

## 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03月04日

## 2月销量同比+241%，新能源市占率稳健上升

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：

1) 2021年2月，宇通共售出客车1321辆，同比增长241.34%，环比下降53.89%。其中，大型/中型/轻型客车分别售出424/562/335辆，分别同比+132.97%/+980.77%/+118.95%，环比-63.42%/-49.78%/-42.93%。

2) 2021年2月，预计宇通共售出新能源客车约321辆，同比增长379%。2021年1月宇通共售出6米以上新能源客车804辆，同比下降10%，1月6米以上新能源客车市场总销量为2606辆，同比下降12%。1月宇通的市场份额为31%，较上月上涨了4pct。

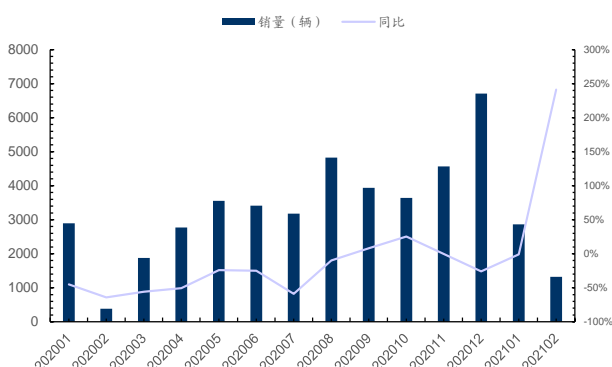
国信汽车观点：短期来看，一方面补贴退坡空间有限，宇通对新能源补贴退坡常态化消化（毛利率有望维持平稳），另一方面，作为民生工程的公交车需求刚性，即将迎来新一轮替换周期（6-8年更新），2020年疫情延迟采购需求，行业风险基本释放，2021年开始客车行业有望触底回升，即将迎来3-5年的上行周期；中期看好宇通新产品（氢燃料电池、房车）、新市场（海外出口）拓展；远期看好智慧出行商业模式变革，客车无人驾驶趋势下，Robobus模式（类比Robotaxi）带来盈利模式四维拓展，建成“主干线-支线-微循环”三位一体的自动驾驶出行系统。2021年2月初公司发布限制性股票激励计划，第一次从激励层面奠定了周期向上的基调，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，维持盈利预测，预计20-22年利润为5/11/19亿元，每股收益0.22/0.51/0.84元，对应PE分别72/31/19倍。维持一年期合理估值区间为18-20元，维持“买入”评级。

### 评论：

#### ■ 2月销量同比增长241%，1月新能源市场份额稳健上升

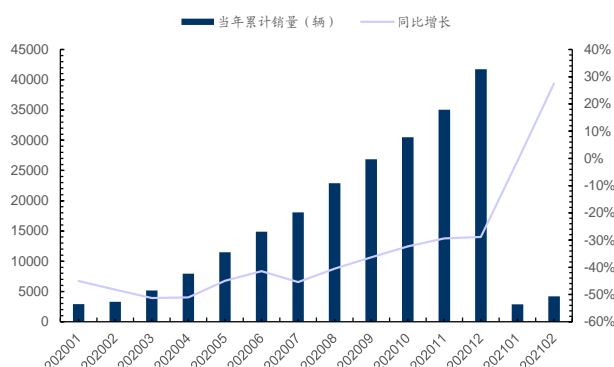
2021年2月，宇通售出客车1321辆，同比增长241.34%，环比下降53.89%。2021年1-2月累计销量为4186辆，同比增长27.54%。2月销量较去年同期上涨，主要原因是去年2月受疫情影响，国内停工停产，对客车行业冲击较大；今年疫情控制情况较好，经济逐步复苏，客运需求稳健恢复。2月销量环比下降的主要原因是受春节假期影响，有效销售天数较少。

图 1: 宇通客车单月销量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

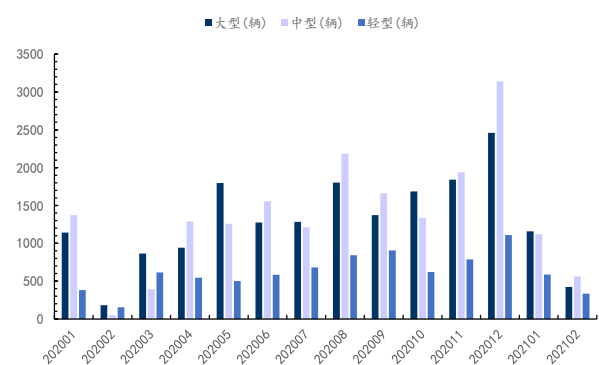
图 2: 宇通客车累计销量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

