

2018年06月05日

宇通客车（600066.SH）

公司快报

增值税率下调叠加过渡期抢装，5月销量超预期

投资要点

- ◆ **事件：**公司公布5月份产销数据：客车销量7741辆，同比增长104.90%；本年累计销量20760辆，同比增长24.92%。其中，中大型客车5月销量7039辆，同比增长120.04%；本年累计销量17667辆，同比增长25.90%。
- ◆ **5月销量同比和环比均大增，中大型客车表现更突出。**5月公司客车销量中分车型看，大型客车销量3301辆，同比增长93.61%；中型客车销量3738辆，同比增长150.21%；小型客车销量702辆，同比增长21.24%。增值税税率下调政策（由17%下调至16%）于5月1日起实施，因此部分3月及4月份的购车需求延后至5月集中释放。且由于大中型客车单价更高，增值税税率下调后其价格下降更为明显，采购方能够获益更多，因此其5月销量表现较小型客车更为突出。汽车零部件进口关税将于7月1日开始下调，将有利于整车价格的进一步下降，有望促进下半年客车销量的增长。
- ◆ **新能源客车短期受益于补贴过渡期的抢装效应，长期受益于技术与补贴标准的提高。**新能源汽车补贴过渡期将于6月11日结束，过渡期内新能源客车补贴退坡30%，过渡期后补贴将退坡40%-50%。短期看，受益于新能源汽车补贴过渡期结束前的抢装效应，公司新能源客车销量实现了较高的增长。长期看，技术标准的提高及补贴预计于2020年退出将对中小规模客车企业带来利润率下降以及现金流紧张的双重压力，部分落后产能将被加速淘汰出清，新能源客车市场份额加速向拥有技术优势、品牌优势及规模优势的龙头集中。公司作为新能源客车领域龙头将持续受益。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司2018年至2020年每股收益分别为1.65元、1.84元和2.01元，净资产收益率分别为22.4%、21.8%和21.2%。维持“买入-A”的投资建议。
- ◆ **风险提示：**新能源汽车政策波动带来的负面影响；传统客车销量不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	35,850.4	33,221.9	36,175.3	38,540.9	40,418.6
同比增长(%)	14.9%	-7.3%	8.9%	6.5%	4.9%
营业利润(百万元)	4,393.3	3,601.6	4,138.8	4,651.6	5,078.7
同比增长(%)	14.8%	-18.0%	14.9%	12.4%	9.2%
净利润(百万元)	4,043.7	3,129.2	3,649.9	4,077.6	4,446.7
同比增长(%)	14.4%	-22.6%	16.6%	11.7%	9.1%
每股收益(元)	1.83	1.41	1.65	1.84	2.01
PE	12.2	15.8	13.5	12.1	11.1
PB	3.6	3.2	3.0	2.6	2.4

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

汽车 | 客车 III

投资评级

买入-A(维持)

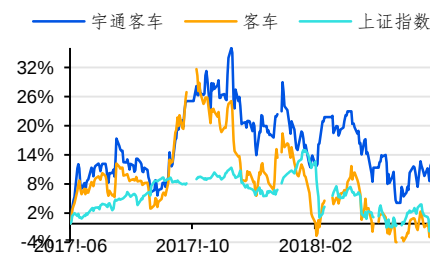
股价(2018-06-04)

22.33元

交易数据

总市值(百万元)	49,437.26
流通市值(百万元)	49,437.26
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	20.30/27.26元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.98	0.24	14.27
绝对收益	7.67	-4.78	13.81

分析师

 林帆
 SAC执业证书编号：S0910516040001
 linfan@huajinsc.cn
 021-20377188

报告联系人

 陆嘉敏
 lujiamin@huajinsc.cn
 021-20377038

相关报告

- 宇通客车：龙头地位稳固，2018年业绩有望迎来复苏 2018-04-03
- 宇通客车：Q3业绩稳步回升，期待新能源客车加速放量 2017-10-24
- 宇通客车：新能源客车加速回暖，下半年业绩有望好转 2017-08-30
- 宇通客车：7月销量同比增两成，复苏拐点已经确立 2017-08-07

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	TRUE	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	35,850.4	33,221.9	36,175.3	38,540.9	40,418.6
减:营业成本	25,876.3	24,478.6	26,524.8	28,052.1	29,190.7
营业税费	161.4	185.6	180.3	193.6	210.1
销售费用	2,926.7	2,353.4	2,713.1	2,922.4	2,986.5
管理费用	1,825.5	2,051.3	2,170.5	2,218.2	2,415.7
财务费用	274.6	492.1	122.8	109.9	73.1
资产减值损失	438.0	560.4	413.0	470.4	481.3
加:公允价值变动收益	58.0	121.3	43.0	37.8	-39.5
投资和汇兑收益	-12.7	86.3	45.1	39.6	57.0
营业利润	4,393.3	3,601.6	4,138.8	4,651.6	5,078.7
加:营业外净收支	389.0	34.4	164.2	171.0	172.8
利润总额	4,782.3	3,635.9	4,303.1	4,822.6	5,251.5
减:所得税	680.0	468.1	602.4	689.6	745.7
净利润	4,043.7	3,129.2	3,649.9	4,077.6	4,446.7

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	5,616.4	2,487.7	11,447.6	9,307.5	16,894.8
交易性金融资产	358.5	159.1	200.0	239.2	199.4
应收帐款	15,562.1	18,140.9	16,828.6	17,430.0	16,252.2
应收票据	1,135.1	1,484.8	1,328.8	1,883.0	1,260.7
预付帐款	226.6	300.0	510.5	268.7	542.1
存货	1,923.5	3,074.4	1,051.6	2,844.5	1,209.8
其他流动资产	2,088.8	1,784.3	1,750.2	1,874.5	1,803.0
可供出售金融资产	1,008.6	1,330.0	905.7	1,081.4	1,105.7
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	321.6	664.5	714.5	764.5	814.5
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	4,537.7	3,982.8	4,425.6	4,605.9	4,620.0
在建工程	90.8	297.3	298.6	174.3	87.0
无形资产	1,457.5	1,426.6	1,293.0	1,153.8	1,014.1
其他非流动资产	826.5	1,033.1	776.0	786.4	760.7
资产总额	35,153.8	36,165.4	41,530.8	42,413.7	46,564.1
短期债务	-	770.1	-	-	-
应付帐款	11,662.0	9,532.2	13,677.0	11,725.8	15,032.4
应付票据	5,389.6	5,887.8	6,637.8	7,232.4	5,092.6
其他流动负债	2,868.9	2,461.9	3,354.8	2,934.5	3,587.1
长期借款	-	21.2	-	-	-
其他非流动负债	1,554.1	1,886.2	1,441.0	1,627.1	1,651.5
负债总额	21,474.7	20,559.5	25,110.7	23,519.8	25,363.6
少数股东权益	95.4	106.1	156.8	212.2	271.2
股本	2,213.9	2,213.9	2,213.9	2,213.9	2,213.9
留存收益	11,368.4	12,283.6	14,049.4	16,467.7	18,715.4
股东权益	13,679.1	15,605.9	16,420.1	18,893.8	21,200.5

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	4,102.3	3,167.8	3,649.9	4,077.6	4,446.7
加:折旧和摊销	714.1	711.4	499.4	538.2	567.9
资产减值准备	438.0	560.4	-	-	-
公允价值变动损失	-58.0	-121.3	43.0	37.8	-39.5
财务费用	243.1	340.6	122.8	109.9	73.1
投资损失	12.7	-86.3	-45.1	-39.6	-57.0
少数股东损益	58.6	38.7	50.7	55.4	59.0
营运资金的变动	-1,188.6	-6,089.1	8,878.7	-4,483.3	5,048.3
经营活动产生现金流量	3,532.3	-1,749.0	13,199.4	295.9	10,098.5
投资活动产生现金流量	-1,008.3	-818.5	-424.0	-669.5	-242.3
融资活动产生现金流量	-3,456.2	-1,072.6	-3,815.6	-1,766.6	-2,268.9

财务指标

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年增长率					
营业收入增长率	14.9%	-7.3%	8.9%	6.5%	4.9%
营业利润增长率	14.8%	-18.0%	14.9%	12.4%	9.2%
净利润增长率	14.4%	-22.6%	16.6%	11.7%	9.1%
EBITDA 增长率	21.7%	-16.2%	5.8%	11.3%	7.9%
EBIT 增长率	26.6%	-18.6%	12.1%	11.7%	8.2%
NOPLAT 增长率	24.3%	-10.9%	2.8%	11.3%	8.3%
投资资本增长率	51.1%	95.1%	-73.5%	144.3%	-71.9%
净资产增长率	5.7%	14.1%	5.2%	15.1%	12.2%
盈利能力					
毛利率	27.8%	26.3%	26.7%	27.2%	27.8%
营业利润率	12.3%	10.8%	11.4%	12.1%	12.6%
净利润率	11.3%	9.4%	10.1%	10.6%	11.0%
EBITDA/营业收入	15.0%	13.5%	13.2%	13.8%	14.2%
EBIT/营业收入	13.0%	11.4%	11.8%	12.4%	12.7%
偿债能力					
资产负债率	61.1%	56.8%	60.5%	55.5%	54.5%
负债权益比	157.0%	131.7%	152.9%	124.5%	119.6%
流动比率	1.35	1.47	1.40	1.55	1.61
速动比率	1.25	1.31	1.35	1.42	1.56
利息保障倍数	17.00	7.72	34.70	43.32	70.44
营运能力					
固定资产周转天数	43	46	42	42	41
流动营业资本周转天数	-2	43	23	1	-1
流动资产周转天数	251	294	301	313	321
应收账款周转天数	129	183	174	160	150
存货周转天数	17	27	21	18	18
总资产周转天数	328	386	387	392	396
投资资本周转天数	49	93	72	48	42
费用率					
销售费用率	8.2%	7.1%	7.5%	7.6%	7.4%
管理费用率	5.1%	6.2%	6.0%	5.8%	6.0%
财务费用率	0.8%	1.5%	0.3%	0.3%	0.2%
三费/营业收入	14.0%	14.7%	13.8%	13.6%	13.5%
投资回报率					
ROE	29.8%	20.2%	22.4%	21.8%	21.2%
ROA	11.7%	8.8%	8.9%	9.7%	9.7%
ROIC	103.8%	61.2%	32.2%	135.6%	60.1%
分红指标					
DPS(元)	1.00	0.50	0.66	0.83	1.00
分红比率	54.7%	35.4%	40.0%	45.0%	50.0%
股息收益率	4.5%	2.2%	3.0%	3.7%	4.5%

业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	1.83	1.41	1.65	1.84	2.01
BVPS(元)	6.14	7.00	7.35	8.44	9.45
PE(X)	12.2	15.8	13.5	12.1	11.1
PB(X)	3.6	3.2	3.0	2.6	2.4
P/FCF	23.9	-30.9	4.4	-189.4	5.1
P/S	1.4	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.8	10.1	7.6	7.2	5.3
CAGR(%)	0.2%	12.5%	1.0%	0.2%	12.5%
PEG	49.3	1.3	13.0	48.9	0.9
ROIC/WACC	9.9	5.8	3.1	12.9	5.7

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

林帆声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn