

业绩稳步增长，看好龙头长期发展

投资要点

- **业绩总结：**公司公布2019年半年报，2019年上半年实现营收125亿元，同比增长4%，归母净利润6.8亿元，同比增长11%，实现扣非归母净利润5.2亿元，同比增长1%。其中第二季度实现营收77亿元，同比增长4%，实现归母净利润3.7亿元，同比增长16%，实现扣非归母净利润2.8亿元，同比增长12%。
- **销量稳步增长，业绩符合预期。**2019年上半年公司客车销量为25429辆，同比增长3%，新能源客车同比微增，其中第二季度实现销量14850辆，同比基本持平，上半年单车售价提升1%。盈利方面，上半年实现毛利率22.9%，同比提升1.5个百分点，降本增效较为显著。其中二季度毛利率为22.1%，环比一季度下滑2.2个百分点，主要受过渡期补贴下滑影响，后续随着降本增效措施的进一步推进，毛利率有望稳定回升。2019年上半年公司期间费用率为18.0%，较去年同期增长2.1个百分点，其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为8.2%、9.0%和0.8%，分别同比变动-0.2%、+1.3%和+1.0%，其中管理费用率大幅提升的主要原因为研发费用的大幅提升，而财务费用大幅提升的主要原因为去年同期外币评估影响汇兑损益所致。
- **补贴持续退坡，新能源客车龙头有望强者恒强。**2019年8月份新能源公交车进入补贴退坡的正式期，补贴将进一步下滑，受补贴退坡抢庄效应的影响，7月份公司与行业销量高速增长。短期来看，补贴退坡对行业盈利能力将面临更大的挑战，而公司作为客车龙头在技术、降本、议价权等方面优势明显，有望通过多方面的降本增效措施实现盈利能力的稳定。而中场起来看，补贴持续退坡趋势不可逆，规模小、竞争力差的小型公交车厂将面临越来越大的压力，行业出清有望加速，宇通作为客车领域的龙头企业，在公交车领域的市场率有望进一步提升。
- **盈利预测与投资建议。**预计2019-2021年归母净利润为24.8/28.4/30.1亿元，EPS分别为1.12/1.28/1.36元，对应PE分别为12倍、10倍、10倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**新能源客车推广或不及预期；新能源客车运营出现事故对行业产生重大不利影响等风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	31745.84	30944.81	31088.43	32910.13
增长率	-4.44%	-2.52%	0.46%	5.86%
归属母公司净利润（百万元）	2301.49	2478.82	2835.97	3006.57
增长率	-26.45%	7.70%	14.41%	6.02%
每股收益EPS（元）	1.04	1.12	1.28	1.36
净资产收益率ROE	13.90%	14.39%	15.45%	15.72%
PE	12.8	11.9	10.4	9.8
PB	1.76	1.69	1.58	1.52

数据来源：Wind，西南证券

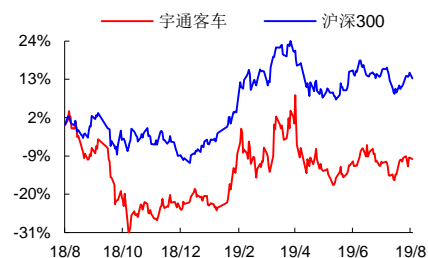
西南证券研究发展中心

分析师：刘洋
 执业证号：S1250518090002
 电话：021-58351909
 邮箱：liuyqc@swsc.com.cn

分析师：宋伟健
 执业证号：S1250519070001
 电话：021-58351812
 邮箱：swj@swsc.com.cn

联系人：冯未然
 邮箱：fwr@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	22.14
流通A股(亿股)	22.14
52周内股价区间(元)	10.6-16.6
总市值(亿元)	294.45
总资产(亿元)	346.70
每股净资产(元)	6.89

相关研究

1. 宇通客车（600066）：一季度业绩稳健，新能源客车快速增长（2019-04-26）
2. 宇通客车（600066）：新能源汽车销量稳定，全年业绩符合预期（2019-04-02）
3. 宇通客车（600066）：三季度业绩承压，毛利率环比改善（2018-10-29）
4. 宇通客车（600066）：补贴退坡盈利承压（2018-08-28）

关键假设：

1) 假设 2019-2021 年客车销量分别为同比增长 2.5%、1.9%和 9.9%。

2) 2019 年补贴按照已经发布的政策去测算单车毛利率，假设 2020-2021 年国补降幅相对于 2019 年分别为 50%和 100%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	20120E	2021E
客车销售	收入	29,409.1	28,496.6	28,523.2	30,222.0
	增速		-3%	0%	6%
	毛利率	25.7%	25.2%	25.6%	24.8%
客运服务	收入	107.8	107.8	107.8	107.8
	增速		0%	0%	0%
	毛利率	28.5%	29.0%	29.0%	29.0%
其他主业	收入	2,228.9	2,340.4	2,457.4	2,580.3
	增速		5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%
合计	收入	31,745.9	30,944.8	31,088.4	32,910.1
	增速		-2.5%	0.5%	5.9%
	毛利率	25.3%	24.8%	25.2%	24.4%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	31745.84	30944.81	31088.43	32910.13	净利润	2328.38	2509.49	2870.40	3043.07
营业成本	23706.09	23257.73	23263.61	24874.72	折旧与摊销	666.04	894.07	983.78	1078.22
营业税金及附加	195.04	175.91	180.99	191.86	财务费用	324.67	70.16	84.38	99.16
销售费用	2511.79	2320.86	2176.19	2303.71	资产减值损失	200.15	200.00	150.00	100.00
管理费用	771.85	2537.47	2549.25	2468.26	经营营运资本变动	-404.59	-2513.83	-848.34	-1156.49
财务费用	324.67	70.16	84.38	99.16	其他	-536.82	565.73	-190.79	-95.18
资产减值损失	200.15	200.00	150.00	100.00	经营活动现金流净额	2577.83	1725.62	3049.43	3068.78
投资收益	111.45	63.36	75.54	76.37	资本支出	-215.67	-1200.00	-1200.00	-1200.00
公允价值变动损益	-151.10	-40.00	0.00	0.00	其他	62.91	37.05	75.54	76.37
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-152.76	-1162.95	-1124.46	-1123.63
营业利润	2468.00	2406.03	2759.55	2948.79	短期借款	-765.15	601.14	-95.36	550.30
其他非经营损益	78.54	338.58	379.78	379.40	长期借款	-2.26	0.00	0.00	0.00
利润总额	2546.53	2744.61	3139.33	3328.19	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	218.15	235.12	268.94	285.12	支付股利	-1106.97	-817.03	-1735.17	-2268.78
净利润	2328.38	2509.49	2870.40	3043.07	其他	320.42	-1092.66	-84.38	-99.16
少数股东损益	26.89	30.67	34.43	36.50	筹资活动现金流净额	-1553.95	-1308.55	-1914.92	-1817.63
归属母公司股东净利润	2301.49	2478.82	2835.97	3006.57	现金流量净额	962.97	-745.87	10.05	127.52
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2912.00	2166.14	2176.19	2303.71	成长能力				
应收和预付款项	20512.54	17843.19	18638.04	20318.27	销售收入增长率	-4.44%	-2.52%	0.46%	5.86%
存货	3832.62	3758.30	3759.28	4026.32	营业利润增长率	-31.47%	-2.51%	14.69%	6.86%
其他流动资产	710.75	679.67	682.79	722.33	净利润增长率	-26.50%	7.78%	14.38%	6.02%
长期股权投资	673.56	673.56	673.56	673.56	EBITDA 增长率	-28.02%	-2.56%	13.57%	7.80%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	4490.26	4758.63	4957.29	5081.51	毛利率	25.33%	24.84%	25.17%	24.42%
无形资产和开发支出	1181.82	1219.76	1237.71	1235.65	三费率	11.37%	15.93%	15.47%	14.80%
其他非流动资产	2485.47	2485.09	2484.70	2484.32	净利率	7.33%	8.11%	9.23%	9.25%
资产总计	36799.02	33584.34	34609.55	36845.66	ROE	13.90%	14.39%	15.45%	15.72%
短期借款	5.00	606.14	510.78	1061.08	ROA	6.33%	7.47%	8.29%	8.26%
应付和预收款项	16099.63	11645.08	11630.03	12429.26	ROIC	19.66%	16.27%	16.86%	16.78%
长期借款	18.98	18.98	18.98	18.98	EBITDA/销售收入	10.89%	10.89%	12.31%	12.54%
其他负债	3919.25	3869.33	3869.74	3982.01	营运能力				
负债合计	20042.85	16139.53	16029.52	17491.33	总资产周转率	0.87	0.88	0.91	0.92
股本	2213.94	2213.94	2213.94	2213.94	固定资产周转率	8.15	8.01	7.82	8.07
资本公积	1278.77	1278.77	1278.77	1278.77	应收账款周转率	1.83	1.87	1.93	1.90
留存收益	12144.39	13806.18	14906.98	15644.77	存货周转率	6.69	5.98	6.03	6.23
归属母公司股东权益	16640.91	17298.88	18399.68	19137.48	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.87%	—	—	—
少数股东权益	115.26	145.92	180.35	216.85	资本结构				
股东权益合计	16756.17	17444.81	18580.03	19354.33	资产负债率	54.47%	48.06%	46.32%	47.47%
负债和股东权益合计	36799.02	33584.34	34609.55	36845.66	带息债务/总负债	0.12%	3.87%	3.30%	6.17%
					流动比率	1.57	1.76	1.84	1.80
					速动比率	1.36	1.49	1.56	1.53
					股利支付率	48.10%	32.96%	61.18%	75.46%
					每股指标				
					每股收益	1.04	1.12	1.28	1.36
					每股净资产	7.57	7.88	8.39	8.74
					每股经营现金	1.16	0.78	1.38	1.39
					每股股利	0.50	0.37	0.78	1.02
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	3458.70	3370.26	3827.72	4126.17					
PE	12.79	11.88	10.38	9.79					
PB	1.76	1.69	1.58	1.52					
PS	0.93	0.95	0.95	0.89					
EV/EBITDA	6.96	7.54	6.61	6.24					
股息率	3.76%	2.77%	5.89%	7.71%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn