



运输设备业/可选消费品

宇通客车 (600066)

盈利能力稳健向上，定价权地位巩固

——宇通客车 2019 年三季度报点评

 吴晓飞 (分析师)	石金漫 (分析师)	徐伟东 (分析师)
0755-23976003	010-59312859	021-38674744
wuxiaofei@gtjas.com	shijinman@gtjas.com	xuweidong@gtjas.com
证书编号 S0880517080003	S0880517110001	S0880519060002

本报告导读:

公司 Q3 营收增速、利润增速与销量同比增速基本持平，盈利能力稳定，受补贴因素扰动减小，定价权地位凸显。

投资要点:

- 维持“增持”评级，维持目标价 19.37 元。公司收入、利润增速与销量增速相当，体现出了公司并未受新能源汽车补贴退坡，而带动价格的波动，彰显龙头定价权行业地位。公司 Q3 实现营收 83.57 亿元 (+13.6%)，归母净利润 6.42 亿元 (+10.44%)，业绩符合预期。公司三季度客车销量 16711 台，同比增长 13.2%。维持预测公司 2019~2021 年 EPS 为 1.11/1.19/1.30 元，目标价 19.37 元对应 2020 年 16 倍 PE。
- 盈利能力环比提升，同比相当，补贴因素对公司盈利能力减弱。Q3 公司毛利率/净利率为 24.14%/7.78%，环比+2.04%/+2.84%，同比-11.5%/-0.17%。根据我们粗略估算，公司 Q3 单车平均售价约 50 万元，同比提升+0.2 万元，单车净利润 3.84 万元，同比 2018 年下滑 0.12 万元，下降幅度远小于补贴退坡金额。2019 年过渡期内（5 月 8 日至 8 月 7 日）国补平均退坡 4.1 万元 / 辆，过渡期后（8 月 7 日以后）国补平均再退 2 万元 / 辆。公司龙头地位显著，具有价格话语权。
- 前三季度市占率提升至 37%，近三年提升市场份额 9.31%，弱行业背景下的强公司。2015 年以来客车行业增速放缓，销量下滑。公司不断通过产品竞争力巩固龙头地位，2015~2019 前三季度公司 5 米市占率分别为 29.21%/27.22%/28.17%/32.53%/36.53%，迈向客车寡头。
- 催化剂：销量公布，财报公布。
- 风险提示：宏观经济增速放缓，客车行业销量增速放缓。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	33,222	31,746	35,556	39,111	43,022
(+/-)%	-7%	-4%	12%	10%	10%
经营利润 (EBIT)	4,153	2,698	2,715	2,906	3,182
(+/-)%	-18%	-35%	1%	7%	9%
净利润 (归母)	3,129	2,301	2,454	2,626	2,876
(+/-)%	-23%	-26%	7%	7%	9%
每股净收益 (元)	1.41	1.04	1.11	1.19	1.30
每股股利 (元)	0.50	0.50	0.50	0.51	0.57

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	12.5%	8.5%	7.6%	7.4%	7.4%
净资产收益率 (%)	20.2%	13.8%	13.6%	13.5%	13.6%
投入资本回报率 (%)	29.1%	19.9%	29.0%	26.5%	26.3%
EV/EBITDA	10.61	6.95	8.38	7.81	6.93
市盈率	9.85	13.39	12.56	11.73	10.72
股息率 (%)	3.6%	3.6%	3.6%	3.7%	4.1%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: 19.37

上次预测: 19.37

当前价格: 13.92

2019.10.29

交易数据

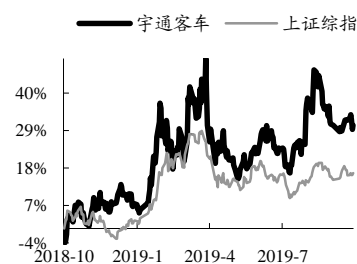
52 周内股价区间 (元)	10.45-16.67
总市值 (百万元)	30,818
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,214/2,214
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	12.94
日均成交值 (百万元)	182.57

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	16,897
每股净资产	7.63
市净率	1.8
净负债率	-21.94%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.13	0.14
Q2	0.15	0.17
Q3	0.26	0.29
Q4	0.50	0.51
全年	1.04	1.11

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	6%	30%
相对指数	-2%	5%	13%

相关报告

《竞争加剧导致利润率下滑》2019.04.29

《定价权地位逐步体现》2019.04.02

《盈利能力环比改善》2018.10.29

《补贴缓冲末期，迎来小批量抢装》2018.06.04

《进入抢装时刻》2018.05.06

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		