	33,876	35,570
增长率	14.9%	-7.3%	-1.0%	3.0%	5.0%
归属母公司股东净利润（百万）	4,044	3,129	3,283	3,369	3,565
增长率	14.4%	-22.6%	4.9%	2.6%	5.8%
每股收益（元）	1.83	1.41	1.48	1.52	1.61
市盈率(倍)	11.9	15.3	14.6	14.2	13.5

数据来源：贝格数据，财通证券研究所

1、 新能源放量促营收增长，补贴退坡致毛利率下滑

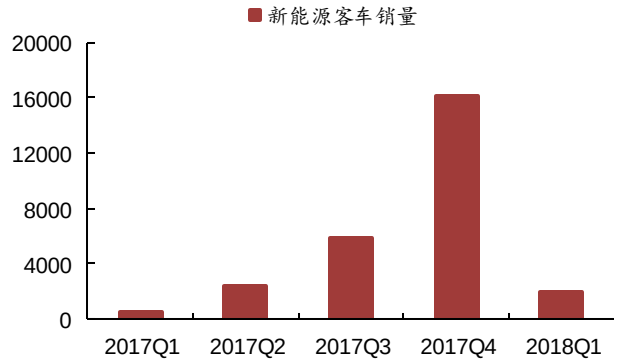
Q1 公司实现销量 1.0 万台，同比增长 3.2%，其中新能源大巴 1893 辆，同比增长 284.8%。单价较高新能源大巴占比提升促营收增长，一季度公司实现营收 46.6 亿元，同比增长 20.4%，实现归母净利润 2.9 亿元，同比下滑 6.8%。

图 1：Q1 销量整体同比微增



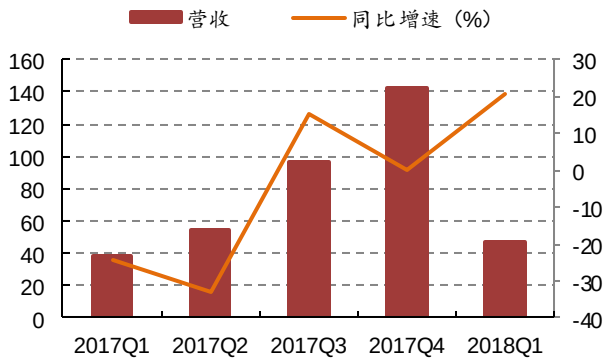
数据来源：中客网，财通证券研究所

图 2：Q1 新能源销量增幅显著



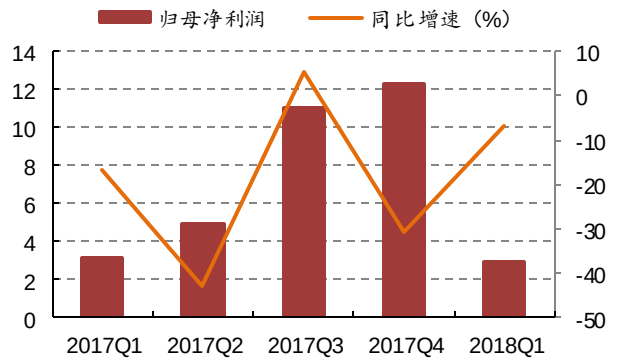
数据来源：中客网，财通证券研究所

图 3：Q1 营收同比增速显著



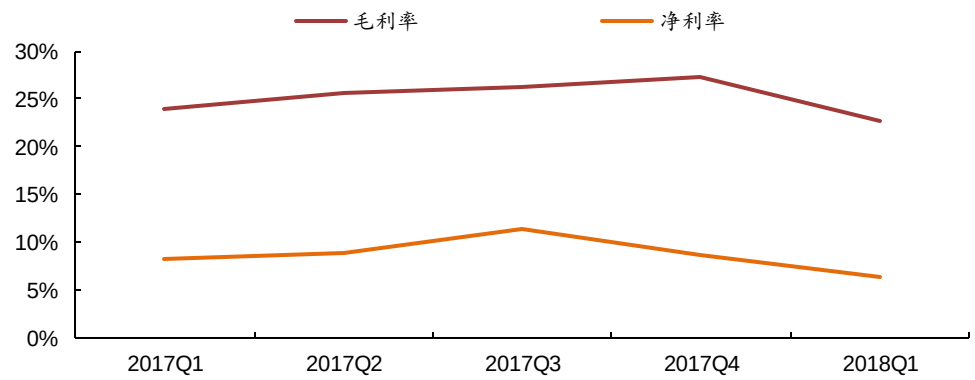
数据来源：万得，财通证券研究所

图 4：Q1 归母净利润下滑



数据来源：万得，财通证券研究所

图 5：补贴退坡叠加市场竞争导致 2017 年公司毛利率下滑



数据来源：万得，财通证券研究所

补贴退坡导致公司毛利率下滑。一季度公司毛利率为 22.7%，同比下滑 1.3 个百分点，毛利率下滑系补贴继续退坡以及补贴过渡期市场竞争激烈所致。预计 2018 年上半年业绩仍会受到拖累，下半年正式期有望好转。

