

## 周期与成长共振——宇通客车

2021-08-11

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

证券分析师：戴仕远 daishiyuan@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521060004



国信证券经济研究所

GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

# 投资摘要

## ➤ 关键结论与投资建议:

- 随着疫情见底、新能源透支效应消化以及电动客车出口、智能化加速，公司作为大中客龙头有望迎来周期与成长共振。
- 周期性：新能源透支消化、疫情见底，行业有望迎来拐点。 1) 公司营收约90%来源于大中客。大中客营收约50%、销量约40%来源于公交车，公交车的周期性一方面来源于自身的更换周期，另一方面和地方财政支出高度相关。大中客销量中40%+来源于座位客车，周期性主要来源于自身的更换周期。2) 公交车进入新能源透支效应的第三年，公路车中旅游和团体为新能源透支效应消化的第五年，均处于后期；公路车中客运班线已经历8年运营更换周期，有望企稳。3) 随着疫情见底，国内公交、旅游、客运以及出口被抑制的需求有望释放。
- 成长性：电动车出口、智能化迎来催化。 1) “碳中和”背景下，欧洲通过《欧洲气候法》以及拜登当选，海外电动客车迎来催化，有效出口市场有望扩容，预计提供10万辆潜在出口市场（2020年我国大中客销量为9.6万辆，其中出口1.3万辆）。2) 随着5G大规模应用，公交智能化将提速，传统客车企业商业模式有望拓展至解决方案、总包建设，市场规模将从500亿元提升至2000亿。若考虑到运营服务市场，约新增2000亿空间。3) 宇通客车在公交客车市占率（约25%）远小于在公路车市占率（约50%），随着新能源补贴退坡，格局改善，公司市占率仍有提升空间。
- 市值空间：我们预计2021-2023年公司归母净利润为11.9/20.5/25.9亿元（原预期2020-2022年归母净利润为5/11/19亿元），考虑到2021-2025年公司归母净利润CAGR为33%，我们给予2022年公司18-20倍PE，对应今年合理价格区间为16.3-18.1元，当前股价距离目标估值有41%-56%空间，维持“买入”评级。中长期看，随着智能化商业模式落地，公交市场长期增长空间大，公司估值中枢有望提升。

# 投资摘要

## ► 核心假设或逻辑:

- 核心假设一：随着新能源透支效应消化以及疫情冲击结束，我们预计大中客行业国内销量从2020年的8.3万辆提升至2025年的15万辆。
- 核心假设二：随着海外电动车需求爆发带动国内电动大中客出口，大中客出口销量从2020年的1.4万辆提升至2025年的5.1万辆。整体来看，大中客行业销量从2020年的9.6万辆提升至2025年的20.1万辆。
- 核心假设三：2020年，公司整体市占率为35%，其中座位客车48.5%、公交25.3%。随着新能源补贴退坡、行业出清，公司市占率有望提升至39%。公司大中客销量从2020年的3.4万辆提升至2025年的7.9万辆。
- 核心假设四：盈利能力方面，假设在2021年电控与电机年降为7%，2022年及以后年降为5%；电池成本在2023年之前每年降0.05元/WH，2024年及以后价格为0.6元/WH。假设新能源产品毛利率在2023年补贴取消后降低至传统车20%左右水平。
- 核心假设五：5G时代公交智能化提速，客车行业从四个维度陆续实现商业模式的升级，公交市场规模有望拓展至4000亿元。

# 投资摘要

## ➤ 与市场预期不同之处:

- 当前市场对客车行业成长性认识较少，电动客车出口以及5G时代客车企业商业模式拓展研究较少。本文站在宇通客车周期性与成长性两个角度预判客车行业未来的变化，较有意义。

## ➤ 股价变化催化剂:

- 一、新能源透支效应消化好于预期，被抑制的需求提前放量。
- 二、海外电动车出口需求好于预期。
- 三、智能化提速好于预期，新商业模式落地加速。

## ➤ 核心假设或逻辑的主要风险:

- 一、对被抑制的需求计算存在偏差，需求释放存在低预期风险。
- 二、海外电动车市场存在地方保护的风险。
- 三、智能化时代，客车企业商业模式存在拓展不及预期的风险。

# 估值与投资建议

- **绝对估值：**根据主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为18.6-21.9 元。
- 公司所处行业正处智能化升级阶段，单车均价持续上升，商业模式有望从生产制造向一体化解决方案延展。从公司角度考虑，公司以优质产品和销售服务等综合竞争力，有望持续提升市场份额。综合来看，短期看好新能源公交更新需求带来的行业周期性回升，中期看好新产品（氢燃料电池客车、校车、房车等）和新市场（海外出口）带来增量，远期看好客车无人驾驶（Robobus）带来卖客车-运行方案-系统总包-出行服务的新商业模式变化。公司盈利预测假设条件见下：

表1：公司盈利预测假设条件

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	-4.0%	-28.8%	18.9%	26.3%	3.3%	14.0%	10.1%
营业成本/销售收入	75.7%	82.5%	82.0%	82.1%	81.4%	81.3%	81.3%
管理费用/销售收入	2.6%	3.7%	6.0%	5.0%	4.5%	4.0%	3.5%
销售费用/销售收入	9.2%	7.2%	6.0%	5.0%	4.5%	4.0%	3.5%
营业税及附加/营业收入	0.8%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
所得税税率	5.9%	-49.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股利分配比率	60.8%	441.5%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%

表2：资本成本假设

无杠杆Beta	1.13	T	15.00%
无风险利率	3.20%	Ka	10.55%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆Beta	1.61
公司股价	11.42	Ke	13.68%
发行在外股数	2214	E/(D+E)	66.59%
股票市值(E)	25284	D/(D+E)	33.41%
债务总额(D)	12688	WACC	10.61%
Kd	5.30%	永续增长率 (10年后)	4%

表3：绝对估值和相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC变化					
		9.6%	10.1%	10.61%	11.1%	11.6%	
永续 增长 率变 化	5.5%	32.23	27.64	23.99	21.02	18.58	
	5.0%	28.77	24.96	21.87	19.33	17.19	
	4.5%	25.98	22.76	20.11	17.89	16.01	
	<b>4.0%</b>	<b>23.69</b>	<b>20.93</b>	<b>18.61</b>	<b>16.65</b>	<b>14.97</b>	
	3.5%	21.78	19.36	17.32	15.58	14.07	
	3.0%	20.15	18.02	16.21	14.64	13.27	
	2.5%	18.75	16.86	15.22	13.80	12.56	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

# 估值与投资建议

- **相对估值：** 综合比较各公司 PE 估值以及业绩增速，得到公司的合理价值区间为 16.3-18.1 元。
- 选取 1) 中通客车、亚星客车、比亚迪四家和宇通客车业务接近的客车行业上市公司；2) 和宇通客车均有较高行业竞争地位的全球龙头白马股福耀玻璃、潍柴动力做比较，采用 PE 法估值。需要说明的是 1) 比亚迪由于业务结构复杂，除了客车业务以外还有乘用车、电子、电池以及云轨等业务，对应 PE 值较纯客车行业更高；2) 中通客车和金龙汽车市场近半年来已无卖方覆盖，尚无未来三年 EPS 一致预期。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 18-20 倍 PE，对应 2022 年的合理价格区间分别为 16.3-18.1 元。

**表3：同类公司估值比较（20210810）**

证券简称	最近收盘价	总市值	ROE (%)	每股收益			市盈率		
				20	21E	22E	20	21E	22E
中通客车	5.41	32	0.85	0.04			136		
金龙汽车	7.39	53	0.67	-0.02			-370		
比亚迪	292.00	7,353	7.45	1.47	1.84	2.56	199	158	114
潍柴动力	20.50	1,711	19.10	1.16	1.25	1.42	18	16	14
福耀玻璃	52.72	1,320	12.11	1.04	1.53	1.90	51	35	28
平均			8.04	0.74	1.54	1.96	6.8	69.7	52.1
宇通客车	11.58	262	3.14	0.23	0.54	0.93	50	22	13

