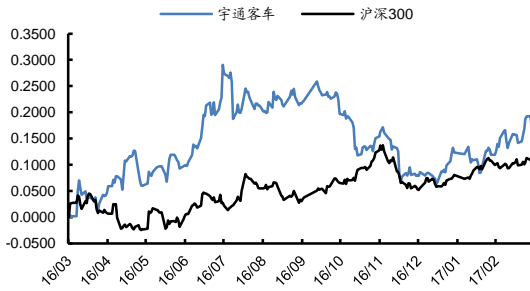


研究所
证券分析师：周绍倩 S0350516070001
021-20281098 zhousq01@ghzq.com.cn
联系人：葛家南 S0350115030001
010-8857 gejn@ghzq.com.cn
6686-813

2017年新能源客车竞争加剧，不变的高分红 ——宇通客车（600066）2016年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
宇通客车	4.7	8.4	15.7
沪深300	0.5	5.2	10.7

市场数据

2017/03/28

当前价格（元）	21.12
52周价格区间（元）	17.69 - 23.98
总市值（百万）	46758.40
流通市值（百万）	40201.59
总股本（万股）	221393.92
流通股（万股）	190348.42
日均成交额（百万）	248.35
近一月换手（%）	17.06

相关报告

《宇通客车（600066）2016中报点评：中报业绩靓丽，预计8月销量增速好转》——2016-08-23

《宇通客车（600066）动态研究：中报大概率超预期》——2016-07-07

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

宇通客车发布2016年报：报告期内，公司实现营业收入358.5亿元，同比增长14.9%，实现归属于上市公司股东的净利润40.44亿元，同比增长14.4%，基本每股收益1.83元，基本符合我们此前的预期。每10股派息10元（含税），当前股价对应股息率4.7%。

投资要点：

■ **2016年业绩符合预期，高分红持续** 2016年公司业绩同比增长14.4%，符合预期，客车毛利率提升2.8个百分点，高于我们的预期，受益于新能源客车对产品售价及单车获利的提升。2016年度累计完成客车销售70,988辆，其中新能源客车合计销售26,856台，同比增长31.36%，纯电动客车21,669辆，插电式5,187辆。海外市场实现销量7,121台，在行业出口下滑的情况下，逆市增长1.47%。同时公司坚持50%以上的分红比例。

■ **会计处理谨慎布局长远，看待业绩不悲观** 公司会计处理一贯谨慎，2016年研发投入14.6亿元，占营业收入比重约4%，全部作费用化处理。同时海外业务售后服务费计提比例由2%变更为3.5%，由于新能源客车生产企业将部分关键零部件的质保期由3年延长到5年，公司将国内新能源客车售后服务费计提比例由1%变更为2%。新能源客车国补上限的大幅下调对公司盈利的影响有限，上下游消化绝大部分成本压力。

■ **2017年新能源客车行业竞争加剧，行业集中度提升势在必行** 2017年公司的收入计划为359亿元，成本计划为264.99亿元，费用计划49.75亿元。2017年新能源客车市场虽存在较大的不确定性，宇通在2017年前两批新能源客车公告目录中分别占到22%、32%，居于首位，上半年行业压力较大，下半年随着车型目录重审的逐步明朗，销量有望开始释放。假设全年新能源客车销量持平，我们按公司的经营计划测算，2017年净利润预计同比增长3%。2016年应收账款大幅增长至150.5亿元，其中来自中央政府的新能源客车补贴应收账款增长至101.6亿元，2016年收到新能源汽车补贴仅9.95亿，新能源补贴新政的出台，提高推荐车型目录门槛、降低补贴额度、调整补贴资金拨付方式，拉长了应收账款账期，对行业公司财务状况要求更高，有利于龙头公司进一

步提升行业集中度。

- **盈利预测和投资评级：维持增持评级** 综合预估公司 2017/2018/2019 年 EPS 分别为 1.88/2.23/2.64 元,对应当前股价 PE 分别为 11.2/9.5/8.0 倍, 维持增持评级。
- **风险提示：**新能源客车市场政策变化; 公交订单不达预期; 新能源客车市场需求减弱。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	35850	35946	42829	51075
增长率(%)	15%	0%	19%	19%
净利润(百万元)	4044	4172	4937	5834
增长率(%)	14%	3%	18%	18%
摊薄每股收益(元)	1.83	1.88	2.23	2.64
ROE(%)	29.56%	29.07%	32.60%	36.27%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 宇通客车盈利预测表

证券代码:	600066.SH				股价:	21.12	投资评级:	增持		日期:	2017/03/28
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值		2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标						
ROE	30%	29%	33%	36%	EPS		1.83	1.88	2.23	2.64	
毛利率	28%	26%	26%	26%	BVPS		6.14	6.41	6.74	7.12	
期间费率	14%	14%	14%	14%	估值						
销售净利率	11%	12%	12%	11%	P/E		11.56	11.21	9.47	8.01	
成长能力					P/B		3.44	3.29	3.13	2.96	
收入增长率	15%	0%	19%	19%	P/S		1.30	1.30	1.09	0.92	
利润增长率	14%	3%	18%	18%							
营运能力					利润表 (百万元)						
总资产周转率	1.02	0.99	1.06	1.13	营业收入		35850	35946	42829	51075	
应收账款周转率	2.15	2.15	2.15	2.15	营业成本		25876	26455	31538	37600	
存货周转率	13.45	13.45	13.45	13.45	营业税金及附加		161	162	193	230	
偿债能力					销售费用		2927	2934	3496	4170	
资产负债率	61%	60%	63%	65%	管理费用		1826	1830	2181	2601	
流动比	1.35	1.37	1.36	1.35	财务费用		275	(12)	(13)	(13)	
速动比	1.25	1.28	1.26	1.25	其他费用 / (-收入)		(393)	50	50	50	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润		4393	4627	5484	6538	
现金及现金等价物	5616	6990	7197	7696	营业外净收支		389	308	354	362	
应收款项	16697	16742	19948	23788	利润总额		4782	4934	5838	6900	
存货净额	1923	1978	2359	2812	所得税费用		680	702	830	981	
其他流动资产	2674	2680	3117	3640	净利润		4102	4233	5008	5919	
流动资产合计	26911	27990	32221	37536	少数股东损益		59	60	72	85	
固定资产	4538	4484	4436	4092	归属于母公司净利润		4044	4172	4937	5834	
在建工程	91	191	291	391	现金流量表 (百万元)						
无形资产及其他	1458	1458	1312	1166	经营活动现金流		3532	4333	(1691)	(2226)	
长期股权投资	322	322	322	322	净利润		4102	4233	5008	5919	
资产总计	35154	36279	40416	45342	少数股东权益		59	60	72	85	
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销		700	600	594	575	
应付款项	15761	16212	19327	23042	公允价值变动		58	0	0	0	
预收帐款	1183	1186	1413	1685	营运资金变动		(1387)	(559)	(7365)	(8804)	
其他流动负债	2977	2977	2977	2977	投资活动现金流		(1008)	(46)	(52)	244	
流动负债合计	19921	20374	23716	27704	资本支出		28	(46)	(52)	244	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资		(322)	0	0	0	
其他长期负债	1554	1554	1554	1554	其他		(715)	0	0	0	
长期负债合计	1554	1554	1554	1554	筹资活动现金流		(1151)	(3561)	(4214)	(4980)	
负债合计	21475	21929	25271	29258	债务融资		0	0	0	0	
股本	2214	2214	2214	2214	权益融资		0	0	0	0	
股东权益	13679	14351	15145	16084	其它		(1151)	(3561)	(4214)	(4980)	
负债和股东权益总计	35154	36279	40416	45342	现金净增加额		1373	726	(5956)	(6962)	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【汽车组介绍】

周绍倩，毕业于同济大学汽车专业，汽车行业 OEM 四年工作经验，证券行业 A+H 股两年研究经验，2016 年加入国海证券研究所。

葛家南，联系人，南京大学物理学学士，东京大学机械工学硕士，2015 年加入国海证券研究所。

【分析师承诺】

周绍倩，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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。