

宇通客车 (600066)

证券研究报告
2019年07月02日

卓越的公司，被低估的客车龙头

客车行业目前已经进入成熟期，销量进入平台期。我们认为未来客车行业继续下滑的空间不大，行业年销量或将维持在 50 万辆左右。新能源客车的渗透率依然还有提升空间，大中客销量相对更为稳定，近三年大中客行业集中度持续提升，未来进一步提升空间仍较大，利好宇通。

分品类来看，**公交客车**不可替代性强，保有量持续提升，销量难以发生明显下滑。公交客车的新能源客车销量占比渗透率已在高位，进一步提升的空间不大，但可以确定的是：新能源客车保有量渗透率将继续提高。受高铁分流，**座位客车**市场未来将保持稳定或继续萎缩；**校车**市场将继续保持稳定，难以出现大起大落。

新能源客车补贴政策趋严，但退坡影响或小于预期。以 2018 年为例，在整个新能源客车中，大中轻微客占比分别为 51%、37%、4%、8%。在新能源大客里，城市公交占比达到了 95%，在新能源中客里，城市公交占比更是高达 98%，未来这一趋势大概率能延续。“骗补”事件加速补贴政策趋严。16 年补贴开始快速下降，补贴向高带电量车型倾斜。目前补贴已经较低，未来继续退坡影响会小于前几年的补贴退坡对客车企业盈利的影响。

宇通客车公司治理优异，质地优秀。无论是总量财务数据亦或是人均财务数据都位于行业前列。毛利率受新能源补贴影响较大，盈利能力强于竞争对手。研发高投入强化了产品的竞争优势，带动了宇通市占率的提升。宇通在燃料电池上早已布局，已有商业化示范运营产品。

宇通 PE 和 PB 均较低，下行风险小，上行空间大。商用车企业合理 PE 估值应在 15 倍以上，我们认为宇通的合理 PE 在 15 倍以上，目前市场对宇通存在低估。PB 则处于历史较低位置，宇通 PB 大部分时间都在 2.7 倍以上，目前 1.9 倍的 PB 上行空间依然较大。

投资建议：商用车标的的合理估值比乘用车更高。加上宇通或因为自己的竞争优势，市占率提升。所以我们认为宇通的合理 PE 在 15 倍以上，目前市场对宇通存在低估，我们预计公司 19-21 年的归母净利润分别为 24.0 亿、25.7 亿和 27.8 亿，对应 PE 分别为 12.4 倍、11.6 倍、10.7 倍，给与 20 年宇通客车 15 倍 PE，对应目标价 17.40 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：客车行业销量不及预期，新能源客车补贴退坡幅度超预期，三电采购降价幅度不及预期

投资评级

行业	汽车/汽车整车
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	13.4 元
目标价格	17.40 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,213.94
流通 A 股股本(百万股)	2,213.94
A 股总市值(百万元)	29,666.79
流通 A 股市值(百万元)	29,666.79
每股净资产(元)	7.22
资产负债率(%)	51.66
一年内最高/最低(元)	19.19/10.45

作者

邓学 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518010001
dengxue@tfzq.com

文康 分析师
SAC 执业证书编号: S1110519040002
wenkang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	33,221.95	31,745.84	32,110.80	34,130.16	36,296.74
增长率(%)	(7.33)	(4.44)	1.15	6.29	6.35
EBITDA(百万元)	5,815.62	4,978.41	2,805.03	3,090.62	3,325.31
净利润(百万元)	3,129.19	2,301.49	2,400.88	2,567.61	2,783.62
增长率(%)	(22.62)	(26.45)	4.32	6.94	8.41
EPS(元/股)	1.41	1.04	1.08	1.16	1.26
市盈率(P/E)	9.48	12.89	12.36	11.55	10.66
市净率(P/B)	1.91	1.78	1.74	1.61	1.49
市销率(P/S)	0.89	0.93	0.92	0.87	0.82
EV/EBITDA	8.45	4.21	5.76	8.21	4.22

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 客车龙头，产品线丰富	4
1.1. 客车全产品线布局，客户选择面广	4
2. 客车行业已进入成熟期	6
2.1. 公交车增长，长途客车下滑	6
2.1.1. 公交客车有望企稳回升	7
2.1.2. 座位客车难以继续大幅下滑	8
2.1.3. 校车大概率保持稳定	9
2.1. 大中客行业集中度将继续提升，龙头公司利润水平提高	9
3. 新能源客车补贴退坡的边际影响在减少	11
3.1. 新能源客车“约等于”新能源公交客车	11
3.1. 补贴政策趋严，但未来退坡影响将小于前两年	11
4. 优秀的公司，卓越的公司	13
4.1. 公司治理优异	13
4.2. 高研发投入带动市占率持续提升	14
4.3. 已有商业化运营氢燃料客车	14
4.4. 中国宇通，世界宇通	15
5. 估值与盈利预测	16
5.1. 盈利预测	16
5.2. 宇通估值在历史低位	16

图表目录

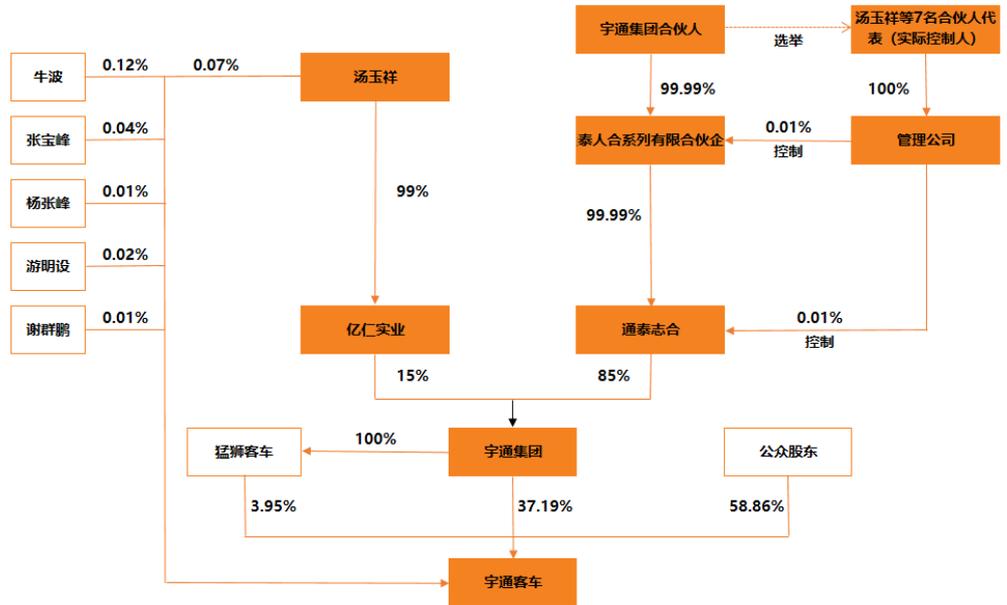
图 1：宇通客车股权结构清晰稳定	4
图 2：公司历年募资情况	4
图 3：公司产品丰富，覆盖全部客车车型	5
图 4：客车销量逐年下滑，销量中枢稳定在 50 万辆左右	6
图 5：大中客销量相对稳定	6
图 6：客车分类年度销量	7
图 7：公交客车销量企稳，未来难以发生明显下滑	7
图 8：新能源公交客车销量占比处于高位，新能源客车的保有量将继续提升	8
图 9：座位客车受高铁等分流，销量持续下滑	8
图 10：高铁客运量增长明显，公路客运量受到挤压	9
图 11：校车销量在 2016 年达到历史高位，未来难以超越	9
图 12：大中客前五企业市占率较高，市场集中度仍有提升空间	10
图 13：营业收入（亿元）	13
图 14：人均营业收入（万元）	13
图 15：公司毛利率水平领先行业所有公司	13

