

信义山证 汇通天下

证券研究报告

汽车

宇通客车（600066）

维持评级

报告原因：年报点评

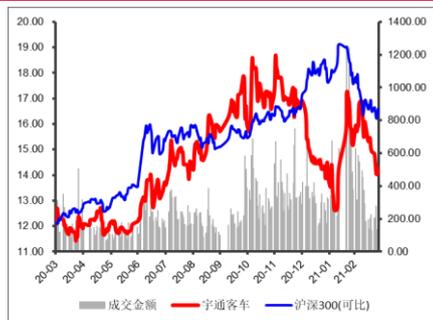
海外布局持续拓展，分红比例显著提升

增持

2021年3月30日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021-3-29

收盘价(元):	14.65
年内最高/最低(元):	17.90/12.35
流通A股/总股本(亿):	22.14/22.14
流通A股市值(亿):	324.34
总市值(亿):	324.34

基础数据：2020-12-31

基本每股收益(元/股):	0.21
每股净资产(元):	6.93
净资产收益率(%):	3.14

分析师：张湃

执业登记编码：S0760519110002

电话：0351-8686797

邮箱：zhangpai@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心7层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述：公司发布2020年年报，2020年，公司实现营业收入217.05亿元，同比-28.82%，归母净利润5.16亿元，同比-73.43%；2020Q4，公司实现营业收入80.91亿元，同比-15.92%，归母净利润3.60亿元，同比-41.56%。

事件点评

- **全年业绩下滑，单季度营收逐步改善。**一是近几年国内高铁及私家车普及程度提升，叠加新能源客车提前消费，客车需求总量下降，行业竞争加剧，二是2020新冠肺炎疫情爆发，导致公共出行需求和旅游客运需求下滑，加大客车行业下行压力，公司作为国内大中型客车龙头，业绩整体承压。2020年，公司营收、归母净利润同比分别下降28.82%、73.43%，同比降幅分别较上年同期扩大24.83pct、57.74pct，毛利率17.48%，同比-6.87pct。2020Q4，国内疫情防控形势整体好转，客车需求逐步恢复，公司业绩环比改善，公司营业收入、归母净利润环比分别增长34.78%、284.61%。2020Q1、Q2、Q3、Q4，公司营收同比分别为-41.97%、-37.40%、-28.19%、-15.90%，归母净利润同比分别为-146.13%、-44.62%、-85.48%、-41.56%。
- **销售费用率下降，分红比例显著提升。**主要受公司执行新收入准则及公司与收入相关的业务费用下降影响，公司销售费用整体下滑。2020年，公司销售费用同比下降44.51%，销售费用率为7.16%，同比-2.02pct，管理费用率、财务费用率分别为11.00%、0.34%，同比分别+2.45pct、-0.36pct；2020Q4，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为5.25%、11.23%、-0.64%，环比分别-3.03pct、+2.77pct、-3.58pct，同比分别-6.31pct、+1.52pct、-2.06pct。此外，2020年公司拟每股派发现金红利0.5元（含税），现金分红合计占公司2020年合并报表中归属于母公司股东的净利润比例为214.53%，持续高分红比例，且较2019年的114.11%进一步提升。

- **持续高研发支出，技术优势进一步扩大。**2020年，公司研发支出为15.52亿元，占营业收入的比例7.15%，较上年同期提升1.33pct，研发支出和研发支出在营收中的占比均在行业中处于较高水平，并持续将研发支出投入到客车关键技术领域，全年公司将研发投入到自动驾驶技术产品开发及升级，燃料电池相关技术产品开发和升级，T7高端商务车产品研发与完善。公司深耕多年，在自动驾驶系统研发、车联网及智能网联云平台技术的开

发、电子电气与软件的研发等方面取得多个重大进展。后续随着研发成果逐步转换，公司有望进一步提升技术优势。同时，在客车需求整体下滑，行业竞争持续加剧的背景下，公司有望依托自身技术积累，进一步扩大竞争优势，进而带动公司盈利能力整体提升。

➤ **海外布局持续拓展，有望为公司提供业务增长点。**2020年，公司与卡塔尔国家运输公司签约1002辆2022年卡塔尔世界杯车辆供应及服务合同，订单总金额近18亿元，进一步拓展公司海外业务布局。截止年末，公司累计出口各类客车超过75,000辆，并通过多种渠道模式将海外销售服务网络覆盖到欧洲、独联体、美洲、非洲、亚太、中东六大区域，且在埃塞俄比亚、马来西亚、埃及、巴基斯坦、哈萨克斯坦等十余个国家和地区通过KD组装方式进行本土化合作，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。同时，公司不断完善海外业务的服务和配件供应体系，依托公司产品优势、市场开发经验和供应体系，公司相关业务在海外客车市场的竞争力有望进一步提升，进而为公司业务提供持续增长点。

投资建议：行业层面来看，疫情防控形势整体好转，叠加城镇化推进，有望带动客车需求释放。公司作为客车行业龙头，大中型客车市占率遥遥领先，且客车品系丰富，产品链完善，并积极推进海外业务，持续布局客车关键技术领域，有望助力公司产品结构持续优化、盈利能力稳步提升。预计公司2021、2022年EPS分别为0.71、0.79元，对应公司2021年3月29日收盘价14.65元，公司2021、2022年PE分别为20.70、18.61，维持公司“增持”评级。

风险提示：行业政策大幅调整；高端产品推进不及预期；海外业务推进不及预期；海外疫情持续蔓延；客车市场下行压力加大。

2021年3月29日

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	22,945.8	23,997.0	25,424.0	28,375.6	营业收入	21705.0	25720.5	27829.6	29332.4
现金	6,150.8	3,592.1	4,210.2	6,000.0	营业成本	17912.0	19753.3	21373.1	22527.3
应收账款	9,862.4	13,139.3	13,513.5	14,185.3	营业税金及附加	181.8	205.8	222.6	234.7
其他应收款	910.1	1,039.1	1,104.4	1,193.0	销售费用	1553.3	1875.0	2028.8	2138.3
预付账款	280.7	275.6	157.2	130.4	管理费用	835.1	977.4	890.5	938.6
存货	5,016.7	3,788.3	4,099.0	4,320.3	研发费用	1552.0	1774.7	1725.4	1701.3
其他流动资产	725.1	2,162.6	2,339.8	2,546.7	财务费用	73.1	-33.5	52.5	187.8
非流动资产	10,366.0	9,488.2	9,760.6	11,599.6	加:其他费用	377.9	450.0	250.0	250.0
长期投资	806.2	741.7	764.5	770.8	资产减值损失	-88.4	74.0	-0.9	-19.3
固定资产	4,123.3	4,927.0	6,063.0	7,770.1	公允价值变动收益	93.6	5.9	2.0	-3.3
无形资产	1,241.1	1,158.3	1,081.1	1,009.0	投资净收益	88.7	210.0	210.0	210.0
其他非流动资产	4,195.5	2,661.1	1,852.0	2,049.6	营业利润	304.0	1759.6	1999.4	2080.5
资产总计	33,311.9	33,485.2	35,184.6	39,975.2	营业外收入	61.7	120.0	86.5	89.4
流动负债	15,014.8	15,211.8	14,942.8	17,918.4	营业外支出	18.0	20.0	20.0	20.0
短期借款	75.0	21.7	0.0	3,611.5	利润总额	347.7	1859.6	2065.9	2149.9
应付账款	5,580.8	6,429.0	6,559.4	7,088.0	所得税	-170.4	278.9	309.9	322.5
其他流动负债	9,359.0	8,761.2	8,383.4	7,218.9	净利润	518.1	1580.6	1756.1	1827.4
非流动负债	2,854.5	3,369.4	4,320.2	5,100.5	少数股东损益	2.1	13.7	13.6	12.4
长期借款	0.0	1,240.0	2,441.0	3,361.0	归属母公司净利润	516.0	1566.9	1742.5	1815.0
其他非流动负债	2,854.5	2,129.4	1,879.2	1,739.5	EBITDA	2147.7	3466.7	4037.0	4368.8
负债合计	17,869.3	18,581.2	19,263.0	23,018.9	EPS (元)	0.2	0.7	0.8	0.8
少数股东权益	109.0	122.7	136.3	148.7	主要财务比率				
股本	2,213.9	2,213.9	2,213.9	2,213.9	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
资本公积	1,270.7	1,270.7	1,270.7	1,270.7	成长能力				
留存收益	11,207.2	12,224.9	13,432.4	14,849.6	营业收入	-28.79%	18.50%	8.20%	5.40%
归属母公司股东权益	15,333.6	15,709.6	16,917.1	18,334.3	营业利润	-84.94%	478.81%	13.63%	4.05%
负债和股东权益	33,311.9	34,413.5	36,316.4	41,501.9	归属于母公司净利润	-73.41%	203.67%	11.21%	4.16%
					获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	17.48%	23.20%	23.20%	23.20%
					净利率(%)	2.38%	6.09%	6.26%	6.19%
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	3.35%	9.98%	10.30%	9.89%
经营活动现金流	3,568.5	-432.9	2,039.4	1,035.4	ROIC(%)	6.77%	25.03%	14.91%	13.13%
净利润	518.1	1,566.9	1,742.5	1,815.0	偿债能力				
折旧摊销	657.0	415.9	509.7	649.2	资产负债率(%)	53.64%	53.99%	53.04%	55.46%
财务费用	26.8	-33.5	52.5	187.8	净负债比率(%)	82.91%	89.70%	76.87%	58.55%
投资损失	-88.7	-210.0	-210.0	-210.0	流动比率	1.53	1.58	1.70	1.58
营运资金变动	4,762.7	-2,265.9	-69.9	-1,396.4	速动比率	1.19	1.33	1.43	1.34
其他经营现金流	-2,307.3	93.6	14.6	-10.1	营运能力				
投资活动现金流	1,051.8	275.4	192.2	200.1	总资产周转率	0.62	0.77	0.81	0.78
资本支出	0.0	0.0	0.0	0.0	应收账款周转率	1.90	2.44	2.27	2.31
长期投资	-60.7	64.4	-22.7	-6.3	应付账款周转率	3.58	4.28	4.29	4.30
其他投资现金流	1,112.5	210.9	214.9	206.4	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-3,066.2	670.9	591.9	3,946.0	每股收益(最新摊薄)	0.23	0.71	0.79	0.82
短期借款	75.0	-53.3	-21.7	3,611.5	每股经营现金流(最新摊薄)	1.61	-0.20	0.92	0.47
长期借款	0.0	1,240.0	1,201.0	920.0	每股净资产(最新摊薄)	6.93	7.10	7.64	8.28
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0	估值比率				
资本公积增加	-8.0	0.0	0.0	0.0	P/E	62.9	20.7	18.6	17.9
其他筹资现金流	-3,133.1	-515.8	-587.4	-585.6	P/B	2.1	2.1	1.9	1.8
现金净增加额	1,554.1	513.4	2,823.5	5,181.5	EV/EBITDA	13.19	8.31	7.59	7.77

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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

