

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

汽车零部件 II

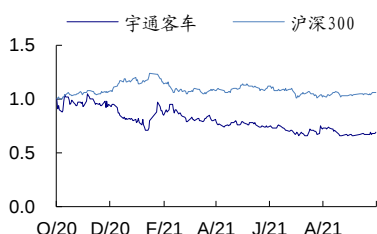
宇通客车(600066)
买入

2021 年三季报点评

(维持评级)

2021 年 10 月 27 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	2,263/2,214
总市值/流通(百万元)	26,703/26,124
上证综指/深圳成指	3,598/14,553
12 个月最高/最低(元)	19.00/11.18

相关研究报告:

《国信证券-宇通客车-600066-2021 年中报点评: 业绩符合预期, 看好电动车出口及商业模式拓展》——2021-08-25

《国信证券-宇通客车-600066-深度报告: 周期与成长共振》——2021-08-11

《宇通客车-600066-重大事件快评: 2 月销量同比增长+241%, 新能源市占率稳健上升》——2021-03-04

《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

证券分析师: 唐旭霞

电话: 0755-81981814

E-MAIL: 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

E-MAIL: daishiyuan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521060004

独立性声明:

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。

财报点评

业绩弱复苏, 看好出口及新业务拓展

● 2021Q3 归母净利润+25%, 业绩弱复苏

宇通客车发布 2021 三季报, 公司 2021 前三季度实现营收 157 亿元, 同比+15%; 实现归母净利润 2.62 亿元, 同比+67%。Q3 实现营业收入 58.57 亿元, 同比-2%; 实现归母净利润 1.17 亿元, 同比增长 25%。

● 财务口径调整, 毛利率、费用率下降

公司 2021 前三季度年毛利率为 17.4%, 同比减少 1.9pct, 净利率为 1.7%, 同比上升 0.5pct。拆单季度看, 2021Q3 毛利率为 20.8%, 同比减少 0.6pct, 环比提升 4.9pct; 净利率为 2.1%, 同比提升 0.4pct, 环比减少 2.1pct。

● 预计全年大中客销售 3.8 万辆 (+13%)

销量方面, 宇通客车 9 月销售大中客 0.2 万辆, 同比-30%; 2021 年 1-9 月累计销售 2.3 万辆, 同比+8%, 同比 2019 年-34%, 处于弱复苏阶段。展望四季度, 公交市场将持续恢复、燃油车有所承压, 预计同比持平, 我们预计公司大中客全年销量 3.8 万辆 (+13%)。

● 大中客龙头有望迎来周期与成长共振

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。“碳中和”下, 海外电动客车迎来催化, 出口市场有望扩容; 随着 5G 大规模应用、商业模式拓展, 公交市场有望扩容。短期随着行业企稳, 公司盈利能力有望恢复。公司电动车具备全球竞争力, 中长期看好出口业务; 远期看好客车行业从生产制造商到一体化解决方案提供商进化的四维盈利模式拓展。

● 风险提示: 补贴持续退坡、客车行业销量不达预期。

● 投资建议: 下调盈利预测, 维持买入评级。

下调公司盈利预测, 预计 2021-2023 公司实现归母净利润为 11.2/20.3/25.6 亿元(前次盈利预测为 11.9/20.5/25.9 亿元), 给予 2022 年宇通客车 18-20 倍 PE, 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。

盈利预测和财务指标

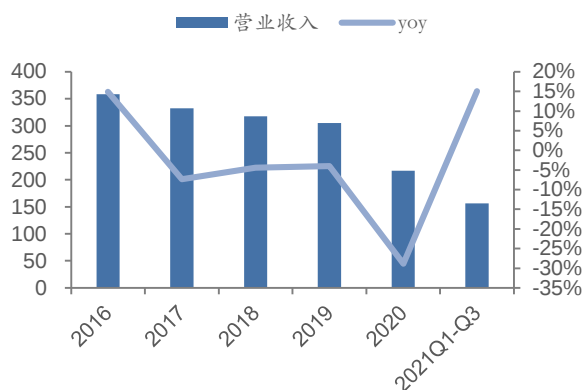
	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	21,705	22,982	32,308	33,328
(+/-%)	-28.8%	5.9%	40.6%	3.2%
净利润(百万元)	516	1120	2034	2563
(+/-%)	-73.4%	117.1%	81.6%	26.0%
摊薄每股收益(元)	0.23	0.51	0.92	1.16
EBIT Margin	5.6%	5.1%	6.9%	8.6%
净资产收益率(ROE)	3.4%	7.0%	12.0%	14.1%
市盈率(PE)	50.6	23.3	12.8	10.2
EV/EBITDA	23.4	30.8	18.2	14.0
市净率(PB)	1.70	1.64	1.54	1.44

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

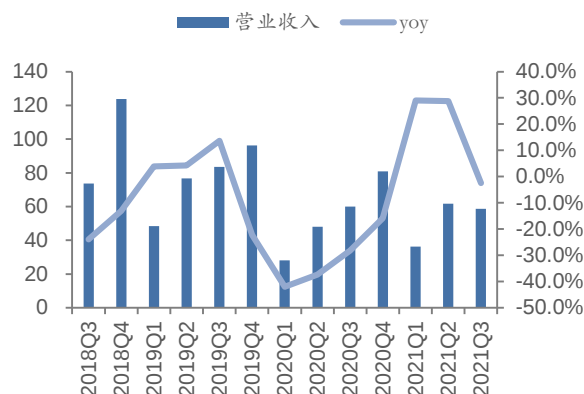
2021Q3 归母净利润+25%，业绩弱复苏。宇通客车发布 2021 三季报，公司 2021 前三季度实现营收 157 亿元，同比+15%；实现归母净利润 2.62 亿元，同比+67%。Q3 实现营业收入 58.57 亿元，同比-2%；实现归母净利润 1.17 亿元，同比增长 25%。

图 1：公司营业收入及增速



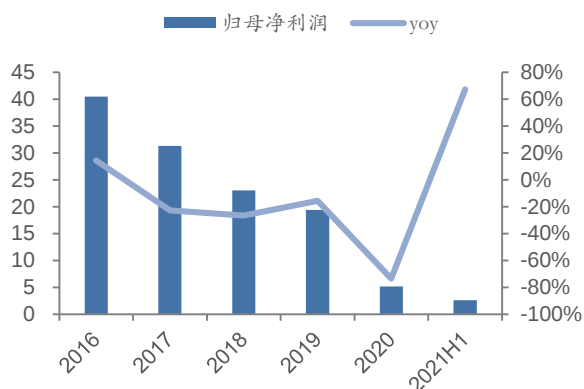
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及增速



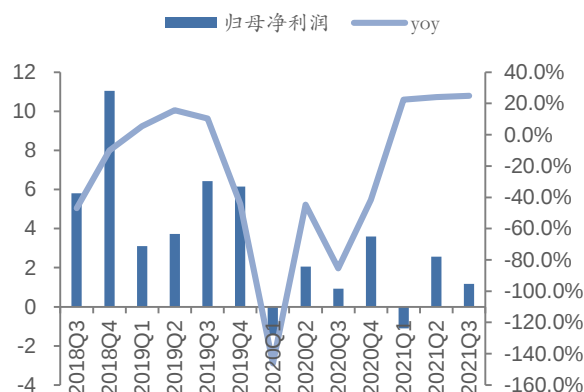
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度净利润及增速

