

中大型客车龙头，2021 年高增长可期

华泰研究

2021 年 3 月 19 日 | 中国内地

更新报告

汽车/汽车

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

19.00

研究员 林志轩
SAC No. S0570519060005 zhixuan.lin@htsc.com
SFC No. AVU633 +86-21-28972090

研究员 王涛
SAC No. S0570519110001 wangtao011711@htsc.com
+86-21-28972053

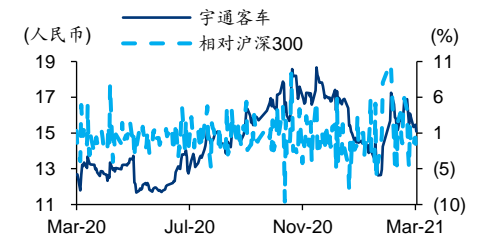
研究员 邢重阳
SAC No. S0570520070003 xingchongyang@htsc.com
SFC No. BNN388 +86-21-38476205

研究员 刘千琳
SAC No. S0570518060004 liuqianlin@htsc.com
SFC No. BQB847 +86-21-28972076

基本数据

目标价(人民币)	19.00
收盘价(人民币 截至 3 月 18 日)	15.08
市值(人民币百万)	33,386
6 个月平均日成交额(人民币百万)	363.66
52 周价格范围(人民币)	11.67-18.67
BVPS(人民币)	7.17

股价走势图



资料来源: Wind

国产中大型客车龙头，2021 年利润有望高增长

公司是国内中大型客车龙头，产品品种齐全，拥有上百个产品系列。从全球中大型客车行业来看，公司在新能源技术、智能驾驶等领域积累深厚，具备较强的竞争实力。我们认为随着新能源客车补贴退坡影响逐步减弱、海外疫情好转，以及经济活动恢复对中大型客车的需求增加，宇通客车作为龙头公司，有望在盈利能力、销量等方面更受益。我们预计 2020-2022 年 EPS 为 0.26/0.95/1.08 元，维持“增持”评级。

2021 年需求有望复苏，中长期受益集中度提升和客车置换

疫情影响集体出行和经济活动开展，导致 2020 年海外和国内客车需求下降，其中国内中大型客车销量分别同比下降 23%、29%，随着疫情控制和经济活动复苏，2020 年延后的客车需求也将在 2021 年逐步释放。中长期来看，宇通客车将受益于行业集中度提升和置换需求带来的增长。由于补贴退坡，新能源客车市场逐步走向市场化竞争，部分中小型客车企业面临破产，行业集中度将逐步提升，而宇通作为龙头企业，将凭借技术、规模优势，有望获得份额和盈利能力的提升。

综合竞争力强，股权激励助力业务增长

公司专注于客车领域关键技术自主研发，持续投入新能源技术、智能驾驶等领域，并且拥有完善的全球销售和售后网络，综合竞争力强。2 月 10 日发布的股权激励方案，这有助于建立长效激励，有效地将股东利益、公司利益和员工利益结合在一起。股权激励业绩考核目标要求为，2021-2023 年净利润分别较 2020 年增长不低于 116%、202%和 315%，我们认为这有助于提升管理效率，在行业集中度提升的过程中，最大化公司利益。

调整盈利预测，上调目标价至 19.00 元，维持“增持”评级

考虑 2020 年下半年国外疫情冲击，以及 2021-2022 年生产经营的恢复，我们调整公司的盈利预测，预计 2020-2022 年营业收入 216/323/335 亿元(前值 239/306/334 亿元)，归母净利润至 5.8/21.0/23.9 亿元(前值为 10.2/18.6/19.9 亿元)，对应 EPS 为 0.26/0.95/1.08 元(前值 0.46/0.84/0.90 元)。2021 年可比公司 PE 均值为 19 倍(Wind 一致预期)，考虑公司是中大型客车和新能源客车领域龙头，有望凭借新技术(自动驾驶、燃料电池等研发)、成本控制能力实现市占率持续提升，给予公司 2021 年 20 倍 PE，对应目标价 19.00 元(前值 16.80 元)，维持“增持”评级。

风险提示: 新冠疫情反复对客车行业景气度影响; 新能源客车受财政影响销量不及预期; 公司海外市场扩张不及预期; 贸易摩擦带来的不确定性。

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(人民币百万)	31,746	30,479	21,576	32,299	33,471
+/-%	(4.44)	(3.99)	(29.21)	49.70	3.63
归属母公司净利润(人民币百万)	2,302	1,940	577.70	2,097	2,385
+/-%	(26.41)	(15.73)	(70.22)	263.03	13.72
EPS(人民币, 最新摊薄)	1.04	0.88	0.26	0.95	1.08
ROE(%)	13.90	11.10	3.28	11.00	11.63
PE(倍)	14.50	17.21	57.79	15.92	14.00
PB(倍)	2.13	2.02	1.98	1.84	1.71
EV EBITDA(倍)	9.97	10.10	23.67	8.83	7.51

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

国产中大型客车龙头，品类齐全

宇通客车是国内客车行业龙头企业，集客车产品研发、制造与销售于一体的中大型客车领先企业，中大型客车产销量稳居行业第一。根据公司官网，产品出口至全球 30 多个国家，主要产品覆盖 5 米至 18 米不同长度的需求，拥有上百个产品系列，主要用于公路客运、旅游客运、公交客运、团体通勤、校车、景区车、机场摆渡车、客车专用车等各个细分市场。积极开发新领域客车产品，在全球新领域客车领域竞争优势明显。