表 2：2018 年新能源客车补贴标准（过渡期）

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）		
					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）			6.3	14	21
		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			4.2	8.4	14
		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			3.15	6.3	10.5
		40%－45%（含）	45%－60%（含）	60%以上			
		0.8	1	1.2			

数据来源：财政部官网，财通证券研究所

表 3：2018 年新能源客车补贴标准（正式期）

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）		
					6<L≤8m	8＜L≤10m	L>10m
非快充类纯电动客车	1200	系统能量密度（Wh/kg）			5.5	12	18
		115－135（含）		135 以上			
		1		1.1			
快充类纯电动客车	2100	快充倍率			4	8	13
		3C－5C（含）	5C－15C（含）	15C 以上			
		0.8	1	1.1			
插电式混合动力（含增程式）客车	1500	节油率水平			2.2	4.5	7.5
		60%－65%（含）	65%－70%（含）	70%以上			
		0.8	1	1.1			
单车补贴金额=Min{车辆带电量×单位电量补贴标准；单车补贴上限}×调整系数（包括：电池系统能量密度系数、单位载质量能量消耗量系数、快充倍率系数、节油率系数） 单位载质量能量消耗量（Ekg）不高于 0.21Wh/km•kg，0.15-0.21（含）Wh/km•kg 的车型按 1 倍补贴，0.15Wh/km•kg 及以下的车型按 1.1 倍补贴。							

数据来源：财政部官网，财通证券研究所

2、 财务费用及税金增加拖累净利润

公司营收和净利润出现较大剪刀差系财务费用增加所致，一季度财务费用 8512.0 万元，同比增长 306.2%。财务费用增加的原因在于新能源补贴延迟发放，导致公司按揭贴息增加，4 月 23 日公司收到 58.6 亿元的国补，有助于缓解公司资金压力。此外由于出口免抵税计提的附征税增加导致公司税金及附加大幅上涨 41.3%至 4199.9 万，也是导致营收和净利润出现剪刀差的原因。

3、 补贴新政长期利好行业龙头，看好正式期业绩回暖

2018 年 2 月 13 日，财政部等四部委发布《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，通知从 2018 年 2 月 12 日起实施，2018 年 2 月 12 日至 6 月 11 日为过渡期，补贴金额在 2017 年的基础上继续退坡 30%；6 月 12 日至年度为正式期，补贴基准金额较 2017 年退坡 40%，同时增加系统能量密度系数和单位载质量能量消耗量系数，对技术先进的企业给予额外补贴奖励，此外申请补贴的运营里程降至 2 万公里。

在正式期，公司新能源大巴可在 18 万的基础补贴上连乘 1.1 倍的系统能量密度系数和 1.1 倍的单位载质量能量消耗量系数，最终补贴金额或为 21.8 万元。高于过度期的 21 万元，毛利率有望改善；正式期申领补贴的运营里程降至 2 万公里，有望降低利息支出，我们看好补贴正式期公司业绩回暖。

公司财务报表及指标预测

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	**35,850**	**33,222**	**32,890**	**33,876**	**35,570**
减:营业成本	25,876	24,479	24,233	24,950	26,187
营业税费	161	186	184	190	199
销售费用	2,927	2,353	2,302	2,371	2,490
管理费用	1,826	2,051	1,973	2,033	2,134
财务费用	275	492	450	450	450
资产减值损失	438	560	100	100	100
加:公允价值变动收益	58	121	46	-	-
投资和汇兑收益	-13	86	90	100	100
营业利润	**4,393**	**3,602**	**3,783**	**3,883**	**4,110**
加:营业外净收支	389	34	35	35	35
利润总额	**4,782**	**3,636**	**3,818**	**3,918**	**4,145**
减:所得税	680	468	491	504	533
净利润	**4,044**	**3,129**	**3,283**	**3,369**	**3,565**