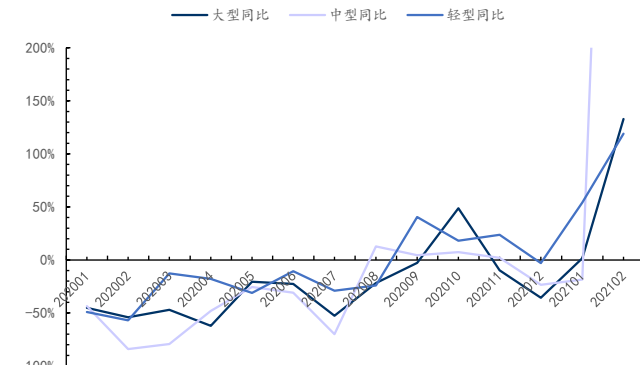
分车型结构来看, 2021 年 2 月, 宇通分别售出大型/中型/轻型客车 424/562/335 辆, 分别同比 +132.97%/980.77%/118.95%, 环比 -63.42%/-49.78%/-42.93%。2021 年 1-2 月, 宇通累计售出大型/中型/轻型客车 1583/1681/922 辆, 分别同比 +19.65%/+17.96%/+72.66%。大型、中型、轻型客车的单月销量同比增速都是 2020 年以来的最高水平, 客车行业逐步复苏, 公司销量稳健回升。

图 3: 宇通大中轻型客车单月销量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 4: 宇通大中轻型客车同比

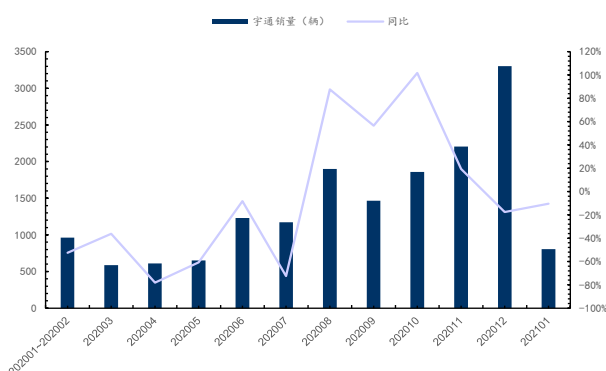


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

分能源结构来看, 2021 年 2 月, 宇通售出新能源客车 321 辆, 同比增长 379.10%。2021 年 1 月, 宇通共售出 6 米以上新能源客车 804 辆, 同比下降 10.37%, 环比下降 75.64%。1 月, 6 米以上新能源客车行业总销量为 2606 辆, 同比下降 11.51%, 环比下降 78.78%。1 月新能源客车行业销量下降的主要原因为:

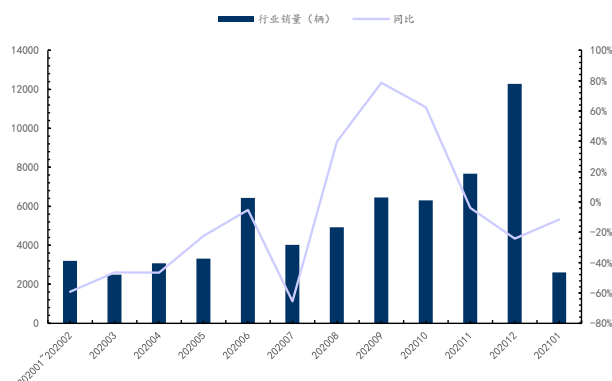
- 1) **疫情影响:** 去年 1 月疫情影响尚未完全扩散, 今年 1 月海外疫情反复, 国内受疫情防控措施仍在持续, 导致国内客运需求减少, 海外出口受阻;
- 2) **补贴退坡:** 2021 年的补贴措施于元旦落地实施, 缓冲期取消, 导致 2020 年底的抢装行情提前透支了 2021 年的部分新能源客车需求。

