

宇通客车(600066)

5月销量大幅超预期，头部企业竞争力愈加凸显

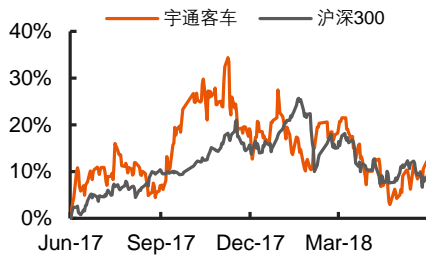
强烈推荐（维持）

现价：22.33元

主要数据

行业	汽车和汽车零部件
公司网址	www.yutong.com
大股东/持股	宇通集团/37.19%
实际控制人	汤玉祥等7名合伙人代表
总股本(百万股)	2,214
流通A股(百万股)	2,214
流通B/H股(百万股)	0
总市值(亿元)	494.39
流通A股市值(亿元)	494.39
每股净资产(元)	6.68
资产负债率(%)	55.30

行情走势图



相关研究报告

- 《宇通客车*600066*新能源客车高增长，5月有望迎来集中采购》 2018-05-06
- 《宇通客车*600066* Q1 新能源销量高增长，Q2 毛利率有望改善》 2018-04-25
- 《宇通客车*600066*产品结构改善，市占率持续提升》 2018-04-03
- 《宇通客车*600066* 累计销量高增长，新标准加速公司市占率提高》 2018-03-06
- 《宇通客车*600066*1月销量高增长，产品结构持续优化》 2018-02-05

证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
021-38638428
WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN

研究助理

曹群海 一般从业资格编号
S1060116080003
021-38630860
CAOQUNHAI345@PINGAN.COM.CN

投资要点

事项:

公司公布2018年5月份产销数据，5月客车销量7741台(+104.9%)，其中大中小型客车销量分别为3301台(+93.61%)、3738台(+150.20%)、702台(+21.24%)。1~5月累计客车销量20760(+24.92%)，其中大中小型客车销量分别为8468台(+27.74%)、9199台(+24.24%)、3093台(+19.65%)。大幅超过预期。

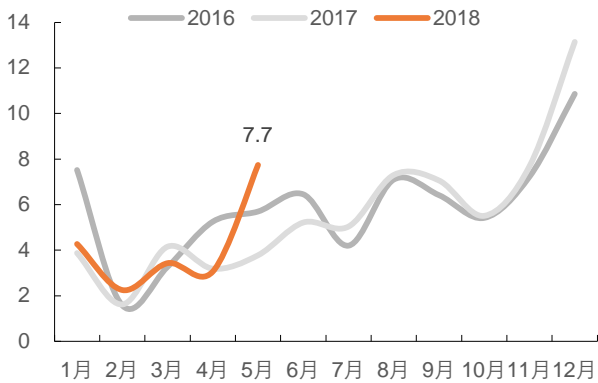
平安观点:

