

2018年04月24日

宇通客车 (600066.SH)

公司快报

证券研究报告

客车

## Q1 新能源盈利能力暂时下滑，看好后期改善与市占率提升

事件：公司发布一季报，2018Q1 实现营收 46.6 亿元 (+20.4%)，实现净利润 2.9 亿元 (-6.8%)，综合毛利率 22.7% (-1.3pct)。

■销量：车型大小变动不大，新能源占比大幅提升。2018Q1 公司客车总销量 9956 辆，同比增长 3.2%。Q1 大、中、轻客车销量占比分别为 41.4%、40.7%、17.9%，去年占比分别为 39.6%、45.0%、15.3%，大客占比同比微幅提升，中客占比同比下滑，车型结构整体变动影响不大。Q1 新能源客车销量约为 1900 辆（10 米以上约 1200 辆，8-10 米约 700 辆），传统客车约有 8056 辆，新能源客车占比约为 19.0%，去年新能源客车约 500 辆，占比约为 5.2%，新能源客车销量占比显著提升了 13.8pct。

■业绩：新能源占比提升促使营收同比增长，但新能源盈利能力下滑导致净利同比下滑。在客车销量总量微幅增长 3.2% 的前提下，新能源客车销量占比大幅提升，由于新能源客车的单车均价高于传统车，故公司营收实现同比增长 20%。但根据调研，2018Q1 由于补贴政策迟迟未出，Q1 行业新能源客车的售价基本延续 2017 年 12 月份的价格，而 Q1 新能源补贴较 2017 年下滑 30%，同时 Q1 电池降价在 10% 以内，所以补贴退坡压力实际上大部分由公司承担。

■展望：根据广泛的新能源客车销售调研，我们认为 Q1 新能源客车盈利能力下滑是暂时性，之后尤其是在下半年后电池成本下降和终端提价改善之后，宇通客车新能源的盈利能力有望恢复较为正常的水平。Q1 盈利失真主要原因在于 Q1 补贴退坡 30%，但终端购车价未涨（原因有 2 个：1、购车价的延续性；2、竞争激烈，某些主机厂采取了较为激进的价格策略），上游三电未降，补贴退坡大部分都由主机厂承担，主机厂的盈利能力受到了巨大的挑战，这是全行业的问题，不单宇通客车一家。Q2 虽然主机厂会开始慢慢提价，但竞争激烈的情况下，提价仍然存在一定的不确定性，可以肯定的是 Q2 的电池降价幅度会高于 Q1，所以 Q2 宇通客车的盈利能力或将会有微幅提升。在 Q1、Q2 竞争加剧的背景下，行业出清的逻辑开始兑现，我们认为 Q1、Q2 不应看盈利能力，而应看市占率，我们看好全年宇通客车的市占率提升和后三个季度盈利能力逐步恢复。

■投资建议：预计 2018 年行业格局分化剧烈，龙头的优势将被放大，持续推荐客车龙头宇通客车。预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 1.86 元、1.99 元、2.20 元，对应 PE 分别为 12、11、10 倍。

■风险提示：终端涨价或不及预期；三电降价或不及预期；公司市占

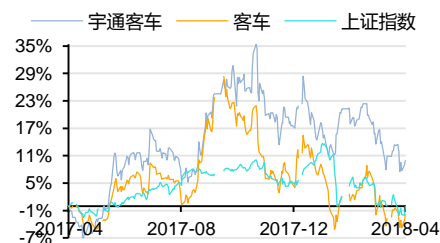
投资评级 买入-A  
维持评级

6 个月目标价： 28.8 元  
股价 (2018-04-24) 21.73 元

### 交易数据

总市值 (百万元)	48,108.90
流通市值 (百万元)	48,108.90
总股本 (百万股)	2,213.94
流通股本 (百万股)	2,213.94
12 个月价格区间	19.21/26.74 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.36	5.93	11.72
绝对收益	-3.12	-5.85	10.32

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024  
huangsh@essence.com.cn  
021-35082092

