

## 业绩符合预期，龙头地位稳固 ——宇通客车（600066）年报点评

### 事件：

公司发布 2019 年年度报告，报告期内公司实现营业总收入 304.8 亿元，同比下降 3.99%，归属于上市公司股东的净利润 19.4 亿元，同比下降 15.7%。

### 投资要点：

- 业绩符合预期，降幅好于行业水平：**公司 2019 年业绩基本符合市场预期，一方面新能源客车补贴退坡加大，导致行业需求下滑；另一方面客运、校车等市场需求萎缩，客车行业整体下滑，2019 年国内 7 米及以上客车实现销售 13.4 万辆，较 2018 年下降 11.31%，公司实现客车销量 5.9 万辆，同比下降 3.58%，降幅好于行业水平。2020 年，由于新冠疫情影影响，预计一季度客车存在较大降幅，国内疫情于一季度末初步得到控制，而海外疫情开始扩散，客车海外出口暂时也会遭受影响，叠加新能源补贴政策变化不明朗，公司总体给出了 2020 年收入微降的判断，预计 2020 年收入目标 299.17 亿元，同比下降 1.85%。
- 大中型客车龙头地位稳固，现金分红率维持高位：**得益于公司较强的产品竞争力、优质的售后服务及良好的品牌信誉，公司客车龙头地位愈发稳固，2019 年公司实现大中型客车销量 5.0 万辆，市场占有率达到 37.1%，同比提升 2.6 个百分点；其中座位客车/公交/校车/市场占有率为 2.8/1.2/3.6 个百分点；新能源客车销量 2.2 万台，市场占有率为 25.6%，同比提升 1.7 个百分点，总体来看客车市场占有率较去年同期有全方位的提升。在行业竞争加剧的同时，公司现金流改善明显，2019 年经营活动产生的现金流量净额为 53.4 亿元，同比增长 107.1%，年末现金高达 44.8 亿元，主要是因为新能源财政补贴的陆续到账，同时侧面也体现了龙头企业较强的抗风险能力，公司拟每 10 股派发现金股利 10 元，现金分红预计 22.1 亿元，分红率高达 114% 达历史较高水平，对应的股息率高达 7.3%。

	2019 年	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	304.79	298.84	307.56	316.65
增长比率(%)	-4.0%	-2.0%	2.9%	3.0%
净利润(亿元)	19.40	17.53	18.93	21.03
增长比率(%)	-15.7%	-9.6%	8.0%	11.1%
每股收益(元)	0.88	0.79	0.86	0.95
市盈率(倍)	15.6	17.3	16.0	14.4

数据来源：WIND，万联证券研究所

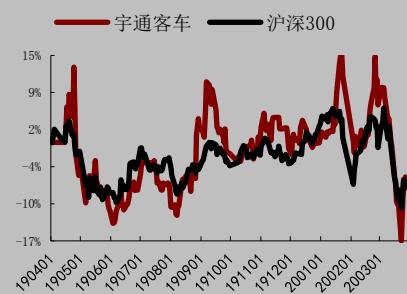
增持（上调）

日期：2020 年 04 月 01 日

### 基础数据

行业	汽车
公司网址	
大股东/持股	郑州宇通集团有限公司/37.19%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	2,213.94
流通A股(百万股)	2,213.94
收盘价(元)	13.05
总市值(亿元)	288.92
流通A股市值(亿元)	288.92

### 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：2020 年 03 月 30 日

### 相关研究

- 万联证券研究所 20190827\_公司半年报点评\_AAA\_宇通客车（600066）点评报告  
万联证券研究所 20190402\_公司年报点评\_AAA\_宇通客车（600066）点评报告  
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

