

业绩符合预期，经营计划提振信心

投资要点

- **事件:** 公司 2016 年实现营业收入 358.5 亿元 (+14.9%)，实现归属于上市公司股东的净利润 40.4 亿元 (+14.4%)，实现扣非后归母净利润 37.8 亿元 (+16.3%)。其中第四季度单季实现营业收入 142 亿元 (+15.6%)，实现归属于上市公司股东的净利润 17.7 亿元 (+5.8%)，占公司全年比例分别为 40%、44%。
- **前五大客户分散及海外销售逆势增长，印证公司强劲市场竞争实力。**前五大客户收入占比仅 6.2%，新能源客车市场由于地方保护主义，往往存在较为严重的客户集中及关联交易情况，而宇通前五大客户收入占比很好说明其产品销售依靠自身综合实力。海外销售逆势增长，2016 年中国大中型客车出口量同比下降 9.6%，但公司海外销量同比增长 1.5%，收入增长 13.1%，毛利率增加 2.3 个百分点，高端化产品加快获得海外认可。
- **公司会计处理谨慎，经营稳健、口碑良好。**海外服务费计提增加 1.5 个百分点，减少利润总额 6183 万元；新能源客车服务费计提增加 1 个百分点，减少利润总额 1 亿元；研发投入 100% 费用化，公司 16 年研发投入 14.6 亿元，占营业收入比例为 4.1% (15 年为 3.9%)，全部费用化处理。
- **智能化、燃料电池技术领先进一步树立行业壁垒及提升估值水平。**智能化方面，公司在 15 年完成世界首例自动驾驶电动客车开放道路试验，16 年宇通自动驾驶电动客车样车在北京自主完成了巡线行驶、变道超车、定点停车等公交模拟运营工况。燃料电池方面，公司 16 年与亿华通 (834613.OC) 签订了 100 辆氢燃料电池客车合作意向书并持有亿华通 9% 股权，业务合作与股权投资让公司领跑同行。
- **经营目标一贯靠谱，预计 17 年业绩增速 6.6%。**公司 2017 年经营计划中，收入计划为 359 亿元，成本计划为 264.99 亿元，费用计划 49.75 亿元，我们预计 17 年实现归母净利润 43 亿元左右，同比增长 6.6%。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.95 元 (1.93 元)、2.27 元 (2.23 元)、2.54 元，对应 PE 分别为 11.1 倍、9.5 倍和 8.5 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新能源客车推广或不及预期；新能源客车运营出现事故对行业产生重大不利影响。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	35850.44	36035.77	39447.84	43115.92
增长率	14.87%	0.52%	9.47%	9.30%
归属母公司净利润 (百万元)	4043.75	4311.34	5033.20	5630.80
增长率	14.38%	6.62%	16.74%	11.87%
每股收益 EPS (元)	1.83	1.95	2.27	2.54
净资产收益率 ROE	29.99%	28.74%	30.65%	31.57%
PE	11.8	11.1	9.5	8.5
PB	3.48	3.13	2.86	2.63

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

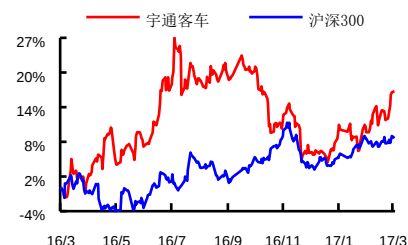
分析师: 高翔
 执业证号: S1250515030001
 电话: 023-67898841
 邮箱: gaoyx@swsc.com.cn

联系人: 张荫先
 电话: 0755-23617478
 邮箱: zyx@swsc.com.cn

联系人: 陈怀逸
 电话: 021-68415819
 邮箱: chy@swsc.com.cn

联系人: 石川
 电话: 023-67898871
 邮箱: sc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	22.14
流通 A 股(亿股)	19.03
52 周内股价区间(元)	19.11-23.28
总市值(亿元)	476.44
总资产(亿元)	351.54
每股净资产(元)	6.14

相关研究

1. 宇通客车 (600066): 车型持续进入推广目录, 龙头持续向好 (2017-03-06)
2. 宇通客车 (600066): 前三季度销量增长, 四季度放量可期 (2016-10-25)
3. 宇通客车 (600066): 新能源助力业绩提升, 政策长期向好 (2016-08-24)
4. 宇通客车 (600066): 龙头地位稳固, 新能源高速增长依旧 (2016-06-06)

