

宇通客车 (600066)

大中型是2016年公司新能源客车增长主力

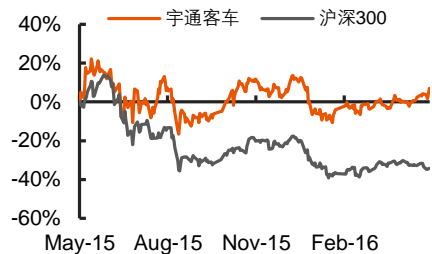
推荐 (维持)

现价: 21.42 元

主要数据

行业	汽车和汽车零部件
公司网址	www.yutong.com
大股东/持股	宇通集团/37.19%
实际控制人/持股	汤玉祥/26.71%
总股本(百万股)	2,214
流通 A 股(百万股)	1,903
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	474.23
流通 A 股市值(亿元)	407.73
每股净资产(元)	5.98
资产负债率(%)	51.37

行情走势图



相关研究报告

- 《宇通客车*600066*新能源客车销量大增助力业绩高速增长》 2016-04-05
- 《宇通客车*600066*新能源单月产量再创新高》 2015-12-11
- 《宇通客车*600066*借新能源发力欧洲客车市场》 2015-11-04
- 《宇通客车*600066*发力纯电动收获颇丰》 2015-10-27
- 《宇通客车*600066*1-9月新能源客车累计产量破万》 2015-10-09

证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
021-38638428
WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN

余兵 投资咨询资格编号
S1060511010004
021-38636729
YUBING006@PINGAN.COM.CN

投资要点

平安观点:

■ **18 年净利润持续增长的客车龙头:** 历史上公司凭借卓越的管理能力和深厚的技术积累, 把握住了客运需求爆发、校车市场崛起、新能源汽车爆发等客车行业发展机遇期, 保持了每年净利润同比增长的优良记录。宇通客车相对于同行的竞争力进一步提高。2014 年注入了精益达进一步提升了整体盈利能力。

■ **市占率逐年提高, 未来有望持续提升至 40%:** 从 2006 年至 2015 年宇通客车市占率从 14.5% 升至 26.1%, 其中中型客车市占率上升幅度最大。公司竞争优势进一步拉开与对手距离, 随着新能源补贴政策进一步规范完善, 未来几年公司在客车市场的市占率还有提升空间, 有望从目前的近 30% 升至 40%, 2020 年前公司客车产销规模有望从目前的 6.7 万台升至 8-10 万台。

■ **2016 年宇通新能源车增量主要是大中客:** 公司紧抓新能源市场爆发机会, 2015 年新能源客车合计销售 20,446 台, 同比增长 176.1%, 市占率 19.1%。其中纯电动客车 13885 台, 市占率 16.5%, 插电混客车 6560 台, 市占率 28.6%。新能源市场受国家补贴政策的推动快速发展, 大量企业切入客车市场, 随着补贴政策的进一步完善, 产品经过时间的检验, 技术实力强、产品优质、综合性价比高的企业将在未来新能源客车市场中居于主导地位, 新能源客车市场集中度有较大上升空间。

2016 年前 4 月公司新能源客车市占率同比大幅提升, 2016 年公司新能源客车有望在 2015 年基础上再新增 5000 台, 达 2.5 万台规模。

■ **盈利预测与投资建议:** 未来几年随着行业秩序的进一步规范, 我们判断宇通客车的在新能源客车领域的市占率还将提升, 未来几年公司销售增量来自大中型新能源车。根据最新情况, 我们调整了公司业绩预测, 预测 2016、2017、2018 年每股收益为 1.88 元、1.93 元、2.15 元 (原预测值为 2016/2017/2018 年 EPS 为 1.79/2.1/2.35 元), 维持“推荐”评级。

■ **风险提示:** 1) 新能源车销量不达预期; 3) 客车出口大幅降低。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	25728	31211	35361	35460	38723
YoY(%)	16.5	21.3	13.3	0.3	9.2
净利润(百万元)	2613	3535	4155	4274	4753
YoY(%)	43.3	35.3	17.5	2.8	11.2
毛利率(%)	24.3	25.3	25.8	25.7	25.9
净利率(%)	10.2	11.3	11.8	12.1	12.3
ROE(%)	26.7	29.9	31.4	29.3	28.5
EPS(摊薄/元)	1.18	1.60	1.88	1.93	2.15
P/E(倍)	18.2	13.4	11.4	11.1	10.0
P/B(倍)	2.9	3.7	3.5	3.1	2.7

