

### 中信证券研究部



**宋韶灵**  
首席新能源汽车分析师  
S1010518090002



**陈俊斌**  
首席制造产业分析师  
S1010512070001

### 核心观点

**2019Q3 单季度归母净利润 6.42 亿元，同比+10.44%，符合预期。报告期内，公司在行业销量下行以及新能源汽车补贴退坡的背景下，依然实现了销量、收入、利润的提升，充分体现了公司作为客车行业龙头的竞争力。中长期看，公司技术和制造能力全球领先，产品趋向高端化、智能化，有望受益于行业格局优化和海外出口市场拓展，维持“买入”评级。**

**■ 事项：**10月28日，公司发布2019年三季度业绩报告，Q3单季度实现营业收入83.57亿元，同比+13.59%；归母净利润6.42亿元，同比+10.44%，对此我们点评如下：

**■ 2019Q3 单季度业绩 6.42 亿元，同比+10.44%，符合预期。**2019年前三季度实现营业收入208.62亿元，同比+7.68%，归母净利润13.25亿元，同比+10.62%，扣非归母净利润11.19亿元，同比+9.59%。单季度看，Q3实现营业收入83.57亿元，同比+13.59%，环比+9%；归母净利润6.42亿元，同比+10.44%，环比+72.39%。此外，公司经营性现金流同比持续改善，2019年三季度经营性现金流量净额为16.24亿元，环比二季度增加14.2亿元，去年同期仅为-13.12亿元。

**■ 毛利率环比改善，期间费用率明显下降。**公司Q3单季度毛利率24.1%，环比+2pcts，同比-3.2pcts，毛利率环比上升系新能源公交补贴退坡导致抢装，三季度新能源销量占比较高导致，同比下降主要系去年同期新品ASP提升明显以及去年存在电池成本追溯调整的影响导致。费用方面，公司Q3单季度期间费用率14.05%，同比-2.36pcts，环比-2.39pcts下降明显，主要系研发费用率和财务费用率下降导致。分科目看，销售费用率为7.84%，同比+1.4pcts；管理费用率2.31%，与去年同期持平；研发费用3.6亿元，同比下降1.1亿元；财务费用为-0.35%，同比下降1.7pcts。

**■ 客车销量微增长，新能源份额维持高位。**公司前三季度客车累计销售42,140辆，同比+6.57%，国内市场大中型客车销量同比-6.63%，公司销量增长明显好于行业。分季度看，公司Q1/Q2/Q3客车销量分别为1.06/1.49/1.67万辆，分别同比+6.3%/+0.2%/+13.2%。根据第一商用车网数据，公司Q1/Q2/Q3新能源客车销量为2,946/5,799/6,195辆，分别同比+56%/-15%/+81%。公司新能源客车市占率始终处于高位，1-9月公司累计销售14,940辆新能源客车，市占率为30.84%，远高于第二名中通客车（11.17%）。

**■ “价格管理”逐步推进，高端化打开成长空间。**公司年初开始针对不同产品与客户实行价格管理，对不同价格敏感性客户的不同订单差异化对待。产品“价格管理”进一步打开公司销量空间。此外，公司积极布局高端产品，在10月布鲁塞尔举办的世界客车博览会上，宇通展示了三款高端品质客车产品（其中两辆纯电动客车），并收获“Busworld设计奖”等三项大奖。在智能化、网联化方面，截止2019年8月，宇通L4级自动驾驶巴士在中国河南开放道路成功运营超一万公里，同时公司在布鲁塞尔博览会上首发了5G网联终端。

**■ 风险因素：**新能源客车销售不及预期；动力电池成本下降幅度不达预期；新能源汽车政策波动等。

**■ 投资建议：**维持公司2019/20/21年EPS预测1.09/1.14/1.20元。当前股价13.92元，对应PE分别为12.8/12.2/11.6倍。公司在行业销量下行以及新能源汽车补贴退坡的背景下，依然实现了销量、收入、利润的提升，充分体现了公司作为客车行业龙头的竞争力。中长期看，公司技术和制造能力全球领先，产品趋向高端化、智能化，有望受益于行业格局优化和海外出口市场拓展，维持“买入”评级。

