

汽车

宇通客车 (600066.SH)

维持评级

报告原因：调研简报

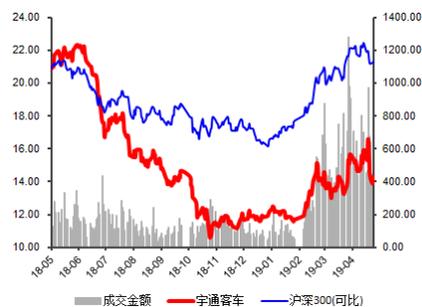
持续高研发投入，龙头地位稳固

增持

2019年5月6日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



公司亮点

➤ **龙头地位稳固，客车品系丰富。**从销量情况来看：根据公司 2018 年年报数据，2018 年大、中型客车累计销量分别为 8.45 万辆、6.69 万辆，同比分别下降 11.2% 和 7.60%，同期公司大、中型客车销量分别为 2.57 万辆、2.65 万辆，同比分别下降 6.33%、17.07%，公司市场份额分别为 30.37%、39.64%；根据中汽协及公司公告数据，2019 年 1-3 月，大、中型客车累计销量分别为 1.44 万辆、1.06 万辆，同比分别增长 13.37%、6.58%，公司同期累计销量分别为 4116 辆、4659 辆，同比分别增长-0.27%、15.07%，公司份额分别为 28.68%、43.80%。**从产品品系来看：**公司作为国内客车行业龙头，拥有 133 个产品系列的完整产品链，从用途层面来看，覆盖包括公路客运、旅游客运、公交客运、团体通勤、校车、景区车、机场摆渡车、客车专用车在内的多个细分市场；从能源形式来看，公司拥有制造传统能源客车、纯电动客车、混合动力客车、天然气客车和氢燃料电池客车的制造能力。

➤ **积极拓展海外市场，有望为公司提供业绩增量。**截至 2018 年底，公司在海外拥有 227 家授权服务站或服务公司，350 余个授权服务网点，累计出口量超过 64,000 辆，海外销售和服务网络已实现全球网络布局。受高铁及家用车普及程度提升影响，客车使用需求被挤压，国内客车整体需求下降，在此情况下，公司积极布局海外市场，有望为公司提供新的增量。

➤ **持续研发高投入，提升公司核心竞争力。**2016、2017、2018、2019Q1，公司研发费用率分别为 4.07%、4.51%、5.87%、8.62%，研发费用率持续提升，同期公司研发支出均位于客车（中信三级）行业 7 家上市公司首位。此外，截至 2018 年底公司拥有研发人员 3863 人，占公司总人数的 19.78%，并配备了优秀的项目管理和评估团队。高位投入+优质管理，为公司提供了

市场数据：2019年5月6日

收盘价(元):	13.19
年内最高/最低(元):	16.67/11.42
流通 A 股/总股本(亿):	22.14/22.14
流通 A 股市值(亿):	292.02
总市值(亿):	292.02

基础数据：2019年3月31日

基本每股收益	0.14
每股净资产(元):	7.22
净资产收益率:	1.85%

分析师：平海庆

执业证书编号：S0760511010003

电话：010-83496341

邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

研究助理：

张 湃：0351-8686775

李召麒：010-83496307

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn



优质的研发能力，同时，公司致力于研发高端产品开发和包括新能源、智能驾驶、网联化等在内的前瞻性领域，有望进一步优化公司产品结构、提升公司产品的市场竞争力。

投资建议：公司作为客车行业龙头，大中型客车市占率遥遥领先，产品品系丰富，整体安全边际较高，叠加公司持续研发投入，积极布局高端产品和海外市场，有望助力公司调整产品结构、提升盈利能力，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.13/1.25/1.29，对应公司 2019 年 5 月 6 日收盘价 13.19 元，公司 2019-2021 年 PE 分别为 11.71/10.59/10.19，维持公司“增持”评级。

存在风险：高端产品推进不及预期；海外业务推进不及预期；行业政策大幅调整。

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	27,967.9	28,909.4	30,332.3	32,159.7
现金	2,912.0	5,553.7	3,931.8	4,071.1
应收账款	18,624.0	17,110.3	18,832.4	19,538.7
其他应收款	1,350.8	868.3	1,043.6	1,172.2
预付账款	669.5	759.8	952.9	1,192.3
存货	3,832.6	3,080.0	3,599.0	3,801.8
其他流动资产	579.0	1,537.3	1,972.6	2,383.6
非流动资产	8,831.1	8,106.0	8,002.6	7,728.7
长期投资	673.6	553.2	630.4	619.1
固定资产	3,808.7	3,567.5	3,326.2	3,085.0
无形资产	1,181.3	1,102.6	1,029.1	960.5
其他非流动资产	3,167.5	2,882.7	3,016.9	3,064.1
资产总计	36,799.0	37,015.4	38,334.9	39,888.4
流动负债	17,775.3	18,426.4	18,780.9	19,305.3
短期借款	5.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	9,035.7	9,322.7	9,463.3	10,040.7
其他流动负债	8,734.6	9,103.6	9,317.6	9,264.6
非流动负债	2,267.6	2,195.0	1,988.1	1,796.1
长期借款	19.0	19.0	19.0	19.0
其他非流动负	2,248.6	2,176.0	1,969.1	1,777.2
负债合计	20,042.9	20,621.4	20,769.0	21,101.5
少数股东权益	115.3	147.3	181.1	216.3
股本	2,213.9	2,213.9	2,213.9	2,213.9
资本公积	1,278.8	1,065.5	1,154.6	1,166.3
留存收益	12,144.4	12,967.3	14,016.2	15,190.4
归属母公司股东权	16,640.9	16,246.8	17,384.8	18,570.7
负债和股东权益	36,799.0	37,015.4	38,334.9	39,888.4

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,577.8	5,428.7	-123.8	1,641.1
净利润	2,328.4	2,493.0	2,756.4	2,864.8
折旧摊销	666.0	320.0	314.7	309.8
财务费用	140.0	-62.2	-70.0	-58.9
投资损失	-111.4	-61.7	-86.5	-86.5
营运资金变动	788.7	2,464.5	-2,995.4	-1,400.6
其他经营现金	-1,233.9	275.2	-43.1	12.5
投资活动现金流	-152.8	210.9	-15.4	104.7
资本支出	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	-9.1	120.3	-77.2	11.4
其他投资现金	-143.7	90.5	61.8	93.4
筹资活动现金流	-1,554.0	-1,831.1	-1,543.8	-1,621.4
短期借款	-765.1	-5.0	0.0	0.0
长期借款	-2.3	0.0	0.0	0.0
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	0.0	-213.3	89.1	11.7
其他筹资现金	-786.5	-1,612.8	-1,632.9	-1,633.1
现金净增加额	871.1	3,808.5	-1,683.0	124.4

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	31745.8	32761.7	34137.7	35298.4
营业成本	23706.1	25062.7	26115.3	27003.3
营业税金及附加	195.0	229.3	239.0	247.1
销售费用	2511.8	2915.8	2731.0	2823.9
管理费用	771.8	1965.7	2048.3	2117.9
财务费用	324.7	-62.2	-70.0	-58.9
资产减值损失	200.1	76.0	-15.9	-7.7
公允价值变动收益	-151.1	167.2	-61.1	-15.0
投资净收益	111.4	61.7	86.5	86.5
营业利润	2468.0	2803.3	3115.4	3244.4
营业外收入	98.6	191.1	191.1	191.1
营业外支出	20.1	23.8	23.8	23.8
利润总额	2546.5	2970.6	3282.7	3411.7
所得税	218.2	445.6	492.4	511.7
净利润	2328.4	2525.0	2790.3	2899.9
少数股东损益	26.9	32.0	33.9	35.2
归属母公司净利润	2301.5	2493.0	2756.4	2864.8
EBITDA	4978.4	3061.1	3360.1	3495.3
EPS (元)	1.0	1.1	1.2	1.3

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	-4.44%	3.20%	4.20%	3.40%
营业利润	-31.47%	13.59%	11.13%	4.14%
归属于母公司净利润	-26.45%	8.32%	10.57%	3.93%
获利能力				
毛利率(%)	25.33%	23.50%	23.50%	23.50%
净利率(%)	7.25%	7.61%	8.07%	8.12%
ROE(%)	13.90%	15.40%	15.88%	15.44%
ROIC(%)	21.65%	20.05%	29.26%	23.57%
偿债能力				
资产负债率(%)	54.47%	55.71%	54.18%	52.90%
净负债比率(%)	100.46%	88.12%	94.83%	88.68%
流动比率	1.57	1.57	1.62	1.67
速动比率	1.36	1.40	1.42	1.47
营运能力				
总资产周转率	0.87	0.89	0.91	0.90
应收账款周转率	1.83	1.96	2.01	1.95
应付账款周转率	3.69	3.57	3.63	3.62
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.04	1.13	1.25	1.29
每股经营现金流(最新摊薄)	1.16	2.45	(0.06)	0.74
每股净资产(最新摊薄)	7.52	7.34	7.85	8.39
估值比率				
P/E	12.7	11.7	10.6	10.2
P/B	1.8	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	4.40	7.28	7.12	6.80

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。