正文目录

一、18 年净利润持续增长的客车龙头.....	4
二、市占率逐年提高，未来有望持续提升至 40%.....	5
三、2016 年宇通新能源车增量主要是大中客	6
四、盈利预测与投资建议	6
五、风险提示	7

图表目录

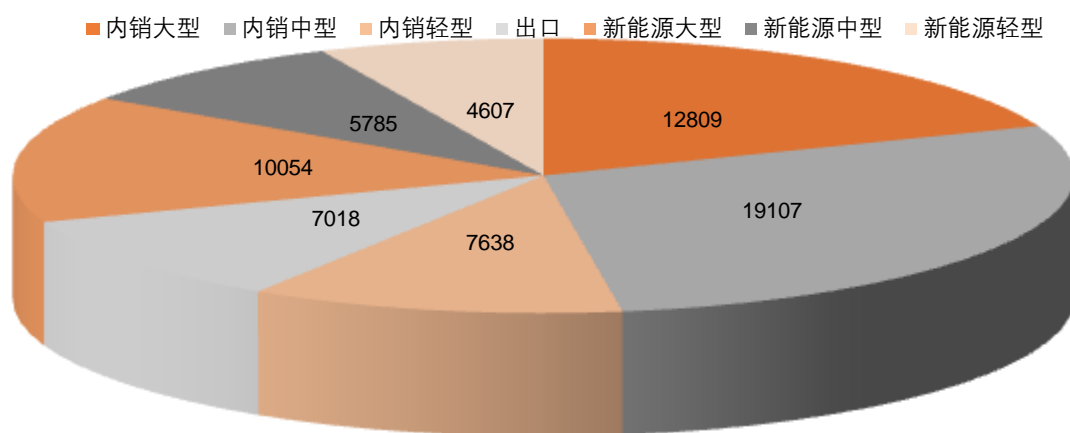
图表 1	宇通客车 2015 年销售结构 单位：台	4
图表 2	宇通客车 18 年来保持年度净利润持续增长 单位：亿	4
图表 3	宇通客车客车销量及市占率 单位：万台	5
图表 4	宇通客车销量结构 单位：万台	5
图表 5	宇通客车行业市占率变化	5
图表 6	宇通客车新能源客车销量结构 单位：台	6
图表 7	宇通客车新能源车销量结构 单位：台	7
图表 8	宇通客车非新能源车销量结构 单位：台	7
图表 9	宇通客车未来有望保持较高分红率 单位：亿	7

一、18年净利润持续增长的客车龙头

宇通客车产品覆盖5米至25米不同长度，拥203个产品系列的完整产品链，主要用于公路客运、旅游客运、公交客运、团体运输、校车、专用客车等细分市场。客车行业属于弱周期行业，但受政策影响较大，历史上宇通客车凭借卓越的管理能力和深厚的技术积累，把握住了长途客运需求爆发、校车市场崛起、新能源汽车爆发等客车行业发展机遇期，市占率持续提升，并保持了每年净利润同比增长的优良记录（1997年上市以来至今公司年度净利润保持持续增长）。

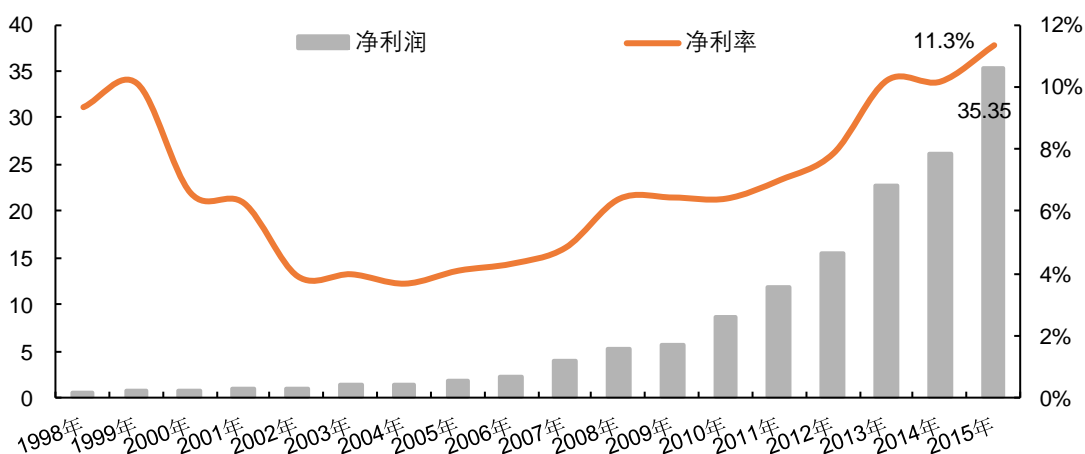
宇通客车在客车领域的龙头地位稳固、相对于同行的竞争力进一步提高。2014年公司注入了空调企业精益达，进一步提升了整体盈利能力。

图表1 宇通客车2015年销售结构 单位：台



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表2 宇通客车18年来保持年度净利润持续增长 单位：亿



资料来源：公司公告、平安证券研究所

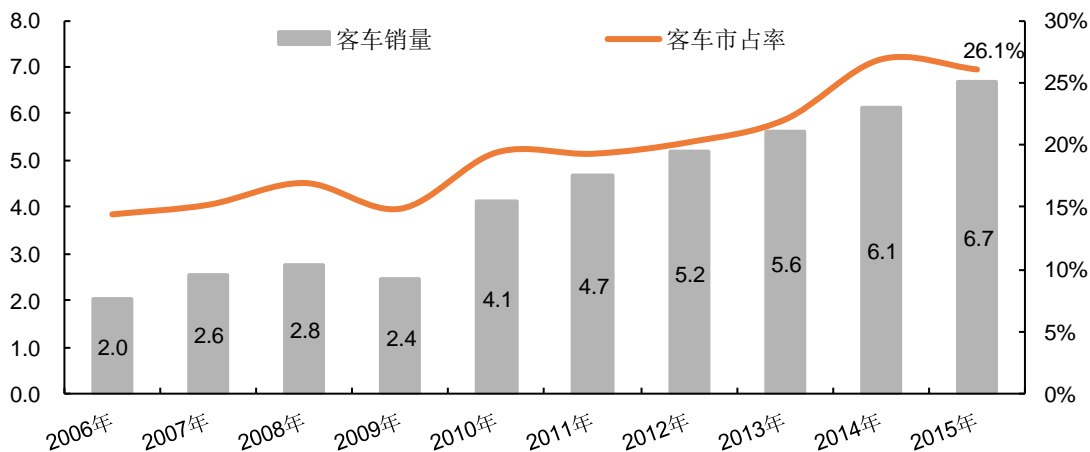
二、市占率逐年提高，未来有望持续提升至 40%

宇通客车覆盖 5 米以上的客车市场，从 2006 年至 2015 年宇通客车市占率从 14.5% 升至 26.1%，市占率提高了 12 个百分点；其中中型客车市占率上升幅度最大，从 2006 年的 18% 提升至 38.9%，市占率提高了 21 个百分点。

2015 年公司市占率 26.1%，略有下滑，主要是 2015 年公司 6-8 米客车占有率低于行业所致（由于过高的补贴额度，2015 年全行业 8.8 万台纯电动客车产量中有 5.4 万台 6-8 米客车），2015 年宇通客车座位车市场占有率为 26.7%；公交车市场占有率为 24.0%；校车市场占有率为 33.3%；2015 年公司大型车市场占有率为 29.7%；中型车市场占有率为 38.9%；轻型车市场占有率为 13.0%。

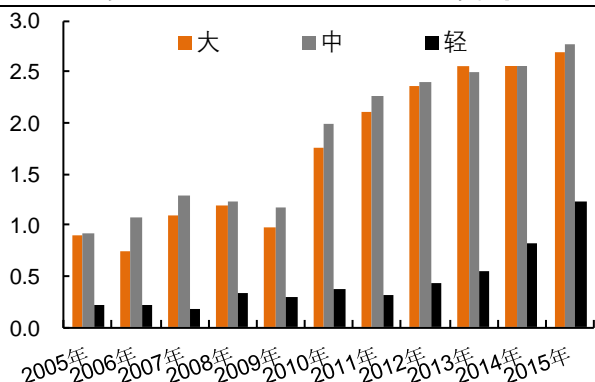
公司竞争优势进一步拉开与对手距离，未来随着新能源补贴政策进一步规范完善，公司在客车市场的市占率还有提升空间，有望从目前的近 30% 升至 40%，2020 年前公司客车产销规模有望从目前的 6.7 万台升至 8-10 万台。

图表3 宇通客车客车销量及市占率 单位：万台



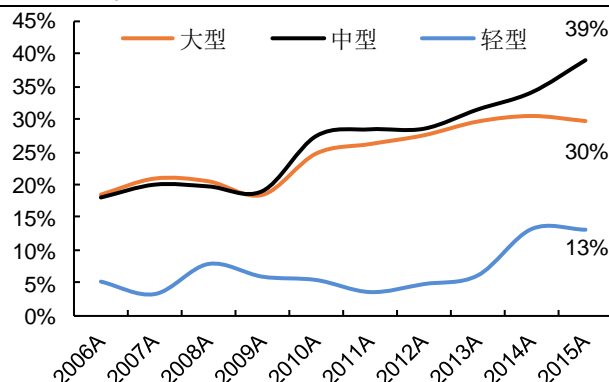
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表4 宇通客车销量结构 单位：万台



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表5 宇通客车行业市占率变化



资料来源：公司公告、平安证券研究所

三、 2016 年宇通新能源车增量主要是大中客

宇通客车在电动客车领域积累深厚，于 1999 年开始进行电动客车的研发，自主研发了第一款纯电动客车，2005 年研制了第一款混合动力客车，2008 年完成了低地板混合动力客车开发并示范运行，2009 年正式组建新能源技术部，致力于电动客车核心技术的研发和新产品开发。在电动客车动力系统优化及控制、电控及安全技术和平台化、标准化、通用化技术方面取得了大量的研究成果，形成了自主知识产权和多项行业内独有新技术。整车在安全性、可靠性、经济性上处于行业领先地位，建立了国内最专业的电动客车车辆远程监控系统。2015 年，获得行业首个燃料电池客车生产资质。

公司紧抓新能源市场爆发机会，2015 年新能源客车合计销售 20,446 台，同比增长 176.1%，市占率 19.1%。其中纯电动客车 13885 台，市占率 16.5%，插电混客车 6560 台，市占率 28.6%。新能源市场受国家补贴政策的推动快速发展，大量企业切入客车市场，竞争情况更加复杂，随着补贴政策的进一步完善，产品经过时间的检验，技术实力强、产品优质、综合性价比高的企业将在未来新能源客车市场中居于主导地位，新能源客车市场集中度有较大上升空间。

图表6 宇通客车新能源客车销量结构 单位：台

分类	销量	分类	销量	分类	销量
大型车	10054	座位	4180	纯电动	13885
中型车	5785	公交	16266	插电混	6560
轻型车	4607				

资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司判断 2016 年新能源客车行业总量还会略有增长，但由于补贴政策的变化，估计 6-8 米新能源客车将同比下滑 50%以上。公司认为客车补贴政策的下降幅度合理，既起到拉动技术进步的作用又有利于规范市场秩序。

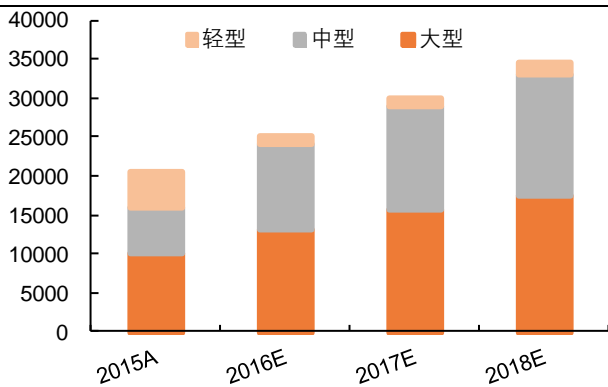
2016 年起客车补贴从过去 2013-2015 年的按车长补贴的方式变化为按 **Ekg+续驶里程** 的补贴方式，将客车补贴金额与节能效果及续驶里程挂钩，更有利于技术领先企业。估计新能源客车补贴政策还将进一步规范调整，骗补核查也即将水落石出。宇通客车作为规范的客车龙头企业，技术领先，产品竞争力将进一步提高。

2016 年前 4 月公司新能源客车市占率同比大幅提升，2016 年公司新能源客车有望在 2015 年基础上再新增 5000 台，达 2.5 万台规模。

四、 盈利预测与投资建议

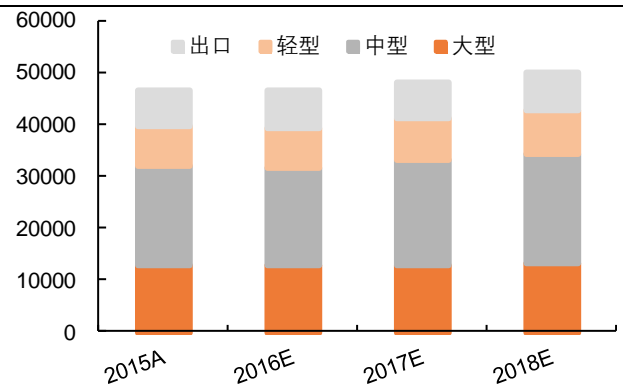
未来几年随着行业秩序的进一步规范，我们判断宇通客车的在新能源客车领域的市占率还将提升，未来几年公司销售增量来自大中型新能源车。

图表7 宇通客车新能源车销量结构 单位：台



资料来源:公司公告、平安证券研究所

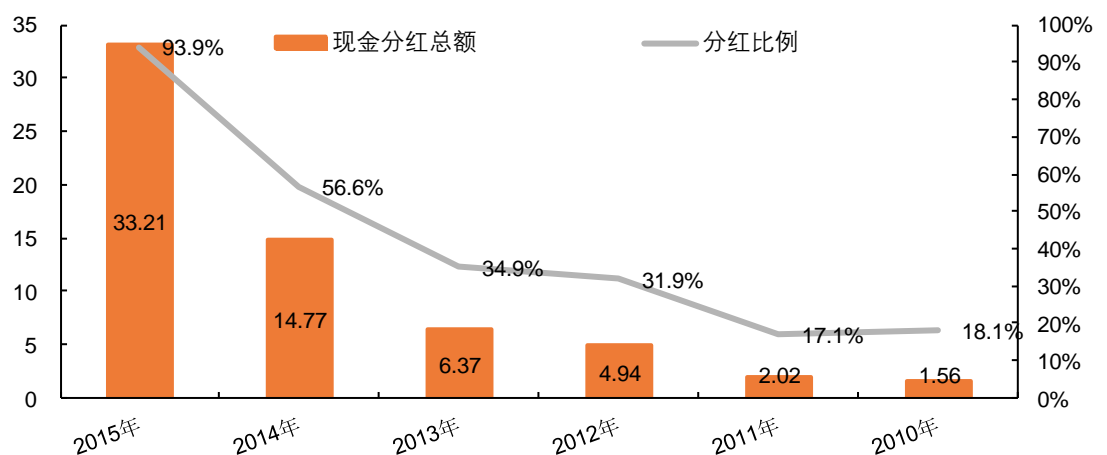
图表8 宇通客车非新能源车销量结构 单位：台



资料来源:公司公告、平安证券研究所

2015年公司分红达当年净利润的94%，每股分红1.5元。历史上公司累计现金分红占累计实现净利润比例为57%，历史上公司只有在新产能投建期公司分红比例较低，我们预计未来公司有望继续保持较高分红率。

图表9 宇通客车未来有望保持较高分红率 单位：亿



资料来源:中国汽车工业协会、平安证券研究所

根据最新情况，我们调整了公司业绩预测，预测2016、2017、2018年每股收益为1.88元、1.93元、2.15元（原预测值为2016/2017/2018年EPS为1.79/2.1/2.35元），维持“推荐”评级。

五、风险提示

- 1) 新能源车销量不达预期；
- 2) 新能源车成本降幅不及补贴下降幅度；
- 3) 客车出口大幅降低。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	22983	21232	23543	26575
现金	6699	6126	7261	8552
应收账款	11363	11177	12311	13255
其他应收款	260	236	249	286
预付账款	428	379	405	461
存货	1547	1789	1704	1905
其他流动资产	-37	-223	-261	-200
非流动资产	7156	8229	9597	10438
长期投资	0	47	16	21
固定资产	4072	5323	6467	7228
无形资产	1464	1691	1912	2158
其他非流动资产	85	200	264	183
资产总计	30139	29461	33140	37013
流动负债	16311	15083	16776	18287
短期借款	0	0	0	0
应付账款	7868	7479	8332	8978
其他流动负债	0	0	0	0
非流动负债	883	586	637	649
长期借款	0	-52	-71	-94
其他非流动负债	883	636	707	742
负债合计	17193	15668	17414	18935
少数股东权益	79	140	204	274
股本	2214	2214	2214	2214
资本公积	1279	1279	1279	1279
留存收益	7812	8131	9505	11290
归属母公司股东权益	12859	13645	15515	17796
负债和股东权益	30139	29461	33140	37013

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	6010	3815	5549	5619
净利润	3588	4217	4337	4824
折旧摊销	738	519	647	766
财务费用	-142	-71	-89	-97
投资损失	-62	-62	-63	-64
营运资金变动	1579	-1141	705	-6
其他经营现金流	309	353	11	196
投资活动现金流	-3762	-967	-1990	-1832
资本支出	1302	1830	1844	1642
长期投资	230	-155	27	34
其他投资现金流	-2231	708	-119	-156
筹资活动现金流	-1490	-3422	-2423	-2496
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	-52	-19	-24
普通股增加	737	0	0	0
资本公积增加	-742	0	753	0
其他筹资现金流	-1485	-3370	-3157	-2472
现金净增加额	810	-574	1136	1291

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	31211	35361	35460	38723
营业成本	23306	26229	26338	28680
营业税金及附加	152	177	177	194
营业费用	2034	2122	2128	2323
管理费用	1813	2051	2021	2207
财务费用	-142	-71	-89	-97
资产减值损失	241	200	100	80
公允价值变动收益	-41	-40	-40	-40
投资净收益	62	62	63	64
营业利润	3828	4675	4808	5359
营业外收入	332	170	180	190
营业外支出	56	20	25	30
利润总额	4104	4825	4963	5519
所得税	517	608	625	695
净利润	3588	4217	4337	4824
少数股东损益	52	62	63	71
归属母公司净利润	3535	4155	4274	4753
EBITDA	4687	5274	5521	6188
EPS (元)	1.60	1.88	1.93	2.15

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	21.3	13.3	0.3	9.2
营业利润(%)	31.9	22.1	2.8	11.5
归属于母公司净利润(%)	35.3	17.5	2.8	11.2
获利能力				
毛利率(%)	25.3	25.8	25.7	25.9
净利率(%)	11.3	11.8	12.1	12.3
ROE(%)	29.9	31.4	29.3	28.5
ROIC(%)	11.5	14.1	12.9	12.8
偿债能力				
资产负债率(%)	57.0	53.2	52.5	51.2
净负债比率(%)	-52.1	-45.3	-47.3	-48.6
流动比率	1.41	1.41	1.40	1.45
速动比率	1.31	1.29	1.30	1.35
营运能力				
总资产周转率	1.2	1.2	1.1	1.1
应收账款周转率	3.4	3.1	3.0	3.0
应付账款周转率	3.3	3.4	3.3	3.3
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.60	1.88	1.93	2.15
每股经营现金流(最新摊薄)	2.71	1.72	2.51	2.54
每股净资产(最新摊薄)	5.81	6.16	7.01	8.04
估值比率				
P/E	13.4	11.4	11.1	10.0
P/B	3.7	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	8.4	7.8	7.2	6.2

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2016 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033