

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

汽车零部件 II

宇通客车(600066)

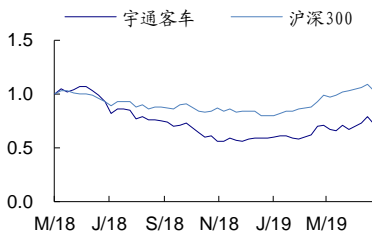
买入

2019 年一季报点评

(维持评级)

2019 年 04 月 28 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股)   | 2,214/2,214   |
| 总市值/流通(百万元)   | 31,925/31,925 |
| 上证综指/深圳成指     | 3,086/9,781   |
| 12 个月最高/最低(元) | 22.02/10.45   |

相关研究报告:

- 《宇通客车-600066-重大事件快评: 应需而变, 待时而飞》——2019-04-22
- 《宇通客车-600066-2018 年年报点评: 业绩符合预期, 低调蓄力储备新增长》——2019-04-03
- 《宇通客车-600066-2018 年中报点评: 中报业绩不达预期, 静候下半年盈利改善》——2018-08-29
- 《宇通客车-600066-重大事件快评: 6 月销量回落, 行业短期承压》——2018-07-04
- 《宇通客车-600066-重大事件快评: 5 月抢装行情, 新能源销量超预期》——2018-06-05

证券分析师: 梁超

电话: 0755-22940097  
E-MAIL: liangchao@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515080001  
联系人: 唐旭霞  
E-MAIL: tangxx@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩符合预期, 毛利率改善

● 一季度利润+5.4%, 业绩符合预期

宇通客车 2019Q1 实现营收 48 亿, +3.85%; 归母净利 3.1 亿, +5.4%; 扣非归母净利 2.47 亿, -9.4%, 一季度非经常性损益中最大的科目是政府补助 5700 万。扣非增速低于营收增速的主要原因在于一季度研发费用较高(Q1 研发费用 4.17 亿, 同比去年增加 1.54 亿, +59%), 整体来看, 一季度宇通业绩符合预期, 一季度研发费用是全年高点, 全年预期研发费用绝对值较去年同期微降, 全年预期利润好于去年。

● 毛利率改善, 研发投入强度进一步提升

2019 年一季度宇通客车四费占比 20.58%, 同比增加 3.34pct, 其中销售费率 6.79%, 同比增加 0.27pct, 管理费率 3.39%, 同比增加 0.14pct, 财务费率 1.78%, 同比下降 0.05pct; 研发费率 8.62%, 同比增加 2.98pct。一季度毛利率 24.28%, 同比提升 1.59pct, 毛利率提升的主要原因是 1) 正常的降本(去年下半年谈的降本); 2) 产品结构改善, 新能源占比提升(Q1 新能源销量比例提升约 10 个百分点)。宇通 Q1 单车均价 45.74 万元, 同比减少 1.06 万(单价-2%); 一季度单车利润 2.94 万元, 同比减少 2000 元(单车利润-1%)。

● 一季度宇通新能源客车和海外销量高增长

销量方面: 2019 年一季度拆分产品结构来看, 大客占比 38.9%, 中客占比 44.04%, 轻客 17.05%; 拆分国内和海外来看, 国内客车销售 9217 辆, +5.3%; 海外客车销售 1362 辆, 同比去年增加 155 台, +12.84%; 拆分传统新能源来看, 新能源客车销售 2984 辆, 同比增加约 1000 辆, +56.81%。总结而言, 一季度宇通中型客车销量占比提升, 海外新能源销量稳健增长, 新能源客车销量大幅增长(主要是补贴政策影响下去年同期基数较低)。

● 风险提示: 补贴退坡幅度超预期, 上游成本下降低于预期。

● 投资建议: 静候黎明, 维持买入评级。

目前宇通已确立“三横五纵”研发布局, 开发插电式、纯电动、燃料电池三大动力系统, 未来看好中高端产品升级、海外出口、房车和燃料电池客车。我们预计 19/20/21 年 EPS 分别 1.05/1.23/1.44 元, 对应 PE 分别 13.7/11.7/10.0x, 维持一年期目标估值区间 18.9-21.77 元, 当前股价 14.42 元, 维持买入评级。

