

信义山证汇通天下

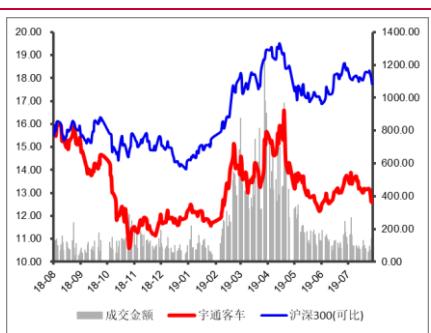
证券研究报告

汽车

报告原因：产销快报点评

2019年8月6日

公司近一年市场表现



市场数据：2019年8月5日

收盘价(元):	12.66
年内最高/最低(元):	16.06/11.42
流通A股/总股本(亿):	22.14/22.14
流通A股市值(亿):	280.28
总市值(亿):	280.28

基础数据：2019年3月31日

基本每股收益	0.14
每股净资产(元):	7.22
净资产收益率(%):	1.85

分析师：平海庆

执业证书编号：S0760511010003

电话：010-83496341

邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

研究助理：

张 澈：0351-8686775

李召麒：010-83496307

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

宇通客车 (600066.SH)

维持评级

受益补贴过渡期，产销持续高增长

增持

公司研究/点评报告

事件描述

➤ 公司发布 2019 年 7 月产销快报，2019 年 7 月公司客车产销量分别为 8272 辆和 7716 辆，本年累计产销量分别为 32659 辆和 33145 辆。

事件点评

➤ **产销同比显著提升，中客表现亮眼。**7 月公司客车月产销量分别为 8272 辆和 7716 辆，同比分别增长 92.19% 和 122.88%，环比分别增长 89.42% 和 69.58%；本年累计产销量分别为 32659 辆和 33145 辆，同比分别增长 9.43% 和 17.36%。公司客车产销量大幅提升，同比环比均较上月大幅拉升，依然表现亮眼，基本符合预期。分车型看，大型客车、中型客车、轻型客车月产销量同比均较上月明显提升，其中大型客车和中型客车表现均尤为突出。

➤ **短期：8 月抢装有望短期延续，但产销表现趋弱。**一方面，根据 2019 年的新能源公交车补贴政策，2019 年 8 月 7 日后新能源公交车补贴过渡期终止，预计新能源公交车市场在 8 月初存在抢装，有望对同期客车产销带来明显拉升。另一方面，8 月在过渡期区间内的时间较短，而过渡期抢装透支了一部分购车需求，过渡期过后可能为客车产销带来一定负面影响，叠加高铁和私家车普及程度提升带来客车整体需求下滑，公司及行业产销情况大概率弱于 7 月。

➤ **长期：量价均有提升空间，看好公司后续发展。**我们认为客车行业主要增量来自于新能源公交车更换和海外业务。一是公司作为客车行业龙头，大中型客车市占率遥遥领先，客车产品品系完善，整体安全边际较高，且有望依托自身龙头优势获取国内订单；二是公司积极布局海外市场、推进海外业务，有望为公司提供增量；三是公司积极推进高端产品研发，一旦研发成果转换，有望助力公司优化产品结构、提升产品单价及盈利能力。

投资建议：公司作为客车行业龙头，整体安全边际较高，叠加公司持续研发投入，积极布局高端产品和海外市场，有望助力公司产品结构持续优化、盈利能力稳步提升。在此基础上，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.15/1.24/1.29，对应公司 2019 年 8 月 5 日收盘价 12.66 元，公司 2019-2021 年 PE 分别为 10.98/10.21/9.83，维持公司“增持”评级。

存在风险：行业政策大幅调整；高端产品推进不及预期；海外业务推进不及预期。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明



目录

1. 产销大幅拉升，表现依然亮眼	4
2. 全车型产销同比大幅拉升	6
3. 短期产销趋弱，长期量价仍有提升空间	7
4. 盈利预测及投资建议	7
5. 存在风险	8

图表目录

图 1：公司客车月产量情况（辆，%）	4
图 2：公司客车月销量情况（辆，%）	4
图 3：公司客车累计产量情况（辆，%）	4
图 4：公司客车累计销量情况（辆，%）	4
图 5：公司与行业月产量同比增速对比（%）	5
图 6：公司与行业累计产量同比增速对比（%）	5
图 7：公司与行业月销量同比增速对比（%）	5
图 8：公司与行业累计销量同比增速对比（%）	5
图 9：公司月产销比（倍）	5
图 10：公司累计产销比（倍）	5
图 11：公司分车型月产量情况（辆）	6
图 12：公司分车型累计产量情况（辆）	6
图 13：公司分车型月销量情况（辆）	6
图 14：公司分车型累计销量情况（辆）	6
表 1：公司分车型产销情况	6



表 2：公司分车型累计产销情况 7

表 3：宇通客车重要财务数据（百万元） 8

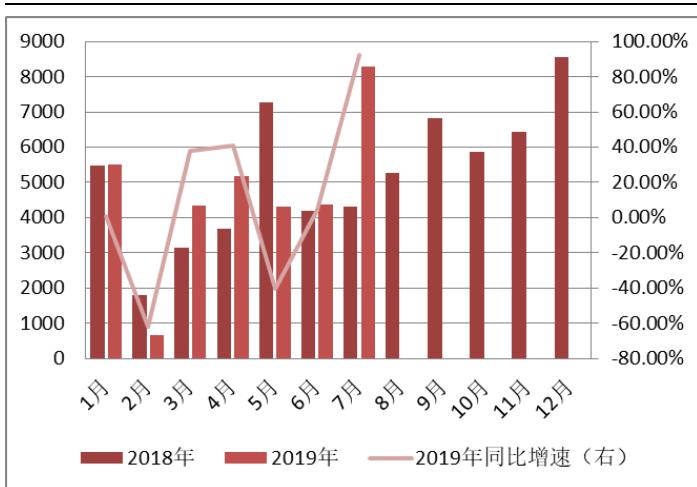


1. 产销大幅拉升，表现依然亮眼

从产销情况来看：公司依然表现亮眼，客车产销量大幅提升，同比环比较上月大幅拉升，基本符合预期。7月公司客车月产销量分别为8272辆和7716辆，同比分别增长92.19%和122.88%，同比增速分别较上月提升87.89pct和109.70pct，环比分别增长89.42%和69.58%，环比增速分别较上月提升88.15pct和72.32pct；本年累计产销量分别为32659辆和33145辆，同比分别增长9.43%和17.36%，累计产销量同比增速分别较上月同比提升13.95pct和14.74pct。

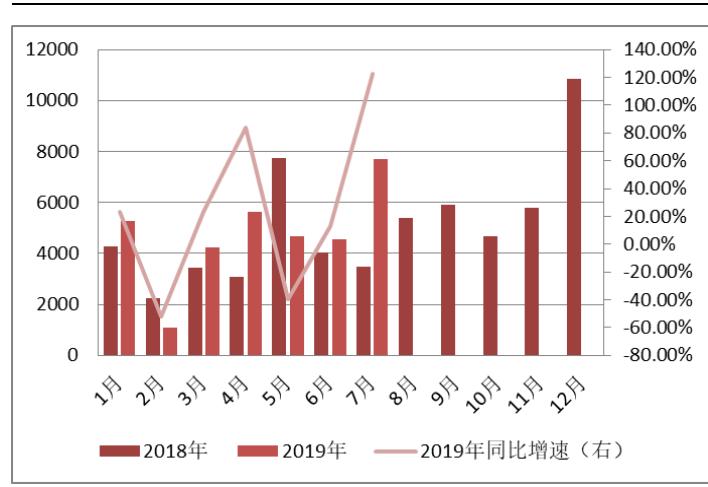
从产销比情况来看：公司2019年7月产销比为0.93倍，2019年1-7月累计产销比为1.01倍，均较上月有所下降。

图1：公司客车月产量情况（辆，%）



数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图2：公司客车月销量情况（辆，%）

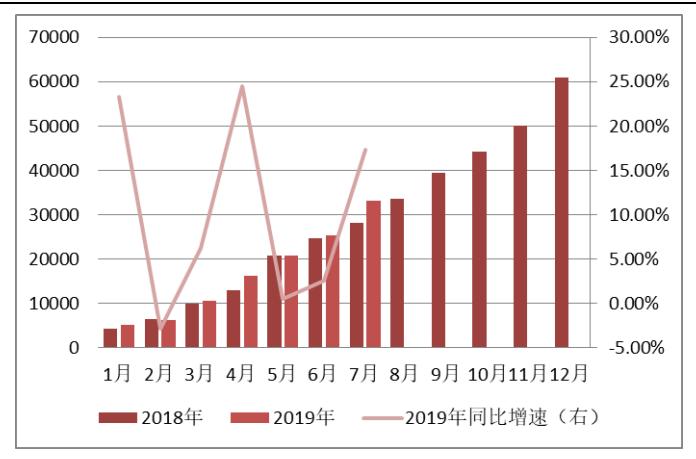


数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图3：公司客车累计产量情况（辆，%）



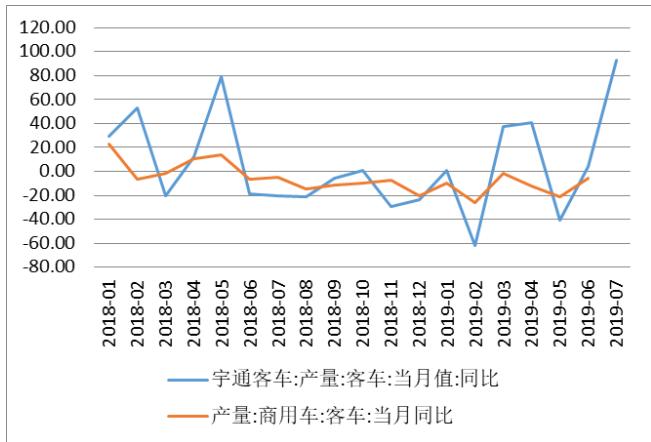
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所



数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

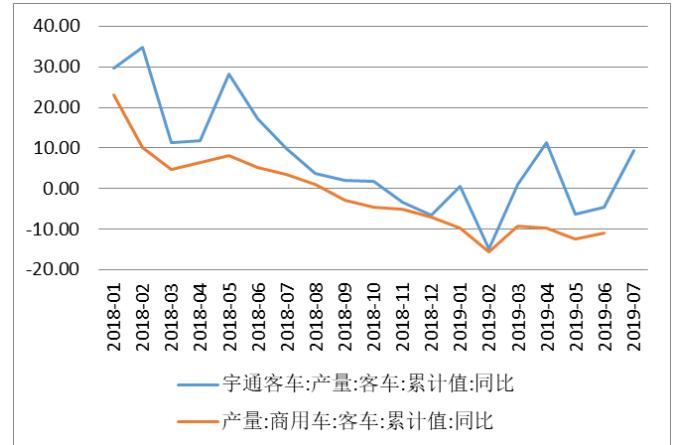


图 5：公司与行业月产量同比增速对比（%）



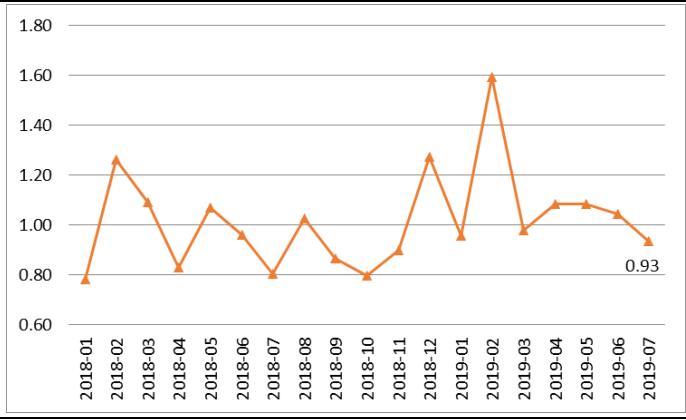
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 7：公司与行业月销量同比增速对比（%）



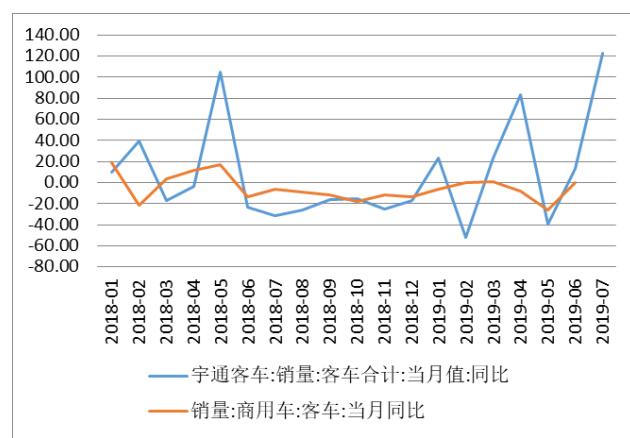
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 9：公司月产销比（倍）



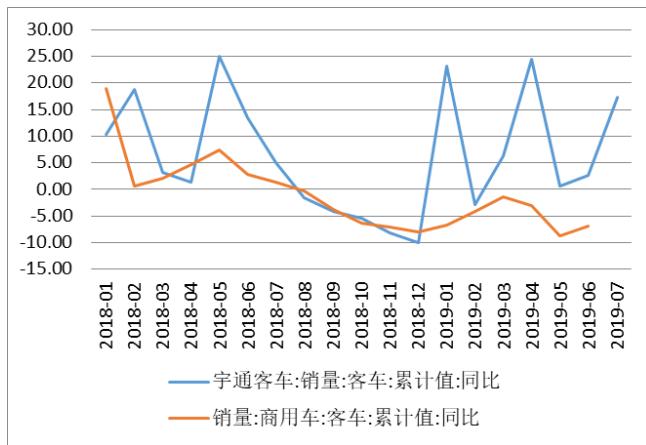
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 6：公司与行业累计产量同比增速对比（%）



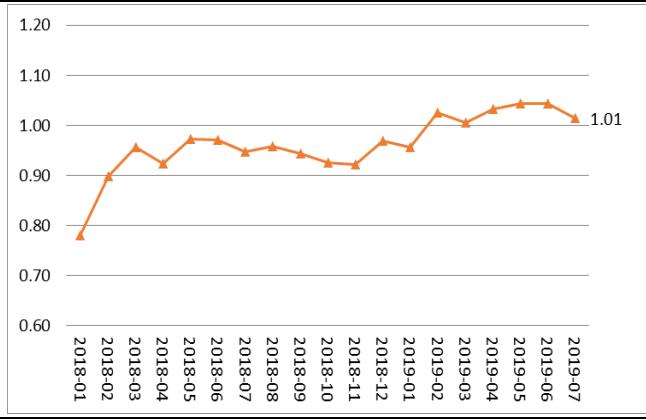
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 8：公司与行业累计销量同比增速对比（%）



数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 10：公司累计产销比（倍）



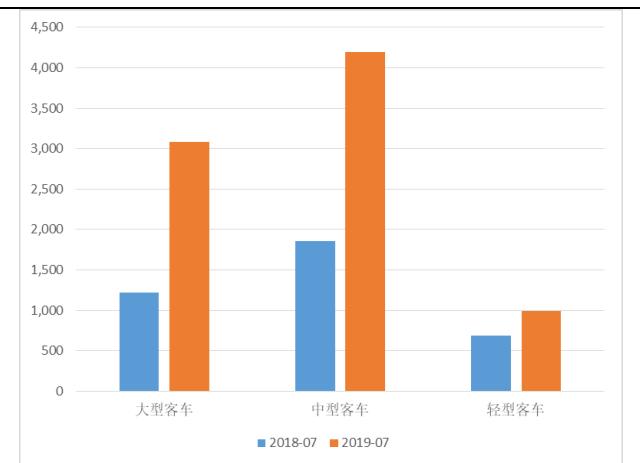
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所



2. 全车型产销同比大幅拉升

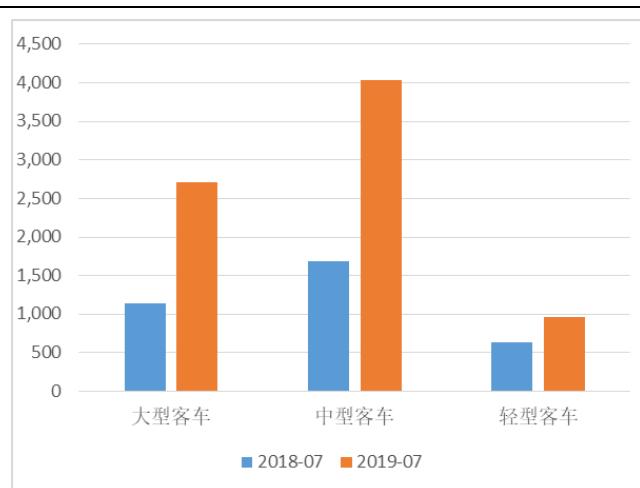
分车型看，大型客车、中型客车、轻型客车月产销量同比均较上月明显好转。公司一直以来稳居大中型客车产销量第一，7月受益龙头优势，大型客车和中型客车表现均较为突出，大型客车月产销量同比分别增长152.21%和138.07%，同比增速分别较上月提升165.25pct和154.25pct，中型客车月产销量同比分别增长126.55%和139.11%，同比增速分别较上月提升87.23pct和84.75pct。

图 11：公司分车型月产量情况（辆）



数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 13：公司分车型月销量情况（辆）

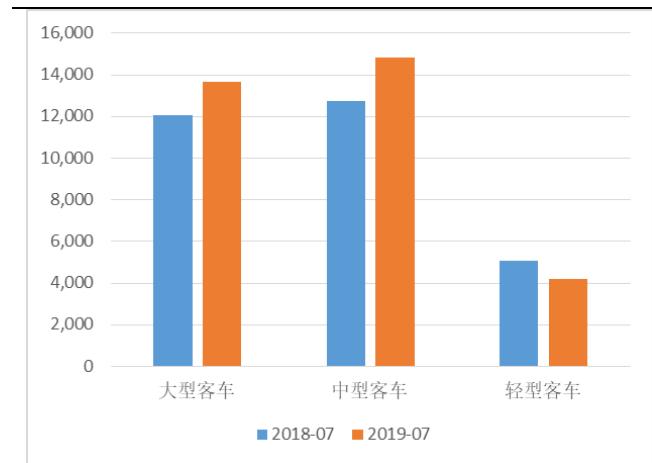


数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

表 1：公司分车型产销情况

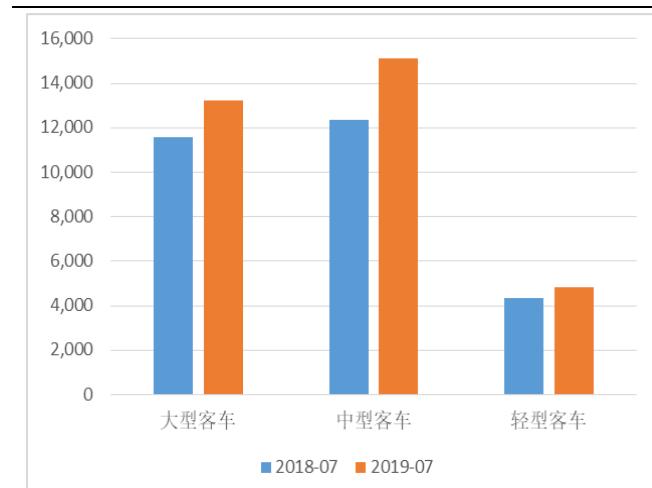
	产量(辆)	产量同比增速(%)	产量环比增速(%)	销量(辆)	销量同比增速(%)	销量环比增速(%)
大型客车	3087	152.21	76.00	2714	138.07	64.78
中型客车	4198	126.55	97.09	4041	139.11	79.68
轻型客车	987	-19.56	104.35	961	52.06	46.94

图 12：公司分车型累计产量情况（辆）



数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 14：公司分车型累计销量情况（辆）



数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

表 2：公司分车型累计产销情况

	累计产量（辆）	累计产量同比增速（%）	累计销量（辆）	累计销量同比增速（%）
大型客车	13652	13.33	13221	14.24
中型客车	14823	16.32	15116	22.44
轻型客车	4184	-17.26	4808	11.22

数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

3.短期产销趋弱，长期量价仍有提升空间

➤ **短期：8月抢装有望短期延续，但产销表现趋弱。**

一方面，根据 2019 年的新能源公交车补贴政策，2019 年 5 月 8 日至 2019 年 8 月 7 日为新能源公交车补贴过渡期，预计新能源公交车市场在 8 月初存在抢装，叠加 18 年同期非过渡期，此期间过渡期新能源公交车抢装有望对客车整体产销带来明显拉升。

另一方面，8 月在过渡期区间内的时间较短，而过渡期抢装透支了一部分购车需求，过渡期过后可能为客车产销带来一定负面影响，叠加高铁和私家车普及程度提升带来客车整体需求下滑，公司及行业产销情况大概率弱于 7 月。

➤ **长期：量价均有提升空间，看好公司后续发展。**

行业层面：一方面城市化率不断提升，叠加最早一批的新能源公交车进入更换周期，另一方面，海外多个国家宣布禁售传统能源汽车时间表，政策推动下，欧洲地区新能源客车需求有望快速增长，我们认为新能源客车和海外业务有望为客车领域提供新的增量。

公司层面：一是公司作为客车行业龙头，大中型客车市占率遥遥领先，客车产品品系完善，整体安全边际较高，且有望依托自身龙头优势获取国内订单；二是公司积极布局海外市场、推进海外业务，有望为公司提供增量；三是公司积极推进高端产品研发，一旦研发成果转化，有望助力公司优化产品结构、提升产品单价及盈利能力。

4.盈利预测及投资建议

公司作为客车行业龙头，大中型客车市占率遥遥领先，且客车品系丰富，整体安全边际较高，叠加公司持续研发投入，积极布局高端产品和海外市场，有望助力公司产品结构持续优化、盈利能力稳步提升。

在此基础上，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.15/1.24/1.29，对应公司 2019 年 8 月 5 日收盘价 12.66 元，公司 2019-2021 年 PE 分别为 10.98/10.21/9.83，维持公司“增持”评级。

表 3：宇通客车重要财务数据（百万元）

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	31745.8	32761.7	34137.7	35298.4
收入同比(%)	-4.4%	3.2%	4.2%	3.4%
归属母公司净利润	2301.5	2552.0	2744.4	2850.8
净利润同比(%)	-26.5%	10.9%	7.5%	3.9%
每股收益(元)	1.04	1.15	1.24	1.29
P/E	13.17	11.88	11.04	10.63
P/B	1.82	1.86	1.74	1.63

数据来源：wind，山西证券研究所

5. 存在风险

- 1) 行业政策大幅调整；
- 2) 高端产品推进不及预期；
- 3) 海外业务推进不及预期。



资产负债表					利润表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	27,967.9	28,917.1	30,339.0	32,167.7	营业收入	31745.8	32761.7	34137.7	35298.4
现金	2,912.0	5,553.7	3,931.8	4,071.1	营业成本	23706.1	25062.7	26115.3	27003.3
应收账款	18,624.0	17,110.3	18,832.4	19,538.7	营业税金及附加	195.0	229.3	239.0	247.1
其他应收款	1,350.8	868.3	1,043.6	1,172.2	销售费用	2511.8	2915.8	2731.0	2823.9
预付账款	669.5	759.8	952.9	1,192.3	管理费用	771.8	1965.7	2048.3	2117.9
存货	3,929.4	3,114.1	3,646.4	3,867.1	财务费用	324.7	-62.2	-70.0	-58.9
其他流动资产	482.2	1,510.9	1,931.9	2,326.3	资产减值损失	200.1	5.6	-1.6	9.0
非流动资产	8,831.1	8,106.0	8,002.6	7,728.7	公允价值变动收益	-151.1	167.2	-61.1	-15.0
长期投资	673.6	553.2	630.4	619.1	投资净收益	111.4	61.7	86.5	86.5
固定资产	3,808.7	3,567.5	3,326.2	3,085.0	营业利润	2468.0	2873.7	3101.1	3227.7
无形资产	1,181.3	1,102.6	1,029.1	960.5	营业外收入	98.6	191.1	191.1	191.1
其他非流动资	3,167.5	2,882.7	3,016.9	3,064.1	营业外支出	20.1	23.8	23.8	23.8
资产总计	36,799.0	37,023.1	38,341.6	39,896.4	利润总额	2546.5	3041.0	3268.4	3395.0
流动负债	17,775.3	18,426.4	18,780.9	19,305.3	所得税	218.2	456.1	490.3	509.3
短期借款	5.0	0.0	0.0	0.0	净利润	2328.4	2584.8	2778.1	2885.8
应付账款	9,035.7	9,322.7	9,463.3	10,040.7	少数股东损益	26.9	32.8	33.7	35.0
其他流动负债	8,734.6	9,103.6	9,317.6	9,264.6	归属母公司净利润	2301.5	2552.0	2744.4	2850.8
非流动负债	2,267.6	2,195.0	1,988.1	1,796.1	EBITDA	4978.4	3131.4	3345.8	3478.7
长期借款	19.0	19.0	19.0	19.0	EPS (元)	1.0	1.2	1.2	1.3
其他非流动负	2,248.6	2,176.0	1,969.1	1,777.2					
负债合计	20,042.9	20,621.4	20,769.0	21,101.5					
少数股东权益	115.3	148.0	181.8	216.7					
股本	2,213.9	2,213.9	2,213.9	2,213.9					
资本公积	1,278.8	1,065.5	1,154.6	1,166.3					
留存收益	12,144.4	12,986.8	14,031.1	15,199.6					
归属母公司股东权	16,640.9	16,266.2	17,399.7	18,579.8					
负债和股东权益	36,799.0	37,035.7	38,350.5	39,898.0					
现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,577.8	5,480.8	-135.0	1,625.6	成长能力				
净利润	2,328.4	2,552.0	2,744.4	2,850.8	营业收入	-4.44%	3.20%	4.20%	3.40%
折旧摊销	666.0	320.0	314.7	309.8	营业利润	-31.47%	16.44%	7.91%	4.08%
财务费用	140.0	-62.2	-70.0	-58.9	归属于母公司净利润	-26.45%	10.89%	7.54%	3.88%
投资损失	-111.4	-61.7	-86.5	-86.5	获利能力				
营运资金变动	788.7	2,527.1	-3,008.7	-1,418.5	毛利率(%)	25.33%	23.50%	23.50%	23.50%
其他经营现金	-1,233.9	205.6	-28.9	28.9	净利率(%)	7.25%	7.79%	8.04%	8.08%
投资活动现金流	-152.8	210.9	-15.4	104.7	ROE(%)	13.90%	15.75%	15.80%	15.35%
资本支出	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC(%)	21.65%	20.54%	29.06%	23.42%
长期投资	-9.1	120.3	-77.2	11.4	偿债能力				
其他投资现金	-143.7	90.5	61.8	93.4	资产负债率(%)	54.47%	55.68%	54.16%	52.89%
筹资活动现金流	-1,554.0	-1,870.6	-1,536.4	-1,613.2	净负债比率(%)	100.46%	88.01%	94.74%	88.64%
短期借款	-765.1	-5.0	0.0	0.0	流动比率	1.57	1.57	1.62	1.67
长期借款	-2.3	0.0	0.0	0.0	速动比率	1.35	1.40	1.42	1.47
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0	营运能力				
资本公积增加	0.0	-213.3	89.1	11.7	总资产周转率	0.87	0.89	0.91	0.90
其他筹资现金	-786.5	-1,652.4	-1,625.5	-1,624.8	应收账款周转率	1.83	1.96	2.01	1.95
现金净增加额	871.1	3,821.1	-1,686.7	117.2	应付账款周转率	3.69	3.57	3.63	3.62

注：对应 2019 年 8 月 5 日市场数据

数据来源：wind，山西证券研究所

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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

邮编：030002

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

邮编：100032

电话：010-83496336