- 5月销量大幅超预期，过渡期抢单成功：**由于2018年5月1日起增值税税率从17%下调至16%，叠加新能源补贴新政策过渡期将于6月11日截止，宇通客车5月份新能源客车销量达5000台，大幅超越此前预期的3000辆，相比2017年同期的300台大涨1567%，2018年新能源累计销量7675台(+598%)。受新能源客车带动，5月份宇通客车销量7741台(+104.9%)，2018年累计销量20760台(+24.92%)。宇通主要竞争对手金龙汽车、中通客车5月销量分别为5754辆与1089辆，均低于宇通客车，且销量环比均无明显变化，说明宇通客车是5月份新能源补贴过渡期抢装订单的主要获益方，体现出宇通客车在新能源客车领域远超竞争对手的实力。
- 过渡期致季度销量波动加剧，三季度或成淡季：**2017年客车销量整体上先抑后扬，上半年销量低迷，三季度开始销量逐渐走高，而今年补贴过渡期的抢装潮使5月份销量大幅增长，6月上旬为新能源补贴最后过渡期，预计6月上旬新能源客车仍将维持较高销量，新政策下，同等条件的补贴额仅为2017年的0.7，补贴退坡将促使部分客户需求提前释放，受透支消费影响，6月中下旬客车销量开始放缓，预计今年三季度部分月份将处于销售淡季。为满足新的补贴政策要求，宇通已率先吹响了下一阶段产品推广的号角，5月18日宇通召开新品发布会，推出了多款足以拿到1.2倍最高补贴的全新产品，新品周期有望催生新的订单需求，因此，预计今年三季度经过一段时间的淡季后，客车市场又将迎来新的增长。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	35850	33,222	35,877	40,257	43,654
YoY(%)	14.9	-7.3	8.0	12.2	8.4
净利润(百万元)	4,044	3,129	4,060	4,475	4,871
YoY(%)	14.4	-22.6	29.8	10.2	8.9
毛利率(%)	27.8	26.3	26.8	26.5	26.4
净利率(%)	11.3	9.4	11.3	11.1	11.2
ROE(%)	30.0	20.3	22.1	21.7	20.9
EPS(摊薄/元)	1.83	1.41	1.83	2.02	2.20
P/E(倍)	12.2	15.8	12.2	11.0	10.1
P/B(倍)	3.6	3.4	2.8	2.5	2.2

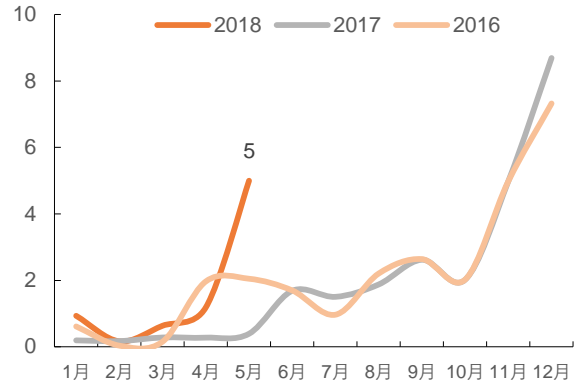
- **过渡期后竞争力凸显，今年财务状况将明显好转：**近年来大量新增资本进入客车行业，致使行业竞争加剧，加上 3 万公里政策大幅度提高了坏账准备，导致公司现金流紧张，利息支出与坏账计提大幅影响 2017 年的公司利润。今年随着国家新能源补贴款陆续到账（2018 年 4 月收到国家新能源补贴款 58.6 亿元，预计 2018 年全年收到补贴款 80 多亿元），公司现金流显著改善；新能源补贴新政降低了申请补贴的行驶里程门槛，如行驶里程由 3 万公里减为 2 万公里和补贴预支付等，有利于公司更快获得国家补贴，提高资产周转率，降低坏账准备；同时，补贴退坡后将导致许多竞争对手财务恶化难以为继，新能源客车行业进入洗牌阶段，部分企业甚至将被迫收缩甚至退出新能源客车市场，客车的新能源化大幅拉开了宇通和其它对手的差距。过渡期之后公司竞争力会更凸显。
- **出口大有可为，公司处于重要窗口期：**目前欧美新能源客车渗透率较低，仅相当于中国 2012 年的水平，且欧美已逐步开始采用新能源客车替代燃油公交车，宇通电动客车处于全球第一梯队，具有全球领先的竞争力，因此公司正处于海外市场转型的重要窗口期。新能源客车海外销售单价估计可达 200 万，且海外业务毛利率远高于国内，预计未来三至五年，宇通客车海外市占率有望达到 10%，约合年销量 2.5 万台，将为公司业绩增长带来强劲动力。
- **盈利预测与投资建议：**受政策影响，公司 5 月份新能源客车销量大幅增长，补贴退坡后，不具备核心技术的企业将逐步被淘汰，宇通客车迎来战略机遇期，凭借卓越的管理能力、深厚的技术积累、优异的产品和口碑，有望迎来市占率进一步提升+海外出口高增长。维持业绩预测，预计 2018-2020 年每股收益分别为 1.83 元、2.02 元、2.20 元。维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1) 新能源客车销量低于预期：部分地区公交车需求放缓，新能源客车行业销量下滑，客车行业整体承压；2) 新能源技术研发不及预期，目前公司凭借领先的新能源技术，有望在补贴退坡后提升市占率，若其他公司加大研发力度，取得技术突破，可能威胁公司行业地位；3) 公司海外市场推进不及预期：如果海外市场受宏观经济等因素影响，导致公司客车出口量下滑，可能影响公司整体利润和销量。

