

补贴退坡影响公司业绩，客车龙头地位稳固

——宇通客车 (600066) 点评报告

事件：

公司发布2018年年度报告，报告期内公司实现营业总收入317.46亿元，同比增长-4.44%，归属于上市公司股东的净利润23.01亿元，同比增长-26.45%，扣非后归属于上市公司股东的净利润17.83亿元，同比增长-36.40%。

投资要点：

- 补贴退坡拖累公司业绩，降幅优于行业平均水平：**2018年公司实现营收同比增长-4.44%，归属于上市公司股东的净利润同比增长-26.45%，净利润下滑较多的主要原因在于2018年新能源客车补贴退坡50%左右导致公司新能源客车盈利能力受到较大的影响，但公司业绩的影响程度明显优于行业平均水平，展现出龙头企业的较强抗压能力。2018年，公司客车销量6.09万辆，同比增长-9.51%，其中，大中型客车销量5.22万辆，同比增长-12.55%，继续稳居行业第一。2019年，新能源客车国补单电补贴下降约58%，行业将进一步受补贴退坡的影响而加剧出清，公司作为国内客车龙头企业，将有望在行业洗牌过程中市场份额进一步提升。另外，补贴政策继续安排过渡期及新能源公交补贴政策另行公布，体现了政策的灵活适应性，上半年客车有望在过渡期加速抢装，全年来看新能源客车销量不应悲观。
- 研发投入加大，新产品领先市场：**2018年，公司销售费用率7.91%，比去年提升0.83%，主要系客户平均融资期限拉长导致融资服务费增加所致，管理费用率8.30%，比去年提升2.12%，主要是研发费用提升所致，公司研发费用18.63亿元，比去年提升41.45%，占收入比5.87%比去年提升1.36%，主要是投入新产品开发、先进技术研究等方面，而公司在客车“新四化”方面也取得了良好的进展，实现了智能网联纯电动公交车批量交付及燃料电池公交的批量推广应用。财务费用率1.02%，比去年降低0.46%，由于今年新能源客车上牌后可申请预拨部分资金，有望进一步降低公司资金压力。

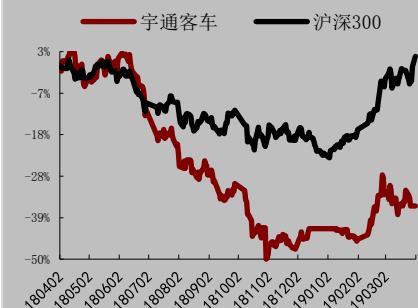
增持（维持）

日期：2019年04月02日

基础数据

行业	汽车
公司网址	www.yutong.com
大股东/持股	郑州宇通集团有限公司/37.15%
实际控制人	汤玉祥
总股本 (百万股)	2,213.94
流通A股 (百万股)	2,213.94
收盘价 (元)	13.46
总市值 (亿元)	298.00
流通A股市值 (亿元)	298.00

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2019年04月01日

相关研究

万联证券研究所 20180403_公司点评报告
_AAA_宇通客车 (600066) 点评报告

分析师：周春林

执业证书编号：S0270518070001

电话：021-60883486

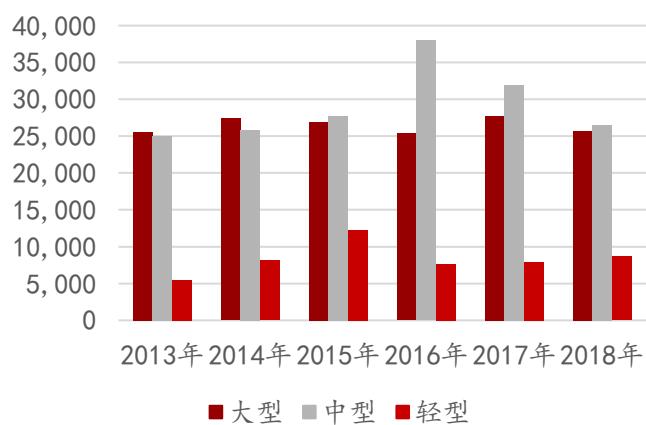
邮箱：zhoucl@wlzq.com.cn

	2017年	2018年	2019E	2020E
营业收入(亿元)	332.22	317.46	323.48	346.39
增长比率(%)	-7.33	-4.44	1.90	7.08
净利润(亿元)	31.29	23.01	24.59	26.89
增长比率(%)	-22.62	-26.45	6.86	9.36
每股收益(元)	1.41	1.01	1.11	1.21
市盈率(倍)	17.07	12.12	12.54	11.47

- 盈利预测与投资建议：我们预计公司2019-2020年EPS分别为1.11、1.21元/股，对应的PE分别为12.54倍和11.47倍，考虑到公司客车龙头优势及补贴退坡新能源客车市场份额提升，给予“增持”评级。
- 风险因素：客车销量不及预期，新能源客车销量不及预期

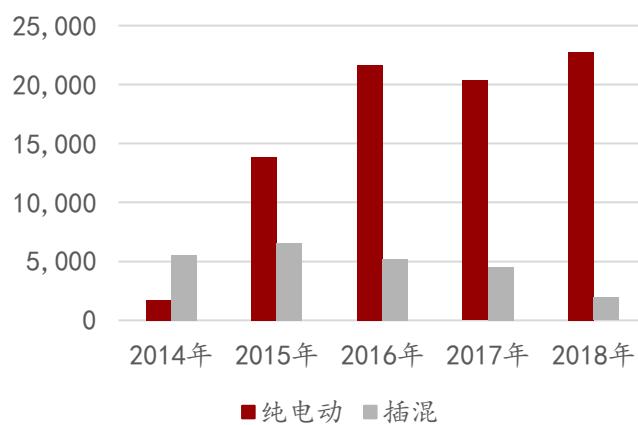
万联证券

图表1：宇通客车销量



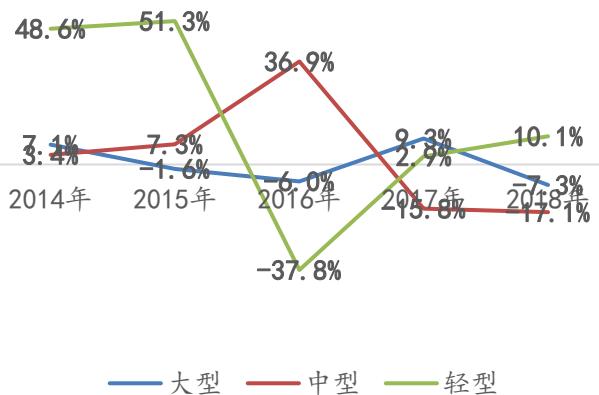
资料来源：WIND、万联证券

图表2：宇通新能源客车销量



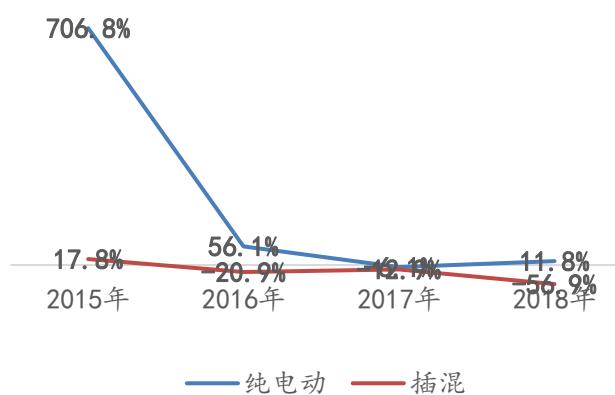
资料来源：WIND、万联证券

图表3：宇通客车销量增速



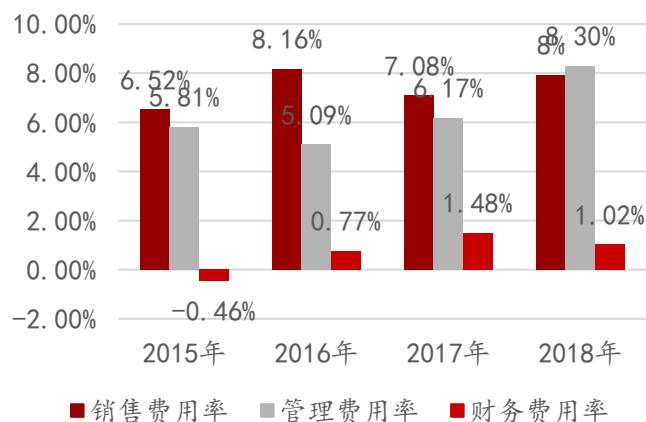
资料来源：WIND、万联证券

图表4：宇通新能源客车销量增速



资料来源：WIND、万联证券

图表5：三费用情况



资料来源：WIND、万联证券

图表6：研发投入(万元)



资料来源：WIND、万联证券

资产负债表					利润表				
至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E	至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	27,968	31,332	34,060	37,633	营业收入	31,746	32,348	34,639	37,775
货币资金	2,912	7,425	7,910	9,253	营业成本	23,706	24,316	26,039	28,212
应收及预付	19,162	18,938	20,559	22,315	营业税金及附加	195	197	211	230
存货	3,833	3,189	3,541	3,791	销售费用	2,512	2,555	2,736	2,984
其他流动资产	2,062	1,781	2,050	2,274	管理费用	772	786	842	918
非流动资产	8,831	8,571	8,311	8,020	财务费用	325	304	319	324
长期股权投资	674	674	674	674	资产减值损失	200	214	237	251
固定资产	3,813	3,542	3,251	2,928	公允价值变动收益	-151	105	105	105
在建工程	682	682	682	682	投资净收益	111	120	130	150
无形资产	1,181	1,117	1,053	990	营业利润	2,468	2,641	2,890	3,366
其他长期资产	2,482	2,557	2,652	2,747	营业外收入	99	97	104	115
资产总计	36,799	39,903	42,372	45,653	营业外支出	20	16	17	18
流动负债	17,775	19,379	20,445	22,106	利润总额	2,547	2,722	2,977	3,463
短期借款	5	1,000	800	800	所得税	218	234	256	298
应付及预收	14,958	15,538	16,589	17,999	净利润	2,328	2,488	2,721	3,165
其他流动负债	2,813	2,842	3,056	3,307	少数股东损益	27	29	31	36
非流动负债	2,268	2,288	2,298	2,303	归属母公司净利润	2,301	2,459	2,689	3,128
长期借款	19	39	49	54	EBITDA	3,364	3,384	3,660	4,140
应付债券	0	0	0	0	EPS (元)	1.01	1.11	1.21	1.41
其他非流动负债	2,249	2,249	2,249	2,249					
负债合计	20,043	21,667	22,743	24,409					
股本	2,214	2,214	2,214	2,214					
资本公积	1,279	1,279	1,279	1,279					
留存收益	12,144	13,497	14,858	16,436					
归属母公司股东权益	16,641	18,093	19,454	21,032					
少数股东权益	115	144	175	212					
负债和股东权益	36,799	39,903	42,372	45,653					
现金流量表									
单位: 百万元									
至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E					
经营活动现金流	2,578	5,108	2,605	3,465					
净利润	2,301	2,459	2,689	3,128					
折旧摊销	666	735	755	787					
营运资金变动	-661	1,673	-1,104	-709					
其它	272	241	265	259					
投资活动现金流	-153	-299	-283	-253					
资本支出	-1,053	-319	-313	-303					
投资变动	837	-205	-205	-205					
其他	64	225	235	255					
筹资活动现金流	-1,554	-296	-1,837	-1,869					
银行借款	-765	995	-200	0					
债券融资	-772	1,015	-190	5					
股权融资	0	0	0	0					
其他	-17	-2,306	-1,447	-1,874					
现金净增加额	871	4,513	485	1,343					
期初现金余额	1,931	2,912	7,425	7,910					
期末现金余额	2,894	7,425	7,910	9,253					
单位: 百万元									
主要财务比率					至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
					成长能力				
					营业收入	-4.4%	1.9%	7.1%	9.1%
					营业利润	-31.5%	7.0%	9.4%	16.5%
					归属于母公司净利润	-26.5%	6.9%	9.4%	16.3%
					获利能力				
					毛利率	25.3%	24.8%	24.8%	25.3%
					净利率	7.3%	7.7%	7.9%	8.4%
					ROE	13.8%	13.6%	13.8%	14.9%
					ROIC	19.9%	23.7%	24.7%	28.3%
					偿债能力				
					资产负债率	54.5%	54.3%	53.7%	53.5%
					净负债比率	-17.2%	-35.5%	-36.9%	-40.9%
					流动比率	1.57	1.62	1.67	1.70
					速动比率	1.32	1.42	1.46	1.50
					营运能力				
					总资产周转率	0.87	0.84	0.84	0.86
					应收账款周转率	1.70	1.76	1.74	1.75
					存货周转率	7.62	7.62	7.35	7.44
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.01	1.11	1.21	1.41
					每股经营现金流	1.16	2.31	1.18	1.57
					每股净资产	7.52	8.17	8.79	9.50
					估值比率				
					P/E	11.4	12.5	11.5	9.9
					P/B	1.6	1.7	1.6	1.5
					EV/EBITDA	6.9	7.2	6.5	5.4

资料来源: 万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场