公司产品全品类覆盖。客车产品按照长度分为轻型（5 米<长度≤7 米）、中型（7 米<长度≤10 米）、大型（10 米<长度），按照用途分为座位客车、公交客车、校车和其他车型。

图表1：产品齐全，覆盖各个尺寸客车

轻型车	中型车	大型车
5米校车 	7米食品检测车 	11米客运客车 
6米冷藏车 	8米客运客车 	12米公交客车 
7米公交 	9米校车 	14米机场摆渡车 

资料来源：公司官网，华泰研究

宇通客车的发展是中国客车产业发展的缩影，是中国客车从弱到强、由模仿探索到出口海外的过程。公司一直重视国际市场拓展，根据公司官网，2007 年出口金额达 13.9 亿元，并且当年获得古巴 3.7 亿美元订单，其次是不断探索海外发展模式，2014 年与委内瑞拉签订 1500 台合同和合资建厂框架协议，开启公司海外技术输出之路。截止 2020 年底，出口客车销量累计突破 7 万辆，引领中国客车行业。

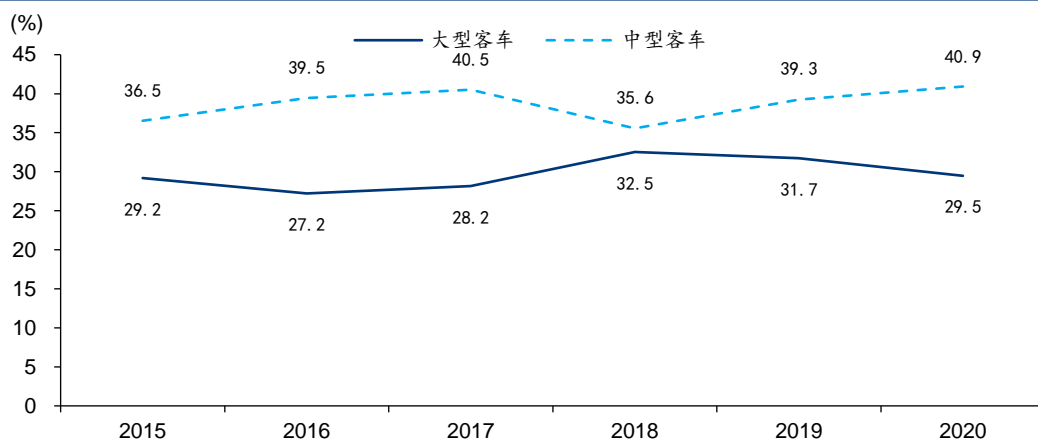
公司新能源客车综合竞争力强，获得海外客户青睐。根据公司官网，公司 2011 年切入新能源客车行业，建设新能源客车生产基地，并于 2012 年试生产，截止 2020 年底，新能源客车销量累计突破 14 万辆，是国内新能源客车龙头企业之一。2018 年纯电动车开始交付海外，竞争力突出，逐步获得海外客户的认可。

产品竞争力突出，销售渠道遍布全球

中大型客车份额第一

根据公司 2015-2019 年报，公司中大型客车产销量稳居行业第一，龙头地位稳固。根据中汽协数据，宇通客车大型客车市占率稳定在 27-33%，中型客车市占率稳定在 35-41%。根据公司 2018 年报，受新能源补贴退坡影响，2016-2017 年需求提前透支，中、大型客车较 2017 年分别下降 7.6%、11.2%；2018 年国内客车销量同比下降 10.4%，同期海外出口销量同比下降 3.9%，好于国内市场。2018 年公司的大型客车市占率上升、中型客车市占率下降，我们认为主要是由于宇通客车中大型客车生产共线，生产线更多排产受新能源补贴政策影响较低的公交客车。2019-2020 年大型客车市占率下降主要是受公交客车订单下降影响，公交客车有地方政府财政补贴，会优先把订单给当地品牌；中型客车市占率上升主要是受座位客车需求恢复，座位客车市场相对市场化，宇通客车产品竞争力较强。

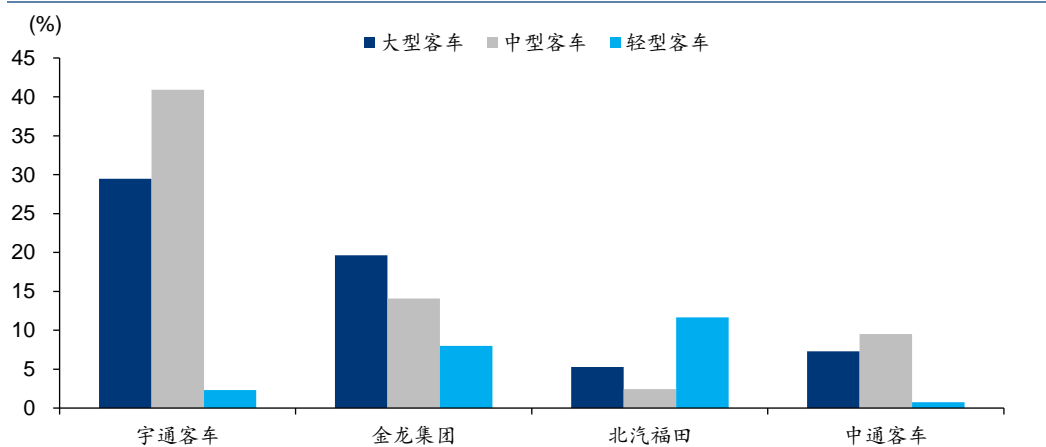
图表2：宇通客车是中大型客车行业龙头，2015-2020 年市占率在一定区间内波动



资料来源：中汽协，Wind，华泰研究

2020 年疫情影响下，公司中大型客车市占率稳居第一。根据中汽协销量数据，从 2020 年细分市场市占率角度来看，宇通客车在大型客车、中型客车市占率分别达 29.5%、40.9%，中大型客车市占率第一。

图表3：2020 年，宇通客车在中大型客车行业市占率第一



资料来源：Wind，中汽协，华泰研究

产品技术领先，深耕新能源和智能驾驶

专注于客车领域关键技术自主研发，尤其在新能源、车联网和智能驾驶等领域拥有较多研发成果。公司多年来持续对新能源、智能化、安全、节能、舒适、环保等技术自主研发，形成客车领域领先技术和产品优势。在客车新能源领域，公司以纯电动、混合动力、燃料电池客车研发和产业化为主线，以“电驱动、电控、电池”等动力系统的自主攻关为切入点，基于“全生命周期成本最低”的控制成本理念，在高效动力系统、动力电池集成与管理、整车控制与节能等方面取得多个重大突破。

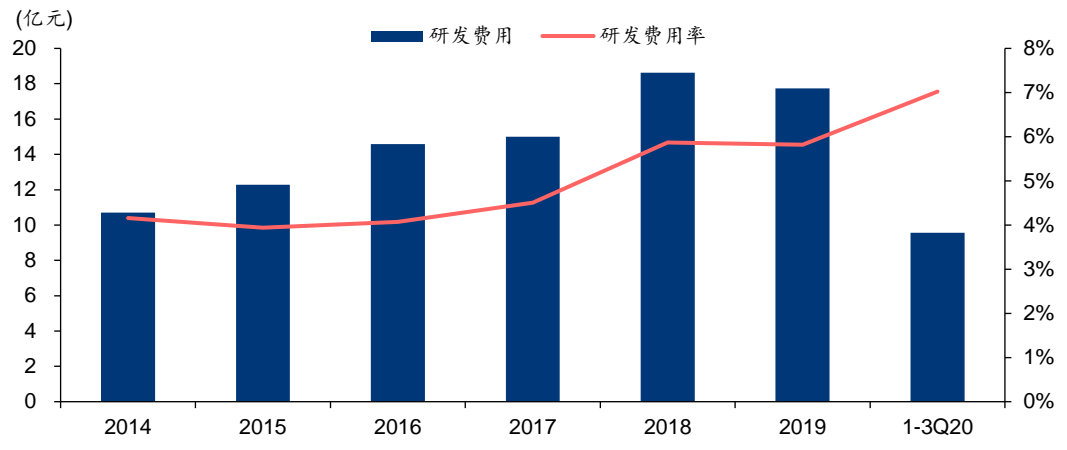
在车联网、智能驾驶领域，公司基于安全、机务和调度三大领域，面向客运、旅游、团体、校车、公交及新能源等各个客车细分市场客户，提供满足不同需求的差异化服务和解决方案。其次，配合使用大数据分析技术，自主开发在智能充电调度引擎技术、车辆网联化智能控制技术、司机驾驶行为评价模型、关键零部件工作状态分析预警模型等关键技术。未来基于车联网、智能驾驶，公司提供持续稳定的云计算服务，大幅增加综合竞争力。我们认为自主研发和布局的前瞻性的新能源技术、车联网和智能技术，有望巩固公司龙头地位，且在客车新能源化、智能化的进程中，有望提升盈利能力。

图表4：全方位、多技术研发，综合竞争力强

<p>高效动力系统： 第三代高压集成式控制器开发并实现批量应用；基于全新平台设计的第四代高效轻量化电机；基于全工作域的轴承选型方法、加速寿命预测技术、健康状态检测技术，实现电机轴承8年免维护</p>	<p>动力电池集成与管理： 开发了高集成高安全电池系统；电池包非等功率加热技术和液冷电池系统；电池远程预约加热技术；全时域高精度电池智能管理技术；商用车领域首创可视化全时域智能在线监控和预警平台</p>
<p>整车控制与节能： “睿盾”安全功能，降低不规范驾驶操作产生的安全风险；工况自适应预测节能控制技术；整车动力性智能控制技术，提升了整车不同载荷下动力一致性与驾乘舒适性</p>	<p>安全技术： 自主研发了车道保持系统、校车智能电子防遗忘及快速逃生系统、红外测温系统、自动紧急制动系统AEBS二代、碰撞感知及自动断电系统、一体化座椅安全约束系统等一系列主被动安全技术</p>
<p>节能技术： 自主研发了“蓝芯”节能控制系统三代，利用智联大数据平台完成了自适应热管理系统开发，结合整车低风阻典型结构、国六发动机冷却系统综合性能优化、复合材料轻质外饰件等新技术，实现整车油耗降低6~10%</p>	<p>舒适技术： 从振动与噪声、平顺与操纵稳定性、人机工程等方面，开发了骨架系统NVH正向设计关键技术、动力传动系统NVH控制技术、驱动桥降噪技术、电控主动转向系统、电控悬架系统二代、智能双区空调系统等多项新技术</p>
<p>自动驾驶技术： 自主研发了满足车规要求的多核异构车载超算平台、面向多源、异构传感器的信息融合系统、面向多目标协同的决策控制系统以及基于VSLAM、LSLAM和GPS/IMU的高精度组合导航定位系统等</p>	<p>车联网与大数据分析技术： 自主研发基于车联网技术的车辆综合服务平台；基于公司数字化转型、产品网联化、智能化升级需求，构建基于云计算、大数据、物联网、移动互联网、人工智能等技术的工业云综合平台</p>

资料来源：公司2020年中报，华泰研究

公司持续加大研发投入，2014年以来研发费用率呈上升趋势。公司研发费用主要用于新产品开发、先进技术研究等方面，主要围绕轻量化、全生命周期成本、智能化等领域开展，持续提升在新能源、智能化、安全、节能环保等方面的技术能力。持续多年的高研发费用投入，将不断提升产品综合竞争力和市场认可度，另一方面，我们认为中小企业由于研发投入低，将在技术、科技、产品开发等方面逐步落后和被淘汰，市场集中度有望进一步提升。

图表5：宇通客车研发费用率呈上升趋势


资料来源：Wind，中汽协，华泰研究

全球销售网络逐步完善，有望成为新的增长点

销售网络覆盖全球，重视售后服务。公司以直销为主，经销为辅，业务覆盖国内市场及海外主要的客车进口国家。国内市场，以订单模式提供标准化及定制化的产品，并且提供覆盖广、强大便捷的售后网点，匹配产品销售。根据2020年中报，截止2020年6月30日，在郑州、兰州、广州、济南、长沙、西安、长春、上海、乌鲁木齐、成都、武汉、南宁、沈阳独资建立了13家4S中心站，并通过2,000余家特约服务网点及190余家配件经销商，形成以自建站为中心的多元化售后服务网络。

海外市场，公司正在从“制造型+销售产品”向“制造服务型+解决方案”转型。大部分地区，凭借领先的产品技术、完善的综合解决方案等优势，根据订单出口销售，目前已批量销售至全球40多个国家和地区。其次，公司也正从产品出口走向技术和品牌输出转型，在哈萨克斯坦、哥伦比亚、巴基斯坦、马来西亚、埃塞俄比亚等十余个国家和地区通过KD组装方式（半散装，进口动力系统等产品后本地组装生产）进行本土化合作。公司海外拓展正逐步完善，充分利用当地市场特点，以产品销售和技术、品牌输出相结合的方式占领市场，随着销售网络的完善，我们认为公司海外业务有望成为新的增长点。

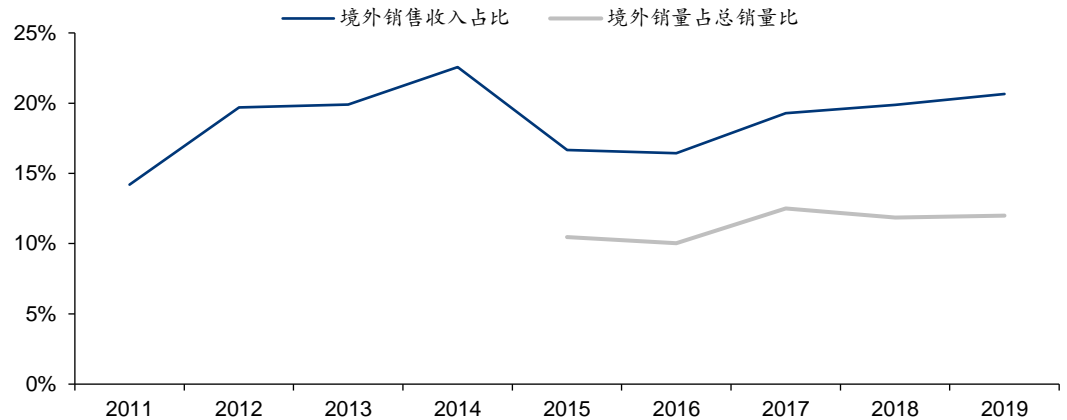
图表6：公司拥有覆盖全球的销售和售后网络

	国内市场	国外市场
销售模式	直销为主，经销为辅。截止2020年6月30日，国内有21个经营大区，其中公交7个，非公交14个；直销人员560人，合约经销商228家，覆盖所有省份及重点城市，2020H1经销商占整体销量比重约9.7%，销售额比重约7.9%	全球布局，通过120余名海外销售人员和70余家子公司、办事处、经销合作伙伴等多渠道覆盖，并在哈萨克斯坦、哥伦比亚、巴基斯坦等十余个国家和地区通过组装方式本土化合作，实现由产品输出走向“技术输出和品牌授权”的创新业务模式。截止2020年6月30日，累计出口7.3万辆
售后网点	不断拓展、优化服务网络。在郑州、兰州、广州、济南、长沙、西安、长春、上海、乌鲁木齐、成都、武汉、南宁、沈阳独资建立13家4S中心站，并通过2,000余家特约服务网点及190余家配件经销商，形成多元化服务网络	截止2020年6月30日，海外拥有208家授权服务站或服务公司，330余个授权服务网点，覆盖90个国家和地区。在俄罗斯、澳大利亚、巴拿马、南非、阿联酋等地建立多个海外配件中心库，并授权104家配件经销商为终端用户提供配件。由150余名服务工程师与维修技师组成的一线服务团队，在海外各主要市场开展培训和运营等工作。

资料来源：Wind，华泰研究

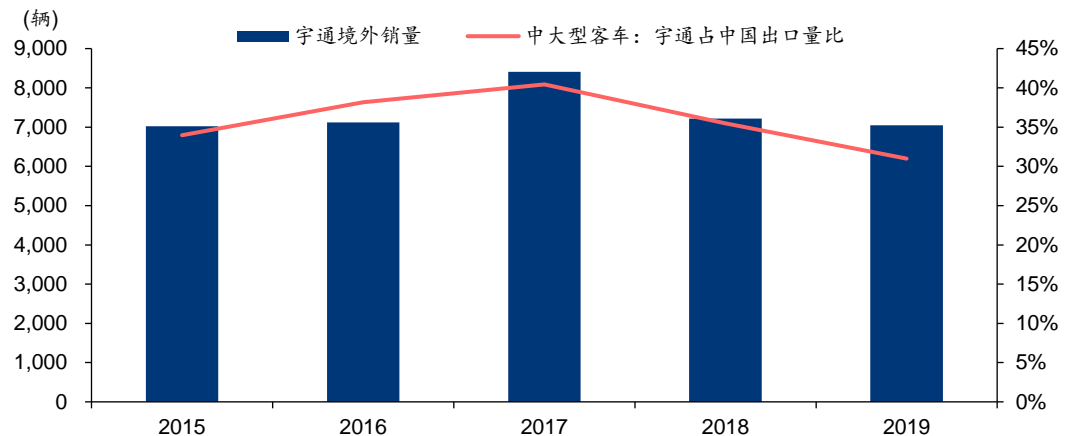
随着海外疫情控制和经济活动复苏，2020年延后的客车需求也将在2021年逐步释放。2018-2019年宇通出口销量下滑，主要是由于出口客车以传统客车为主，与欧美老牌客车直接竞争，优势不明显；其次，宇通主要出口发展中国家，在经济不景气的背景下，需求疲软。我们看好宇通客车新能源客车未来出口销量持续增长，在全球客车新能源化的背景下，宇通新能源客车具有先发优势和技术优势，综合竞争力强于布局较晚的老牌客车品牌，海外新能源客车需求将成为公司新的增长点。

图表7：2016年以来境外销售收入占比逐年提升，2019年占比达20.7%



资料来源：Wind，华泰研究

图表8：2015-2019年，宇通境外销量均达7000辆以上，中大型客车出口量占比保持在30%以上

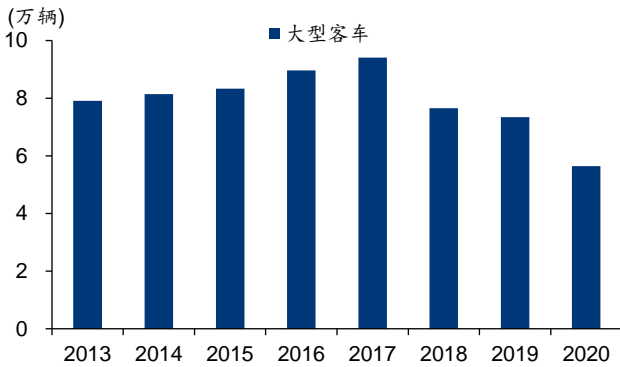


资料来源：Wind，中汽协，华泰研究

短期受益需求复苏，中长期受益集中度提升和客车置换 疫情影响 2020 年客车需求，有望在 2021 年释放

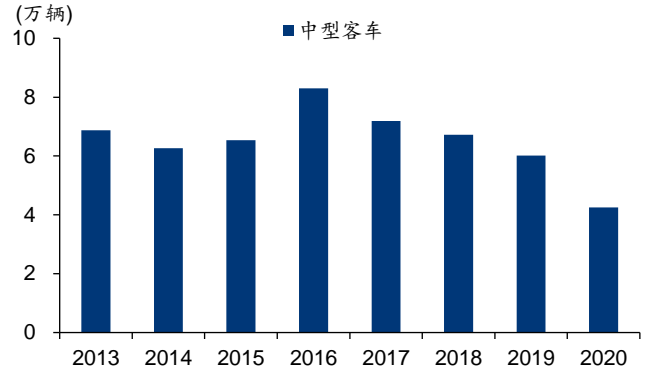
2020 年受疫情影响，中国客车销量创 2013 年来新低。疫情影响集体出行和经济活动开展，导致 2020 年客车需求下降，中大型客车销量分别同比下降 23%、29%。我们认为客车销量下滑主要是由于疫情影响出行和公交等企业推迟招投标而导致需求延后。

图表9：2020 年大型客车销量同比下降 23%



资料来源：中汽协，华泰研究

图表10：2020 年中型客车销量同比下降 29%



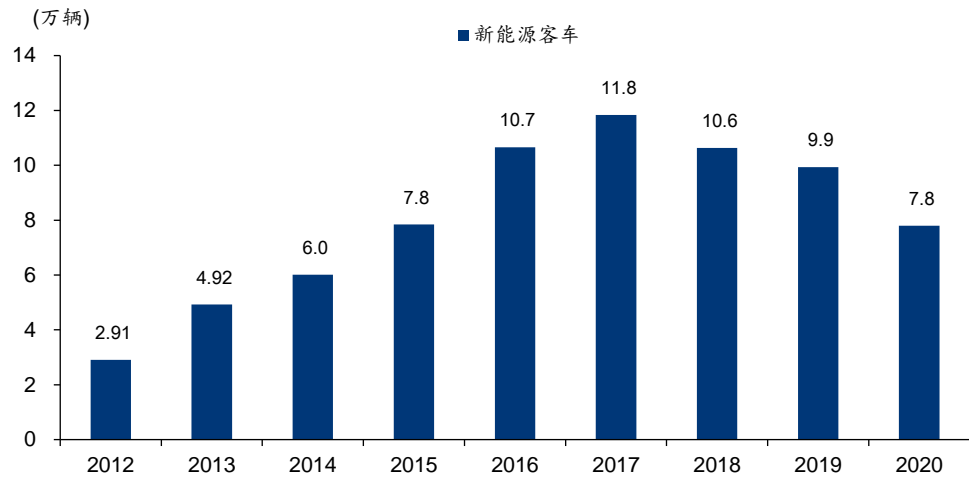
资料来源：中汽协，华泰研究

新能源客车行业逐步市场化，新一轮置换即将到来

中国客车行业 2014 年以来销量承压，未来行业集中度提升利好龙头企业。客车行业销量自 2014 年以来持续下滑，主要是受到以下几个因素影响：1) 新能源汽车补贴下降，导致提前采购需求透支；2) 私家车、高铁等替代产品普及，市场需求萎缩；3) 校车市场由于政策扶持力度不足，需求下降；4) 全球经济不景气，海外需求不足；5) 贸易摩擦，部分国家贸易保护，进口客车较少；6) 2020 年主要受新冠疫情影响。随着行业销量承压、新能源补贴退坡，行业部分产能面临出清，行业集中度有望进一步提升，我们认为中大型龙头企业宇通客车凭借齐全的品类和规模化优势，将受益于行业集中度提升。

公交客车未来全面新能源化。2020 年 11 月份，国务院办公厅印发的《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》提出，公共领域用车全面电动化，燃料电池汽车实现商业化应用，我们认为未来城市公交将全面新能源化，包括新增需求和置换需求，尤其是 2016 年及以前的插电混动、纯电动客车，由于当时电池技术、电机等零部件性能差，面临置换。而 2017-2018 年较高基础的新能源车，也将在 2022 年后逐步得到替换。

其次，随着新能源客车国补退坡、地方补贴退出，未来新能源公交领域将逐步市场化，我们认为原来靠补贴存活的地方性中小型客车企业，将由于盈利能力差、人才和技术落后等困境而破产，行业集中度有望进一步提高。

图表11： 2016年及之前新能源车由于技术不成熟，存在替换需求


资料来源：Wind，中汽协，华泰研究

发布股权激励方案，调动员工积极性

公司2021年2月10日发布了《公司2021年限制性股票激励计划（草案）》，计划授予限制性股票5115万股，占公司总股本的2.31%，覆盖董事、高级管理人员、重要管理人员、核心技术人员和业务骨干等555人，授予价格为每股6.99元。业绩考核目标要求公司2021-2023年净利润分别较2020年增长不低于116%、202%和315%。此次股权激励主要是为了建立、健全公司长效激励，吸引和留住优秀人才，充分调动核心骨干员工的积极性，有效地将股东利益、公司利益和员工利益结合在一起，我们认为这有助于公司整体竞争力的提升，在行业集中度提升的过程中，能够最大化公司利益和市占率的提升幅度。

图表12： 股权激励方案解除限售时间及条件

解除限售安排	解除限售时间	可解除限售数量占获授权益数量比例	业绩考核目标
第一个解除限售期	自授予完成登记之日起12个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起24个月内的最后一个交易日当日止	三分之一	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	自授予完成登记之日起24个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起36个月内的最后一个交易日当日止	三分之一	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	自授予完成登记之日起36个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起48个月内的最后一个交易日当日止	三分之一	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《公司2021年限制性股票激励计划（草案）》，华泰研究

公司预计此次限制性股票方案需摊销的总费用为3.99亿元，分四年摊销，2021-2024年分别摊销1.42、1.66、0.72、0.19亿元。我们认为此次股权激励费用摊销主要对短期净利润（尤其是2021、2022年）影响较大，但随着行业集中度提升和股权激励带来的综合竞争力提升，公司长期盈利能力有望逐步提升。

图表13： 预计限制性股票实施对各经营期业绩影响

授予的限制性股票数量（万股）	需摊销的总费用（亿元）	2021	2022	2023	2024
5,115	3.99	1.42	1.66	0.72	0.19

资料来源：公司公告《公司2021年限制性股票激励计划（草案）》，华泰研究

盈利预测

我们认为随着海外疫情好转，以及经济活动恢复，国内、海外对中大型客车的需求将恢复，而龙头公司由于供应链、规模等优势，在盈利能力、销量等方面将更受益。

客车产品：

我们之前对宇通客车的盈利预测主要基于 2020 年下半年业务逐步恢复，由于 2020 年下半年国内疫情反复和国外疫情加重，导致国内外中大型客车招投标推后，以及我们认为有可能由于部分地方政府迫于财政压力而降低采购数目，导致 2020 年下半年宇通客车销量未能大幅增加。由于 2021 年 1 月以来，随着国内外疫苗的接种，疫情得到了明显的控制，我们认为 2021 年客车销量有望迎来旺季（比如公交客车、旅游客车等招投标重启），海外出口也有望随着海外旅游业等活动恢复而得到增长。我们根据 2020 年各月客车的销量情况，下调 2020 年营业收入预测。2020 年客车需求会推迟到 2021 年释放，我们上调 2021 年客车产品营业收入，由于客车生产存在规模效应，我们下调 2020 年客车产品毛利率，并上调 2021-2022 年毛利率。

客车服务

客车服务随疫情得到控制而恢复，2020 年下半年积压的活动、需求有望推到 2021-2022 年，我们上调客运服务 2021、2022 年营业收入。由于 2020 年下半年继续受疫情影响，我们下调 2020 年毛利率，2021-2022 年随着疫情结束，客车服务恢复正常，我们假设毛利率不变。

房地产及其他业务

两块业务非公司核心业务，收入占比不超过 15%。另外，房地产业务和其他业务受疫情影响较小，此前盈利预测已考虑疫情影响，因此，保持对房地产和其他业务此前的营收、毛利率的假设。