图表1 宇通客车月度销量 单位：千辆



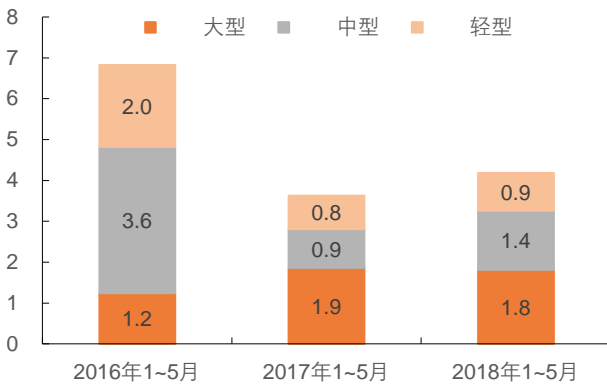
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 宇通新能源客车月度销量 单位：千辆



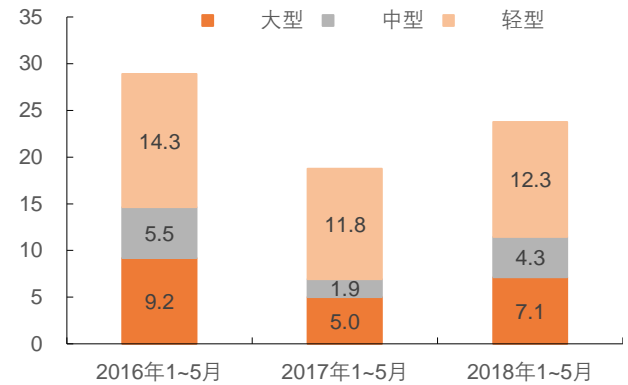
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 中通客车产品结构占比 单位：千辆



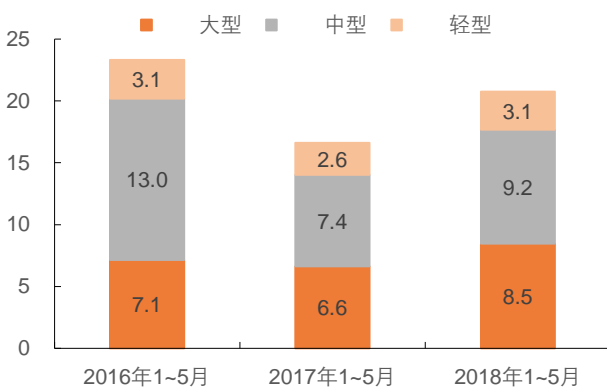
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 金龙汽车产品结构占比 单位：千辆



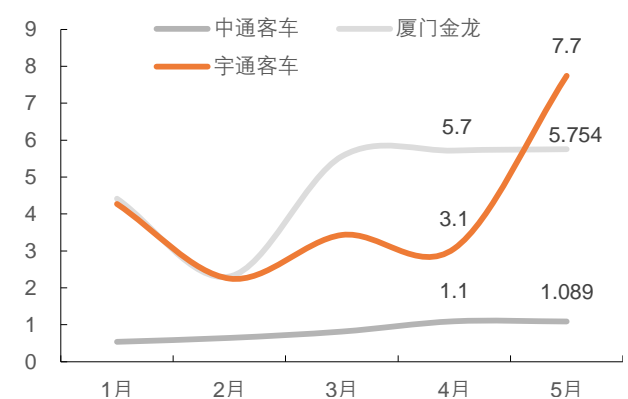
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 宇通客车产品结构占比 单位：千辆



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 主要客车企业2018年月度销量 单位：千辆



资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	27431	37366	45376	44523
现金	2488	13269	14889	16146
应收账款	17388	17642	21665	20959
其他应收款	753	614	920	743
预付账款	300	269	369	323
存货	3074	2284	3760	2796
其他流动资产	3428	3288	3774	3556
非流动资产	8734	9064	9621	9899
长期投资	664	1057	1470	1883
固定资产	3985	3822	3809	3578
无形资产	1427	1549	1701	1820
其他非流动资产	2658	2635	2640	2619
资产总计	36165	46430	54997	54422
流动负债	18652	25910	32158	28863
短期借款	770	3755	9540	3155
应付账款	8175	11711	10717	13611
其他流动负债	9707	10445	11900	12097
非流动负债	1907	1903	1899	1895
长期借款	21	17	13	8
其他非流动负债	1886	1886	1886	1886
负债合计	20560	27813	34057	30757
少数股东权益	106	164	227	294
股本	2214	2214	2214	2214
资本公积	1279	1279	1279	1279
留存收益	11005	12646	14413	16742
归属母公司股东权益	15500	18453	20714	23371
负债和股东权益	36165	46430	54997	54422

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-1749	10204	-472	11106
净利润	3168	4118	4537	4938
折旧摊销	711	624	702	783
财务费用	492	411	331	319
投资损失	-86	-50	-70	-70
营运资金变动	-6243	5139	-5928	5200
其他经营现金流	209	-38	-44	-65
投资活动现金流	-819	-866	-1144	-926
资本支出	730	-63	143	-134
长期投资	-139	-393	-399	-413
其他投资现金流	-227	-1321	-1400	-1473
筹资活动现金流	-1073	-1541	-2549	-2538
短期借款	770	0	0	0
长期借款	21	-4	-4	-4
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1864	-1537	-2545	-2533
现金净增加额	-3649	7797	-4165	7642

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	33222	35877	40257	43654
营业成本	24479	26246	29602	32109
营业税金及附加	186	187	209	227
营业费用	2353	2691	3019	3274
管理费用	2051	1901	2134	2314
财务费用	492	411	331	319
资产减值损失	560	-110	-80	-100
公允价值变动收益	121	38	44	65
投资净收益	86	50	70	70
营业利润	3602	4638	5156	5646
营业外收入	51	190	160	170
营业外支出	17	40	40	40
利润总额	3636	4788	5276	5776
所得税	468	670	739	838
净利润	3168	4118	4537	4938
少数股东损益	39	58	63	67
归属母公司净利润	3129	4060	4475	4871
EBITDA	4321	5313	5959	6478
EPS (元)	1.41	1.83	2.02	2.20

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入(%)	-7.3	8.0	12.2	8.4
营业利润(%)	-18.0	28.8	11.2	9.5
归属于母公司净利润(%)	-22.6	29.8	10.2	8.9
获利能力				
毛利率(%)	26.3	26.8	26.5	26.4
净利率(%)	9.4	11.3	11.1	11.2
ROE(%)	20.3	22.1	21.7	20.9
ROIC(%)	18.9	17.9	14.8	18.1
偿债能力				
资产负债率(%)	56.8	59.9	61.9	56.5
净负债比率(%)	-10.7	-51.0	-25.5	-54.8
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.5
速动比率	1.3	1.4	1.3	1.4
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.8
应收账款周转率	2.0	2.0	2.0	2.0
应付账款周转率	2.6	2.6	2.6	2.6
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.41	1.83	2.02	2.20
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.83	4.61	-0.21	5.02
每股净资产(最新摊薄)	6.55	7.88	8.90	10.10
估值比率				
P/E	15.80	12.18	11.05	10.15
P/B	3.41	2.83	2.51	2.21
EV/EBITDA	11.1	7.6	7.5	5.7

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033