资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	5,616	2,488	5,214	6,437	11,219
交易性金融资产	358	159	200	200	200
应收帐款	15,562	18,141	18,403	17,355	18,215
应收票据	1,135	1,485	1,256	1,567	1,397
预付帐款	227	300	239	316	266
存货	1,923	3,074	1,638	3,214	1,878
其他流动资产	2,089	1,784	1,840	1,890	1,940
可供出售金融资产	1,009	1,330	1,300	1,300	1,300
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	322	664	739	821	916
投资性房地产	-	-	30	60	90
固定资产	4,538	3,983	3,349	2,685	1,990
在建工程	91	297	353	420	503
无形资产	1,458	1,427	1,534	1,638	1,737
其他非流动资产	826	1,033	924	842	747
资产总额	**35,154**	**36,165**	**37,019**	**38,745**	**42,398**
短期债务	-	770	-	-	-
应付帐款	11,662	9,532	11,335	10,011	12,393
应付票据	5,390	5,888	4,883	6,206	5,432
其他流动负债	2,869	2,462	2,693	2,640	2,855
长期借款	-	21	-	-	-
其他非流动负债	1,554	1,886	1,850	1,900	1,900
负债总额	**21,475**	**20,560**	**20,760**	**20,757**	**22,581**
少数股东权益	**95**	**106**	**149**	**194**	**241**
股本	2,214	2,214	2,214	2,214	2,214
留存收益	11,368	12,284	13,895	15,580	17,362
股东权益	**13,679**	**15,606**	**16,258**	**17,987**	**19,817**

现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	4,102	3,168	3,283	3,369	3,565
加:折旧和摊销	714	711	776	811	846
资产减值准备	438	560	100	100	100
公允价值变动损失	-58	-121	46	-	-
财务费用	243	341	450	450	450
投资收益	13	-86	-90	-100	-100
少数股东损益	59	39	43	44	47
营运资金的变动	-1,189	-6,089	2,433	-970	2,470
经营活动产生现金流量	**3,532**	**-1,749**	**7,041**	**3,705**	**7,377**
投资活动产生现金流量	**-1,008**	**-819**	**-399**	**-347**	**-363**
融资活动产生现金流量	**-3,456**	**-1,073**	**-3,916**	**-2,135**	**-2,232**

财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长性					
营业收入增长率	14.9%	-7.3%	-1.0%	3.0%	5.0%
营业利润增长率	14.8%	-18.0%	5.0%	2.6%	5.9%
净利润增长率	14.4%	-22.6%	4.9%	2.6%	5.8%
EBITDA 增长率	21.7%	-16.2%	11.3%	2.7%	5.1%
EBIT 增长率	26.6%	-18.6%	11.4%	2.4%	5.2%
NOPLAT 增长率	24.3%	-10.9%	3.4%	2.4%	5.2%
投资资本增长率	51.1%	95.1%	-25.3%	5.6%	-33.2%
净资产增长率	5.7%	14.1%	4.2%	10.6%	10.2%
利润率					
毛利率	27.8%	26.3%	26.3%	26.4%	26.4%
营业利润率	12.3%	10.8%	11.5%	11.5%	11.6%
净利润率	11.3%	9.4%	10.0%	9.9%	10.0%
EBITDA/营业收入	15.0%	13.5%	15.2%	15.2%	15.2%
EBIT/营业收入	13.0%	11.4%	12.9%	12.8%	12.8%
运营效率					
固定资产周转天数	43	46	40	32	24
流动营业资本周转天数	-2	43	62	53	43
流动资产周转天数	251	294	308	318	334
应收帐款周转天数	129	183	200	190	180
存货周转天数	17	27	26	26	26
总资产周转天数	328	386	401	403	411
投资资本周转天数	49	93	109	93	76
投资回报率					
ROE	29.8%	20.2%	20.4%	18.9%	18.2%
ROA	11.7%	8.8%	9.0%	8.8%	8.5%
ROIC	103.8%	61.2%	32.4%	44.4%	44.3%
费用率					
销售费用率	8.2%	7.1%	7.0%	7.0%	7.0%
管理费用率	5.1%	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%
财务费用率	0.8%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%
三费/营业收入	14.0%	14.7%	14.4%	14.3%	14.3%
偿债能力					
资产负债率	61.1%	56.8%	56.1%	53.6%	53.3%
负债权益比	157.0%	131.7%	127.7%	115.4%	113.9%
流动比率	1.35	1.47	1.52	1.64	1.70
速动比率	1.25	1.31	1.44	1.47	1.61
利息保障倍数	17.00	7.72	9.41	9.63	10.13
分红指标					
DPS(元)	1.00	-	0.74	0.76	0.81
分红比率	54.7%	0.0%	50.0%	50.0%	50.0%
股息收益率	4.6%	0.0%	3.4%	3.5%	3.7%

业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	1.83	1.41	1.48	1.52	1.61
BVPS(元)	6.14	7.00	7.28	8.04	8.84
PE(X)	11.9	15.3	14.6	14.2	13.5
PB(X)	3.5	3.1	3.0	2.7	2.5
P/FCF	23.2	-30.0	8.9	16.6	7.3
P/S	1.3	1.4	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	7.5	9.7	8.1	7.6	6.4
CAGR(%)	-5.9%	4.5%	-2.5%	-5.9%	4.5%
PEG	-2.0	3.4	-5.9	-2.4	3.0
ROIC/WACC	9.9	5.8	3.1	4.2	4.2
REP	0.7	0.7	1.5	1.0	1.4

资料来源：贝格数据，财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而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应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。