- **力拓海外市场，高端新能源客车出口值得期待：**2019 年国内大中型客车出口 22,711 辆，同比增长 14.36%，而公司客车海外销量 7,045 辆，表现差于行业水平，针对海外市场，一方面公司将完善海外销售体系，增加直销比例作为突破口；另一方面，加快推出海外中高端换代车型，持续提升产品竞争力。短期，受海外疫情的影响，出口暂时受限，但长期来看，海外中高端新能源公交、旅游车等客车需求较大，公司通过多种举措力拓海外市场仍值得期待。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计公司 2020-2022 年营业总收入分别为 298.8 亿元、307.6 亿元和 316.6 亿元，归母净利润分别为 17.5 亿元、18.9 亿元和 21.0 亿元，EPS 分别为 0.79 元、0.86 元和 0.95 元，结合 2020 年 3 月 31 日收盘价对应的 PE 分别为 17.3、16.0 和 14.4 倍，考虑到公司客车龙头地位稳固及高分红、高股息率，给予“增持”评级。
- **风险提示：**客车销量不及预期、新能源补贴退坡较大、海外客车销量不及预期

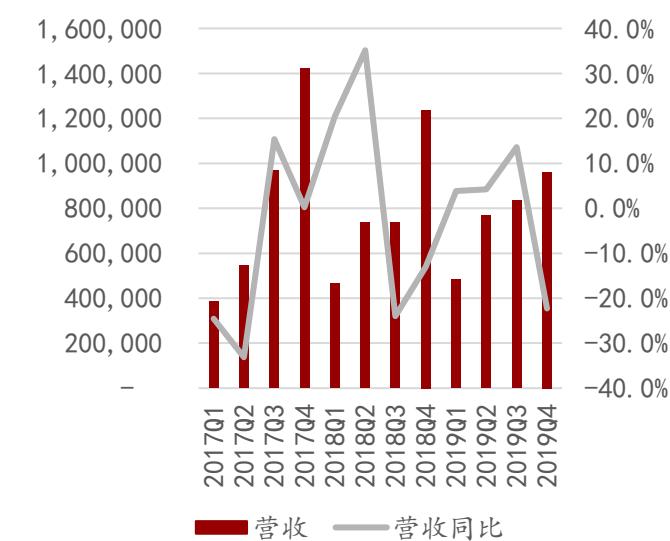
## 目录

1、业绩符合预期，降幅好于行业水平 .....	4
2、大中型客车龙头地位稳固，现金分红率维持高位 .....	5
3、力拓海外市场，高端新能源客车出口值得期待 .....	5
4、盈利预测及投资建议 .....	5
5、风险提示 .....	6
图表 1：2017-2019 年季度营业收入（万元） .....	4
图表 2：2017-2019 年季度归母净利润（万元） .....	4
图表 3：2017-2019 年季度毛利率 .....	4
图表 4：2017-2019 年季度期间费用率 .....	4
图表 5：上市以来现金分红情况 .....	5

## 1、业绩符合预期，降幅好于行业水平

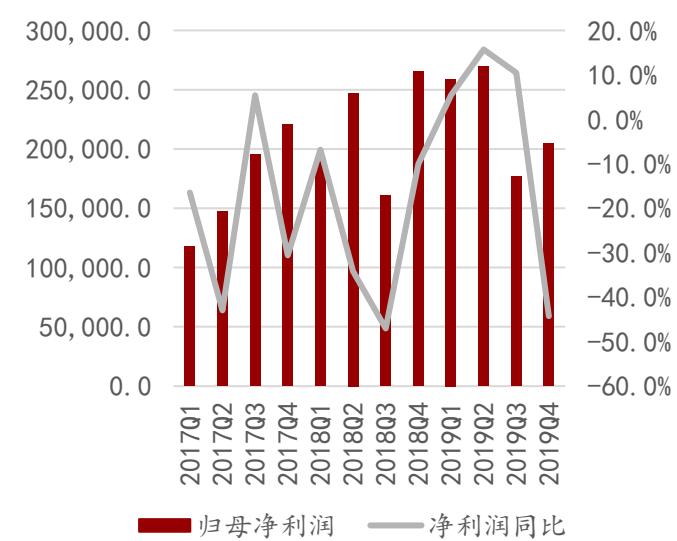
近期，公司发布2019年年度报告，报告期内公司实现营业总收入304.8亿元，同比下降3.99%，归属于上市公司股东的净利润19.4亿元，同比下降15.7%，业绩基本符合市场预期，一方面，新能源客车补贴退坡加大，导致行业需求下滑；另一方面，客运、校车等市场需求萎缩，客车行业整体下滑，2019年国内7米及以上客车实现销售13.4万辆，较2018年下降11.31%，公司实现客车销量5.9万辆，同比下降3.58%，降幅好于行业水平。2020年，由于新冠疫情的影响，预计一季度客车存在较大降幅，国内疫情于一季度末初步得到控制，而海外疫情开始扩散，客车海外出口暂时也会遭受影响，叠加新能源补贴政策变化不明朗，公司总体给出了2020年收入微降的判断，预计2020年收入目标299.17亿元，同比下降1.85%，具体仍需要观测后续的经济环境及疫情防控形势的变化。

