

宇通重工 (600817)

2022 年年报点评: 环卫新能源维持龙头地位, 氢燃料放量增厚业绩

买入 (首次)

2023 年 04 月 09 日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 赵梦妮

执业证书: S0600522090002
zhaomn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	3,585	4,350	5,374	6,626
同比	-5%	21%	24%	23%
归属母公司净利润 (百万元)	386	414	503	616
同比	-2%	7%	22%	22%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.71	0.76	0.92	1.13
P/E (现价&最新股本摊薄)	17.36	16.18	13.32	10.88

关键词: #新需求、新政策 #业绩超预期

投资要点

- **事件:** 2022 年公司实现营业收入 35.85 亿元, 同降 4.56%; 归母净利润 3.86 亿元, 同降 1.86%, 扣非归母净利润 2.9 亿元, 同增 16.26%, 高于我们的预期。
- **重工有限完成业绩承诺, 2022Q4 业绩大超预期。** 2022 年重工有限实现归母净利润 3.82 亿元, 扣非 2.91 亿元, 超过业绩承诺的 2.24 亿元。2022Q4 公司实现营收 11.88 亿元, 同增 21.82%; 归母净利润 1.49 亿元, 同增 157.78%, 环比 Q3 增长 114.68%, 我们认为主要系 Q4 公司环卫新能源装备, 尤其是氢能源装备放量带来的量利齐升所致。
- **环卫新能源贡献主增长拉高毛利率, 矿用装备表现亮眼。** 2022 年, 1) **环卫装备:** 实现收入 17.84 亿元, 同增 11.59%, 毛利率同升 3.86pct 至 32.34%, 收入增长来自环卫新能源装备销量的增长, 毛利率提升系高毛利的电动、氢能源环卫装备占比提升带动。2) **环卫服务:** 实现收入 7.01 亿元, 同增 15.89%, 毛利率同升 5.35pct 至 29.74%。3) **工程机械:** 实现收入 9.72 亿元, 同降 27.98%, 毛利率同降 6.56pct 至 23.25%, 收入主要系基础工程机械受房地产下行, 固定资产投资放缓等因素影响。其中矿用装备表现亮眼, 实现收入 6.71 亿元, 同增 123.10%。
- **环卫新能源放量有望加速, 公司新能源装备维持龙头地位, 氢燃料产品小有放量。** 2023 年公共领域车辆全面电动化先行区试点启动, 明确试点城市公交、出租、环卫、邮政快递、城市物流配送领域新能源渗透率力争达 80%。伴随着政策力度的加强, 环卫新能源渗透率有望加速提升。据交强险数据, 2022 年公司环卫车上险 3,931 台, 行业排名第四; 其中, 新能源环卫车上险 1,400 台, 同增 21.11%, **市占率达 28.71%, 保有量连续三年稳居行业第一; 燃料电池产品上险 107 台, 市占率 49.77%, 行业第一, 当前燃料电池产品单价高盈利强, 有效增厚公司业绩。**
- **绿色&智慧矿山常态化开展, 打造新能源矿用装备第一品牌。** 2022 年, 公司在新能源矿用车领域继续保持行业第一品牌的竞争优势, 通过渠道扩展和模式创新, 充电、换电、线控底盘等新能源矿用车项目不断签约落地, 公司纯电动矿用车已在全国 28 个省份, 超过 100 个矿区批量运营或试运营, 广泛应用于矿山/港口运输、隧道施工等各类工作场景。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑环卫新能源行业政策积极推行, 电动装备&氢能源产品放量有望加速, 我们将公司 2023-2024 年归母净利润从 3.83/4.59 亿元上调至 4.14/5.03 亿元, 预计 2025 年归母净利润达 6.16 亿元, 当前市值对应 2023-2025 年 PE 为 16/13/11 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新能源渗透率不及预期, 市场竞争加剧, 大宗商品价格上行。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.26
一年最低/最高价	7.00/15.07
市净率(倍)	2.76
流通 A 股市值(百万元)	2,325.56
总市值(百万元)	6,696.17

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.45
资产负债率(% ,LF)	44.57
总股本(百万股)	546.18
流通 A 股(百万股)	189.69

相关研究

- 《宇通重工(600817): 归母高增 33.55%, 龙头优势强化》
2022-04-01
- 《宇通重工(600817): 首次回购股份储备员工持股, 电动环卫装备龙头优势固化》
2022-03-18

事件：公司发布 2022 年年度报告，2022 年公司实现营业收入 35.85 亿元，同比下降 4.56%；归母净利润 3.86 亿元，同比下降 1.86%，扣非归母净利润 2.9 亿元，同比增长 16.26%，高于我们的预期。

1. 环卫新能源装备贡献主增长，Q4 业绩超预期

重工有限完成业绩承诺，2022Q4 业绩大超预期。2022 年公司实现营业收入 35.85 亿元，同降 4.56%；归母净利润 3.86 亿元，同降 1.86%。其中，重工有限实现营业收入 35.85 亿元，归母净利润 3.82 亿元，扣非归母净利润 2.91 亿元，超过业绩承诺的 2.24 亿元。2022Q4 公司实现营业收入 11.88 亿元，同增 21.82%；归母净利润 1.49 亿元，同增 157.78%，环比 Q3 增长 114.68%，我们认为主要系 Q4 公司环卫新能源装备，尤其是氢能装备放量带来的量利齐升所致。

环卫新能源贡献主增长拉高毛利率，矿用装备表现亮眼。分板块来看，**1) 环卫装备业务：**2022 年公司环卫装备实现收入 17.84 亿元，同比增长 11.59%，毛利率同比上升 3.86pct 至 32.34%，收入的增长主要来自环卫新能源装备销量的增长，盈利能力增强主要由高毛利的电动、氢能环卫装备占比提升带动。**2) 环卫服务业务：**2022 年公司环卫服务实现收入 7.01 亿元，同比增长 15.89%，毛利率同比上升 5.35pct 至 29.74%。**3) 工程机械业务：**2022 年公司工程机械实现收入 9.72 亿元，同比下降 27.98%，毛利率同比下降 6.56pct 至 23.25%，收入下滑主要系基础工程机械受国内房地产行业下行，固定资产投资放缓等因素影响销售减弱，毛利率主要受大宗原材料涨价影响而下降。其中，2022 年公司矿用装备表现亮眼，实现营业收入 6.71 亿元，同比大幅增长 123.10%，系公司在工程机械中积极拓展并维持高份额的细分领域。

激励费用减少，期间费用率下降 1.91pct 至 16.97%。2022 年公司期间费用同比下降 14.21%至 6.08 亿元，期间费用率下降 1.91pct 至 16.97%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别减少 0.19%、减少 44.02%、减少 8.55%、增加 2.7%至 3.65 亿元、1.09 亿元、1.6 亿元、-0.26 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别上升 0.45pct、下降 2.15pct、下降 0.19pct、下降 0.01pct 至 10.18%、3.05%、4.46%、-0.72%。管理费用率下降较多主要系股权激励费用分摊规则、事业部业绩考核等原因未能全部解锁，导致限制性股票股权激励费用计提减少及对管理团队计提的超业绩激励基金减少所致。

地方政府支付能力减弱，经营性现金流承压。1) 2022 年公司经营活动现金流净额 -0.90 亿元，同比减少 206.29%，现金流减弱主要系政府回款延迟及 2022 年到期支付款项增多所致；2) 投资活动现金流净额 -1.88 亿元，同比变动较大主要系本期理财金额增加；3) 筹资活动现金流净额 -2.77 亿元，同比减少 405.7%，主要系利润分配所致。

2. 环卫电车龙头份额稳固，氢燃料车放量增厚盈利

公共领域车辆全面电动化试点启动，环卫新能源放量有望加速。2023年2月，工信部等八部门发布《关于组织开展公共领域车辆全面电动化先行区试点工作的通知》，试点期为2023—2025年。《通知》明确试点领域新增及更新车辆中新能源汽车比例显著提高，其中**城市公交、出租、环卫、邮政快递、城市物流配送领域力争达到80%**。相较于此前《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》要求2021年起国家生态文明试验区、大气污染防治重点区域新增或更新公交、出租、物流配送等公共领域车辆新能源汽车比例不低于80%，本次试点工作进一步明确时间阶段，加快落实电动化目标，且区域范畴从国家生态文明试验区、大气污染防治重点区域扩大至全国，以城市为主体自愿申报编写试点工作方案。我们认为伴随着政策力度的加强，环卫新能源渗透率有望加速提升。

新能源环卫装备维持龙头地位，氢燃料车初露锋芒。根据中汽数据终端零售数据统计，2022年公司环卫车辆上险3,931台，行业排名**第四**；其中，新能源环卫车辆上险1,400台，同比增幅21.11%，市场占有率达到**28.71%**，保有量连续三年稳居**行业第一**；新能源环卫车辆中燃料电池产品上险107台，市场占有率**49.77%**，**位居行业第一**，当前燃料电池产品单价高盈利强，有效增厚公司业绩。随着公司在环卫装备领域持续发力，维持电动装备市场份额龙头地位，加大投入传统装备领域，逐步提升上装能力及综合装备制造实力，持续扩大品牌影响力，增强竞争实力。

环卫新能源十年五十倍成长，制造及服务优势铸就环卫蓝海中新宇通。依托集团制造能力&服务优势突出：**1) 制造端：**底盘一体化&电池集采降成本，定制底盘&产品迭代彰显技术实力。**2) 服务端：**全国深层覆盖，服务网点数倍于同行，售后服务及时。**3) 电动化弹性最大：**2022年新能源装备收入占装备比居上市公司首位，未来电动化趋势下业绩弹性最大。

3. 新能源矿用装备第一品牌，环卫服务稳定增长

绿色&智慧矿山常态化开展，公司打造新能源矿用装备第一品牌。伴随着国家“绿色矿山”建设的常态化开展，以及“智慧矿山”建设的新要求，矿用车电动化和智能化发展也将处于整个工程机械行业的前列。公司持续开展产品研发和产品升级，陆续推出新一代产品和大吨位产品，持续提升产品质量和客户满意度。2022年，公司在新能源矿用车领域继续保持行业第一品牌的竞争优势，通过渠道扩展和模式创新，充电、换电、线控底盘等新能源矿用车项目不断签约落地，公司新能源矿用车的市场口碑和影响力得到进一步巩固提升。公司纯电动矿用车目前已在全国28个省份，超过100个矿区批量运营或试运营，产品已涵盖60t、90t、105t、115t等多个系列，广泛应用于矿山运输、港口运输、隧道施工等各类工作场景。

环卫服务市场稳健拓展，在手年化同增 7.89%达 8.2 亿元。据环境司南数据统计，2022 年全国环卫市场化开标项目年化额 692 亿元，较 2021 年减少 3.35%，中标企业数量约 8,200 余家，环卫服务行业龙头企业集中度提升不明显，行业前十家市场集中度相比 2021 年基本持平，前三十家市场集中度相比 2021 年提升 0.19 个百分点。未来市场越来越倾向于项目管理规范且具有品牌优势、技术优势和资金优势的企业。公司承接运营了 60 余个环卫运营服务项目，打造了完善的精细化管理体系、新能源解决方案、科技创新服务能力、农村垃圾分类等核心竞争优势。2022 年，公司为加强应收账款风险控制，主动退出部分回款较差的项目，截至 2022 年底，公司在运营的环卫服务项目年化额 8.2 亿。

盈利预测与投资评级：公司凭借制造及服务优势享环卫电动化长期红利，环卫装备业绩有望高增，考虑到环卫新能源行业政策积极推行，电动装备&氢能源产品放量有望超预期，我们将公司 2023-2024 年归母净利润从 3.83/4.59 亿元上调至 4.14/5.03 亿元，预计 2025 年归母净利润达 6.16 亿元，当前市值对应 2023-2025 年 PE 为 16/13/11 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新能源渗透率不及预期，市场竞争加剧，大宗商品价格上行。

宇通重工三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,356	4,139	5,138	6,336	营业总收入	3,585	4,350	5,374	6,626
货币资金及交易性金融资产	1,152	2,020	2,436	2,975	营业成本(含金融类)	2,527	2,977	3,726	4,644
经营性应收款项	1,062	1,088	1,492	1,931	税金及附加	28	43	54	66
存货	329	473	592	738	销售费用	365	436	537	663
合同资产	462	196	242	298	管理费用	109	261	310	366
其他流动资产	352	362	376	394	研发费用	160	261	296	335
非流动资产	1,375	1,468	1,591	1,743	财务费用	-26	-17	-27	-31
长期股权投资	12	13	15	16	加:其他收益	89	94	107	133
固定资产及使用权资产	390	405	438	488	投资净收益	35	28	35	43
在建工程	23	28	36	46	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	249	289	339	399	减值损失	-71	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	6	2	2	3
长期待摊费用	2	3	4	5	营业利润	481	512	623	762
其他非流动资产	698	728	758	788	营业外净收支	12	5	5	7
资产总计	4,731	5,607	6,729	8,078	利润总额	494	517	628	769
流动负债	1,804	2,220	2,783	3,448	减:所得税	76	57	69	85
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	50	110	180	净利润	418	460	559	684
经营性应付款项	1,090	1,264	1,531	1,845	减:少数股东损益	32	46	56	68
合同负债	38	83	104	130	归属母公司净利润	386	414	503	616
其他流动负债	676	822	1,036	1,292	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.71	0.76	0.92	1.13
非流动负债	304	305	305	306	EBIT	415	454	544	669
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	516	492	585	713
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	29.52	31.55	30.66	29.92
租赁负债	0	1	1	2	归母净利率(%)	10.76	9.52	9.36	9.29
其他非流动负债	304	304	304	304	收入增长率(%)	-4.56	21.32	23.54	23.30
负债合计	2,108	2,525	3,088	3,753	归母净利润增长率(%)	-1.86	7.33	21.50	22.42
归属母公司股东权益	2,430	2,844	3,347	3,962					
少数股东权益	193	239	294	363					
所有者权益合计	2,622	3,082	3,641	4,325					
负债和股东权益	4,731	5,607	6,729	8,078					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-90	914	481	619	每股净资产(元)	4.45	5.21	6.13	7.25
投资活动现金流	-188	-75	-101	-123	最新发行在外股份(百万股)	546	546	546	546
筹资活动现金流	-277	49	56	63	ROIC(%)	13.98	14.04	14.07	14.42
现金净增加额	-555	888	436	559	ROE-摊薄(%)	15.87	14.55	15.03	15.54
折旧和摊销	101	38	40	43	资产负债率(%)	44.57	45.03	45.89	46.46
资本开支	-31	-91	-124	-153	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.36	16.18	13.32	10.88
营运资本变动	-630	315	-281	-302	P/B(现价)	2.76	2.35	2.00	1.69

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

