

宇通客车 (600066)

股权激励彰显信心、公司将迎来新一轮增长期

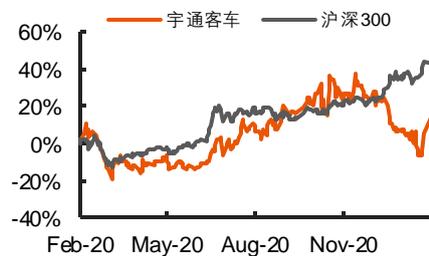
推荐 (维持)

现价: 15.68 元

主要数据

行业	汽车
公司网址	www.yutong.com
大股东/持股	宇通集团/37.19%
实际控制人	汤玉祥、曹建伟、杨张峰、张宝锋、王建军、游明设、谢群鹏
总股本(百万股)	2,214
流通 A 股(百万股)	2,214
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	347
流通 A 股市值(亿元)	347
每股净资产(元)	6.72
资产负债率(%)	50.5

行情走势图



证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
021-38638428
wangdean002@pingan.com.cn

李鹤 一般从业资格编号
S1060119070028
liyao157@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

公司发布限制性股权激励草案，激励对象为555人，业绩考核目标分别为：2021/2022/2023年净利润相比2020年增长不低于116%/202%/315%。

平安观点:

- **股权激励草案中的三年业绩目标彰显公司高增长信心：**本次股权激励拟授予5115万股，占公司股本总额的2.31%。限制性股票授予价格为6.99元/股。激励对象共555人，包括公司高管、核心技术人员和业务骨干等。据业绩预告，2020年度净利润为4.1-6.1亿（对应扣非净利润为-1.1亿-0.4亿），此次拟实施的股权激励草案中业绩考核目标为2021/2022/2023年净利润相比2020年增长不低于116%/202%/315%。对应2021/2022/2023年度同比增速为116%/40%/37.4%，2023年解锁条件为净利润达17.0-25.3亿。显示公司对未来三年业绩高增长有较强信心。
- **客车行业将迎来新一轮的需求。**疫情对客运影响大，2021年客车行业销量同比下滑20%为17.5万台。我们认为国内外公交需求2021年起进入回暖通道。此外，从2015年开始爆发的纯电动客车将迎来更替期（估计目前我国新能源公交保有量45万台左右，占全部公交保有量约64%）。宇通2020市占率约27%（7米以上），龙头地位稳固，品牌认可度高，随着行业的复苏及更市场化的采购，公司份额还有较大提升空间。
- **氢燃料电池客车将成新的增长点。**2020年财政部等5部委发布《关于开展燃料电池汽车示范应用的通知》指出，争取用4年的时间实现关键技术突破，构建完整产业链，并进行整车1000辆和加氢站15座的示范应用。燃料电池客车中长期的确定性强、单车价值量高（2019年宇通燃料电池客车均价近300万，相当于公司电动客车均价的4.7倍），宇通在燃料电池客车领域优势地位突出，燃料电池将为公司贡献较大的增长动力。

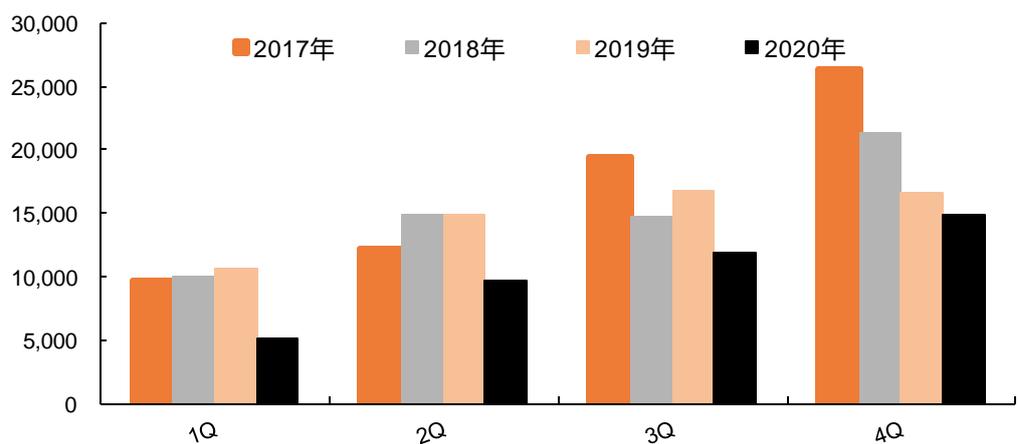
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	31,746	30,479	22,625	25,819	28,520
YoY(%)	-4.4	-4.0	-25.8	14.1	10.5
净利润(百万元)	2,301	1,940	513	1,292	2,125
YoY(%)	-26.5	-15.7	-73.6	151.8	64.5
毛利率(%)	25.3	24.3	20.1	22.7	25.0
净利率(%)	7.2	6.4	2.3	5.0	7.5
ROE(%)	13.9	11.1	3.2	8.4	13.2
EPS(摊薄/元)	1.04	0.88	0.23	0.58	0.96
P/E(倍)	15.1	17.9	67.7	26.9	16.3
P/B(倍)	2.2	2.1	2.3	2.4	2.3

- **自动驾驶和智能交通或将带来全新盈利模式。**基于单车感知的自动驾驶和车路协同的 V2X 技术，固定线路的自动驾驶和智慧交通在公交车领域有较好的应用前景。宇通客车依靠在以上领域的前瞻性布局，盈利模式变得更加丰富：除了直接出售车辆之外，也可以提供解决方案，或转型为运营商，在客车新的发展阶段有望继续发挥龙头优势。
- **盈利预测与投资建议：**总体看，疫情导致国内外客车需求延迟+电动客车迎来替换周期，2021 年开始电动公交将开启新增长周期。燃料电池车开始起量，政策支持力度大，地方示范推进积极，燃料电池客车单车价值量高，将为公司贡献新的业绩。在客车行业发展的下一个阶段（燃料电池占比提升，客车智能化应用场景增加），宇通客车的龙头优势将更为凸显。

鉴于 2020 年疫情对客车行业的较大冲击，我们调整公司业绩预测，即 2020 年/2021 年/2022 年净利润为 5.13 亿/12.92 亿/21.25 亿（原预测 20/21/22 年净利润为 10.49 亿/20.39 亿/26.78 亿），维持“推荐”评级。

- **风险提示：**1) 海外需求复苏慢于预期，导致公司出口业务恢复慢于预期；2) 公交采购的国内地方保护主义抬头，导致公司国内份额提升慢于预期；3) 公路客车超预期萎缩，影响公司公路客车产品产销规模。

图表1 宇通客车季度销量 单位：台



资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	27388	21121	32953	24895
现金	4719	6668	6164	6751
应收票据及应收账款	14103	10796	17650	13602
其他应收款	1119	333	1458	515
预付账款	241	352	371	418
存货	4377	996	5260	1454
其他流动资产	2829	1975	2049	2155
非流动资产	9231	8253	8622	8946
长期投资	745	992	1175	1376
固定资产	3799	2538	2635	2631
无形资产	1272	1302	1240	1175
其他非流动资产	3414	3422	3572	3764
资产总计	36619	29375	41575	33841
流动负债	16437	11085	23587	15222
短期借款	0	130	4566	2321
应付票据及应付账款	11640	9148	13626	10717
其他流动负债	4797	1807	5395	2184
非流动负债	2517	2320	2373	2379
长期借款	0	-3	-2	-2
其他非流动负债	2517	2322	2375	2381
负债合计	18954	13404	25960	17601
少数股东权益	125	131	145	167
股本	2214	2214	2214	2214
资本公积	1279	1279	1279	1279
留存收益	12946	13137	13592	14180
归属母公司股东权益	17540	15839	15471	16073
负债和股东权益	36619	29375	41575	33841

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5340	2300	-2331	5294
净利润	1961	518	1305	2147
折旧摊销	662	555	585	670
财务费用	212	-47	25	24
投资损失	-108	-188	-168	-179
营运资金变动	2909	1511	-4073	2630
其他经营现金流	-295	-49	-5	2
投资活动现金流	-2309	1876	-976	-922
资本支出	926	-1042	146	112
长期投资	-1952	-246	-81	-201
其他投资现金流	-3336	588	-911	-1010
筹资活动现金流	-1444	-2227	-1696	-1531
短期借款	-5	130	-64	10
长期借款	-19	-3	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1420	-2354	-1633	-1541
现金净增加额	1585	1950	-5004	2842

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	30479	22625	25819	28520
营业成本	23058	18080	19961	21383
营业税金及附加	243	218	258	285
营业费用	2796	1876	2169	2367
管理费用	830	869	671	713
研发费用	1774	1267	1420	1426
财务费用	212	-47	25	24
资产减值损失	-106	0	0	0
其他收益	222	0	0	0
公允价值变动收益	-20	54	0	0
投资净收益	108	188	168	179
资产处置收益	123	0	0	0
营业利润	2018	596	1483	2501
营业外收入	78	49	55	56
营业外支出	12	76	20	30
利润总额	2084	570	1518	2526
所得税	123	51	213	379
净利润	1961	518	1305	2147
少数股东损益	21	5	14	22
归属母公司净利润	1940	513	1292	2125
EBITDA	2604	958	2053	3211
EPS(元)	0.88	0.23	0.58	0.96

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入(%)	-4.0	-25.8	14.1	10.5
营业利润(%)	-18.2	-70.5	148.7	68.6
归属于母公司净利润(%)	-15.7	-73.6	151.8	64.5
获利能力				
毛利率(%)	24.3	20.1	22.7	25.0
净利率(%)	6.4	2.3	5.0	7.5
ROE(%)	11.1	3.2	8.4	13.2
ROIC(%)	10.0	2.2	6.1	11.3
偿债能力				
资产负债率(%)	51.8	45.6	62.4	52.0
净负债比率(%)	-22.4	-37.0	-5.9	-23.1
流动比率	1.7	1.9	1.4	1.6
速动比率	1.4	1.7	1.1	1.5
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	1.9	1.8	1.8	1.8
应付账款周转率	1.8	1.7	1.8	1.8
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.88	0.23	0.58	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	2.80	1.04	-1.05	2.39
每股净资产(最新摊薄)	7.47	6.70	6.54	6.81
估值比率				
P/E	17.9	67.7	26.9	16.3
P/B	2.1	2.3	2.4	2.3
EV/EBITDA	10.9	28.9	15.8	9.2

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033