

证券研究报告—动态报告/公司快评

汽车汽配

汽车零部件 II

宇通客车 (600066)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2021年02月10日

限制性股票激励计划发布，奠定周期向上基调

证券分析师：梁超 0755-22940097 liangchao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515080001
证券分析师：唐旭霞 0755-81981814 tangxx@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519080002

事项：

2021年2月，宇通发布限制性股票激励计划，拟授予公司董事、高管等555人限制性股票合计5115万股（占总股本的2.31%），授予价格为每股6.99元，即满足授予条件后，激励对象可以每股6.99元的价格购买公司向激励对象定向发行的公司限制性股票。行权条件以2020年为基数来看，2021年利润增长超过116%，2022年增长超过202%，2023年增长超过315%。

国信汽车观点：宇通客车第一次从激励层面奠定了周期向上的基调，2020年在疫情影响下公司业绩见底，预计花2-3年时间回到2019年（疫情前）的水平，对应2023年行权利润当前约14-15倍PE，高股息的全球大中客龙头，即将迎来3-5年的上行周期。短周期有望受益于公交客车替换需求进入量利复苏；中周期看好公司在企事业班车、氢燃料电池客车、校车、房车等新产品以及海外出口新市场拓展；长周期看好客车无人驾驶趋势下，Robobus模式（类比Robotaxi）带来盈利模式四维拓展。考虑2020年受疫情影响，公路旅客运输总量下降，政府公交更新采购延后，公司销量受到一定程度冲击，下调盈利预测，将20-22年利润从5/15/24亿元下调至5/11/19亿元，预计公司20-22年每股收益0.22/0.51/0.84元，对应PE分别59/25/16倍。维持一年期合理估值区间为18-20元，维持“买入”评级。

评论：

■ 股权激励计划发布，奠定周期向上基调

2021年2月，宇通发布限制性股票激励计划，拟授予公司董事、高管等555人限制性股票合计5115万股（占总股本的2.31%），授予价格为每股6.99元，即满足授予条件后，激励对象可以每股6.99元的价格购买公司向激励对象定向发行的公司限制性股票。

表 1：股权激励对象

姓名	职务	获授限制性股票数量(万股)	获授权益占授予总量比例	获授权益占公司股本总额比例
曹中彦	副总经理	60	1.17%	0.03%
奉定勇	董事	45	0.88%	0.02%
杨波	董事、财务总监	45	0.88%	0.02%
于莉	董事、董事会秘书	30	0.59%	0.01%
重要管理人员、核心技术人员和 业务骨干等(551人)		4,935	96.48%	2.23%
合计		5,115	100.00%	2.31%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

行权条件以2020年为基数来看，2021年利润增长超过116%，2022年增长超过202%，2023年增长超过315%，即，2021-2023年的净利润同比增速不低于116%/74%/56%。而宇通客车前期发布2020业绩预告，预计2020年

归母净利润 4.1-6.1 亿，同比下滑 69%-79%，假设 2020 年以预告中值 5 个亿利润为基数，行权条件则为：2021 年利润超过 10 亿，2022 年利润超过 15 亿，2023 年利润超过 20 亿。满足行权条件后，每年可解除限售数量占获授权益数量的 1/3。

表 2：业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2020 年度净利润为基数，公司 2021 年净利润增长率不低于 116%
第二个解除限售期	以 2020 年度净利润为基数，公司 2022 年净利润增长率不低于 202%
第三个解除限售期	以 2020 年度净利润为基数，公司 2023 年净利润增长率不低于 315%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司第一次从激励层面奠定了周期向上的基调，2020 年在疫情影响下公司业绩见底，预计花 2-3 年时间回到 2019 年（疫情前）的水平，对应 2023 年行权利润当前约 14-15 倍 PE，高股息的全球大中客龙头，即将迎来 3-5 年的上行周期。

■ 至暗时刻或已过去，维持“买入”评级

考虑 2020 年疫情影响，公路旅客运输总量下降，政府公交更新采购延后，公司销量受到一定程度冲击，下调盈利预测，将 20-22 年利润从 5/15/24 亿元下调至 5/11/19 亿元，预计公司 20-22 年每股收益 0.22/0.51/0.84 元，对应 PE 分别 59/25/16 倍。维持一年期合理估值区间为 18-20 元，维持“买入”评级。

表 3：宇通客车业务盈利预测最新调整

报告期	2018 年报	2019 年报	2020 年报	2021 年报	2022 年报
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
客车产品					
客车销量(辆)	60868	58688	41756	50942	57055
YOY	-10%	-4%	-29%	22%	12%
整车单价(万元)	48.7	49.5	50.8	51.0	51.5
客车产品营收(万元)	2964929	2906210	2120674	2598058	2938353
YOY	-4%	-2%	-27%	23%	13%
毛利(万元)	751016	740828	434584	571573	705205
毛利率(%)	25.33	25.49	20.49	22.00	24.00

资料来源：国信证券经济研究所预测

公司作为全球大中客龙头，围绕低碳化、智能化、网联化、电动化、轻量化技术布局长远，短周期有望受益于公交客车替换需求进入量利复苏；中周期看好公司在企事业班车、氢燃料电池客车、校车、房车等新产品以及海外出口新市场拓展；长周期看好客车无人驾驶趋势下，Robobus 模式（类比 Robotaxi）带来盈利模式四维拓展。2019 年高分红回馈（2019 年分红率 114%，股息率 8%）。格局方面，新能源补贴退坡常态化加速客车行业洗牌，长期控成本、增规模、强技术助力宇通市占率提升。相比于竞争对手，宇通具备更强的成本管控能力、规模优势和产品议价能力。我们看好行业洗牌背景下宇通市占率的持续提升、产品高端化、燃料电池、海外出口和从生产向运营端的出行方案布局。

可比公司估值：我们选择新能源客车竞争对手比亚迪、全球市占率领先的福耀玻璃和潍柴动力进行可比公司估值。综合比较各公司的当前 PE 值以及业绩增速，我们给予 2022 年宇通客车 20-25 倍 PE，维持一年期合理价格区间为 18-20 元，当前股价距离合理估值仍有 30%-60%提升空间，维持“买入”评级。

表 4: 可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
000957.SZ	中通客车	无评级	6.34	38	0.06	-	-	-	-	-	-	-
600213.SH	亚星客车	无评级	5.97	13	0.06	-	-	-	-	-	-	-
002594.SZ	比亚迪	增持	257.00	7,353	0.59	1.64	2.2	2.47	436	157	117	104
000338.SZ	潍柴动力	增持	25.47	2,021	1.15	1.26	1.38	1.5	22	20	18	17
600660.SH	福耀玻璃	增持	60.00	1,505	1.16	1.03	1.63	1.94	52	58	37	31
平均					0.97	1.31	1.74	1.97	170	78	57	51
600066.SH	宇通客车	买入	12.95	287	0.88	0.22	0.51	0.84	15	59	25	16

资料来源:国信证券经济研究所预测(注:中通客车、亚星客车无 WIND 一致预期)

■ 风险提示:疫情拖累客车销量、新能源补贴退坡压制利润。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	4719	7000	6000	6000
应收款项	15222	9159	11213	12681
存货净额	4377	1436	1730	1908
其他流动资产	563	891	1091	1234
流动资产合计	27388	20993	22541	24330
固定资产	4555	4844	5106	5336
无形资产及其他	1272	1221	1171	1120
投资性房地产	2659	2659	2659	2659
长期股权投资	745	725	705	685
资产总计	36619	30442	32182	34130
短期借款及交易性金融负债	0	7633	6197	5542
应付款项	11640	7659	9226	10176
其他流动负债	4797	3223	3857	4274
流动负债合计	16437	18514	19280	19991
长期借款及应付债券	0	4000	4000	4000
其他长期负债	2517	3017	3417	3717
长期负债合计	2517	7017	7417	7717
负债合计	18954	25531	26697	27708
少数股东权益	125	128	134	144
股东权益	17540	17783	18351	19278
负债和股东权益总计	36619	43442	45182	47130

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.88	0.22	0.51	0.84
每股红利	0.53	0.11	0.26	0.42
每股净资产	7.92	8.03	8.29	8.71
ROIC	22%	3%	8%	14%
ROE	11%	3%	6%	10%
毛利率	24%	21%	22%	24%
EBIT Margin	12%	2%	4%	6%
EBITDA Margin	14%	4%	6%	8%
收入增长	-4%	-27%	22%	13%
净利润增长率	-16%	-75%	134%	63%
资产负债率	52%	59%	59%	59%
息率	4.1%	0.8%	2.0%	3.2%
P/E	14.8	59.1	25.2	15.5
P/B	1.6	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	11.3	67.6	35.2	23.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	30479	22286	27286	30858
营业成本	23058	17699	21263	23433
营业税金及附加	243	178	218	247
销售费用	2796	1827	2210	2499
管理费用	830	2235	2507	2828
财务费用	212	200	200	200
投资收益	108	125	134	143
资产减值及公允价值变动	86	100	100	100
其他收入	(1516)	0	0	0
营业利润	2018	372	1121	1893
营业外净收支	65	150	100	100
利润总额	2084	522	1221	1993
所得税费用	123	31	73	120
少数股东损益	21	5	12	20
归属于母公司净利润	1940	485	1136	1854

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1940	485	1136	1854
资产减值准备	(94)	3	4	4
折旧摊销	656	455	485	517
公允价值变动损失	(86)	(100)	(100)	(100)
财务费用	212	200	200	200
营运资本变动	3555	3628	56	(119)
其它	102	(1)	2	6
经营活动现金流	6073	4472	1583	2162
资本开支	(673)	(600)	(600)	(600)
其它投资现金流	(2485)	0	0	0
投资活动现金流	(3229)	(580)	(580)	(580)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(19)	0	0	0
支付股利、利息	(1180)	(243)	(568)	(927)
其它融资现金流	1361	(4367)	(1435)	(655)
融资活动现金流	(1037)	(1610)	(2003)	(1582)
现金净变动	1807	2281	(1000)	0
货币资金的期初余额	2912	4719	7000	6000
货币资金的期末余额	4719	7000	6000	6000
企业自由现金流	6881	3810	964	1538
权益自由现金流	8222	(980)	(869)	520

相关研究报告

- 《宇通客车-600066-2020年业绩预告点评：疫情加速行业触底，关注中期复苏+远期智慧出行》——2021-02-01
- 《宇通客车-600066-深度报告：复盘与展望：数字化变革下宇通客车新机遇》——2020-12-20
- 《宇通客车-600066-重大事件快评：10月销量增长提速，智能网联平台化车型密集上市》——2020-11-04
- 《宇通客车-600066-2020年三季报点评：至暗时刻或已过去，智慧出行带来远期机遇》——2020-10-30
- 《宇通客车-600066-重大事件快评：9月销量转正，打造智慧出行整体方案提供商》——2020-10-19

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032