

信义山证汇通天下

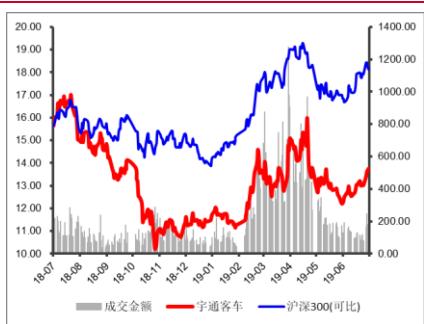
证券研究报告

汽车

报告原因：产销快报点评

2019年7月5日

公司近一年市场表现



市场数据：2019年7月5日

| | |
|--------------|-------------|
| 收盘价(元): | 13.69 |
| 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): | 303.09 |
| 总市值(亿): | 303.09 |

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

产销量同比显著提升，看好海外业务带来的业绩增量

增持

公司研究/点评报告

事件描述：公司发布2019年6月产销快报，2019年6月公司客车产销量分别为4367辆和4550辆，本年累计产销量分别为24387辆和25427辆。

事件点评

➤ **产销同比显著提升，中客表现亮眼。**整体来看，公司客车产销量大幅提升，同比均转正，月产销量分别为4367、4550辆，同比分别增长4.30%、8.63%，本年累计产销量分别为24387、25429辆，同比增速分别为-4.52%、2.62%。分车型看，大型客车、中型客车、轻型客车月产销量同比均较上月有所好转，其中中型客车6月产销量环比分别增长34.64%、33.16%，同比分别增长43.82%、54.36%。

➤ **新能源公交车补贴过渡期尚未结束，有望为公司带来部分增量。**根据2019年的新能源汽车补贴政策，2019年5月8日至2019年8月7日为新能源公交车补贴过渡期，预计新能源公交车市场在7月存在抢装，进而有望为新能源公交车带来一部分增量。但是整体看，铁路挤压客车需求、新能源补贴退坡，为客车产销带来一定压力，行业整体依然承压。

➤ **产品品系完善加高业绩安全边际，海外业务有望为公司业务提供增量。**行业层面看，城市化率不断提升，海外多个国家宣布禁售传统能源汽车时间表，新能源客车和海外业务有望为客车领域提供新的增量。公司作为客车行业龙头，大中型客车市占率领先，客车产品品系完善，叠加公司积极布局海外市场，通过多种渠道模式覆盖欧洲、独联体、美洲、非洲、亚太、中东六大区域，并在埃塞俄比亚、马来西亚、缅甸、巴基斯坦、委内瑞拉等十余个国家和地区通过KD组装方式进行本土化合作，公司有望凭借自身丰厚的技术积累和推广经验进一步拓宽市场，进而为公司提供增量。

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7月5日收盘价13.69元，公司2019-2021年PE分别为11.88/11.04/10.63，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.同比显著提升，产销表现亮眼 | 4 |
| 2.全车型同比拉升，中客表现突出 | 5 |
| 3.新能源公交车存在抢装可能，海外业务有望为公司业务提供增量..... | 7 |
| 4.盈利预测及投资建议 | 7 |
| 5.存在风险 | 8 |



图表目录

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



1. 同比显著提升，产销表现亮眼

从销量情况来看：公司客车产销量大幅提升，同比均转正，月产销量分别为 4367 辆和 4550 辆，同比分别增长 4.30% 和 8.63%，产量环比增长 1.28%，销量环比下降 2.74%；本年累计产销量分别为 24387 辆和 25429 辆，本年累计产量同比下降 4.52%，本年累计销量同比增长 2.62%。

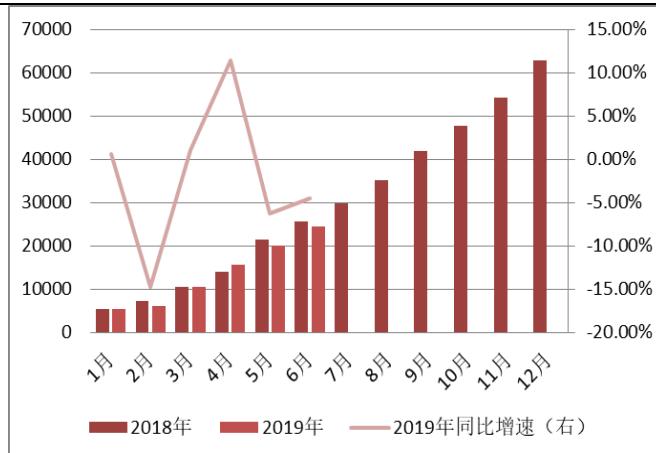
从产销比情况来看：公司 2019 年 6 月产销比为 1.04 倍，较上月有所下降，2019 年 1-6 月累计产销比为 1.04 倍，与上月持平。

图 1：公司客车月产量情况（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

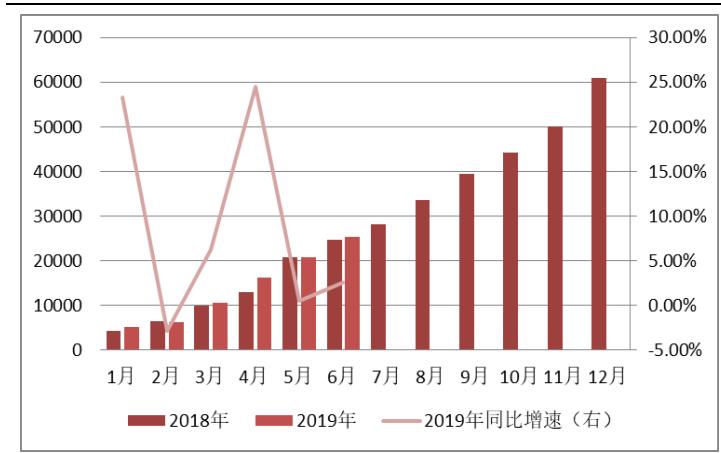
图 5：公司与行业月产量同比增速对比（%）

图 2：公司客车月销量情况（辆，%）



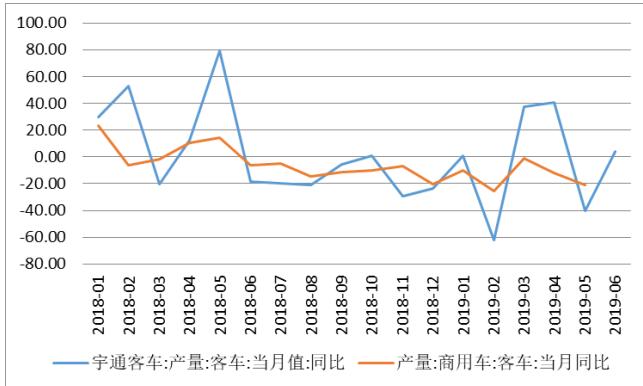
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 4：公司客车累计销量情况（辆，%）



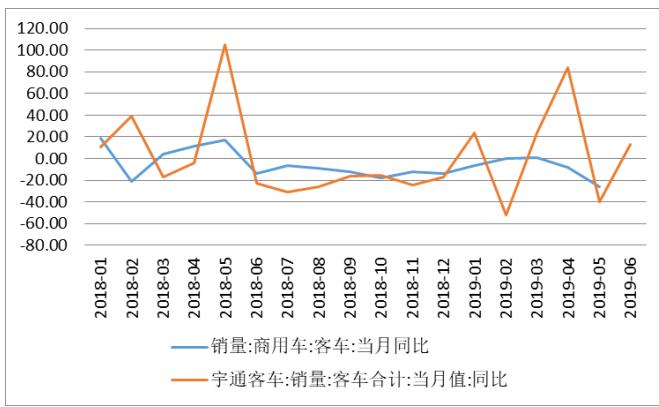
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 6：公司与行业累计产量同比增速对比（%）



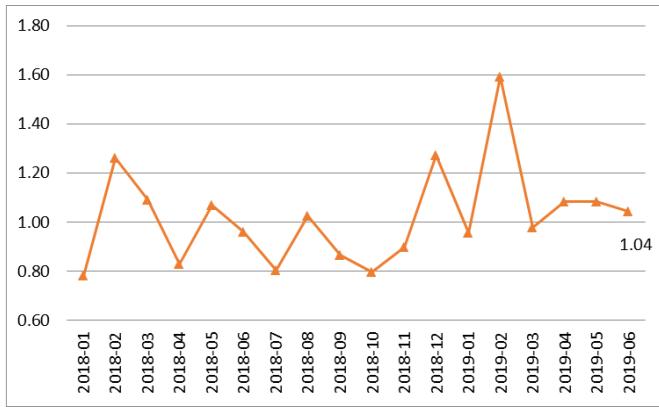
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 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）



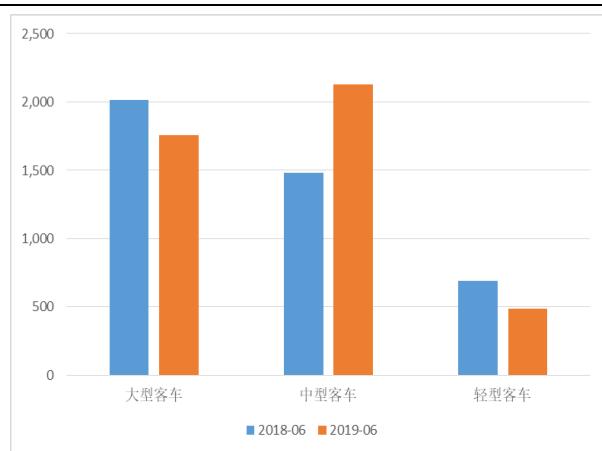
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

2.全车型同比拉升，中客表现突出

分车型看，大型客车、中型客车、轻型客车月产销量同比均较上月有所好转，其中中型客车表现尤其亮眼，6月产销量环比分别增长34.64%和33.16%，同比分别增长43.82%和54.36%。

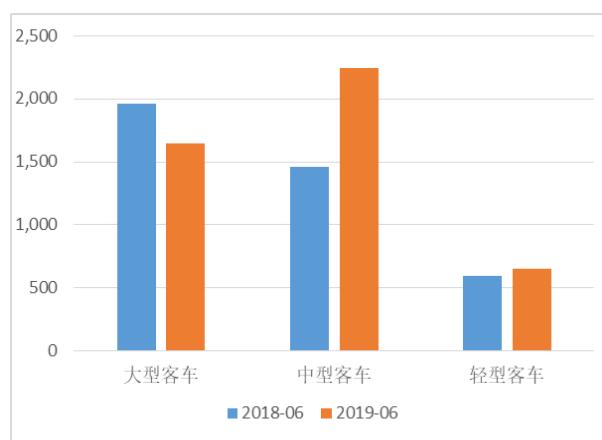


图 11：公司分车型月产量情况（辆）



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 | 1754 | -13.04 | -19.21 | 1647 | -16.18 | -27.19 |
| 中型客车 | 2130 | 43.82 | 34.64 | 2249 | 54.36 | 33.16 |
| 轻型客车 | 483 | -29.90 | -13.60 | 654 | 9.36 | -10.04 |

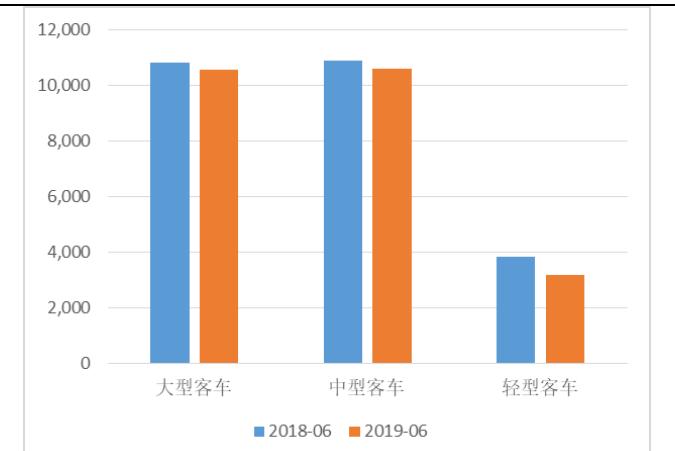
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

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 | 10565 | -2.37 | 10507 | 0.71 |
| 中型客车 | 10625 | -2.43 | 11075 | 3.93 |
| 轻型客车 | 3197 | -16.53 | 3847 | 4.23 |

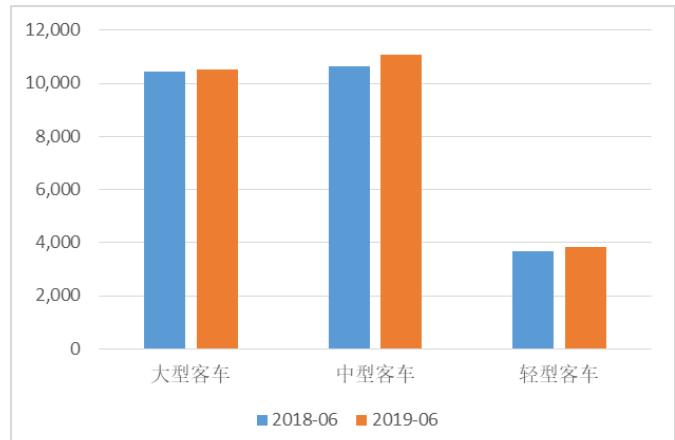
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

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

3. 新能源公交车存在抢装可能，海外业务有望为公司业务提供增量

短期：行业整体承压，新能源公交车有望为公司带来部分增量。整体看，一是高铁和私家车需求提升，挤压客车需求，二是新能源补贴退坡导致新能源客车成本及销售压力增加，客车行业整体依然承压。然而，考虑新能源公交车补贴过渡期尚未结束，根据 2019 年的新能源公交车补贴政策，2019 年 5 月 8 日至 2019 年 8 月 7 日为新能源公交车补贴过渡期，预计新能源公交车市场在 7 月存在抢装，新能源公交车有望在 7 月维持较好表现，进而为公司带来一部分增量。

长期：产品品系完善加高业绩安全边际，海外业务有望为公司业务提供增量。行业层面看，一方面城市化率不断提升，叠加最早一批的新能源公交车进入更换周期，另一方面，海外多个国家宣布禁售传统能源汽车时间表，政策推动下，欧洲地区新能源客车需求有望快速增长，我们认为新能源客车和海外业务有望为客车领域提供新的增量。而公司作为客车行业龙头，大中型客车市占率遥遥领先，客车产品品系完善，叠加公司积极布局海外市场，通过多种渠道模式覆盖欧洲、独联体、美洲、非洲、亚太、中东六大区域，并在埃塞俄比亚、马来西亚、缅甸、巴基斯坦、委内瑞拉等十余个国家和地区通过 KD 组装方式进行本土化合作，公司有望凭借自身丰厚的技术积累和推广经验进一步拓宽市场，进而为公司提供增量。

4. 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 7 月 5 日收盘价 13.69 元，公司 2019-2021 年 PE 分别为 11.88/11.04/10.63，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 | 13.17 | 11.88 | 11.04 | 10.63 |
| P/B | 1.82 | 1.86 | 1.74 | 1.63 |

数据来源：wind，山西证券研究所



5. 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。

| 资产负债表 | | | | 单位:百万元 | 利润表 | | | | 单位:百万元 |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 会计年度 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 流动资产 | | | | | 营业收入 | 31745.8 | 32761.7 | 34137.7 | 35298.4 |
| 现金 | 2,912.0 | 5,553.7 | 3,931.8 | 4,071.1 | 营业成本 | 23706.1 | 25062.7 | 26115.3 | 27003.3 |
| 应收账款 | 18,624.0 | 17,110.3 | 18,832.4 | 19,538.7 | 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 | 36,799.0 | 37,023.1 | 38,341.6 | 39,896.4 | 利润总额 | 2546.5 | 3041.0 | 3268.4 | 3395.0 |
| 流动负债 | 17,775.3 | 18,426.4 | 18,780.9 | 19,305.3 | 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 | 10,040.7 | 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 | 20,042.9 | 20,621.4 | 20,769.0 | 21,101.5 | | | | | |
| 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 | 12,144.4 | 12,986.8 | 14,031.1 | 15,199.6 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 16,640.9 | 16,266.2 | 17,399.7 | 18,579.8 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 36,799.0 | 37,035.7 | 38,350.5 | 39,898.0 | | | | | |
| 现金流量表 | | | | 单位:百万元 | 主要财务比率 | | | | |
| 会计年度 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 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 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 2,328.4 | 2,552.0 | 2,744.4 | 2,850.8 | 营业收入 | -4.44% | 3.20% | 4.20% | 3.40% |
| 折旧摊销 | 666.0 | 320.0 | 314.7 | 309.8 | 营业利润 | -31.47% | 16.44% | 7.91% | 4.08% |
| 财务费用 | 140.0 | -62.2 | -70.0 | -58.9 | 归属于母公司净利润 | -26.45% | 10.89% | 7.54% | 3.88% |
| 投资损失 | -111.4 | -61.7 | -86.5 | -86.5 | 获利能力 | | | | |
| 营运资金变动 | 788.7 | 2,527.1 | -3,008.7 | -1,418.5 | 毛利率(%) | 25.33% | 23.50% | 23.50% | 23.50% |
| 其他经营现金流 | -1,233.9 | 205.6 | -28.9 | 28.9 | 净利率(%) | 7.25% | 7.79% | 8.04% | 8.08% |
| 投资活动现金流 | -152.8 | 210.9 | -15.4 | 104.7 | ROE(%) | 13.90% | 15.75% | 15.80% | 15.35% |
| 资本支出 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | ROIC(%) | 21.65% | 20.54% | 29.06% | 23.42% |
| 长期投资 | -9.1 | 120.3 | -77.2 | 11.4 | 偿债能力 | | | | |
| 其他投资现金流 | -143.7 | 90.5 | 61.8 | 93.4 | 资产负债率(%) | 54.47% | 55.68% | 54.16% | 52.89% |
| 筹资活动现金流 | -1,554.0 | -1,870.6 | -1,536.4 | -1,613.2 | 净负债比率(%) | 100.46% | 88.01% | 94.74% | 88.64% |
| 短期借款 | -765.1 | -5.0 | 0.0 | 0.0 | 流动比率 | 1.57 | 1.57 | 1.62 | 1.67 |
| 长期借款 | -2.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 速动比率 | 1.35 | 1.40 | 1.42 | 1.47 |
| 普通股增加 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 营运能力 | | | | |
| 资本公积增加 | 0.0 | -213.3 | 89.1 | 11.7 | 总资产周转率 | 0.87 | 0.89 | 0.91 | 0.90 |
| 其他筹资现金流 | -786.5 | -1,652.4 | -1,625.5 | -1,624.8 | 应收账款周转率 | 1.83 | 1.96 | 2.01 | 1.95 |
| 现金净增加额 | 871.1 | 3,821.1 | -1,686.7 | 117.2 | 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 | 1.15 | 1.24 | 1.29 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.16 | 2.48 | -0.1 | 0.73 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 7.52 | 7.35 | 7.86 | 8.39 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 13.2 | 11.9 | 11.0 | 10.6 |
| | | | | | P/B | 1.8 | 1.9 | 1.7 | 1.6 |
| | | | | | EV/EBITDA | 4.40 | 7.47 | 7.48 | 7.15 |

注：对应 2019 年 7 月 5 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