<b>宇通客车</b>	<b>600066</b>
<b>评级</b>	<b>买入（维持）</b>
当前价	13.92元
总股本	2,214百万股
流通股本	2,214百万股
52周最高/最低价	16.6/10.6元
近1月绝对涨幅	-0.14%
近6月绝对涨幅	0.18%
近12月绝对涨幅	17.45%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	33,222	31,746	32,381	33,676	35,023
营业收入增长率	-7%	-4%	2%	4%	4%
净利润(百万元)	3,129	2,301	2,406	2,526	2,650
净利润增长率	-23%	-26%	5%	5%	5%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.41	1.01	1.09	1.14	1.20
毛利率%	26.30%	25.30%	24.60%	25.30%	26.10%
净资产收益率 ROE%	20.19%	13.83%	13.41%	13.20%	12.99%
每股净资产(元)	7	7.5	8.1	8.7	9.2
PE	9.9	13.8	12.8	12.2	11.6
PB	2.0	1.9	1.7	1.6	1.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2019年10月28日收盘价

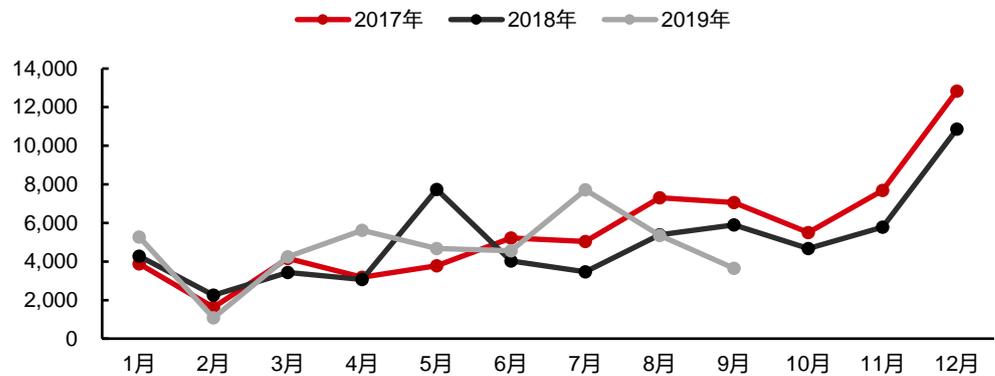
## 宇通客车经营业绩数据

表 1: 宇通客车业绩简表 (季度)

	2017				2018				2019		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
营业收入(亿元)	39	54	97	142	47	74	74	124	48	77	84
YoY	-24.5%	-33.1%	15.4%	0.3%	20.4%	35.1%	-24.0%	-13.0%	3.9%	4.2%	13.6%
毛利率	24.0%	25.6%	26.4%	27.2%	22.7%	20.6%	27.3%	28.0%	24.3%	22.1%	24.1%
归母净利润(亿元)	3.2	4.9	11.0	12.3	3.0	3.2	5.8	11.0	3.1	3.7	6.4
YoY	-16.5%	-42.9%	5.4%	-30.6%	-6.8%	-34.2%	-47.0%	-10.0%	5.4%	15.7%	10.4%
归母净利率	8.5%	9.2%	11.4%	8.7%	6.4%	4.5%	8.0%	9.0%	6.5%	4.9%	7.7%

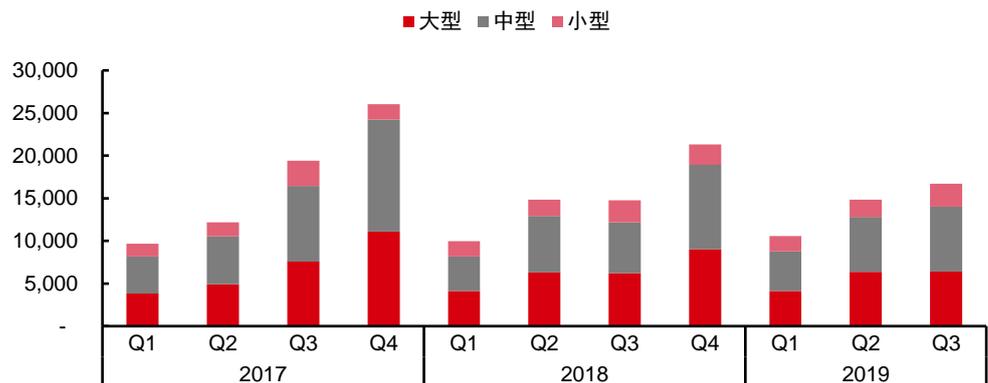
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 1: 宇通客车月度销量数据 (单位: 辆)



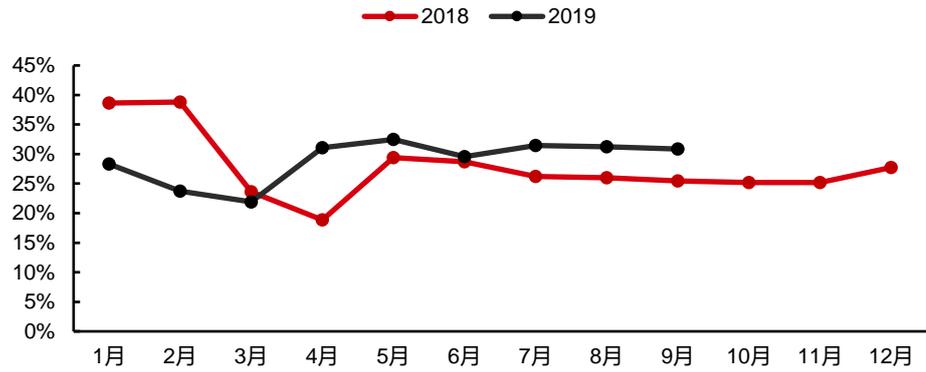
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 2: 宇通客车季度销量数据 (单位: 辆)



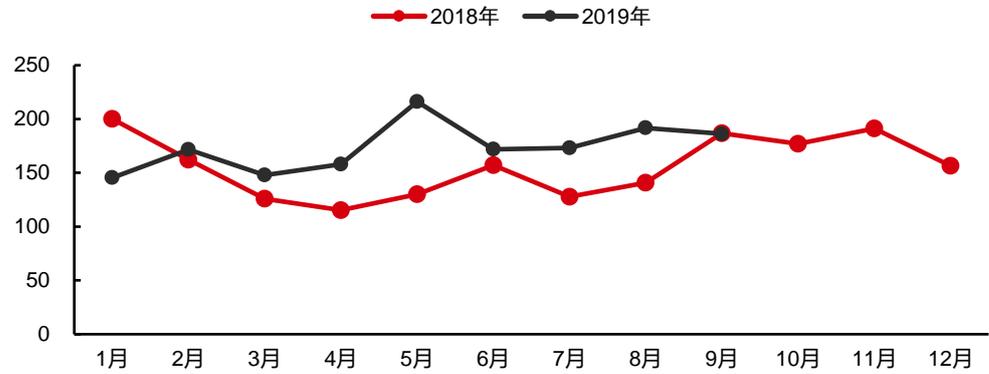
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 3: 公司新能源客车销量累计市占率情况 (%)



资料来源: 第一商用车网, 中信证券研究部测算

图 4: 公司新能源客车单车带电量提升明显 (单位: kWh/台)



资料来源: GGII, 中信证券研究部测算

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。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、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。