图 16: 研发支出 (亿元)	14
图 17: 人均研发支出 (万元)	14
图 18: 公司在大中客的市占率行业第一	14
图 19: 公司是首个通过燃料电池客车生产资质认证的企业	15
图 20: 公司海外收入持续增加, 有望在欧洲市场形成突破	15
图 21: 2018 年海外营收占比已到达 13%	15
图 22: 公司估值被低估, PE 处于低位, 继续下行风险小	17
图 23: PB 处于近十年的最低位	17
表 1: 新能源客车在城市公交占比较高	11
表 2: 新能源客车补贴政策考核指标日益趋严, 市场竞争加剧, 利于客车龙头	11
表 3: 新能源客车国家补贴额度 (万元)	12
表 4: 营收预测分拆 (亿元)	16
表 5: 可比公司估值 (Wind 一致预期)	17

1. 客车龙头，产品线丰富

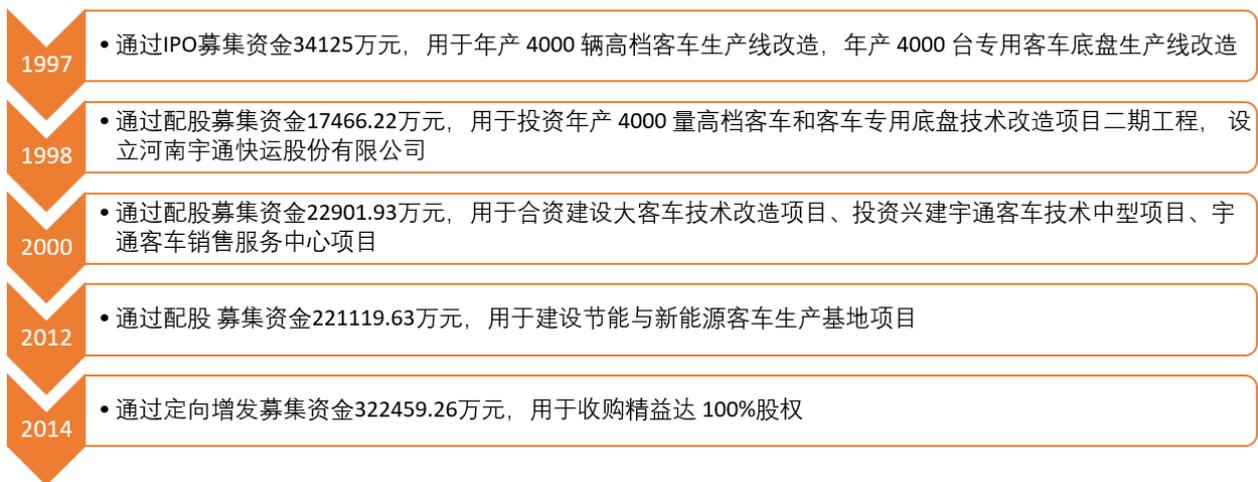
宇通客车在客车行业深耕多年，技术积淀深厚，股权结构清晰。公司是前身是郑州客车厂，于1993年成立股份有限公司，1997年在上交所上市，也是国内第一家客车行业的上市公司。经过了几十年的高质量发展，公司目前已经成为国内客车行业的龙头，技术底蕴深厚。公司控股股东为宇通集团，实际控制人为汤玉祥、牛波等7名合伙人代表。

图 1：宇通客车股权结构清晰稳定



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司历年募资情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.1. 客车全产品线布局，客户选择面广

公司产品线丰富，基本做到了全谱系布局，能够很好地满足不同客户的采购需求。主要产品包括公交客车、公路客车、旅游客车、校车等。以公交汽车为例，公司在5米-13米以上皆有成熟产品，能够满足不同城市不同客户的定制化采购需求。新能源客车中，公司同

时拥有纯电动、混合动力和燃料电池的产品，技术优势明显。

图 3：公司产品丰富，覆盖全部客车车型

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

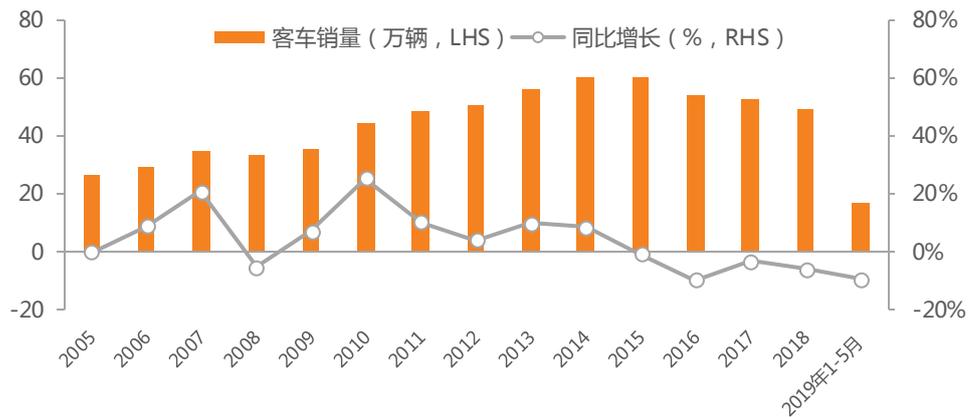
资料来源：公司官网，天风证券研究所

2. 客车行业已进入成熟期

客车行业目前已经进入成熟期，销量进入平台期。客车行业在 14 年之前的大部分年份都是处于增长状态，14 年到达历史销量的最高点—60 万辆，但是受高铁发展迅速的影响，使得客车行业中的长途客车受到挤压，客车行业 14 年之后销量开始逐年下滑。18 年客车销量为 49 万辆，同比下滑 6%，相比于 14 年的最高点，下滑了 19%。

我们认为未来客车行业继续下滑的空间不大，行业年销量或将维持在 50 万辆左右。公交客车不可替代性强，未来将稳定或微增，新能源销量渗透率将维持高位，新能源保有量渗透率将继续提高；座位客车受替代出行方式的影响，将稳定或微降；校车市场将继续稳定，难以出现大起大落。

图 4：客车销量逐年下滑，销量中枢稳定在 50 万辆左右



资料来源：中汽协，天风证券研究所

大中客销量相对更为稳定，对宇通客车的影响也更大。2011 年后，大中客年销量始终在 15 万辆左右的量级，从 05 年至今只在 17 年之后出现了较明显的同比下滑，表现好于整体客车的销量。我们认为未来大中客的销量能够继续维持在 15 万辆左右，进一步大幅下滑的空间不大。

图 5：大中客销量相对稳定

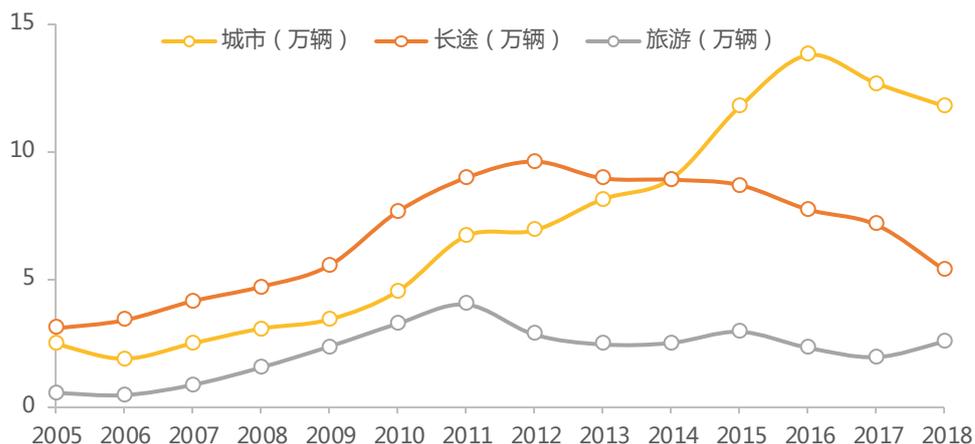


资料来源：中汽协，天风证券研究所

2.1. 公交车增长，长途客车下滑

城市客车景气度高，长途客车颓势尽显。16 年之前，以公交车为主的城市客车的销量一直在快速提升，但 17、18 年两年都在下行通道，座位客车为主的长途客车 12 年见顶，之后几年持续下降，主要是因为客运市场被铁路分流了很多客户，需求大幅减少。而城市客车的见顶则稍晚，15 年 16 年销量高速增长后，连续两年有所下滑。

图 6：客车分类年度销量

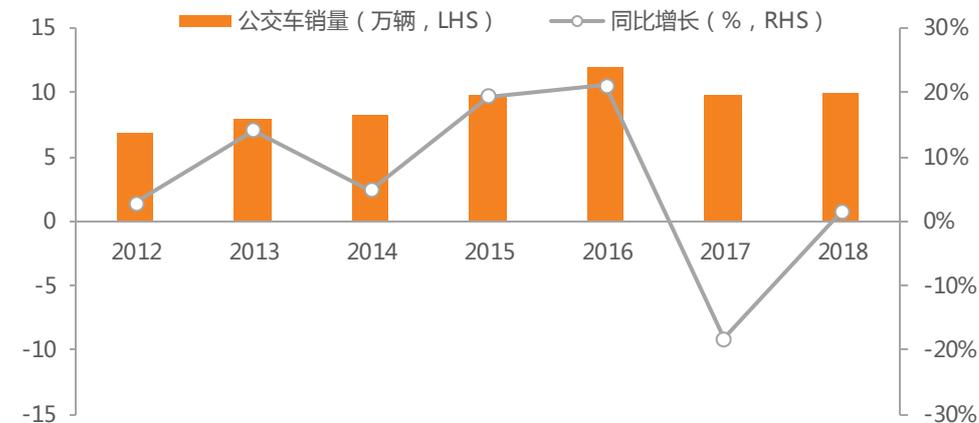


资料来源：中汽协，天风证券研究所

2.1.1. 公交客车有望企稳回升

公交客车不可替代性强，保有量持续提升，销量难以发生明显下滑。公交客车在城市交通中的中短途出行需求中扮演着不可替代的作用，长期来看，我们认为随着城镇化的推进，随着城市内公交运营线路的增加，社会对公交客车的需求将进一步提高；同时，在人口相对不密集的城际公交和村镇公交的需求不断增长中，公交客车也将占有重要的位置。

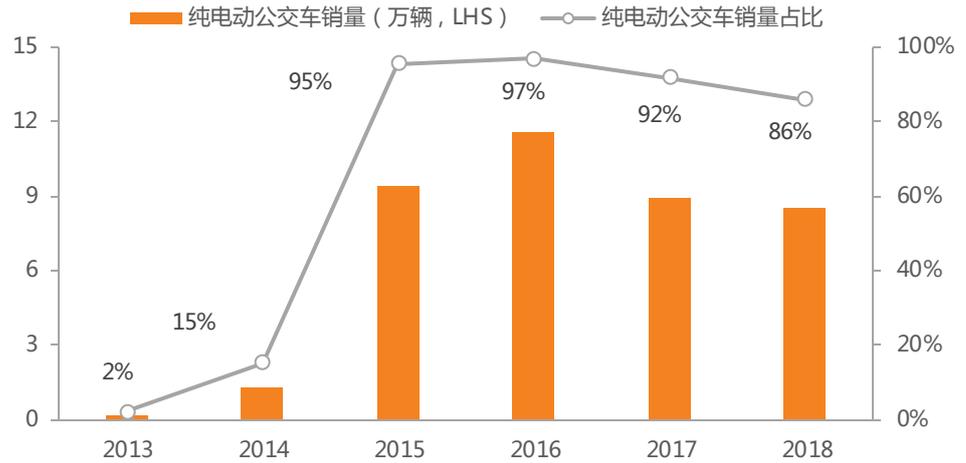
图 7：公交客车销量企稳，未来难以发生明显下滑



资料来源：方得网，天风证券研究所

公交客车的新能源客车销量占比渗透率已在高位，进一步提升的空间不大，但可以确定的是：新能源客车保有量渗透率将继续提高。公交客车的运输性质（固定线路，固定始末站，相对不长的单次运行里程）与新能源客车的优缺点匹配度高，因此新能源客车销量中的最大组成部分就是公交客车。但公交客车的保有量仍在继续提高，17 年新能源公交车在公交车存量的比例仅为 36%，未来空间仍大。