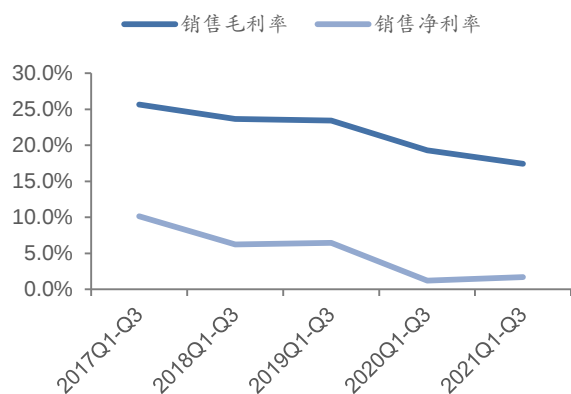


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

财务口径调整，毛利率、费用率下降。公司 2021 前三季度年毛利率为 17.4%，同比减少 1.9pct，净利率为 1.7%，同比上升 0.5pct。拆单季度看，2021Q3 毛利率为 20.8%，同比减少 0.6pct，环比提升 4.9pct；净利率为 2.1%，同比提升 0.4pct，环比减少 2.1pct。

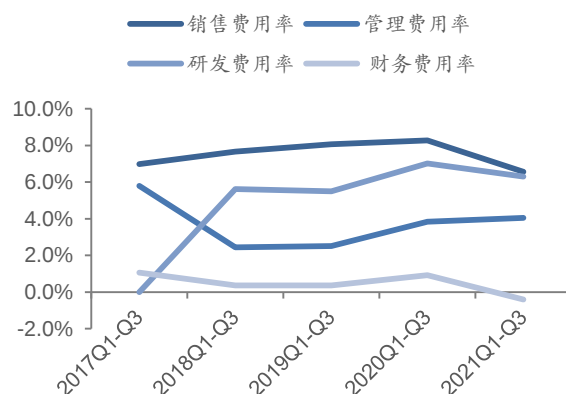
费用率方面，2021 年前三季度公司四费率为 16.5%，同比下降 3.5pct，其中管理/研发/销售/财务费用率分别为 4.1/6.3/6.6/-0.4pct，同比变动 0.2/-0.7/-1.7/-1.3pct。单季度看，2021Q2 四费率为 15.3%，同比减少 4.3PCT，其中管理/研发/销售/财务费用率分别为 4.0/6.1/5.8/-0.5pct，同比变动 0.9/0.7/-2.5/-3.5pct。毛利率、费用率下降主要由于财务口径调整所致。

图 5：公司三季度毛利率和净利率



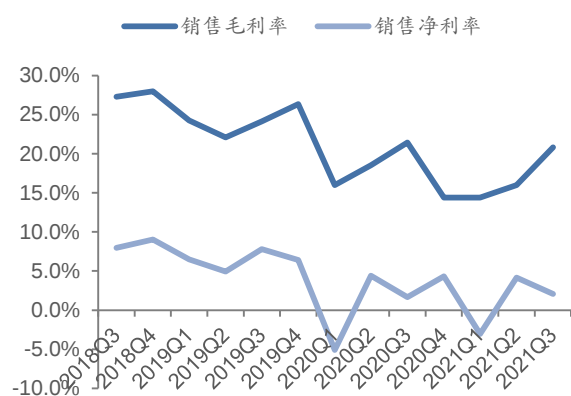
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：公司三季度四项费用率变化情况



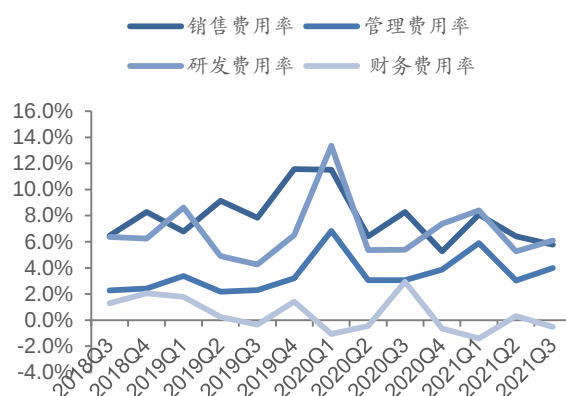
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7：公司单季度毛利率和净利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

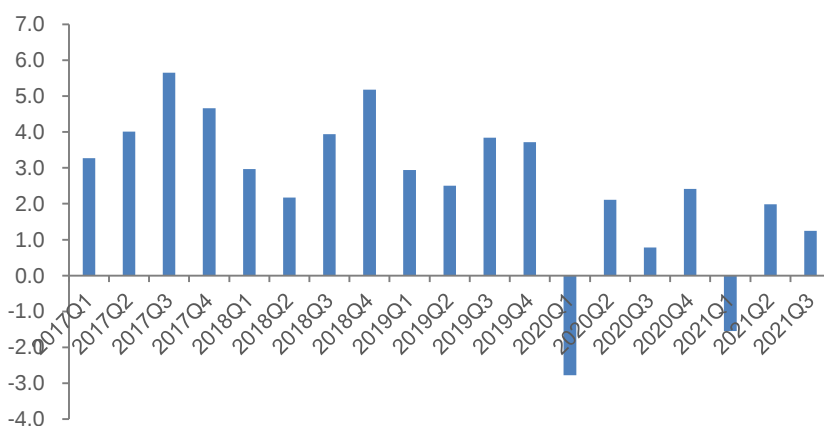
图 8：公司单季度四项费用率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

单车净利润企稳。单车净利润方面，2021Q3 单车净利润为 1.2 万元，同比提升 0.3 万元，环比减少 0.8 万元。

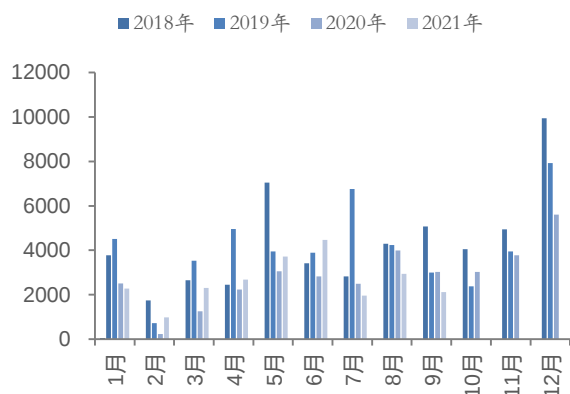
图 9：公司单车净利润（万元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

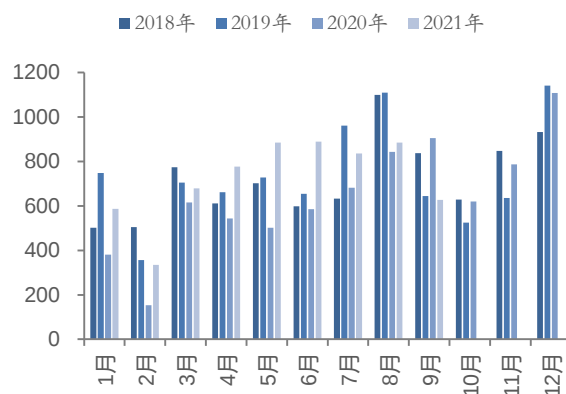
预计全年大中客销售 3.8 万辆 (+13%)。销量方面，宇通客车 9 月销售大中客 0.2 万辆，同比-30%；2021 年 1-9 月累计销售 2.3 万辆，同比+8%，同比 2019 年-34%，处于弱复苏阶段。展望四季度，公交市场将持续恢复、燃油车有所承压，预计同比持平，我们预计公司大中客全年销量 3.8 万辆 (+13%)。

图 10：公司大中客月销量（辆）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 11：公司轻客月销量（辆）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

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。

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) 中通客车市场近半年来已无卖方覆盖，尚无未来三年 EPS 一致预期。

投资建议：考虑到疫情扰动，我们下调公司盈利预测，预计 2021-2023 公司实现归母净利润为 11.2/20.3/25.6 亿元（前次盈利预测为 11.9/20.5/25.9 亿元），考虑到 2021-2025 年公司归母净利润 CAGR 为 35%，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 16.5-18.4 元,当前股价距离目标估值有 40%-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。

表 1: 可比公司估值表 (20211027)

	证券简称	最近收盘价	总市值	每股收益			市盈率			投资评级
				20	21E	22E	20	21E	22E	
000957	中通客车	4.90	29	0.04			220			无
002594	比亚迪	319.01	8,466	1.47	1.78	2.86	132	180	112	增持
000338	潍柴动力	16.92	1,391	1.16	1.23	1.38	13	14	12	增持
600660	福耀玻璃	51.75	1,269	1.04	1.54	1.92	46	34	27	增持
	平均			0.93	1.51	2.05	102.72	75.69	50.28	
600066	宇通客车	11.80	267	0.23	0.51	0.92	51	23	13	买入
按照均值测算合理估值									16.5-18.4 元	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

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)	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	6151	7000	6000	6000	营业收入	21705	22982	32308	33328
应收款项	9964	7556	7081	6392	营业成本	17912	18788	26519	27137
存货净额	5017	3546	3595	2941	营业税金及附加	182	138	194	200
其他流动资产	901	919	1292	1333	销售费用	1553	1379	1615	1500
流动资产合计	22946	19933	18881	17578	管理费用	835	1503	1740	1624
固定资产	4901	5159	5390	5588	财务费用	73	54	44	53
无形资产及其他	1241	1117	993	869	投资收益	89	103	110	117
投资性房地产	3418	3418	3418	3418	资产减值及公允价值变动	182	100	100	100
长期股权投资	806	786	766	746	其他收入	(1116)	0	0	0
资产总计	33312	30413	29448	28199	营业利润	304	1323	2406	3032
短期借款及交易性金融负债	75	8685	3818	715	营业外净收支	44	4	4	4
应付款项	9468	8105	9348	9558	利润总额	348	1327	2410	3036
其他流动负债	5471	3187	4422	4475	所得税费用	(170)	199	361	455
流动负债合计	15015	19977	17588	14749	少数股东损益	2	8	14	18
长期借款及应付债券	0	4000	4000	4000	归属于母公司净利润	516	1120	2034	2563
其他长期负债	2854	3354	3754	4054					
长期负债合计	2854	7354	7754	8054					
负债合计	17869	27332	25342	22803					
少数股东权益	109	113	120	129					
股东权益	15334	15894	16911	18192					
负债和股东权益总计	33312	43338	42373	41124					

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	516	1120	2034	2563
资产减值准备	(18)	2	2	2
折旧摊销	654	560	591	624
公允价值变动损失	(182)	(100)	(100)	(100)
财务费用	73	54	44	53
营运资本变动	2344	720	2932	1870
其它	11	2	5	7
经营活动现金流	3325	2304	5464	4965
资本开支	(1126)	(600)	(600)	(600)
其它投资现金流	1594	0	0	0
投资活动现金流	408	(580)	(580)	(580)
权益性融资	2	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(2278)	(560)	(1017)	(1281)
其它融资现金流	2254	(3315)	(4867)	(3104)
融资活动现金流	(2300)	(875)	(5884)	(4385)
现金净变动	1432	849	(1000)	0
货币资金的期初余额	4719	6151	7000	6000
货币资金的期末余额	6151	7000	6000	6000
企业自由现金流	3694	1678	4826	4331
权益自由现金流	5948	(2029)	(375)	1033

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.23	0.51	0.92	1.16
每股红利	1.03	0.25	0.46	0.58
每股净资产	6.93	7.18	7.64	8.22
ROIC	13%	8%	17%	27%
ROE	3%	7%	12%	14%
毛利率	17%	18%	18%	19%
EBIT Margin	6%	5%	7%	9%
EBITDA Margin	9%	8%	9%	10%
收入增长	-29%	6%	41%	3%
净利润增长率	-73%	117%	82%	26%
资产负债率	54%	63%	60%	56%
息率	8.7%	2.1%	3.9%	4.9%
P/E	50.6	23.3	12.8	10.2
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	23.4	30.8	18.2	14.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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，并向客户发布的行为。

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