

宇通客车 (600066.SH)

客车行业

评级：买入 首次评级

公司深度研究

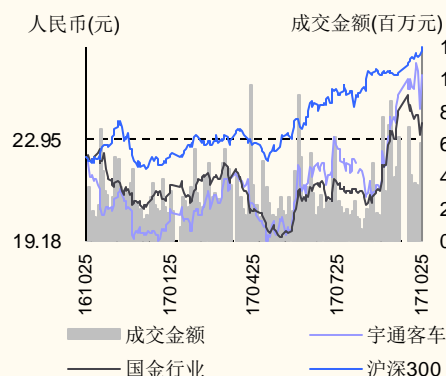
市场价格 (人民币): 25.04 元

目标价格 (人民币): 32.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,903.48
总市值(百万元)	55,437.04
年内股价最高最低(元)	25.82/19.18
沪深 300 指数	3976.95
上证指数	3396.90



从优质到卓越，客车龙头强者恒强

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.597	1.826	1.827	2.049	2.156
每股净资产(元)	5.81	6.14	6.96	8.01	9.17
每股经营性现金流(元)	2.71	1.59	0.23	1.51	1.84
市盈率(倍)	14.08	10.73	13.01	11.60	11.03
行业优化市盈率(倍)	19.40	19.40	19.40	19.40	19.40
净利润增长率(%)	35.31%	14.38%	0.02%	12.17%	5.19%
净资产收益率(%)	27.49%	29.77%	26.24%	25.58%	23.52%
总股本(百万股)	2,213.94	2,213.94	2,213.94	2,213.94	2,213.94

来源: 公司公告、国金证券研究所、聚源数据

投资逻辑

- **行业存量博弈，龙头有望强者恒强。**公交领域，城镇化逐步推进，城市客运量稳步提升，一线城市轨道交通的逐步渗透，抑制公交客运的需求增量，三四线城市公交客运稳步提升，公交车总需求总体将保持稳定。公路客车领域，高铁线路的逐步拓展，对公路平行线路下的公路客车造成冲击。总体来看，大中客车行业未来需求稳定，存量博弈成为行业趋势。公司为全球规模最大的大中客车生产基地，2016 年市占率 32.5%，公司在技术研发、盈利能力等方面处于行业领先地位，存量博弈下市场占有率有望稳步提升。
- **新能源渗透率待提升，市占率有望稳步提升。**截止 2016 年，国内公交车保有量为 60.86 万辆，而新能源客车保有量约为 20 万辆，渗透率约为 30%，未来有望提升至 70% 以上，新能源客车长期发展有支撑，短期补贴逐步滑坡将加速行业洗牌。我们认为，随着补贴的逐步退出、技术要求的逐步提升以及地方保护的逐步减弱，新能源客车的行业竞争更加趋于市场化，拥有技术优势，规模优势，品牌优势的龙头市占率有望稳步提升。宇通客车为新能源客车领域龙头，7 米以上新能源客车市占率 2015 年 20%，2016 年 25%，预计 17 年 28%~30%，预计中期市占率有望达到 40%。
- **基本面好转，业绩低点已过。**上半年由于补贴退坡、推广目录重审等因素影响，新能源客车产量同比下滑约 67%，受此影响 2017 年上半年公司销量同比下滑 26.7%。进入下半年，行业不利因素逐步缓解，宇通客车单三季度销量同比增长 10%，营收同比增长 15%，利润同比增长 5%，预计随着销量的逐步回暖以及新能源客车销量结构的调整，全年业绩有望持平。同时，我们认为政府调整补贴政策，提升补贴技术门槛，以充分激励产品技术指标领先的企业，存在较大可能。若补贴调整，宇通客车作为技术领先的新能源客车龙头，市占率有望提升，强者更强。

投资建议

- 预计 2017 年-2019 年净利润分别为 40.45 亿元、45.36 亿元和 47.72 亿元，EPS 为 1.83 元、2.05 元和 2.16 元。首次覆盖买入评级，目标价 32 元，对应 2018 年 15.6 倍 PE。

风险

- 新能源客车销量不及预期；补贴退坡风险。

刘洋 分析师 SAC 执业编号: S1130517060001
yang_liu@gjzq.com.cn

梁美美 联系人
liangmeimei@gjzq.com.cn

宋伟健 联系人
songweijian@gjzq.com.cn

内容目录

1、公司简介.....	5
2、大中客需求稳定，强者恒强，公司市占率持续攀升.....	10
2.1 大中客车需求稳定，存量竞争为行业趋势.....	10
2.2 行业龙头强者恒强，宇通客车市占率持续提升.....	13
2.3 国际化战略稳步推进.....	15
3、新能源客车长期有支撑，龙头强者恒强.....	17
3.1 新能源客车长期有支撑，补贴调整促强者恒强.....	17
3.2 公司新能源大中客车份额持续提升，今年有望达到 30%.....	22
技术：较早涉猎新能源领域，技术国内领先.....	23
运营：运营场景丰富，满足不同情况下的运营需求.....	25
供应商：三电供应稳定，主要供应商国内领先.....	26
4、公司下半年迎来业绩反转，明年前景更好.....	28
5、估值低、基本面迎向上拐点，布局正当时.....	31
5.1 盈利预测.....	31
5.2 投资建议.....	31
6、风险提示.....	32

图表目录

图表 1：公司产品示意图.....	5
图表 2：历年营收及增速情况.....	5
图表 3：历年净利润及增速情况.....	5
图表 4：公司营收规模高于行业竞争者.....	6
图表 5：海外业务稳步拓展.....	6
图表 6：毛利率稳中有升.....	7
图表 7：近几年期间费用率逐步提升.....	7
图表 8：公司历年应收账款.....	7
图表 9：公司历年经营性现金流.....	7
图表 10：公司保持较高的分红利率.....	8
图表 11：公司分红比率长期高于行业水平.....	8
图表 12：公司股权激励到位.....	8
图表 13：子公司布局完善.....	9
图表 14：大中客车销量总体稳定（包含非完整车辆）.....	10
图表 15：公交与公路车位大中客车主要需求.....	10
图表 16：城市客运需求稳定，公交客运需求稳中有降.....	10
图表 17：公交车保有量稳定增长.....	10
图表 18：分省公交车保有量情况.....	11
图表 19：公路客运量呈萎缩态势.....	12

图表 20: 公路客运周转量呈萎缩态势.....	12
图表 21: 铁路运距逐步下探.....	12
图表 22: 公司研发费用占比高于行业竞争者.....	13
图表 23: 公司研发人员占比高于同行竞争者.....	13
图表 24: 公司技术领先, 创造多个行业第一.....	13
图表 25: 公司毛利率高于行业竞争者.....	14
图表 26: 公司净利率高于行业竞争者.....	14
图表 27: 单车价值处于行业领先地位(2016 年).....	14
图表 28: 公司大中客车市场份额稳步提升.....	14
图表 29: 海外市场存在较大渗透空间.....	15
图表 30: 大中客车出口地区分布.....	15
图表 31: 10 座以上客车历年出口量与同比.....	15
图表 32: 2017H1 国内客车出口结构(按价格).....	16
图表 33: 国内外主要客车厂商单车均价对比.....	16
图表 34: 公司海外出口市占率稳步提升.....	16
图表 35: 不同区域新能源客车销量规划.....	17
图表 36: 当前新能源客车主要集中在公交车领域.....	17
图表 37: 新能源公交车渗透情况.....	18
图表 38: 公路客车领域的渗透率.....	18
图表 39: 2017 年新能源客车补贴情况.....	19
图表 40: 2016 年新能源客车补贴情况.....	19
图表 41: 2017 年新能源客车总体承压.....	20
图表 42: 预计下半年逐步回暖.....	20
图表 43: 2017 年与 2016 年国补技术指标差异.....	20
图表 44: 补贴退坡预期下, 2016 年 4 季度抢装明显.....	21
图表 45: 新能源客车销量预测.....	21
图表 46: 公司新能源客车历年销量.....	22
图表 47: 公司新能源销量结构.....	22
图表 48: 分车型新能源客车占比估计(纯电动).....	22
图表 49: 公司为新能源客车龙头.....	23
图表 50: 宇通客车新能源客车发展历程.....	23
图表 51: 1-7 批推广目录纯电动客车能量密度对比.....	24
图表 52: 混合动力及插电式混合动力车型中睿控技术的工作原理.....	24
图表 53: 睿控技术在纯电动领域的应用.....	25
图表 54: 满足不同条件下的运营场景.....	25
图表 55: 公司拥有较为稳定的供应体系.....	26
图表 56: 公司新能源客车销量占比稳步提升.....	26
图表 57: 对比行业新能源客车占比仍有较大提升空间.....	26
图表 58: 公司新能源客车市占率有望稳步提升.....	27

图表 59: 2017 年上半年销量承压.....	28
图表 60: 2017 年上半年营收下滑.....	28
图表 61: 2017Q1、Q2、Q3、Q4 销量预测.....	28
图表 62: 2017H2 新能源客车占比有望回升.....	28
图表 63: 宇通客车销量预测.....	29
图表 64: 2017 年 Q1~Q3 毛利率保持稳定.....	30
图表 65: 2017Q1~Q3 单车价值同比提升.....	30
图表 66: 2017Q1~Q3 单车利润同比微降.....	30
图表 67: 宇通客车主营业务拆分.....	31
图表 68: 客车公司 2017 年预测 PE.....	31
图表 69: PE (TTM) 处于行业低位.....	31

1、公司简介

- **大中客车龙头，产品线丰富。**公司是世界大中客车行业的龙头，拥有底盘车架电泳、车身电泳、机器人喷涂等国际先进的客车电泳涂装生产线，形成了5米至25米，覆盖公路客运、旅游、公交、团体、校车、专用客车等各个细分市场，包括普档、中档、高档等各个档次，203个产品系列的完整产品链。

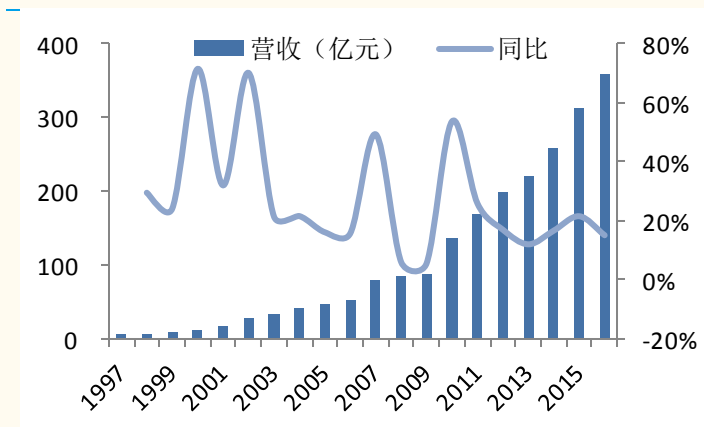
图表 1：公司产品示意图

校车	企事业单位班车	房车	新能源客车	客运客车	旅游客车	公交客车	定制专用客车
							
10-20座	10-20座	A型房车	混合动力	5-6米	10-20座	5-6米	^
21-30座	21-30座	B型房车	纯电动	6-7米	21-30座	6-7米	指挥车
31-40座	31-40座	C型房车	其它	7-8米	31-40座	7-8米	商务车
41-50座	41-50座	拖挂式房车		8-9米	41-50座	8-9米	楼盘车
50座以上	50座以上			9-10米	50座以上	9-10米	体检车
				10-11米		10-11米	救护车
				11-12米		11-12米	教练车
				12-13米		12-13米	工程车
				13米以上		13米以上	机场摆渡车
							全铝公交车
							商品展示车
							厢货车
							∇

来源：公司官网，国金证券研究所

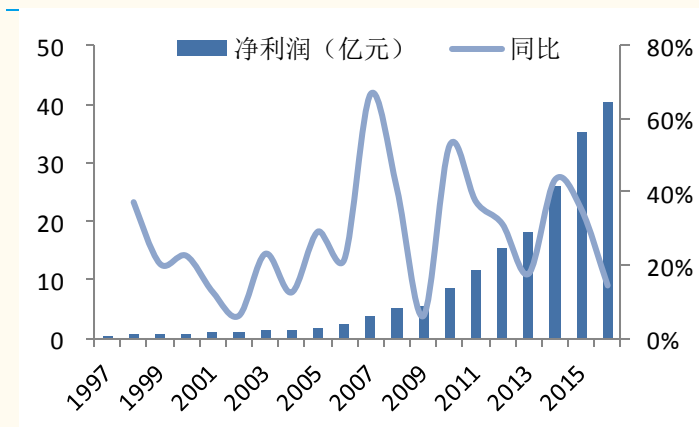
- 公司于 1997 年上市，上市以来 19 年间公司业绩每年保持增长，由上市时 4.37 亿元的营收规模，稳步提升到 2016 年的 358 亿元的营收规模。其中 1997-2016 年营收复合增长率为 26.1%，最高增速达 71%，净利润复合增长率为 27%，最高增速达 67%。公司业绩与大中客车总体销量走势基本保持一致，近两年公司在新能源客车领域表现突出，致使公司总体业绩显著好于行业平均水平。

图表 2：历年营收及增速情况



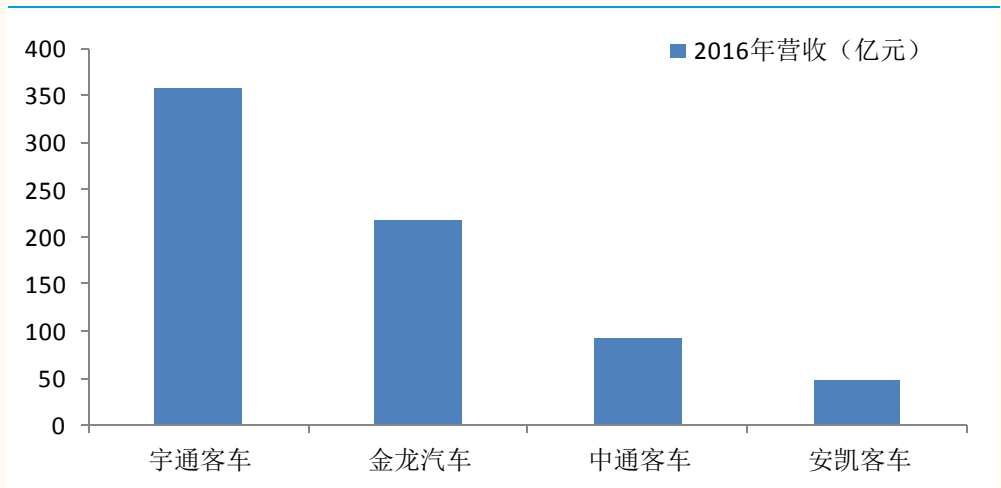
来源：wind，国金证券研究所

图表 3：历年净利润及增速情况



来源：wind，国金证券研究所

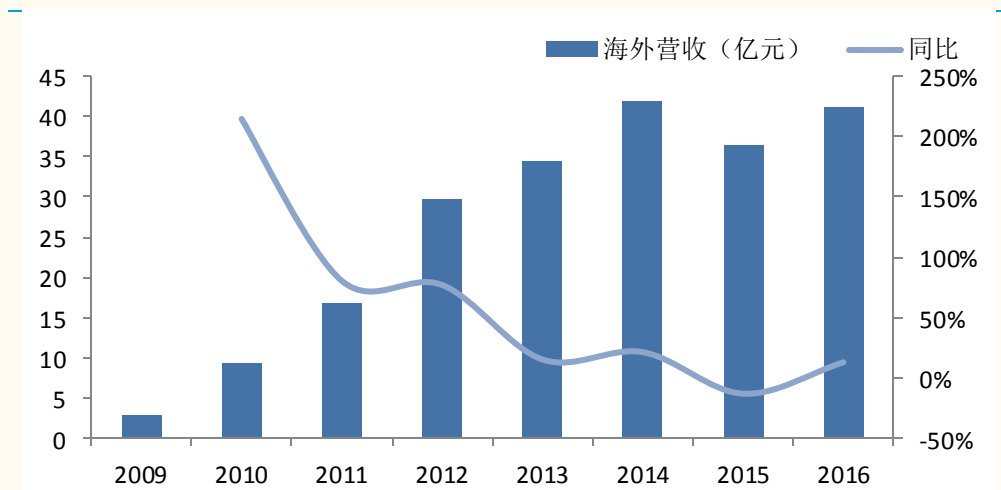
图表 4：公司营收规模高于行业竞争者



来源：公司公告，国金证券研究所

- **海外业务稳步拓展。**近几年公司在巩固国内市场的同时，积极开拓国际市场，海外业务稳步增长，2016 年公司海外业务营收占比达 11.5%。2009-2016 年海外业务营收复合增长率达 45.6%。2015 年，中国 5 米以上客车出口数量同比下滑 24.41%，受行业影响，公司海外业务出现下滑。