图 8：新能源公交客车销量占比处于高位，新能源客车的保有量将继续提升

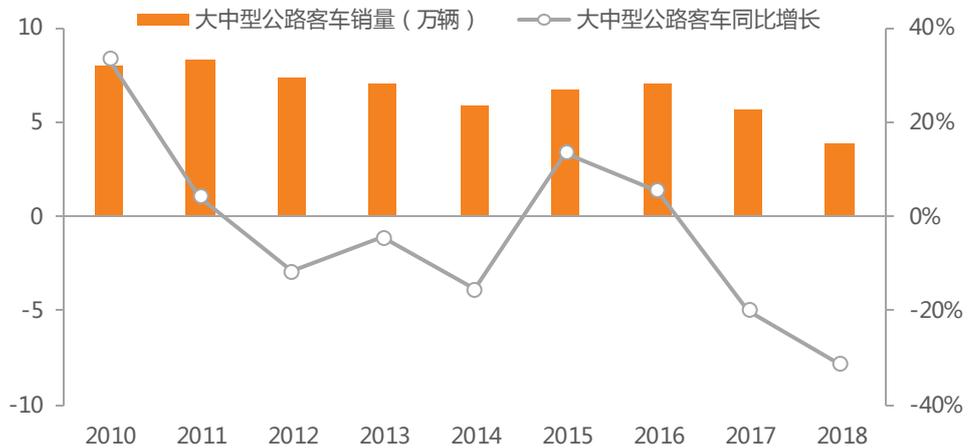


资料来源：客车网，天风证券研究所

2.1.2. 座位客车难以继续大幅下滑

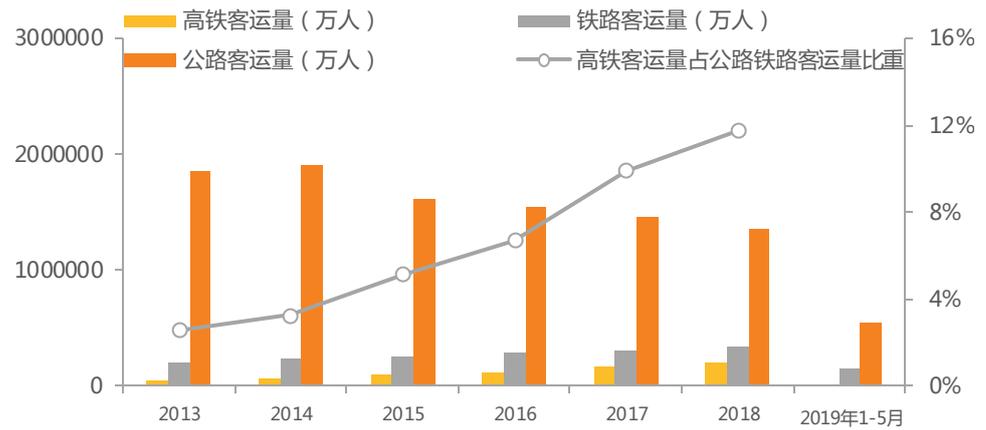
受高铁分流，座位客车市场未来将保持稳定或继续萎缩。长途座位客车曾是国内中长途城际客运的占比较大的组成部分，但近些年，高铁里程持续增长，高铁客运量也随之水涨船高，高铁客运量在公路铁路整体客运量中的比重从 13 年的 2.6% 上升至 10% 以上，对长途客运班线车造成较大的挤压。未来客运班线车或将继续下滑，旅游班线车持平或微降，但我们也可以注意到越来越多的大型公司开始购置座位客车用于员工上下班通行，团体通勤客车仍有增长空间。整体来看座位客车市场未来将持平或继续减少，未来的销量主要将由更新需求购车，新增需求或较少。

