

证券研究报告—动态报告/公司快评

汽车汽配

宇通客车 (600066)

买入

汽车零部件 II

重大事件快评

(维持评级)

2018年03月06日

## 2月销量大增 39%，产品结构持续向好

证券分析师：梁超

0755-22940097

liangchao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515080001

联系人：唐旭霞

tangxx@guosen.com.cn

### 事项：

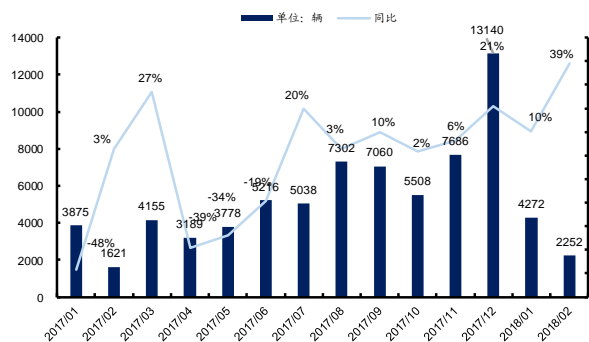
2018年2月宇通销售客车 2252 辆，同比增长 39%；累计销量 6524 辆，同比增长 18.7%。其中，2月大型客车销售 1017 辆，同比增长 140%，继续超过中型客车，产品结构持续改善。新能源客车 2018年2月销售约 300 辆，累计销量约 1300 辆，同比仍有较大幅度提升。

### 评论：

#### ■ 2月客车销量增长 39%，大客持续超过中客

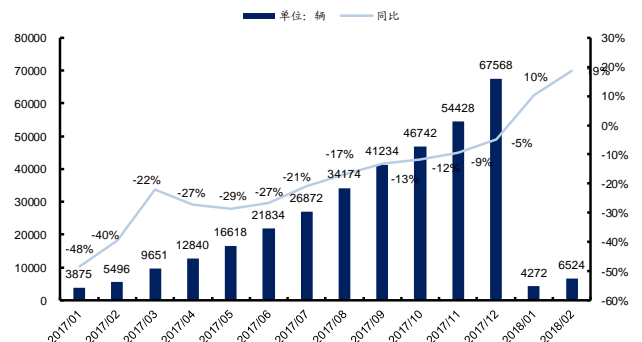
2018年2月，宇通客车销售客车 2252 辆，同比增长 39%，环比下降 47.3%；我们预计其中新能源客车销量近 300 辆，环比减少 70%（18年1月 1000 辆）。2018年1-2月，宇通累计销售客车 6524 辆，累计同比增长 18.7%，其中新能源客车累计销量约 1300 辆（去年不足 100 辆）。我们认为，整体来看，2月客车总销量及新能源客车销量符合预期，18年1月新能源客车表现接近 16 年、远超 17 年同期。

图 1：2017-2018 年宇通客车月度销量及同比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：2017 年-2018 年宇通客车累计销量及同比

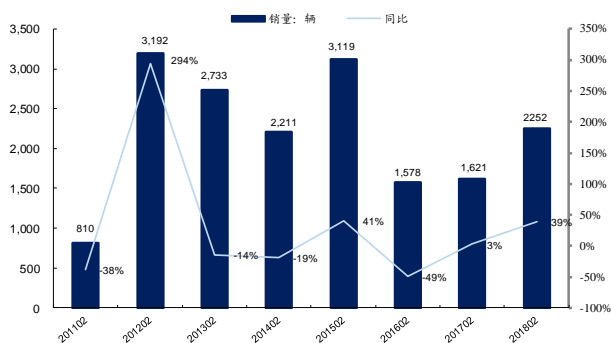


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

拆分传统和新能源客车来看，2018年2月，宇通新能源客车较去年同期多卖 200 余辆，传统客车较去年同期多卖 400 余辆。宇通传统+新能源客车的月销量较去年同期上升约 631 台。

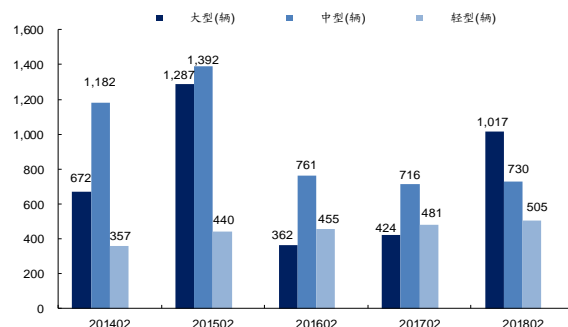
从销售结构看，2018年2月公司大型客车销量同比上升 140%，中型客车同比上升 2%，轻型客车同比上升 5%，大型客车销售占比大幅提升，继 2018 年 1 月后，大型客车销量继续超过中型客车，2018 年产品结构持续改善。

图 3: 2011-2018 年 2 月宇通客车销量及其同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 2014-2018 年 2 月宇通客车车型结构比较