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

# 目录

一、周期性：新能源透支消化、疫情见底，行业有望迎来拐点

---

二、成长性：电动车出口、智能化迎来催化

---

三、竞争力：宇通客车核心竞争力突出

---

四、盈利预测与估值建议

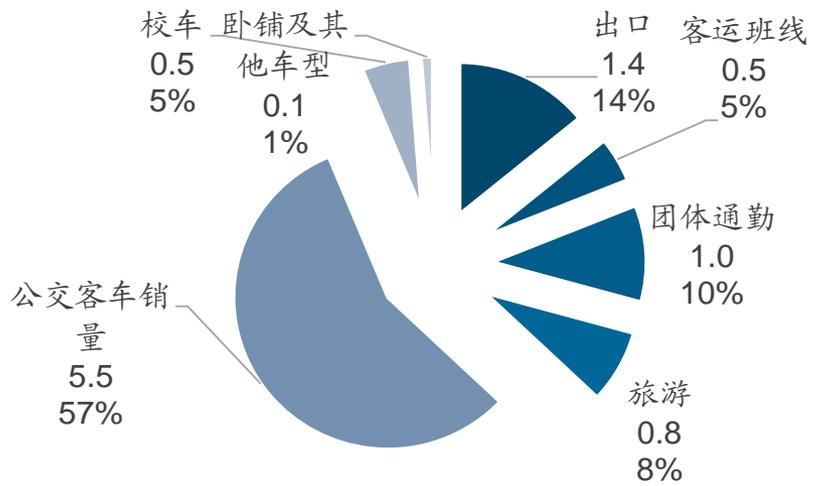
---

五、风险提示

# 周期性来源于更新周期、地方财政支出，受疫情冲击较大

► 大中客周期性主要来源于更新周期以及地方财政支出，约90%需求受到疫情冲击。宇通客车营收约90%来源于大中客，从2020年行业大中客销量来看：1) 公交车占57%，周期性来源于更新周期、地方财政支出。2) 旅游车和团体车占18%，属于享受型需求，周期性主要来源于更新周期。3) 客运班线占5%，从2012年开始被铁路、私家车替代，经历8年的运营更换周期，当前处于周期底部。4) 出口占14%，2020年受疫情冲击仅为1.4万辆（往年出口稳定在2万辆左右）。5) 校车&其他占6%，需求相对稳定。6) 大中客中约90%的需求（公交&旅游&客运班线&出口）受疫情影响较大。

图1: 2020年大中客行业销量构成 (万辆)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

# 周期性：公交车、团体车新能源透支效应消化进入后期

- ▶ 受新能源政策调整影响，公交车2019年进入调整期；团体车由于2015-2017年补贴较高，于18年进入透支消化期。公交车进入新能源透支效应的第三年，公路车中旅游和团体为新能源透支效应消化的第五年，均处于后期。

图2：国内大中客中公交客车销量（万辆）

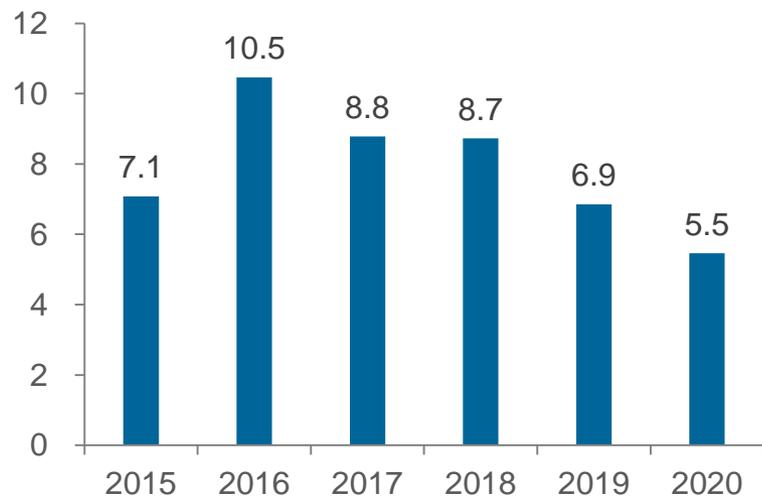
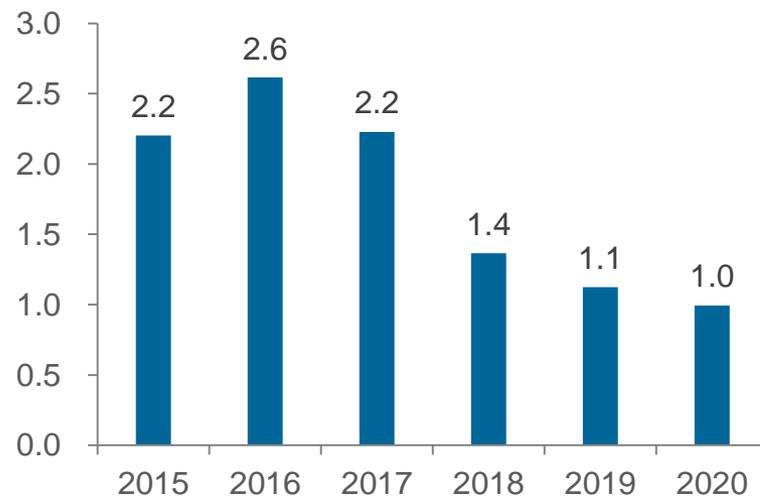


图3：国内大中客中团体车销量（万辆）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

# 周期性：公路车中客运班线经历8年运营更换周期

➤ 客运班线车从2012年开始被铁路、私家车替代，2011年销量高点约5万辆，当年不到1万辆，经历8年的运营更换周期，当前处于周期底部，有望起稳回升。

图4：我国旅客周转量（亿人公里）

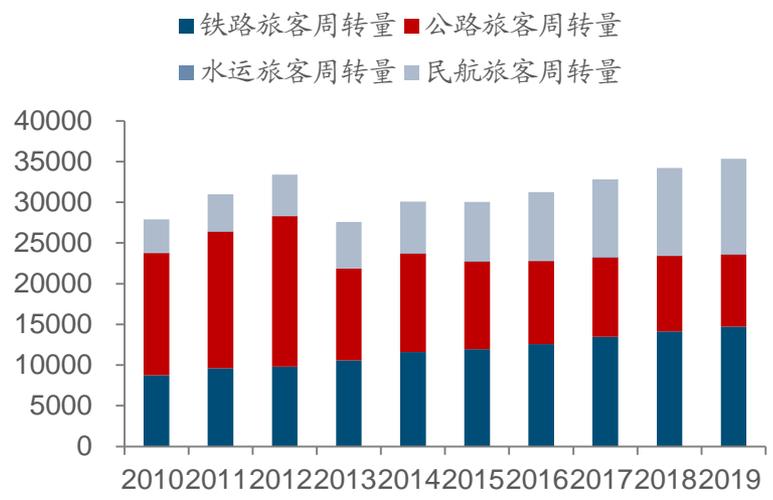
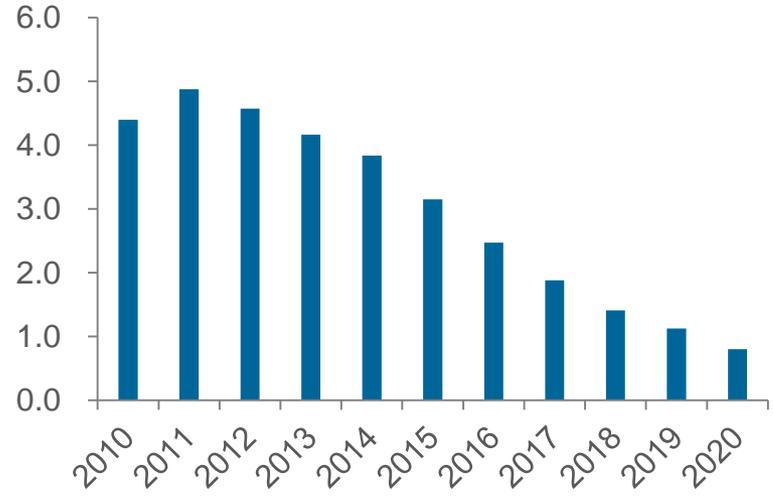


图5：大中客中客运班线销量（万辆）/含出口、估算



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

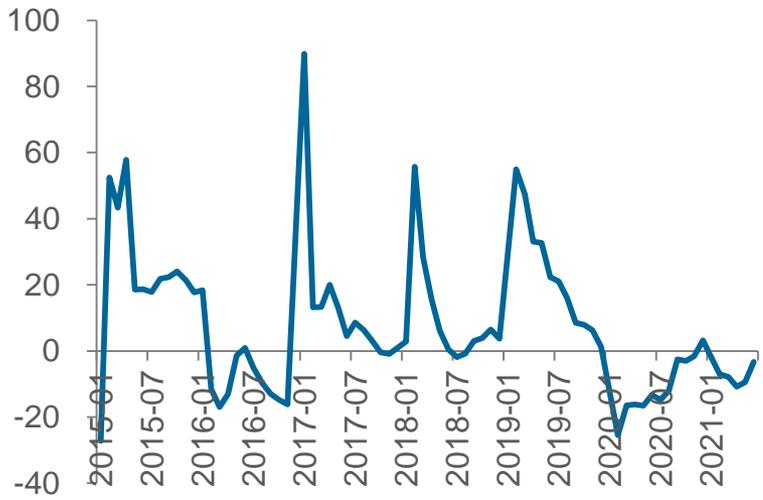
# 周期性：疫情见底，被抑制的需求有望释放

► 大中客中约90%的需求（公交&旅游&客运班线&出口）受疫情影响较大。受疫情影响，一方面大中客中更新需求被抑制，另一方面，地方财政收入紧张，交通运输支出受影响。随着疫情见底，被抑制的需求有望释放。

图6：地方财政收入（亿元）、增速



图7：公共财政支出:交通运输:累计增速 (%)



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

# 周期性：新能源透支消化、疫情见底，行业迎来拐点

➤ 随着国内新能源透支效应消化、疫情见底，被抑制的需求将持续释放，行业有望迎来拐点。我们预计大中客国内需求将从2020年的8.3万辆逐渐恢复至2025年的15万辆左右。

表5：我国大中客国内市场需求预测（万辆）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2030E
总销量	17.6	14.7	13.2	11.2	8.3	10.3	12.9	12.8	14.4	15.0	20.2
座位客车	6.2	5.1	3.6	3.5	2.2	2.7	3.2	3.6	3.9	4.4	7.0
客运班线	2.1	1.5	1.0	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	1.0
团体通勤	2.6	2.2	1.4	1.1	1.0	1.1	1.3	1.4	1.6	1.7	3.0
旅游	1.6	1.4	1.2	1.6	0.8	1.1	1.4	1.6	1.9	2.1	5.0
公交客车销量	10.5	8.8	8.7	6.9	5.5	6.9	9.0	8.5	9.6	9.7	12.0
校车	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8	1.0
卧铺及其他车型	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2

资料来源：中客网、公司公告、国信证券经济研究所整理

# 目录

一、周期性：新能源透支消化、疫情见底，行业有望迎来拐点

---

二、成长性：电动车出口、智能化迎来催化

---

三、竞争力：宇通客车核心竞争力突出

---

四、盈利预测与估值建议

---

五、风险提示

# 成长性：碳中和背景下，电动车出口迎来催化

- ▶ 全球大中型客车销售约40万辆左右，2019年纯电动客车销量为7.5万辆，主要由中国贡献，海外电动客车处于起步阶段。

图8：2019年全球大中客销量结构（万辆）

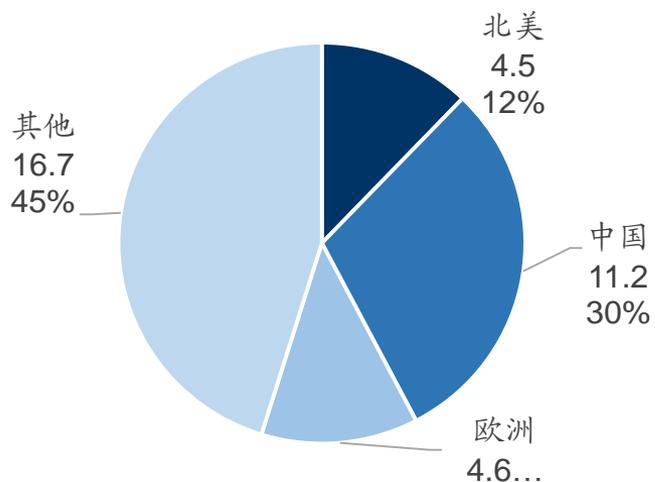
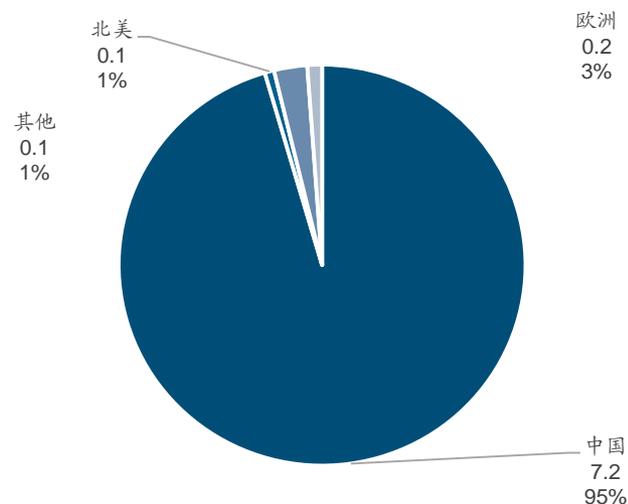


图9：2019年全球纯电动大中客销量结构（万辆）



资料来源：IEA、busworldacademy、宇通公告、中汽协、国信证券经济研究所整理

# 成长性：碳中和背景下，电动车出口迎来催化

► “碳中和”逐渐成为国家战略，新能源汽车是实现的重要途径。欧洲通过《欧洲气候法》以及拜登当选推动公交、校车电动化，海外电动客车迎来催化。

表6：设立“碳中和”目标的国家与地区汇总

目标日期	国家（或地区）	承诺性质	目标日期	国家（或地区）	承诺性质
2030年	乌拉圭	《巴黎协定》下的自主减排承诺		爱尔兰	执政党联盟协议
2035年	芬兰	执政党联盟协议		马绍尔群岛	提交联合国的自主减排承诺
2040年	奥地利	政策宣示		新西兰	法律规定
	冰岛	政策宣示		挪威	政策宣示
2045年	美国加利福尼亚	行政命令	2050	葡萄牙	政策宣示
	瑞典	法律规定		斯洛伐克	提交联合国
	加拿大	政策宣示		南非	政策宣示
	智利	政策宣示		韩国	政策宣示
	哥斯达黎加	提交联合国		西班牙	法律草案
	丹麦	法律规定		瑞士	政策宣示
2050年	欧盟	提交联合国	2060年	英国	法律规定
	斐济	提交联合国	本世纪后半叶尽	中国	政策宣示
	法国	法律规定	早	日本	政策宣示
	德国	法律规定		新加坡	提交联合国
	匈牙利	法律规定	目前为碳负	不丹	《巴黎协定》下自主减排方案

资料来源：中国碳交易网、国信证券经济研究所整理

# 成长性：碳中和背景下，电动车出口迎来催化

- “碳中和”逐渐成为国家战略，新能源汽车是实现的重要途径。欧洲通过《欧洲气候法》以及拜登当选推动公交、校车电动化，海外电动客车迎来催化。

表7：欧盟气候能源目标演进

时间	政策
2007年3月	《2020年气候和能源一揽子计划》，确定欧盟2020年气候和能源发展目标，将欧盟温室气体排放量在1990年基础上降低20%，将可再生能源在终端能源消费中的比重增至20%，将能源效率提高20%。
2011年	公布《2050年能源路线图》和《2050年迈向具有竞争力的低碳经济路线图》，提出欧盟2050年实现在1990年基础上减少温室气体排放量80%~95%的长远目标。
2014年10月	欧洲理事会通过《2030年气候与能源政策框架》，初步确定欧盟2030年气候和能源发展目标，即将温室气体排放量在1990年基础上降低40%，将可再生能源在终端能源消费中的比重增至27%，将能源效率提高27%。
2018年6月	欧盟就上调2030年可再生能源和能效目标达成协议，即到2030年可再生能源在终端能源消费中的比重增至32%、将能源效率提高32.5%。
2019年12月	欧盟委员会正式发布《欧洲绿色协议》，提出提高欧盟2030和2050年气候目标，即2030年温室气体排放量在1990年基础上减少50%~55%，2050年实现净零排放的碳中和目标
2020年3月	欧盟委员会提交《欧洲气候法》，旨在从法律层面确保欧洲到2050年实现气候中和。2020年10月，欧洲议会投票通过，到2030年温室气体排放在1990基础上减少60%。
2020年10月	欧洲议会投票通过，到2030年温室气体排放在1990基础上减少60%。

资料来源：北极星网、国信证券经济研究所整理

# 成长性：碳中和背景下，电动车出口迎来催化

► 我们预计全球大中客销量将从2019年37万辆提升至2025年46万辆。其中纯电动销量从7.5万辆提升至14.3万辆，增量主要来源于海外。

图10: 预计2025年全球大中客销量为46万辆

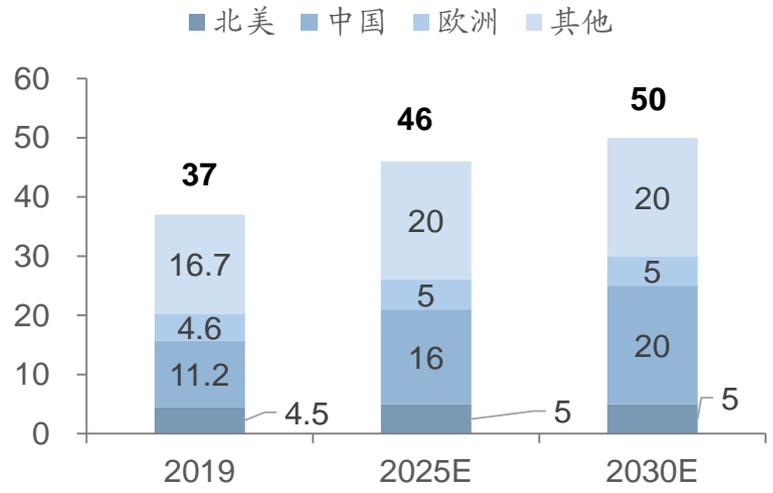
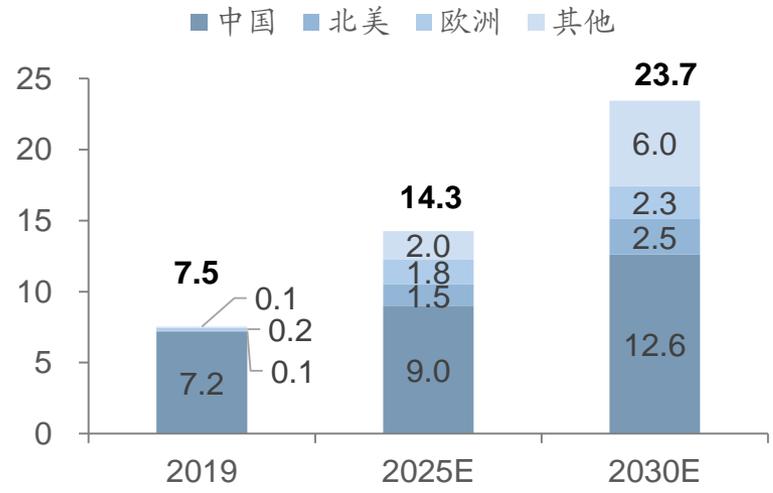


图11: 预计2025年全球纯电动大中客为14.4万辆



资料来源: bus world academy、IEA、WIND、国信证券经济研究所整理

# 成长性：碳中和背景下，电动车出口迎来催化

- 我国公交电动化战略早于欧洲5年，欧洲30家纯电动客车只有少数具有自主研发能力。自主客车企业具备多次技术迭代优势，具备丰富的运营经验以及实力，先发优势明显。我国出口电动车约占海外需求的40%，远高于大中客行业整体出口占海外需求比重。

表8：海外客车企业电动化起步较晚

欧洲客车企业	新能源布局
戴姆勒	于2018年底投产，并在德国莱茵内卡大区试运营
曼	2020年投产纯电动巴士
斯堪尼亚	2017年底有3台巴士投入运营，2019年初增加三台
沃尔沃	纯电动7900巴士于2017年投产，2017年9月第一辆车开始试运营，2018年交付8辆车

资料来源：汽车总站、国信证券经济研究所整理

# 成长性：碳中和背景下，电动车出口迎来催化

- 我国公交电动化战略早于欧洲5年，欧洲30家纯电动客车只有少数具有自主研发能力。自主客车企业具备多次技术迭代优势，具备丰富的运营经验以及实力，先发优势明显。我国出口电动车约占海外需求的40%，远高于大中客行业整体出口占海外需求比重。

表9：自主客车企业欧洲布局

客车企业	欧洲布局
比亚迪	前欧洲占有率最高的电动客车生产商，盖英国、法国、意大利、西班牙、葡萄牙、瑞典、匈牙利、挪威、荷兰、德国等
宇通客车	2004年，宇通客车正式进入欧洲市场，截止2020年8月宇通在整个欧洲地区整车销量超过8600辆，宇通已在法国、冰岛、丹麦、芬兰、保加利亚等地实现了纯电动客车的批量销售
开沃(南京金龙)	是在欧洲本土生产的第二个中国客车企业
海格	与Chariot合作的电动客车，在奥地利、意大利、南斯拉夫等地开展试运营
金旅客车	与荷兰电动巴士制造商EBUSCO合作生产电动巴士，EBUSCO产品在欧洲较受欢迎

资料来源：客车网、国信证券经济研究所整理

# 成长性：碳中和背景下，电动车出口迎来催化

- ▶ 我国公交电动化战略早于欧洲5年，欧洲30家纯电动客车只有少数具有自主研发能力。自主客车企业具备多次技术迭代优势，具备丰富的运营经验以及实力，先发优势明显。我国出口电动车约占海外需求的40%，远高于大中客行业整体出口占海外需求比重。

图12：我国大中客出口（万辆）、占海外需求比重

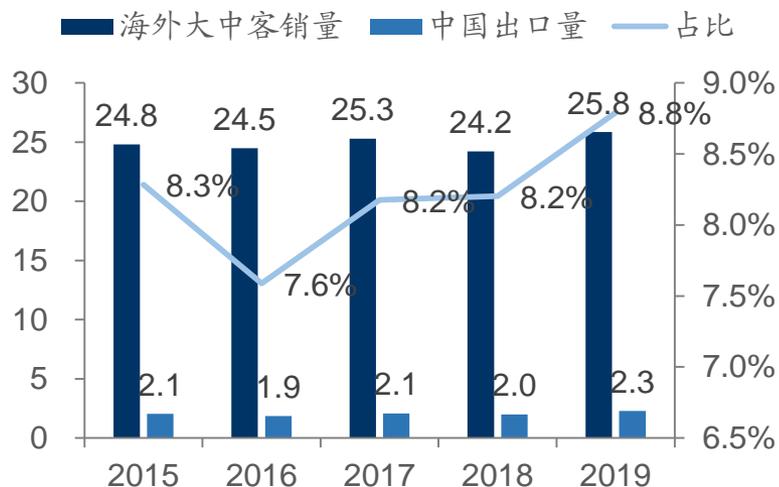


图13：我国纯电动客车出口（辆）、占海外需求比重



资料来源：IEA、中客网、公司公告、国信证券经济研究所整理

# 成长性：预计大中客销量将从9.6万辆提升至20.1万辆

- 假设我国占据海外纯电动客车50%份额，其他燃料客车10%份额，预计2025年我国大中客出口规模达到5.1万辆、2030年这一规模达到7.3万辆。根据前文对国内市场的预测，我们预计大中客销量将从2020年的9.6万辆提升至2025年的20.1万辆。

图14：我国大中客出口规模预测（万辆）

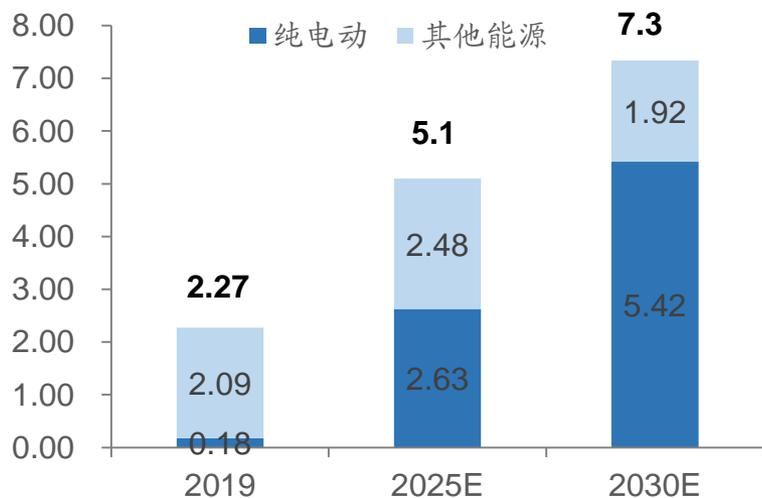


图15：我国大中客市场规模预测（万辆）

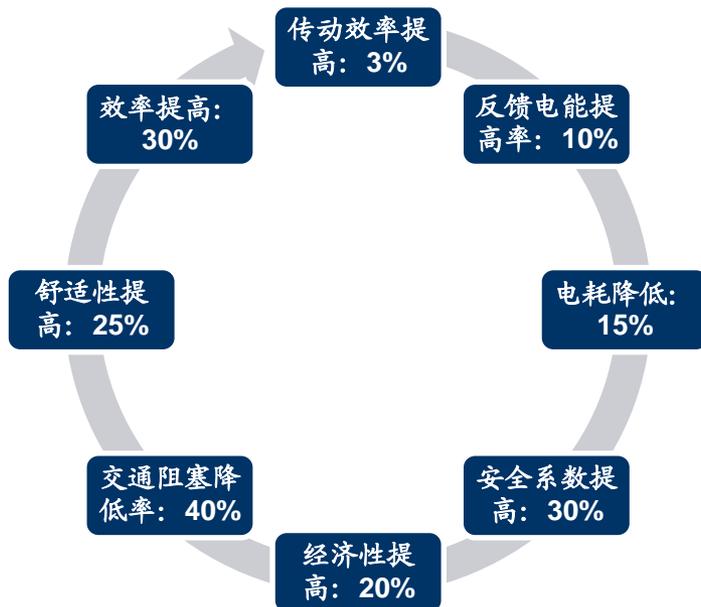


资料来源：bus world academy、IEA、公司公告、中汽协会、国信证券经济研究所整理

# 成长性：5G时代公交智能化提速，商业模式有望拓展

- ▶ 公交线路、车型、站点和到站时间固定，公交领域自动驾驶优点显著。根据客车信息网的数据，自动驾驶公交可以提升效率30%，是当前产业发展的重点。

图16：自动驾驶公交的优点



资料来源：中国客车网、国信证券经济研究所整理

# 成长性：5G时代公交智能化提速，商业模式有望拓展

- 公交线路、车型、站点和到站时间固定，公交领域自动驾驶优点显著。根据客车信息网的数据，自动驾驶公交可以提升效率30%，是当前产业发展的重点。

表10：公交智能化政策梳理

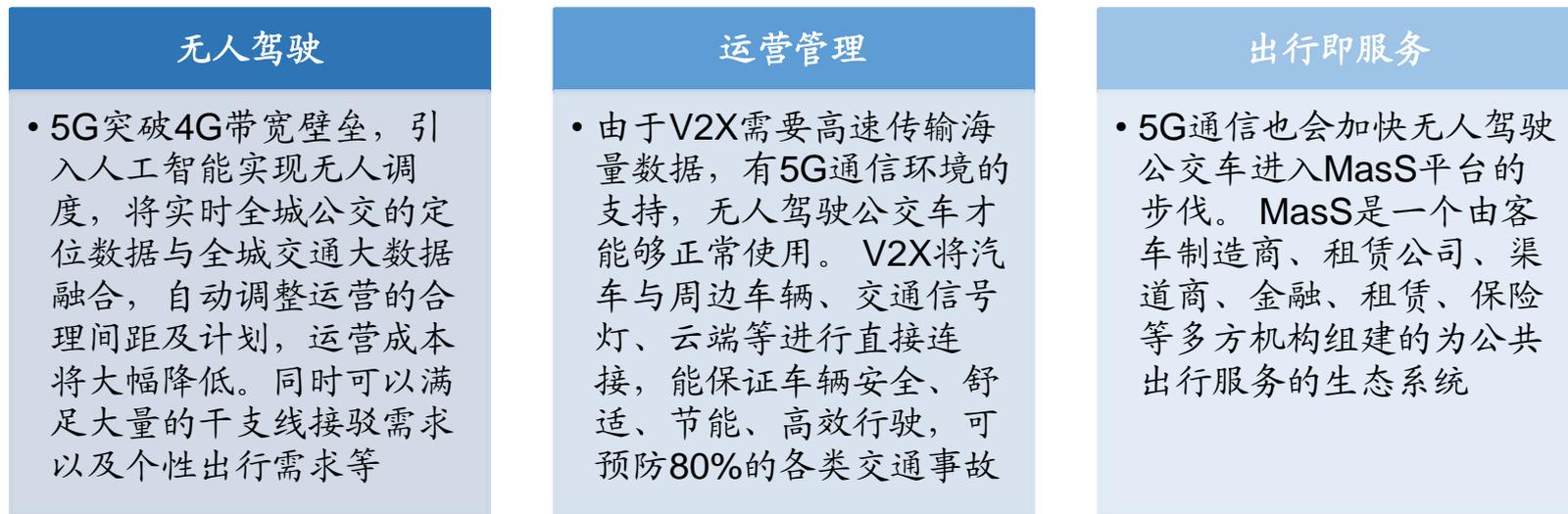
时间	相关政策
2011年11月	交通运输部发布《关于开展国家公交都市建设示范工程有关事项的通知》，启动公交都市示范创建工作；于2011年同步启动了公共交通智能化应用示范工程，针对第一批、第二批的36个公交都市示范城市，开展了公交智能化应用示范工程建设。
2012年1月	《公路水路交通运输信息化“十二五”发展规划推进方案》印发，加快推进交通运输信息化建设。
2012年9月	交通部启动十个城市公交智能化示范工程。
2012年12月	《国务院关于城市优先发展公共交通的指导意见》提出“深入贯彻落实科学发展观，加快转变城市交通发展方式，突出城市公共交通的公益属性，将公共交通发展放在城市交通发展的首要位置，着力提升城市公共交通保障水平。
2013年6月	《公交都市考核评价指标体系》制定，共设置30个考核指标和参考指标，推动落实公交都市创建工作。
2013年11月	公交都市建设示范工程第二批创建城市名单公布，天津、上海、杭州、广州等22个城市入选。
2014年6月	《城市公共交通智能化应用示范工程建设指南》印发，深化落实公交优先发展战略，支撑公交都市建设。
2015年1月	《城市客运标准体系（2014年）》发布，为适应城市客运发展的规范化、科学化和信息化的要求，不断提升城市客运标准化管理和服务水平。
2017年8月	“十三五”期全面推进公交都市建设第一批创建城市名单公布，河北省张家口市等50个城市入选。
2017年9月	《智慧交通让出行更便捷行动方案（2017—2020年）》印发，提出建设完善城市公交智能化应用系统，推动城市公交与移动互联网融合发展。
2019年9月	《交通强国建设》提出要构建先进的交通基础信息设施
2020年8月	《关于推动交通运输领域新型基础设施建设的指导意见》指出要提升公路全周期数字化水平
2021年2月	《国家综合立体交通网规划纲要》指出要推动智能网联汽车与智慧城市协同发展，建设城市道路感知体系，打造基于城市信息模型平台，集城市动态静态数据于一体的智慧出行平台

资料来源：中国客车网、交通部、国信证券经济研究所整理

# 成长性：5G时代公交智能化提速，商业模式有望拓展

- ▶ 当前的通信环境无法满足公交运营管理、无人驾驶以及出行服务的需求。5G通信拥有极高的速率、极大的容量以及极低的延迟，可以提高智能化数据采集以及传输速度，公交智能化将提速。

图17：5G时代公交智能化将提速



资料来源：中客网、公司公告、国信证券经济研究所整理

# 成长性：5G时代公交智能化提速，商业模式有望拓展

- ▶ 随着公交智能化提速，金龙、宇通、海格、比亚迪等主机厂纷纷布局，陆续推出智能化客车解决方案。

表11：我国客车企业智能化布局

企业	客车智能化布局
金龙客车	2017年5月发布“龙威II代”，瞄准车联网和自动化驾驶技术，通过智慧云大数据平台，更好地实现车辆智能化，为乘客和大众交通提供智能化解决方案。2019年5月发布5G智能网联城市公交——智慧城市之光XMQ6125AG。根据金龙客车对智能网联的规划，2017年-2018年，将实现部分自动驾驶；2020年-2022年，将实现有条件的自动驾驶；2025年将实现高度/完全自动驾驶。
宇通客车	2017年5月，宇通在2017北京客车展上推出了搭载智能网联系统的双源无轨电车。2019年5月，宇通与联通、移动合作在郑州新区智慧岛区域实现了5G信号全覆盖。4台5米长的L4级自动驾驶公交“小宇”开始在郑州新区智慧岛上的一条环形线路试运行。2020年10月，发布智慧出行整体解决方案，自动驾驶巴士小宇2.0全国首发。
比亚迪	2017年北京客车展上，比亚迪发布了2017款K9纯电动客车。K9采用了智能管理系统、智能钥匙启动系统、智能充电系统、智能监控技术等
海格客车	2017北京客车展上，海格推出了第一代大数据智慧客车——海悦，车道偏离预警系统(LDWS)和驾驶员疲劳监视预警系统，还配备第三代G-BOS客车智慧运营系统。2018年起，苏州金龙海格客车展开与华为MDC、T-Box、5G通讯等多个方面的合作。

资料来源：第一商用车网、中客网、国信证券经济研究所整理

# 成长性：5G时代公交智能化提速，商业模式有望拓展

► 5G车联网、智慧交通基建发展背景下，带给客车企业新的发展机遇。无人驾驶背景下客车行业有望从以下四个维度陆续实现商业模式的升级，公交市场规模有望拓展至4000亿元。

1) **模式一：单纯销售无人驾驶大巴。**传统客车均价 30-40 万，新能源客车均价 60 万，无人驾驶客车单价约 200 万，其中软件端（无人驾驶算法）基本都是宇通自研，增量 ADAS 硬件（激光雷达和毫米波雷达等感知层产品）外购。模式一市场空间：假设国内公交客车稳态年销量在 10 万辆，无人驾驶客车单价降低至 100 万，则完全替换无人驾驶，公交市场规模有望从 600 亿提升至 1000 亿。

2) **模式二：方案销售，大数据平台对运营客户售卖提升效率方案。**根据驾驶硬件对路况、驾驶员和乘员的信息收集，做线路定制和时间规划，提升运营效率，将方案打包出售给客户（通常是政府或者景区单位），可按次收费，或类似软件服务商年费模式。客车企业每年收取 10-20 万数据支持和方案设计费用，全国公交保有量 60-70 万辆，完全替换无人驾驶公交有望带来 1000 亿元潜在增量空间，假设远期 50% 年费收取率，则远期增量空间约 500 亿元。

