



宇通客车 (600066)

宇通集团建电动卡车，将与客车产生协同

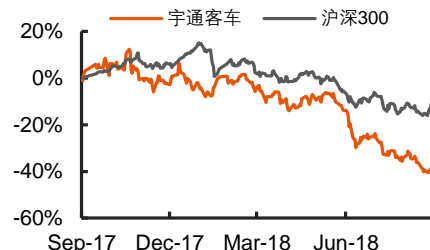
强烈推荐（维持）

现价：14.29 元

主要数据

行业	汽车和汽车零部件
公司网址	www.yutong.com
大股东/持股	宇通集团/37.19%
实际控制人	汤玉祥等 7 名合伙人代表
总股本(百万股)	2,214
流通 A 股(百万股)	2,214
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	316.37
流通 A 股市值(亿元)	316.37
每股净资产(元)	6.33
资产负债率(%)	58.30

行情走势图



相关研究报告

《宇通客车*600066*仍在消化上半年透支，预计九月回到上升通道》 2018-09-04
 《宇通客车*600066*阵痛将尽，曙光可期》 2018-08-28
 《宇通客车*600066*至暗时刻，光明在心》 2018-08-03
 《宇通客车*600066*6月销量回调不改全球市占率提升大趋势》 2018-07-05
 《宇通客车*600066*5月销量大幅超预期，头部企业竞争力愈加凸显》 2018-06-05

证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
 S1060511010006
 021-38638428
 WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN

研究助理

肖潇 一般从业资格编号
 S1060118050036
 15000862289
 XIAOXIAOWW@PINGAN.COM.CN

投资要点

事项：

2018年9月18日，郑州宇通集团有限公司年产6万辆纯电动商用车建设项目经获河南省发改委批准。该项目计划总投资21亿元，形成纯电动轻卡5万辆、纯电动中重卡1万辆生产能力。

平安观点：

- **新建项目或为自用底盘生产资质续资，布局全系列卡车生产资质。**宇通重工为宇通集团全资子公司，主要从事机械、环保、专用车等产品的生产，暂未涉及卡车的生产制造。宇通重工目前主要产品为冲击式压实机、压路机、轮式装载机以及部分环卫车（洒水车）等，主要竞争对手为三一重工、徐工。公司具备自用底盘及专用车整车生产资质，估计公司自用底盘生产资质将于2019年到期，因此投入新的商用车建设项目有利于宇通重工自用底盘生产资质续资，同时助力公司获得微型卡车、轻型卡车、中重型卡车整车及底盘生产“全系列”载货汽车生产资质。
- **另辟蹊径，切入新能源卡车。**在传统能源领域，国内卡车市场，尤其是重卡市场竞争格局稳定，前五大企业一汽、东风、重汽、陕汽、福田合计市占率长期稳定在80%以上，宇通重工在卡车技术积累及生产经验上劣势显著。在重卡发动机领域，潍柴动力一家独大的局面已经形成，宇通重工同样难以形成竞争力。而在新能源领域，潍柴动力主要布局氢燃料电池与固态燃料电池，由于燃料电池技术尚未取得突破进展，目前难以大规模推广。而宇通在基于锂电池的新能源客车领域具备较强的技术积累和生产经验，公司以电驱动、电控、电池的自主攻关为切入点，基于“全生命周期成本最低”的开发理念，攻克了高效动力系统、动力电池集成与管理、整车控制与节能等关键技术，在驱动效率与整车能耗上均达到国际先进水平，同时公司自研的自动驾驶技术已实现有条件自动驾驶，卡车的行驶路况相比公交车更简单，有望率先落地自动驾驶应用。因此，宇通集团另辟蹊径，布局新能源卡车，以宇通客车相对成熟的三元电池或自研的燃料电池为动力源，或将成功打开卡车市场。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	35,850	33,222	36,967	36,966	39,937
YoY(%)	14.9	-7.3	11.3	0.0	8.0
净利润(百万元)	4,044	3,129	3,424	3,938	4,244
YoY(%)	14.4	-22.6	9.4	15.0	7.8
毛利率(%)	27.8	26.3	25.7	26.6	27.0
净利率(%)	11.3	9.4	9.3	10.7	10.6
ROE(%)	30.0	20.3	19.3	20.2	19.7
EPS(摊薄/元)	1.83	1.41	1.55	1.78	1.92
P/E(倍)	7.8	10.1	9.2	8.0	7.5
P/B(倍)	2.3	2.0	1.8	1.6	1.5

- **初期或以轻卡为主，卡车与客车共振。**根据河南省发改委批复，新项目需于批准之日起 2 年内开工建设，最长延期不得超过 1 年，因此，该项目最迟将于 2021 年开工，有望于 2022 年底前投产，初期或将主要生产轻卡，宇通客车在新能源与自动驾驶领域的技术积累将与宇通重汽共享，进行协同开发，降低宇通客车的研发费用率。宇通重汽与宇通客车在钢材、电芯、电机等核心零部件采购上亦将产生协同作用，有利于宇通客车进一步扩大规模效应，降低采购成本，增强客车领域竞争优势。
- **盈利预测与投资建议：**宇通集团建设新能源卡车项目有利于在集团层面实现研发、核心配件采购的协同，从而降低宇通客车的研发费用率与采购成本。未来补贴继续退坡将扩大公司与对手的差距，公司新能源客车市占率稳步提升，出口业务有望抢占欧洲发达市场。维持对公司的盈利预测，2018 年、2019 年、2020 年每股收益依次为 1.55 元、1.78 元、1.92 元，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1) 新能源客车销量低于预期：部分地区公交车需求放缓，新能源客车行业销量下滑，客车行业整体承压；2) 新能源技术研发不及预期，目前公司凭借领先的新能源技术，有望在补贴退坡后提升市占率，若其他公司加大研发力度，取得技术突破，可能威胁公司行业地位；3) 公司海外市场推进不及预期：如果海外市场受宏观经济等因素影响，导致公司客车出口量下滑，可能影响公司整体利润和销量。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	27431	39232	38541	44037
现金	2488	13673	13672	14771
应收账款	17388	18706	17387	21607
其他应收款	753	656	753	769
预付账款	300	286	300	333
存货	3074	2537	3001	2950
其他流动资产	3428	3374	3428	3608
非流动资产	8734	9216	9149	9432
长期投资	664	1057	1470	1883
固定资产	3985	3958	3385	3153
无形资产	1427	1549	1701	1820
其他非流动资产	2658	2651	2592	2576
资产总计	36165	48448	47690	53470
流动负债	18652	28580	26054	29756
短期借款	770	4669	8699	2983
应付账款	8175	12649	7903	14180
其他流动负债	9707	11261	9452	12593
非流动负债	1907	1903	1899	1894
长期借款	21	17	12	8
其他非流动负债	1886	1886	1886	1886
负债合计	20560	30483	27953	31650
少数股东权益	106	148	197	249
股本	2214	2214	2214	2214
资本公积	1279	1279	1279	1279
留存收益	11005	12386	13939	15965
归属母公司股东权益	15500	17816	19540	21570
负债和股东权益	36165	48448	47690	53470

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-1749	10028	-746	10475
净利润	3168	3466	3987	4296
折旧摊销	711	634	682	719
财务费用	492	543	495	486
投资损失	-86	-45	-45	-45
营运资金变动	-6243	5431	-5865	5020
其他经营现金流	209	0	0	0
投资活动现金流	-819	-1070	-571	-956
资本支出	730	89	-480	-130
长期投资	-139	-393	-399	-413
其他投资现金流	-227	-1374	-1449	-1499
筹资活动现金流	-1073	-1672	-2714	-2705
短期借款	770	0	0	0
长期借款	21	-4	-5	-4
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1864	-1668	-2709	-2700
现金净增加额	-3649	7286	-4030	6814

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	33222	36967	36966	39937
营业成本	24479	27485	27126	29146
营业税金及附加	186	207	207	223
营业费用	2353	2650	2604	2789
管理费用	2051	2311	2222	2255
财务费用	492	543	495	486
资产减值损失	560	-125	-184	186
公允价值变动收益	121	0	0	0
投资净收益	86	45	45	45
营业利润	3602	3943	4541	4896
营业外收入	51	52	53	54
营业外支出	17	17	18	19
利润总额	3636	3978	4576	4931
所得税	468	512	589	635
净利润	3168	3466	3987	4296
少数股东损益	39	42	49	52
归属母公司净利润	3129	3424	3938	4244
EBITDA	4321	4612	5258	5649
EPS (元)	1.41	1.55	1.78	1.92

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入(%)	-7.3	11.3	-0.0	8.0
营业利润(%)	-18.0	9.5	15.2	7.8
归属于母公司净利润(%)	-22.6	9.4	15.0	7.8
获利能力				
毛利率(%)	26.3	25.7	26.6	27.0
净利率(%)	9.4	9.3	10.7	10.6
ROE(%)	20.3	19.3	20.2	19.7
ROIC(%)	18.9	15.2	14.0	17.3
偿债能力				
资产负债率(%)	56.8	62.9	58.6	59.2
净负债比率(%)	-10.7	-50.0	-25.1	-54.0
流动比率	1.5	1.4	1.5	1.5
速动比率	1.3	1.3	1.4	1.4
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.8
应收账款周转率	2.0	2.0	2.0	2.0
应付账款周转率	2.6	2.6	2.6	2.6
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.41	1.55	1.78	1.92
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.83	4.53	-0.34	4.73
每股净资产(最新摊薄)	7.00	8.05	8.83	9.74
估值比率				
P/E	10.11	9.24	8.03	7.46
P/B	2.04	1.78	1.62	1.47
EV/EBITDA	7.0	5.0	5.1	3.6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：(021) 33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033