盈利预测和财务指标

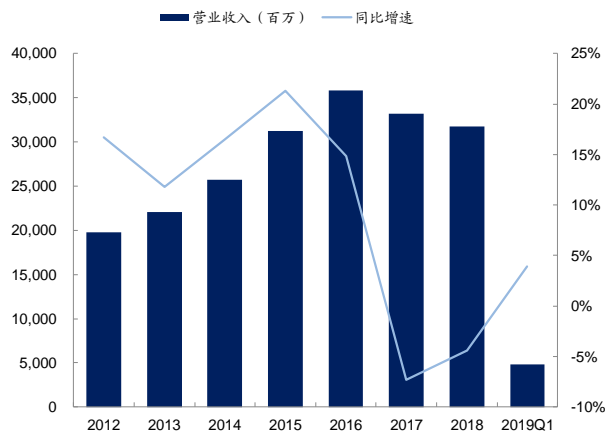
|             | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 33,222 | 31,746 | 32,942 | 35,626 | 37,059 |
| (+/-%)      | -7.3%  | -4.4%  | 3.8%   | 8.1%   | 4.0%   |
| 净利润(百万元)    | 3129   | 2301   | 2324   | 2717   | 3190   |
| (+/-%)      | -22.6% | -26.5% | 1.0%   | 16.9%  | 17.4%  |
| 摊薄每股收益(元)   | 1.41   | 1.04   | 1.05   | 1.23   | 1.44   |
| EBIT Margin | 12.5%  | 14.4%  | 8.8%   | 8.8%   | 9.4%   |
| 净资产收益率(ROE) | 20.2%  | 13.8%  | 13.1%  | 14.2%  | 15.4%  |
| 市盈率(PE)     | 9.9    | 13.4   | 13.7   | 11.7   | 10.0   |
| EV/EBITDA   | 10.6   | 9.8    | 17.7   | 16.1   | 14.3   |
| 市净率(PB)     | 1.99   | 1.85   | 1.79   | 1.67   | 1.54   |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

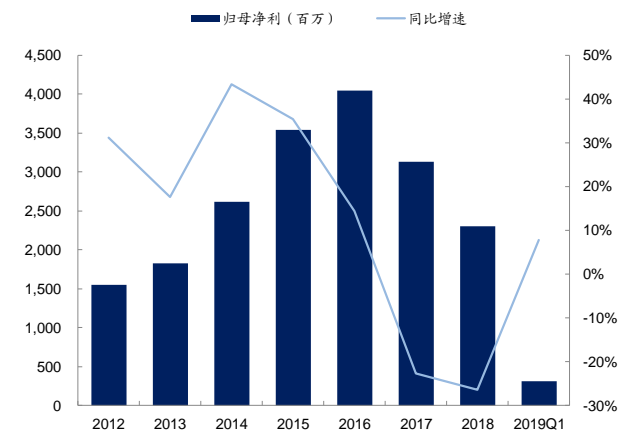
一季度利润+5.4%，业绩符合预期。宇通客车 2019Q1 实现营收 48 亿，+3.85%；归母净利 3.1 亿，+5.4%；扣非归母净利 2.47 亿，-9.4%，一季度非经常性损益中最大的科目是政府补助 5700 万。扣非增速低于营收增速的主要原因在于一季度研发费用较高(Q1 研发费用 4.17 亿，同比去年增加 1.54 亿，+59%)，整体来看，一季度宇通业绩符合预期，一季度研发费用是全年高点，全年预期研发费用绝对值较去年同期微降，全年预期利润好于去年。

图 1：宇通客车营业收入及增速



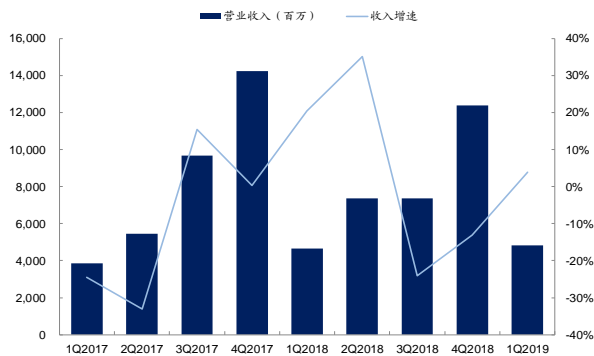
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：宇通客车归母净利及增速



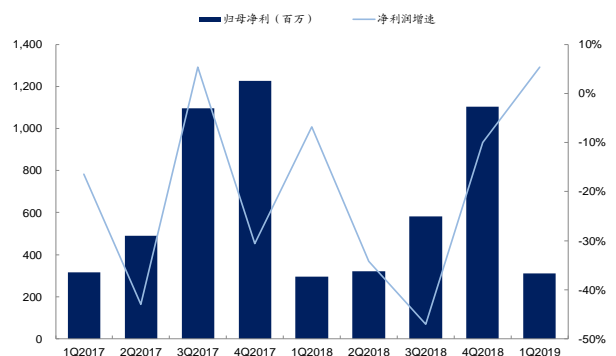
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：宇通客车分季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

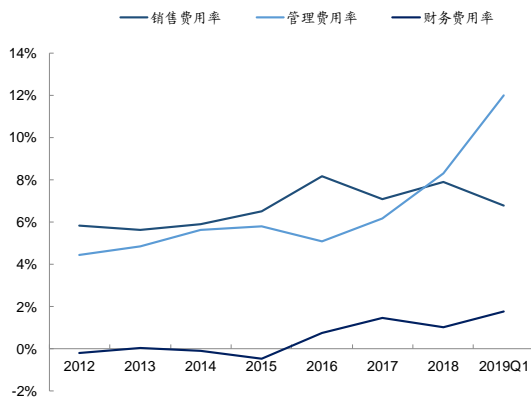
图 4：宇通客车分季度归母净利及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

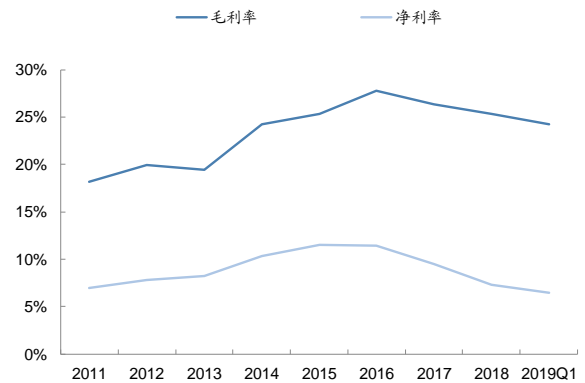
毛利率改善，研发投入强度进一步提升。2019 年一季度宇通客车四费占比 20.58%，同比增加 3.34pct，其中销售费率 6.79%，同比增加 0.27pct，管理费率 3.39%，同比增加 0.14pct，财务费率 1.78%，同比下降 0.05pct；研发费率 8.62%，同比增加 2.98pct。一季度毛利率 24.28%，同比提升 1.59pct，毛利率提升的主要原因是 1) 正常的降本(去年下半年谈的降本)；2) 产品结构改善，新能源占比提升(Q1 新能源销量比例提升约 10 个百分点)。宇通 Q1 单车均价 45.74 万元，同比减少 1.06 万(单价-2%)；一季度单车利润 2.94 万元，同比减少 2000 元(单车利润-1%)。

图 5: 宇通客车三费率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 (注: 此处管理费用口径中含研发费率)

图 6: 宇通客车毛利率、净利率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**一季度宇通新能源客车和海外销量高增长。**销量方面: 2019 年一季度拆分产品结构来看, 大客占比 38.9%, 中客占比 44.04%, 轻客 17.05%; 拆分国内和海外来看, 国内客车销售 9217 辆, +5.3%; 海外客车销售 1362 辆, 同比去年增加 155 台, +12.84%; 拆分传统新能源来看, 新能源客车销售 2984 辆, 同比增加约 1000 辆, +56.81%。总结而言, 一季度宇通中型客车销量占比提升, 海外新能源销量稳健增长, 新能源客车销量大幅增长 (主要是补贴政策影响下去年同期基数较低)。

