

2017年10月24日

姜以宁

C0067@ capital.com.tw

目标价(元)

RMB 27

公司基本资讯

产业别	汽车
A 股价(2017/10/23)	24.08
上证指数(2017/10/23)	3380.70
股价 12 个月高/低	26.06/17.87
总发行股数(百万)	2213.94
A 股数(百万)	1903.48
A 市值(亿元)	458.36
主要股东	郑州宇通集团有限公司(37.19%)
每股净值(元)	6.00
股价/账面净值	4.02
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	4.6 6.6 12.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2016-09-07	21.05	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

Q3 销售情况明显好转，带动业绩回升，符合预期
结论与建议：

公司 2017Q1-Q3 累计实现营业收入 190 亿元, YOY-12.3%, 实现净利润 19 亿, YOY-16%, 折合 EPS 为 0.86 元, 业绩符合市场预期。分季度来看, 公司 2017Q3 单季实现营业收入 97 亿元, YOY+15%, 实现净利润 11 亿元, YOY+5.4%, Q3 业绩环比 H1 止跌回升。行业及公司的销量从第二季度开始逐步走出低谷, 第三季度反转向呈正增长的态势, 我们预计有望在第四季度出现集中放量, 全年或将保持正增长, 公司业绩也将随行业回暖而回升。。

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 2.5% 和 3.3%。维持买入建议。目标价 27 元, 18 年动态 PE 为 12x。

■ 03 业绩小幅回升，财务费用支出加大：

公司前三季度业绩下滑主要由于 (1) 受新能源客车补贴大幅退坡和去年底部分需求透支影响, 公司新能源客车销售同比大幅下滑, 致使客车整体销售下滑, 营收和净利润同幅下降。(2) 公司三项费率均有不同程度的上升, 带动三项费率同比提高 1.12 个百分点达 13.9%。(3) 从毛利率方面来看, 公司前三季度毛利率水平同比持平, 为 25.7%。单季来看, 公司 Q3 营收和净利润同比均恢复正增长, 毛利率水平同比下滑 0.7 个百分点至 26.4%, 受资金紧张, 融资成本提高影响, 财务费用率同比提升了 1.1 个百分点达 1.5%, 拖累了业绩回升幅度。

■ 客车及新能源车销售稳步回暖：

公司 1-9 月累计客车销售 41234 辆, YOY-13%(其中 Q3 单季销量 YOY+10%)。按车长来看, 大客销售表现较好, 累计销售 1.6 万辆, YOY+2%(其中 Q3 单季销量 YOY+10%), 主要由于上半年累计的公交和校车订单集中释放所致; 中客和轻客销售同样稳步回升, 累计销售分别为 1.9 万辆和 0.6 万辆, YOY 分别为 -25% 和 -3.7%(其中 Q3 单季销量 YOY 分别为 +4% 和 +10%), 公司前三季度客车销售市占率为 12%。公司 1-9 月新能源客车销量为 8815 辆, YOY-33%(其中 Q3 单季 YOY+2%), 10 米以上大型新能源客车销售占比由去年的 35% 提升至 50%, 上游电池等价格的下降和电池能力密度的提升带动了整体成本的缩减, 弥补了补贴退坡的影响, 新能源客车的毛利率水平同比持平。公司 1-9 月新能源客车市占率为 19%(9 月单月达 24%), 预计未来仍有进一步提升的空间。

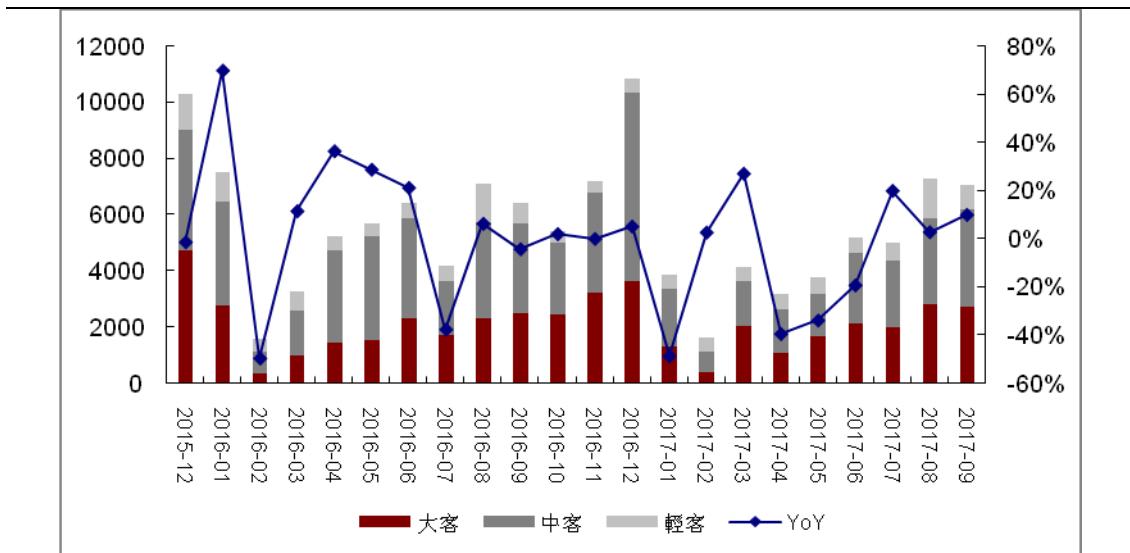
■ 盈利预测：

未来新能源客车补贴将继续退坡, 同时补贴技术标准将全面提升, 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升, 我们看好公司的长期发展。同时受 18 年客车补贴大概率退坡预期的影响, Q4 或将迎来抢装潮, 公司的新能源客车销售有望集中释放, 业绩改善有望超出市场预期, 我们预计公司 2017 和 18 年净利润分别为 42.43 亿和 46.79 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 2.9% 和 3.7%。维持买入建议。目标价 27 元, 18 年动态 PE 为 12x。

..... 接续下页

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
同比增減	%	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
同比增減	%	-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	1.000	0.700	0.900
股息率(Yield)	%	4.15%	6.23%	4.15%	2.91%	3.74%

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证劵(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)有限公司相信用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.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。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)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对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和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证;@持意见或立场，或会买入，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;@。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。