图 5: 宇通 6 米以上新能源客车单月销量



资料来源: 第一商用车网, 国信证券经济研究所整理

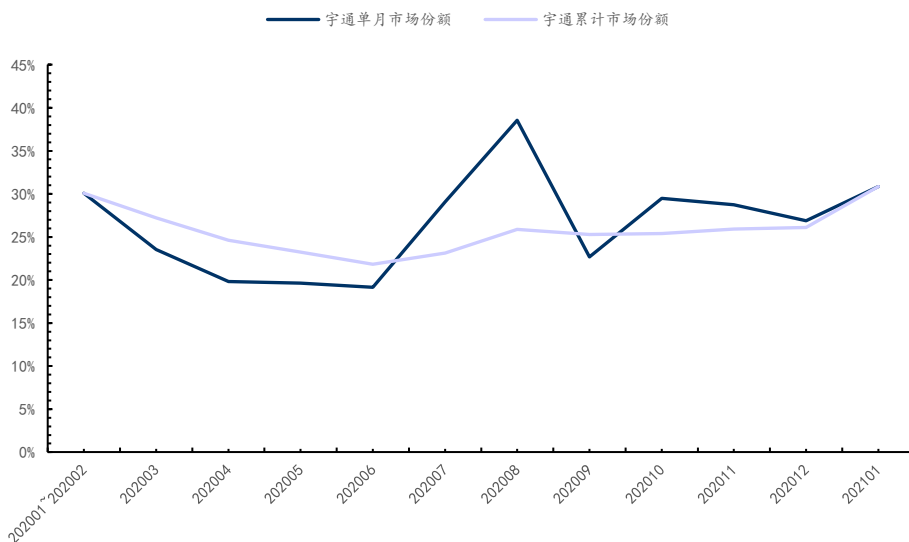
图 6: 6 米以上新能源客车行业单月销量



资料来源: 第一商用车网, 国信证券经济研究所整理

从市场份额来看, 2021 年 1 月, 6 米以上新能源客车行业销量为 2606 辆, 宇通的市场份额为 31%, 较 2020 年 12 月的市场份额上升了 4pct, 较 2020 年全年的市场份额上升了 5pct。2020 年以来, 宇通的市场份额经历了先降后升的过程, 从 1-2 月的 30% 降至 6 月的 19%, 随后强势反弹, 8 月高达 39%, 再回稳至年底的 27%, 2021 年 1 月稳健上升至 31%。主要原因是疫情早期河南防疫管控严格, 同时客车市场地方保护色彩短期加强, 宇通受到一定影响, 在疫情受控后市场份额即强势回升。

图 7: 2020.01-2021.01 宇通市场份额波动



资料来源: 第一商用车网, 国信证券经济研究所整理

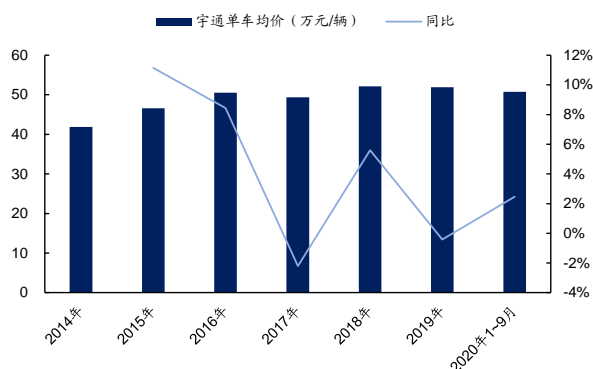
2021 年 1 月宇通市占率 31% 排名第一, 领先第二名的厦门金龙 19pct, 龙头地位进一步巩固。

**表 1: 2021 年 1 月 6 米以上新能源客车销量排名**

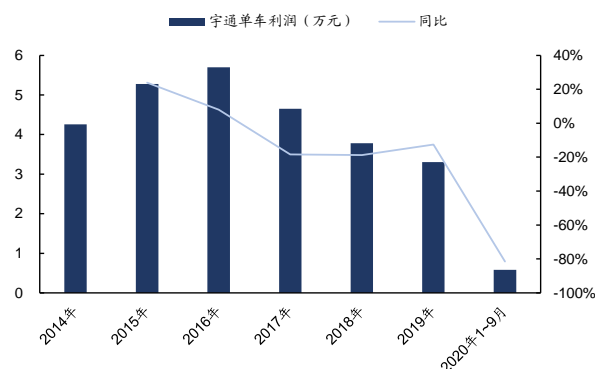
排名	企业名称	2021 年 1 月销量	2020 年 1 月销量	同比	单月市场份额
1	宇通客车	804	897	-10.37%	30.85%
2	厦门金龙	310	103	200.97%	11.90%
3	中通客车	301	381	-21.00%	11.55%
4	中车电动	256	249	2.81%	9.82%
5	苏州金龙	235	353	-33.43%	9.02%
6	安凯客车	190	207	-8.21%	7.29%
7	比亚迪	175	109	60.55%	6.72%
8	福田欧辉	114	39	192.31%	4.37%
9	中国重汽	88	142	-38.03%	3.38%
10	南京金龙	44	70	-37.14%	1.69%

资料来源: 第一商用车网, 国信证券经济研究所整理

**2020 年单 Q3 单车均价同环比提升。** 单车均价方面: 2020 单 Q3 客车均价 50.27 万元, 同比+1%, 环比+2%; 前 Q3 均价 50.72 万元, 同比+2%。单车利润方面: 单 Q3 客车利润 0.78 万元, 同比-80%; 前 Q3 利润 0.58 万元, 同比-81%。

**图 8: 2014-2020 年宇通客车单车均价**


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**图 9: 2014-2020 年宇通客车单车利润**


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### ■ 关注智慧出行带来的远期机遇

2021 年 1 月, 第七届中国电动汽车百人会论坛在北京钓鱼台国宾馆举行, 宇通全新造型的小宇 2.0 版隆重亮相, 向行业展示智慧出行领域取得的突破性科技成果。宇通面向智慧出行已打造两款自动驾驶车, 一款是面向微循环接驳和个性化出行需求打造的 L4 级自动驾驶巴士“小宇”, 另一款是面向城市干线公交打造的 L3 级智能驾驶城市客车产品 U12, 再结合自动驾驶出租车, 针对不同出行场景, 宇通将产品进行整合匹配, 连接社区、地铁口、写字楼、高铁站、机场, 通过网约实现 24 小时主动出行服务, 以满足城市全场景的公共出行需求, 建成“主干线-支线-微循环”三位一体的自动驾驶出行系统。

图 10: 第七届中国电动汽车百人会论坛



资料来源: 宇通客车公众号, 国信证券经济研究所整理

10月16日, 宇通客车重磅发布智慧出行整体解决方案, 同时, 全新的 L4 级自动驾驶巴士小宇 2.0 正式首发亮相。该车通过对车辆造型、感知系统、智能化决策系统、冗余安全线控执行机构、多元化人机交互系统等维度的全面升级, 打造成了业内首款支持无安全员运营的自动驾驶巴士。宇通客车再度向行业展示最前沿的智能化科技成果, 并以此助力公交企业运营, 引领未来城市公共交通发展。

图 11: L4 级自动驾驶巴士小宇 2.0



资料来源: 宇通客车公众号, 国信证券经济研究所整理

图 12: L4 级自动驾驶巴士小宇 2.0



资料来源: 宇通客车公众号, 国信证券经济研究所整理

■ 宇通作为客车业引领者, 于 2013 年就已开始布局并专注智能网联和自动驾驶技术的研究。目前, 宇通自动驾驶巴士已在宇通工业园、海南博鳌、郑州智慧岛、金融岛等多地安全运营超 600 天, 开放道路累计运营里程达 6.4 万公里, 累计接待市民 8.2 万人。此次首发亮相的 L4 级自动驾驶巴士小宇 2.0, 基于 360° 覆盖的全天时全天候感知技术, 可实现在晴、雨、雾等各类天气及不同路况下自动驾驶; 同时结合智能化诊断和远程驾驶技术, 高效保证车辆驾驶安全, 造就了业内首款支持无安全员运营的 L4 级自动驾驶微循环。不仅如此, 该车内还配备智能语音交互系统、前向增强现实 AR 显示系统、液晶显示屏等, 可以大大提升乘客出行的趣味性。



图 13: 小宇内部视角



资料来源: 宇通客车公众号, 国信证券经济研究所整理

图 14: 宇通智慧驾驶公交



资料来源: 宇通客车公众号, 国信证券经济研究所整理

此次发布的智慧出行整体解决方案更是体现了宇通对智慧出行的进一步推进。该方案以精准、安全、高效等最让乘客满意的高品质出行要求为目标, 集交通规划、方案设计、产品交付、运营服务四大板块为一体, 通过覆盖公共交通出行的全过程, 为客户提供智能化、网联化、协同化的全流程端到端服务。如今, 全新 L4 级自动驾驶巴士小宇 2.0 的加入也将再次丰富宇通的自动驾驶产品线, 提升自动驾驶车辆的智能化水平, 并为宇通智慧出行整体解决方案提供重要支撑。

#### ■ 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, 维持盈利预测, 预计 20-22 年利润为 5/11/19 亿元, 每股收益 0.22/0.51/0.84 元, 对应 PE 分别 72/31/19 倍。维持一年期合理估值区间为 18-20 元, 维持“买入”评级。

表 2: 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, 2019 年高分红回馈(分红率 114%, 股息率 7.2%)。长期来看, 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 2021 年宇通客车 25-28 倍 PE, 更新 2021 年的合理价格区间为 18-20 元, 维持“买入”评级。

**表 3: 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	6.80	40	0.06	-	-	-	-	-	-	-
600213.SH	亚星客车	无评级	6.46	14	0.06	-	-	-	-	-	-	-
002594.SZ	比亚迪	增持	209.75	6,001	0.59	1.64	2.2	2.47	356	128	95	85
000338.SZ	潍柴动力	增持	23.18	1,839	1.15	1.26	1.39	1.52	20	18	17	15
600660.SH	福耀玻璃	增持	52.10	1,307	1.16	1.03	1.63	1.94	45	51	32	27
平均					0.60	1.31	1.74	1.98	140	66	48	42
600066.SH	宇通客车	买入	15.85	351	0.88	0.22	0.51	0.84	18	72	31	19

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
<b>流动资产合计</b>	<b>27388</b>	<b>20993</b>	<b>22541</b>	<b>24330</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>36619</b>	<b>30442</b>	<b>32182</b>	<b>34130</b>
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
<b>流动负债合计</b>	<b>16437</b>	<b>18514</b>	<b>19280</b>	<b>19991</b>
长期借款及应付债券	0	4000	4000	4000
其他长期负债	2517	3017	3417	3717
<b>长期负债合计</b>	<b>2517</b>	<b>7017</b>	<b>7417</b>	<b>7717</b>
<b>负债合计</b>	<b>18954</b>	<b>25531</b>	<b>26697</b>	<b>27708</b>
少数股东权益	125	128	134	144
股东权益	17540	17783	18351	19278
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>36619</b>	<b>43442</b>	<b>45182</b>	<b>47130</b>

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	3.4%	0.7%	1.6%	2.6%
P/E	18.1	72.3	30.9	18.9
P/B	2.0	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	12.8	75.6	39.3	26.5

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
<b>营业收入</b>	<b>30479</b>	<b>22286</b>	<b>27286</b>	<b>30858</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>2084</b>	<b>522</b>	<b>1221</b>	<b>1993</b>
所得税费用	123	31	73	120
少数股东损益	21	5	12	20
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1940</b>	<b>485</b>	<b>1136</b>	<b>1854</b>

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>净利润</b>	<b>1940</b>	<b>485</b>	<b>1136</b>	<b>1854</b>
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
<b>经营活动现金流</b>	<b>6073</b>	<b>4472</b>	<b>1583</b>	<b>2162</b>
资本开支	(673)	(600)	(600)	(600)
其它投资现金流	(2485)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3229)</b>	<b>(580)</b>	<b>(580)</b>	<b>(580)</b>
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)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(1037)</b>	<b>(1610)</b>	<b>(2003)</b>	<b>(1582)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>1807</b>	<b>2281</b>	<b>(1000)</b>	<b>0</b>
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-重大事件快评：限制性股票激励计划发布，奠定周期向上基调》 ——2021-02-10
- 《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

## 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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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