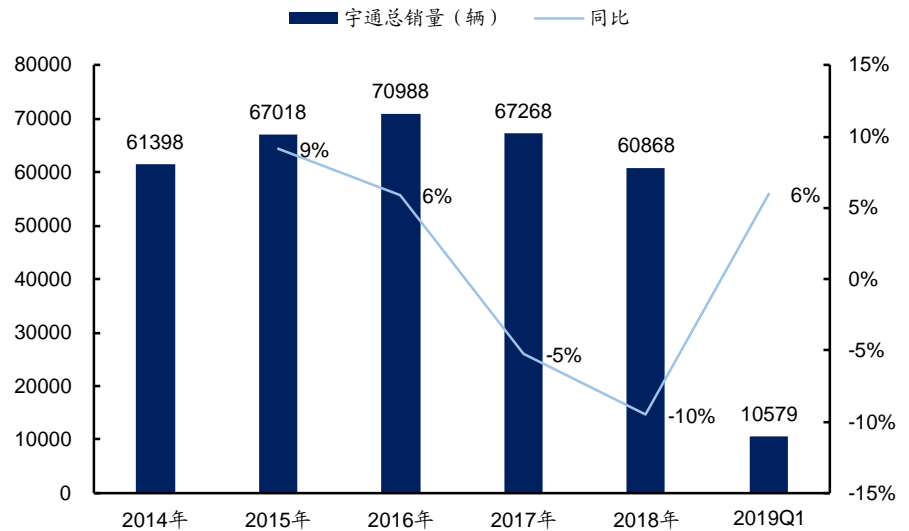
表 1: 宇通客车 2019 年一季度产品结构

|      | 2019Q1   | 2018Q1  | 2019Q1 同比 | 2019Q1 占比 | 2018Q1 占比 |
|------|----------|---------|-----------|-----------|-----------|
| 总销量  | 10,579 辆 | 9,956 辆 | 6%        | 100%      | 100%      |
| 大型客车 | 4,116 辆  | 4,127 辆 | 0%        | 39%       | 41%       |
| 中型客车 | 4,659 辆  | 4,049 辆 | 15%       | 44%       | 41%       |
| 小型客车 | 1,804 辆  | 1,780 辆 | 1%        | 17%       | 18%       |

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2019 年 Q1 宇通客车销售 1.06 万辆, 同比增长 6%。2018 年宇通客车实现客车销量 6.1 万辆 (-9.5%), 略好于行业平均水平 (行业 7 米以上销量-10%)。其中新能源客车销量 2.5 万辆, 纯电动客车销量 2.27 万辆, T7 销售超 1200 辆, 智能网联公交销售 150 辆, 房车销售 1100 辆, 海外新能源销售 246 辆。2019 年销量目标来看, 宇通客车目标总销量 6.3 万辆, 其中新能源总销量 2.55-2.6 万辆, 海外 2019 年目标增长 10-20%, 其中海外新能源 600 台以上, 国内高端 T7 目标销量 1600 台, 房车目标销量 1800 台。

图 7: 宇通客车 2014-2019 年客车销量及同比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示: 补贴退坡幅度超预期, 上游成本下降低于预期。

**投资建议: 静候黎明, 维持买入评级。**目前宇通已经确立了“三横五纵”的研发布局, 开发插电式、纯电动、燃料电池三大动力系统, 短期受国家新能源补贴标准进一步下调的影响, 公司新能源客车盈利持续承压, 但仍好于行业整体水平。随着补贴政策的进一步完善, 产品经过时间的检验, 技术实力强、产品优质、综合性价比高的企业将在未来新能源客车市场中居于主导地位。同时公司大力投入研发, 紧跟低碳化、智能化、网联化、电动化、轻量化的技术发展趋势, 围绕安全、节能、舒适、环保等方面进行了深入研究, 在高效高集成电驱动系统技术、智能整车安全控制技术、高能量密度车载能源技术、小宇睿联人机交互技术、客车自适应电控悬架系统开发、辅助驱动和能量回收双功能动力系统、车道保持控制技术、整车气味分解技术和材料技术等方面取得突破。自动紧急制动系统 I 代、节油驾驶系统蓝芯二代、OTA 升级系统、大数据电器部件故障预测等技术在主销车型上大批量应用, 为产品竞争力提升提供了较好支撑。未来看好公司中高端产品升级、海外出口、房车和燃料电池客车。我们预计 19/20/21 年 EPS 分别 1.05/1.23/1.44 元, 对应 PE 分别 13.7/11.7/10.0x, 维持一年期目标估值区间 18.9-21.77 元, 当前股价 14.42 元, 维持买入评级。

表 2: 可比公司估值表

| 公司代码   | 公司名称 | 投资评级 | 昨收盘 (元) | 总市值 (亿元) | EPS   |       |       | PE    |       |       | PB  |
|--------|------|------|---------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|
|        |      |      |         |          | 2018E | 2019E | 2020E | 2018E | 2019E | 2020E |     |
| 600104 | 上汽集团 | 买入   | 26.58   | 3105     | 3.18  | 3.45  | 3.72  | 8.36  | 7.70  | 7.15  | 1.4 |
| 002594 | 比亚迪  | 增持   | 55.36   | 1510     | 1.02  | 1.32  | 1.72  | 54.27 | 41.94 | 32.19 | 2.7 |
| 600660 | 福耀玻璃 | 增持   | 25.34   | 636      | 1.64  | 1.65  | 1.82  | 15.45 | 15.36 | 13.92 | 3.0 |
| 000338 | 潍柴动力 | 增持   | 12.11   | 961      | 1.08  | 1.12  | 1.25  | 11.21 | 10.81 | 9.69  | 2.3 |
|        | 平均   |      |         |          | 1.73  | 1.89  | 2.13  | 22.32 | 18.95 | 15.74 | 2.4 |
| 600066 | 宇通客车 | 买入   | 14.42   | 319      | 1.04  | 1.05  | 1.23  | 13.87 | 13.73 | 11.72 | 2.1 |