陈怀逸

报告联系人

chenhy4@essence.com.cn  
021-35082998

袁伟

报告联系人

yuanwei2@essence.com.cn  
021-35082038

### 相关报告

宇通客车：补贴退坡与坏账减值压制利润，看好 2018 分化年龙头市占率提升/黄守宏	2018-04-03
宇通客车：总销量增速亮眼，新能源略低于预期/黄守宏	2018-03-06
宇通客车：补贴退坡或存缓冲期，1 月销量可观/衡昆	2018-02-05
宇通客车：客车行业风云又起，中原霸主再拓版图/	2018-01-02

率提升或不及预期。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	35,850.4	33,221.9	35,466.2	38,219.5	41,609.9
净利润	4,043.7	3,129.2	4,113.8	4,414.7	4,876.8
每股收益(元)	1.83	1.41	1.86	1.99	2.20
每股净资产(元)	6.14	7.00	7.29	8.67	10.27

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	11.9	15.4	11.7	10.9	9.9
市净率(倍)	3.5	3.1	3.0	2.5	2.1
净利润率	11.3%	9.4%	11.6%	11.6%	11.7%
净资产收益率	29.8%	20.2%	25.5%	23.0%	21.5%
股息收益率	4.6%	0.0%	4.2%	3.2%	2.8%
ROIC	103.8%	61.2%	36.3%	-578.7%	40.8%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	35,850.4	33,221.9	35,466.2	38,219.5	41,609.9	<b>成长性</b>					
减:营业成本	25,876.3	24,478.6	26,144.5	28,088.5	30,653.3	营业收入增长率	14.9%	-7.3%	6.8%	7.8%	8.9%
营业税费	161.4	185.6	176.8	192.0	216.3	营业利润增长率	14.8%	-18.0%	27.0%	8.2%	11.7%
销售费用	2,926.7	2,353.4	2,660.0	2,675.4	2,704.6	净利润增长率	14.4%	-22.6%	31.5%	7.3%	10.5%
管理费用	1,825.5	2,051.3	2,128.0	2,293.2	2,496.6	EBITDA 增长率	21.8%	-16.2%	22.2%	4.5%	8.8%
财务费用	274.6	492.1	187.3	58.0	-16.5	EBIT 增长率	26.8%	-18.6%	25.1%	5.2%	10.1%
资产减值损失	438.0	560.4	-257.0	-	50.0	NOPLAT 增长率	24.3%	-10.9%	15.8%	4.9%	10.4%
加:公允价值变动收益	58.0	121.3	101.8	-1.4	-33.0	投资资本增长率	51.1%	95.2%	-106.6%	-1665.0	-105.1%
投资和汇兑收益	-12.7	86.3	45.1	39.6	57.0	净资产增长率	5.7%	14.1%	4.5%	19.1%	18.5%
<b>营业利润</b>	4,393.3	3,601.6	4,573.6	4,950.6	5,529.6	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	389.0	34.4	233.1	218.8	162.1	毛利率	27.8%	26.3%	26.3%	26.5%	26.3%
<b>利润总额</b>	4,782.3	3,635.9	4,806.7	5,169.4	5,691.7	营业利润率	12.3%	10.8%	12.9%	13.0%	13.3%
减:所得税	680.0	468.1	635.8	694.8	750.2	净利润率	11.3%	9.4%	11.6%	11.6%	11.7%
<b>净利润</b>	4,043.7	3,129.2	4,113.8	4,414.7	4,876.8	EBITDA/营业收入	15.0%	13.6%	15.5%	15.0%	15.0%
						EBIT/营业收入	13.0%	11.5%	13.4%	13.1%	13.2%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	固定资产周转天数	43	46	37	28	19
货币资金	5,616.4	2,487.7	18,039.2	8,447.5	21,654.2	流动营业资本周转天数	-2	43	10	16	22
交易性金融资产	358.5	159.1	258.8	258.8	225.6	流动资产周转天数	251	294	301	333	346
应收账款	15,562.1	18,140.9	9,534.3	22,489.3	14,026.0	应收账款周转天数	129	183	140	151	158
应收票据	1,135.1	1,484.8	1,098.7	1,740.0	1,394.4	存货周转天数	17	27	20	22	23
预付账款	226.6	300.0	365.0	311.3	414.4	总资产周转天数	328	386	383	401	403
存货	1,923.5	3,074.4	886.0	3,699.8	1,602.4	投资资本周转天数	49	93	54	52	48
其他流动资产	2,088.8	1,784.3	1,750.2	1,874.5	1,803.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	1,008.6	1,330.0	905.7	1,081.4	1,105.7	ROE	29.8%	20.2%	25.5%	23.0%	21.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	11.7%	8.8%	10.6%	9.8%	10.4%
长期股权投资	321.6	664.5	664.5	664.5	664.5	ROIC	103.8%	61.2%	36.3%	-578.7%	40.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	4,537.7	3,985.2	3,283.0	2,580.8	1,878.5	销售费用率	8.2%	7.1%	7.5%	7.0%	6.5%
在建工程	90.8	297.3	347.3	397.3	447.3	管理费用率	5.1%	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%
无形资产	1,457.5	1,426.6	1,388.1	1,349.7	1,311.2	财务费用率	0.8%	1.5%	0.5%	0.2%	0.0%
其他非流动资产	826.5	1,030.6	825.3	885.4	909.4	三费/营业收入	14.0%	14.7%	14.0%	13.2%	12.5%
<b>资产总额</b>	35,153.8	36,165.4	39,346.3	45,780.2	47,436.6	<b>偿债能力</b>					
短期债务	-	770.1	3,000.0	3,000.0	300.0	资产负债率	61.1%	56.8%	58.5%	57.6%	51.5%
应付账款	11,662.0	9,532.2	11,206.3	11,832.0	13,500.4	负债权益比	157.0%	131.7%	141.2%	135.7%	106.1%
应付票据	5,389.6	5,887.8	4,042.0	7,341.9	5,387.3	流动比率	1.35	1.47	1.48	1.57	1.81
其他流动负债	2,868.9	2,461.9	3,345.5	2,552.3	3,575.6	速动比率	1.25	1.31	1.44	1.42	1.74
长期借款	-	21.2	-	-	-	利息保障倍数	17.02	7.73	25.42	86.33	-333.25
其他非流动负债	1,554.1	1,886.2	1,441.0	1,627.1	1,651.5	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	21,474.7	20,559.5	23,034.8	26,353.4	24,414.8	DPS(元)	1.00	-	0.92	0.69	0.62
少数股东权益	95.4	106.1	163.3	223.2	288.0	分红比率	54.7%	0.0%	49.6%	34.8%	28.1%
股本	2,213.9	2,213.9	2,213.9	2,213.9	2,213.9	股息收益率	4.6%	0.0%	4.2%	3.2%	2.8%
留存收益	11,368.4	12,283.6	13,934.3	16,989.7	20,519.9						
<b>股东权益</b>	13,679.1	15,605.9	16,311.5	19,426.8	23,021.8						
						<b>现金流量表</b>					
	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>		<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
净利润	4,102.3	3,167.8	4,113.8	4,414.7	4,876.8	EPS(元)	1.83	1.41	1.86	1.99	2.20
加:折旧和摊销	714.1	711.4	740.7	740.7	740.7	BVPS(元)	6.14	7.00	7.29	8.67	10.27
资产减值准备	438.0	560.4	-	-	-	PE(X)	11.9	15.4	11.7	10.9	9.9
公允价值变动损失	-58.0	-121.3	101.8	-1.4	-33.0	PB(X)	3.5	3.1	3.0	2.5	2.1
财务费用	243.1	340.6	187.3	58.0	-16.5	P/FCF	23.2	-30.0	2.6	-6.0	3.3
投资损失	12.7	-86.3	-45.1	-39.6	-57.0	P/S	1.3	1.4	1.4	1.3	1.2
少数股东损益	58.6	38.7	57.2	59.9	64.7	EV/EBITDA	6.6	10.9	5.7	7.1	4.0
营运资金的变动	-1,188.6	-6,086.6	11,636.4	-13,223.2	11,608.0	CAGR(%)	2.9%	16.0%	5.1%	2.9%	16.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	3,532.3	-1,749.0	16,792.1	-7,990.8	17,183.8	PEG	4.0	1.0	2.3	3.7	0.6
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1,008.3	-818.5	218.4	-186.0	49.7	ROIC/WACC	10.6	6.3	3.7	-59.2	4.2
<b>融资活动产生现金流量</b>	-3,456.2	-1,072.6	-1,459.0	-1,414.9	-4,026.8	REP	0.6	0.7	-11.2	-0.1	-9.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
高思雨		021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
深圳联系人	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034