

宇通客车 (600066.SH) 买入 (维持评级)

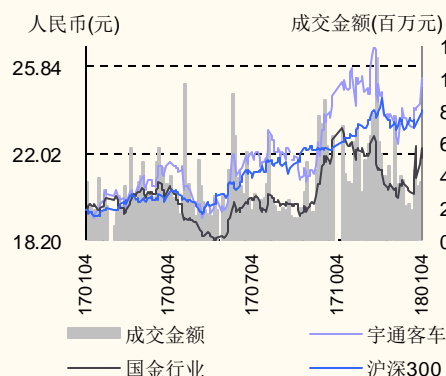
公司点评

市场价格 (人民币): 24.98 元

目标价格 (人民币): 28.00 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,213.94
总市值(百万元)	55,304.20
年内股价最高最低(元)	26.74/19.18
沪深 300 指数	4128.81
上证指数	3385.71



短期冲量或影响盈利能力，长期强者恒强看好龙头

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	1.475	1.722	1.932
每股净资产(元)	5.81	6.14	7.11	8.23	9.56
每股经营性现金流(元)	2.71	1.59	-0.80	1.08	1.36
市盈率(倍)	14.08	10.73	16.12	13.80	12.31
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%	-19.27%	16.81%	12.14%
净资产收益率(%)	27.49%	29.77%	20.74%	20.92%	20.20%
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：

- 公司发布 2017 年 12 月销量数据。12 月销售 13140 辆，同比增长 21%，其中，大客、中客、轻客销售 6397 辆、5968 辆、775 辆，同比变化+76%、-11%、+55%。公司 2017 年累计销售 67568 辆，同比下降 5%，其中大客、中客、轻客累计销售 25350 辆、37990 辆、7648 辆，同比变化+9%、-16%、+3%。

经营分析

- 12 月销量表现较好，预计受补贴退坡传闻影响，企业冲量有关。公司 12 月销量占比一般较高，2015 年 12 月、2016 年 12 月销量占全年比重均为 15%，而 2017 年 12 月销量同比增长达到 21%，占全年比重提升到 19%，表现较好。客车行业来看，2017 年上半年由于补贴退坡影响，行业表现不佳，3 季度开始逐步复苏，然而，2017 年 4 季度有关新能源汽车补贴退坡的传闻不断出现，或导致企业加快出货，提升销量，预计带来较大价格压力，对企业盈利能力会有负面影响，短期业绩有压力。
- 长期而言，补贴退坡是趋势，强者恒强。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，市占率有望加速提升，强者更强。长期来看，当前新能源客车在公交领域的渗透率约 30%，未来有望提升到 70%以上，公路客车电动化刚刚起步，保有量超 80 万辆，仍有较大替换空间，新能源客车长期发展有支撑。同时，随着补贴的逐步退出，新能源客车行业竞争趋于市场化，公司为新能源客车领域龙头，市占率持续提升，7 米以上新能源客车市占率 2015 年 20%，2016 年 25%，预计 17 年 28%~30%，中期市占率有望达到 40%。

投资建议

- 我们预计公司 2017~2019 年净利润分别为 32.65 亿元、38.13 亿元、42.76 亿元，随着公司市占率逐步提升，新能源客车龙头估值有望修复，目标价 28 元，对应 2017~2019 年 PE 分别为 19 倍、16 倍、14 倍。

风险提示：

- 补贴退坡超出预期；竞争加剧导致盈利能力不及预期。

相关报告

- 1.《11 月产销回暖持续，看好 12 月份销量表现-宇通客车公司点评》，2017.12.4
- 2.《10 月产销持续回暖，看好新能源客车表现-宇通客车公司点评》，2017.11.6
- 3.《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

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	32,330	36,070	39,822
增长率		21.3%	14.9%	-9.8%	11.6%	10.4%
主营业务成本	-19,481	-23,306	-25,876	-23,922	-26,798	-29,585
%销售收入	75.7%	74.7%	72.2%	74.0%	74.3%	74.3%
毛利	6,247	7,905	9,974	8,408	9,273	10,237
%销售收入	24.3%	25.3%	27.8%	26.0%	25.7%	25.7%
营业税金及附加	-155	-152	-161	-145	-162	-179
%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	-2,603	-2,922	-3,186
%销售收入	5.9%	6.5%	8.2%	8.1%	8.1%	8.0%
管理费用	-1,452	-1,813	-1,826	-1,617	-1,876	-2,031
%销售收入	5.6%	5.8%	5.1%	5.0%	5.2%	5.1%
息税前利润 (EBIT)	3,122	3,906	5,061	4,043	4,313	4,841
%销售收入	12.1%	12.5%	14.1%	12.5%	12.0%	12.2%
财务费用	25	142	-275	-233	-274	-231
%销售收入	-0.1%	-0.5%	0.8%	0.7%	0.8%	0.6%
资产减值损失	-357	-241	-438	-372	-63	-92
公允价值变动收益	15	-41	58	44	42	42
投资收益	98	62	-13	100	102	101
%税前利润	3.2%	1.5%	n.a	2.6%	2.3%	2.0%
营业利润	2,903	3,828	4,393	3,583	4,120	4,660
营业利润率	11.3%	12.3%	12.3%	11.1%	11.4%	11.7%
营业外收支	148	276	389	235	330	324
税前利润	3,051	4,104	4,782	3,818	4,450	4,984
利润率	11.9%	13.2%	13.3%	11.8%	12.3%	12.5%
所得税	-398	-517	-680	-521	-596	-668
所得税率	13.1%	12.6%	14.2%	13.7%	13.4%	13.4%
净利润	2,653	3,588	4,102	3,297	3,853	4,316
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	3,265	3,813	4,276
净利率	10.2%	11.3%	11.3%	10.1%	10.6%	10.7%

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	3,297	3,853	4,316
非现金支出	1,018	966	1,138	1,067	844	1,011
非经营收益	-149	-141	-29	-294	-224	-302
营运资金变动	-324	1,584	-1,693	-5,836	-2,075	-2,014
经营活动现金净流	3,198	5,997	3,519	-1,767	2,398	3,012
资本开支	-1,914	-1,294	-422	-534	-637	-735
投资	168	-2,508	-636	147	-70	30
其他	32	40	49	144	144	143
投资活动现金净流	-1,714	-3,762	-1,008	-243	-563	-562
股权募资	34	0	0	0	0	0
债权募资	-195	-4	0	2,588	170	-764
其他	-998	-1,433	-3,611	-1,194	-1,505	-1,486
筹资活动现金净流	-1,158	-1,437	-3,611	1,394	-1,335	-2,250
现金净流量	326	797	-1,101	-616	500	200

来源：公司年报、国金证券研究所

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	5,000	5,500	5,700
应收款项	9,481	11,623	16,697	20,149	23,449	26,931
存货	1,160	1,547	1,923	2,622	2,937	3,242
其他流动资产	566	3,113	2,674	2,474	2,560	2,585
流动资产	17,223	22,983	26,911	30,245	34,446	38,458
%总资产	72.3%	76.3%	76.6%	78.2%	80.1%	81.5%
长期投资	149	379	1,330	1,451	1,480	1,470
固定资产	4,586	4,657	4,629	4,711	4,907	5,056
%总资产	19.3%	15.5%	13.2%	12.2%	11.4%	10.7%
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	8,437	8,580	8,702
%总资产	27.7%	23.7%	23.4%	21.8%	19.9%	18.5%
资产总计	23,823	30,139	35,154	38,682	43,026	47,160
短期借款	4	0	0	2,606	2,776	2,011
应付款项	11,480	15,336	18,234	16,598	17,857	19,305
其他流动负债	875	981	1,686	2,017	2,257	2,570
流动负债	12,359	16,317	19,921	21,221	22,890	23,886
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	604	883	1,554	1,593	1,743	1,893
负债	12,963	17,200	21,475	22,815	24,633	25,779
普通股股东权益	10,804	12,861	13,584	15,740	18,225	21,173
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	38,682	43,026	47,160

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.768	1.597	1.826	1.475	1.722	1.932
每股净资产	7.313	5.809	6.136	7.109	8.232	9.564
每股经营现金净流	2.164	2.709	1.589	-0.798	1.083	1.360
每股股利	1.000	1.500	1.000	0.500	0.600	0.600
回报率						
净资产收益率	24.18%	27.49%	29.77%	20.74%	20.92%	20.20%
总资产收益率	10.97%	11.73%	11.50%	8.44%	8.86%	9.07%
投入资本收益率	24.98%	26.39%	31.73%	18.90%	17.64%	17.92%
增长率						
主营业务收入增长率	16.45%	21.31%	14.87%	-9.82%	11.57%	10.40%
EBIT增长率	67.53%	25.11%	29.56%	-20.10%	6.67%	12.24%
净利润增长率	43.35%	35.31%	14.38%	-19.27%	16.81%	12.14%
总资产增长率	47.08%	26.51%	16.64%	10.04%	11.23%	9.61%
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	50.4	45.5	42.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-55.55%	-61.88%	-43.68%	-15.66%	-15.52%	-17.77%
EBIT利息保障倍数	-125.4	-27.4	18.4	17.4	15.7	20.9
资产负债率	54.41%	57.07%	61.09%	58.98%	57.25%	54.66%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
	4	9	17	38	73
	1	7	11	23	41
	0	1	2	2	13
	0	0	0	0	0
	1.20	1.53	1.50	1.43	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。

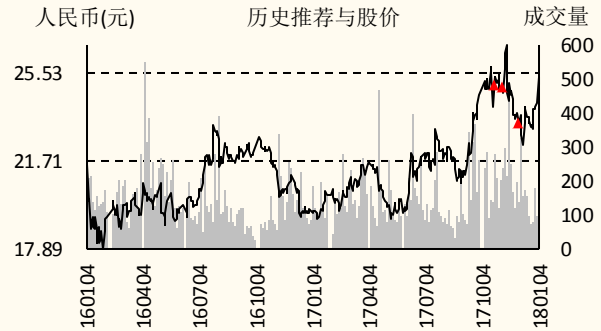
最终评分与平均投资建议对照：

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

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
2	2017-11-06	买入	24.84	32.00
3	2017-12-04	买入	23.78	32.00

来源：国金证券研究所



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