高分红超预期，市占率持续提升

宇通客车(600066)

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元):	13.69
合理价格区间(元):	15.68~17.64

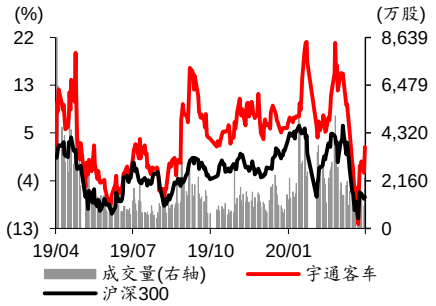
林志轩 研究员 执业证书编号：S0570519060005
021-28972090
zhixuan.lin@htsc.com

刘千琳 研究员 执业证书编号：S0570518060004
021-28972076
liuqianlin@htsc.com

相关研究

1《宇通客车(600066 SH,增持): Q3 市占率持续提升，业绩略超预期》2019.10
2《宇通客车(600066 SH,增持): 大型车占比提升，业绩略超预期 》2019.08
3《宇通客车(600066,增持): 销量下滑、补贴退坡影响公司业绩》2019.04

一年内股价走势图



资料来源：Wind

业绩略低于预期，高分红超预期

公司 2020 年 3 月 30 日发布 2019 年报，2019 年实现营业收入 304.8 亿元（同比-4.0%），归母净利润 19.4 亿元（同比-15.7%）。2019Q4 单季度实现营收 96.2 亿元（同比-22.3%），归母净利润 6.2 亿元（同比-44.3%），扣非后归母净利润 4.3 亿元（同比-44.1%）。公司 2019 年业绩略低于预期，业绩下滑主要受新能源补贴退坡所致。公司公告每 10 股派发现金股利 10 元（含税），分红总额 22.1 亿元，分红比例高达 114%。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.98/1.07/1.13 元，维持“增持”评级。

市场占有率逆市提升，龙头地位进一步夯实

根据公司公告，2019 年公司销售客车 58,688 辆，同比-3.58%，大中型客车国内市占率 37.10%，提升 2.60pct，其中大型车、中型车市占率分别提升 2.3、2.7pct，市占率进一步提升。2019 年下半年新能源车补贴退坡有望促使部分产能出清，未来竞争将聚焦于产品、服务和品牌等综合实力上，行业集中度有望进一步提升。

2019Q4 毛利率环比持续提升，ROE 有所下降

公司营业收入 2019Q4 环比增长 15.08%，收入增速基本与销量增速持平。公司实现毛利率 26.36%，同比下降 1.61pct（国家新能源补贴力度下降），环比提升 2.22pct（收入环比+15.08%）。2019Q4 ROE 为 3.39%，同比下降 3.3pct（国家新能源补贴力度下降），环比下降 0.38pct（Q4 销售费用率环比增加 3.72pct，研发费用率环比增加 2.25pct）。2019 年经营活动现金净流量 53.40 亿元（+107.16%），回款能力增强，龙头地位凸显。

持续高研发投入，提升综合竞争力

2019 年公司研发费用 17.74 亿元，研发费用率 5.82%，研发费用率保持平稳态势。公司研发费用主要投向：（1）新产品，T7 系列车型、高端旅游、高端公交；（2）新技术，自动驾驶技术、五米微循环车；（3）提升产品性能和制造能力提升。未来的竞争集中在产品、技术和生产成本等方面，公司对研发的持续投入有望提升公司综合实力，夯实龙头地位。

客车龙头市占率持续提升，维持“增持”评级

我们认为 2019 年下半年新能源补贴下降有助于行业优胜劣汰，公司作为客车行业龙头，有望凭借成本控制、产品力和品牌力实现市占率逆市提升。公司布局燃料电池客车、智能驾驶客车等新兴方向，有望抢占行业发展先机。我们预计公司 20-22 年归母净利分别为 21.7、23.6、25.1 亿元（2020-2021 年下调 11%、12%），对应 EPS 分别为 0.98、1.07、1.13 元。可比公司 2020 年平均 PE 为 12 倍，但考虑公司是客车领域龙头，且新能源客车占比较高，给予公司 20 年 16~18 倍 PE 估值，对应目标价 15.68~17.64 元，维持“增持”评级。

风险提示：客车行业景气度不及预期；公司海外市场扩张不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,214
流通 A 股 (百万股)	2,214
52 周内股价区间 (元)	11.79-16.60
总市值 (百万元)	30,309
总资产 (百万元)	3,806
每股净资产 (元)	7.92

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	31,746	30,479	31,351	32,139	32,954
+/-%	(4.44)	(3.99)	2.86	2.51	2.54
归属母公司净利润 (百万元)	2,301	1,940	2,165	2,359	2,508
+/-%	(26.45)	(15.70)	11.57	8.98	6.30
EPS (元，最新摊薄)	1.04	0.88	0.98	1.07	1.13
PE (倍)	13.17	15.62	14.00	12.85	12.09

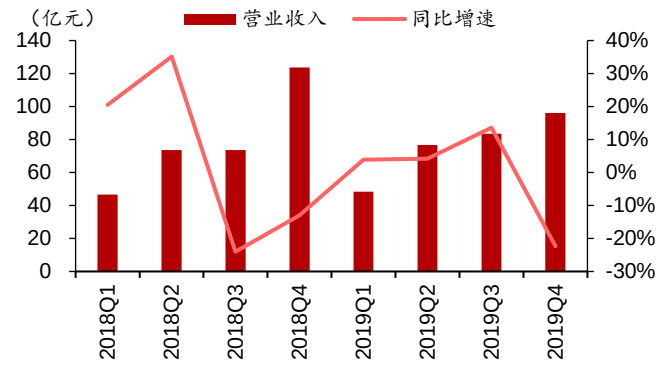
资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

图表1： 宇通客车分季度财务数据一览

项目	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
营业收入（亿元）	46.59	73.58	73.57	123.72	48.39	76.67	83.56	96.17
营业收入 YoY（%）	20.44	35.14	-24.01	-13.04	3.85	4.20	13.58	-22.27
归母净利（亿元）	2.95	3.22	5.81	11.04	3.11	3.72	6.42	6.15
归母净利 YoY（%）	-6.81	-34.17	-47.03	-10.03	5.41	15.71	10.50	-44.25
扣非后归母净利（亿元）	2.72	2.46	5.03	7.62	2.47	2.75	5.97	4.26
ROE（%）	1.88	2.09	3.80	6.85	1.85	2.24	3.80	
扣非后 ROE（%）	1.74	1.60	3.29	4.73	1.47	1.66	3.53	
销售净利率（%）	6.40	4.47	7.95	9.03	6.50	4.94	7.68	
经营活动现金净流量（亿元）	-22.57	10.69	-1.25	38.90	-17.58	19.65	14.17	37.16
投资活动现金净流量（亿元）	12.16	0.83	-27.91	13.39	3.89	0.69	-4.18	
筹资活动现金净流量（亿元）	20.35	1.09	7.48	-44.46	12.23	-24.11	0.26	

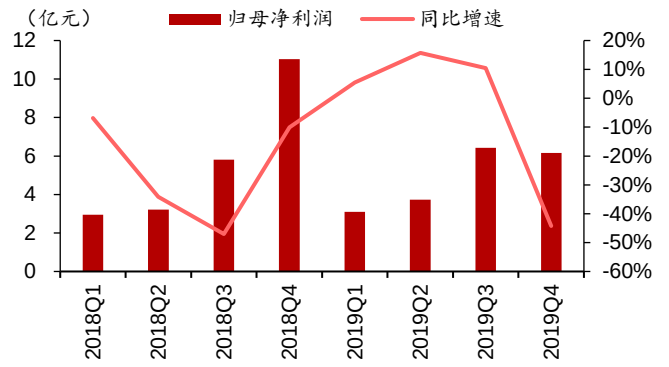
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 宇通客车单季度营业收入情况



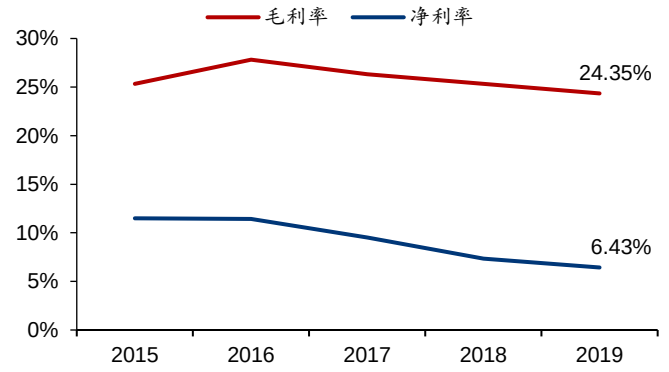
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 宇通客车单季度归母净利润情况



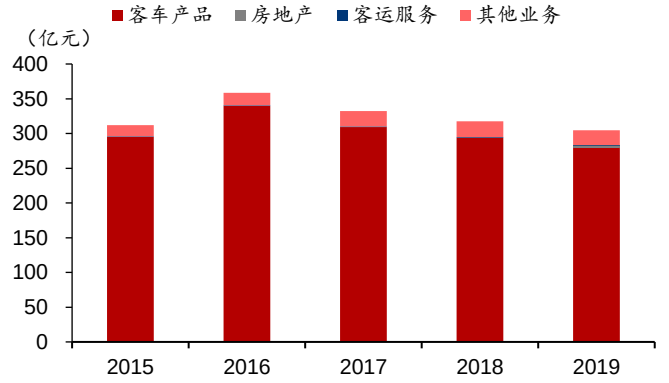
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： 宇通客车毛利率与净利率情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5： 宇通客车主营业务收入占比情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

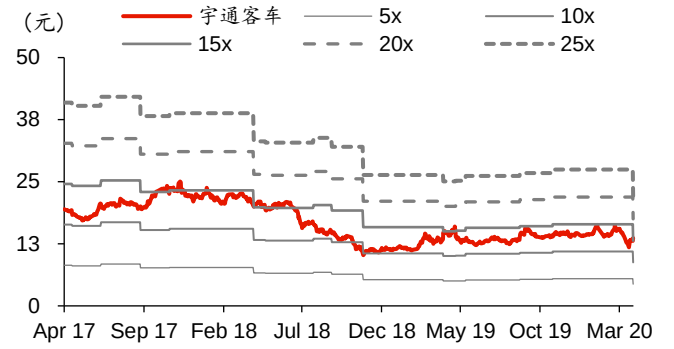
图表6： 可比公司估值（截至 20200331）

			EPS(元)			PE		
证券代码	公司	收盘价	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
000550.SZ	江铃汽车	11.71	0.79	1.18	-	14.82	9.92	-
601238.SH	广汽集团	10.55	0.99	1.15	-	10.66	9.17	-
000951.SZ	中国重汽	20.23	2.12	2.39	-	9.54	8.46	-
	平均值					11.67		

资料来源：Wind，华泰证券研究所（盈利预测均来自万得一致预期）

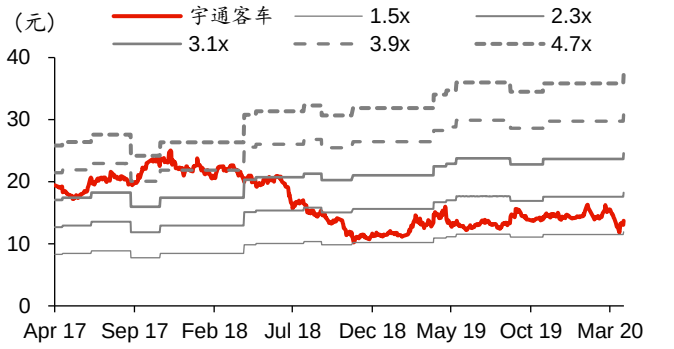
PE/PB - Bands

图表7： 宇通客车历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表8： 宇通客车历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	27,968	27,388	31,453	34,750	37,786
现金	2,912	4,719	7,889	10,613	13,131
应收账款	17,273	13,862	15,545	15,752	16,019
其他应收账款	1,351	1,119	1,138	1,204	1,218
预付账款	669.45	240.66	396.83	402.14	388.16
存货	3,833	4,377	4,042	4,264	4,387
其他流动资产	1,930	3,071	2,442	2,515	2,643
非流动资产	8,831	9,231	8,143	7,649	7,388
长期投资	673.56	745.46	708.00	714.75	717.62
固定投资	3,813	3,799	3,743	3,450	3,016
无形资产	1,181	1,272	1,193	1,123	1,070
其他非流动资产	3,163	3,414	2,500	2,361	2,584
资产总计	36,799	36,619	39,597	42,399	45,174
流动负债	17,775	16,437	17,474	17,781	18,035
短期借款	5.00	0.00	50.00	50.00	50.00
应付账款	9,036	6,541	7,724	7,797	7,874
其他流动负债	8,735	9,896	9,701	9,934	10,110
非流动负债	2,268	2,517	2,266	2,388	2,420
长期借款	18.98	0.00	20.00	40.00	60.00
其他非流动负债	2,249	2,517	2,246	2,348	2,360
负债合计	20,043	18,954	19,740	20,169	20,455
少数股东权益	115.26	125.49	149.47	175.35	202.80
股本	2,214	2,214	2,214	2,214	2,214
资本公积	1,279	1,279	1,279	1,279	1,279
留存公积	12,144	12,946	16,212	18,571	21,079
归属母公司股东权益	16,641	17,540	19,707	22,054	24,517
负债和股东权益	36,799	36,619	39,597	42,399	45,174

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	2,578	5,340	2,493	2,894	2,824
净利润	2,328	1,961	2,189	2,385	2,535
折旧摊销	666.04	662.12	705.62	789.53	855.74
财务费用	324.67	211.64	(14.92)	(12.46)	(24.36)
投资损失	(111.45)	(107.77)	(105.42)	(107.21)	(106.71)
营运资金变动	(661.27)	2,909	(1,239)	(110.07)	(190.20)
其他经营现金	31.46	(295.16)	957.97	(50.58)	(245.83)
投资活动现金	(152.76)	(2,309)	595.54	(202.66)	(350.81)
资本支出	1,058	925.76	300.00	300.00	300.00
长期投资	(836.60)	1,952	458.92	(158.71)	58.02
其他投资现金	68.67	568.40	1,354	(61.37)	7.21
筹资活动现金	(1,554)	(1,444)	82.34	31.85	45.79
短期借款	(765.15)	(5.00)	50.00	0.00	0.00
长期借款	(2.26)	(18.98)	20.00	20.00	20.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(786.55)	(1,420)	12.34	11.85	25.79
现金净增加额	962.97	1,585	3,171	2,723	2,519

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	31,746	30,479	31,351	32,139	32,954
营业成本	23,706	23,058	23,799	24,338	24,948
营业税金及附加	195.04	242.87	218.31	230.17	238.26
营业费用	2,512	2,796	2,633	2,668	2,702
管理费用	771.85	830.43	830.80	819.54	823.84
财务费用	324.67	211.64	(14.92)	(12.46)	(24.36)
资产减值损失	(200.15)	(106.44)	53.25	5.37	(23.18)
公允价值变动收益	(151.10)	(20.12)	2.03	(11.97)	(45.29)
投资净收益	111.45	107.77	105.42	107.21	106.71
营业利润	2,468	2,018	2,289	2,486	2,651
营业外收入	98.63	77.81	80.32	82.54	81.01
营业外支出	20.09	12.36	20.96	17.57	17.75
利润总额	2,547	2,084	2,348	2,551	2,714
所得税	218.15	123.01	159.47	165.67	178.96
净利润	2,328	1,961	2,189	2,385	2,535
少数股东损益	26.89	20.51	23.98	25.88	27.46
归属母公司净利润	2,301	1,940	2,165	2,359	2,508
EBITDA	3,459	2,892	2,980	3,263	3,482
EPS (元，基本)	1.04	0.88	0.98	1.07	1.13

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	(4.44)	(3.99)	2.86	2.51	2.54
营业利润	(31.47)	(18.22)	13.40	8.60	6.64
归属母公司净利润	(26.45)	(15.70)	11.57	8.98	6.30
获利能力 (%)					
毛利率	25.33	24.35	24.09	24.27	24.29
净利率	7.25	6.37	6.90	7.34	7.61
ROE	13.83	11.06	10.98	10.70	10.23
ROIC	22.50	26.73	24.68	28.47	31.83
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.47	51.76	49.85	47.57	45.28
净负债比率 (%)	0.21	0	0.39	0.47	0.56
流动比率	1.57	1.67	1.80	1.95	2.10
速动比率	1.35	1.39	1.56	1.71	1.84
营运能力					
总资产周转率	0.87	0.83	0.82	0.78	0.75
应收账款周转率	1.68	1.78	1.94	1.87	1.89
应付账款周转率	2.75	2.96	3.34	3.14	3.18
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.04	0.88	0.98	1.07	1.13
每股经营现金流(最新摊薄)	1.16	2.41	1.13	1.31	1.28
每股净资产(最新摊薄)	7.52	7.92	8.90	9.96	11.07
估值比率					
PE (倍)	13.17	15.62	14.00	12.85	12.09
PB (倍)	1.82	1.73	1.54	1.37	1.24
EV_EBITDA (倍)	6.49	7.76	7.54	6.88	6.45

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，林志轩、刘千琳，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间迟延。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师林志轩、刘千琳本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后3个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话： 212-763-8160 电子邮件: huatai@htsc-us.com

传真： 917-725-9702 http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司