事件：公司发布 2016 年年度报告，实现营业收入 358.5 亿元（+14.9%），实现归属于上市公司股东的净利润 40.4 亿元（+14.4%），实现扣非后归母净利润 37.8 亿元（+16.3%）。其中第四季度单季实现营业收入 142 亿元（+15.6%），实现归属于上市公司股东的净利润 17.7 亿元（+5.8%），占公司全年比例分别为 40%、44%。全年销售各类客车 70988 辆（+5.9%），其中公司主力产品大中型客车销量 63340 辆（+15.7%）；新能源客车销售 26856 辆（+31.4%），其中纯电动 21669 辆（+56%）、插电式 5187 辆（-21%）。

补贴刺激下 16 年行业集中度略微下降，17 年门槛提高利于行业龙头。根据中客网信息，2016 年行业销量前 5 名的市场占有率为 70.7%，比 2015 年减少 2.1 个百分点。2016 年国内大中型客车市场总销量 19.5 万辆，同比增长 20%，宇通大中型客车整体增速 15.7%，略低于行业增速，我们认为一方面行业增速主要来自于新能源客车且新能源客车渗透率已经超过 50%，而宇通新能源客车仅占公司销量 37.8%，传统客车基数较大；另一方面在大额补贴背景下，地方保护力度大，尤其是补贴退坡背景下的透支现象凸出，导致行业集中度略微下降。17 年新能源车型补贴目录门槛提高、补贴额度降低及加大对违规企业的处罚，有利于行业的健康发展、降低地方保护动力、龙头企业依靠竞争实力可望扩大市场份额。

前五大客户分散及海外销售逆势增长，印证公司强劲市场竞争实力。前五大客户收入占比仅 6.2%，公司年报披露前五名客户销售额 24.6 亿元（无关联销售额），占年度销售总额 6.2%。新能源客车市场由于地方保护主义，存在较为严重的客户集中及关联交易情况，而宇通产品销售依靠的是过硬的产品质量、销售渠道、售后服务等综合实力，在新能源客车行业向好的趋势下，公司新能源汽车份额有望向传统客车份额靠拢。**海外销售逆势增长，**因全球宏观经济形势不佳，部分对石油、矿产等资源依赖性较强的市场对客车的需求有所下滑，以及受人民币汇率波动影响，**2016 年中国大中型客车出口量同比下降 9.6%，**但公司海外销量同比增长 1.5%，收入增长 13.1%，毛利率增加 2.3 个百分点，高端化产品加快获得海外认可。

公司会计处理谨慎，经营稳健、口碑良好。海外服务费计提增加 1.5 个百分点，公司为提升海外市场服务质量和保障力度，自 16 年 1 月起海外业务售后服务费计提比例由 2%变更为 3.5%，2016 年减少利润总额 6183 万元；**新能源客车服务费计提增加 1 个百分点，**新能源客车生产企业将部分关键零部件的质保期由 3 年延长到 5 年，公司自 16 年 10 月起相应将新能源客车售后服务费计提比例由 1%提高至 2%，2016 年减少利润总额 1 亿元；**研发投入 100%费用化，**公司 16 年研发投入 14.6 亿元，占营业收入比例为 4.1%（15 年为 3.9%），全部费用化处理。

客车行业产能弹性大，产能充足。公司年报披露三个工厂设计产能合计 6.5 万辆，16 年实际生产 70987 辆，三个工厂产能利用率分别为 120%（3 万产能）、109.6%（3 万产能）和 42.3%（5 千产能），上述产能是指在考虑成本经济的情况下，正常工时投入规模的产量。我们认为今明两年产能依然充足，客车行业定制化属性明显，产能弹性比乘用车大得多，在生产旺季可以通过增加班次提升产量。

智能化、燃料电池技术领先进一步树立行业壁垒及提升估值水平。智能化方面，公司在 2015 年完成世界首例自动驾驶电动客车开放道路试验，成功完成跟车行驶、自主换道、路口自主通行、站点停靠等试验科目，是全球自动驾驶客车在开放道路条件下全程无人工干预的首次成功运行。在驾驶辅助技术方面，突破了基于 V2I 通信的红绿灯识别技术难题，完成集成车道偏离预警、前向碰撞预警、后部移动物体识别的高级驾驶辅助系统（ADAS）开发，实现辅助驾驶功能集成应用，全面提升了新能源客车主动安全。2016 年宇通自动驾驶电动

客车样车在北京自主完成了巡线行驶、变道超车、定点停车等公交模拟运营工况，在环境感知技术、多传感信息融合技术和智能决策技术等方面实现的重大技术突破，引领着客车自动驾驶技术的发展。**燃料电池方面**，公司 16 年与亿华通（834613.OC）签订了 100 辆氢燃料电池客车合作意向书，由亿华通提供氢燃料电池系统和车载供氢系统，宇通客车负责整车开发，100 辆氢燃料电池客车将主要用于城际客运、旅游、团体班车等，此外，宇通目前持有亿华通 9% 股权，业务合作与股权投资让公司领跑同行。

经营目标一贯靠谱，预计 17 年业绩增速 6.6%。公司 2017 年经营计划中，收入计划为 359 亿元，成本计划为 264.99 亿元，费用计划 49.75 亿元，我们预计 17 年实现归母净利润 43 亿元左右，同比增长 6.6%。

盈利预测与投资建议。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.95 元（1.93 元）、2.27 元（2.23 元）、2.54 元，对应 PE 分别为 11.1 倍、9.5 倍和 8.5 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新能源客车推广或不及预期；新能源客车运营出现事故对行业产生重大不利影响。

分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
纯电动 大型	销量（辆）	5,327	6,233	7,479	8,975
	单价（万）	103.00	100.00	100.00	100.00
	收入（百万）	5,486.81	6,232.59	7,479.11	8,974.93
	毛利率	31.00%	30.00%	30.00%	29.50%
纯电动 中型	销量（辆）	15,487	13,938	14,635	15,367
	单价（万）	75.00	75.00	73.00	73.00
	收入（百万）	11,615.25	10,453.73	10,683.71	11,217.89
	毛利率	29.50%	29.00%	29.00%	29.00%
纯电动 轻型	销量（辆）	614	1,105	1,271	1,462
	单价（万）	44.00	43.00	42.00	42.00
	收入（百万）	270.16	475.24	533.81	613.88
	毛利率	29.00%	29.00%	28.50%	28.50%
插电式	销量（辆）	5,473	6,568	9,985	9,985
	单价（万）	67.00	55.00	52.00	52.00
	收入（百万）	3,666.91	3,612.18	5,192.41	5,192.41
	毛利率	29.00%	29.00%	28.50%	28.00%
新能源合计	销量（辆）	26,901	27,844	33,371	35,789
	收入（百万）	21,039.13	20,873.73	23,989.04	26,099.12
	毛利率	29.80%	29.28%	29.18%	28.95%
传统 大型	销量（辆）	14,406	14,838	14,838	15,580
	单价（万）	40.00	40.00	42.00	50.00
	收入（百万）	5,762.40	5,935.27	6,232.04	7,790.04
	毛利率	25.00%	25.00%	25.00%	24.00%

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
传统 中型	销量（辆）	22,698	23,379	23,379	23,379
	单价（万）	32.00	32.00	32.00	32.00
	收入（百万）	7,263.36	7,481.26	7,481.26	7,481.26
	毛利率	24.50%	24.50%	24.00%	24.00%
传统 轻型	销量（辆）	6,982	6,982	6,982	6,982
	单价（万）	25.00	25.00	25.00	25.00
	收入（百万）	1,745.50	1,745.50	1,745.50	1,745.50
	毛利率	24.00%	24.00%	23.50%	23.50%
传统合计	销量（辆）	44,086	45,199	45,199	45,941
	收入（百万）	14,771.26	15,162.03	15,458.80	17,016.81
	毛利率	24.64%	24.64%	24.35%	23.95%
合计	销量（辆）	70,987	73,043	78,570	81,730
	收入（百万）	35,850.44	36,035.76	39,447.83	43,115.92
	毛利率	27.82%	27.33%	27.28%	26.97%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	35850.44	36035.77	39447.84	43115.92	净利润	4102.34	4374.91	5107.07	5713.39
营业成本	25876.32	26188.41	28685.15	31485.99	折旧与摊销	714.07	531.82	564.42	598.63
营业税金及附加	161.37	175.59	187.26	204.71	财务费用	274.59	-24.60	-31.75	-37.16
销售费用	2926.67	2608.23	2366.87	2586.96	资产减值损失	437.97	437.97	437.97	437.97
管理费用	1825.54	1921.05	2228.80	2155.80	经营营运资本变动	-2246.64	1107.14	-342.49	195.54
财务费用	274.59	-24.60	-31.75	-37.16	其他	250.01	-454.21	-442.61	-438.81
资产减值损失	437.97	437.97	437.97	437.97	经营活动现金流净额	3532.33	5973.03	5292.61	6469.55
投资收益	-12.67	16.24	4.64	0.85	资本支出	-529.94	-400.00	-400.00	-400.00
公允价值变动损益	58.01	0.00	0.00	0.00	其他	-478.32	57.22	4.64	0.85
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1008.27	-342.78	-395.36	-399.15
营业利润	4393.33	4745.36	5578.17	6282.51	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	388.96	311.19	331.26	334.19	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	4782.29	5056.55	5909.43	6616.70	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	679.95	681.65	802.36	903.31	支付股利	0.00	-2830.62	-3664.64	-4278.22
净利润	4102.34	4374.91	5107.07	5713.39	其他	-3456.20	23.25	31.75	37.16
少数股东损益	58.59	63.57	73.87	82.59	筹资活动现金流净额	-3456.20	-2807.37	-3632.89	-4241.06
归属母公司股东净利润	4043.75	4311.34	5033.20	5630.80	现金流量净额	-1087.43	2822.88	1264.36	1829.34
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	5616.35	8439.23	9703.59	11532.93	成长能力				
应收和预付款项	16923.90	15811.51	17747.22	19239.24	销售收入增长率	14.87%	0.52%	9.47%	9.30%
存货	1923.47	1946.67	2132.26	2340.45	营业利润增长率	14.76%	8.01%	17.55%	12.63%
其他流动资产	2447.33	2416.94	2611.84	2821.37	净利润增长率	14.34%	6.64%	16.74%	11.87%
长期股权投资	321.64	321.64	321.64	321.64	EBITDA 增长率	21.65%	-2.40%	16.34%	12.00%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	4628.51	4463.53	4285.94	4094.15	毛利率	27.82%	27.33%	27.28%	26.97%
无形资产和开发支出	1458.03	1492.28	1506.52	1500.77	三费率	14.02%	12.50%	11.57%	10.91%
其他非流动资产	1834.57	1833.48	1832.40	1831.32	净利率	11.44%	12.14%	12.95%	13.25%
资产总计	35153.80	36725.27	40141.42	43681.88	ROE	29.99%	28.74%	30.65%	31.57%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.67%	11.91%	12.72%	13.08%
应付和预收款项	18629.90	18642.87	20492.05	22457.65	ROIC	44.24%	42.67%	51.67%	56.00%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.01%	14.58%	15.49%	15.87%
其他负债	2844.78	2860.35	2984.88	3124.58	营运能力				
负债合计	21474.69	21503.22	23476.93	25582.23	总资产周转率	1.10	1.00	1.03	1.03
股本	2213.94	2213.94	2213.94	2213.94	固定资产周转率	8.33	8.14	9.36	10.75
资本公积	1278.77	1278.77	1278.77	1278.77	应收账款周转率	2.87	2.49	2.67	2.64
留存收益	10089.61	11570.32	12938.89	14291.46	存货周转率	14.46	13.53	14.07	14.08
归属母公司股东权益	13583.66	15063.03	16431.60	17784.17	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	83.19%	—	—	—
少数股东权益	95.45	159.02	232.89	315.48	资本结构				
股东权益合计	13679.11	15222.05	16664.49	18099.65	资产负债率	61.09%	58.55%	58.49%	58.56%
负债和股东权益合计	35153.80	36725.27	40141.42	43681.88	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.35	1.43	1.47	1.50
					速动比率	1.25	1.34	1.37	1.40
					股利支付率	0.00%	65.66%	72.81%	75.98%
					每股指标				
					每股收益	1.83	1.95	2.27	2.54
					每股净资产	6.18	6.88	7.53	8.18
					每股经营现金	1.60	2.70	2.39	2.92
					每股股利	0.00	1.28	1.66	1.93
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	5381.99	5252.59	6110.84	6843.98					
PE	11.78	11.05	9.47	8.46					
PB	3.48	3.13	2.86	2.63					
PS	1.33	1.32	1.21	1.11					
EV/EBITDA	7.40	7.05	5.85	4.96					
股息率	0.00%	5.94%	7.69%	8.98%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn