

2017年09月05日

姜以宁

C0067@capital.com.tw

目标价(元)

RMB 25

公司基本资讯

产业别	汽车
A 股价(2017/9/4)	21.05
上证指数(2017/9/4)	3379.58
股价 12 个月高/低	23.2/17.87
总发行股数(百万)	2213.94
A 股数(百万)	1903.48
A 市值(亿元)	400.68
主要股东	郑州宇通集团有限公司(37.19%)
每股净值(元)	5.50
股价/账面净值	3.83
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-4.3 -1.0 0.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017-08-07	22.06	买入

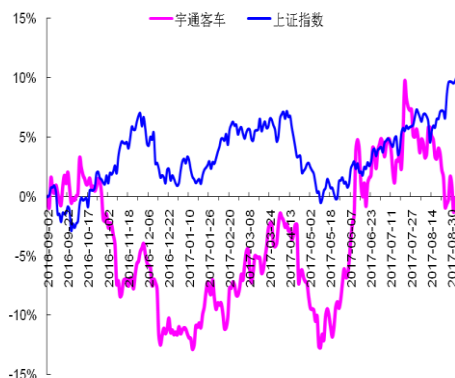
产品组合

客车销售	91.9%
客运服务	0.5%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	8.8%
一般法人	53.4%

股价相对大盘走势



宇通客车 (600066.SH)

Buy 买入

中期业绩随行业下滑，下半年销售正稳步回升

结论与建议：

公司 8 月销售客车 7302 辆，YOY+2.86%，MOM-5.2%，符合预期，累计来看，1-8 月共销售客车 36.8 万辆，YOY-10.3%，跌幅较 1-7 月继续收窄 3 个百分点。我们认为随着新能源车的产品目录公告的落地和主流公交公司的开始招标，行业需求开始释放，行业及公司的销量走出低谷，稳步回升，预计销售有望在 Q4 集中放量。

我们预计公司 2017 和 18 年净利润分别为 42 亿和 47 亿元，YOY 分别为 +5%和+10%，EPS 为 1.92 元和 2.11 元。当前股价对应 2017 和 18 年 P/E 为 11.5 倍和 10 倍；股息率分别为 5.9%和 6.1%。维持买入建议。目标价 25 元，18 年动态 PE 为 11x。

- **中报业绩随行业下滑，毛利率小幅提高：**公司 2017H1 实现营业收入 93 亿元，YOY-30%，实现净利润 8 亿，YOY-35%，折合 EPS 为 0.36 元。分季度来看，2017Q2 实现营业收入 54.4 亿元，YOY-33%，实现净利润 4.89 亿元，YOY-43%。公司上半年业绩大幅下滑主要由于（1）受新能源客车补贴大幅退坡，去年底部分需求透支影响，公司上半年客车销售下滑三成，上半年累计销售 21828 辆，YOY-27%；（2）公司销售和管理费用率均有不同程度的上升，带动三项费用率同比提高 2.1 个百分点达 15.5%（为历史最高水平）。从毛利率方面来看，公司上半年毛利率水平同比略有提高，提高 0.1 个百分点，达 24.9%。分车型销售情况看，上半年公司大客、中客、轻客分别销售 8751 辆、9947 辆和 3136 辆，YOY 分别为 -7.5%、-40.1%和 -15.1%，新能源客车销售 3000 辆，YOY-59%。客车市占率同比下降 2 个百分点至 9.8%，新能源车市占率同比下降 11 个百分点至 14.9%。