图 9：座位客车受高铁等分流，销量持续下滑



资料来源：中客网，天风证券研究所

图 10：高铁客运量增长明显，公路客运量受到挤压

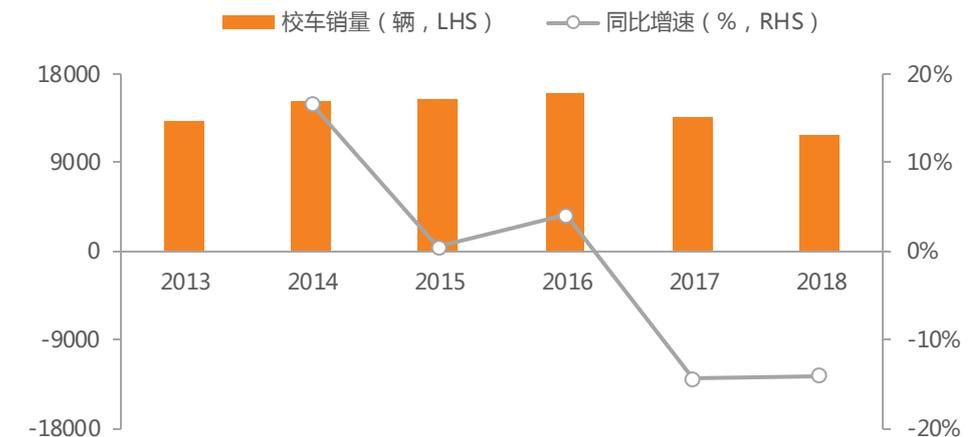


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

2.1.3. 校车大概率保持稳定

校车市场将继续保持稳定，难以出现大起大落。校车在整体客车中占比较小，不到 10%，对客车销量影响较小，未来我们认为校车将继续保持目前的年度销量规模。

图 11：校车销量在 2016 年达到历史高位，未来难以超越

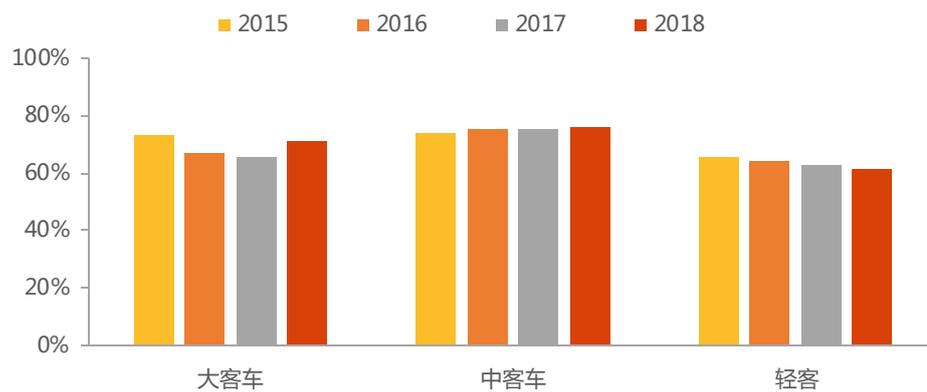


资料来源：中汽协，天风证券研究所

2.1. 大中客行业集中度将继续提升，龙头公司利润水平提高

近三年大中客行业集中度继续提升，未来进一步提升空间仍较大。15-16 年，由于新能源客车补贴较高，存在套利空间，很多相对较小的客车厂分得一杯羹，甚至出现了劣币驱逐良币的现象，导致在这两年大客的集中度有所降低，但随着补贴的减少，套利空间减少甚至消失，产品能力较强的大公司竞争优势再次体现，17-18 年大客的 CR5 迅速从 66.0% 提升至 71.5%，我们认为随着补贴的进一步减少，未来大中客的市占率将进一步提升，而且提升空间很大。轻客由于壁垒相对较低，近些年集中度进一步减少，行业竞争格局较差，从而拉低轻客企业的利润水平。

图 12：大中客前五企业市占率较高，市场集中度仍有提升空间



资料来源：中汽协，天风证券研究所

3. 新能源客车补贴退坡的边际影响在减少

3.1. “新能源客车”约等于“新能源公交客车”

新能源客车中大部分都是由公交客车组成，且大中客占比也较高。以 2018 年为例，在整个新能源客车中，大中轻微客占比分别为 51%、37%、4%、8%。在新能源大客里，城市公交占比达到了 95%，在新能源中客里，城市公交占比更是高达 98%，未来这一趋势大概率能延续。

表 1：新能源客车在城市公交占比较高

		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
大客	城市公交	83%	79%	77%	95%
	非运营	11%	19%	17%	5%
	出租租赁	4%	2%	0%	0%
	营运	2%	0%	0%	0%
大客汇总		41%	50%	40%	51%
中客	城市公交	98%	88%	87%	98%
	非运营	1%	11%	3%	1%
中客汇总		11%	35%	23%	37%
轻客	城市公交	43%	31%	64%	94%
	非运营	51%	60%	23%	5%
	出租租赁	5%	9%	3%	0%
中客汇总		46%	15%	1%	4%
微客	非运营	48%	97%	100%	100%
	运营	46%	0%	0%	0%
微客汇总		2%	1%	36%	8%

资料来源：乘联会，天风证券研究所

3.1. 补贴政策趋严，但未来退坡影响将小于前两三年

“骗补”事件加速补贴政策趋严。国家很早就开始引导和支持新能源客车的发展，其中 15、16 年的补贴政策刺激使得当期两年的新能源客车销量大幅增长。但由于政策上的有套利空间存在，出现了“骗补”现象，之后补贴政策得到了修补，堵住了套利空间，随着时间的推移，政策趋严。同时随着销量体量的增大，单车补贴金额逐步下降，未来这一趋势大概率会延续。

表 2：新能源客车补贴政策考核指标日益趋严，市场竞争加剧，利于客车龙头

颁布时间	补贴政策	补贴对象	执行期间	拨付方式	考核指标
2009 年 1 月 13 日	《关于开展节能与新能源汽车示范推广试点工作的通知》	试点城市 10 米以上公交	2009-2012	审核清算后拨付	车长
2013 年 9 月 13 日	《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》	全国 6 米以上新能源客车	2013-2015	按季预拨，年度清算	车长
2015 年 4 月 22 日	《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策》	全国全米段新能源客车	2016	年初预拨，年度清算	车长、纯电动续航里程、单位载质量能量消耗量
2016 年 12 月 30 日	《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	全国 6 米以上新能源客车	2017	审核清算后拨付	车长、电池容量、能量密度水平、充电倍率、节油率
2018 年 2 月 13 日	《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策通知》	全国 6 米以上新能源客车	2018	审核清算后拨付	车长、电池容量、能量密度水平、充电倍率、节油率

2019年3月26日 《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》 全国6米以上新能源客车 2019 审核清算后 拨付 车长、能量消耗量、电池容量、能量密度水平、充电倍率、节油率、续航里程

资料来源：财政部，发改委，科技部，工信部，天风证券研究所

16年补贴开始快速下降，补贴向高带电量车型倾斜。在16年之前，电动客车的补贴基本上没有变化，但随着技术的进步以及规模效应的影响，电动客车的生产成本下降，使得套利空间出现。16年后补贴开始快速下降，相对来说，带电量更高的10-12米的纯电客车的补贴退坡更少，以16-19年为例，6-8米的纯电客车的补贴从25万迅速下滑到2.5万，而10-12米的纯电客车补贴从50万下滑到9万。

表 3：新能源客车国家补贴额度（万元）

电动客车类型	客车长度	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
纯电	6-8米	30	30	30	25	9	5.5	2.5
	8-10米	40	40	40	40	20	12	5.5
	10-12米	50	50	50	50	30	18	9
插电	6-8米	\	\	\	12.5	4.5	2.2	1
	8-10米	\	\	\	20	9	4.5	2
	10-12米	25	25	25	25	15	7.5	3.8

资料来源：财政部，发改委，科技部，工信部，天风证券研究所

新能源退坡影响变小，产业链和消费者共同承担退坡影响。我们认为目前来看，补贴相对15、16年来说已经不高了，未来两年的退坡基数是较低的，因此补贴下降的绝对额会大幅小于前几年的退坡幅度。受益于三电供应商的规模效应下，三电部件的单价将继续下降，能够对冲一部分补贴下滑带来的利润下滑。同时，退坡的金额并不是100%全部由客车整车企业来承担的，而是由消费者、整车和供应商三方分担的，因此最后客车企业的单车利润下滑幅度会远小于退坡的绝对值。

4. 优秀的公司，卓越的公司

宇通一直以来都是卓越公司的典范。宇通一直以来治理均优异，也正因此，宇通的财务费用在客车行业优势明显。同时宇通研发投入巨大，产品竞争力大，市占率逐步提升。氢燃料电池方面宇通也有布局，目前已有商业化运营产品。宇通客车出口也一直在国内排名第一，独创的“古巴模式”也是宇通的一张闪亮的名片。

4.1. 公司治理优异

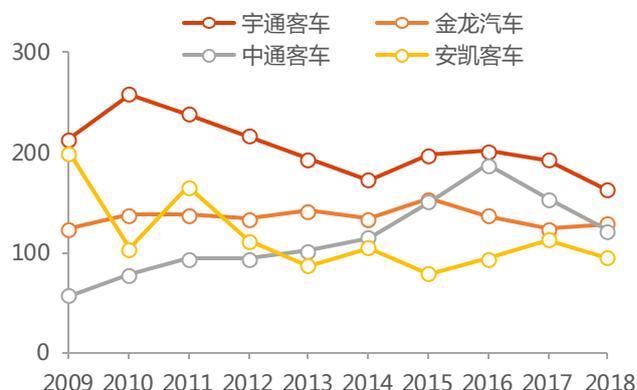
公司治理优异，无论是总量财务数据亦或是人均财务数据都位于行业前列。宇通客车的营收在 2012 年超过金龙汽车，成为行业龙头，近些年更有拉大与第二名差距的趋势。从单人营收上来看，宇通在客车行业内也一直保持着明显优势，以 2018 年为例，人均营收为 163 万元，比中通客车和金龙客车的人均营收分别高出了 33%和 26%。

图 13：营业收入（亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

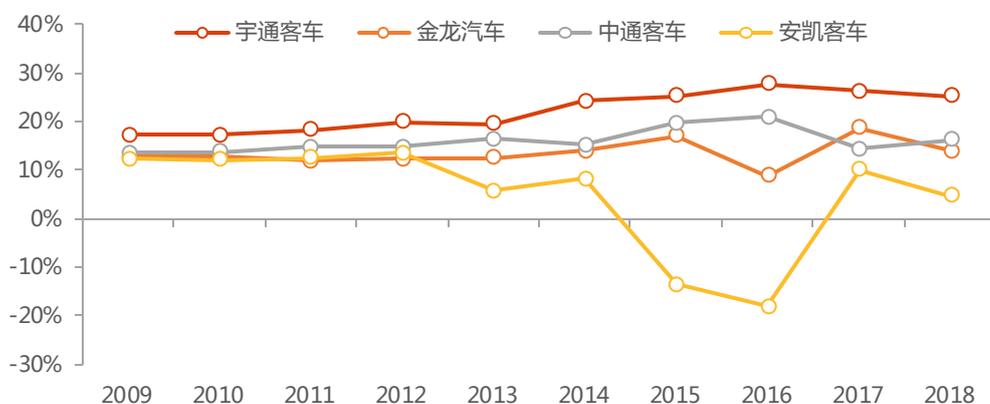
图 14：人均营业收入（万元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

毛利率受新能源补贴影响较大，盈利能力强于竞争对手。自 09 年以来，宇通的毛利率稳重有升，在 16 年达到最高点，主要原因是新能源客车占比的提升。尽管随着新能源补贴的退坡，宇通的毛利率在之后有所下滑，但仍然大幅高于竞争对手，持续的毛利率方面的优势也是宇通市占率提升的一大推力。

图 15：公司毛利率水平领先行业所有公司

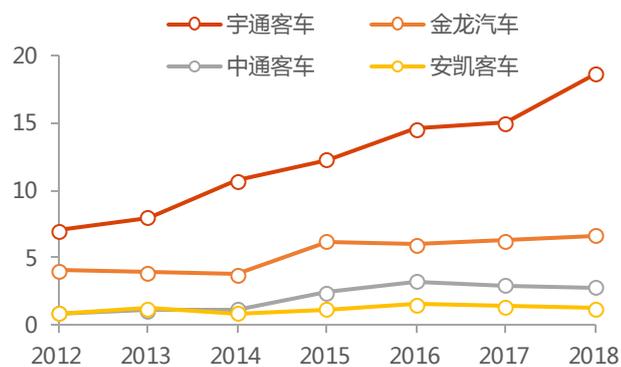


资料来源：公司年报，天风证券研究所

4.2. 高研发投入带动市占率继续提升

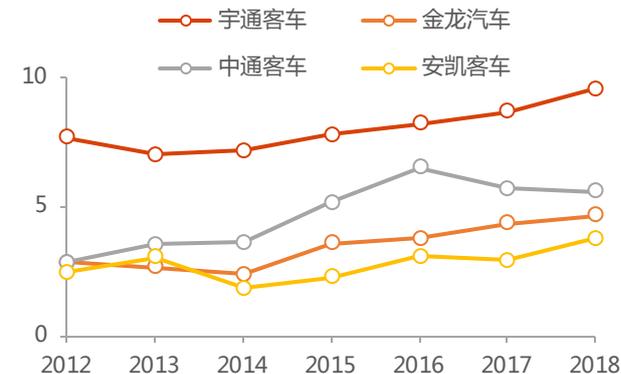
研发高投入，产品不断升级，带动市占率提升。宇通研发费用投入远超竞争对手，从12年至今，宇通的研发支出每年均有增长。在行业相对低迷的时候，宇通也坚持投入研发，强化产品端可持续的竞争优势，研发费用在绝对体量上高于竞争对手，规模效应下能够使公司的产品竞争优势更为明显。从人均研发投入来看，宇通也是长时间高于竞争对手，从13年开始，人均研发支出也逐步增长，到18年人均研发支出达到了9.54万元，大幅超过行业内的很多竞争对手。

图 16：研发支出（亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

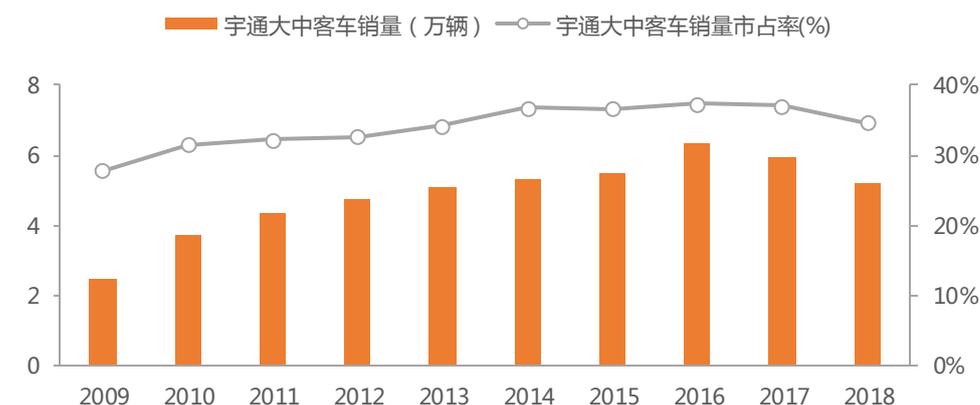
图 17：人均研发支出（万元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

研发高投入强化了产品的竞争优势，带动了宇通市占率的提升。在竞争壁垒和盈利能力都高的大中客领域，宇通大中客的市占率从09年的28%上升至17年的37%。18年市占率有所下滑，分拆来看，可以发现宇通在大客中的市占率依然是上升的，但中客的市占率是下降的，主要是受到了行业新进入者的影响。未来我们认为宇通仍能维持搞研发投入，强化竞争优势，在大客的市占率仍能进一步上升，中客市占率能够维持，合计来看，大中客合计的市占率或能反转回升。

图 18：公司在大中客的市占率行业第一



资料来源：公司年报，天风证券研究所

4.3. 已有商业化运营氢燃料客车

宇通在燃料电池上早已布局，已有商业化示范运营产品。宇通自09年就开始研发燃料电池客车，15年通过国内首个燃料电池客车生产资质认证。18年中，宇通发布10.5米的氢燃料电池客车ZK6105FCEVG1型，加氢时间小于10分钟，续航超过500公里。在18年下半年，宇通研发制造的氢燃料电池客车在郑州投入运营，进入了商业示范运营阶段，8月12日，宇通首批25台氢燃料电池公交车顺利抵达张家口并完成交付。未来随着燃料电池

的成本继续下降，规模持续提升，宇通在该领域的优势将进一步体现。

图 19：公司是首个通过燃料电池客车生产资质认证的企业



资料来源：公司官网，天风证券研究所

4.4. 中国宇通，世界宇通

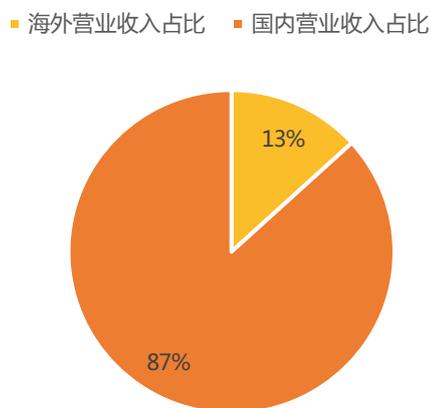
宇通在海外有竞争优势，未来或通过电动客车在欧美发达市场取得进一步突破。宇通自 09 年以来在海外加大拓展力度，至今经形成欧美、中东、亚太、拉美、独联体、非洲等六大区域的发展布局，批量出口 40 多个国家和地区。海外销量成为是宇通总销量中的重要组成部分，以 2018 年为例，海外营收已经占到公司总营收的 13%。目前宇通客车出口至发展中国家的居多，但未来有望更多地出口至发达国家。因为欧美传统客车工艺发达，对中国国内客车的领先优势较明显，但新能源方面欧美厂商发展相对较慢，而国内客车在新能源补贴的帮助下进步明显，使得国内外新能源客车的差距较传统客车较小。

图 20：公司海外收入持续增加，有望在欧洲市场形成突破



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 21：2018 年海外营收占比已到达 13%



资料来源：公司年报，天风证券研究所

5. 估值与盈利预测

5.1. 盈利预测

盈利预测假设：

行业：

- (1) 新能源客车 19 年起止跌回升，每年有 5% 左右的增长
- (2) 传统客车 19 年继续下滑，20、21 年基本持平
- (3) 新能源客车补贴 2021 年退出

公司：

- (1) 宇通继续保持较高研发投入，市占率持续上升
- (2) 出口市场继续开拓
- (3) 现金流改善等因素带动三费率降低

我们预计公司 19-21 年的归母净利润分别为 24.0 亿、25.7 亿和 27.8 亿。

表 4：营收预测分拆（亿元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营收（亿元）	332.2	317.5	321.1	341.3	363.0
同比	-7%	-4%	1%	6%	6%
新能源客车	160.3	164.1	169.7	185.2	202.2
传统客车	148.9	130.1	127.0	130.4	133.8
其他业务	23.1	23.3	24.5	25.7	27.0
归母净利润	31.3	23.0	24.0	25.7	27.8

资料来源：Wind，天风证券研究所

5.2. 宇通估值在历史低位

宇通 PE 和 PB 均较低，下行风险小，上行空间大。截止 19 年 7 月 1 日，宇通 PE-ttm=12.8，PB=1.9，目前时点 PE 较低。PB 则处于历史较低位置，宇通 PB 大部分时间都在 2.7 倍以上，目前 1.9 倍的 PB 上行空间依然较大。

商用车企业合理 PE 估值应在 15 倍以上，宇通目前被低估。我们在去年底发布的《国之重器，潍柴动力——掘金重卡预期差》深度报告中对商用车企业的合理估值做过详细分析，商用车由于行业竞争格局好于乘用车：

- (1) 市场竞争相对较小，市占率变化不会像乘用车那么快
- (2) 市场集中度高
- (3) 壁垒高，新进入者小

因此商用车标的的合理估值比乘用车更高。加上宇通或因为自己的竞争优势，市占率提升。所以我们认为宇通的合理 PE 在 15 倍以上，目前市场对宇通存在低估。

图 22：公司估值被低估，PE 处于低位，继续下行风险小



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：PB 处于近十年的最低位



资料来源：Wind，天风证券研究所

金龙和比亚迪可作为宇通的可比公司，三者均为整车厂，且都有较多的新能源客车产品，20 年金龙和比亚迪的平均预测 PE 为 20 倍，根据我们此前潍柴的深度报告，海外的商用车标的大部分估值中枢也都在 15-20 倍。我们预计公司 19-21 年的归母净利润分别为 24.0 亿、25.7 亿和 27.8 亿，对应 PE 分别为 12.4 倍、11.6 倍、10.7 倍，给与 20 年宇通客车 15 倍 PE，对应目标价 17.40 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值（Wind 一致预期）

证券简称	总市值（亿元）		归母净利润（亿元）		PE		PB
	2019/7/1		2019E	2020E	2019E	2020E	2019/7/1
金龙汽车	47.0		3.1	4.6	15.4	10.2	1.2
比亚迪	1,320.7		36.2	45.1	39.1	31.4	2.7
平均值					27.3	20.8	1.9
宇通客车	296.7		24.0	25.7	12.4	11.6	1.9

资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,487.71	2,912.00	10,883.17	2,730.41	13,221.55
应收票据及应收账款	18,872.94	18,492.28	13,625.69	23,149.36	16,229.32
预付账款	299.98	669.45	34.69	754.29	169.30
存货	3,074.44	3,832.62	1,223.55	4,850.00	1,905.96
其他	2,658.13	2,047.86	2,343.59	2,414.87	2,172.52
流动资产合计	27,393.21	27,954.22	28,110.68	33,898.93	33,698.64
长期股权投资	664.49	673.56	673.56	673.56	673.56
固定资产	3,985.23	3,812.84	3,895.38	3,880.77	3,794.87
在建工程	297.25	681.58	444.95	314.97	218.98
无形资产	1,426.62	1,181.33	1,145.27	1,109.21	1,073.16
其他	2,360.57	2,481.80	2,578.65	2,468.17	2,508.04
非流动资产合计	8,734.16	8,831.11	8,737.81	8,446.69	8,268.61
资产总计	36,165.41	36,799.02	36,879.39	42,373.16	41,991.30
短期借款	770.15	5.00	0.00	847.12	0.00
应付票据及应付账款	14,062.89	13,937.88	14,004.10	16,641.86	15,721.35
其他	3,819.02	3,832.40	3,752.18	4,308.93	4,058.10
流动负债合计	18,652.06	17,775.28	17,756.28	21,797.91	19,779.45
长期借款	21.24	18.98	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,886.25	2,248.59	1,896.33	2,010.39	2,051.77
非流动负债合计	1,907.49	2,267.57	1,896.33	2,010.39	2,051.77
负债合计	20,559.55	20,042.85	19,652.61	23,808.30	21,831.22
少数股东权益	106.12	115.26	146.08	177.64	211.80
股本	2,213.94	2,213.94	2,213.94	2,213.94	2,213.94
资本公积	1,278.77	1,278.77	1,427.68	1,275.34	1,327.27
留存收益	12,283.63	13,423.16	14,866.76	16,173.28	17,734.34
其他	(276.60)	(274.95)	(1,427.68)	(1,275.34)	(1,327.27)
股东权益合计	15,605.86	16,756.17	17,226.79	18,564.86	20,160.08
负债和股东权益总	36,165.41	36,799.02	36,879.39	42,373.16	41,991.30

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	3,167.85	2,328.38	2,400.88	2,567.61	2,783.62
折旧摊销	711.38	666.04	250.15	260.65	267.95
财务费用	340.57	140.02	(107.08)	(23.79)	(42.43)
投资损失	(86.31)	(111.45)	(61.70)	(86.48)	(86.54)
营运资金变动	(6,086.44)	518.34	7,672.63	(10,739.96)	9,559.91
其它	203.99	(963.51)	198.02	(29.53)	19.16
经营活动现金流	(1,748.96)	2,577.83	10,352.90	(8,051.51)	12,501.67
资本支出	332.19	270.51	412.26	(34.06)	8.62
长期投资	342.85	9.07	0.00	0.00	0.00
其他	(1,493.55)	(432.33)	(911.08)	318.43	9.50
投资活动现金流	(818.51)	(152.76)	(498.81)	284.37	18.12
债权融资	813.92	42.65	13.74	865.44	16.91
股权融资	508.71	(323.02)	(747.82)	(128.54)	94.35
其他	(2,395.22)	(1,273.59)	(1,148.85)	(1,122.50)	(2,139.92)
筹资活动现金流	(1,072.59)	(1,553.95)	(1,882.92)	(385.61)	(2,028.65)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(3,640.06)	871.11	7,971.17	(8,152.76)	10,491.14

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	33,221.95	31,745.84	32,110.80	34,130.16	36,296.74
营业成本	24,478.64	23,706.09	24,089.63	25,829.26	27,523.15
营业税金及附加	185.64	195.04	173.75	195.03	208.94
营业费用	2,353.43	2,511.79	2,591.34	2,535.87	2,696.85
管理费用	734.29	771.85	834.88	761.10	813.05
研发费用	1,316.99	1,862.87	1,910.59	1,890.81	1,992.69
财务费用	492.11	324.67	(107.08)	(23.79)	(42.43)
资产减值损失	560.35	200.15	184.60	113.50	76.25
公允价值变动收益	121.32	(151.10)	167.19	(61.09)	(15.00)
投资净收益	86.31	111.45	61.70	86.48	86.54
其他	(708.68)	(254.96)	(457.77)	(50.78)	(143.08)
营业利润	3,601.55	2,468.00	2,661.97	2,853.77	3,099.79
营业外收入	51.26	98.63	121.60	90.50	70.69
营业外支出	16.87	20.09	23.82	20.26	21.39
利润总额	3,635.95	2,546.53	2,759.74	2,924.00	3,149.09
所得税	468.10	218.15	328.03	324.83	331.31
净利润	3,167.85	2,328.38	2,431.71	2,599.17	2,817.78
少数股东损益	38.65	26.89	30.83	31.56	34.16
归属于母公司净利润	3,129.19	2,301.49	2,400.88	2,567.61	2,783.62
每股收益(元)	1.41	1.04	1.08	1.16	1.26

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	-7.33%	-4.44%	1.15%	6.29%	6.35%
营业利润	-18.02%	-31.47%	7.86%	7.21%	8.62%
归属于母公司净利润	-22.62%	-26.45%	4.32%	6.94%	8.41%
获利能力					
毛利率	26.32%	25.33%	24.98%	24.32%	24.17%
净利率	9.42%	7.25%	7.48%	7.52%	7.67%
ROE	20.19%	13.83%	14.06%	13.96%	13.95%
ROIC	61.19%	22.45%	19.78%	70.40%	19.42%
偿债能力					
资产负债率	56.85%	54.47%	53.29%	56.19%	51.99%
净负债率	-10.73%	-17.12%	-63.10%	-10.05%	-65.50%
流动比率	1.47	1.57	1.58	1.56	1.70
速动比率	1.31	1.36	1.52	1.33	1.61
营运能力					
应收账款周转率	1.90	1.70	2.00	1.86	1.84
存货周转率	13.29	9.19	12.70	11.24	10.75
总资产周转率	0.93	0.87	0.87	0.86	0.86
每股指标(元)					
每股收益	1.41	1.04	1.08	1.16	1.26
每股经营现金流	-0.79	1.16	4.68	-3.64	5.65
每股净资产	7.00	7.52	7.72	8.31	9.01
估值比率					
市盈率	9.48	12.89	12.36	11.55	10.66
市净率	1.91	1.78	1.74	1.61	1.49
EV/EBITDA	8.45	4.21	5.76	8.21	4.22
EV/EBIT	9.61	4.85	6.32	8.96	4.59

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com