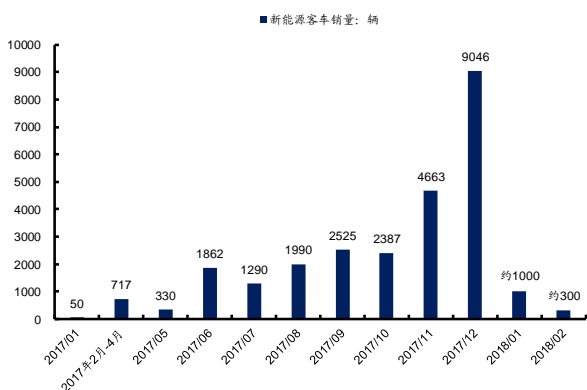


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### ■ 2018Q1 业绩高增速可期

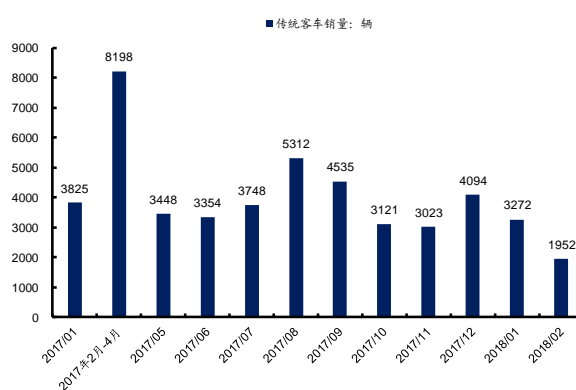
我们预计 2018 年 2 月宇通新能源客车销量约 300 辆; 1-2 月累计销量约 1300 辆, 远超去年同期 (约 100 辆)。我们认为, 2018 年 1-2 月宇通销量增长的主要原因在于去年同期的低基数, 17 年整个一季度, 在补贴政策 16 年底调整, 客车企业新能源车型重新上公告, 新车型目录释放不达预期的背景下, 17 年一季度新能源销量不足 1000 台, 以现有订单情况分析, 我们预计 18 年一季度宇通新能源客车销量较去年同期仍将持续增长, 同时大客 (单车毛利率高) 销量占比持续提升, 2018Q1 业绩高增速可期 (2017Q1 营收 39 亿, 利润 3.2 亿, 销量 9651 辆)。

图 5: 2017-2018 年宇通新能源客车月度销量



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 2017-2018 年宇通传统客车月度销量



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### ■ 补贴新政落地, 调整盈利预测

2018 年 2 月 13 号, 财政部、工信部、科技部、发展改革委等四部委发布 2018 年新能源汽车补贴新政策《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》。政策从 2018 年 2 月 12 日起实施, 2018 年 2 月 12 日至 2018 年 6 月 11 日为过渡期。补贴新政对纯电动客车的退坡幅度 (非快充类) 约 40%, 2-6 月过渡期退坡 30%, 我们假设全年宇通新能源客车产品补贴退坡幅度 35%。

**表 1: 新能源客车 2018 年相对 2017 年单项补贴变动额度**

车辆类型	中央财政补贴标准 (元/kWh)	中央财政补贴调整系数 (按 2018 和 2017 年的最大值比较)	单位电量补贴标准 x 中央财政补贴调整系数	中央财政单车补贴上限		
				6 < L ≤ 8m	8 < L ≤ 10m	L > 10m
非快充类纯电动客车	-33%	系统能量密度 (Wh/kg)	-39%	-39%	-40%	-40%
		-8%				
快充类纯电动客车	-30%	快充倍率	-45%	-33%	-33%	-35%
		-21%				
插电式混合动力 (含增程式) 客车	-50%	节油率水平	-54%	-51%	-50%	-50%
		-8%				

资料来源: 工信部, 国信证券经济研究所测算

从我们的估值角度来看, 对宇通影响最大的几个要素分成两方面——

### 第一方面: 容易提前预判的:

1. 补贴退坡幅度 (2-6 月过渡期退 30%, 下半年按政策退约 40%);
2. 对上游压价幅度 (补贴确定后和供应商谈好, 我们预计中性假设电池压价 15%, 机电电控压价 10%)。

### 第二方面: 较难提前预判, 需要进行长期跟踪的:

1. 产品结构 (主要是新能源大客的占比);
2. 对下游客户提价幅度。

(以上两点主要是通过影响单车均价来影响毛利率)

盈利预测调整: 1) 考虑最新补贴政策落地, 假设全年新能源客车 35%退坡幅度。2) 考虑到 2018 年 1-2 月产品结构持续改善, 大客销量五年来首度超越中客, 占比提升至 47%。我们估值模型中对全年新能源大客占比估测为 45% (新能源中客 45%, 新能源小客 10%)。

### ■ 长期看好市占率提升、T7+房车销售增长、海外出口扩容, 维持买入评级

整体来看, 宇通客车 2 月销售总量符合预期, 产品结构改善持续, 一季度业绩高增速可期。宇通作为全球大中客龙头, 在新能源产品结构、坏账计提和有息负债影响下公司 17 年业绩有下滑风险, 但公司销量最低迷阶段或已过去, 同时 2018 年补贴政策落地, 考虑全年 35%补贴退坡假设、产品结构持续改善背景, 我们下调盈利预测, 我们将 17/18/19 年 EPS 从 1.53/1.85/2.18 元下调至 1.53/1.58/1.69 元, 对应最新 PE 分别为 14.4/13.9/13.0 倍, 我们预计宇通短期 Q1 销量数据大增、利润向好, 中期补贴下降增速放缓, 长期看好公司在补贴趋严背景下的市占率提升、T7+房车销售增长、海外出口扩容, 维持买入评级。

图 7: 宇通客车 PE-Band



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	5616	7000	6000	7967	营业收入	35850	32281	34074	35651
应收款项	16697	13266	14003	14651	营业成本	25876	23598	25038	26205
存货净额	1923	1911	2028	2123	营业税金及附加	161	161	170	178
其他流动资产	2274	1291	1363	1426	销售费用	2927	2550	2692	2816
<b>流动资产合计</b>	<b>26911</b>	<b>23868</b>	<b>23793</b>	<b>26566</b>	管理费用	1826	1769	1932	2019
固定资产	4629	4370	4088	3780	财务费用	275	197	106	11
无形资产及其他	1458	1399	1341	1283	投资收益	(13)	(15)	(16)	(17)
投资性房地产	1835	1835	1835	1835	资产减值及公允价值变动	(380)	(400)	(400)	(400)
长期股权投资	322	302	282	262	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>35154</b>	<b>31774</b>	<b>31339</b>	<b>33726</b>	营业利润	4393	3590	3719	4004
短期借款及交易性金融负债	0	4006	515	0	营业外净收支	389	400	400	400
应付款项	15761	10192	10817	11321	<b>利润总额</b>	<b>4782</b>	<b>3990</b>	<b>4119</b>	<b>4404</b>
其他流动负债	4160	4127	4386	4591	所得税费用	680	559	577	617
<b>流动负债合计</b>	<b>19921</b>	<b>18325</b>	<b>15718</b>	<b>15912</b>	少数股东损益	59	49	50	54
长期借款及应付债券	0	3000	3000	3000	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4044</b>	<b>3383</b>	<b>3492</b>	<b>3733</b>
其他长期负债	1554	2054	2454	2754					
<b>长期负债合计</b>	<b>1554</b>	<b>5054</b>	<b>5454</b>	<b>5754</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>21475</b>	<b>23379</b>	<b>21172</b>	<b>21666</b>	净利润	4044	3383	3492	3733
少数股东权益	95	120	145	172	资产减值准备	197	(50)	(50)	(50)
股东权益	13584	15275	17021	18888	折旧摊销	700	567	591	616
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>35154</b>	<b>38774</b>	<b>38339</b>	<b>40726</b>	公允价值变动损失	380	400	400	400
					财务费用	275	197	106	11
					营运资本变动	(2286)	(725)	309	152
					其它	(189)	75	75	77
					<b>经营活动现金流</b>	<b>2847</b>	<b>3649</b>	<b>4817</b>	<b>4928</b>
					资本开支	(451)	(600)	(600)	(600)
					其它投资现金流	948	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>175</b>	<b>(580)</b>	<b>(580)</b>	<b>(580)</b>
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(3452)	(1691)	(1746)	(1867)
					其它融资现金流	2798	(2994)	(3491)	(515)
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(4105)</b>	<b>(1685)</b>	<b>(5237)</b>	<b>(2381)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>(1083)</b>	<b>1384</b>	<b>(1000)</b>	<b>1967</b>
					货币资金的期初余额	6699	5616	7000	6000
					货币资金的期末余额	5616	7000	6000	7967
					企业自由现金流	2304	2856	3947	3980
					权益自由现金流	5103	(308)	365	3455

关键财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	1.83	1.53	1.58	1.69
每股红利	1.56	0.76	0.79	0.84
每股净资产	6.14	6.90	7.69	8.53
ROIC	36%	26%	27%	30%
ROE	30%	22%	21%	20%
毛利率	28%	27%	27%	26%
EBIT Margin	14%	13%	12%	12%
EBITDA Margin	16%	15%	14%	14%
收入增长	15%	-10%	6%	5%
净利润增长率	14%	-16%	3%	7%
资产负债率	61%	61%	56%	54%
息率	7.1%	3.5%	3.6%	3.8%
P/E	12.0	14.4	13.9	13.0
P/B	3.6	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	12.2	15.1	14.5	13.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 相关研究报告

《宇通客车-600066-重大事件快评：1月宇通客车销量增长10%，开年产品结构改善》——2018-02-06

《宇通客车-600066-重大事件快评：销量最低迷阶段已过，长期成长逻辑不改》——2018-01-05

《宇通客车-600066-重大事件快评：11月新能源销量同比大增，控股股东发行可交换债缓解资金压力》——2017-12-04

《宇通客车-600066-重大事件快评：10月销量同比微增，产品结构持续改善》——2017-11-06

《宇通客车-600066-2017年三季度报点评：三季度业绩超预期，订单释放+结构改善，维持买入》——2017-10-24

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编: 100032