

宇通客车 (600066.SH) 客车行业

评级：买入 维持评级

公司点评

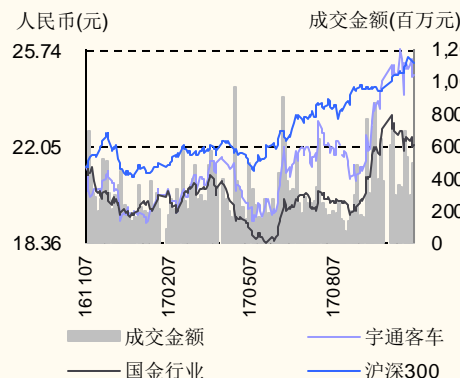
市场价格 (人民币): 24.84 元

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)	54,994.25
年内股价最高最低(元)	25.82/19.18
沪深 300 指数	3992.70
上证指数	3371.74



相关报告

1. 《从优质到卓越，客车龙头强者恒强-宇通客车公司深度研究》，2017.10.25

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

10 月产销持续回暖，看好新能源客车表现

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: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司公布 10 月份产销数据，10 月份实现销量 5508 辆，同比增长 1.66%，其中大型客车销量 2369 辆 (-3.78%)，中型客车销量 2715 辆 (+6.01%)，轻型客车 424 辆 (+7.34%)。1~10 月份累计销量 46742 辆，同比下滑 11.64%。

投资逻辑

- 10 月产销同比微增，预计新能源表现靓丽。10 月份公司总体销量实现微增。新能源客车方面，上半年由于补贴大幅退坡，下游需求受到抑制，新能源客车总体表现不佳，进入下半年行业不利因素逐步缓解，新能源客车销量迎来拐点。根据节能网数据，宇通客车上半年新能源客车产量约为 3000 辆，同比下滑约 54%，而单三季度实现产量约 6000 辆，同比增长约 4%。我们认为新能源客车景气度仍在持续回升，预计 10 月份新能源客车表现依旧靓丽。销量结构方面，1~10 月份大型客车销量累计占比约为 40%，高于去年同期约 5 个百分点，我们认为盈利能力高的大客车销量占比的提升，将有利于促进公司盈利能力的改善。
- 产销回暖有望持续，新能源客车龙头有望强者恒强。短期来看，2018 年政府调整补贴政策，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。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，产销回暖有望持续。中长期来看，新能源客车发展仍有支撑，当前新能源客车在公交领域的渗透率约 30%，未来有望提升至 70%以上。同时，随着补贴的逐步退出，新能源客车行业将迎来加速洗牌，公司作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%。

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。买入评级，目标价 32 元，对应 2018 年 15.6 倍 PE。

风险提示：新能源客车销量不及预期；补贴大幅退坡风险。

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

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

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
应收款项	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
应付款项	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%

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	5	21	31	47	56
增持	2	12	19	27	30
中性	0	0	4	10	11
减持	0	0	0	0	0
评分	1.29	1.36	1.50	1.56	1.54

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-10-25	买入	25.04	32.00~32.00

来源：国金证券研究所


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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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