图表1：2017-2019年季度营业收入（万元）



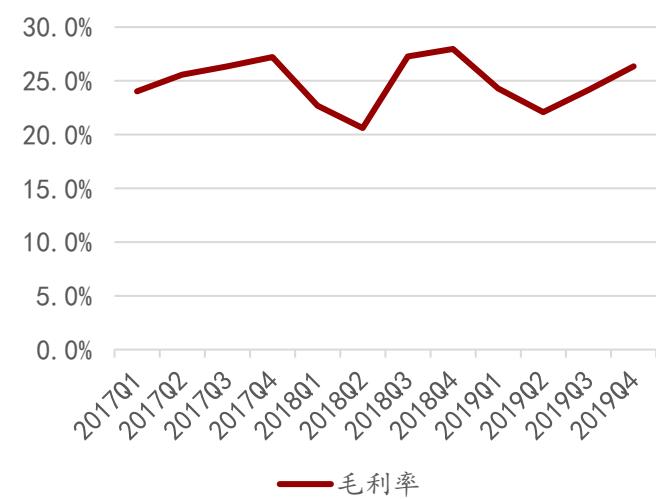
资料来源：WIND, 万联证券

图表2：2017-2019年季度归母净利润（万元）



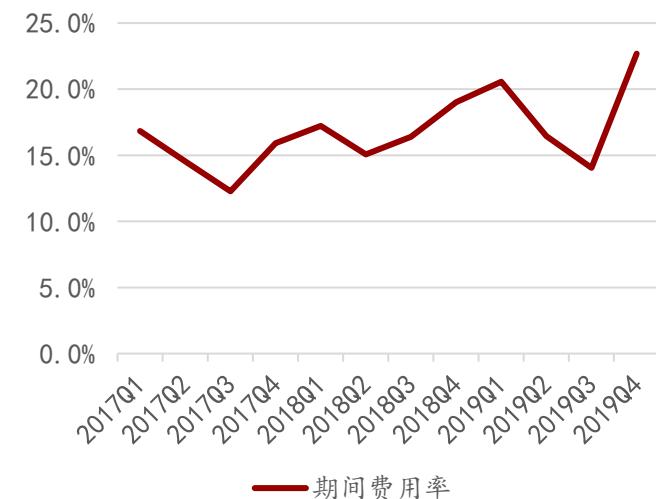
资料来源：WIND, 万联证券

图表3：2017-2019年季度毛利率



资料来源：WIND, 万联证券

图表4：2017-2019年季度期间费用率

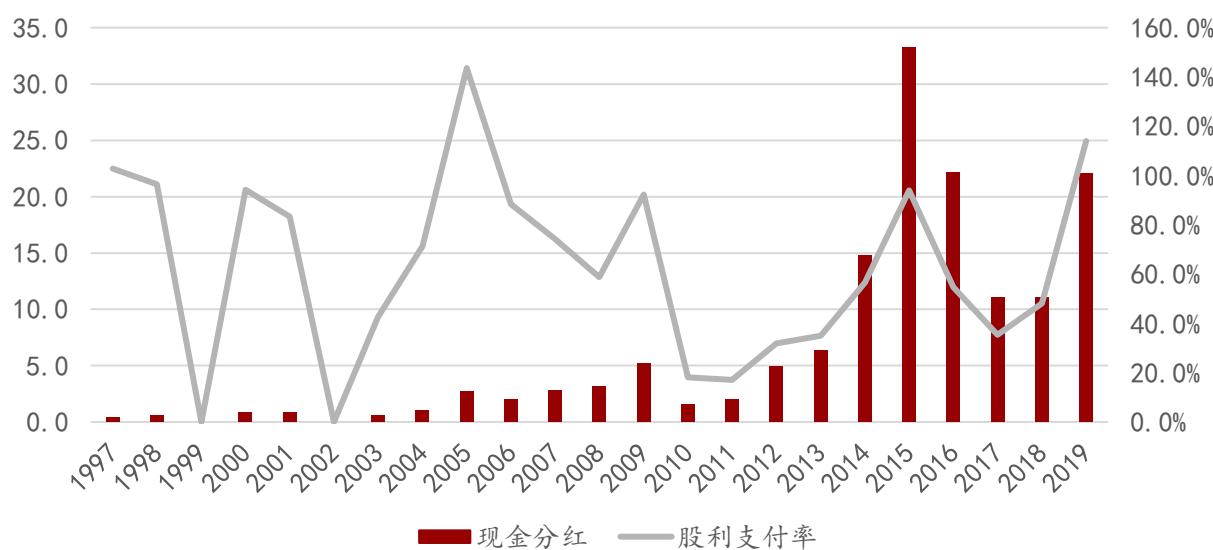


资料来源：WIND, 万联证券

## 2、大中型客车龙头地位稳固，现金分红率维持高位

虽然近年来传统客车市场萎缩及新能源客车持续洗牌，但得益于公司较强的产品竞争力、优质的售后服务及良好的品牌信誉，公司客车龙头地位愈发稳固，2019年公司实现大中型客车销量5.0万辆，占有率为37.1%，同比提升2.6个百分点；其中座位客车市场占有率为48.7%，同比提升2.8个百分点；公交客车市场占有率为27.3%，同比提升1.2个百分点；校车市场占有率为56.8%，同比提升3.6个百分点；新能源客车销量2.2万台，市场占有率为25.6%，同比提升1.7个百分点，总体来看客车市场占有率较去年同期有全方位的提升。在行业竞争加剧的同时，公司现金流改善明显，2019年经营活动产生的现金流量净额为53.4亿元，同比增长107.1%，年末现金高达44.8亿元，主要是因为新能源财政补贴的陆续到账，同时侧面也体现了龙头企业较强的抗风险能力，公司推出高额的现金分红，拟每10股派发现金股利10元，现金分红预计22.1亿元，分红率高达114%达历史较高水平，对应的股息率高达7.3%，股息回报率较高。

图表5：上市以来现金分红情况



资料来源：公司公告，万联证券

## 3、力拓海外市场，高端新能源客车出口值得期待

2019年国内大中型客车出口22,711辆，同比增长14.36%，而公司客车海外销量7,045辆，表现差于行业水平，针对海外市场，一方面公司将完善海外销售体系，增加直销比例作为突破口；另一方面，加快推出海外中高端换代车型，持续提升产品竞争力。短期，受海外疫情的影响，出口暂时受限，但长期来看，海外中高端新能源公交、旅游车等客车需求较大，公司通过多种举措力拓海外市场仍值得期待。

## 4、盈利预测及投资建议

我们预计公司2020-2022年营业收入分别为298.8亿元、307.6亿元和316.6亿元，归母净利润分别为17.5亿元、18.9亿元和21.0亿元，EPS分别为0.79元、0.86元和0.95元，结合2020年3月31日收盘价对应的PE分别为17.3、16.0和14.4倍，考虑到公司客

车龙头地位稳固及高分红、高股息率，给予“增持”评级。

## 5、风险提示

客车销量不及预期、新能源补贴退坡较大、海外客车销量不及预期

**资产负债表**

	单位：百万元			
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>				
货币资金	27,388	38,408	42,565	45,745
应收票据及应收账款	4,719	15,000	18,000	20,000
其他应收款	14,103	13,827	14,231	14,651
预付账款	1,119	1,097	1,129	1,163
存货	241	237	244	250
其他流动资产	4,377	4,316	4,431	4,551
<b>非流动资产</b>				
长期股权投资	2,829	3,929	4,529	5,129
固定资产	9,231	13,235	17,239	21,243
在建工程	745	845	945	1,045
无形资产	3,799	7,619	11,439	15,259
其他长期资产	755	829	903	977
<b>资产总计</b>	36,619	51,643	59,804	66,988
<b>流动负债</b>				
短期借款	16,437	31,893	39,242	45,403
应付票据及应付账款	0	15,677	22,570	28,256
预收账款	11,640	11,478	11,784	12,102
其他流动负债	1,837	1,801	1,854	1,909
<b>非流动负债</b>				
长期借款	2,960	2,936	3,035	3,136
应付债券	2,517	2,527	2,532	2,537
其他非流动负债	0	10	15	20
<b>负债合计</b>	2,517	2,517	2,517	2,517
<b>股本</b>	18,954	34,420	41,774	47,939
资本公积	2,214	2,214	2,214	2,214
留存收益	1,279	1,279	1,279	1,279
<b>归属母公司股东权益</b>	12,946	12,485	13,272	14,268
少数股东权益	17,540	17,079	17,866	18,862
<b>负债和股东权益</b>	36,619	51,643	59,804	66,988

**现金流量表**

	单位：百万元			
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	5,466	2,381	2,831	3,344
净利润	1,961	1,772	1,913	2,125
折旧摊销	662	380	380	380
营运资金变动	2,909	20	-220	-226
其它	-66	209	758	1,065
<b>投资活动现金流</b>	-2,309	-5,201	-4,685	-4,677
资本支出	-394	-4,196	-4,184	-4,179
投资变动	-1,952	-1,100	-600	-600
其他	37	96	99	102
<b>筹资活动现金流</b>	-1,444	13,101	4,854	3,333
银行借款	3,510	15,687	6,898	5,691
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
其他	-4,954	-2,586	-2,044	-2,359
<b>现金净增加额</b>	1,585	10,281	3,000	2,000
<b>期初现金余额</b>	2,894	4,719	15,000	18,000
<b>期末现金余额</b>	4,479	15,000	18,000	20,000

**利润表**

	单位：百万元			
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	30,479	29,884	30,756	31,665
营业成本	23,058	22,737	23,342	23,972
营业税金及附加	243	238	245	252
销售费用	2,796	2,749	2,768	2,692
管理费用	830	807	769	792
研发费用	1,774	1,673	1,692	1,742
财务费用	212	195	327	392
资产减值损失	-106	0	0	0
公允价值变动收益	-20	0	0	0
投资净收益	108	106	109	112
资产处置收益	123	77	90	95
<b>营业利润</b>	2,018	1,885	2,036	2,261
营业外收入	78	0	0	0
营业外支出	12	0	0	0
<b>利润总额</b>	2,084	1,885	2,036	2,261
所得税	123	113	122	136
<b>净利润</b>	1,961	1,772	1,913	2,125
少数股东损益	21	19	20	22
<b>归属母公司净利润</b>	1,940	1,753	1,893	2,103
EBITDA	2,440	2,059	2,320	2,595
EPS（元）	0.88	0.79	0.86	0.95

**主要财务比率**

	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入		-4.0%	-2.0%	2.9%	3.0%
营业利润		-18.2%	-6.6%	8.0%	11.1%
归属于母公司净利润		-15.7%	-9.6%	8.0%	11.1%
<b>获利能力</b>					
毛利率		24.3%	23.9%	24.1%	24.3%
净利率		6.4%	5.9%	6.2%	6.7%
ROE		11.1%	10.3%	10.6%	11.2%
ROIC		9.5%	4.8%	4.5%	4.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率		51.8%	66.6%	69.9%	71.6%
净负债比率		107.3%	199.8%	231.7%	251.7%
流动比率		1.67	1.20	1.08	1.01
速动比率		1.39	1.06	0.97	0.90
<b>营运能力</b>					
总资产周转率		0.83	0.58	0.51	0.47
应收账款周转率		2.20	2.20	2.20	2.20
存货周转率		6.96	6.92	6.94	6.96
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益		0.88	0.79	0.86	0.95
每股经营现金流		2.47	1.08	1.28	1.51
每股净资产		7.92	7.71	8.07	8.52
<b>估值比率</b>					
P/E		15.62	17.29	16.01	14.41
P/B		1.73	1.77	1.70	1.61
EV/EBITDA		10.99	15.05	15.04	14.87

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。

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。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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