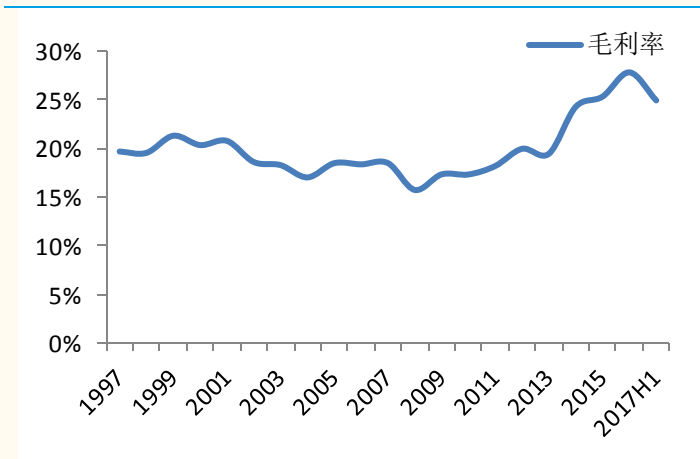
图表 5：海外业务稳步拓展



来源：wind，国金证券研究所

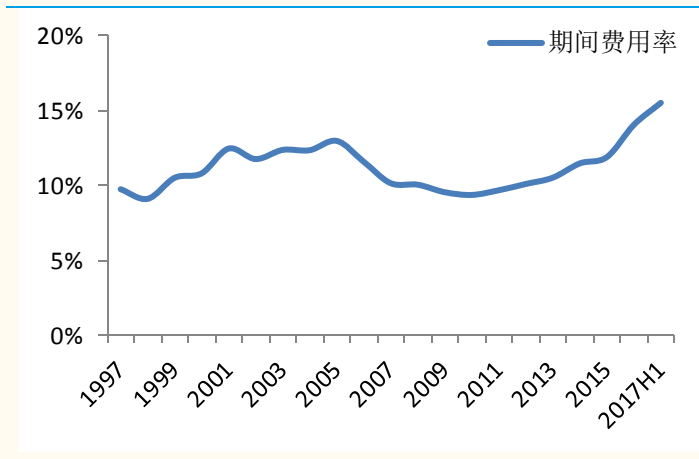
- **期间费用率稳定，毛利率稳步提升。**公司拥有较高的自动化程度、完善的供应链体系等，致使其毛利率水平高于行业水平。总体来看，公司毛利率与净利率稳步提升，近两年受益于新能源汽车销量占比的提升，公司毛利率提升较快，期间费用率方面，随着客车竞争加剧同样维持上升态势。17 年虽然新能源客车补贴退坡，但是得益于公司大客车占比提升，公司毛利率较去年同期并未出现下滑。

图表 6：毛利率稳中有升



来源：wind，国金证券研究所

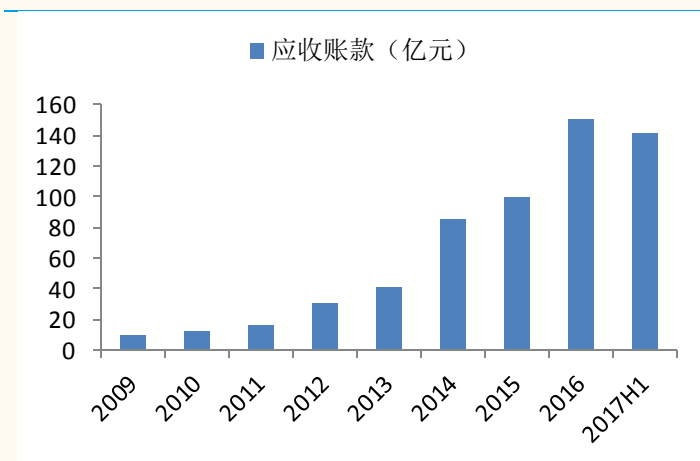
图表 7：近几年期间费用率逐步提升



来源：wind，国金证券研究所

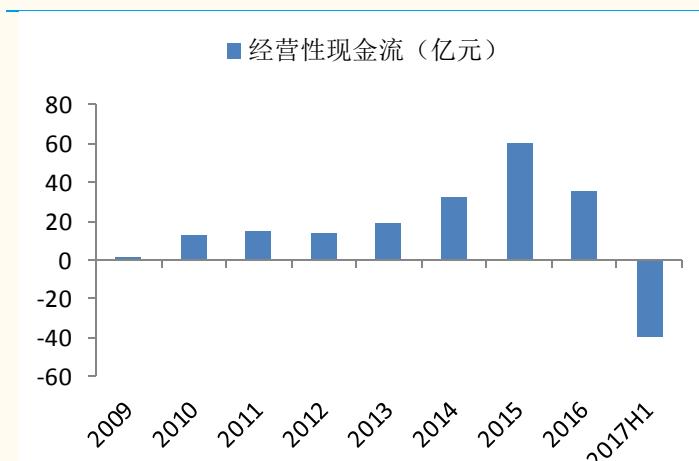
- **应收账款较多，经营性现金流短期承压。** 新能源客车的发展依靠国家补贴，由于补贴发放的滞后性（新能源公交车要满足 3 万公里运营里程，一般需要 6-9 月），随着新能源客车产销基数的提升，公司应收账款稳步上涨，2016 年公司约 150 亿元的应收账款，其中国家补贴约 102 亿元，预计新一轮新能源客车补贴的发放要到 18 年，届时公司现金流有望得到缓解。

图表 8：公司历年应收账款



来源：公司公告，国金证券研究所

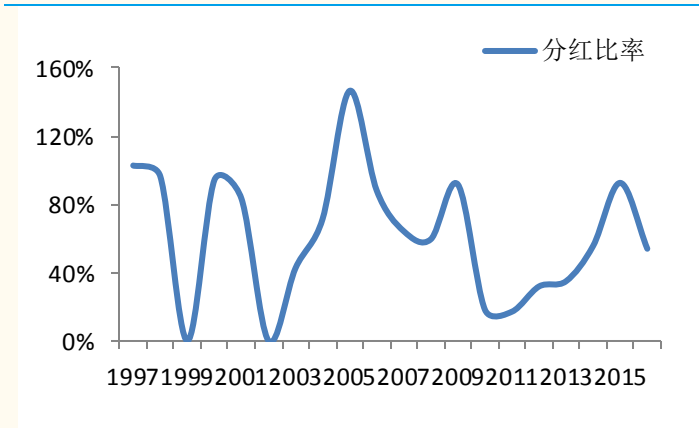
图表 9：公司历年经营性现金流



来源：公司公告，国金证券研究所

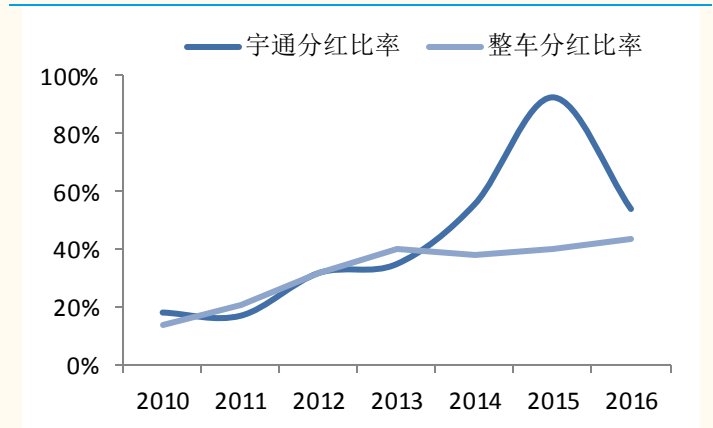
- **公司分红比率高于行业平均水平。** 上市以来，公司持续保持较高的现金分红比例，用于回报投资者，部分年份超过 100%。对比行业平均水平，公司分红比率长时间高于行业。

图表 10：公司保持较高的分红利率



来源：wind，国金证券研究所

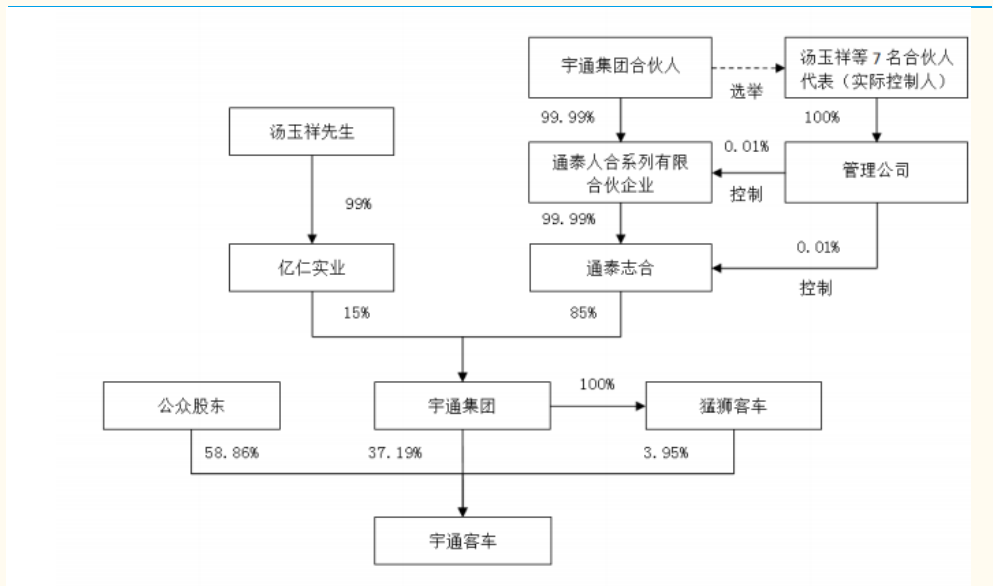
图表 11：公司分红比率长期高于行业水平



来源：wind，国金证券研究所

- **汤玉祥等 7 名合伙人代表为公司实际控制人。**宇通集团通过直接和间接方式合计持有公司 41.14%的股份，为公司的控股股东。汤玉祥等 7 名合伙人代表控制着宇通集团，为公司的实际控制人。

图表 12：公司股权激励到位



来源：公司公告，国金证券研究所

- **子公司众多，布局完善。**在主营客车方面，公司布局完善。国内市场方面，公司在主要的客车市场均设有销售公司，有助于当地市场的开拓。国际方面，公司通过 YUTONG MIDDLE EAST FZE、AUTOBUSES YUTONG DE VENEZUELA, S.A、YUTONG-RUS、YUTONG AUSTRALIPTY LTD 以及香港宇通国际有限公司 5 家子公司负责公司进出口业务。与此同时，公司布局上游汽车零部件领域，设有精益达汽车零部件有限公司，公司产品链全布局，有利于提升自身盈利能力。

图表 13：子公司布局完善

领域	子公司	直接持股比例	地区
零部件	郑州精益达汽车零部件有限公司	100%	
国内销售	青岛睿通时代汽车销售有限公司	100%	山东
	苏州万豪汽车销售服务有限公司	100%	浙江
	深圳智蓝汽车销售有限公司	100%	深圳
	天津宇通顺捷客车科技有限公司	100%	天津
	南宁宇通顺捷客车有限公司	100%	广西
	沈阳宇通顺捷客车服务有限公司	100%	辽宁
	广州宇浩汽车销售有限公司	30%	广东
	深圳市智蓝汽车销售有限公司	100%	深圳
	山西绿欣睿控汽车销售有限公司	100%	山西
	武汉宇通顺捷客车实业有限公司	100%	湖北
	长沙经济技术开发区三农宇通科技有限公司	100%	湖南
	上海宇通青普汽车科技服务有限公司	100%	上海
	成都宇通客车科技发展有限公司	100%	四川
海外销售	YUTONG-RUS	99%	俄罗斯
	AUTOBUSES YUTONG DE VENEZUELA, S.A	90.02%	德国
	YUTONG MIDDLE EAST FZE		中东
	YUTONG AUSTRALIA PTY LTD		澳大利亚
	香港宇通国际有限公司	100%	香港

来源：公司公告，国金证券研究所

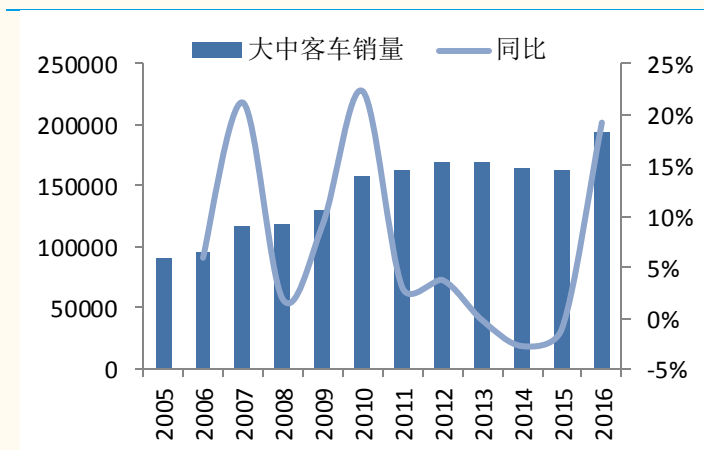
2、大中客需求稳定，强者恒强，公司市占率持续攀升

- **大中客车需求稳定，龙头份额稳步提升。**大中客车主要由公交车和客运车构成。随着中国经济的稳步发展以及城镇化进程的推进，公交车和客运车需求总体稳定，行业集中度稳步提升。公司作为大中客车龙头，凭借领先的技术和品牌，市场份额稳步提升。

