

宇通客车(600066)/汽车

行业景气度回升、市场加速出清, 公司有望充分受益

评级: 增持(维持)

市场价格: 11.74

分析师 苏晨

执业证书编号: S0740519050003

Email: suchen@r.qlzq.com.cn

分析师 陈传红

执业证书编号: S0740519120001

Email: chench@r.qlzq.com.cn

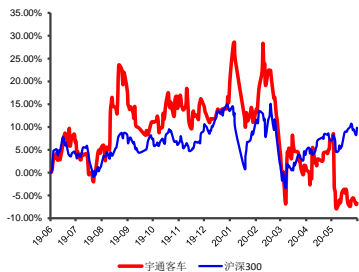
分析师 戴仕远

执业证书编号: S0740518070006

Email: daishiyuan@r.qlzq.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股) | 2213.9 |
| 流通股本(百万股) | 2213.9 |
| 市价(元) | 11.74 |
| 市值(百万元) | 25992 |
| 流通市值(百万元) | 25992 |

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

| 指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|---------|---------|--------|--------|-------|
| 营业收入(百万元) | 31746 | 30479 | 30327 | 32776 | 35031 |
| 增长率 yoy | -4.44% | -3.99% | -0.50% | 8.08% | 6.88% |
| 净利润 | 2301 | 1940 | 1796 | 2040 | 2244 |
| 增长率 yoy | -26.45% | -15.70% | -7.41% | 13.58% | 9.97% |
| 每股收益(元) | 1.04 | 0.88 | 0.81 | 0.92 | 1.01 |
| 每股现金流量 | 0.69 | 2.48 | (0.49) | 0.57 | 1.00 |
| 净资产收益率 | 0.14 | 0.11 | 0.11 | 0.12 | 0.13 |
| P/E | 11.47 | 13.60 | 14.69 | 12.93 | 11.76 |
| PEG | (2.90) | 2.73 | (0.87) | (3.28) | 2.36 |
| P/B | 1.59 | 1.50 | 2.06 | 1.87 | 1.67 |

备注: 股价取自 2020 年 6 月 17 日收盘价

投资要点

- 大中客: 替代效应退去、行业需求企稳, 销量有望从 13.4 万辆重回 18 万辆。**受“公铁竞争”、私家车分流影响, 座位客车市场萎缩, 受座位客车萎缩影响, 行业整体销量承压, 2016 年行业销量达到顶峰 18.9 万辆, 2017-2019 年持续下滑, 2019 年销量为 13.4 万辆。随着替代效应退去, 座位客车市场将趋稳。随着经济发展、城市化推进以及基础设施建设完善, 公交客车、旅游车、团体班车、公路客运车需求将逐步提升, 我们预计 2025 年我国城市公交+公路运营客车保有量将达 140 万辆左右, 销量中枢为 18 万辆左右。
- 新能源补贴后期, 市场加速出清, 龙头持续受益, 公司市占率有望提升至 40%。**新能源客车 2015 年进入成长期以来, 过度的补贴吸引了众多参与者进入电动客车市场。随着行业进入补贴后期、市场出清, 尾部企业有望加速淘汰, 份额将向龙头集中。2019 年宇通客车在大中客市场中的市占率为 37.1%, 同比提升 2.6PCT; 2019 年公司在新能源客车市场中的市占率为 27.2%, 同比提升 3.3PCT。我们预计 2025 年市场出清, 大中客市场公司市占率有望达到 40%, 销量有望从 2019 年的 5.0 万辆提升至 7.2 万辆左右。
- 龙头地位稳固, 核心竞争力突出。**1) 2004 年 12 月底 MBO 完成后, 公司治理结构持续改善, 经营效率持续提升。2004 年-2019 年, 公司营业收入 CAGR 为 14.6%, 归母净利润 CAGR 为 21.2%。2) 公司持续投入研发, 2019 年研发支出为 17.7 亿元, 处于行业前列。当前公司研发人员人均专利数量均名列行业前茅。3) 渠道方面, 公司将国内销售按照区域划分为 21 个经营大区以及高端产品及新兴市场销售管理部, 实现对全国所有市县的深层有效覆盖。售后服务方面, 国内公司拥有服务团队 600 人、自建 13 家独资中心站、特约服务网点 1900 余家, 海外公司拥有 201 家授权服务站或服务公司、320 个授权服务点、服务半径 150 公里。4) 公司产品规模大、规模优势明显, 通过精益达零部件自制率高, 公司制造环节成本远低于行业平均。2019 年公司销售毛利率为 24.3%, 高于行业平均 6.8PCT; 销售净利率为 6.4%, 高于行业平均 4.4PCT。
- 中长期: 公司稳态利润有望超 30 亿元。**随着国内大中客市场企稳回升, 中长期大中客销量有望达 18 万辆。同时随着新能源进入补贴后期, 尾部企业出清, 公司在新能源市场市占率有望提升。根据我们对行业销量与公司市占率的分析, 我们预计中长期稳态情况下公司净利润有望超 30 亿元。
- 盈利预测与估值建议:** 随着大中客市场行业景气度回升, 以及新能源补贴进入后期市场出清公司市占率提升, 公司盈利能力有望持续增强。我们预计公司 2020/2021/2022 年净利润为 17.96/20.40/22.44 亿元, 对应 EPS 为 0.81/0.92/1.01 元。公司当前 PB 为 1.7 倍, 历史底部为 1.5 倍, 估值处于历史中低位置, 给予“增持”评级。
- 风险提示:** 新能源汽车补贴政策调整、风险三电成本下降幅度不及预期、新能源存量市场过大引起安全问题导致政策收紧。

内容目录

| | |
|-------------------------------|--------|
| 大中客：替代效应进入尾声，行业需求企稳..... | - 5 - |
| 座位客车市场萎缩，行业销量承压..... | - 5 - |
| 替代效应逐步褪去，销量有望回升至中枢 18 万辆..... | - 6 - |
| 新能源客车补贴后期，市场加速出清、龙头持续受益..... | - 9 - |
| 公司中长期稳态利润有望超 30 亿元..... | - 12 - |
| 龙头地位稳固，核心竞争力突出..... | - 12 - |
| 中长期：公司稳态利润有望超 30 亿元..... | - 15 - |
| 盈利预测与估值建议..... | - 17 - |
| 风险提示..... | - 19 - |

图表目录

| | |
|--|--------|
| 图表 1: 2019 年我国大中客销量结构 (辆)/按地区..... | - 5 - |
| 图表 2: 2019 年我国大中客销量结构 (辆)/按用途..... | - 5 - |
| 图表 3: 我国旅客周转量 (亿人公里) | - 5 - |
| 图表 4: 公路客运周转量 (亿人公里)、增速..... | - 5 - |
| 图表 5: 我国大中客销量 (万辆)、增速..... | - 6 - |
| 图表 6: 公交、座位客车销量 (含出口) /万辆..... | - 6 - |
| 图表 7: 公路运营客车保有量 (万辆)、增速..... | - 6 - |
| 图表 8: 我国座位客车销量 (万辆)、增速 | - 6 - |
| 图表 9: 我国城市公交保有量 (万辆)、增速..... | - 6 - |
| 图表 10: 我国公交客车销量 (万辆)、增速 | - 6 - |
| 图表 11: “公交优先”政策梳理..... | - 7 - |
| 图表 12: 我国城市化率比发达国家低 25%左右 | - 7 - |
| 图表 13: 城市每万人拥有公交量持续提升 | - 7 - |
| 图表 14: 城市公交车、公路运营客车保有量 (万辆) | - 8 - |
| 图表 15: 我国大中客销量 (万辆) | - 8 - |
| 图表 16: 新能源客车销量 (万辆) | - 9 - |
| 图表 17: 新能源客车销量构成 (辆) | - 9 - |
| 图表 18: 2015 年 6-8 米的纯电动客车补贴出现过度问题..... | - 9 - |
| 图表 19: 宇通客车新能源补贴总额持续下降/亿元 | - 10 - |
| 图表 20: 宇通客车新能源单车补贴额持续下降/万元..... | - 10 - |
| 图表 21: 新能源大中客成本估算 (万元) | - 10 - |
| 图表 22: 2025 年新能源产品售价有望和传统车持平..... | - 10 - |
| 图表 23: 大中客行业集中度 (CR3) | - 11 - |
| 图表 24: 新能源客车行业集中度 (CR3) | - 11 - |
| 图表 25: 宇通客车大中客市占率..... | - 11 - |
| 图表 26: 宇通客车新能源客市占率..... | - 11 - |
| 图表 27: 宇通客车与实际控制人产权与控制关系图 (2019 年年报) | - 12 - |
| 图表 28: 公司营业收入 (亿元)、增速..... | - 12 - |
| 图表 29: 公司归母净利润 (亿元)、增速..... | - 12 - |
| 图表 30: 宇通客车专利及软著统计表..... | - 13 - |
| 图表 31: 公司研发支出处于行业第一 (亿元) | - 13 - |
| 图表 32: 主要客车企业经销商及服务网络..... | - 13 - |

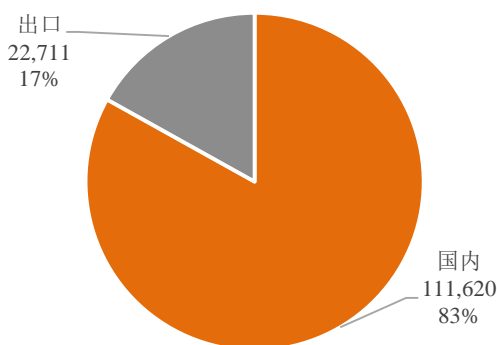
| | |
|------------------------------------|--------|
| 图表 33: 宇通客车国内服务体系..... | - 14 - |
| 图表 34: 宇通客车全球服务体系..... | - 14 - |
| 图表 35: 主要客车汽车销售毛利率..... | - 14 - |
| 图表 36: 主要客车汽车销售净利率..... | - 14 - |
| 图表 37: 宇通客车 2019 年销量 (万辆)、市占率..... | - 15 - |
| 图表 38: 宇通客车稳态利润测算..... | - 15 - |
| 图表 39: 宇通客车历史 PE-Bands (TTM)..... | - 17 - |
| 图表 40: 宇通客车历史 PB-Bands (LF)..... | - 17 - |
| 图表 41: 可比上市公司估值 (20200617)..... | - 17 - |
| 图表 42: 宇通客车业务分拆表 (亿元)..... | - 18 - |
| 图表 43: 财务摘要 (万元)..... | - 20 - |

大中客：替代效应进入尾声，行业需求企稳

座位客车市场萎缩，行业销量承压

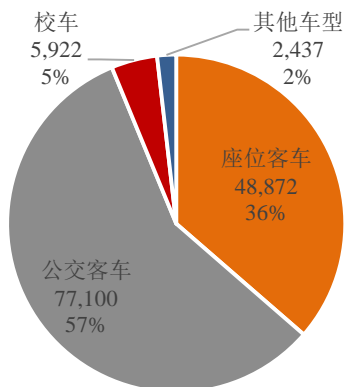
- 大中客市场以**公交客车、座位客车**为主。2019年我国大中客销售13.43万辆，其中国内11.62万辆、出口2.27万辆。按用途分类，我国大中客市场主要有**公交客车、座位客车、校车**三大市场，其中**公交客车、座位客车**占据了93%的市场。其他客车主要有**机场摆渡车、卫生医疗车、通讯指挥车、房车**等，市场需求稳步提升，其中**房车**等车型保持较快的增长趋势。

图表 1: 2019 年我国大中客销量结构 (辆)/按地区



来源：公司公告、中泰证券研究所

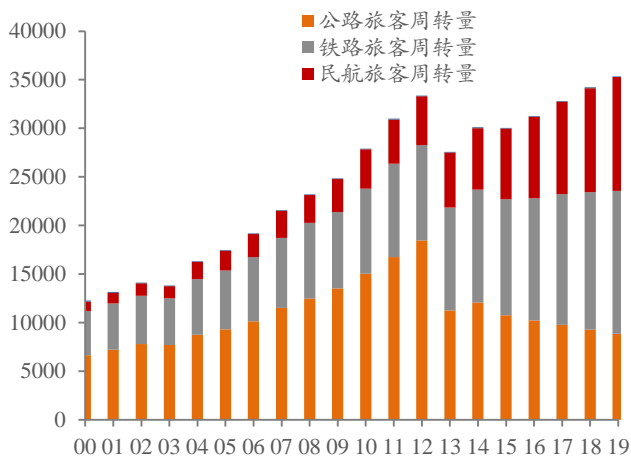
图表 2: 2019 年我国大中客销量结构 (辆)/按用途



来源：公司公告、中泰证券研究所

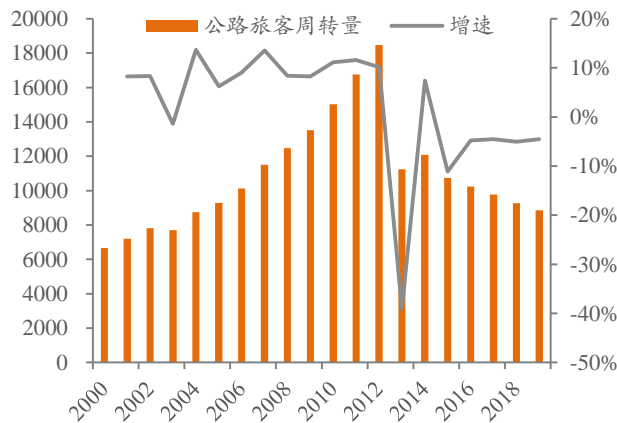
- 受“**公铁竞争**”、**私家车**分流影响，**座位客车**市场萎缩。高铁分流了重合路线的中长途班线客运客流，私家车的普及也冲击了中短途客运，座位客车市场逐年萎缩。从指标上看，随公路客运周转量在2012年达到行业顶峰18468亿人公里，在我国旅客周转量中占比达到55.3%。从2013年开始公路客运周转量迅速下降，2019年公路客运周转量为8857亿人公里，在旅客周转量中占比为25.1%。

图表 3: 我国旅客周转量 (亿人公里)



来源：WIND、中泰证券研究所

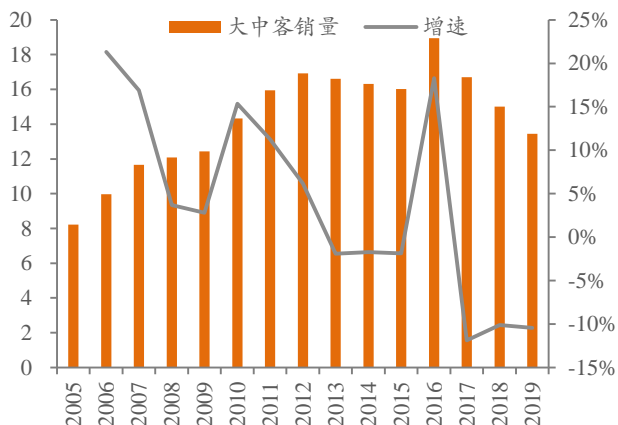
图表 4: 公路客运周转量 (亿人公里)、增速



来源：WIND、中泰证券研究所

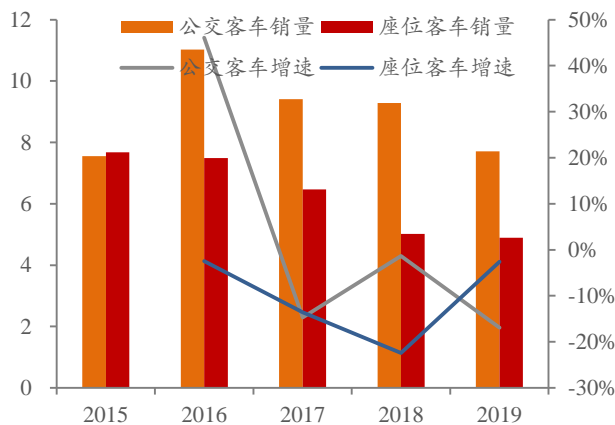
- **大中客行业销量承压。**受座位客车萎缩影响，行业整体销量承压。2016年行业销量达到顶峰 18.9 万辆，2017-2019 年持续下滑，2019 年销量为 13.4 万辆。

图表 5: 我国大中客销量(万辆)、增速



来源: 中客网、中泰证券研究所

图表 6: 公交、座位客车销量(含出口)1万辆

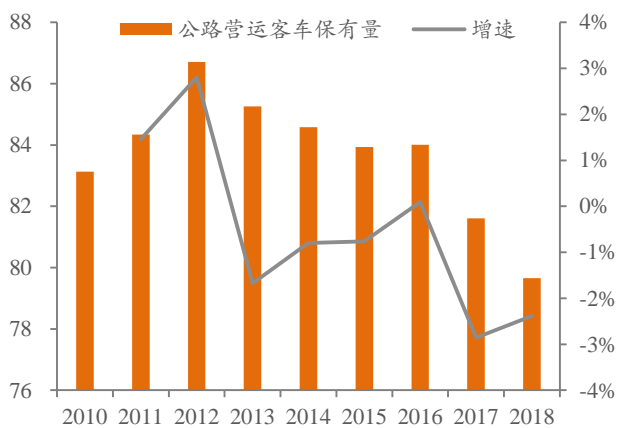


来源: 中国客车统计信息网、中泰证券研究所

替代效应逐步褪去, 销量有望回升至中枢 18 万辆

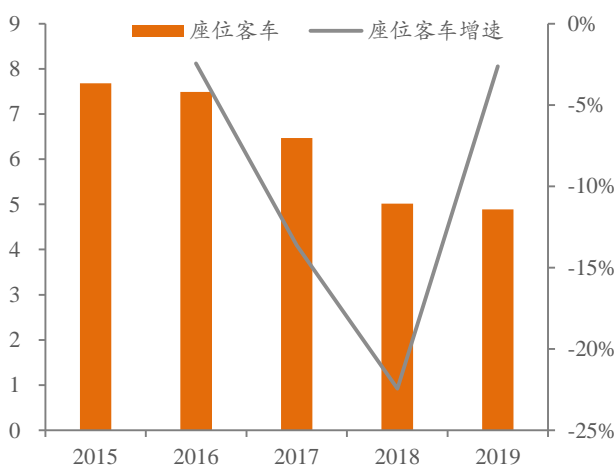
- **替代效应逐步褪去, 座位客车市场趋稳。**从保有量来看, 经历了几年的下滑, 公路运营载客车保有量从 2012 年顶峰的 86.7 万辆下滑为 2018 年的 79.7 万辆。随着替代效应进入尾声, 座位客车市场将趋稳, 销量有望企稳回升。

图表 7: 公路运营客车保有量(万辆)、增速



来源: 国家统计局、中泰证券研究所

图表 8: 我国座位客车销量(万辆)、增速

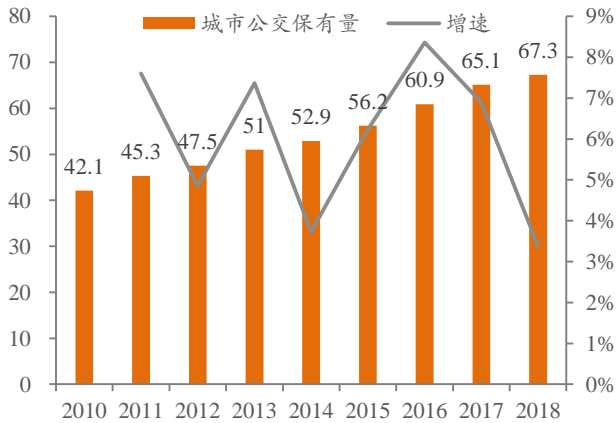


来源: 公司公告、中泰证券研究所

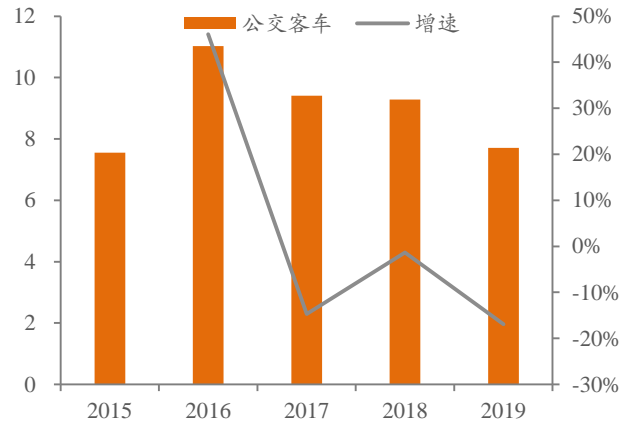
- **客车是公共交通的重要组成部分。**公共交通是满足人民群众基本出行需求的重要方式, 是政府应当提供的基本公共服务和重大民生工程。客车是扩大交通多样化、一体化的重要组成部分。

图表 9: 我国城市公交保有量(万辆)、增速

图表 10: 我国公交客车销量(万辆)、增速



来源：国家统计局、前瞻产业研究院、中泰证券研究所



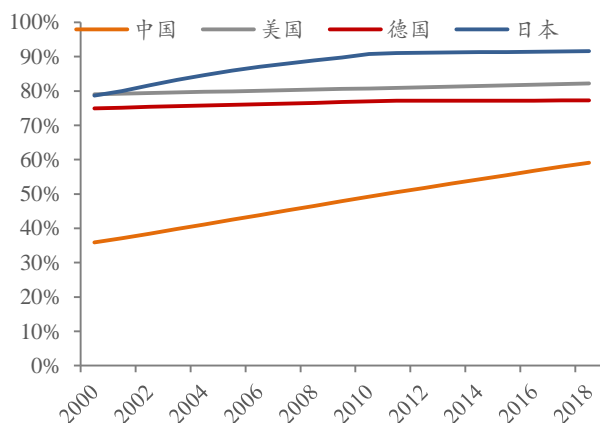
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 11：“公交优先”政策梳理

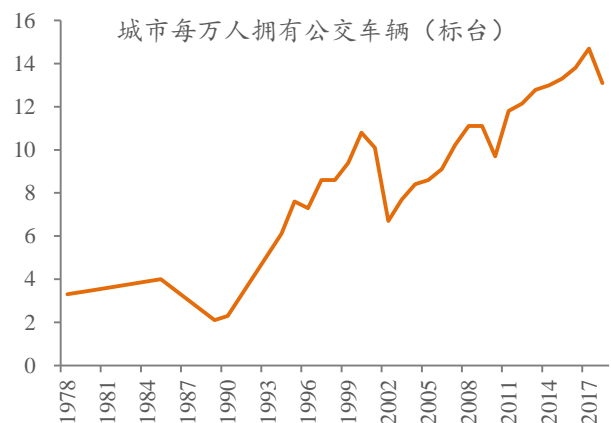
| 时间 | 相关政策 |
|--------|--|
| 八十年代 | 提出“公交优先”的交通政策 |
| 1995 年 | 国家建设部、财政部等在北京召开研讨会，总结性文件《北京宣言：中国城市交通发展战略》，提出来优先发展公共交通等缓解城市交通的基本原则和重要途径 |
| 2005 年 | 《关于优先发展城市公共交通的意见》，提出“优先发展公共交通符合城市发展和交通的实际，是贯彻落实科学发展观和建设节约型社会的重要举措。 |
| 2012 年 | 《国务院关于城市优先发展公共交通的指导意见》提出“深入贯彻落实科学发展观，加快转变城市交通发展方式，突出城市公共交通的公益属性，将公共交通发展放在城市交通发展的首要位置，着力提升城市公共交通保障水平。 |
| 2017 年 | 《城市公共汽车和电车客运管理规定》颁布实施，加快推动城市公共交通理发，争取早日出台《城市公共交通管理条例》 |
| 2019 年 | 《城市公共交通管理条例(征求意见稿)》出台 |

来源：国务院、财政部、中泰证券研究所

- 城市公交需求仍有提升空间。**随着城市化率提升，对公交车辆的需求逐年提升。此外，随着整体规划调控完善以及基础设施建设加快，我国城市公交保有量逐年提升，2018 年我国城市每万人拥有公交车 13.08 辆。随着城市化水平持续提升以及城市公交系统完善，城市公交需求仍将提升。

图表 12：我国城市化率比发达国家低 25% 左右


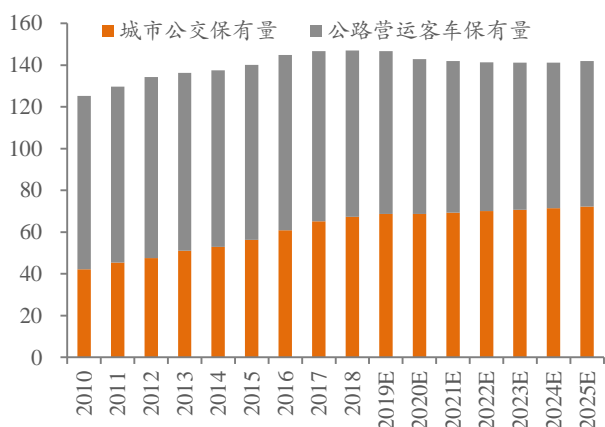
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 13：城市每万人拥有公交量持续提升


来源：WIND、中泰证券研究所

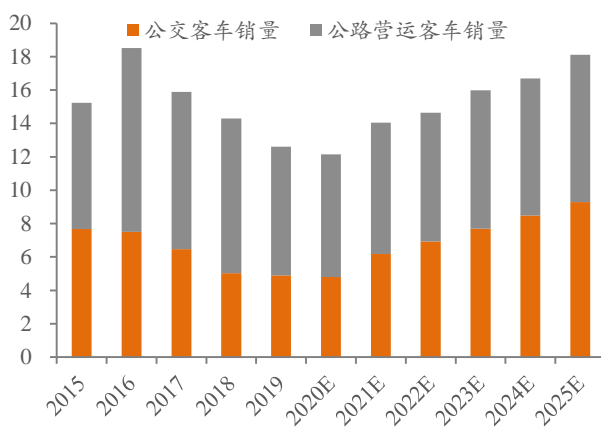
- 保有量企稳，销量有望提升至中枢 18 万辆。**我国大中客销量在 2017 年达到顶峰 18.9 万辆，2019 年销量仅为 13.4 万辆。随着“公转铁”以及私家车替代效应褪去以及新能源透支的需求逐步消化，我们认为销量有望重回 18 万辆。（1）2018 年我国城市公交车保有量约为 67.3 万辆，随着城市化率提升，随着整体规划调控完善以及基础设施建设加快，对公交车辆的需求逐年提升。我们预计 2025 年城市公交车保有量将达到 72 万辆左右，按照八年的更换周期计算，每年的更新需求将达到 9 万辆。（2）2018 年我国公路营运客车的保有量为 79.7 万辆，随着公铁竞争以及私家车对公路车的替代效应结束，我们预计 2025 年营运公交保有量有望稳定在 70 万辆，按照营运证八年的使用寿命计算，公路车中长期内销量有望回到 8.8 万辆左右。（3）据此计算，2025 年我国城市公交+公路运营客车保有量将达 140 万辆左右，销量中枢为 18 万辆左右。

图表 14：城市公交车、公路营运客车保有量（万辆）



来源：国家统计局、中泰证券研究所

图表 15：我国大中客销量（万辆）

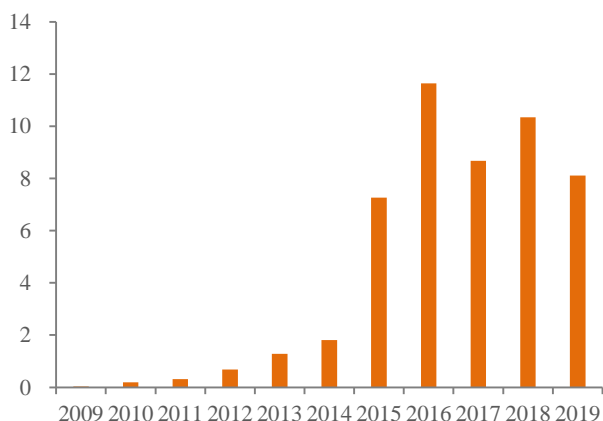


来源：中客网、中泰证券研究所

新能源客车补贴后期，市场加速出清、龙头持续受益

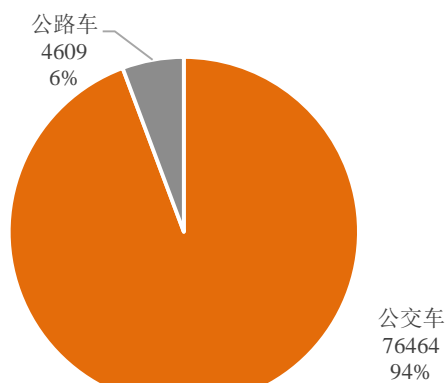
- **新能源客车始于“十城千辆”，主要集中在公交领域。**从2009年推出的新能源“十城千辆”计划开始，新能源客车2015年进入成长期。大中型电动客车基本都是公交用途，当前公交客车销量基本实现电动化。

图表 16: 新能源客车销量 (万辆)



来源：慧眼看车、中泰证券研究所 备注：五米以上客车

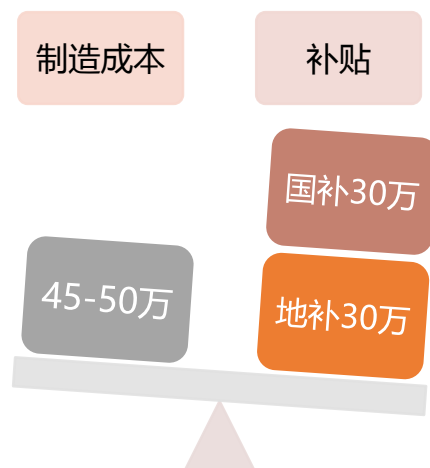
图表 17: 新能源客车销量构成 (辆)



来源：慧眼看车、中泰证券研究所 备注：五米以上客车

- **新能源补贴吸引了众多参与者。**以6-8米的纯电动客车为例，2015年国补加地补共计60万元，远超制造成本。过度的补贴吸引了众多参与者进入电动客车市场，以及导致了骗补、产品质量等问题。

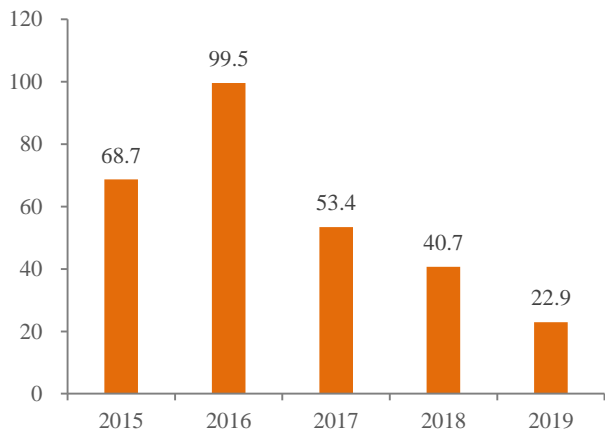
图表 18: 2015年6-8米的纯电动客车补贴出现过度问题



来源：财政部、中泰证券研究所

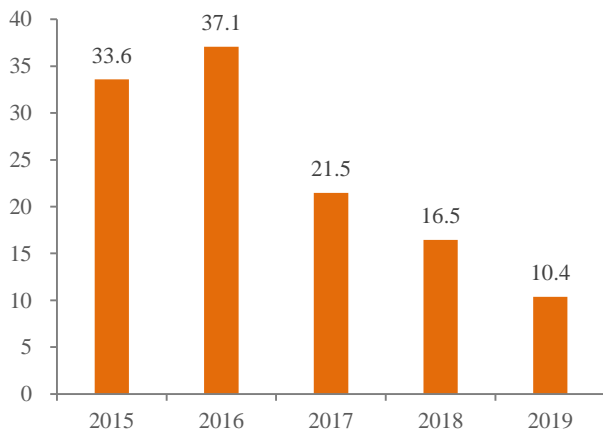
- **行业进入补贴后期。**以宇通客车为例，新能源客车单车补贴在 2015 年达到顶峰 37.1 万元，随着技术进步与成本下降，行业对补贴的依赖降低，2019 年平均单车补贴为 10.4 万元，行业进入补贴后期。

图表 19: 宇通客车新能源补贴总额持续下降/亿元



来源：公司公告、中泰证券研究所

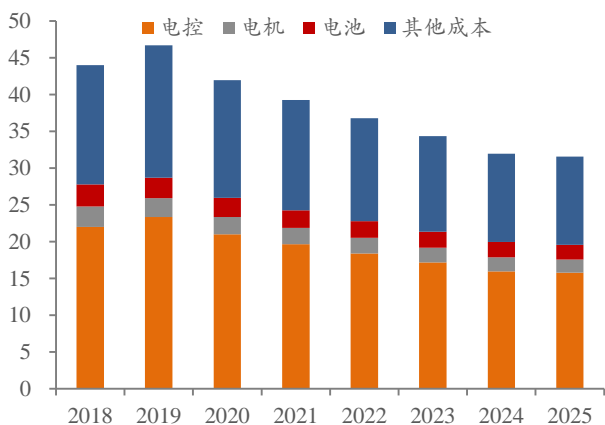
图表 20: 宇通客车新能源单车补贴额持续下降/万元



来源：公司公告、中泰证券研究所

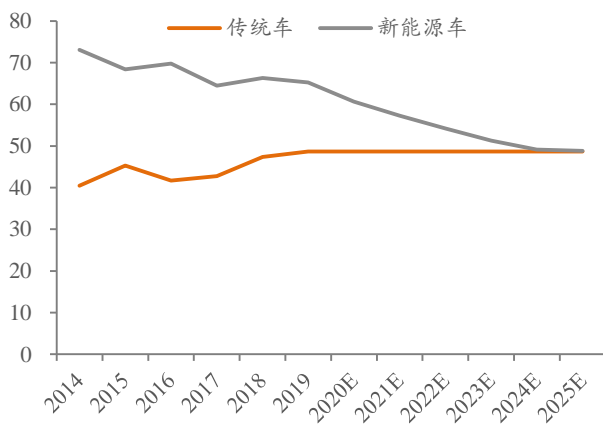
- **2025 年新能源客车有望实现平价。**以宇通客车为例，2019 年传统大中客车均价约为 50 万元，新能源产品约为 65 万元。随着三电成本持续下降，2025 年左右两者有望实现平价。随着行业进入补贴后期、市场出清，尾部企业有望加速淘汰，份额将向龙头集中。

图表 21: 新能源大中客成本估算 (万元)



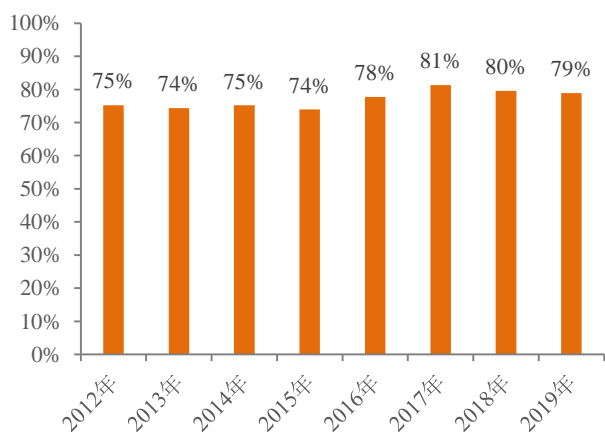
来源：公司公告、中泰证券研究所 备注：以宇通客车为例

图表 22: 2025 年新能源产品售价有望和传统车持平

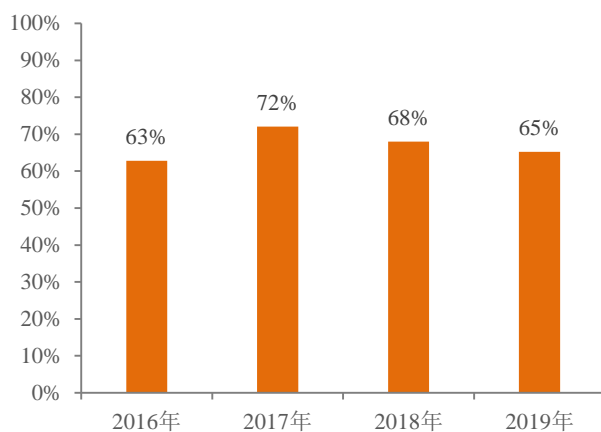


来源：公司公告、中泰证券研究所 备注：以宇通客车为例

- **行业集中度有望持续提升。**从行业集中度来看，传统大中客行业 CR3 为 79%，新能源客车行业 CR3 仅为 65%。随着行业进入补贴后期，新能源客车与传统客车平价，政策对行业扰动逐渐退出，尾部企业有望持续淘汰，龙头企业新能源份额将持续提升。

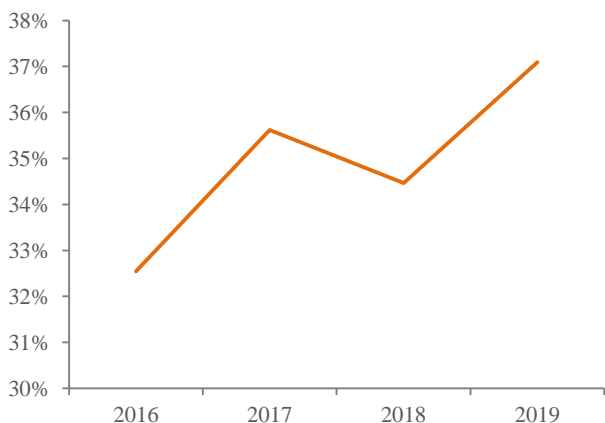
图表 23: 大中客行业集中度 (CR3)


来源: 中客网、中泰证券研究所

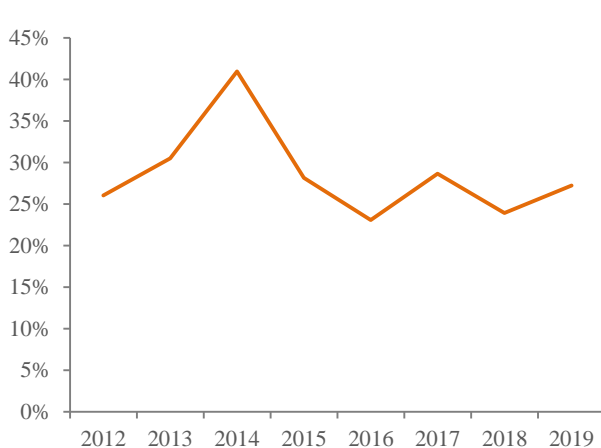
图表 24: 新能源客车行业集中度 (CR3)


来源: 第一商用车网、中泰证券研究所

- 新能源客车市场出清、集中度提升, 公司市占率有望进一步提升。**2019年宇通客车在大中客市场中的市占率为 37.1%, 同比提升 2.6PCT; 2019年公司在新能源客车市场中的市占率为 27.2%, 同比提升 3.3PCT。公司新能源大中客市占率远低于公司传统大中客市占率, 随着新能源补贴退坡, 政策对行业扰动减弱, 新能源客车市场尾部企业将出清, 行业集中度将进一步提升。公司层面, 公司作为大中客龙头企业, 产品竞争力强、渠道优势明显、售后服务能力强、技术研发实力强, 市占率有望进一步提升。

图表 25: 宇通客车大中客市占率


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 26: 宇通客车新能源客市占率


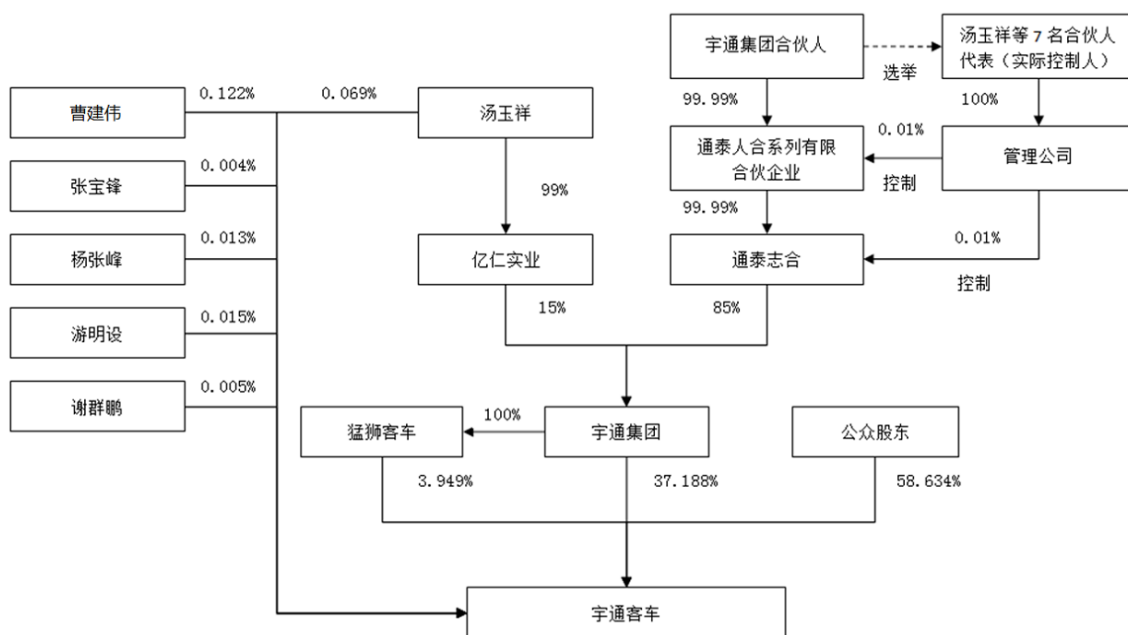
来源: 公司公告、慧眼看车、第一商用车网、中泰证券研究所

公司中长期稳态利润有望超 30 亿元

龙头地位稳固，核心竞争力突出

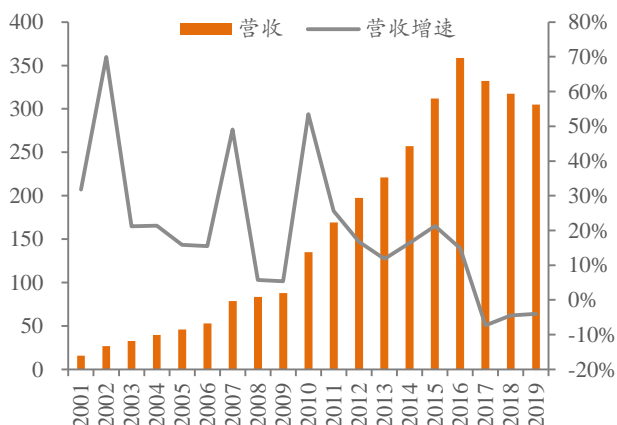
- **管理层持股，公司治理稳定。**公司于 2004 年 12 月底完成 MBO，董事长等 7 名合伙人通过宇通集团控股公司。MBO 完成后，公司治理结构持续改善，经营效率持续提升。2004 年-2019 年，公司营业收入 CAGR 为 14.6%，归母净利润 CAGR 为 21.2%。

图表 27: 宇通客车与实际控制人产权与控制关系图 (2019 年年报)



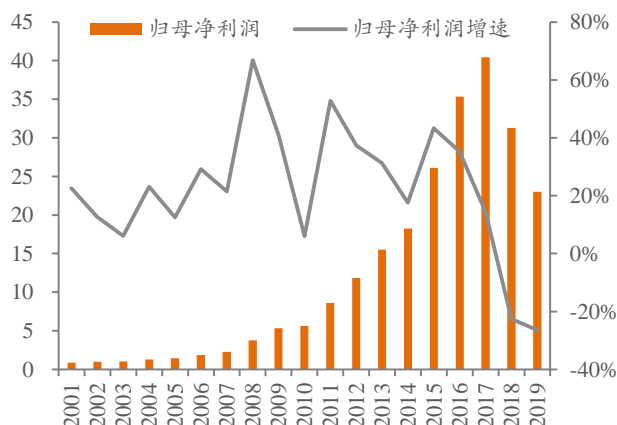
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 28: 公司营业收入 (亿元)、增速



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 29: 公司归母净利润 (亿元)、增速



来源：WIND、中泰证券研究所

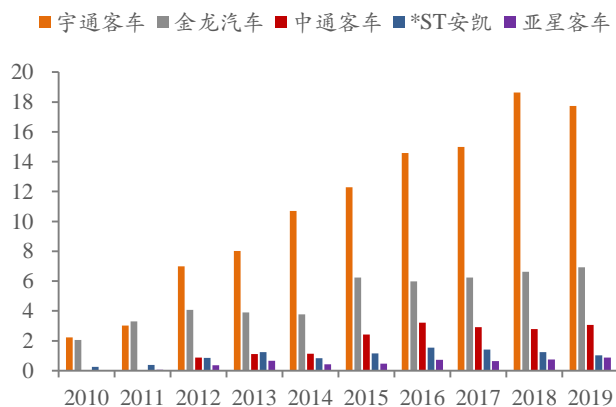
- **研发持续投入，技术储备强。**公司持续投入研发，2019 年研发支出为 17.7 亿元，处于行业前列。公司 2007 年成立新能源客车项目组，2009 年成立新能源技术部。研发队伍涵盖动力系统匹配与集成、整车控制、电机及控制系统、电池及管理、电气安全、整车及零部件实验验证等技术方向，当前公司研发人员人均专利数量均名列行业前茅。

图表 30：宇通客车专利及软著统计表



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 31：公司研发支出处于行业第一（亿元）



来源：WIND、中泰证券研究所

- **渠道优势强，售后服务能力强。**渠道方面，公司将国内销售按照区域划分为 21 个经营大区（公交 7 个，非公交 14 个）以及高端产品及新兴市场销售管理部，共设直销人员 610 余人，实现对全国所有市县的深层有效覆盖。售后服务方面，国内，公司拥有行业内专业的一线市场服务团队，总人数达 600 人，全国自建 13 家独资中心站，特约服务网点 1900 余家。海外，公司拥有 201 家授权服务站或服务公司，320 个授权服务点，服务半径 150 公里。

图表 32：主要客车企业经销商及服务网络

| | 宇通 | 中通 | 金龙 |
|--------|---------|-------|------------|
| 合约经销商 | 232 | | 200 余家（轻客） |
| 特约服务网点 | 1900 余家 | 500 | 1300 余家 |
| 配件经销商 | 180 余家 | 60 余家 | 200 余家 |

来源：各公司官网、公司公告、中泰证券研究所

图表 33: 宇通客车国内服务体系



来源: 公司公告、中泰证券研究所

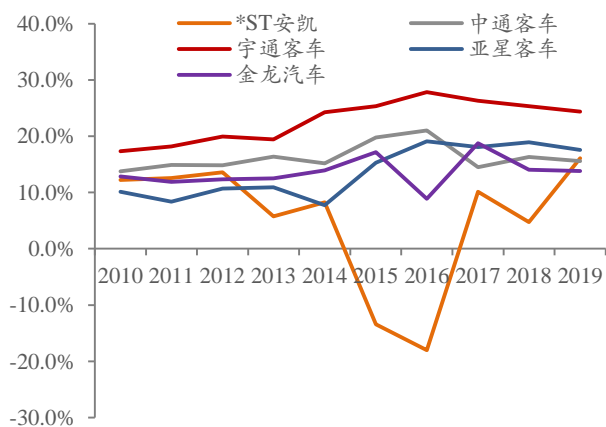
图表 34: 宇通客车全球服务体系



来源: 公司公告、中泰证券研究所

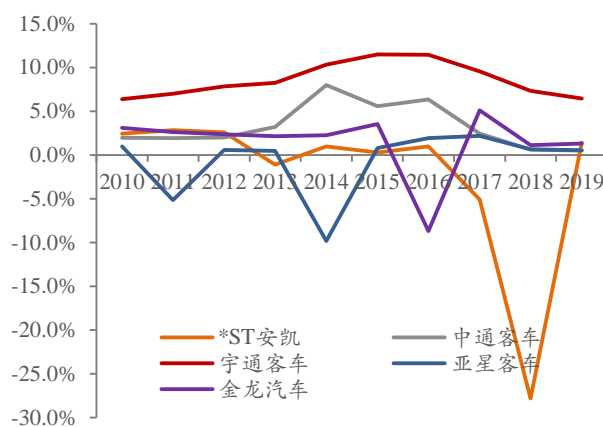
- **成本控制能力一流，盈利能力强。**公司产品规模大、规模优势明显，此外通过精益达零部件自制率高，公司制造环节成本远低于行业平均。2019年公司销售毛利率为24.3%，高于行业平均6.8PCT；销售净利率为6.4%，高于行业平均4.4PCT。

图表 35: 主要客车汽车销售毛利率



来源: WIND、中泰证券研究所

图表 36: 主要客车汽车销售净利率

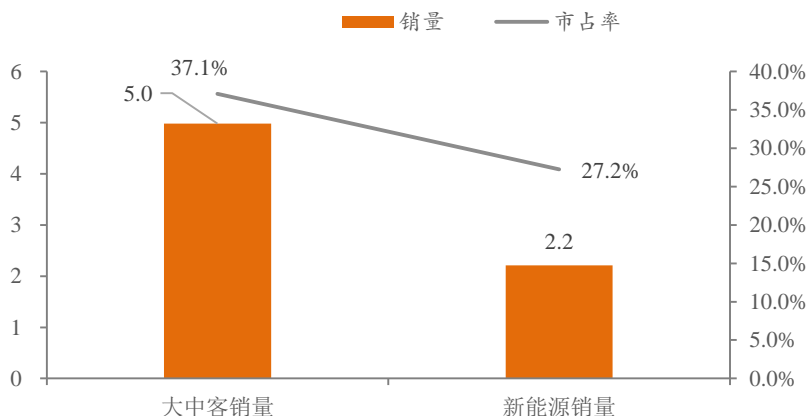


来源: WIND、中泰证券研究所

中长期：公司稳态利润有望超 30 亿元

- 公司大中客销量有望达 7.2 万辆。随 2019 年在大中客市场市占率为 37%，在新能源客车市占率为 27%。我们认为随着新能源进入补贴后期，尾部企业出清，假设公司在大中客市占率提升到 40%，按照稳态 18 万辆的销量（含出口）计算，预计公司大中客销量有望达到 7.2 万辆。

图表 37：宇通客车 2019 年销量（万辆）、市占率



来源：中公司公告、泰证券研究所

- 公司中长期稳态利润有望超 30 亿元。核心假设：1) 我们预计在 2025 年左右行业达到相对稳态的情况。一方面替代效应褪去，大中客市场企稳，销量达到 18 万辆左右；另一方面，新能源客车行业出清，公司市占率稳定在 40% 左右。2) 根据前文我们对新能源客车三电成本的估算，我们预计 2025 年左右电动车实现和传统车平价，假设单价为 50 万元。3) 按照大中客 18 万辆的销量（含出口）、公司市占率达到 40% 计算，公司大中客年销量约为 7.2 万辆，公司客车业务营收达到 360 亿元。4) 假设在新能源客车与传统客车平价、市场出清的情况下，假设稳态情况下毛利率与费用率回到新能源大规模推广以前的水平，假设毛利率为 20%、费用率为 11%。5) 基于上面的假设，我们预计 2025 年左右，公司营收有望达到 386 亿元，毛利率达到 77 亿元左右，净利润为 34 亿元左右。

图表 38：宇通客车稳态利润测算

| | 2019 | 中长期 (2025 左右) | | 2019 | 中长期 (2025 左右) |
|---------|-------|---------------|--------------|--------|---------------|
| 营收 (亿元) | 304.8 | 385.7 | 量 (辆) | | |
| 客车 | 279.1 | 360.0 | 大中客车销量 | 49826 | 72000 |
| 国内 | 237.2 | 360.0 | 国内 | 42781 | |
| 传统 | 93.0 | | 传统 | 20691 | |
| 新能源 | 144.2 | | 新能源 | 22090 | |
| 出口 | 42.0 | 0.0 | 出口 | 7045 | |
| 其他 | 25.7 | 25.7 | 行业大中客销量(含出口) | 134331 | 180000 |
| 毛利 (亿元) | 74.2 | 76.8 | 市占率 | | |
| 客车 | 69.4 | 72.0 | 国内 | 38.3% | 40.0% |
| 国内 | 56.8 | 72.0 | 传统 | 52.1% | |
| 出口 | 12.6 | 0.0 | 新能源 | 27.2% | |

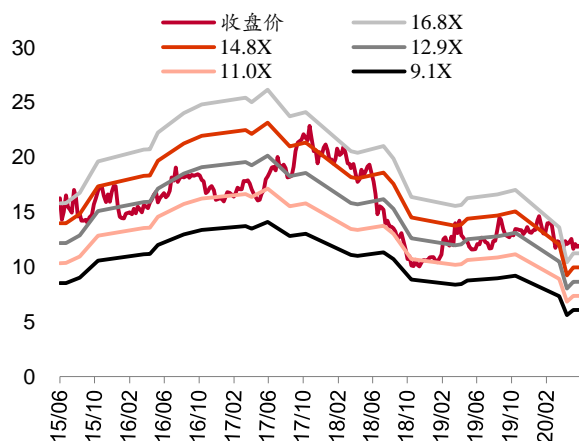
| | | | | | |
|----------|-------|-------|---------|-------|------|
| 其他 | 4.8 | 4.8 | 出口 | 31.0% | |
| 毛利率 | 24.3% | 19.9% | 单价 (万元) | | |
| 客车 | | | 国内 | | 50.0 |
| 国内 | | 20.0% | 传统 | 48.7 | 50.0 |
| 传统 | 18.2% | 20.0% | 新能源 | 65.3 | 50.0 |
| 新能源 | 31.1% | 20.0% | 出口 | 59.6 | 55.0 |
| 出口 | 30.0% | 25.0% | | | |
| 其他 | 18.7% | 18.7% | | | |
| 净利润 (亿元) | 19.6 | 34.4 | | | |
| 费用率 | 17.9% | 11.0% | | | |
| 净利率 | 6.4% | 8.9% | | | |

来源：公司公告、中气协、中泰证券研究所

盈利预测与估值建议

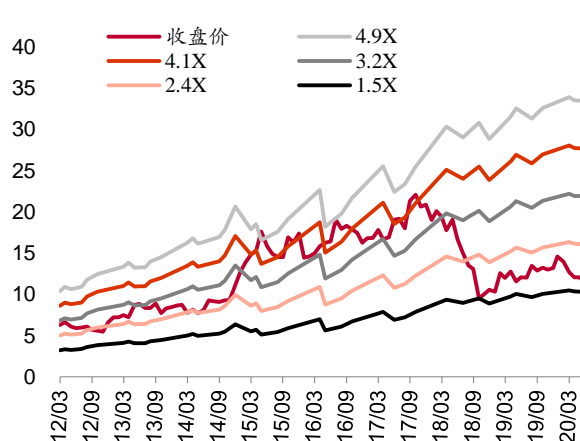
- **大中客行业：销量有望从 13.4 万辆重回 18 万辆。**随着“公转铁”以及私家车替代效应褪去以及新能源透支的需求逐步消化，我们认为大中客销量有望从 2019 年的 13.4 万辆在 2025 年左右重回 18 万辆的稳态销量。
- **公司市占率有望提升至 40%，销量有望从 5.0 万辆提升至 7.2 万辆。**2019 年宇通客车在中大客市场中的市占率为 37.1%，在新能源客车市场中的市占率为 27.2%。公司新能源大中客市占率远低于公司传统大中客市占率，随着新能源补贴退坡，政策对行业扰动减弱、尾部企业加速出清，我们预计 2025 年市场出清，大中客市场公司市占率有望达到 40%，销量有望从 2019 年的 5.0 万辆提升至 7.2 万辆左右。
- **公司稳态利润有望超过 30 亿元。**假设在新能源客车与传统客车平价、市场出清的情况下，毛利率与费用率回到新能源大规模推广以前的水平，我们预计 2025 年左右，公司稳态净利润为 34 亿元左右。
- **当前估值处于历史中低位置。**公司当前 PB 为 1.7 倍，历史底部为 1.5 倍，当前估值处于历史中低位置。
- **投资建议：**随着大中客市场行业景气度回升，以及新能源补贴进入后期市场出清公司市占率提升，公司盈利能力有望持续增强。我们预计公司 2020/2021/2022 年净利润为 17.96/20.40/22.44 亿元，对应 EPS 为 0.81/0.92/1.01 元，给予“增持”评级。

图表 39：宇通客车历史 PE-Bands (TTM)



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 40：宇通客车历史 PB-Bands (LF)



来源：WIND 中泰证券研究所

图表 41：可比上市公司估值 (20200617)

| 股票代码 | 简称 | 市值 | 股价 | EPS | | | | PE | | | |
|--------|------|-----|-------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
| | | | | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 600297 | 广汽汽车 | 264 | 3.26 | 0.32 | 0.34 | 0.43 | 0.46 | 10.2 | 9.6 | 7.6 | 7.1 |
| 600699 | 均胜电子 | 287 | 23.23 | 0.76 | 0.81 | 1.10 | 1.25 | 23.6 | 28.7 | 21.1 | 18.6 |
| 600660 | 福耀玻璃 | 506 | 20.92 | 1.16 | 1.08 | 1.32 | 1.53 | 20.7 | 19.4 | 15.8 | 13.7 |
| | 平均值 | | | | | | | 18.1 | 19.2 | 14.8 | 13.1 |
| 600066 | 宇通客车 | 260 | 11.74 | 0.88 | 0.81 | 0.92 | 1.01 | 15.1 | 14.5 | 12.7 | 11.6 |

来源：中泰证券研究所 可比公司盈利预测来源于 WIND 一致预期

图表 42: 宇通客车业务分拆表 (亿元)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营收 | 358.5 | 332.22 | 317.46 | 304.79 | 303.3 | 327.8 | 350.3 |
| 客车产品 | 339.41 | 309.16 | 294.09 | 279.14 | 281.0 | 305.5 | 328.1 |
| 房地产 | | | | 3.42 | | | |
| 客运服务 | 0.96 | 1.06 | 1.08 | 0.78 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 其他业务 | 18.14 | 22 | 22.29 | 21.46 | 21.5 | 21.5 | 21.5 |
| 毛利 | 99.74 | 87.43 | 80.4 | 74.21 | 72.3 | 77.7 | 82.1 |
| 客车产品 | 94.98 | 82.13 | 75.65 | 69.41 | 68.6 | 74.0 | 78.4 |
| 房地产 | | | | 1.1 | | | |
| 客运服务 | 0.27 | 0.37 | 0.31 | 0.03 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 其他业务 | 4.5 | 4.93 | 4.44 | 3.67 | 3.7 | 3.7 | 3.7 |
| 毛利率 | 27.8% | 26.3% | 25.3% | 24.4% | 23.8% | 23.7% | 23.4% |
| 客车产品 | 28.0% | 26.6% | 25.7% | 24.9% | 24.4% | 24.2% | 23.9% |
| 房地产 | | | | 32.0% | | | |
| 客运服务 | 27.8% | 35.1% | 28.5% | 3.8% | 3.8% | 3.8% | 3.8% |
| 其他业务 | 24.8% | 22.4% | 19.9% | 17.1% | 17.1% | 17.1% | 17.1% |

来源: WIND、中泰证券研究所

风险提示

- **新能源汽车补贴政策调整风险**；公司的业绩与新能源汽车行业补贴相关性大，政策调整的不确定将影响公司业绩。
- **三电成本下降幅度不及预期**：新能源三电成本下降速度一方面影响公司业绩，另一方面影响影响市场出清速度。
- **新能源存量市场过大引起安全问题导致政策收紧**：当前公交车中新能源存量产品较高，容易引起安全事故导致新能源政策收紧。

图表 43: 财务摘要 (万元)

| 利润表 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 财务指标 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入 | 3,174,584.5 | 3,047,943.8 | 3,032,703.9 | 3,277,606.2 | 3,503,127.2 | 成长性 | | | | | |
| 减: 营业成本 | 2,370,609.1 | 2,305,795.8 | 2,309,419.6 | 2,500,561.6 | 2,682,414.7 | 营业收入增长率 | -4.4% | -4.0% | -0.5% | 8.1% | 6.9% |
| 营业税金及附加 | 19,504.4 | 24,287.4 | 24,166.0 | 26,117.5 | 27,914.6 | 营业利润增长率 | -31.5% | -18.2% | -6.5% | 14.1% | 10.3% |
| 销售费用 | 251,178.6 | 279,626.4 | 247,901.2 | 251,532.1 | 251,323.6 | 净利润增长率 | -26.5% | -15.7% | -7.4% | 13.6% | 10.0% |
| 管理费用 | 77,184.9 | 83,042.8 | 70,496.8 | 76,189.6 | 81,432.0 | EBITDA增长率 | 10.7% | -11.6% | -4.3% | 16.2% | 16.2% |
| 财务费用 | 32,466.9 | 21,164.4 | 21,058.6 | 22,759.2 | 24,325.2 | EBIT增长率 | 13.7% | -13.3% | -5.5% | 23.0% | 21.7% |
| 资产减值损失 | 20,014.9 | -10,643.9 | 4,685.5 | 4,685.5 | 4,685.5 | NOPLAT增长率 | -28.4% | -17.8% | -7.3% | 13.5% | 10.0% |
| 加: 公允价值变动收益 | -15,110.0 | -2,012.4 | - | - | - | 投资资本增长率 | 0.1% | -31.6% | -3.4% | -1.7% | -4.1% |
| 投资和汇兑收益 | 11,144.7 | 10,777.3 | 10,184.3 | 10,184.3 | 10,184.3 | 净资产增长率 | 7.4% | 5.4% | 8.7% | 10.5% | 11.6% |
| 营业利润 | 246,799.7 | 201,828.8 | 188,687.3 | 215,220.9 | 237,368.9 | 利润率 | | | | | |
| 加: 营业外净收支 | 7,853.8 | 6,544.7 | 7,199.2 | 7,199.2 | 7,199.2 | 毛利率 | 25.3% | 24.3% | 23.8% | 23.7% | 23.4% |
| 利润总额 | 254,653.5 | 208,373.5 | 195,886.6 | 222,420.1 | 244,568.2 | 营业利润率 | 7.8% | 6.6% | 6.2% | 6.6% | 6.8% |
| 减: 所得税 | 21,815.5 | 12,301.3 | 14,172.6 | 16,092.3 | 17,694.8 | 净利润率 | 7.2% | 6.4% | 5.9% | 6.2% | 6.4% |
| 净利润 | 230,149.4 | 194,021.4 | 179,642.0 | 204,030.0 | 224,377.9 | EBITDA/营业收入 | 15.7% | 14.4% | 38.2% | 37.0% | 36.2% |
| 资产负债表 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | EBIT/营业收入 | 13.6% | 12.3% | 26.9% | 27.6% | 28.3% |
| 货币资金 | 291,200.4 | 471,851.7 | 9,942.8 | 25,265.3 | 57,536.4 | 运营效率 | | | | | |
| 交易性金融资产 | 802.4 | 250,550.8 | 250,550.8 | 250,550.8 | 250,550.8 | 固定资产周转天数 | 44 | 45 | 41 | 32 | 23 |
| 应收账款 | 1,862,404.0 | 1,498,094.8 | 1,812,736.1 | 1,849,832.2 | 2,017,278.8 | 流动营业资本周转天数 | 80 | 65 | 116 | 117 | 116 |
| 应收票据 | 121,904.2 | 24,123.2 | 190,132.8 | 32,451.3 | 185,290.5 | 流动资产周转天数 | 314 | 327 | 246 | 229 | 267 |
| 预付账款 | 66,945.3 | 24,066.0 | 54,360.0 | 40,931.4 | 58,799.1 | 应收账款周转天数 | 208 | 198 | 197 | 201 | 199 |
| 存货 | 383,262.0 | 437,737.4 | 217,826.7 | 558,419.9 | 291,327.2 | 存货周转天数 | 39 | 48 | 39 | 43 | 44 |
| 其他流动资产 | 70,272.4 | 32,386.1 | 4,872.1 | 5,590.0 | 4,027.6 | 总资产周转天数 | 414 | 434 | 762 | 620 | 570 |
| 可供出售金融资产 | 148,915.2 | - | 93,970.6 | 80,961.9 | 58,310.8 | 投资资本周转天数 | 129 | 113 | 559 | 455 | 372 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | 投资回报率 | | | | | |
| 长期股权投资 | 67,356.0 | 74,546.2 | 74,546.2 | 74,546.2 | 74,546.2 | ROE | 13.8% | 11.1% | 10.9% | 12.2% | 13.4% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | ROA | 6.3% | 5.4% | 9.0% | 10.3% | 11.4% |
| 固定资产 | 381,284.3 | 379,923.3 | 317,919.0 | 255,914.6 | 193,910.3 | ROIC | 22.4% | 18.4% | 25.0% | 15.2% | 18.9% |
| 在建工程 | 68,158.4 | 75,547.1 | 75,547.1 | 75,547.1 | 75,547.1 | 费用率 | | | | | |
| 无形资产 | 118,132.8 | 127,238.8 | 123,354.4 | 119,470.0 | 115,585.6 | 销售费用率 | 7.9% | 9.2% | 8.2% | 7.7% | 7.2% |
| 其他非流动资产 | 99,264.6 | 265,883.2 | 155,506.6 | 172,854.5 | 197,524.8 | 管理费用率 | 2.4% | 2.7% | 2.3% | 2.3% | 2.3% |
| 资产总额 | 3,679,901.8 | 3,661,948.8 | 247,359.5 | 265,985.6 | 294,645.9 | 财务费用率 | 1.0% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.7% |
| 短期债务 | 500.0 | - | 7,720.9 | - | - | 三费/营业收入 | 11.4% | 18.4% | 17.0% | 16.5% | 16.0% |
| 应付账款 | 1,068,763.3 | 835,437.6 | 1,123,411.7 | 982,871.3 | 1,267,099.1 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付票据 | 490,222.9 | 509,923.6 | 529,019.0 | 586,883.8 | 602,218.0 | 资产负债率 | 54.5% | 51.8% | 17.5% | 15.2% | 14.6% |
| 其他流动负债 | 218,042.2 | 298,336.7 | 7,965.3 | 8,062.4 | 7,384.4 | 负债权益比 | 119.6% | 107.3% | 21.2% | 17.9% | 17.1% |
| 长期借款 | 1,897.5 | - | - | - | - | 流动比率 | 1.57 | 1.67 | 2.18 | 3.30 | 4.28 |
| 其他非流动负债 | 224,859.2 | 251,670.1 | 221,718.1 | 232,749.2 | 235,379.1 | 速动比率 | 1.36 | 1.40 | 1.60 | 2.34 | 3.40 |
| 负债总额 | 2,004,285.2 | 1,895,368.0 | 43,288.9 | 40,412.3 | 42,945.6 | 利息保障倍数 | 13.31 | 17.70 | 23.66 | 24.28 | 24.85 |
| 少数股东权益 | 11,525.5 | 12,548.6 | 14,620.6 | 16,918.4 | 19,413.9 | 分红指标 | | | | | |
| 股本 | 221,393.9 | 221,393.9 | 221,393.9 | 221,393.9 | 221,393.9 | DPS(元) | 0.50 | 1.00 | 0.53 | 0.70 | 0.86 |
| 留存收益 | 1,342,315.7 | 1,422,478.5 | 163,570.6 | 185,073.3 | 211,200.3 | 分红比率 | 48.1% | 114.1% | 65.9% | 76.0% | 85.3% |
| 股东权益 | 1,675,616.7 | 1,766,580.8 | 204,070.6 | 225,573.3 | 251,700.3 | 股息收益率 | 4.2% | 8.4% | 4.5% | 5.9% | 7.3% |
| 现金流量表 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 业绩和估值指标 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 净利润 | 232,838.0 | 196,072.2 | 179,642.0 | 204,030.0 | 224,377.9 | EPS(元) | 1.04 | 0.88 | 0.81 | 0.92 | 1.01 |
| 加: 折旧和摊销 | 66,603.7 | 66,212.5 | 65,888.7 | 65,888.7 | 65,888.7 | BVPS(元) | 7.52 | 7.92 | 5.04 | 5.57 | 6.21 |
| 资产减值准备 | 20,014.9 | 10,643.9 | - | - | - | PE(X) | 11.5 | 13.6 | 14.7 | 12.9 | 11.8 |
| 公允价值变动损失 | 15,110.0 | 2,012.4 | - | - | - | PB(X) | 1.6 | 1.5 | 2.1 | 1.9 | 1.7 |
| 财务费用 | 14,002.2 | 4,135.8 | 21,058.6 | 22,759.2 | 24,325.2 | P/FCF | 17.3 | 4.8 | -21.4 | 18.2 | 10.4 |
| 投资收益 | -11,144.7 | -10,777.3 | -10,184.3 | -10,184.3 | -10,184.3 | P/S | 0.8 | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.8 |
| 少数股东损益 | 2,688.6 | 2,050.8 | 2,072.0 | 2,297.7 | 2,495.5 | EV/EBITDA | 4.2 | 4.9 | 8.6 | 6.9 | 5.4 |
| 营运资金的变动 | 51,851.0 | 187,176.2 | -93,566.1 | -106,366.4 | 73,947.1 | CAGR(%) | -3.9% | 5.0% | -16.9% | -3.9% | 5.0% |
| 经营活动产生现金流 | 257,782.6 | 534,017.0 | 36,163.7 | 30,662.9 | 42,506.5 | PEG | -2.9 | 2.7 | -0.9 | -3.3 | 2.4 |
| 投资活动产生现金流 | -15,276.1 | -230,941.6 | 21.1 | 21.1 | 21.1 | ROIC/WACC | 1.6 | 1.4 | 1.1 | 1.5 | 1.8 |
| 融资活动产生现金流 | -155,395.3 | -144,422.6 | -55,745.3 | -15,361.5 | -10,256.5 | REP | 2.1 | 1.8 | 1.9 | 1.4 | 1.1 |

来源: WIND、中泰证券研究所

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。