图表 14：2020 年宇通客车各月车型销量

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
大型客车	1,141	182	865	941	1,796	1,274	1,284	1,802	1,371	1,686	1,841	2,460
中型客车	1,373	52	394	1,289	1,257	1,555	1,211	2,184	1,662	1,337	1,939	3,139
轻型客车	381	153	615	544	501	585	681	842	905	619	787	1,108
总销量	2,895	387	1,874	2,774	3,554	3,414	3,176	4,828	3,938	3,642	4,567	6,707
同比增速	-45%	-64%	-56%	-51%	-24%	-25%	-59%	-10%	8%	25%	0%	-26%

资料来源：Wind，华泰研究

图表 15：各业务假设变动

各业务收入（百万元）	变动前			变动后			变动幅度		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
客车产品	21,949	27,719	30,088	19,625	29,450	30,132	-10.6%	6.2%	0.1%
客运服务	30	80	90	23	94	117	-23.3%	17.0%	30.0%
房地产	428	556	723	428	556	723	0.0%	0.0%	0.0%
其他业务	1,500	2,200	2,500	1,500	2,200	2,500	0.0%	0.0%	0.0%
总营业收入	23,907	30,555	33,401	21,576	32,299	33,471	-9.7%	5.7%	0.2%

资料来源：华泰研究预测

图表 16：毛利率假设变动

各业务毛利率	变动前			变动后			变动幅度 (pct)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
客车产品	23.0%	24.7%	24.7%	20.0%	26.0%	25.7%	-3.0	1.3	1.0
客运服务	10.0%	22.5%	22.6%	2.0%	22.5%	22.6%	-8.0	0.0	0.0
房地产	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	0.0	0.0	0.0
其他业务	14.0%	16.8%	16.6%	14.0%	16.8%	16.6%	0.0	0.0	0.0
综合毛利率	22.6%	24.3%	24.2%	19.8%	25.5%	25.2%	-2.8	1.2	1.0

资料来源：华泰研究预测

考虑 2020 年下半年国外疫情冲击, 以及 2021-2022 年生产经营的恢复, 我们调整公司的盈利预测, 预计 2020-2022 年营业收入 216/323/335 亿元 (前值 239/306/334 亿元), 归母净利润至 5.8/21.0/23.9 亿元 (前值为 10.2/18.6/19.9 亿元), 对应 EPS 为 0.26/0.95/1.08 元 (前值 0.46/0.84/0.90 元)。2021 年可比公司 PE 均值为 19 倍 (Wind 一致预期), 考虑公司是中大型客车和新能源客车领域龙头, 有望凭借新技术 (自动驾驶、燃料电池等研发)、成本控制能力实现市占率持续提升, 给予公司 2021 年 20 倍 PE, 对应目标价 19.00 元 (前值 16.80 元), 维持“增持”评级。

图表17: 可比公司估值 (2021/03/18)

证券简称	代码	EPS (元)			PE (倍)		
		20E	21E	22E	20E	21E	22E
江铃汽车	000550 CH	0.58	1.09	1.84	44	23	14
广汽集团	601238 CH	0.68	0.90	1.09	16	12	10
中国重汽	000951 CH	2.72	3.06	3.27	17	15	14
福田汽车	600166 CH	0.09	0.17	0.19	46	25	21
均值					31	19	15

资料来源: Wind, 华泰研究 (同类可比公司估值来自于 Wind 一致预期)

风险提示

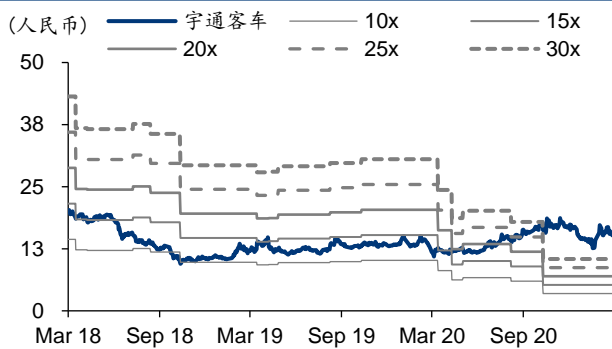
新冠疫情反复对客车行业景气度影响, 导致行业需求恢复不及预期;

新能源客车、公交受当地财政影响, 导致公司新能源客车销量不及预期;

海外市场疫情反复, 致公司出口不及预期;

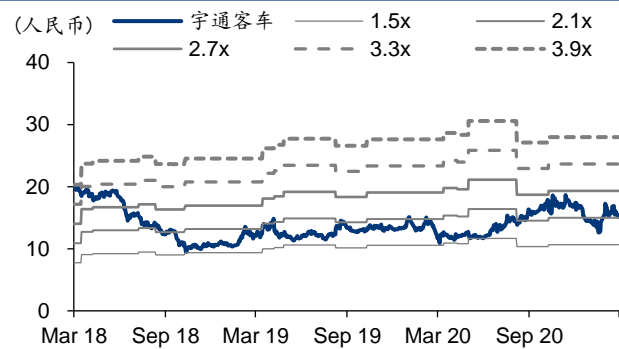
贸易摩擦带来的不确定性。

图表18: 宇通客车 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表19: 宇通客车 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	27,968	27,389	27,025	32,420	35,046
现金	2,912	4,719	3,985	6,377	8,353
应收账款	17,273	13,862	13,052	15,875	16,030
其他应收账款	1,351	1,119	1,300	1,400	1,500
预付账款	669.00	241.00	277.15	290.00	300.00
存货	3,833	4,377	4,504	4,287	4,599
其他流动资产	1,930	3,071	3,907	4,190	4,264
非流动资产	8,832	9,231	9,374	9,614	9,831
长期投资	674.30	745.30	805.30	885.30	965.30
固定投资	3,813	3,799	3,489	3,288	3,087
无形资产	1,181	1,272	1,422	1,622	1,822
其他非流动资产	3,163	3,414	3,658	3,818	3,956
资产总计	36,800	36,620	36,399	42,034	44,877
流动负债	17,776	16,437	15,642	19,460	20,545
短期借款	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	9,036	6,541	6,016	7,836	8,155
其他流动负债	8,735	9,896	9,626	11,625	12,390
非流动负债	2,267	2,517	2,779	3,303	3,592
长期借款	19.00	0.00	10.00	120.00	126.00
其他非流动负债	2,248	2,517	2,769	3,183	3,466
负债合计	20,043	18,954	18,421	22,763	24,137
少数股东权益	115.00	125.00	136.79	160.12	186.64
股本	2,214	2,214	2,214	2,214	2,214
资本公积	1,279	1,279	1,279	1,279	1,279
留存公积	12,145	12,946	13,235	14,493	15,924
归属母公司股东权益	16,642	17,541	17,841	19,110	20,554
负债和股东权益	36,800	36,620	36,399	42,034	44,877

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	2,577	5,340	3,594	5,221	5,415
净利润	2,329	1,961	580.41	2,105	2,377
折旧摊销	666.04	662.12	692.37	734.27	776.20
财务费用	325.00	212.00	194.00	300.00	300.00
投资损失	(111.00)	(108.00)	(142.00)	(142.00)	(156.20)
营运资金变动	772.00	(1,343)	1,186	1,964	1,631
其他经营现金	(1,404)	3,956	1,083	259.98	486.79
投资活动现金	(152.00)	(2,310)	(1,328)	(1,511)	(1,392)
资本支出	1,058	926.00	600.00	800.00	800.00
长期投资	837.00	(1,952)	(869.00)	(855.90)	(741.49)
其他投资现金	69.00	568.00	140.70	144.77	149.25
筹资活动现金	(1,553)	(1,445)	(2,758)	(1,315)	(2,044)
短期借款	(765.00)	(5.00)	0.00	0.00	0.00
长期借款	(2.00)	(19.00)	10.00	110.00	6.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(786.00)	(1,421)	(2,768)	(1,425)	(2,050)
现金净增加额	963.00	1,585	(494.15)	2,392	1,976

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	31,746	30,479	21,576	32,299	33,471
营业成本	23,706	23,058	17,304	24,074	25,055
营业税金及附加	195.00	243.00	193.73	258.39	234.30
营业费用	2,512	2,796	1,765	2,778	2,778
管理费用	772.00	830.00	760.84	1,130	1,105
财务费用	325.00	212.00	194.00	300.00	300.00
资产减值损失	200.00	(106.00)	(100.00)	(105.00)	(110.00)
公允价值变动收益	(151.00)	(20.00)	(22.00)	(24.20)	(26.62)
投资净收益	111.00	108.00	142.00	142.00	156.20
营业利润	2,468	2,018	535.12	2,276	2,533
营业外收入	99.00	78.00	85.80	94.38	103.82
营业外支出	20.00	12.00	13.20	14.52	15.97
利润总额	2,547	2,084	607.72	2,356	2,621
所得税	218.00	123.00	18.23	235.62	209.68
净利润	2,329	1,961	589.49	2,121	2,411
少数股东损益	27.00	21.00	11.79	23.33	26.53
归属母公司净利润	2,302	1,940	577.70	2,097	2,385
EBITDA	3,134	2,680	1,176	2,917	3,174
EPS (人民币, 基本)	1.04	0.88	0.26	0.95	1.08

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	(4.44)	(3.99)	(29.21)	49.70	3.63
营业利润	(31.46)	(18.23)	(73.48)	325.38	11.29
归属母公司净利润	(26.41)	(15.73)	(70.22)	263.03	13.72
获利能力 (%)					
毛利率	25.33	24.35	19.80	25.47	25.15
净利率	7.25	6.37	2.68	6.49	7.13
ROE	13.90	11.10	3.28	11.00	11.63
ROIC	6.13	5.19	1.29	4.67	4.92
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.46	51.76	50.61	54.15	53.78
净负债比率 (%)	(13.38)	(22.35)	(17.40)	(26.97)	(34.23)
流动比率	1.57	1.67	1.73	1.67	1.71
速动比率	1.28	1.37	1.40	1.41	1.45
营运能力					
总资产周转率	0.87	0.83	0.59	0.82	0.77
应收账款周转率	1.70	1.86	1.52	2.05	1.93
应付账款周转率	1.59	1.71	1.47	1.88	1.69
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.04	0.88	0.26	0.95	1.08
每股经营现金流(最新摊薄)	1.16	2.41	1.62	2.36	2.45
每股净资产(最新摊薄)	7.07	7.47	7.61	8.18	8.83
估值比率					
PE (倍)	14.50	17.21	57.79	15.92	14.00
PB (倍)	2.13	2.02	1.98	1.84	1.71
EV EBITDA (倍)	9.97	10.10	23.67	8.83	7.51

免责声明

分析师声明

本人,林志轩、王涛、邢重阳、刘千琳,兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见;彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格,以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制,但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期,华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来,未来回报并不能得到保证,并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员,其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正,但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考,不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现,过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现,分析中所做的预测可能是基于相应的假设,任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内,与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下,华泰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,为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员,也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可,任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并需在使用前获取独立的法律意见,以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求,同时注明出处为“华泰证券研究所”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林志轩、王涛、邢重阳、刘千琳本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司