2.1 大中客车需求稳定，存量竞争为行业趋势

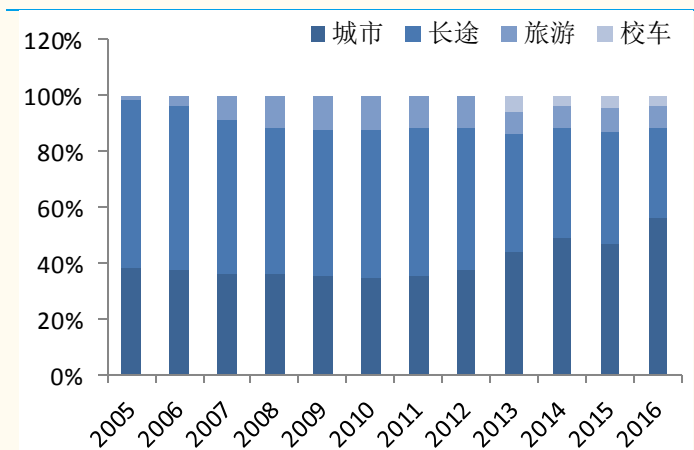
- **大中客车需求稳定，公交占比提升。**大中型客车用途主要可以分为公交、长途客运、旅游以及其他。从销量占比情况来看，公交、长途客运为大中型客车最主要的需求。而新能源客车目前主要以公交车为主，近两年随着新能源客车产销的快速增长，公交车销量占比逐步提升。

图表 14：大中客车销量总体稳定（包含非完整车辆）



来源：中汽协，国金证券研究所

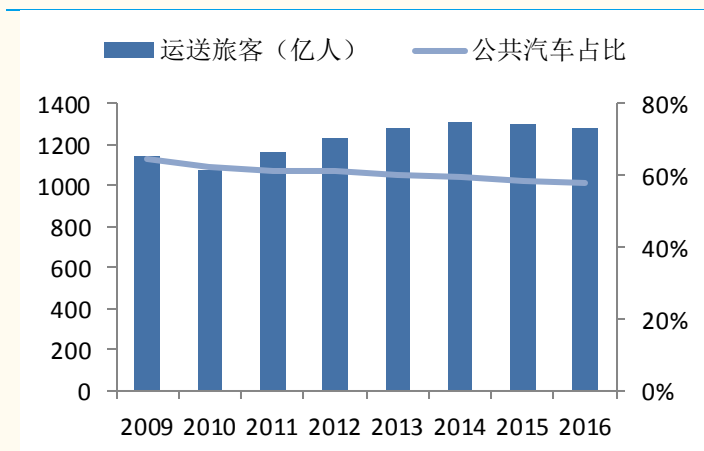
图表 15：公交与公路车为大中客车主要需求



来源：wind，国金证券研究所

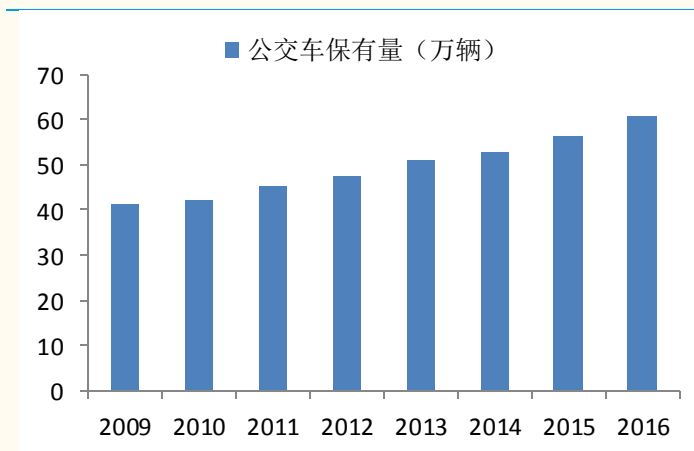
- **城镇化推进城市客运需求稳定，公交客运需求稳中有降。**推进城镇化建设是我国顶层战略，在政策的驱动下，我国城镇化率逐步提升，2015 年城市人口已经超越农村人口数量。受益于城市人口的增长以及城市人口密度的提升，城市客运需求维持稳定，其中公交作为城市客运主要交通工具，占据着城市客运总量超过 50% 的份额，但随着轨道交通的逐步发展，公交客运需求总体呈现稳中有降的态势。

图表 16：城市客运需求稳定，公交客运需求稳中有降



来源：交通运输行业发展统计公报，国金证券研究所

图表 17：公交车保有量稳定增长



来源：交通运输行业发展统计公报，国金证券研究所

- 分省份来看，以北京上海为主的一线城市，城市化率较高，公交车渗透率处于比较高的水平，并且一线城市轨道交通建设相对完善，对于公交车产生一定冲击，因此一线城市公交保有量总体保持稳定。而除去一线城市以外的省份，尤其是欠发达省份，城镇化率程度较低，缺乏建设轨道交通的基础。随着城镇化的推进，公交车保有量仍保持稳步提升态势。

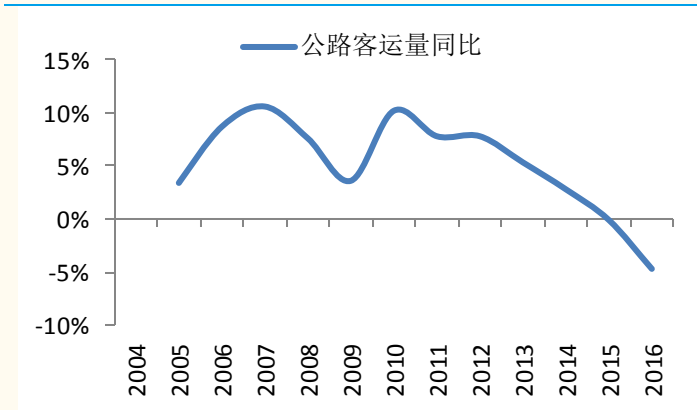
图表 18：分省公交车保有量情况

	公共汽车数（辆）			增量（辆）		增长率	
	2013	2014	2015	2014	2015	2014	2015
全国	509629	528803	561756	19174	32953	3.76%	6.23%
北京	23592	23667	23287	75	-380	0.32%	-1.61%
天津	9670	11144	11619	1474	475	15.24%	4.26%
河北	21903	20754	25614	-1149	4860	-5.25%	23.42%
山西	10903	10631	10605	-272	-26	-2.49%	-0.24%
内蒙古	9816	10236	10251	420	15	4.28%	0.15%
辽宁	22198	22763	23097	565	334	2.55%	1.47%
吉林	11761	12420	12709	659	289	5.60%	2.33%
黑龙江	17640	17918	18729	278	811	1.58%	4.53%
上海	16717	16155	16531	-562	376	-3.36%	2.33%
江苏	34538	36665	39729	2127	3064	6.16%	8.36%
浙江	28378	29826	32698	1448	2872	5.10%	9.63%
安徽	16623	18109	18622	1486	513	8.94%	2.83%
福建	14152	15224	17021	1072	1797	7.57%	11.80%
江西	9813	9472	9806	-341	334	-3.47%	3.53%
山东	39962	39505	46654	-457	7149	-1.14%	18.10%
河南	21291	23094	25258	1803	2164	8.47%	9.37%
湖北	18999	19548	20895	549	1347	2.89%	6.89%
湖南	17862	19754	22030	1892	2276	10.59%	11.52%
广东	53556	55360	56950	1804	1590	3.37%	2.87%
广西	10193	10752	11442	559	690	5.48%	6.42%
海南	2950	3221	3370	271	149	9.19%	4.63%
重庆	12088	12470	12837	382	367	3.16%	2.94%
四川	26798	28084	27646	1286	-438	4.80%	-1.56%
贵州	6484	7361	7889	877	528	13.53%	7.17%
云南	12849	14096	14704	1247	608	9.71%	4.31%
西藏	494	562	609	68	47	13.77%	8.36%
陕西	13064	13200	13715	136	515	1.04%	3.90%
甘肃	7038	7487	7513	449	26	6.38%	0.35%
青海	3797	3901	3790	104	-111	2.74%	-2.85%
宁夏	3657	3795	4115	138	320	3.77%	8.43%
新疆	10843	11629	12021	786	392	7.25%	3.37%

来源：交通部网站，国金证券研究所

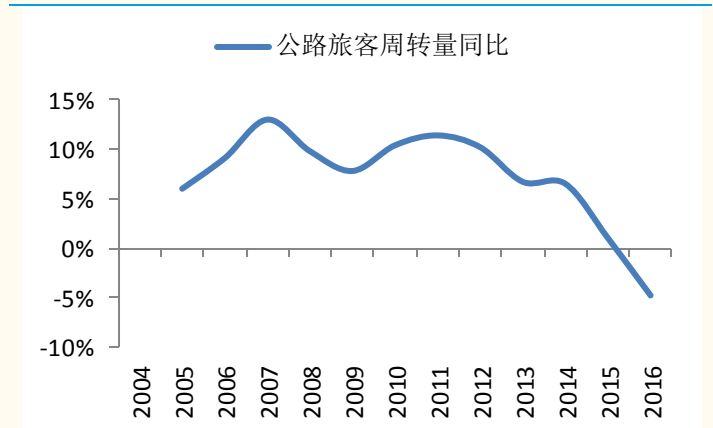
- 受高铁冲击，公路客运量逐步萎缩。随着中国经济的持续增长，以及中国人口的增加，中国国内客运量与客运周转量维持增长态势，但随着高铁的快速渗透，公路客运量逐步萎缩。2016 年中国公路客运量同比下滑 4.7%，中国公路客运周转量同比下滑 4.8%。我们认为，在高铁逐步渗透的大环境下，公路客运总体处于逐步萎缩的状态。

图表 19：公路客运量呈萎缩态势



来源：wind，国金证券研究所

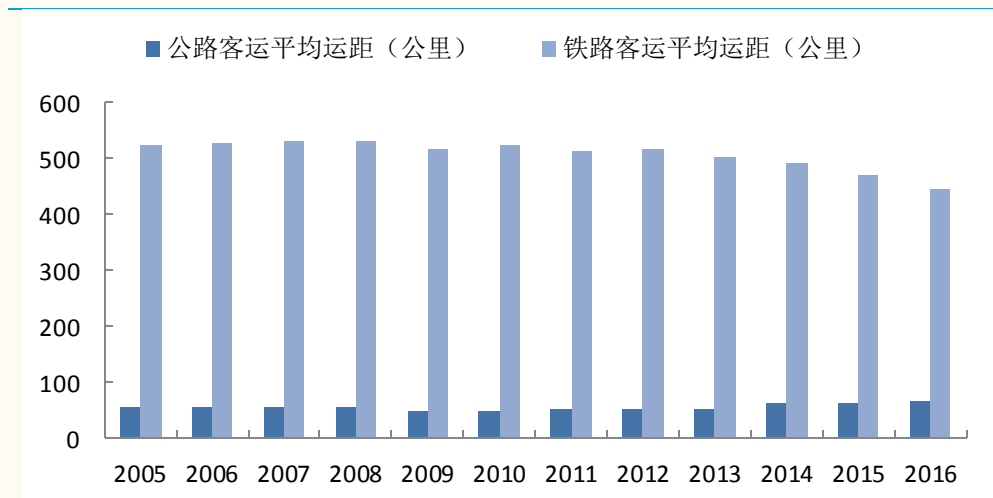
图表 20：公路客运周转量呈萎缩态势



来源：wind，国金证券研究所

- **高铁对平行线路公路客车需求产生一定冲击，但对支线客运有促进作用。**从运输距离角度来看，随着高铁线路的不断扩张，部分短途客运逐步替代公路客车，致使铁路客运平均运距快速下探，截止 2016 年国内铁路客运平均运距为 447 公里，较 2010 年下降 76 公里，下降趋势明显，对平行线路下的公路客车需求量产生巨大冲击。但同时由于高铁中途停靠站点较少、高铁站距离市区较远等因素，派生出新的中短途需求，间接促进 200 公里运距内的公路客运需求。

图表 21：铁路运距逐步下探



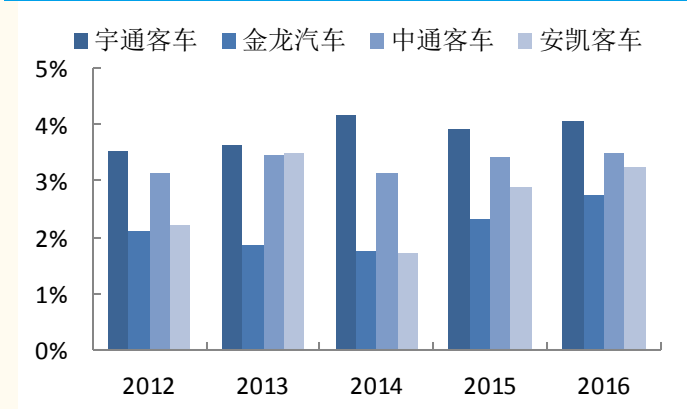
来源：交通运输行业发展统计公报，国金证券研究所

- **大中客车总体需求稳定，存量博弈为行业趋势。**公交领域，城镇化逐步推进，城市客运量稳步提升，一线城市轨道交通的逐步渗透，抑制公交客运的需求增量，三四线城市公交客运稳步提升，公交车总需求总体将保持稳定。公路客车领域，高铁线路的逐步拓展，对公路平行线路下的公路客车造成冲击。总体来看，大中客车行业未来需求稳定，存量博弈成为行业趋势。公司为全球规模最大的大中客车生产基地，2016 年市占率 32.5%，公司在技术研发、盈利能力等方面处于行业领先地位，存量博弈下市场占有率有望稳步提升。

2.2 行业龙头强者恒强，宇通客车市占率持续提升

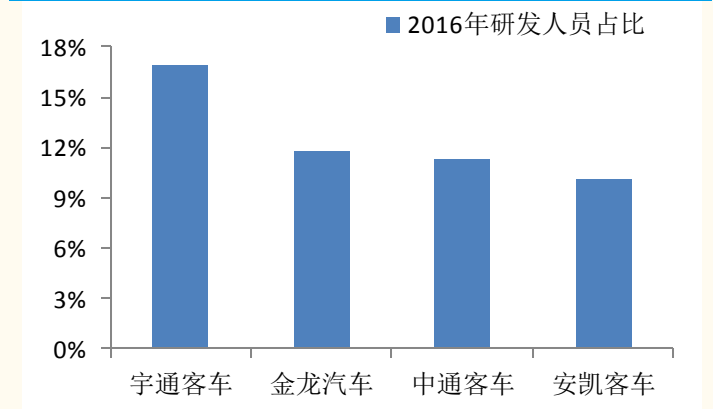
- **研发能力出众，技术行业领先。**公司历来注重技术的研发创新，研发费用占比以及研发人员占比情况均高于行业主要竞争者。经过长时间的沉淀，公司技术达到行业领先水平，创造了多个行业第一。

