

2017年03月05日

证券研究报告·动态跟踪报告

宇通客车(600066) 汽车

买入(维持)

当前价: 20.75元

目标价: ——元(6个月)

西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 车型持续进入推广目录, 龙头持续向好

### 投资要点

- **事件:** 工信部发布第二批《新能源汽车推广应用推荐车型目录》。
- **客车定制化属性, 目录数量反映客户采购意向。** 宇通客车 22 款纯电动以及 19 款插电式车型进入 2017 年第 2 批新能源汽车推广目录。公司客车在前两批目录中合计占 28.5% 的客车车型, 其中宇通在插电式混动客车、纯电动客车目录数占比分别达到 33.7%、24.6%, 均为单一车厂第一。客车行业定制化属性明显, 因此一般有采购意向才会进行整车设计开发并申请公告, **宇通客车公告数量位列第一, 一定程度代表下游意向采购的客户数。**
- **补贴下滑由上下游承担, 单车盈利能力不下降。** 市场误以为 10 米车型补贴上限由 100 万下降至 45 万, 降幅 55 万大大削弱客车盈利能力。我们以 10 米车型为例, 对 16/17 年两种补贴情况进行测算, 选择 2016 年宇通 10-12 米产量最大的车型 ZK6105BEVG6, 该车型 16 年产量 2287 辆, 占宇通 10 米以上车型 43% 左右。销售价格下降 16.5% 的情况下, 单车税后利润基本维持在 16.8 万左右水平。补贴退坡(国补+地补)的 24 万通过电池度电数减少、电池价格下降以及实际购车费用提升来共同弥补。其中, 机电电控价格下降 15%、电池价格下降 25%、度电数减少 22%、实际采购价格上升 18.8% (公交定制化属性、财政支出导致对采购价格并不敏感)。
- **新能源客车市占率提升空间大。** 17 年新补贴政策环境下, 行业洗牌加速, 更有利于客车龙头依靠强劲综合实力提升市场份额。宇通**传统大型客车近三年份额逐年提升, 分别达到 33.6%、44.4%和 56.7%**, 而新能源大型客车比例下降, 16 年仅为 16.8%。我们认为由于新能源客车补贴力度大, 地方保护主义盛行, 市场份额容易受到波动。补贴退坡加上地方补贴不能超过国家补贴 50% 的大背景下, 地方保护主义容易被打破, 宇通大型新能源客车份额有望提升至 30% 以上。宇通**近三年传统中型客车市场份额 40%、50%和 76%**, 新能源客车 16 年市场份额 30% 左右, 我们预计新能源中型客车市场份额有望提升至 50% 以上。预计 2017 年公司新能源客车销量持平 2.7 万辆, 传统车增加 3000 辆左右达 4.7 万辆, 合计 7.4 万辆。18 年由于 19 年补贴退坡 20% 影响, 必然导致类似 15 年冲量行情, 我们预计 18 年新能源客车销量将超过 3 万辆。
- **估值与评级:** 基于宇通 16 年新能源客车销量超预期、17 年补贴政策调整影响整体行业增速、18 年龙头份额进一步提升, 我们调整公司 2016-2018 年 EPS 预测分别为 1.84 元 (1.79 元)、1.93 元 (1.99 元) 和 2.23 元 (2.17 元), 对应 PE 分别为 11.3 倍、10.7 倍和 9.3 倍。强烈推荐, 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; 并购企业业绩实现或不及承诺等风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	31210.87	36424.93	35816.84	39028.50
增长率	21.31%	16.71%	-1.67%	8.97%
归属母公司净利润(百万元)	3535.22	4082.34	4274.71	4940.93
增长率	35.31%	15.48%	4.71%	15.58%
每股收益 EPS(元)	1.60	1.84	1.93	2.23
净资产收益率 ROE	27.73%	28.32%	28.03%	29.75%
PE	13.0	11.3	10.7	9.3
PB	3.55	3.15	2.97	2.73