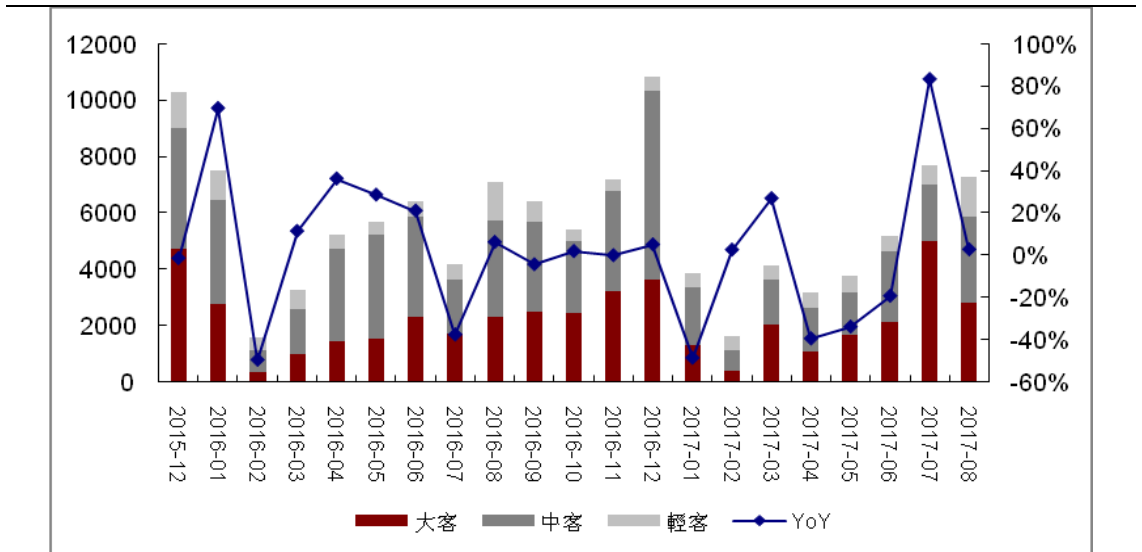
- **8 月客车销售稳定增长：**8 月销售客车 7302 辆，YOY+2.86%，MOM-5.2%，符合预期，累计来看，1-8 月共销售客车 36.8 万辆，YOY-10.3%，跌幅较 1-7 月继续收窄 3 个百分点。按车长来看，8 月大客销售依然较好，月销售 2810 辆，YOY+21.4%，主要由于上半年累计的公交订单和校车订单集中释放，1-8 月累计销售 1.66 万辆，YOY+23%；中客和轻客销售表现平稳，分别销售 3073 辆和 1419 辆，YOY 分别为 -10.8%和 +5.9%，1-8 月累计销售增速下滑幅度均继续收窄，YOY 分别为 -31.6%和 -10.3%；公司 8 月新能源客车销量约 2000 辆，较去年同期的 2100 台同比略有下滑。累计来看，1-8 月新能源车共销售约 6300 辆，YOY-39%，跌幅环比 1-7 月收窄 10 个百分点。整体来看公司下半年销售保持正增长态势，由于去年下半年基数相对较高，同比增速不会有较大的提升，累计增速下滑幅度在逐月收窄，我们预计行业及公司的销量有望在四季度出现集中放量，全年销量或将恢复正增长。

- **盈利预测：**从中长期来看，新能源客车补贴大幅下滑，补贴技术标准全面提升，行业门槛大幅提高，行业洗牌进程加速。公司作为行业龙头，拥有资金、成本控制、技术领先等多方面优势，未来在新能源客车市场占有率将继续提高，我们看好公司的长期发展，我们维持原有判断，预计公司 2017 和 18 年净利润分别为 42 亿和 47 亿元，YOY 分别为 +5%和 +10%，EPS 为 1.92 元和 2.11 元。当前股价对应 2017 和 18 年 P/E 为 11 倍和 10 倍；股息率分别为 5.9%和 6.1%。维持买入建议。目标价 25 元，18 年动态 PE 为 11x。

年度截止 12 月 31 日		2014	2015	2016F	2017F	2018F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	2613	3535	4044	4243	4679
同比增减	%	15.45%	35.31%	14.38%	4.92%	10.29%
每股盈余(EPS)	RMB 元	1.769	1.597	1.826	1.916	2.113
同比增减	%	-0.69%	-9.73%	14.33%	4.96%	10.29%
A 股市盈率(P/E)	X	12.47	13.82	12.08	11.51	10.44
股利(DPS)	RMB 元	1.000	1.500	1.200	1.300	1.350
股息率(Yield)	%	4.53%	6.80%	5.44%	5.89%	6.12%

图表一： 宇通客车月度销量及 YoY

(单位：辆)



资料来源：公司公告，群益证券

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2014	2015	2016	2017F	2018F
营业收入	25728	31211	35850	35212	38244
经营成本	19481	23306	25876	26009	28220
营业税金及附加	155	152	161	130	153
销售费用	1518	2034	2927	2394	2562
管理费用	1452	1813	1826	1926	2069
财务费用	-25	-142	275	106	115
资产减值损失	357	241	438	210	220
投资收益	98	62	29	80	90
营业利润	2903	3828	4393	4519	4998
营业外收入	168	332	423	480	530
营业外支出	20	56	35	50	55
利润总额	3051	4104	4782	4949	5473
所得税	398	517	680	634	712
少数股东损益	40	52	59	73	81
归属于母公司所有者的净利润	2613	3535	4044	4243	4679

附二：合并资产负债表

百万元	2014	2015	2016	2017F	2018F
货币资金	6016	6699	5616	2740	2103
应收帐款	9310	11363	16184	17803	19583
存货	1160	1547	1923	1962	2001
流动资产合计	17223	22983	26911	30948	35590
长期投资净额	149	0	322	165	165
固定资产合计	3630	4072	4538	4810	5099
在建工程	956	585	91	68	51
无形资产	939	1464	1458	1603	1764
资产总计	23823	30139	35154	38669	42558
流动负债合计	12359	16317	19921	21514	23235
长期负债合计	604	883	1554	1834	2164
负债合计	12963	17200	21475	23348	25399
少数股东权益	56	79	95	110	126
股东权益合计	10861	12939	13679	15321	17159
负债和股东权益总计	23823	30139	35154	38669	42558

附三：合并现金流量表

百万元	2014	2015	2016	2017F	2018F
经营活动产生的现金流量净额	3205	6010	3532	3886	4274
投资活动产生的现金流量净额	-1714	-3762	-1008	-857	-728
筹资活动产生的现金流量净额	-1177	-1490	-3456	-3802	-4182
现金及现金等价物净增加额	315	757	-932	-773	-636

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。