资料来源: 国信证券经济研究所预测

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      |              |              |              |              | 利润表 (百万元)        |               |               |               |               |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2018         | 2019E        | 2020E        | 2021E        |                  | 2018          | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
| 现金及现金等价物         | 2912         | 7000         | 6000         | 6000         | 营业收入             | 31746         | 32942         | 35626         | 37059         |
| 应收款项             | 19843        | 13538        | 14641        | 15230        | 营业成本             | 23706         | 24530         | 26528         | 27410         |
| 存货净额             | 3833         | 1996         | 2159         | 2229         | 营业税金及附加          | 195           | 165           | 178           | 185           |
| 其他流动资产           | 1358         | 1318         | 1425         | 1482         | 销售费用             | 2512          | 2668          | 2886          | 2965          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>27968</b> | <b>23873</b> | <b>24246</b> | <b>24963</b> | 管理费用             | 772           | 2683          | 2897          | 3012          |
| 固定资产             | 4494         | 4390         | 4357         | 4389         | 财务费用             | 325           | 422           | 313           | 223           |
| 无形资产及其他          | 1181         | 1134         | 1087         | 1040         | 投资收益             | 111           | 129           | 138           | 147           |
| 投资性房地产           | 2482         | 2482         | 2482         | 2482         | 资产减值及公允价值变动      | (351)         | (300)         | (200)         | (100)         |
| 长期股权投资           | 674          | 654          | 634          | 614          | 其他收入             | (1529)        | 0             | 0             | 0             |
| <b>资产总计</b>      | <b>36799</b> | <b>32533</b> | <b>32805</b> | <b>33487</b> | 营业利润             | 2468          | 2304          | 2762          | 3312          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 24           | 5728         | 2994         | 1227         | 营业外净收支           | 79            | 400           | 400           | 400           |
| 应付款项             | 13938        | 10643        | 11512        | 11889        | <b>利润总额</b>      | <b>2547</b>   | <b>2704</b>   | <b>3162</b>   | <b>3712</b>   |
| 其他流动负债           | 3814         | 4437         | 4800         | 4958         | 所得税费用            | 218           | 352           | 411           | 483           |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>17775</b> | <b>20809</b> | <b>19306</b> | <b>18073</b> | 少数股东损益           | 27            | 29            | 33            | 39            |
| 长期借款及应付债券        | 19           | 4019         | 4019         | 4019         | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>2301</b>   | <b>2324</b>   | <b>2717</b>   | <b>3190</b>   |
| 其他长期负债           | 2249         | 2749         | 3149         | 3449         |                  |               |               |               |               |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>2268</b>  | <b>6768</b>  | <b>7168</b>  | <b>7468</b>  | 现金流量表 (百万元)      |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>      | <b>20043</b> | <b>27577</b> | <b>26474</b> | <b>25541</b> | 净利润              | 2301          | 2324          | 2717          | 3190          |
| 少数股东权益           | 115          | 130          | 146          | 166          | 资产减值准备           | (360)         | (15)          | (10)          | (5)           |
| 股东权益             | 16641        | 17803        | 19162        | 20757        | 折旧摊销             | 657           | 462           | 491           | 521           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>36799</b> | <b>45509</b> | <b>45782</b> | <b>46463</b> | 公允价值变动损失         | 351           | 300           | 200           | 100           |
|                  |              |              |              |              | 财务费用             | 325           | 422           | 313           | 223           |
| 关键财务与估值指标        |              |              |              |              | 营运资本变动           | (516)         | 6001          | 248           | 112           |
| 每股收益             | 1.04         | 1.05         | 1.23         | 1.44         | 其它               | 372           | 29            | 27            | 25            |
| 每股红利             | 0.60         | 0.52         | 0.61         | 0.72         | <b>经营活动现金流</b>   | <b>2805</b>   | <b>9102</b>   | <b>3673</b>   | <b>3943</b>   |
| 每股净资产            | 7.52         | 8.04         | 8.65         | 9.38         | 资本开支             | (116)         | (600)         | (600)         | (600)         |
| ROIC             | 27%          | 17%          | 21%          | 24%          | 其它投资现金流          | 175           | 0             | 0             | 0             |
| ROE              | 14%          | 13%          | 14%          | 15%          | <b>投资活动现金流</b>   | <b>50</b>     | <b>(580)</b>  | <b>(580)</b>  | <b>(580)</b>  |
| 毛利率              | 25%          | 26%          | 26%          | 26%          | 权益性融资            | 0             | 0             | 0             | 0             |
| EBIT Margin      | 14%          | 9%           | 9%           | 9%           | 负债净变化            | (2)           | 0             | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 16%          | 10%          | 10%          | 11%          | 支付股利、利息          | (1321)        | (1162)        | (1359)        | (1595)        |
| 收入增长             | -4%          | 4%           | 8%           | 4%           | 其它融资现金流          | 215           | (6272)        | (2734)        | (1768)        |
| 净利润增长率           | -26%         | 1%           | 17%          | 17%          | <b>融资活动现金流</b>   | <b>(2431)</b> | <b>(4434)</b> | <b>(4093)</b> | <b>(3363)</b> |
| 资产负债率            | 55%          | 61%          | 58%          | 55%          | <b>现金净变动</b>     | <b>424</b>    | <b>4088</b>   | <b>(1000)</b> | <b>0</b>      |
| 息率               | 4.1%         | 3.6%         | 4.3%         | 5.0%         | 货币资金的期初余额        | 2488          | 2912          | 7000          | 6000          |
| P/E              | 13.9         | 13.7         | 11.7         | 10.0         | 货币资金的期末余额        | 2912          | 7000          | 6000          | 6000          |
| P/B              | 1.9          | 1.8          | 1.7          | 1.5          | 企业自由现金流          | 4195          | 8384          | 2868          | 3067          |
| EV/EBITDA        | 10.0         | 17.7         | 16.1         | 14.3         | 权益自由现金流          | 4408          | 1745          | (139)         | 1105          |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 定义                                  |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032