3) **模式三：车路协同整体解决方案总包商。**客车企业作为项目总承包商的角色，整合基建、车联网通信等厂商共同建设示范园区，并提供无人驾驶大巴测试运营，由于全国推开无人驾驶线路建设周期极长，且需要法规配合，目前在机场、景区、部分产业园区的固定路线+特殊场景的客户更偏好于试用新模式，我们仅考虑国内机场数量（约 240 个），5A 级景区数量（约 260 个），假设平均单项目总包费用 1 亿元，模式三潜在市场空间约 500 亿元。

4) **模式四：从生产端转型运营商。**模式四市场空间：考虑每人每次公交车付费 2-3 元，2020 年全国城市公共汽电车客运总量 2052785 万人次，当前公交客车基础（不考虑广告投放等）运营市场空间约为 500 亿元；若考虑广告投放（月租 1.5-2 万元/辆公交，月租 3000 元/站点，60-70 万存量公交和 5 万+公交站点），有望增加 1200 亿元广告收入空间；若考虑闲暇模式（Robobus）包车服务收费 1000 元/天，单车单周平均出租 1 天，全年可出租约 50 天，有望增加 300 亿包车服务运营市场空间。综合看模式四潜在市场空间在 2000 亿元。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

# 宇通：发布智慧出行品牌，打造智慧出行整体方案提供商

▶ 宇通客车作为大中客行业引领者，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。2019年3月，宇通L4级自动驾驶巴士“小宇1.0”亮相博鳌亚洲论坛；2020年11月，宇通发布了“小宇2.0”。“小宇2.0”是业内首款支持无安全员运营的自动驾驶巴士，可实现在晴、雨、雾等各类天气及不同路况下自动驾驶，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。小宇2.0版能够满足园区、景区、公交、机场等多种应用场景需求，“小宇系列”已在宇通工业园、海南博鳌、郑州智慧岛、金融岛等多地运营。

图18： L4级自动驾驶巴士小宇2.0



图19： L4级自动驾驶巴士小宇2.0



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

# 宇通：发布智慧出行品牌，打造智慧出行整体方案提供商

宇通客车发布**5G智慧出行解决方案WITGO**，是基于人-车-路-站-场-云数据交互的一体化系统。“围绕聪明的车、智慧的路、智能站台、无人场站、自动充电、云控平台等6个核心部分及5G网络、智能网联安全2个基础部分进行实施，建设城市智慧出行交通系统。

图20：宇通客车发布智慧出行品牌WITGO



资料来源：宇通客车、国信证券经济研究所整理

# 宇通：发布智慧出行品牌，打造智慧出行整体方案提供商

▶ 宇通合作华为、阿里等，共建智慧城市创新联盟。5G连接未来，智慧赋能城市。为全面整合智慧城市产业链，助力5G、大数据、物联网、人工智能等新技术、新应用为代表的新型基础设施建设，带动智慧交通、智慧社区、智能制造等重大应用示范，宇通客车在5G智慧出行发布会现场与华为、阿里、浪潮集团、郑东建投、东龙控股、中国移动、中国联通、中国电信共同成立智慧城市创新联盟，将以技术创新需求为纽带，整合各方资源，为智慧出行助力，推动国内智慧城市的建设和发展。

图21：智慧城市创新联盟



资料来源：宇通客车公众号，国信证券经济研究所整理

# 目录

一、周期性：新能源透支消化、疫情见底，行业有望迎来拐点

---

二、成长性：电动车出口、智能化迎来催化

---

三、竞争力：宇通客车核心竞争力突出

---

四、盈利预测与估值建议

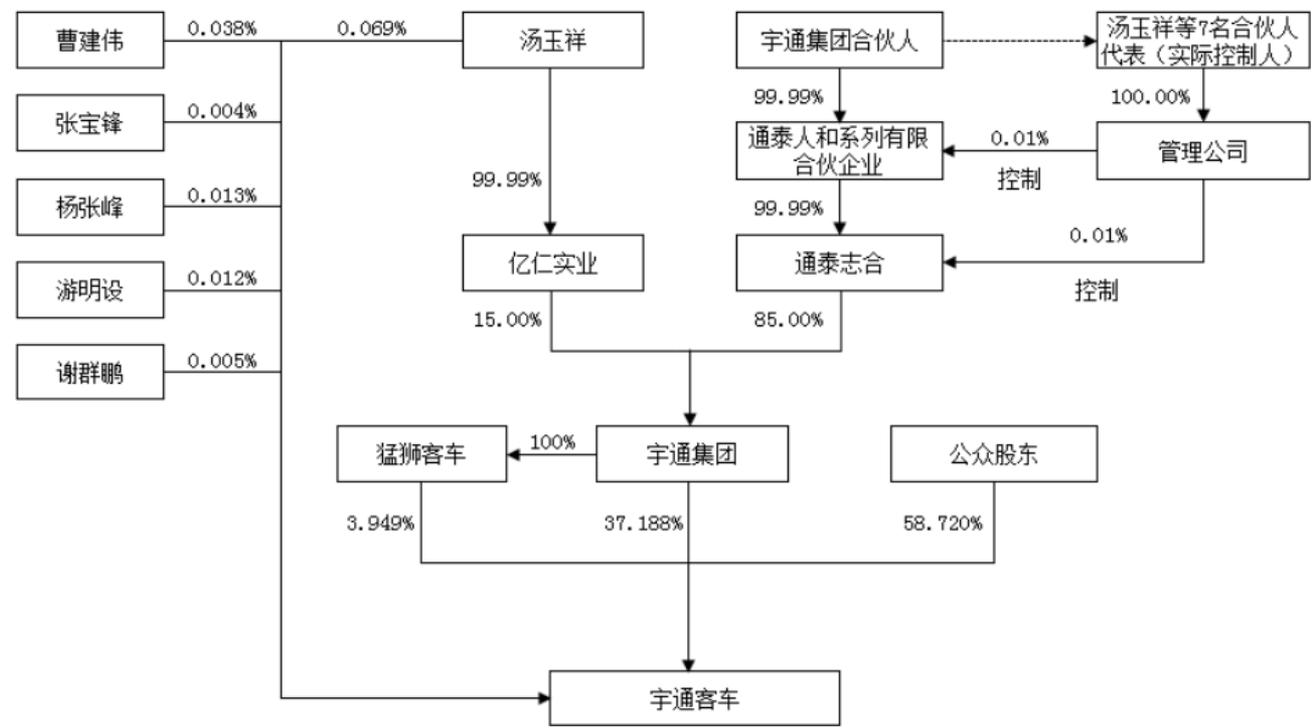
---

五、风险提示

# 竞争力：管理层持股，治理结构完善

► 宇通客车于2004年完成MBO，董事长等7名合伙人通过宇通集团控股公司，公司治理结构完善。

图22：公司与实际控制人产权与控制关系图（2020年年报）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

# 竞争力：龙头地位稳固，市占率持续提升

➤ 市占率方面，大中客市场公司2005年为22%，2019年达到37%，市占率持续提升，2020年由于疫情对行业的扰动市占率为35%。

表12：宇通客车市占率持续提升，竞争优势持续增强（万辆）

销量	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
大中客	8.2	10.0	11.7	12.1	12.4	14.3	15.9	16.9	16.6	16.3	16.0	18.9	16.7	15.0	13.4	9.6
宇通客车	1.8	1.8	2.4	2.4	2.7	3.7	4.4	4.7	5.1	5.3	5.5	6.3	6.0	5.2	5.0	3.4
苏州金龙	0.8	1.0	1.3	1.3	1.4	1.8	1.9	1.8	1.8	1.7	2.0	1.3	0.7	0.9	0.9	0.6
厦门金龙	0.7	1.0	1.2	1.1	1.2	1.3	1.4	1.6	1.6	1.3	1.4	1.1	1.0	1.0	0.8	0.7
厦门金旅	0.7	0.8	0.8	0.7	0.6	0.8	0.9	0.8	0.9	1.0	0.9	1.1	0.9	0.8	0.7	0.5
中通客车	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8	0.8	1.0	1.1	1.3	1.1	0.9	1.2	0.8
安凯客车	0.6	0.7	0.8	0.7	0.7	0.9	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5	0.4	0.3
宇通客车	22%	18%	20%	20%	21%	26%	27%	28%	30%	32%	34%	33%	36%	35%	37%	35%
苏州金龙	10%	10%	11%	11%	12%	12%	12%	11%	11%	10%	12%	7%	4%	6%	7%	6%
厦门金龙	9%	10%	10%	9%	9%	9%	9%	9%	10%	8%	9%	6%	6%	6%	6%	7%
厦门金旅	8%	8%	7%	6%	5%	6%	5%	5%	6%	6%	6%	6%	5%	6%	5%	5%
中通客车								5%	5%	6%	7%	7%	7%	6%	9%	8%
安凯客车	7%	7%	7%	6%	5%	6%	6%	6%	5%	5%	4%	4%	3%	3%	3%	3%

资料来源：中客网、公司公告、国信证券经济研究所整理

# 竞争力：研发持续投入，人均专利数量名列行业前茅

► 公司研发投入行业领先，2020年研发支出为15.5亿元，位于行业前一，当前公司研发人员人均专利数量均名列行业前茅。

图23：主要客车企业研发支出行业（亿元）

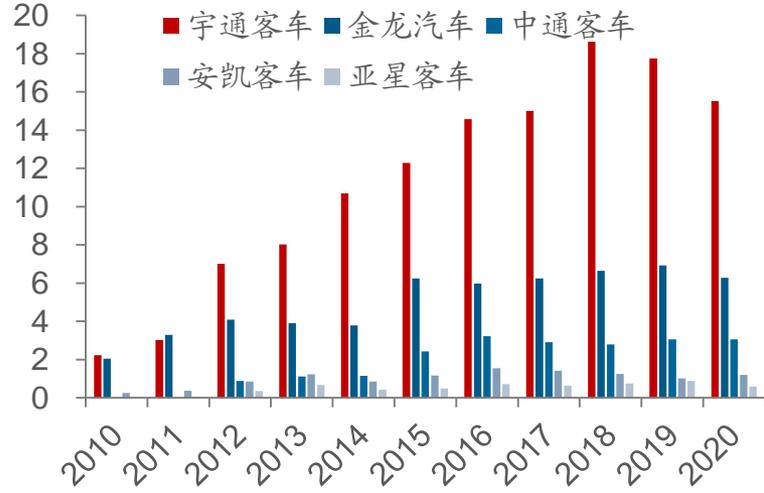


图24：公司近三年知识产权数（件）



资料来源：WIND、公司公告、国信证券经济研究所整理

# 竞争力：规模优势明显、盈利能力显著高于同行

➤ 公司产品规模大、规模优势明显，此外零部件自制率高，公司制造环节成本远低于行业平均。在2020年行业销量大幅下滑的背景下。2020年公司销售毛利率为17.5%，高于行业平均4.2PCT；销售净利率为2.4%，高于行业平均2.8PCT。

图25主要客车汽车销售毛利率

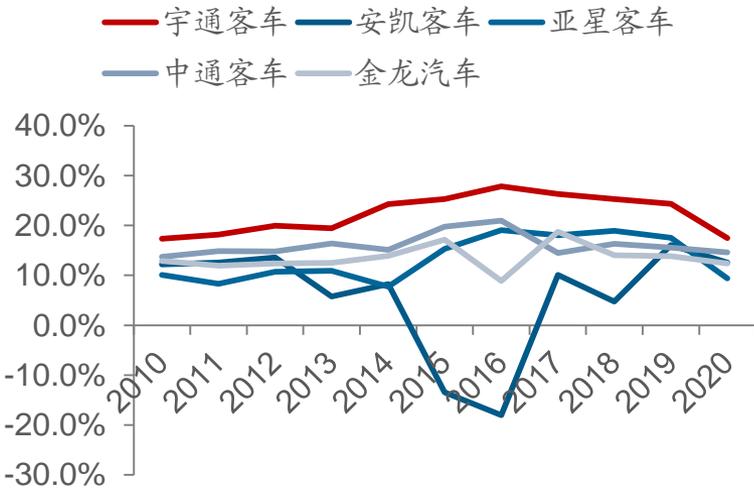
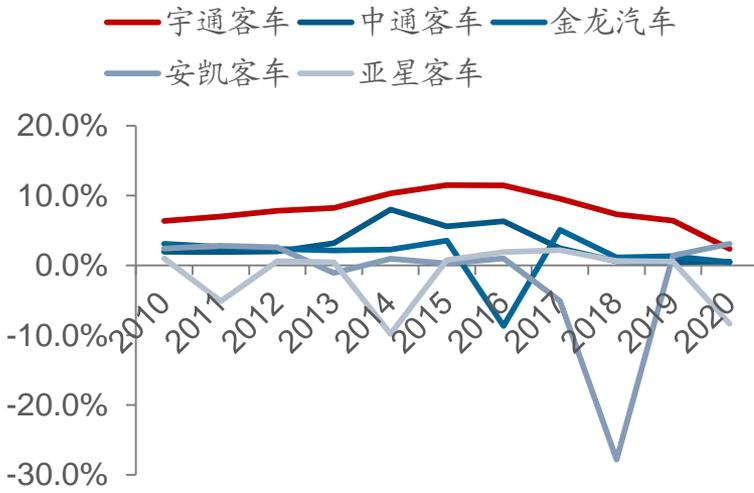


图26：主要客车汽车销售净利率



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

# 公司盈利能力有望恢复

➤ 客车行业资产轻，盈利能力强。由于发动机、电池、变速箱等零部件均外采，资产轻，盈利能力强。宇通客车ROE长期维持在20%以上的水平，18-20年承压，随着新能源透支消化、疫情见底，以及新能源对行业扰动结束，公司盈利能力有望恢复。

图27：宇通客车ROE（左）、净利率（右）



图28：宇通客车归母净利润、固定资产（亿元）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

# 目录

一、周期性：新能源透支消化、疫情见底，行业有望迎来拐点

---

二、成长性：电动车出口、智能化迎来催化

---

三、竞争力：宇通客车核心竞争力突出

---

四、盈利预测与估值建议

---

五、风险提示

# 核心假设&盈利预测

- 核心假设一：2020年，公司整体市占率为35%，其中座位客车48.5%、公交25.3%。随着新能源补贴退坡，行业出清，公司市占率有望提升至39%。公司大中客销量有望从2020年的3.4万辆提升至2025年的7.9万辆。

表13：宇通客车市占率&销量测算

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
大中客行业销量	13.4	9.6	12.3	15.9	16.2	18.5	20.1
座位客车	4.9	3.0	3.7	5.0	5.4	5.8	6.3
公交客车	7.7	6.0	7.9	10.2	10.1	11.8	12.9
校车	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8
其他	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
宇通客车大中客销量	5.0	3.4	4.5	5.9	6.2	7.1	7.9
座位客车	2.4	1.4	1.8	2.5	2.7	2.9	3.1
公交客车	2.1	1.5	2.2	3.0	3.0	3.7	4.1
校车	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
其他	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
宇通客车市占率	37.1%	35.3%	36.4%	37.2%	38.3%	38.6%	39.1%
座位客车	48.7%	48.5%	49.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
公交客车	27.3%	25.3%	28.0%	29.0%	30.0%	31.0%	32.0%
校车	56.8%	61.9%	62.0%	62.0%	62.0%	62.0%	62.0%
其他	66.7%	90.5%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

# 核心假设&盈利预测

- 核心假设二：假设在2021年电控与电机年降为7%，2022年及以后年降为5%；电池成本在2023年之前每年降0.05元/WH，2024年及以后价格为0.6元/WH。假设新能源产品毛利率在2023年补贴取消后降低至传统车水平20%左右。

表14：新能源产品单车营收与毛利估算（万元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
新能源单车营收	68.4	69.8	64.5	66.3	65.3	64.3	56.9	54.6	52.4	50.9	50.7
新能源车单车毛利	20.4	23.5	20.5	19.5	18.6	13.1	12.5	11.5	10.5	10.2	10.1
新能源车单车毛利率	29.8%	33.6%	31.7%	29.5%	28.5%	20.4%	22.0%	21.0%	20.0%	20.0%	20.0%
单车补贴	33.6	37.1	21.5	16.5	10.4	5.2	4.7	3.7	0.0	0.0	0.0
新能源车单车成本	48.0	46.3	44.0	46.8	48.1	45.7	44.4	43.2	41.9	40.7	40.5
三电成本		26.4	25.2	22.0	23.4	21.0	19.6	18.4	17.2	16.0	15.8
电控		3.6	3.1	2.8	2.6	2.4	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8
电机		4.5	3.8	3.0	2.8	2.6	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0
电池		18.3	18.3	16.3	18.0	16.0	15.0	14.0	13.0	12.0	12.0
带电量（kWh）		83.0	122.0	125.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
电池价格（万元/kWh）		0.22	0.15	0.13	0.09	0.08	0.08	0.07	0.07	0.06	0.06
其他成本		20.0	18.8	24.8	24.8	24.8	24.8	24.8	24.8	24.8	24.8

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

# 核心假设&盈利预测

► 宇通客车作为行业龙头，看点主要来源于行业景气度恢复以及公司市占率的提升，中长期看利润有望恢复至38亿左右。（该假设利润率假设保守，此外没有考虑智能化之后新模式）。