图表 22：公司研发费用占比高于行业竞争者



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 23：公司研发人员占比高于同行竞争者



来源：公司公告，国金证券研究所

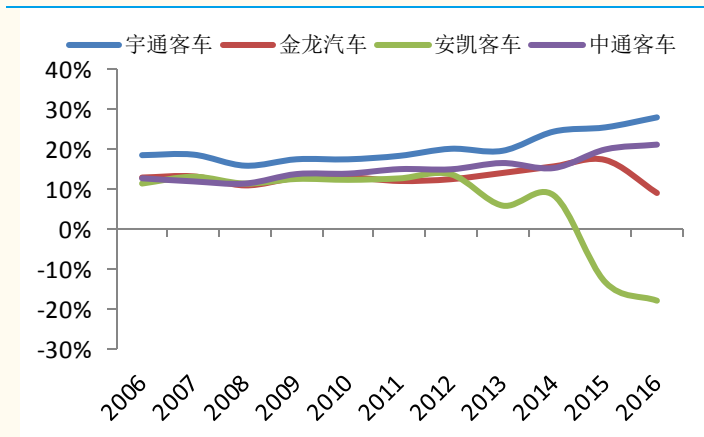
图表 24：公司技术领先，创造多个行业第一

时间	事件
1999 年	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
2015 年	首个燃料电池客车生产资质
2015 年	完成了世界首例自动驾驶客车开放道路试验

来源：公司公告，国金证券研究所

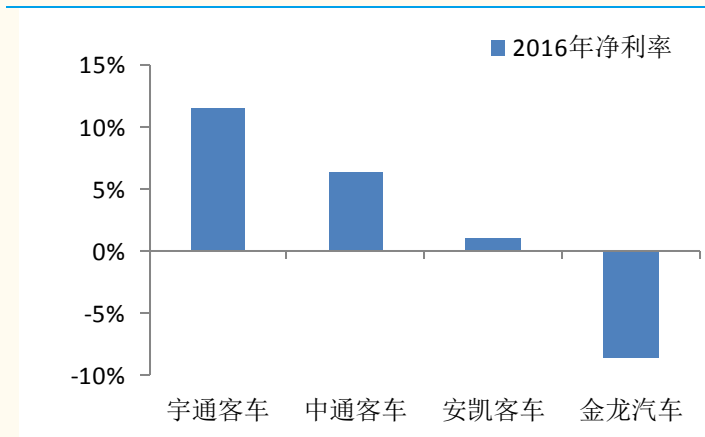
- **毛利率，单车价值高于行业竞争者。**公司毛利率长期高于 20%，近几年随着新能源客车销量占比的稳步提升，公司毛利率处于稳中有升的态势。同时，公司毛利率水平高于行业竞争者：
 - **与中通客车、安凯客车相比：**公司整体销量规模远好于中通客车、安凯客车，规模优势、品牌议价带来毛利率的提升。
 - **与金龙汽车相比：**公司销量规模与金龙汽车相近，但是金龙汽车毛利率水平远低于宇通客车，主要原因一方面是因为金龙汽车轻客占比较高；另一方面，金龙汽车旗下三家子公司股权较为分散，经营效率低于宇通客车，同时，三家公司不同的供应体系，无法体现规模优势。

图表 25：公司毛利率高于行业竞争者



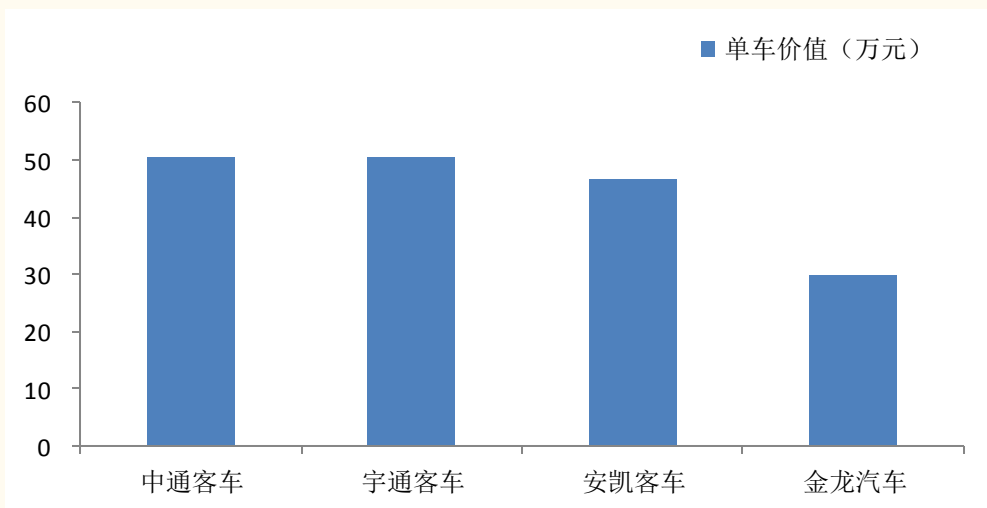
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 26：公司净利率高于行业竞争者



来源：公司公告，国金证券研究所

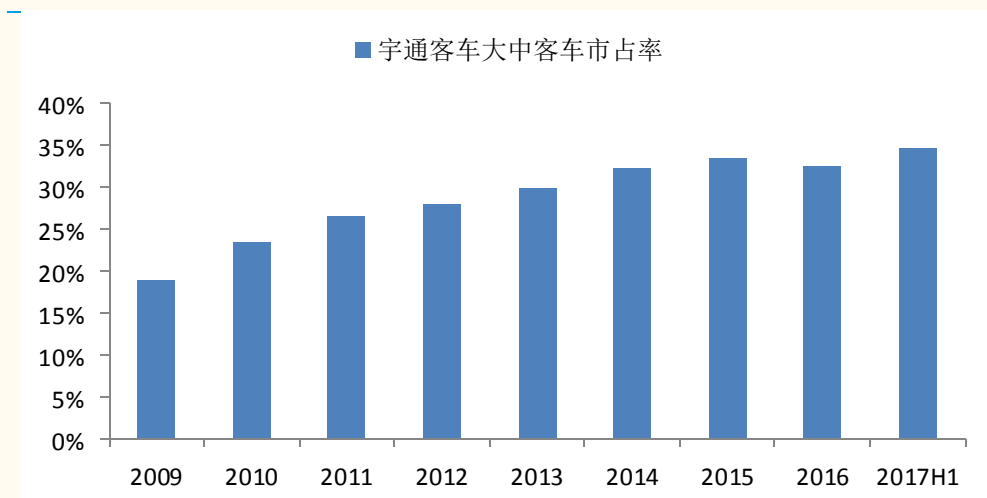
图表 27：单车价值处于行业领先地位（2016 年）



来源：公司公告，国金证券研究所

- **客车龙头，份额稳步提升。**公司是全球生产规模最大的客车制造商，亦是国内大中客车领域的龙头企业。2016 年公司大中客车销量市场份额达 32.6%，稳居行业第一，并且市占率保持稳步提升态势。

图表 28：公司大中客车市场份额稳步提升

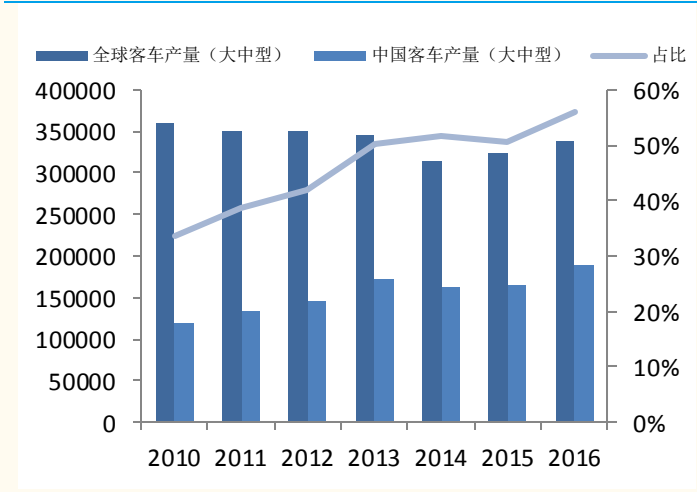


来源：公司公告，中汽协，国金证券研究所

2.3 国际化战略稳步推进

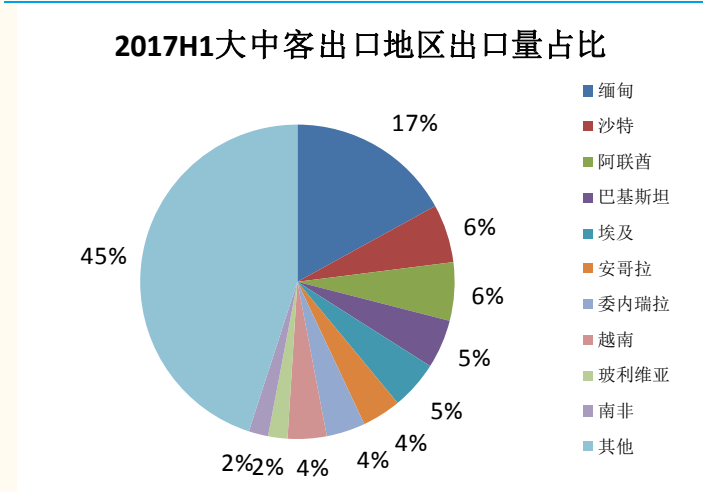
- 海外市场存在较大渗透空间，当前国内出口以中东、南非、南亚等地区为主。根据中汽协数据，2016 年全球重型客车（10 座以上）产量为 33.75 万辆，同期中国大中客车产量为 18.9 万辆，约占全球产量的 56%，海外市场仍存在较大的渗透空间。目前国内客车的出口地区以中东、南非、南亚等不发达地区为主，其中缅甸为当前出口最大市场，出口量受当地经济，当地石油价格，国内客车产能规划等多方面影响。

图表 29：海外市场存在较大渗透空间



来源：中汽协，国金证券研究所

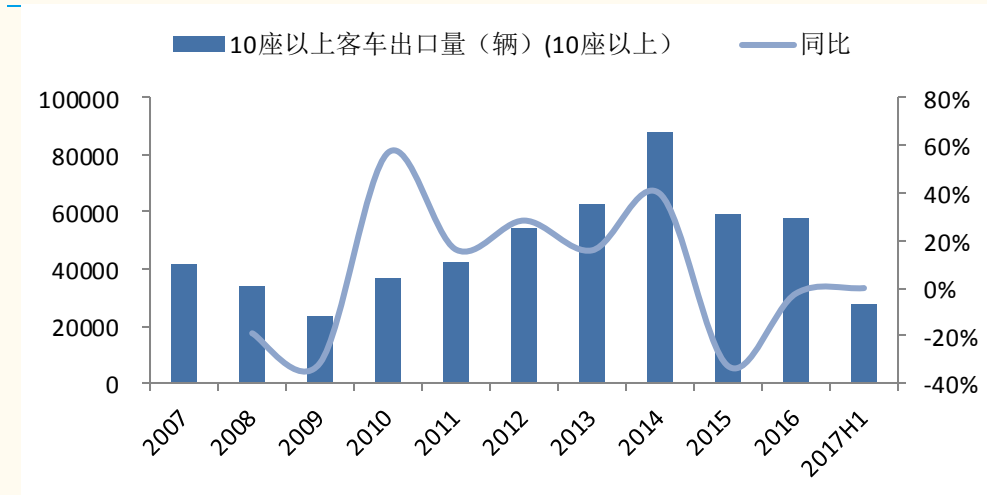
图表 30：大中客车出口地区分布



来源：中汽协，国金证券研究所

- 出口总量有所萎缩。根据中汽协数据，2017 年上半年 10 座以上客车出口量为 2.8 万辆，同比下滑 0.27%。近年，受全球经济形势不佳、人民币汇率波动以及国内厂商重点发展新能源的因素影响，10 座以上客车出口总体出现下滑态势。

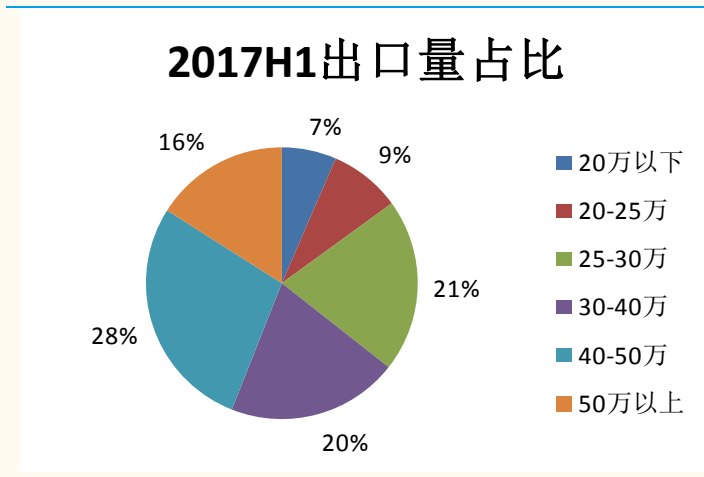
图表 31：10 座以上客车历年出口量与同比



来源：中汽协，国金证券研究所

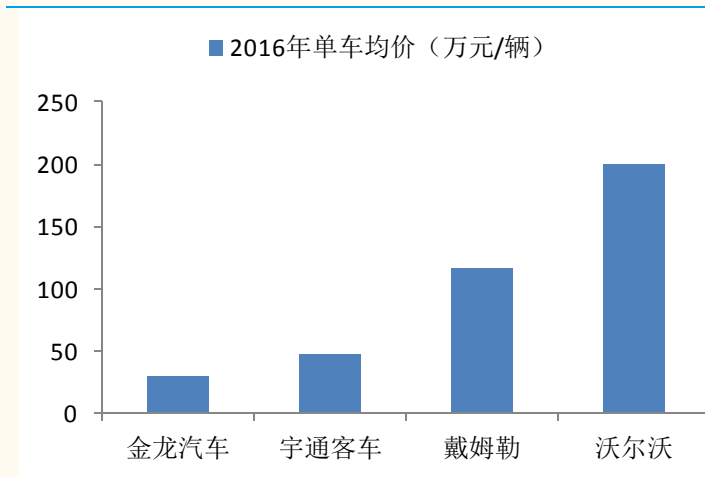
- **成本优势明显，价格低于全球知名客车企业。**全球范围内的知名客车企业，如戴姆勒、沃尔沃主要市场集中在北美与欧洲市场，人工成本较高，定位高端，单车均价远高于宇通等国内客车，不利于亚非拉等不发达地区的市场开拓。而国内客车成本优势明显，对于亚非拉等人口密度大，客车需求较大的地区有较强的竞争优势。

图表 32：2017H1 国内客车出口结构（按价格）



来源：海关总署，国金证券研究所

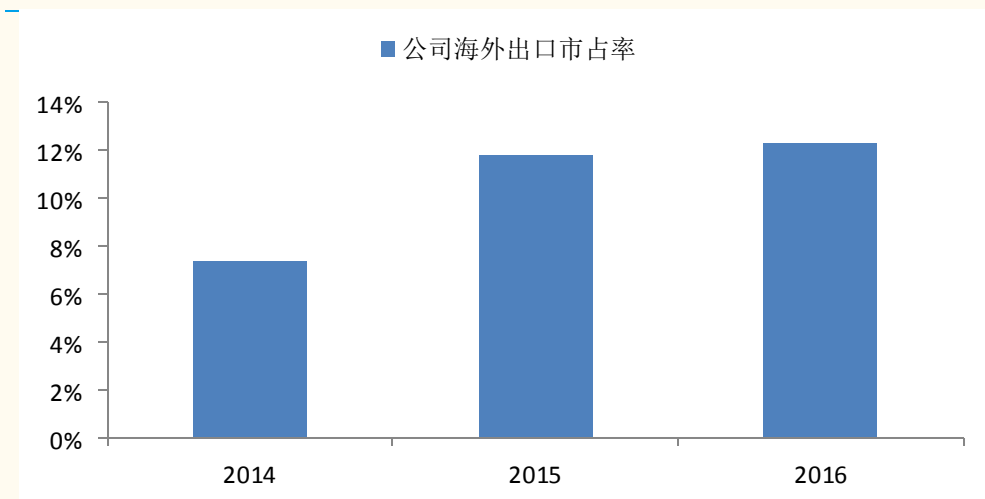
图表 33：国内外主要客车厂商单车均价对比



来源：公司公告，国金证券研究所

- **海外市场稳步开拓，市占率持续提升。**自 2004 年开拓古巴市场至今，销售网络已经覆盖欧洲、独联体、美洲、亚太、非洲、中东等全球六大区域，由 190 余家授权服务站或服务公司，320 余个授权服务网点组成。产品不仅远销古巴、委内瑞拉、伊朗等不发达地区，而且已经进入英国、法国等市场。公司已经在古巴、委内瑞拉、埃塞俄比亚、伊朗等市场进行 KD 散件组装，并在法国、俄罗斯、巴拿马、古巴、委内瑞拉等地区建立多个配件中心库。公司在海外市场持续开拓，在 15、16 年总体行业出口下滑的情况下，出口量保持持续增长，海外出口市占率稳步提升。

图表 34：公司海外出口市占率稳步提升



来源：公司公告，中汽协，国金证券研究所

3、新能源客车长期有支撑，龙头强者恒强

3.1 新能源客车长期有支撑，补贴调整促强者恒强

- **政策助力新能源汽车发展。**近几年，为推动新能源汽车产业的发展，政府相继出台了多部政策助力其发展，并且从新能源汽车销量的爆发式增长来看，政策对新能源汽车的发展起着至关重要的作用。各地方要求明确，不断提升新增及更换的公交中新能源公交比重。在国家的新能源汽车推广政策的基础上，各地政府纷纷推出自己的推广政策。

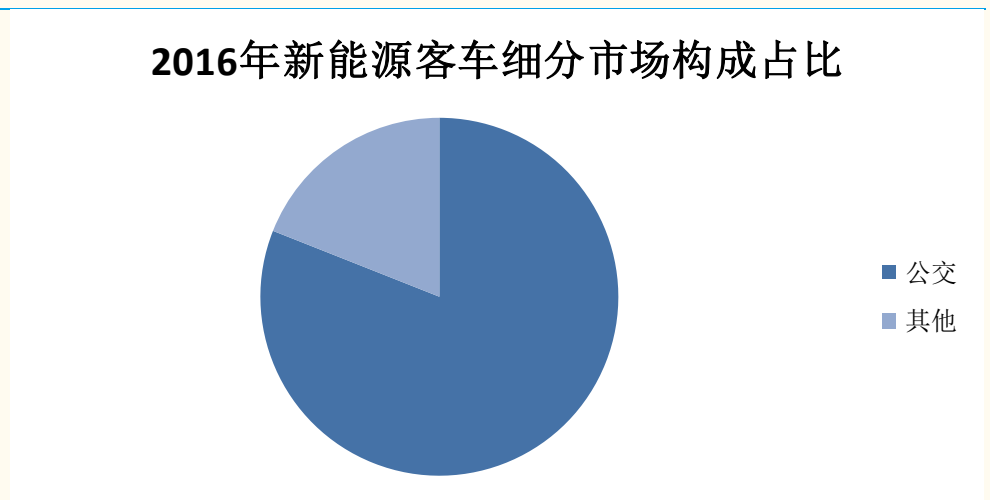
图表 35：不同区域新能源客车销量规划

主要地区	新能源公交推广目标
京津冀	到 2020 年，新增或更新的新能源汽车公交车比例不低于 35%
上海	2017~2020 新增及更新的公交车中新能源公交车的比例今年将不低于 60%、70%、80%、80%。
广东	要求 2016 年开始新增的公交车，纯电动公交车比例不得低于 90%，其余 10% 全部使用新能源汽车。
河南	2017 年至 2020 年新增和更换的公交车中新能源公交车的比例分别达到 60%、70%、80%、90%
海南	2017 至 2020 年新增和更换的公交车中新能源公交车的比例分别达到 60%、70%、80%、90%。
深圳	新增或更新的新能源公交车比例不低于 70%
广西	2015-2019 年新增及更换的公交车中新能源公交车比重按国家要求必须分别达到 10%、15%、20%、25%和 30%。
陕西	太原、晋城市党政机关、公共机构和公共服务领域新增或更新的车辆中,电动汽车推广应用比例不低于 30%。2017 年以后逐年提高推广应用比例。
山东	“十三五”期间，新增营运客车、公交车、出租车中清洁能源和新能源车辆比例分别达到 30%、70%、100%。
天津	2017 年公交领域将新增及更换不少于 670 辆新能源车。
河北	2016~2019 年新增及更换的公交车中新能源公交车比重应分别达到 50%、60%、70%、80%。
浙江	“十三五”期间，公交等公共领域新能源汽车应用比例不低于 30%。

来源：公开资料整理，国金证券研究所

- **公交为新能源客车主要替换领域。**目前，新能源客车主要集中在公交领域，2016 年，新能源客车中 81%为公交车，其中，纯电动客车领域公交车占比 78%，插电式客车中公交车占比为 96%。

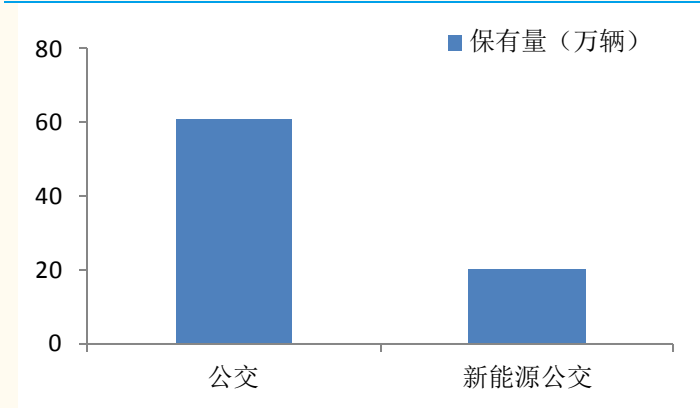
图表 36：当前新能源客车主要集中在公交车领域



来源：中汽协，国金证券研究所

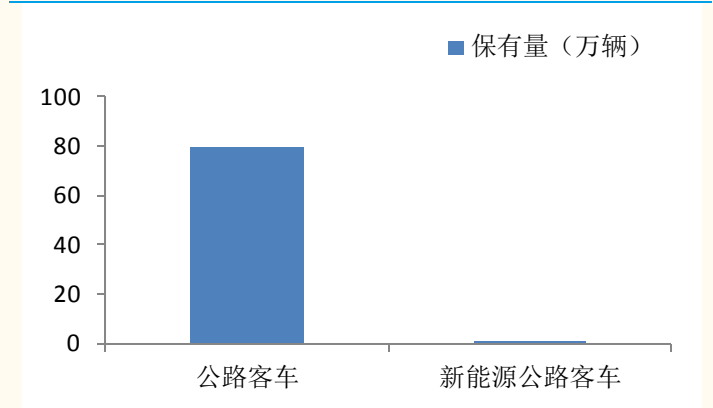
- **新能源客车仍有较大渗透空间。**现阶段新能源客车主要在公交领域渗透，其他领域主要是通勤领域，而在公路客车领域基本没有渗透。截止 2016 年，国内公交车保有量为 60.86 万辆，而新能源客车保有量约为 20 万辆，渗透率约为 30%。

图表 37：新能源公交车渗透情况



来源：交通运输行业发展统计公报，国金证券研究所

图表 38：公路客车领域的渗透率



来源：交通运输行业发展统计公报，国金证券研究所

- **新能源客车政策依赖性较强，补贴退坡是趋势，新能源客车或逐步大型化。**2015 年四部委联合发布的新一轮新能源汽车补贴政策定下了未来五年新能源汽车补贴退坡的基调。其中：2017-2018 年补贴标准在 2016 年基础上下降 20%，2019-2020 年补贴标准在 2016 年基础上下降 40%。2017 年新能源客车国补较去年大幅下滑，同时地方补贴不得超过中央补贴的 50%。从补贴调整的幅度来看，政府更加倾向于扶持大型客车。
 - 以 10~12 米纯电动车来看，2016 年最高 100 万补贴(按地补 1:1 测算)，2017 年最高 45 万补贴，下降 55%；
 - 以 8~10 米纯电动车来看，2016 年最高 80 万补贴(按地补 1:1 测算)，2017 年最高 30 万元，下降 62.5%；
 - 以 6~8 米纯电动车来看，2016 年最高补贴 50 万补贴(按地补 1:1 测算)，2017 年最高 13.5 万元，下降 73%；
 - 以插电式混动客车来看，2016 年最高 50 万补贴(按地补 1:1 测算)，2017 年最高 22.5 万元，下降 55%。

图表 39：2017 年新能源客车补贴情况

车辆类型	中央财政补贴标准 (元/kWh)	中央财政补贴调整系数			中央财政单车补贴上限（万元）			地方财政单车补贴
					6<L≤8m	8<L≤10m	L>10m	
纯电动客车（非快充类）	1800	系统能量密度（Wh/kg）			9	20	30	不超过中央财政单车补贴额的 50% 1.单位载质量能量消耗量（Ekg）不高于 0.24Wh/km·kg。 2.纯电动客车（不含快充和插电式混合动力客车）续驶里程不低于 200 公里（等速法）。 3.电池系统总质量占整车整备质量比例（m/m）不高于 20%。 4.非快充类纯电动客车电池系统能量密度要高于 85Wh/kg，快充类纯电动客车快充倍率要高于 3C，插电式混合动力（含增程式）客车节油率水平要高于 40%。
		85—95（含）	95—115（含）	115 以上				
		0.8	1	1.2				
纯电动客车（快充类）	3000	快充倍率			6	12	20	
		3C—5C（含）	5C—15C（含）	15C 以上				
		0.8	1	1.4				
插电式混合动力（含增程式）客车	3000	节油率水平			4.5	9	15	
		40%—45%（含）	45%—60%（含）	60% 以上				
		0.8	1	1.2				

来源：工信部，国金证券研究所

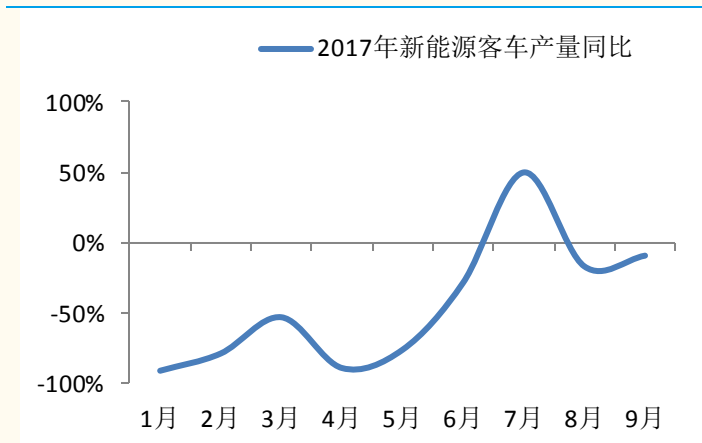
图表 40：2016 年新能源客车补贴情况

车辆类型	年份	单位载质量能量消耗量 (Ekg, Wh/km·kg)	标准车 (10 米<车长≤12 米)					
			纯电动续驶里程 R (等速法、公里)					
			6≤R<20	20≤R<50	50≤R<100	100≤R<150	150≤R<250	R≥250
纯电动客车	2016	Ekg<0.25	22	26	30	35	42	50
		0.25≤Ekg<0.35	20	24	28	32	38	46
		0.35≤Ekg<0.5	18	22	24	28	34	42
		0.5≤Ekg<0.6	16	18	20	25	30	36
		0.6≤Ekg<0.7	12	14	16	20	24	30
插电式混合动力客车 (含增程式)	2016		/	/	20	23		25

来源：工信部，国金证券研究所

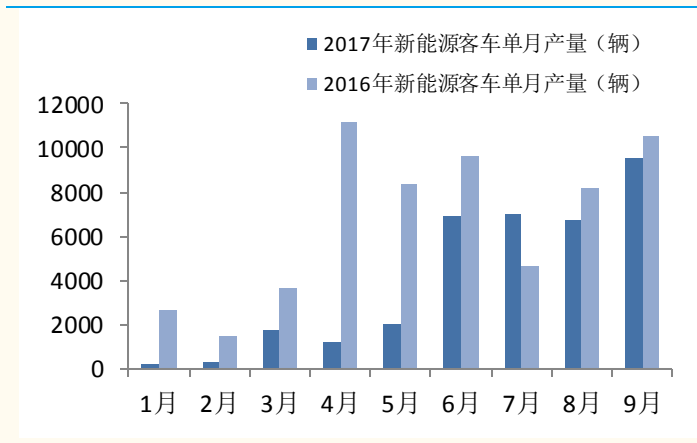
- 2017 年补贴滑坡，新能源客车上半年承压，三季度开始回暖。上半年由于补贴退坡、推广目录重申等因素影响，新能源客车产销总体表现惨淡。随着推广目录的逐步出台，以及产业链上下游议价的结束，新能源客车有望下半年回暖。根据节能网数据，2017Q1、Q2、Q3 销量增速分别为-71%、-66%、0%，三季度回暖趋势明显。

图表 41：2017 年新能源客车总体承压



来源：wind，国金证券研究所

图表 42：预计下半年逐步回暖



来源：wind，国金证券研究所

- **18 年补贴或再调整，技术标准提升或为主要路径。**近期根据电车汇网消息，明年国补退坡 20% 已基本确定，相关文件已经上报。截止目前，官方仍未对该消息的真实性进行反馈。根据现有补贴政策，2018 年与 2017 年补贴一致，2019、2020 年补贴退坡 20%，如果该报道属实，意味着补贴退坡加速。我们认为，新能源汽车补贴直降 20%，将削弱新能源汽车产品整体的竞争力，不利于行业的健康发展，而依据当前电池技术水平快速提升的现状，设定更加依赖技术指标的补贴政策，或更切合实际，将淘汰过度依赖补贴生存的企业，激励技术水平高的企业，促进新能源汽车良性发展。如果政府采取提升技术标准与降低补贴额度的综合调整方式，考虑到今年对行业造成的影响，直降 20% 的概率并不大，下降幅度更有可能处于较低水平。
- **技术门槛提升有望加大企业享受补贴的差距，龙头企业有望受益。**参照当前的国补标准，国补主要从单位载质量能量消耗量、续航里程、电池系统总质量占整车整备质量比例、系统能量密度等方面对新能源客车进行了技术方面的要求。相比于 2016 年的国补标准，从技术要求方面来看，2017 年明显更加严苛。同时，技术门槛的提升，加大了企业享受补贴的差距，技术领先的企业将拥有更大的竞争优势，龙头企业有望强者恒强。以纯电动客车为例，如果按照 2017 年的续航里程标准，相同单位载质量能量消耗量的两辆客车的补贴差异主要来自于续航里程，且补贴最大差距仅为 8 万元。而按照 2017 年的补贴标准，最大差距超过 10 万元。

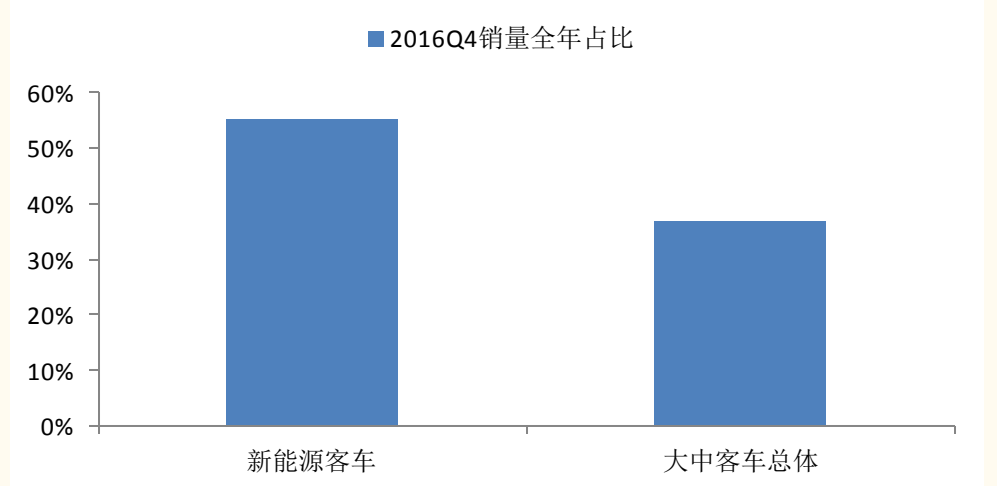
图表 43：2017 年与 2016 年国补技术指标差异

技术标准	2017	2016
单位载质量能量	不高于 0.24Wh/km·kg。	0.7Wh/km·kg 以下分段给予补贴。
续航里程	纯电动客车（不含快充和插电式混合动力客车）续航里程不低于 200 公里（等速法）	续航里程 200 公里（等速法）以下同样享受补贴
系统能量密度	非快充类纯电动客车电池系统能量密度要高于 85Wh/kg，并分段给予补贴调整系数	-
电池系统总质量占整车整备质量比例	不高于 20%	-

来源：工信部，国金证券研究所

- **补贴调整预期下，4 季度或迎抢装。**目前新能源客车的产销仍旧受补贴政策的影响较大。参照 16 年新能源客车的产销情况，补贴调整的预期下，四季度销量有抢装现象。我们认为，虽然 18 年补贴额度大幅退坡的销量仍未得到官方证实，但在补贴退坡的预期下，17 年 4 季度或再迎抢装，看好新能源客车 4 季度销量表现。

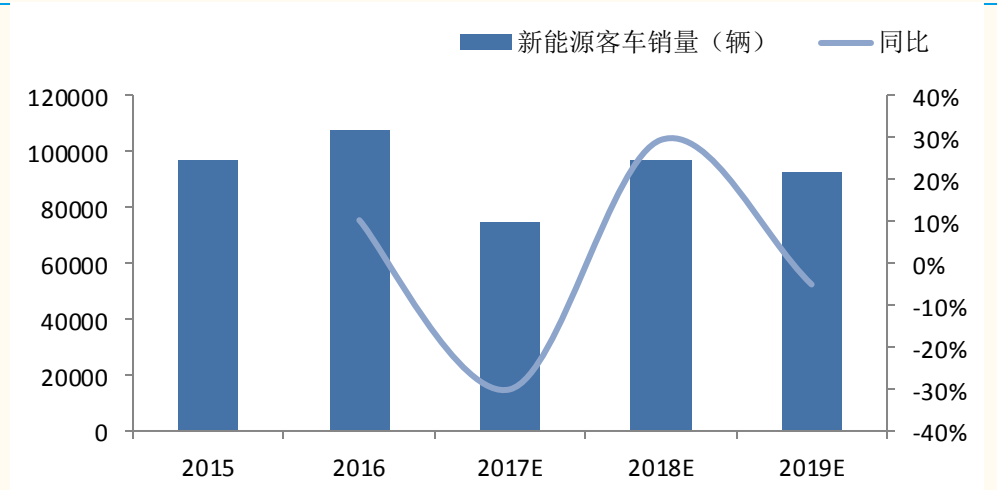
图表 44：补贴退坡预期下，2016 年 4 季度抢装明显



来源：wind，中汽协，国金证券研究所

- **18 年新能源客车销量有望持续复苏。**2017 年上半年由于补贴退坡影响，抑制了部分更替需求。18 年随着行业对 17 年补贴大幅下滑的消化以及三电成本的进一步下降，行业整体销量与盈利能力有望得到恢复。并且如果 18 年补贴技术标准提升，行业将进一步集中，技术，规模优势领先的龙头有望抢占更多市场份额。

图表 45：新能源客车销量预测

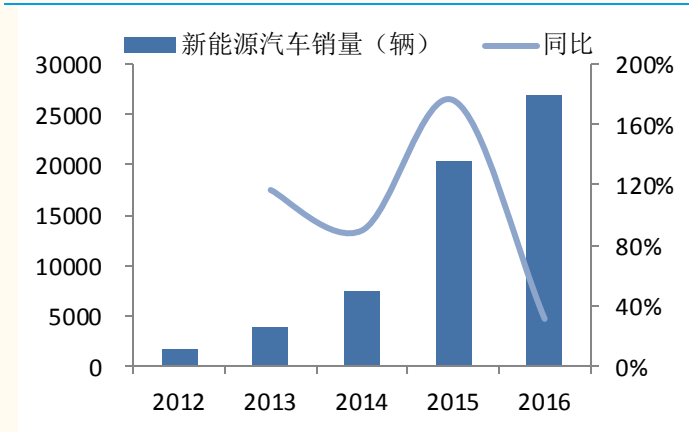


来源：国金证券研究所

3.2 公司新能源大中客车份额持续提升，今年有望达到 30%

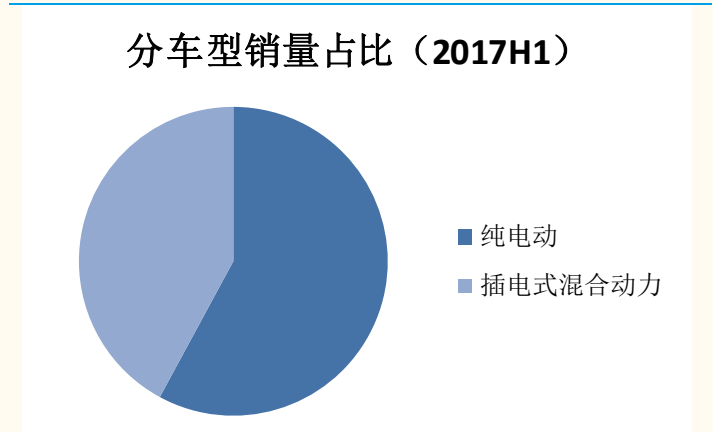
- **新能源客车火爆，纯电动客车销量增长迅速。**受益于新能源客车市场的火爆，公司新能源客车销量增长迅速，2016 年销量达 26856 辆，2012-2016 年销量复合增长率为 97%。分结构来看，2016 年纯电动客车占比较高，约 80%。分车长来看，受补贴变动影响，2015 年销量主力为 6-8 米客车，2016 年为 8-10 米客车，2017 年上半年为 10 米以上客车。

图表 46：公司新能源客车历年销量



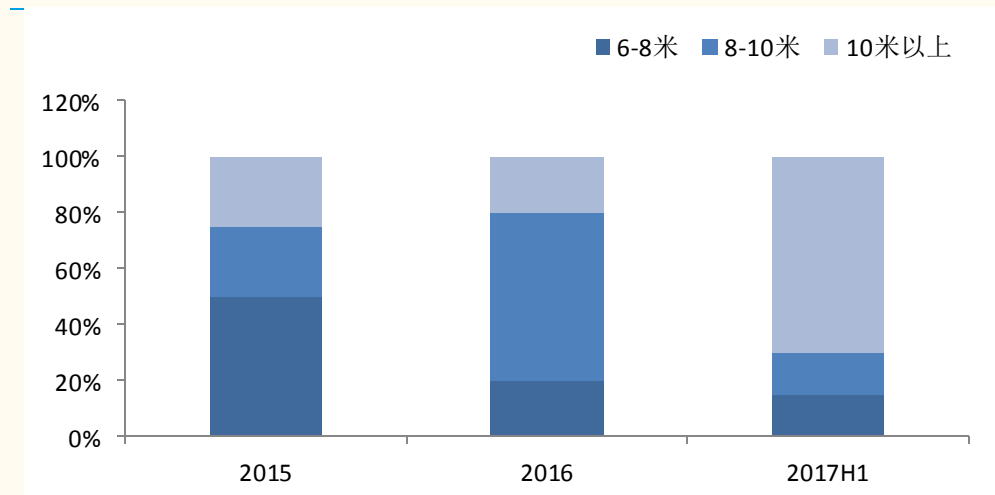
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 47：公司新能源销量结构



来源：公司公告，国金证券研究所

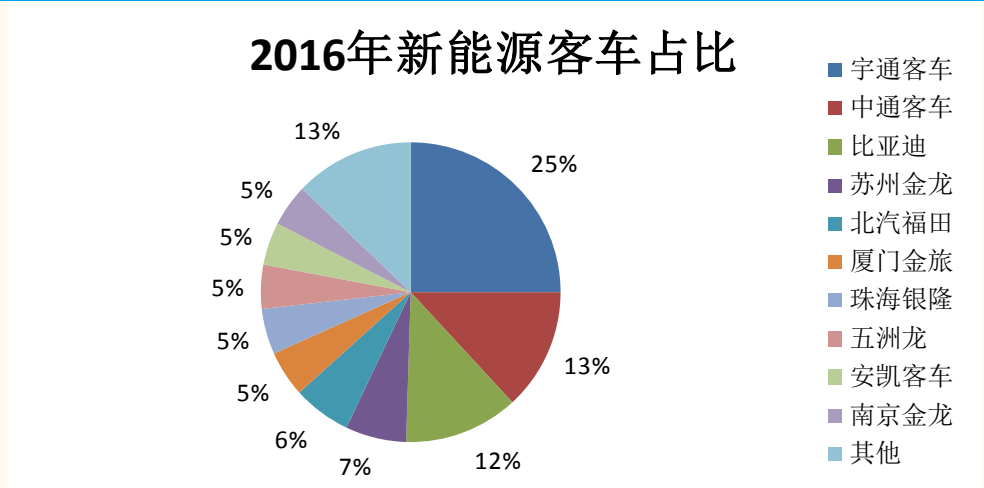
图表 48：分车型新能源客车占比估计（纯电动）



来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司为新能源客车龙头。**现阶段新能源客车领域除了传统主流客车厂商外，同时引入了包括比亚迪、珠海银隆等拥有电池技术的新进入者。其中宇通客车为新能源客车领域的绝对龙头，2016 年新能源客车份额约 25%。我们认为，随着打击骗补的推进以及补贴的逐步下滑，新能源客车行业有望进一步集中，公司作为新能源客车龙头有望强者恒强。

图表 49：公司为新能源客车龙头

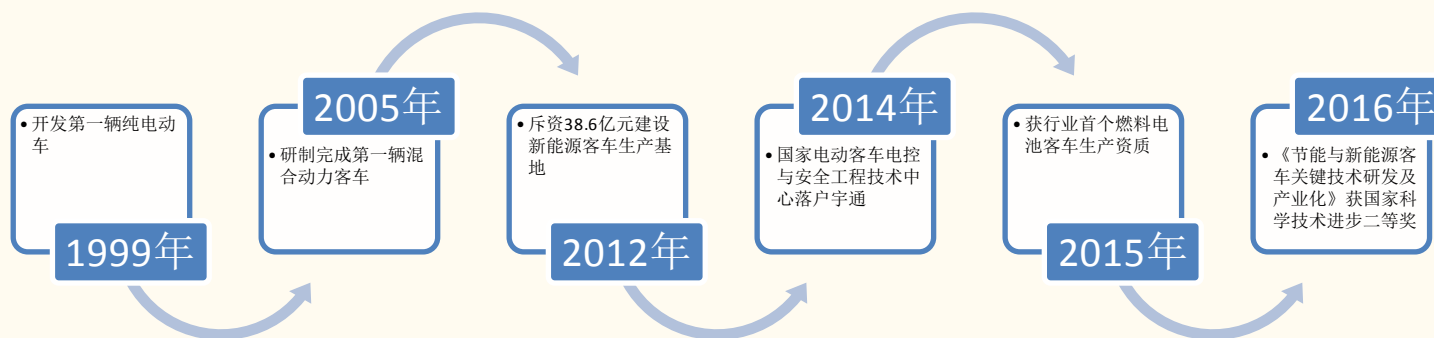


来源：公司公告，国金证券研究所

技术：较早涉猎新能源领域，技术国内领先

- **技术领先。**公司涉足新能源领域较早，早在 1999 年，公司就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。经过多年的积淀，公司已经形成了完备的研发体系，拥有国内最大的新能源客车研发团队，并在节能与新能源客车领域具有多项关键技术创新，其中在整车节能与控制技术、高压隔离电源变换技术、高密度电驱动控制技术等方面达到了国际领先水平，产品整体性能达到国际先进水平。

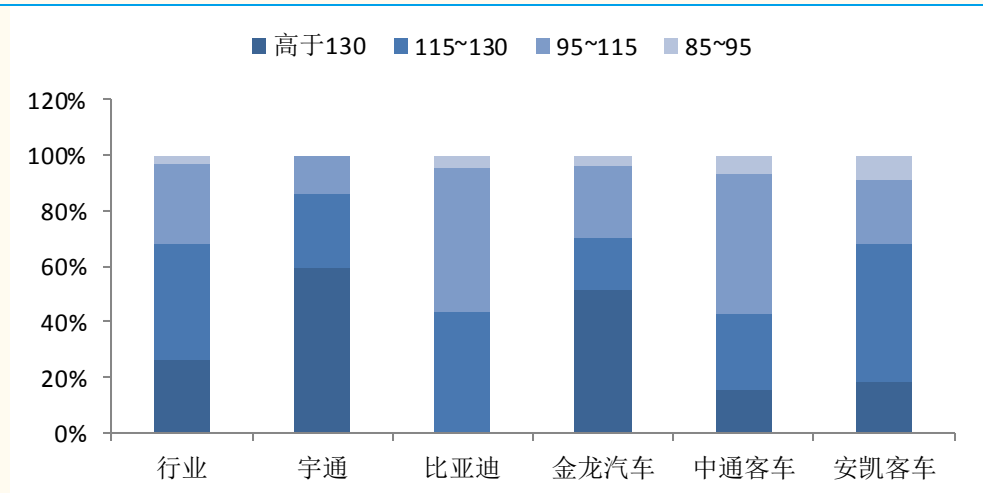
图表 50：宇通客车新能源客车发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所

- **新能源客车能量密度处于行业领先地位。**根据我们对 1-7 批新能源推广目录纯电动客车车型能量密度的统计。宇通客车能量密度高于 130Wh/kg 的车型超过 50%，高于行业约 30% 的水平，对比其他主流客车厂，宇通客车能量密度亦处于行业领先水平。

图表 51：1-7 批推广目录纯电动客车能量密度对比



来源：工信部，国金证券研究所

- **睿控系统为国内领先的整车控制系统。**睿控系统为宇通客车自主研发以整车控制器、电机控制器、复合电源控制器为核心，通过电动化与智能化，实现更安全更节能的目的。目前睿控技术已经广泛应用在公司混合动力、插电式混合动力、纯电动等新能源客车上。
- **通过睿控技术，插电式混合动力客车降耗 42%以上。**在混合动力与插电式混的动力车型中，睿控技术由驱动电机、发动机共同驱动车辆，通过匹配最佳的动力组合方案，使车辆发动机的工作时间更短，效率更高，从而实现插电式混合动力客车 42%以上的降耗。

图表 52：混合动力及插电式混合动力车型中睿控技术的工作原理



来源：公司官网，国金证券研究所

- **纯电动领域，睿控技术实现“电动四化”和“智能四化”。**在纯电动客车领域，睿控技术实现电动化与智能化的结合。其中电动化方面，睿控技术能够实现驱动电动化、转向电动化、冷却电动化、制动电动化，智能化方面，睿控技术能够实现电池管理智能化、整车能量管理智能化、车辆数字化和智能化、充电自动化与智能化。

图表 53：睿控技术在纯电动领域的应用

类型	细分	简介
电动化	驱动电动化	宇通客车通过高效电机取代传统自动变速箱、达到驱动电动化，实现无极变速，驾驶与乘坐体验更佳。
	制动电动化	通过再生制动能量回收技术，将制动时的电机转化为充电模式，再将制动能量转化为电储蓄到电池中。
	转向电动化	转向电动化是一项电动液压助力转向系统，利用动态变频技术，控制转向系统输出功率，满足转向助力需求，使转向更轻便，能耗更低。
	空调电动化	通过变频空调，实现制冷量自动调节、独立分区控制、比普通车用空调节电 15%。
智能化	整车能量管理智能化	可根据车辆运行状态，通过整车控制器和 CAN 总线，对电驱动和电动辅助系统能耗进行综合管理，提高整车效率，降低能耗。
	空调变频控制和智能化	采用带 CAN 通讯的先进变频调速控制技术和压缩机智能热负荷感应技术，实现制冷量自动调节。
	车辆数字化和智能化	可通过互联网和手机全方位监控车辆，将车辆信息进行综合分析，足不出户了解车辆运营状态。
	充电自动智能化	通过先进的自动化级通信技术，与智能监控平台融合，实现整车充电数据的采集与处理。

来源：公司官网，国金证券研究所

运营：运营场景丰富，满足不同情况下的运营需求

- 不同城市的城市规划、地理环境等因素有很大差异，对于新能源客车有着不同的运营场景。公司针对不同城市的运营场景，有着相对应的运营模式和产品，保证了新能源客车在不同运营环境下都能够最优化运行。

图表 54：满足不同条件下的运营场景

车型	运营模式	运营场景	充电模式	案例
纯电动公交车	完全利用谷电满足运营	一线城市	利用波谷电，一天一冲	满足全天的运营需求，减少城市日间用电负荷，降低用户使用成本。
	慢充快补结合	二三线城市	晚上慢充，白天快补	装少量电池，满足一天的运营里程需要，降低用户的购车成本
	改善城乡居民出行条件	城乡结合部	利用波谷电，一天一冲	充分利用纯电动公交运营成本低的特点，在城乡线路使用纯电动公交，改善城乡居民出行条件
	高寒环境下运行正常	高寒环境	自建暖库，夜间车辆在暖库内充电，利用波谷电，一天一充	纯电动车辆的应用，虽然冬季使用成本较夏季高，但经过测算，春、夏、秋季较传统车使用成本均有降低。
纯电动客车	满足短途客运班线	短线客运	晚上慢充，白天快补	长沙—洪江往返线路，单边 70km/往返 140km，运行正常，车况良好，综合运营成本可降低 40% 以上
纯电动团体车	高端通勤班车	通勤	利用波谷电，一天一充	主要用于周边世界 500 强的几家大企业的通勤班车使用，实际运营车辆可实现每公里较传统车节约 50% 以上，车辆运行安静、舒适，故障率低
混合动力车	混合电动客车满足地方运营	市内干线	-	通过实际运营发现车辆运行状态良好，安静、舒适，故障率低，适应性强。

来源：公司官网，国金证券研究所

供应商：三电供应稳定，主要供应商国内领先

- **主要供应商稳定，并为国内领先零部件厂商。**电池、电机和电控是新能源汽车最重要的组成部分，公司凭借多年积累，与上游供应商建立了稳定的合作关系。集成式电机控制器、电机、超级电容和动力电池系统均与行业综合实力较强的供应商联合开发生产，其中，公司新能源客车的电池来源于 CATL；电机供应商较多，基本为非上市公司，如苏州郎高；整车控制系统为自主研发自主生产；电控为汇川技术和蓝海华腾。

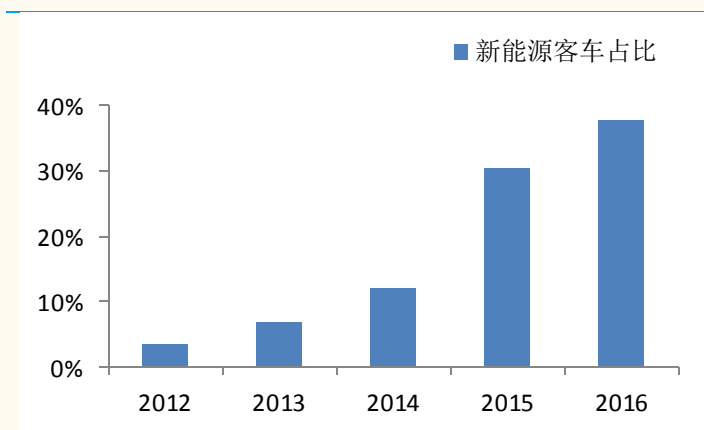
图表 55：公司拥有较为稳定的供应体系

零部件	供应商
电池	CATL
电机	苏州郎高
电控	汇川技术、蓝海华腾
整车控制技术	自产

来源：公司公告，国金证券研究所

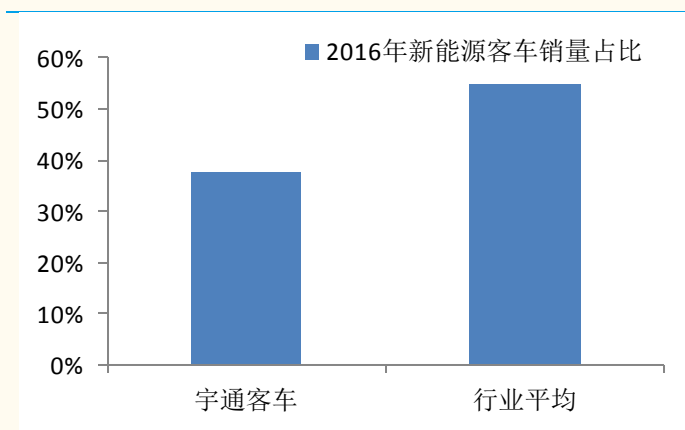
- **新能源汽车占比较低，有较大提升空间。**随着新能源客车的快速发展，公司新能源客车的销量占比稳步提升，由 2012 年的 3.5% 提升到 2016 年的 37.8%。但对比行业年销量中新能源客车的渗透率，公司仍有较大提升空间。

图表 56：公司新能源客车销量占比稳步提升



来源：公司公告，国金证券研究所

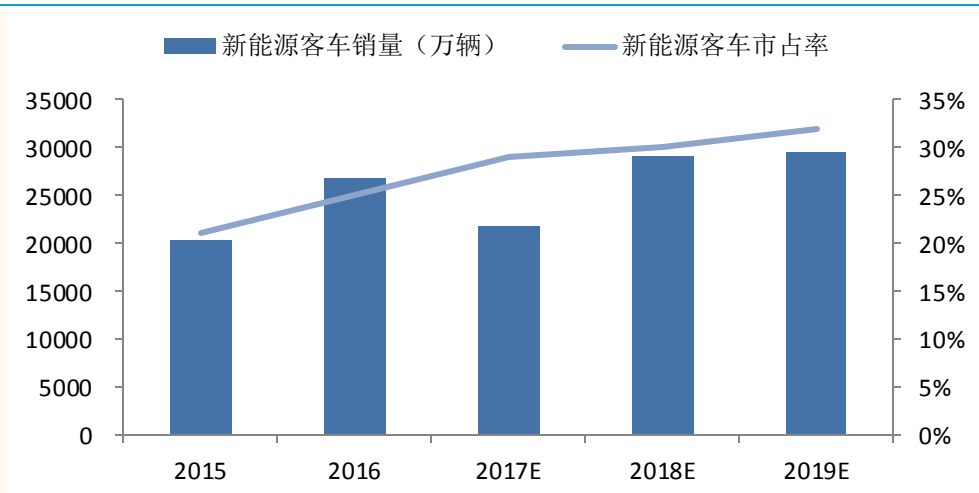
图表 57：对比行业新能源客车占比仍有较大提升空间



来源：公司公告，国金证券研究所

- **龙头强者恒强，新能源客车市占率有望稳步提升。**随着补贴的逐步退出、技术要求的逐步提升以及地方保护的逐步减弱，新能源客车的行业竞争更加趋于市场化，拥有技术优势，规模优势，品牌优势的行业龙头市占率有望稳步提升。

图表 58：公司新能源客车市占率有望稳步提升

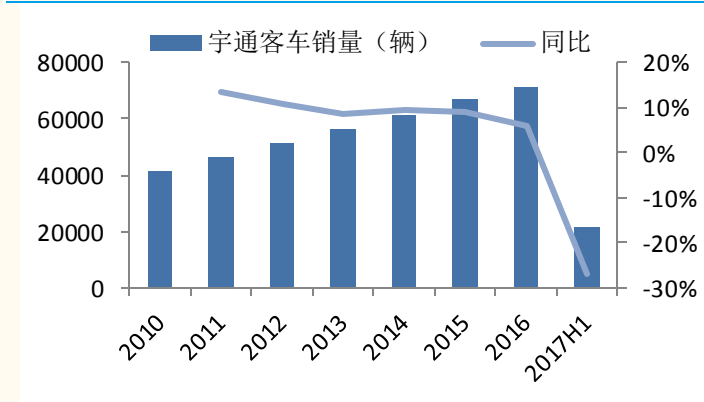


来源：国金证券研究所

4、公司下半年迎来业绩反转，明年前景更好

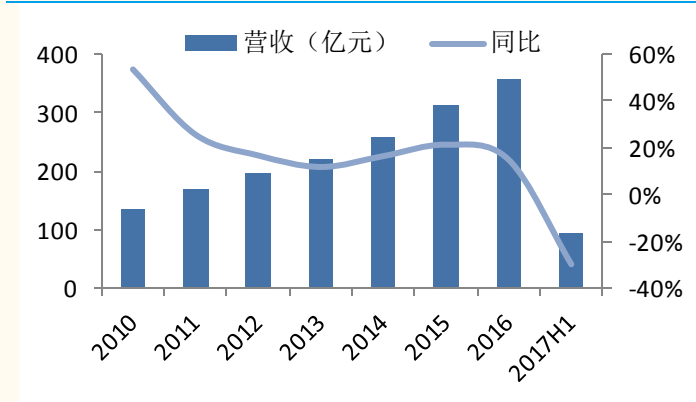
受新能源客车拖累，总体销量业绩下滑。上半年由于补贴退坡、推广目录重审等因素影响，新能源客车产销总体表现惨淡，受此影响 2017 年上半年公司销量与业绩均出现下滑。其中 2017 年上半年总体销量 21834 辆，同比下滑 26.7%，实现营收 93.13 亿元，同比下滑 29.81%。

图表 59：2017 年上半年销量承压



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 60：2017 年上半年营收下滑



来源：公司公告，国金证券研究所

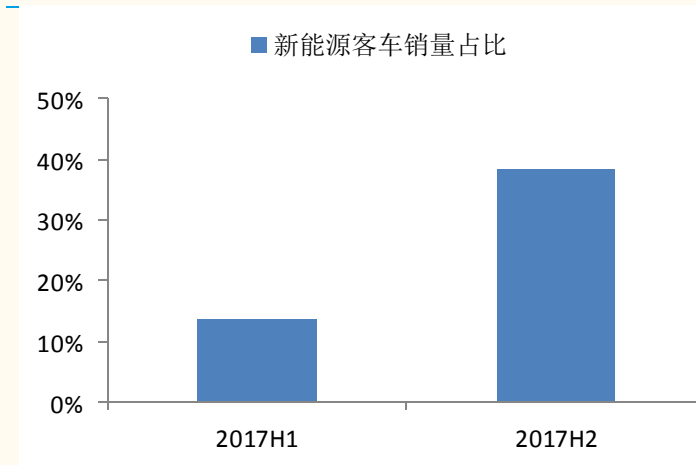
- 下半年销量有望逐步回暖，看好 18 年新能源客车销量表现。随着推广目录的逐步出台，以及产业链上下游议价的结束，三季度新能源客车销量开始回暖，并且在补贴调整预期下，四季度产销回暖有望持续。上半年新能源客车销量占比仅有 14% 左右，预计下半年将达到 38%，新能源占比的提升，将带动公司业绩的回暖。18 年随着行业对 17 年补贴大幅下滑的消化，以及 19 年补贴退坡预期下的抢装，销量有望得以恢复，并且技术标准的提升，龙头市占率有望进一步提升。

图表 61：2017Q1、Q2、Q3、Q4 销量预测



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 62：2017H2 新能源客车占比有望回升



来源：公司公告，国金证券研究所

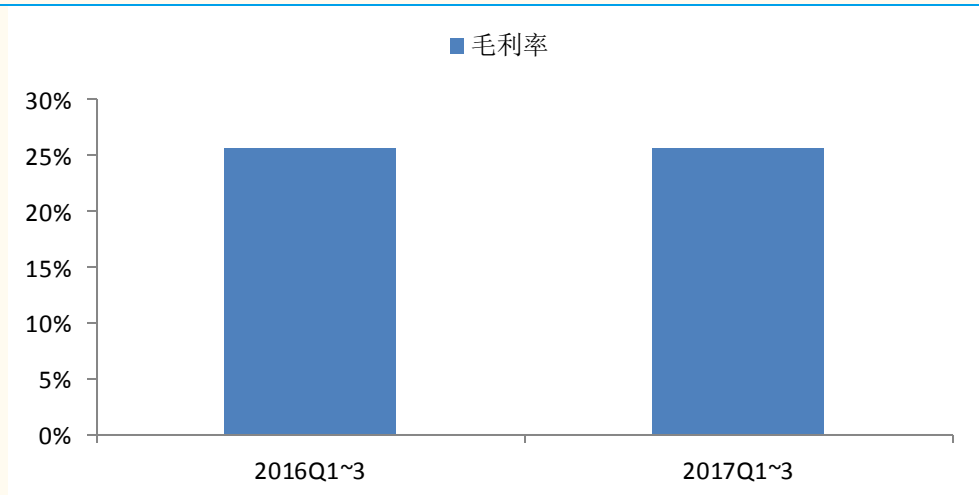
图表 63：宇通客车销量预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
新能源客车					
行业销量	97362	107424	75197	97362	102230
同比		10.33%	-30.00%	29.48%	5.00%
宇通销量	20446	26856	21807	29695	33736
同比		31.35%	-18.80%	36.17%	13.61%
市占率	21%	25%	29%	31%	33%
传统客车	46572	44132	47220	47846	47013
同比		-5.24%	7.00%	1.33%	-1.74%
合计					
行业销量（大中客）	162871	194177	155342	162871	162871
同比		19.22%	-20%	4.85%	0
宇通销量	67018	70988	69027	77541	80749
同比		5.92%	-2.76%	12.33%	4.14%
大中型客车销量	54888	63108	61561	69389	72236
占比	81.90%	88.90%	89.18%	89.49%	89.46%
轻客销量	12130	7880	7466	8152	8513
市占率（大中客）	33.70%	32.50%	39.63%	42.60%	44.35%

