

宇通客车 (600066)

10月销量略低于预期，模块化平台拓宽护城河

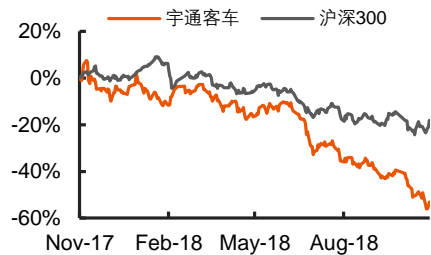
推荐 (维持)

现价: 11.35 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)	251.28
流通 A 股市值(亿元)	251.28
每股净资产(元)	7.04
资产负债率(%)	57.90

行情走势图



相关研究报告

- 《宇通客车*600066*龙头韬光养晦，利润率拐点凸显》 2018-10-29
- 《宇通客车*600066*9月销量略低于预期，大型客车窥见曙光》 2018-10-09
- 《宇通客车*600066*宇通集团建电动卡车，将与客车产生协同》 2018-09-24
- 《宇通客车*600066*仍在消化上半年透支，预计九月回到上升通道》 2018-09-04
- 《宇通客车*600066*阵痛将尽，曙光可期》 2018-08-28

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

肖潇 一般从业资格编号
S1060118050036
XIAOXIAO718@PINGAN.COM.CN

投资要点

事项:

公司公布2018年10月份产销数据，10月客车销量4677辆（同比降15.1%），其中大、中、轻型客车销量分别为2242辆（同比降5.4%）、1807辆（同比降33.4%）、628辆（同比增48.1%），1~9月累计客车销量44218辆（同比下降5.4%）。

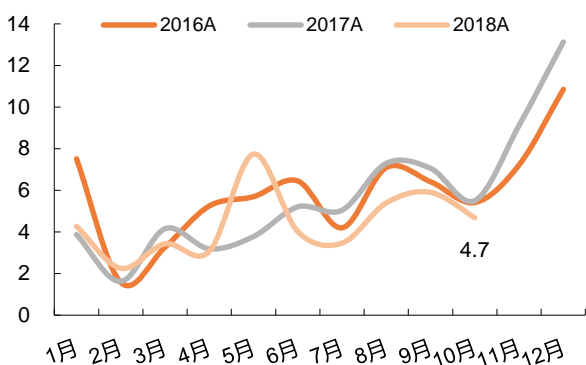
平安观点:

- **公司严控新能源车价格或为 10 月销量下滑原因之一。**我们估计公司 10 月新能源客车销量 1700 辆左右，低于 2017 年 10 月的 2387 辆，下半年以来为满足新的补贴标准，各客车企业均更换了新车型，但不同的客车企业定价策略有所差异，我们估计公司更加注重新产品利润率，通过适当提高定价，向客户转嫁了部分补贴退坡及新产品成本，而部分竞争对手可能采取较低定价抢占市场，对宇通新能源客车市场份额产生不利影响。公司 3Q 净利率 7.9%，比上半年净利率 5.1%大幅提升，较好的价格管控对公司利润率提升发挥了重要作用，而主要竞争对手金龙、中通、安凯 3Q 及 1~3Q 净利润降幅远超宇通。
- **11~12 月销量或取决于新的补贴政策实施时间。**2018 上半年新能源补贴过渡期透支了部分下半年客车销量，下半年以来宏观经济增速放缓对地方财政产生了一定压力，由于公交采购更为重视产品品质和全生命周期性价比，因此电动公交需求依然存在，但政府资金趋紧及对新政策的观望可能导致需求延后，2019 年新能源补贴大概率将继续下滑，假如 2019 年补贴新政于 11 月明朗，则可能出现年底抢装潮，公司新能源客车 11~12 月销量有望回升，若新政策公布与实施时间延迟，则 11~12 月销量可能承压。
- **短期困难不改长期竞争力提升。**尽管公司短期仍面临市场竞争环境恶劣以及市场需求延后等困难，但中期来看，2020 年后补贴大概率完全退出，行业龙头的规模效应与成本优势凸显，缺乏竞争力的企业将逐步淘汰。此外，这两年宇通客车加大研发投入，同时开发适用于不同长度客车（6~10 米等）的模块化平台，未来可实现车型批量换代，更快的产品迭代速度将大幅拓宽公司护城河。长期来看，公司海外市场前景依然广阔，新能源大巴以欧洲为主要目标市场，出口数量稳步增长。目前公司 PE(TTM)仅 10.36 倍，PB(MRQ)仅 1.61 倍，均处于十年来最低估值，具备较高弹性。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	35850	33,222	32,393	35,296	38,571
YoY(%)	14.9	-7.3	-2.5	9.0	9.3
净利润(百万元)	4044	3,129	2,515	3,323	3,928
YoY(%)	14.4	-22.6	-19.6	32.1	18.2
毛利率(%)	27.8	26.3	24.5	25.1	25.2
净利率(%)	11.3	9.4	7.8	9.4	10.2
ROE(%)	30.0	20.3	14.9	18.5	19.9
EPS(摊薄/元)	1.83	1.41	1.14	1.50	1.77
P/E(倍)	6.2	8.0	10.0	7.6	6.4
P/B(倍)	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3

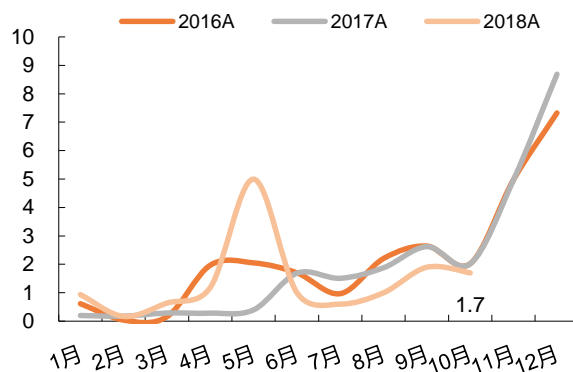
- 盈利预测与投资建议：**由于公司采取更注重利润率的销售策略，10月客车销量略低于预期，宏观经济增速放缓可能导致终端需求推迟，11~12月销量或取决于新的补贴政策实施时间。未来补贴退坡将继续扩大公司与对手的差距，公司研发的模块化新平台将拓宽护城河，海外有望抢占欧洲发达市场，目前公司估值处于十年来最低值。维持对公司的盈利预测，预计2018年、2019年、2020年每股收益依次为1.14、1.50、1.77元，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**1) 新能源客车销量低于预期：部分地区公交车需求放缓，新能源客车行业销量下滑，客车行业整体承压；2) 新能源技术研发不及预期，目前公司凭借领先的新能源技术，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



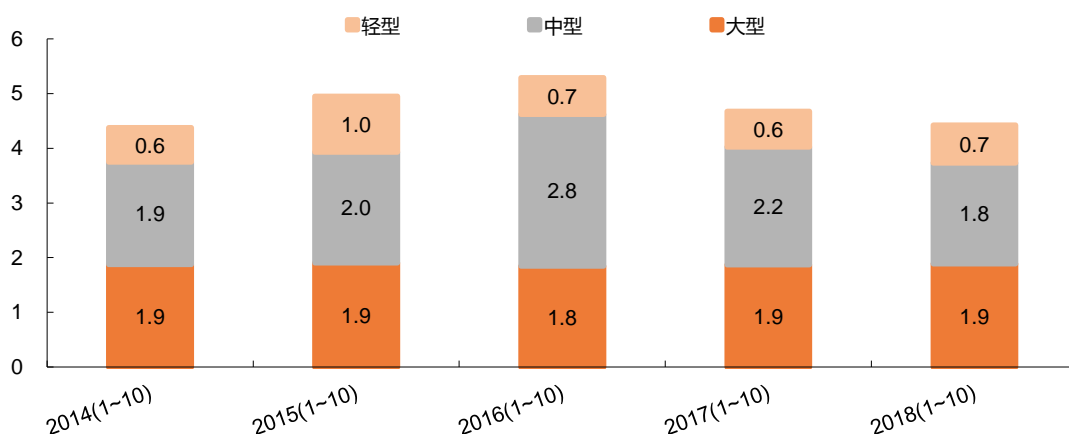
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 宇通新能源客车月度销量 单位：千辆



资料来源：中汽协，平安证券研究所

图表3 宇通客车产品结构占比 单位：万辆



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	31847	41620	38260
现金	2488	11981	13054	14266
应收账款	17388	14240	20222	17438
其他应收款	753	481	863	606
预付账款	300	213	346	265
存货	3074	1919	3477	2413
其他流动资产	3428	3013	3657	3271
非流动资产	8734	8697	9208	9657
长期投资	664	1177	1690	2203
固定资产	3985	3384	3236	3065
无形资产	1427	1549	1701	1820
其他非流动资产	2658	2587	2580	2570
资产总计	36165	40545	50828	47917
流动负债	18652	21597	30735	26066
短期借款	770	1981	10080	3021
应付账款	8175	10353	9668	12187
其他流动负债	9707	9263	10987	10858
非流动负债	1907	1903	1898	1894
长期借款	21	16	12	8
其他非流动负债	1886	1886	1886	1886
负债合计	20560	23500	32633	27960
少数股东权益	106	137	178	227
股本	2214	2214	2214	2214
资本公积	1279	1279	1279	1279
留存收益	11005	12019	13329	15205
归属母公司股东权益	15500	16908	18017	19730
负债和股东权益	36165	40545	50828	47917

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	9980	-3725	11535
净利润	3168	2546	3364	3976
折旧摊销	711	595	631	695
财务费用	492	129	111	91
投资损失	-86	-170	-170	-170
营运资金变动	-6243	6830	-7661	6962
其他经营现金流	209	50	0	-20
投资活动现金流	-819	-438	-972	-954
资本支出	730	-550	-2	-64
长期投资	-139	-513	-343	-513
其他投资现金流	-227	-1501	-1316	-1531
筹资活动现金流	-1073	-1259	-2329	-2310
短期借款	770	0	0	0
长期借款	21	-5	-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	-1254	-2325	-2305
现金净增加额	-3649	8283	-7026	8271

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	33222	32393	35296	38571
营业成本	24479	24454	26424	28844
营业税金及附加	186	181	197	216
营业费用	2353	2489	2504	2544
管理费用	2051	2412	2437	2453
财务费用	492	129	111	91
资产减值损失	560	-4	1	124
公允价值变动收益	121	-50	0	20
投资净收益	86	170	170	170
营业利润	3602	2852	3791	4489
营业外收入	51	90	90	100
营业外支出	17	20	20	25
利润总额	3636	2922	3861	4564
所得税	468	376	497	588
净利润	3168	2546	3364	3976
少数股东损益	39	31	41	49
归属母公司净利润	3129	2515	3323	3928
EBITDA	4321	3517	4492	5259
EPS (元)	1.41	1.14	1.50	1.77

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	-7.3	-2.5	9.0	9.3
营业利润(%)	-18.0	-20.8	32.9	18.4
归属于母公司净利润(%)	-22.6	-19.6	32.1	18.2
获利能力				
毛利率(%)	26.3	24.5	25.1	25.2
净利率(%)	9.4	7.8	9.4	10.2
ROE(%)	20.3	14.9	18.5	19.9
ROIC(%)	18.9	13.3	11.8	17.2
偿债能力				
资产负债率(%)	56.8	58.0	64.2	58.4
净负债比率(%)	-10.7	-58.5	-16.3	-56.3
流动比率	1.5	1.5	1.4	1.5
速动比率	1.3	1.4	1.2	1.4
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.8	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	1.14	1.50	1.77
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.83	4.51	-1.68	5.21
每股净资产(最新摊薄)	7.00	7.64	8.14	8.91
估值比率				
P/E	8.03	9.99	7.56	6.40
P/B	1.62	1.49	1.39	1.27
EV/EBITDA	5.5	4.4	5.0	2.7

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。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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替行使独立判断。

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

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

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