表15：宇通客车盈利预测表

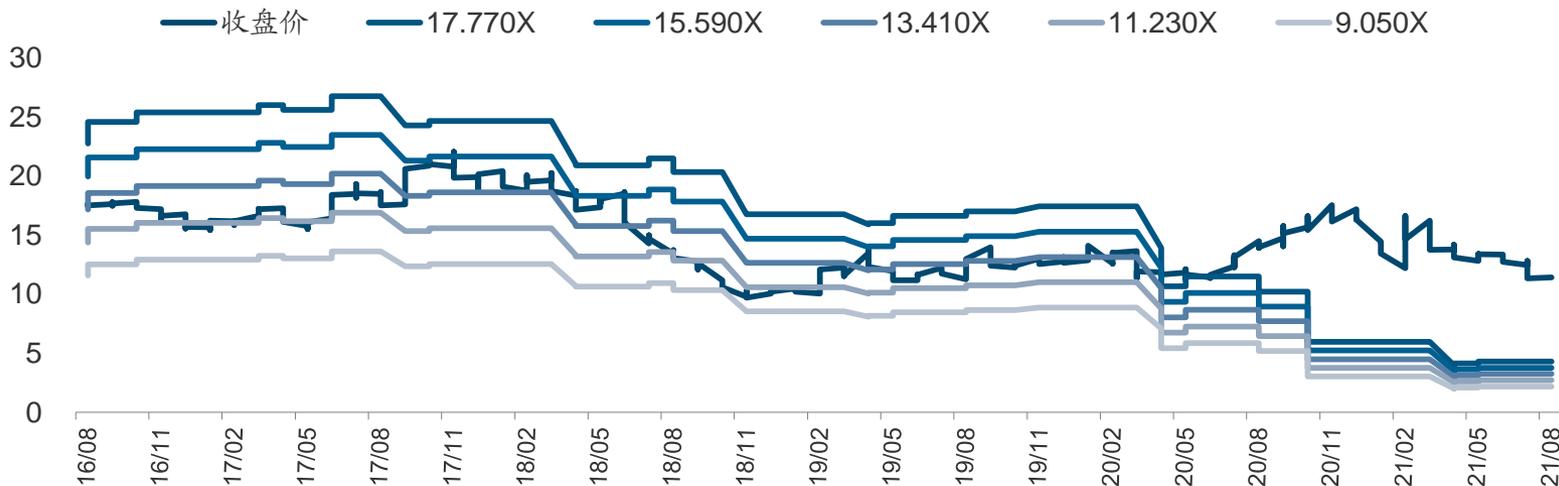
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
总销量（万辆）	5.9	4.2	5.2	6.7	7.1	8.2	9.0
单车营收（万元）	51.9	52.0	49.7	48.3	47.2	46.7	46.7
单车净利润（万元）	3.3	1.2	2.3	3.0	3.6	4.0	4.1
净利率	6.4%	2.4%	4.6%	6.3%	7.7%	8.6%	8.9%
毛利率	24.4%	17.5%	18.0%	17.9%	18.6%	18.7%	18.7%
客车产品营收（亿元）	279.1	199.5	238.1	306.0	316.6	363.7	402.3
销售费用（亿元）	28.0	15.5	15.5	16.3	15.1	15.3	14.8
管理费用（亿元）	7.9	8.0	15.5	16.3	15.1	15.3	14.8
财务费用（亿元）	2.1	0.7	0.5	0.4	0.5	0.7	0.8
归属于母公司净利润（亿元）	19.4	5.2	11.9	20.5	25.9	32.9	37.5
EPS	0.9	0.2	0.5	0.9	1.2	1.5	1.7
ROE	11.1%	3.4%	7.5%	12.1%	14.2%	16.5%	17.2%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

# 股价复盘&投资建议

- **股价复盘：**2014年及以前：新能源营收占比小，受政策扰动较小，PE估值在14倍左右波动。2015-2019：受新能源政策影响，估值波动较大，PE在10-17倍之间波动。
- **投资建议：**我们预计2021-2023年公司归母净利润为11.9/20.5/25.9亿元（原预期2020-2022年归母净利润为5/11/19亿元），考虑到2021-2025年公司归母净利润CAGR为33%，我们给予2022年公司18-20倍PE，对应今年合理价格区间为16.3-18.1元，当前股价距离目标估值有41%-56%空间，维持“买入”评级。中长期看，随着智能化商业模式落地，公交市场长期增长空间大，公司估值中枢有望提升。

图29：宇通客车股价复盘



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

# 风险提示

## 估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在16.3-18.1元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为3.2%、风险溢价6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来10年后公司TV增长率为4%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险。

## 盈利预测的风险

## 政策风险

公司所处新能源客车行业一定程度上受到国家政策的影响，可能由于新能源补贴下降进而影响公司的营收，使公司出现销售收入/利润不及预期的风险。

## 政治风险

公司有一部分客车出口（占比不到20%），可能受到出口国家贸易保护政策的影响，进而导致公司客车出口数量存在不确定的风险。

## 行业风险

大中客市场中，公路客车一定程度上会受到高铁扩建的替代，未来公路客车销量有持续走低的风险。

# 附表：盈利预测与估值

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	6151	7000	6000	6000	净利润	516	1192	2049	2587
应收款项	9964	8487	7147	6457	资产减值准备	(18)	2	2	2
存货净额	5017	4008	3630	2972	折旧摊销	654	560	591	624
其他流动资产	901	1033	1304	1347	公允价值变动损失	(182)	(100)	(100)	(100)
<b>流动资产合计</b>	<b>22946</b>	<b>21440</b>	<b>18993</b>	<b>17687</b>	财务费用	73	54	44	53
固定资产	4901	5159	5390	5588	营运资本变动	2344	681	2990	1887
无形资产及其他	1241	1117	993	869	其它	11	2	5	7
投资性房地产	3418	3418	3418	3418	<b>经营活动现金流</b>	<b>3325</b>	<b>2337</b>	<b>5537</b>	<b>5007</b>
长期股权投资	806	786	766	746	资本开支	(1126)	(600)	(600)	(600)
<b>资产总计</b>	<b>33312</b>	<b>31920</b>	<b>29560</b>	<b>28308</b>	其它投资现金流	1594	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	75	8688	3755	622	<b>投资活动现金流</b>	<b>408</b>	<b>(580)</b>	<b>(580)</b>	<b>(580)</b>
应付款项	9468	9161	9437	9658	权益性融资	2	0	0	0
其他流动负债	5471	3599	4464	4522	负债净变化	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>15015</b>	<b>21448</b>	<b>17656</b>	<b>14802</b>	支付股利、利息	(2278)	(596)	(1025)	(1293)
长期借款及应付债券	0	4000	4000	4000	其它融资现金流	<b>2254</b>	<b>(3312)</b>	<b>(4933)</b>	<b>(3133)</b>
其他长期负债	2854	3354	3754	4054	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2300)</b>	<b>(908)</b>	<b>(5957)</b>	<b>(4427)</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>2854</b>	<b>7354</b>	<b>7754</b>	<b>8054</b>	<b>现金净变动</b>	<b>1432</b>	<b>849</b>	<b>(1000)</b>	<b>0</b>
<b>负债合计</b>	<b>17869</b>	<b>28802</b>	<b>25410</b>	<b>22856</b>	货币资金的期初余额	4719	6151	7000	6000
少数股东权益	109	113	121	130	货币资金的期末余额	6151	7000	6000	6000
股东权益	15334	15929	16954	18247	企业自由现金流	3694	1712	4900	4373
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>33312</b>	<b>44845</b>	<b>42485</b>	<b>41233</b>	权益自由现金流	5948	(1993)	(366)	1048

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

# 附表：盈利预测与估值

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	21705	25815	32606	33667
营业成本	17912	21179	26767	27414
营业税金及附加	182	155	196	202
销售费用	1553	1549	1630	1515
管理费用	835	1673	1754	1639
财务费用	73	54	44	53
投资收益	89	103	110	117
资产减值及公允价值变动	182	100	100	100
其他收入	(1116)	0	0	0
营业利润	304	1408	2424	3061
营业外净收支	44	4	4	4
利润总额	348	1412	2428	3065
所得税费用	(170)	212	364	460
少数股东损益	2	8	15	18
归属于母公司净利润	516	1192	2049	2587

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.23	0.54	0.93	1.17
每股红利	1.03	0.27	0.46	0.58
每股净资产	6.93	7.19	7.66	8.24
ROIC	13%	8%	17%	28%
ROE	3%	7%	12%	14%
毛利率	17%	18%	18%	19%
EBIT Margin	6%	5%	7%	9%
EBITDA Margin	9%	7%	9%	10%
收入增长	-29%	19%	26%	3%
净利润增长率	-73%	131%	72%	26%
资产负债率	54%	64%	60%	56%
息率	9.0%	2.4%	4.1%	5.1%
P/E	49.0	21.2	12.3	9.8
P/B	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	23.0	29.7	17.8	13.7

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

## 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。

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，并向客户发布的行为。



国信证券经济研究所

GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

全球视野 本土智慧

GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM