

信义山证汇通天下

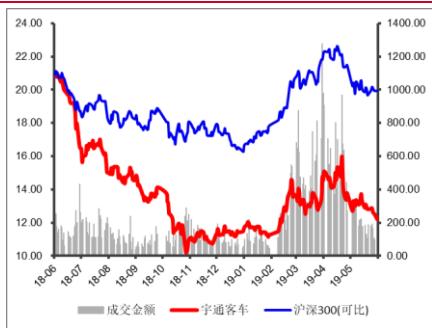
证券研究报告

汽车

报告原因：产销快报点评

2019年6月4日

公司近一年市场表现



市场数据：2019年6月3日

收盘价(元):	12.21
年内最高/最低(元):	16.06/11.42
流通A股/总股本(亿):	22.14/22.14
流通A股市值(亿):	270.32
总市值(亿):	270.32

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 澈：0351-8686775

李召麒：010-83496307

太原市府西街69号国贸中心A座28层
北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

宇通客车(600066.SH)

维持评级

产销量整体下滑，产品结构有望持续改善

增持

公司研究/点评报告

事件描述：公司发布2019年5月产销快报，2019年5月公司客车产销量分别为4312辆和4678辆，本年累计产销量分别为20020辆和20879辆。

事件点评

➤ **行业低迷叠加高基数影响，公司产销整体下滑。**整体来看，公司客车月产销量分别为4312辆和4678辆，同比分别下降40.57%和39.57%，环比分别下降16.85%和16.79%，本年累计产销量分别为20020辆和20879辆，本年累计产量同比下降6.25%，本年累计销量同比微增0.57%。分车型看，大型客车、中型客车月产销量环比、同比均下降，轻型客车产销量环比分别增长7.92%和9.82%，产量同比下降19.10%，销量同比增长3.56%。

➤ **补贴政策影响，6月产销量有望回升。**根据2019年的新能源汽车补贴政策，2019年3月26日至2019年6月25日为过渡期，一方面，过渡期临近终止，新能源客车抢装有望在6月为行业提供一定增量，公司作为客车龙头有望从中受益，产销情况有望较5月有所好转；另一方面，考虑行业整体低迷，预计增长空间有限，且随着过渡期结束，长期看可能会给行业及公司带来一定负面影响。

➤ **海外叠加高研发，产品结构有望进一步改善。**一方面，高铁和私家车普及程度提升，国内客车使用需求下降，公司积极布局海外市场，海外业务不断推进，有望为公司带来新的增量。另一方面，公司研发费用率持续提升，且积极布局客车高端产品和前瞻性领域，有望提升公司产品单价，完善产品品系，调整产品结构，进而提升公司的竞争能力。

投资建议：公司作为客车行业龙头，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，有望助力公司产品结构持续优化、盈利能力稳步提升。在此基础上，预计公司2019-2021年EPS分别为1.15/1.24/1.29，对应公司2019年6月3日收盘价12.21元，公司2019-2021年PE分别为10.59/9.85/9.48，维持公司“增持”评级。

存在风险：行业政策大幅调整；高端产品推进不及预期；海外业务推进不及预期。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明



目录

1.高基数叠加补贴政策影响，公司产销下滑	3
2.月产量全车型同比下降，月销量仅轻客同比微增	5
3.盈利预测及投资建议	6
4.存在风险	6

图表目录

图 1：公司客车月产量情况（辆，%）	3
图 2：公司客车月销量情况（辆，%）	3
图 3：公司客车累计产量情况（辆，%）	3
图 4：公司客车累计销量情况（辆，%）	3
图 5：公司与行业月产量同比增速对比（%）	4
图 6：公司与行业累计产量同比增速对比（%）	4
图 7：公司与行业月销量同比增速对比（%）	4
图 8：公司与行业累计销量同比增速对比（%）	4
图 9：公司月产销比（倍）	4
图 10：公司累计产销比（倍）	4
图 11：公司分车型月产量情况（辆）	5
图 12：公司分车型累计产量情况（辆）	5
图 13：公司分车型月销量情况（辆）	5
图 14：公司分车型累计销量情况（辆）	5
表 1：公司分车型产销情况	5
表 2：公司分车型累计产销情况	5
表 3：宇通客车重要财务数据（百万元）	6



1.高基数叠加补贴政策影响，公司产销下滑

从销量情况来看：公司客车月产销量分别为 4312 辆和 4678 辆，同比分别下降 40.57% 和 39.57%，环比分别下降 16.85% 和 16.79%；本年累计产销量分别为 20020 辆和 20879 辆，本年累计产量同比下降 6.25%，本年累计销量同比微增 0.57%。

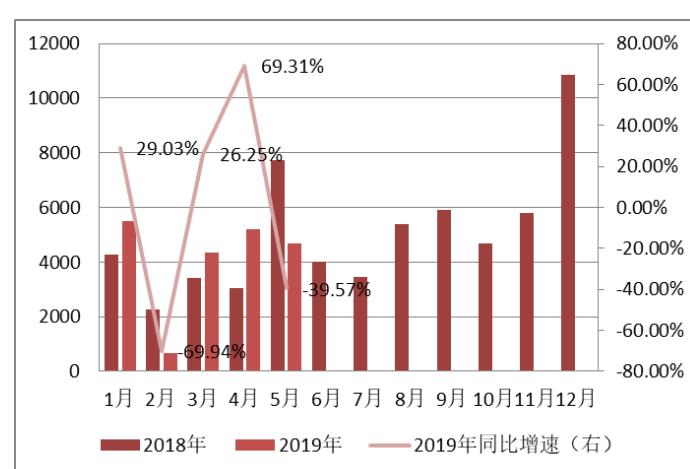
从产销比情况来看：公司 2019 年 5 月产销比为 1.08 倍，与上月持平，2019 年 1-5 月累计产销比为 1.04 倍，较上月微增。

整体来看，公司 5 月产销量呈现明显下滑，我们认为其中主要是因为：1) 汽车行业整体悲观，叠加高铁、私家车挤压客车需求，导致客车市场整体下行；2) 2018 年新能源补贴政策发布时间较早，过渡期影响下去年公司新能源客车产销量大幅提升，进而导致去年同期公司产销量整体基数较高；3) 4 月同样受过渡期影响，透支了一部分客车需求，产销整体基数偏高。

图 1：公司客车月产量情况（辆，%）

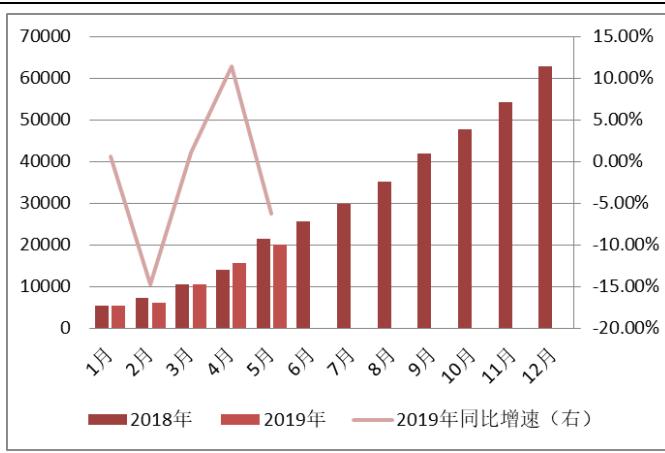


图 2：公司客车月销量情况（辆，%）



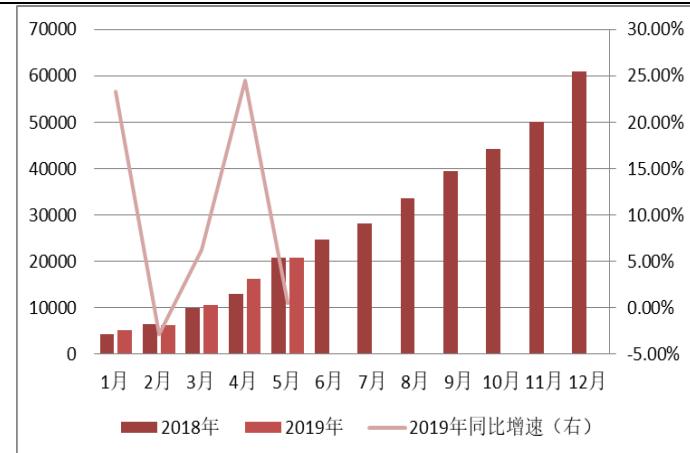
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 3：公司客车累计产量情况（辆，%）



数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 4：公司客车累计销量情况（辆，%）

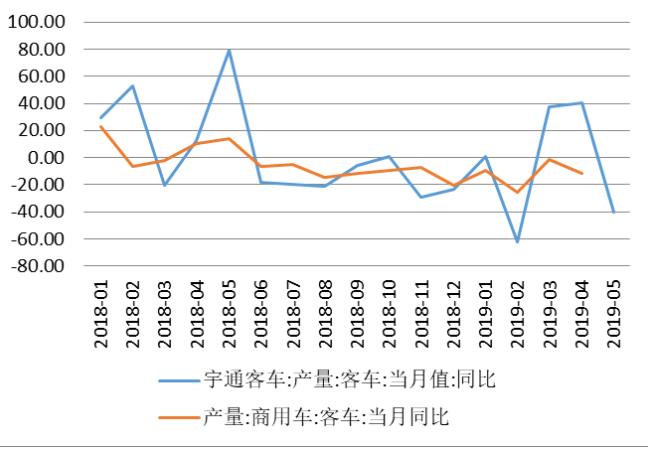


数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

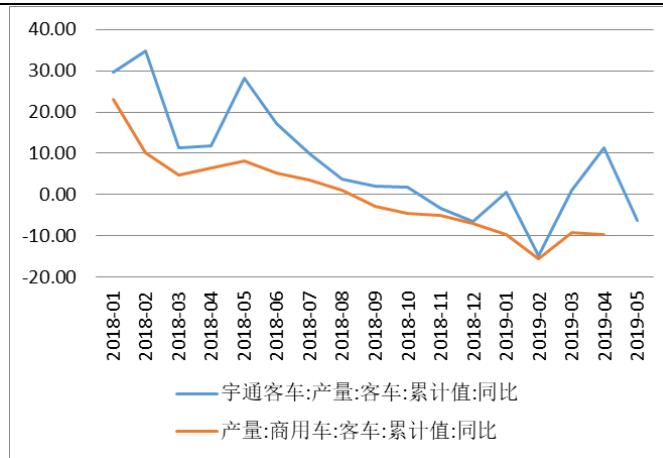


图 5：公司与行业月产量同比增速对比（%）



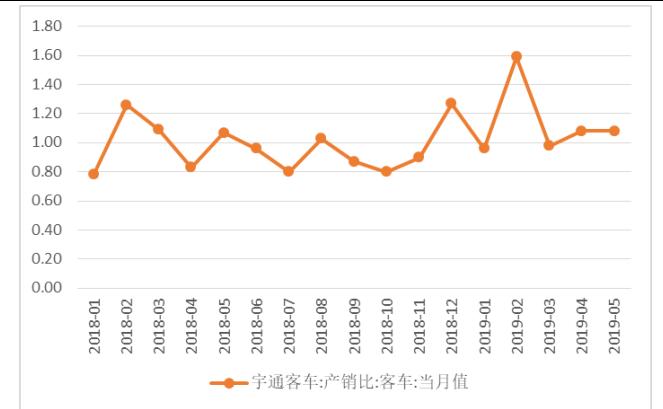
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 7：公司与行业月销量同比增速对比（%）



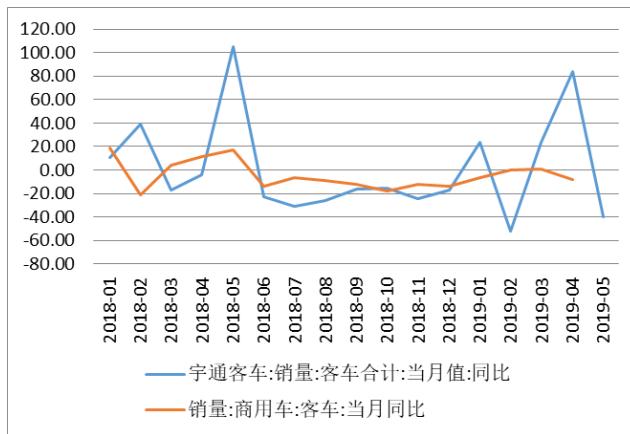
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 9：公司月产销比（倍）



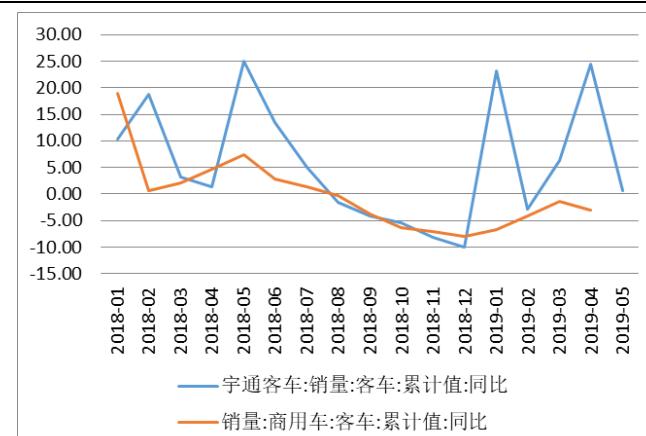
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 6：公司与行业累计产量同比增速对比（%）



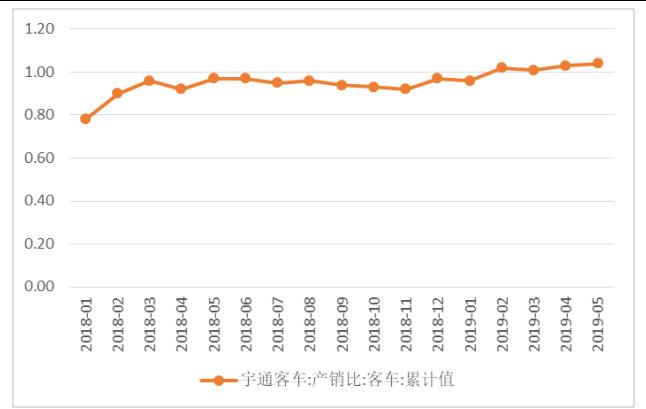
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 8：公司与行业累计销量同比增速对比（%）



数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 10：公司累计产销比（倍）



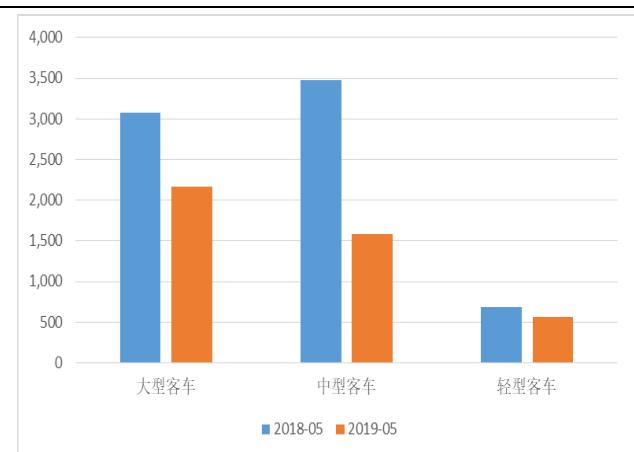
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所



2.月产量全车型同比下降，月销量仅轻客同比微增

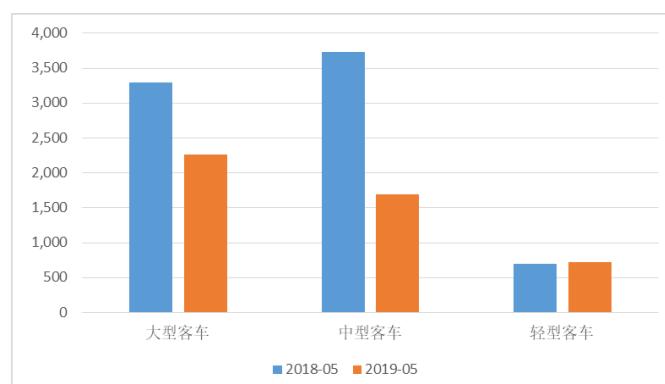
分车型看，大型客车、中型客车月产销量环比、同比均下降，轻型客车产销量环比分别增长 7.92% 和 9.82%，产量同比下降 19.10%，销量同比增长 3.56%。

图 11：公司分车型月产量情况（辆）



数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 13：公司分车型月销量情况（辆）



数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

表 1：公司分车型产销情况

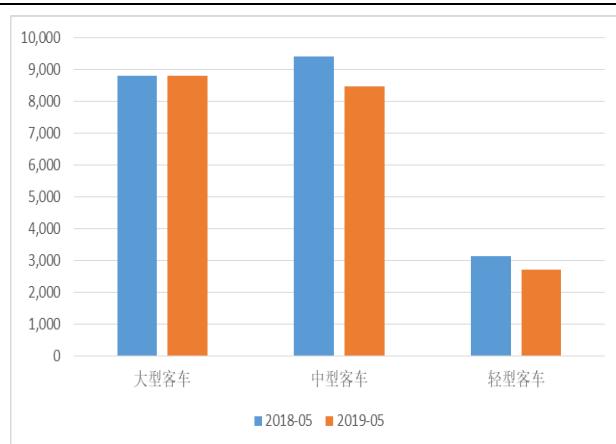
	产量(辆)	产量同比增速(%)	产量环比增速(%)	销量(辆)	销量同比增速(%)	销量环比增速(%)
大型客车	2171	-29.56	-9.39	2262	-31.48	-8.86
中型客车	1582	-54.58	-30.37%	1689	-54.82	-31.84
轻型客车	559	-19.10	7.92%	727	3.56	9.82

数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

表 2：公司分车型累计产销情况

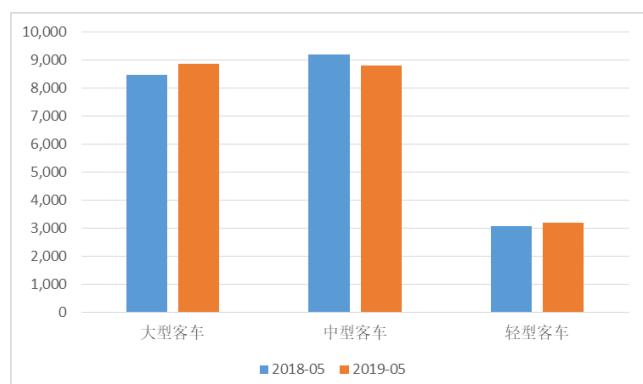
	累计产量(辆)	累计产量同比增速(%)	累计销量(辆)	累计销量同比增速(%)
大型客车	8811	0.07	8860	4.63

图 12：公司分车型累计产量情况（辆）



数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 14：公司分车型累计销量情况（辆）



数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所



中型客车	8495	-9.71	8826	-4.05
轻型客车	2714	-13.59	3193	3.23

数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

3. 盈利预测及投资建议

公司作为客车行业龙头，大中型客车市占率遥遥领先，且客车品系丰富，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，有望助力公司产品结构持续优化、盈利能力稳步提升。

在此基础上，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.15/1.24/1.29，对应公司 2019 年 6 月 3 日收盘价 12.21 元，公司 2019-2021 年 PE 分别为 10.59/9.85/9.48，维持公司“增持”评级。

表 3：宇通客车重要财务数据（百万元）

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	31745.8	32761.7	34137.7	35298.4
收入同比(%)	-4.4%	3.2%	4.2%	3.4%
归属母公司净利润	2301.5	2552.0	2744.4	2850.8
净利润同比(%)	-26.5%	10.9%	7.5%	3.9%
每股收益(元)	1.04	1.15	1.24	1.29
P/E	11.75	10.59	9.85	9.48
P/B	1.62	1.66	1.55	1.45

数据来源：wind，山西证券研究所

4. 存在风险

- 1) 行业政策大幅调整；
- 2) 高端产品推进不及预期；
- 3) 海外业务推进不及预期。



会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	27,967.	28,917.	30,339.	32,167.	营业收入	31745.8	32761.	34137.	35298.
现金	2,912.0	5,553.7	3,931.8	4,071.1	营业成本	23706.1	25062.	26115.	27003.
应收账款	18,624.	17,110.	18,832.	19,538.	营业税金及附加	195.0	229.3	239.0	247.1
其他应收款	1,350.8	868.3	1,043.6	1,172.2	销售费用	2511.8	2915.8	2731.0	2823.9
预付账款	669.5	759.8	952.9	1,192.3	管理费用	771.8	1965.7	2048.3	2117.9
存货	3,929.4	3,114.1	3,646.4	3,867.1	财务费用	324.7	-62.2	-70.0	-58.9
其他流动资产	482.2	1,510.9	1,931.9	2,326.3	资产减值损失	200.1	5.6	-1.6	9.0
非流动资产	8,831.1	8,106.0	8,002.6	7,728.7	公允价值变动收益	-151.1	167.2	-61.1	-15.0
长期投资	673.6	553.2	630.4	619.1	投资净收益	111.4	61.7	86.5	86.5
固定资产	3,808.7	3,567.5	3,326.2	3,085.0	营业利润	2468.0	2873.7	3101.1	3227.7
无形资产	1,181.3	1,102.6	1,029.1	960.5	营业外收入	98.6	191.1	191.1	191.1
其他非流动资产	3,167.5	2,882.7	3,016.9	3,064.1	营业外支出	20.1	23.8	23.8	23.8
资产总计	36,799.	37,023.	38,341.	39,896.	利润总额	2546.5	3041.0	3268.4	3395.0
流动负债	17,775.	18,426.	18,780.	19,305.	所得税	218.2	456.1	490.3	509.3
短期借款	5.0	0.0	0.0	0.0	净利润	2328.4	2584.8	2778.1	2885.8
应付账款	9,035.7	9,322.7	9,463.3	10,040.	少数股东损益	26.9	32.8	33.7	35.0
其他流动负债	8,734.6	9,103.6	9,317.6	9,264.6	归属母公司净利润	2301.5	2552.0	2744.4	2850.8
非流动负债	2,267.6	2,195.0	1,988.1	1,796.1	EBITDA	4978.4	3131.4	3345.8	3478.7
长期借款	19.0	19.0	19.0	19.0	EPS (元)	1.0	1.2	1.2	1.3
其他非流动负债	2,248.6	2,176.0	1,969.1	1,777.2					
负债合计	20,042.	20,621.	20,769.	21,101.					
少数股东权益	115.3	148.0	181.8	216.7					
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.	12,986.	14,031.	15,199.					
归属母公司股东权	16,640.	16,266.	17,399.	18,579.					
负债和股东权益	36,799.	37,035.	38,350.	39,898.					

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,577.8	5,480.8	-135.0	1,625.6
净利润	2,328.4	2,552.0	2,744.4	2,850.8
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	2,527.1	-3,008.	-1,418.
其他经营现金流	-1,233.	205.6	-28.9	28.9
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
其他投资现金流	-143.7	90.5	61.8	93.4
筹资活动现金流	-1,554.	-1,870.	-1,536.	-1,613.
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
其他筹资现金流	-786.5	-1,652.	-1,625.	-1,624.
现金净增加额	871.1	3,821.1	-1,686.	117.2

注：对应 2019 年 6 月 3 日市场数据

数据来源：wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

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。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

邮编：030002

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

邮编：100032

电话：010-83496336