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: gaox@swsc.com.cn

联系人: 张荫先

电话: 0755-23617478

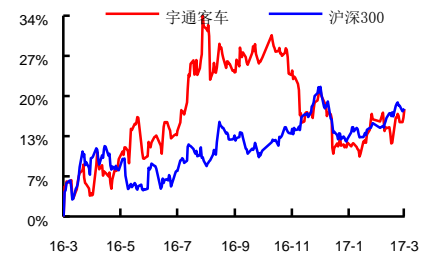
邮箱: zyx@swsc.com.cn

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)	18.72-23.28
总市值(亿元)	455.19
总资产(亿元)	278.89
每股净资产(元)	5.34

### 相关研究

1. 宇通客车(600066): 前三季度销量增长, 四季度放量可期 (2016-10-25)
2. 宇通客车(600066): 新能源助力业绩提升, 政策长期向好 (2016-08-24)
3. 宇通客车(600066): 龙头地位稳固, 新能源高速增长依旧 (2016-06-06)
4. 宇通客车(600066): 受益于行业规范的新能源客车龙头 (2016-05-06)

## 1 客车定制化属性，目录数量反映客户采购意向

3月1日，工信部发布第二批《新能源汽车推广应用推荐车型目录》，共有40家企业201款车型进入目录。其中，新能源乘用车36款、新能源客车128款、新能源专用车37款。加上1月23日发布的第一批目录，两批目录共有386款车型进入目录，其中新能源客车目录数占比达到52.6%（不含燃料电池客车），客车行业属于批次多、数量少的产品，因此定制化属性明显。

表1：前两批新能源汽车推广应用推荐车型目录

类型	公告数量	占比
插电式混动客车	89	23.06%
纯电动客车	114	29.53%
插电式乘用车	15	3.89%
纯电动乘用车	94	24.35%
纯电动专用车	73	18.91%
燃料电池客车	1	0.26%

数据来源：工信部，西南证券整理

宇通客车22款纯电动以及19款插电式车型进入2017年第2批新能源汽车推广目录。公司客车在前两批目录中合计占28.5%的客车车型，其中宇通在插电式混动客车、纯电动客车目录数占比分别达到33.7%、24.6%，均为单一车厂第一。客车行业定制化属性明显，因此一般有采购意向才会进行整车设计开发并申请公告，宇通客车公告数量位列第一，一定程度代表下游意向采购的客户数。

表2：插电式混动客车公告数量

类型	公告数量	占比
<b>插电式混动客车总计</b>	<b>89</b>	
郑州宇通客车股份有限公司	30	
10米以上	19	63.33%
8至10米	11	36.67%
中通客车控股股份有限公司	16	
10米以上	14	87.50%
8至10米	2	12.50%
北汽福田汽车股份有限公司	12	
10米以上	10	83.33%
8至10米	2	16.67%
厦门金龙联合汽车工业有限公司	9	
10米以上	7	77.78%
8至10米	2	22.22%
厦门金龙旅行车有限公司	6	
10米以上	6	

数据来源：工信部，西南证券整理

表 3：纯电动客车公告数量

类型	公告数量	占比
<b>纯电动客车</b>	<b>114</b>	
郑州宇通客车股份有限公司	28	
10米以上	12	42.86%
6至8米	3	10.71%
8至10米	13	46.43%
厦门金龙联合汽车工业有限公司	22	
10米以上	11	50.00%
6至8米	5	22.73%
8至10米	6	27.27%
厦门金龙旅行车有限公司	11	
10米以上	3	27.27%
8至10米	8	72.73%
北汽福田汽车股份有限公司	10	
10米以上	2	20.00%
6至8米	1	10.00%
8至10米	7	70.00%
扬州亚星客车股份有限公司	9	
10米以上	6	66.67%
8至10米	3	33.33%
安徽安凯汽车股份有限公司	8	
10米以上	5	62.50%
8至10米	3	37.50%
湖南南车时代电动汽车股份有限公司	4	
10米以上	1	25.00%
8至10米	3	75.00%
中通客车控股股份有限公司	4	
10米以上	2	50.00%
8至10米	2	50.00%
江苏九龙汽车制造有限公司	3	
6至8米	1	33.33%
8至10米	2	66.67%
纯电动客车	114	
南京金龙客车制造有限公司	2	
10米以上	1	50.00%
6至8米	1	50.00%

数据来源：工信部，西南证券整理

## 2 补贴下滑由上下游承担，单车盈利能力不下降

市场误以为 10 米车型补贴上限由 100 万下降至 45 万，降幅 55 万大大削弱客车盈利能力。2016 年 10-12 米纯电动客车补贴上限为 50 万元，2017 年补贴金额发生较大变化，补贴额度与带电量、调整系数、车辆类型有关，10-12 米车型上限金额为 30 万元，地补也限制了不能超过国补 50%，意味着 2017 年单车补贴金额最高只能获得 45 万，相较于 16 年 100 万补贴额度（国补：地补=1:1），减少 55 万，大大削弱客车盈利能力。

表 4：2016 年新能源客车补贴标准

车辆类型	单位载质量能量消耗量 (Ekg, Wh/km·kg)	标准车（10 米<车长≤12 米）					
		纯电动续航里程 R（等速法、公里）					
		6≤R<20	20≤R<50	50≤R<100	100≤R<150	150≤R<250	R≥250
纯电动客车	Ekg<0.25	22	26	30	35	42	50
	0.25≤Ekg<0.35	20	24	28	32	38	46
	0.35≤Ekg<0.5	18	22	24	28	34	42
	0.5≤Ekg<0.6	16	18	20	25	30	36
	0.6≤Ekg<0.7	12	14	16	20	24	30
插电式混合动力客车 (含增程式)		/	/	20	23	25	

注：上述补助标准以 10-12 米客车为标准车给予补助，其他长度纯电动客车补助标准按照上表单位载质量能量消耗量和纯电动续航里程划分，插电式混合动力客车（含增程式）补助标准按照上表纯电动续航里程划分。其中，6 米及以下客车按照标准车 0.2 倍给予补助；6 米<车长≤8 米客车按照标准车 0.5 倍给予补助；8 米<车长≤10 米客车按照标准车 0.8 倍给予补助；12 米以上、双层客车按照标准车 1.2 倍给予补助。

数据来源：财政部，西南证券整理

图 1：2017 年新能源客车补贴标准

车辆类型	中央财政补贴标准 (元/kWh)	中央财政补贴调整系数			中央财政单车补贴上限 (万元)			地方财政单车补贴
					6<L≤8m	8<L≤10m	L>10m	
非快充类纯电动客车	1800	系统能量密度 (Wh/kg)			9	20	30	不超过中央财政单车补贴额的 50%
		85-95 (含)	95-115 (含)	115 以上				
		0.8	1	1.2				
快充类纯电动客车	3000	快充倍率			6	12	20	
		3C-5C (含)	5C-15C (含)	15C 以上				
		0.8	1	1.4				
插电式混合动力(含增程式)客车	3000	节油率水平			4.5	9	15	
		40%-45% (含)	45%-60% (含)	60%以上				
		0.8	1	1.2				

补贴金额=车辆带电量×单位电量补贴标准×调整系数

数据来源：Wind，西南证券整理

我们以 10 米车型为例，对 16/17 年两种补贴情况进行测算，选择 2016 年宇通 10-12 米产量最大的车型 ZK6105BEVG6，该车型 16 年产量 2287 辆，占宇通 10 米以上车型 43% 左右。该车电池容量 147.5 度电、续驶里程达 260km，EKG 指标约在 0.22 左右。

#### 关键假设：

1) 16-17 年地补金额占国补比例为 20%；

2) 电池单价（不含税）16 年 2100 元/kwh，17 年下降 25%，1580 元/kwh；

3) EKG 性能提升、续驶里程要求下降，单车度电数下降 22%。ZK6105BEVG6 的 EKG 指标约 0.22，参考今年一、二批目录，宇通 10 米以上客车部分车型 EKG 指标达到 0.19-0.2 左右，与 0.22 相比较，耗能减少 10-14% 左右；ZK6105BEVG6 续驶里程达到 260km，超过 250km 才能拿到 16 年最高档补贴，17 年最高档补贴档的续驶里程降低至 200km，因此相同车型可以少装 22% 电池，公交车一般一天行驶距离在 150km-200km，少装电池不影响实用性。

4) 销售定价：假设 16 年销售定价 100 万，17 年下降 16.5% 至 83.5 万。

表 5：16-17 年补贴标准下，10 米车型盈利能力测算（万元）

	2016 年	下降幅度	2017 年
对标车价格	45		45
毛利率水平	20%		20%
成本	36		36
减：动力总成	10		10
加：电机电控	7	-15%	5.95
不含电池的车价	33		31.95
电池单价 万元/kwh	0.21	-25%	0.16
度电数 kwh	147.5	-22%	115
电池价格	30.98		18.1
<b>整车制造端成本</b>	<b>63.98</b>		<b>50.1</b>
<b>销售定价</b>	<b>100</b>	<b>-16.5%</b>	<b>83.5</b>
税金及三费率	15%		15%
税金及三费	15		12.53
单车税前利润	21.03		20.91
企业所得税	20%		20%
<b>单车税后利润</b>	<b>16.82</b>		<b>16.73</b>
国家补贴	50		30
地方补贴	10		6
<b>实际购车费用</b>	<b>40</b>	<b>+18.8%</b>	<b>47.5</b>

数据来源：西南证券

根据上表，销售价格下降 16.5%的情况下，单车税后利润基本维持在 16.8 万左右的水准。补贴退坡（国补+地补）的 24 万通过电池度电数减少、电池价格下降以及实际购车费用提升来共同弥补。其中，机电电控价格下降 15%、电池价格下降 25%、度电数减少 22%、实际采购价格上升 18.8%（公交定制化属性、财政支出导致对采购价格并不敏感，采购属于招标形式，补贴退坡引起整体报价上升）。

**表 6：16-17 年补贴标准下，10 米车型全生命周期费用测算**

传统车	16-17 年	纯电动客车	16 年	17 年
10 米车基础价 万	45			
购车费用 万	49.5 (含购置税)	购车费用	40	47.5
百公里油耗 L/100km	25	百公里耗电 kwh/100km	65	65
油单价 元/L	6	电价 元/kwh	0.7	0.7
每天行驶 km	200	每天行驶 km	200	200
每天油耗 L	50	每天耗电 kwh	130	130
油费 元	300	电费 元	91	91
工作天数 天	360	工作天数 天	360	360
年油费 元	108000	年电费 元	32760	32760
工作年限	5	工作年限	5	5
折旧费用 万	9.90	折旧费用 万	8.00	9.50
每年费用 万	20.70	每年费用 万	11.28	12.78
总费用 万	103.50	总费用 万	56.38	63.88
全生命周期节省费用			47.12	39.62
全生命周期成本比例对比			54%	62%

数据来源：西南证券

考虑公交车全生命周期，使用传统燃油车 5 年费用总计 103.5 万元，16 年补贴标准下使用纯电动公交车可以节省 47 万元，17 年即使初始采购价格提升 7.5 万（+18.8%），全生命周期依然节省近 40 万元，因此进一步说明对下游客户涨价是可行路径。

**表 7：16 年补贴标准下，油价、电价敏感性分析**

16 年补贴标准下，油价、电价敏感性分析						
		电价（元/度电）				
		0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
油价 (元/升)	4	60%	63%	66%	69%	71%
	5	55%	57%	60%	62%	65%
	6	50%	52%	54%	57%	59%
	7	46%	48%	50%	52%	54%
	8	43%	44%	46%	48%	50%

数据来源：西南证券

表 8：17 年补贴标准下，油价、电价敏感性分析

17 年补贴标准下，油价、电价敏感性分析						
		电价（元/度电）				
		0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
油价 (元/升)	4	69%	72%	75%	77%	80%
	5	63%	65%	68%	70%	73%
	6	57%	59%	62%	64%	66%
	7	53%	55%	57%	59%	61%
	8	49%	51%	53%	55%	56%

数据来源：西南证券

### 3 新能源客车市占率提升空间大

宇通客车作为全球最大的单一客车生产厂家，市场份额在客车整体行业不增长的前提下稳步提升。17 年新补贴政策环境下，行业洗牌加速，更有利于客车龙头依靠强劲综合实力提升市场份额。

新能源大型客车单价高，更容易受地方保护。宇通传统大型客车近三年份额逐年提升，分别达到 33.6%、44.4%和 56.7%，而新能源大型客车比例下降，16 年仅为 16.8%。我们认为由于新能源客车补贴力度大，地方保护主义盛行，市场份额容易受到波动，10 米以上车型由于单价高，因此更容易受到地方采购保护，2016 年宇通 10800 辆大型客车位居第一，比亚迪（10082 辆）、北汽福田（6226 辆）、珠海广通（4016 辆）、湖南南车时代（3186 辆）等均取得不错成绩，但回顾过去五年，这些车厂在传统大型客车中产销基本都在百辆级别。

补贴退坡加上地方补贴不能超过国家补贴 50%的大背景下，地方保护主义容易被打破，宇通大型新能源客车份额有望提升至 30%以上（传统大型客车份额 56.7%）。宇通近三年传统中型客车市场份额 40%、50%和 76%，新能源客车 16 年市场份额 30%左右，我们预计新能源中型客车市场份额有望提升至 50%以上。

表 9：宇通客车新能源、传统客车市占率情况

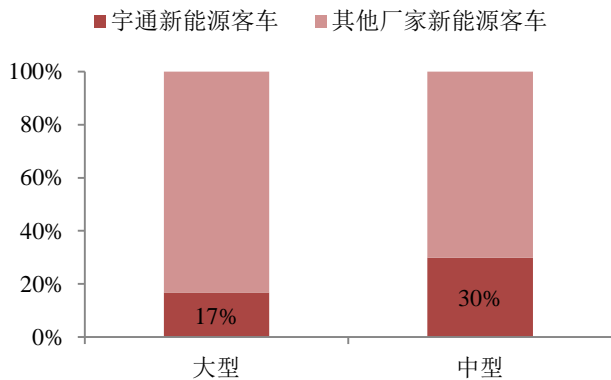
	宇通客车 产量	全国客车 产量	宇通新能源 产量	全国新能源 客车产量	宇通传统 客车产量	全国传统 客车产量	宇通整体 市占率	宇通新能源 市占率	宇通传统客车 市占率
大型客车									
2010	17,744	60,538					29.3%		
2011	20,694	68,255					30.3%		
2012	23,253	75,198					30.9%		
2013	25,617	79,222					32.3%		
2014	27,121	80,684	5830	17313	21,291	63,371	33.6%	33.7%	33.6%
2015	27,160	84,534	9816	45437	17,344	39,097	32.1%	21.6%	44.4%
2016	25,206	89,521	10800	64111	14,406	25,410	28.2%	16.8%	56.7%
中型客车									
2010	19,149	59,880					32.0%		
2011	22,197	68,555					32.4%		

	宇通客车 产量	全国客车 产量	宇通新能源 产量	全国新能源 客车产量	宇通传统 客车产量	全国传统 客车产量	宇通整体 市占率	宇通新能源 市占率	宇通传统客车 市占率
2012	23,921	70,032					34.2%		
2013	25,946	70,537					36.8%		
2014	25,008	61,579	1107	1827	23,901	59,752	40.6%	<b>60.6%</b>	<b>40.0%</b>
2015	28,129	64,952	5335	18820	22,794	46,132	43.3%	<b>28.3%</b>	<b>49.4%</b>
2016	38,185	82,541	15843	53014	22,342	29,527	46.3%	<b>29.9%</b>	<b>75.7%</b>
<b>轻型客车</b>									
2010	3,762	238,227					1.6%		
2011	3,004	261,537					1.1%		
2012	4,261	280,558					1.5%		
2013	6,148	332,864					1.8%		
2014	7,217	387,292	0	1911	7,217	385,381	1.9%	0.0%	1.9%
2015	12,312	370,820	4633	48037	7,679	322,783	3.3%	9.6%	2.4%
2016	7,596	319,647	258	18093	7,338	301,554	2.4%	1.4%	2.4%

注：新能源客车以6-8米、8-10米、10米以上区分，而上述大型、中型、轻型以10米以上、7-10米、5-7米划分，因此我们将新能源客车7米段车型已调整至中型客车区间。宇通14-16年需调整数量分别为1033、2038和356，全国需调整数量分别为1614、6157和2725。

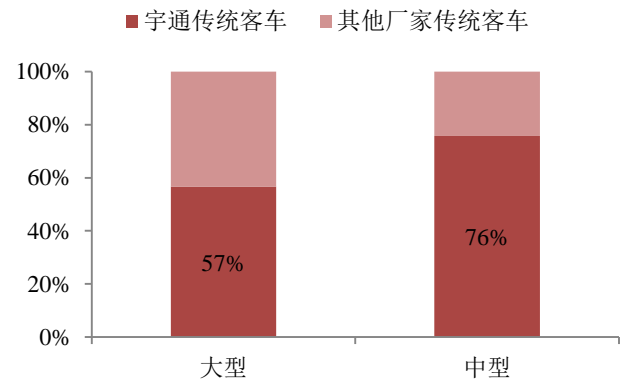
数据来源：ChinaEV、中汽协、西南证券整理

图 2：宇通客车新能源车型 2016 年市占率



数据来源：ChinaEV、中汽协、西南证券整理

图 3：宇通客车传统车型 2016 年市占率

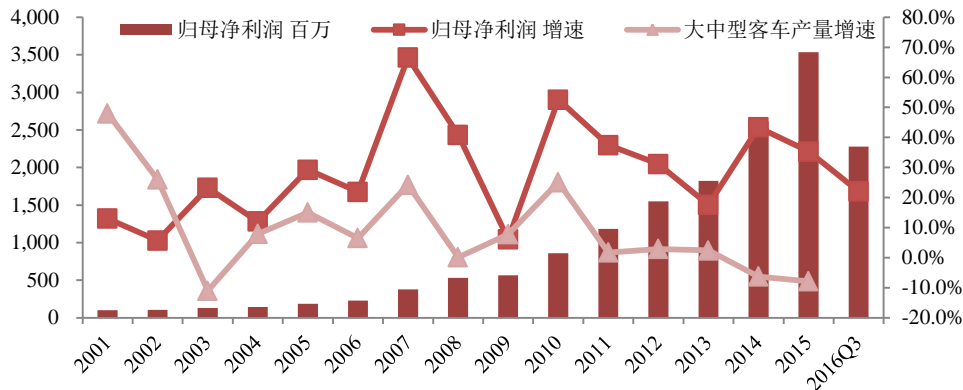


数据来源：ChinaEV、中汽协、西南证券整理

我们认为 17 年客车行业销量持平，国补、地补退坡后利于打破地方保护主义、加速行业洗牌，龙头优势更为明显。我们调整盈利预测，2016 年宇通新能源客车销量超过 2.6 万辆，超出此前 2.4 万辆预期，因此调高 2016 年 EPS 至 1.84 元（1.79 元），2017 年由于补贴政策调整，我们调低 17 年 EPS 至 1.93 元（1.99 元），18 年客车行业有望延续 15/16 年年底冲量行情，加上龙头享受行业集中度提升效益，调高 18 年 EPS 至 2.23 元（2.09 元），对应 16-18 年 PE 分别为 11.3 倍、10.7 倍和 9.3 倍。强烈推荐，维持“买入”评级。

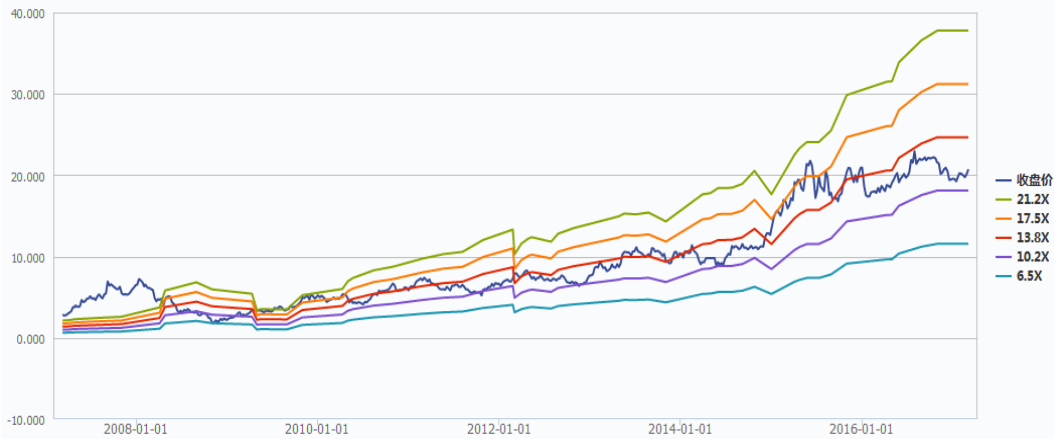


图 4: 宇通客车 2001-2016Q3 业绩增速



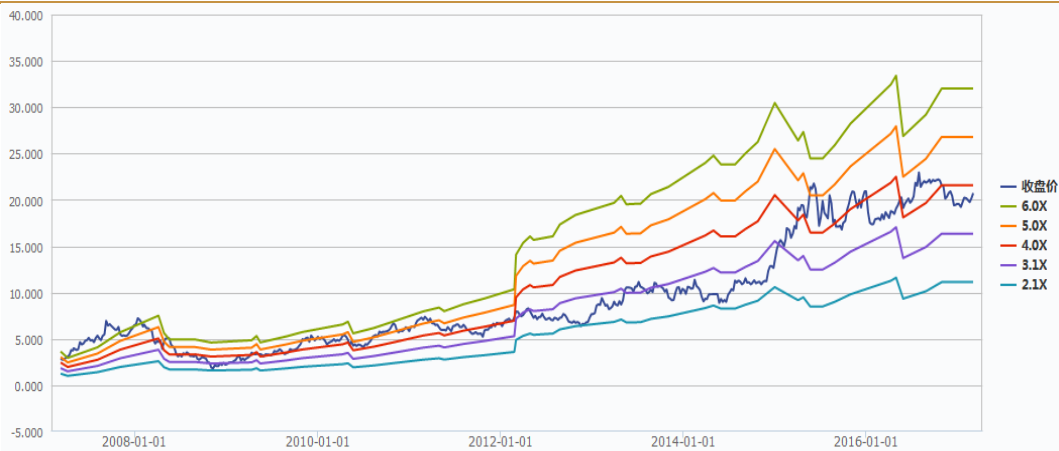
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 5: 宇通客车 2007 至今 PE-Band



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 6: 宇通客车 2007 至今 PB-Band



数据来源: Wind, 西南证券整理