来源：中汽协，公司公告，国金证券研究所

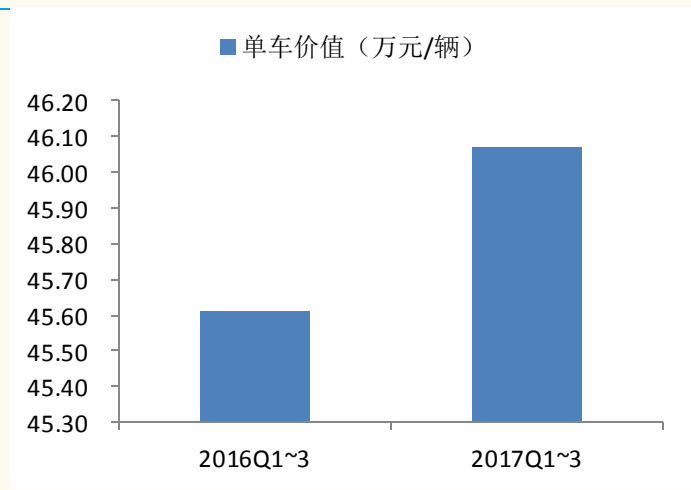
- **优化结构，主要成本下滑，毛利率保持稳定。**2017 年前三季度公司毛利率为 25.7%，与去年同期基本持平，主要原因：
 - 得益于新能源大客车占比的提升，2017 年前三季度单车价值为 46.07 万元/辆，同比增长 1%，单车利润为 4.61 万元/辆，同比下滑仅 3.8%。
 - 根据我们估算，公司新能源客车电池成本占比约为 40%~50%，今年宇通客车电池成本每度电下滑 30%以上，缓冲了补贴下滑带来的对盈利能力的压力。
 - 原材料方面，公司加大原材料储备应对原材料价格的上涨。2017 年上半年销量下滑的情况下，原材料库存较去年末增加 3.5 亿元，较去年同期增加 4.2 亿元。
- 我们认为，基于结构调整，电池成本下降，原材料储备等因素，公司 17 年毛利率有望保持稳定。中期来看，补贴平稳的情况下，公司新能源客车毛利率主要受电池成本影响较大，考虑到电池价格下滑的大趋势，公司毛利率有望保持稳定。

图表 64: 2017 年 Q1~Q3 毛利率保持稳定



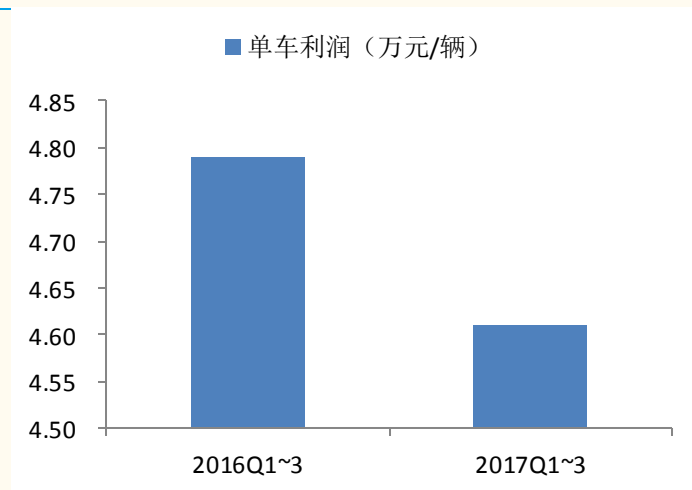
来源: wind, 国金证券研究所

图表 65: 2017Q1~Q3 单车价值同比提升



来源: wind, 国金证券研究所

图表 66: 2017Q1~Q3 单车利润同比微降



来源: wind, 国金证券研究所

5、估值低、基本面迎向上拐点，布局正当时

5.1 盈利预测

■ 核心假设：

- 轻客：2017~2019 年销量为 7466、8152 和 8513 辆，单价 21.37、21.39 和 21.42 万元。
- 中客：2017~2019 年销量为 33172、39142 和 40478 辆，单价 37.60、38.96 和 40.51 万元。
- 大客：2017~2019 年销量为 28389、30246 和 31759 辆，单价 69.60、70.77 和 70.77 万元。

图表 67：宇通客车主营业务拆分

轻客	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
单价（万元/辆）	23.53	20.20	27.98	21.37	21.39	21.42
销量（辆）	8120	12288	7648	7466	8152	8513
营业收入（百万元）	1911	2482	2140	1596	1744	1823
收入增速		29.89%	-13.76%	-25.44%	9.31%	4.54%
中客						
单价（万元/辆）	29.20	39.74	41.01	37.60	38.96	40.51
销量（辆）	25880	27757	37990	33172	39142	40478
营业收入（百万元）	7557	11029	15581	12474	15250	16399
收入增速		45.95%	41.27%	-19.94%	22.26%	7.53%
大客						
单价（万元/辆）	59.35	65.62	71.52	69.60	70.77	70.77
销量（辆）	27398	26973	25350	28389	30246	31759
营业收入（百万元）	16261	17700	18130	19759	21404	22475
收入增速		8.85%	2.43%	8.99%	8.33%	5.00%

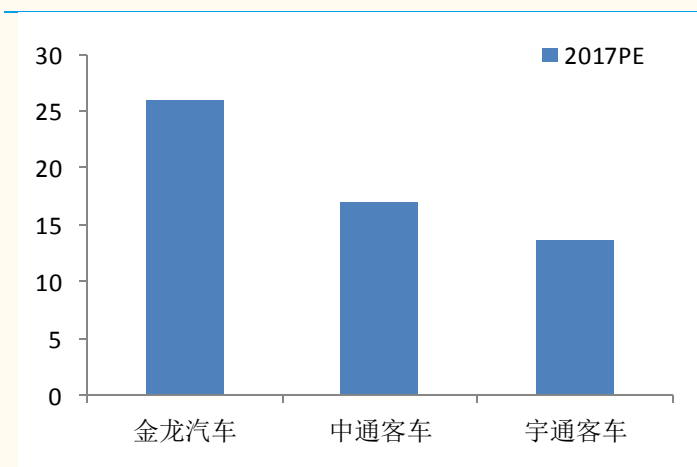
来源：公司公告，国金证券研究所

- 预计 2017 年-2019 年净利润分别为 40.45 亿元、45.36 亿元和 47.72 亿元。

5.2 投资建议

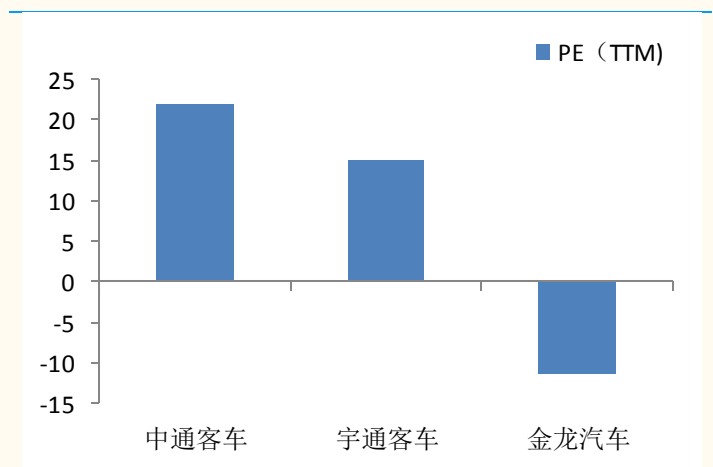
- 估值低：从估值角度来看，对比行业竞争者，宇通客车无论是 2017PE 还是 PE（TTM）均处于行业低位，为低估值标的。

图表 68：客车公司 2017 年预测 PE



来源：wind 一致预期，国金证券研究所

图表 69：PE（TTM）处于行业低位



来源：wind，国金证券研究所

- 预计 2017 年-2019 年净利润分别为 40.45 亿元、45.37 亿元和 47.72 亿元，EPS 为 1.83 元、2.05 元和 2.16 元。首次覆盖买入评级，目标价 32 元，对应 2018 年 15.6 倍 PE。

6、风险提示

- 新能源客车销量不及预期。
- 补贴政策调整风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	25,728	31,211	35,850	33,929	38,504	40,804
增长率		21.3%	14.9%	-5.4%	13.5%	6.0%
主营业务成本	-19,481	-23,306	-25,876	-24,361	-27,646	-29,420
%销售收入	75.7%	74.7%	72.2%	71.8%	71.8%	72.1%
毛利	6,247	7,905	9,974	9,568	10,858	11,384
%销售收入	24.3%	25.3%	27.8%	28.2%	28.2%	27.9%
营业税金及附加	-155	-152	-161	-153	-185	-192
%销售收入	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-1,518	-2,034	-2,927	-2,731	-3,219	-3,387
%销售收入	5.9%	6.5%	8.2%	8.1%	8.4%	8.3%
管理费用	-1,452	-1,813	-1,826	-1,696	-2,041	-2,167
%销售收入	5.6%	5.8%	5.1%	5.0%	5.3%	5.3%
息税前利润 (EBIT)	3,122	3,906	5,061	4,987	5,413	5,639
%销售收入	12.1%	12.5%	14.1%	14.7%	14.1%	13.8%
财务费用	25	142	-275	-211	-210	-142
%销售收入	-0.1%	-0.5%	0.8%	0.6%	0.5%	0.3%
资产减值损失	-357	-241	-438	-390	-190	-191
公允价值变动收益	15	-41	58	0	0	0
投资收益	98	62	-13	100	88	80
%税前利润	3.2%	1.5%	n.a	2.1%	1.7%	1.4%
营业利润	2,903	3,828	4,393	4,486	5,102	5,386
营业利润率	11.3%	12.3%	12.3%	13.2%	13.2%	13.2%
营业外收支	148	276	389	235	220	210
税前利润	3,051	4,104	4,782	4,721	5,322	5,596
利润率	11.9%	13.2%	13.3%	13.9%	13.8%	13.7%
所得税	-398	-517	-680	-644	-745	-783
所得税率	13.1%	12.6%	14.2%	13.7%	14.0%	14.0%
净利润	2,653	3,588	4,102	4,076	4,577	4,812
少数股东损益	40	52	59	32	40	40
归属于母公司的净利润	2,613	3,535	4,044	4,044	4,537	4,772
净利率	10.2%	11.3%	11.3%	11.9%	11.8%	11.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,653	3,588	4,102	4,076	4,577	4,812
非现金支出	1,018	966	1,138	1,085	971	1,110
非经营收益	-149	-141	-29	-268	-119	-213
营运资金变动	-324	1,584	-1,693	-4,391	-2,093	-1,625
经营活动现金净流	3,198	5,997	3,519	502	3,335	4,084
资本开支	-1,914	-1,294	-422	-424	-637	-849
投资	168	-2,508	-636	147	-70	30
其他	32	40	49	100	88	80
投资活动现金净流	-1,714	-3,762	-1,008	-177	-619	-739
股权募资	34	0	0	0	0	0
债权募资	-195	-4	0	2,041	-586	-863
其他	-998	-1,433	-3,611	-2,283	-2,330	-2,282
筹资活动现金净流	-1,158	-1,437	-3,611	-242	-2,916	-3,146
现金净流量	326	797	-1,101	84	-200	200

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	6,016	6,699	5,616	5,700	5,500	5,700
应收账款	9,481	11,623	16,697	21,146	24,915	27,365
存货	1,160	1,547	1,923	2,670	3,030	3,224
其他流动资产	566	3,113	2,674	2,481	2,574	2,582
流动资产	17,223	22,983	26,911	31,997	36,018	38,871
%总资产	72.3%	76.3%	76.6%	79.3%	81.2%	82.1%
长期投资	149	379	1,330	1,451	1,480	1,470
固定资产	4,586	4,657	4,629	4,601	4,687	4,836
%总资产	19.3%	15.5%	13.2%	11.4%	10.6%	10.2%
无形资产	952	1,474	1,469	1,460	1,450	1,442
非流动资产	6,600	7,156	8,243	8,327	8,360	8,482
%总资产	27.7%	23.7%	23.4%	20.7%	18.8%	17.9%
资产总计	23,823	30,139	35,154	40,324	44,378	47,352
短期借款	4	0	0	2,060	1,474	609
应付账款	11,480	15,336	18,234	18,994	20,810	21,731
其他流动负债	875	981	1,686	2,072	2,352	2,578
流动负债	12,359	16,317	19,921	23,126	24,635	24,918
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	604	883	1,554	1,657	1,840	1,932
负债	12,963	17,200	21,475	24,783	26,475	26,851
普通股股东权益	10,804	12,861	13,584	15,413	17,736	20,294
少数股东权益	56	79	95	127	167	207
负债股东权益合计	23,823	30,139	35,154	40,324	44,378	47,352

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.768	1.597	1.826	1.827	2.049	2.156
每股净资产	7.313	5.809	6.136	6.962	8.011	9.166
每股经营现金净流	2.164	2.709	1.589	0.227	1.507	1.845
每股股利	1.000	1.500	1.000	1.000	1.000	1.000
回报率						
净资产收益率	24.18%	27.49%	29.77%	26.24%	25.58%	23.52%
总资产收益率	10.97%	11.73%	11.50%	10.03%	10.22%	10.08%
投入资本收益率	24.98%	26.39%	31.73%	24.47%	24.03%	22.97%
增长率						
主营业务收入增长率	16.45%	21.31%	14.87%	-5.36%	13.48%	5.97%
EBIT增长率	67.53%	25.11%	29.56%	-1.45%	8.54%	4.17%
净利润增长率	43.35%	35.31%	14.38%	0.02%	12.17%	5.19%
总资产增长率	47.08%	26.51%	16.64%	14.71%	10.05%	6.70%
资产管理能力						
应收账款周转天数	90.5	108.4	127.3	210.0	220.0	230.0
存货周转天数	24.0	21.2	24.5	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	91.5	111.4	128.6	150.0	140.0	135.0
固定资产周转天数	51.5	47.6	46.2	48.0	42.6	41.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-55.55%	-61.88%	-43.68%	-24.01%	-23.22%	-25.36%
EBIT利息保障倍数	-125.4	-27.4	18.4	23.6	25.8	39.6
资产负债率	54.41%	57.07%	61.09%	61.46%	59.66%	56.70%

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	6	17	33	45	51
增持	3	7	17	22	24
中性	0	0	7	11	11
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.29	1.54	1.56	1.53

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH