

# 宇通重工 (600817)

## 归母高增 33.55%，龙头优势强化

买入 (维持)

2022年04月01日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 赵梦妮

执业证书: S0600120100018

zhaomn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	3,757	4,181	4,917	5,843
同比	7.82	11.29	17.61	18.84
归属母公司净利润 (百万元)	393	326	383	459
同比	33.55	-17.08	17.58	19.75
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.73	0.60	0.71	0.85
P/E (现价&最新股本摊薄)	13.81	16.66	14.17	11.83

### 投资要点

- **事件:** 2021 年公司实现营收 37.57 亿元, 同增 7.82%; 归母净利润 3.93 亿元, 同增 33.55%, 高于我们的预期。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3.5 元 (含税), 股息率为 3.28% (按年报披露前一日计算)。
- **环卫装备表现亮眼, 工程机械承压下滑。** 1) **环卫装备同增 33.17% 贡献主增长, 成本增加&竞争加剧影响毛利率:** 环卫装备收入 15.99 亿元, 同增 33.17%, 其中新能源环卫设备收入 7.38 亿元, 同增 18.5%, 环卫装备毛利率同降 3.43pct 至 28.48%。2) **环卫服务同增 22.57%, 毛利率持平:** 环卫服务收入 6.05 亿元, 同增 22.57%, 毛利率同升 0.71pct 至 24.39%。3) **工程机械受地产行业下行波动较大同降 7.88%:** 工程机械收入 13.49 亿元, 同减 7.88%, 毛利率同降 1.55pct 至 29.81%, 工程机械收入和利润波动主要受国内房地产行业下行, 固定资产投资放缓, 大宗原材料涨价等因素影响, 预计在行业下行周期工程机械业务仍存压力, 公司将积极布局新产品研发、推进产品新能源化等应对行业冲击。
- **电动份额稳固第一-存量区域优势强化, 传统装备放量增强上装渠道。** 公司 2021 年环卫车销量 4450 台, 同增 64.15%。1) **2021 年电动装备份额大增至 28.85% 行业第一, 存量区域优势强化。** 据中汽数据终端零售数据统计, 2021 年公司电动装备上险数 1156 辆, 同增 46.9%, 市占率 28.5%, 全年稳固行业第一。公司在存量区域优势强化同时加强新领域拓展, 验证公司核心竞争力。2) **2021 年传统装备份额同升 1.26pct 至 2.76%, 助力上装能力增强实现渠道拓展。** 据交强险数据, 2021 年公司已实现 6 省市上险量市占率超 4%, 省外份额全面扩张, 市占率提升明显的区域为吉林、辽宁、安徽、江西、重庆等。公司在黑龙江、吉林、内蒙古、贵州、海南、宁夏 6 省实现传统装备纯渠道拓展, 传统装备的快速成长将助力公司开拓渠道资源, 增强装备上装能力。
- **备货增加&支付应付账款降低现金流, 二期股权激励落地。** 2021 年公司经营活动现金流净额 0.84 亿元, 同减 81.86%, 主要系应对疫情增加备货, 应付账款到期支付增加所致。公司 2022 年股权激励计划拟向 80 人授予限制性股票数量 848 万股, 占总股本 1.57%, 授予价格 5.29 元/股。
- **环卫新能源十年五十倍成长, 制造及服务优势铸就环卫蓝海中新宇通:** 公司依托集团制造能力&服务优势突出: 1) **制造端:** 底盘一体化&电池集采降成本, 定制底盘&产品迭代彰显技术实力。2) **服务端:** 全国深层覆盖 1900+ 服务网点数倍于同行。3) **电动化弹性最大:** 新能源装备收入占装备比近半居同业首位, 电动化趋势下业绩弹性最大。
- **盈利预测与投资评级:** 公司凭制造及服务优势享环卫电动化长期红利, 考虑疫情影响反复&基建投资放缓, 工程机械业务面临较大的波动性及 2021 年非经较多带来的高基数, 我们将公司 2022-2023 年归母净利润从 4.54/5.69 亿元下调至 3.26/3.83 亿元, 预计 2024 年归母净利润为 4.59 亿元, 当前市值对应 2022-2024 年 PE 为 17/14/12 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新能源渗透率不及预期, 市场竞争加剧, 大宗商品上行

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	10.06
一年最低/最高价	9.70/17.20
市净率(倍)	2.45
流通 A 股市值(百万元)	1,853.29
总市值(百万元)	5,426.10

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.10
资产负债率(% ,LF)	50.36
总股本(百万股)	539.37
流通 A 股(百万股)	184.22

### 相关研究

- 1、《宇通重工 (600817): 首次回购股份储备员工持股, 电动环卫装备龙头优势固化》2022-03-18
- 2、《宇通重工 (600817): 2021 年三季报点评: 归母净利润同增 19%, 新能源环卫市占率稳占榜首》2021-10-26
- 2、《宇通重工 (600817): 2021 年中报点评: 新能源份额 25.6% 维持第一, 油车发力环卫装备综合实力增强》2021-08-22

**事件：**公司发布 2021 年年度报告，2021 年公司实现营业收入 37.57 亿元，同比增长 7.82%；归母净利润 3.93 亿元，同比增长 33.55%，扣非归母净利润 2.49 亿元，略高于我们的预期。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3.5 元（含税），股息率为 3.28%（按年报披露前一日股价计算）。公司公告 2022 年限制性股票激励计划（草案），拟向 80 人授予限制性股票数量 848 万股，授予价格 5.29 元/股，占公司总股本的 1.57%。

## 1. 2021 年归母净利润同增 33.55%，环卫装备表现亮眼

**2021 年归母净利润同增 33.55%，重工有限实现业绩承诺。**2021 年公司实现营业收入 37.57 亿元，同比增长 7.82%；归母净利润 3.93 亿元，同比增长 33.55%。其中，重工有限实现扣除非经营性损益归母净利润 2.39 亿元，超过业绩承诺的 2.00 亿元，完成 2021 年度业绩承诺。

**环卫装备同增 33.17% 贡献主增长，工程机械承压。**分板块来看，1) **环卫装备业务：**2021 年环卫装备实现收入 15.99 亿元，同比增长 33.17%，其中新能源环卫设备实现营业收入 7.38 亿元，同比增长 18.5%，环卫装备毛利率同比下降 3.43pct 至 28.48%，环卫装备销量增长带动收入快速提升，毛利率的下降主要系成本上行及行业竞争较为激烈所致。2) **环卫服务业务：**2021 年环卫服务实现收入 6.05 亿元，同比增长 22.57%，环卫服务毛利率同比上升 0.71pct 至 24.39%。3) **工程机械业务：**2021 年工程机械实现收入 13.49 亿元，同比下降 7.88%，工程机械毛利率同比下降 1.55 个百分点至 29.81%，收入有所下滑主要受国内房地产行业下行，固定资产投资放缓等因素影响，毛利率下降系大宗原材料涨价影响为主。4) **汽车内饰业务：**2021 年汽车内饰业务实现收入 0.24 亿元，同比减少 73.70%，汽车内饰毛利率同比增长 16.63pct 至 36.44%，汽车内饰业务为公司重组前业务，规模较小，新客户拓展进展较缓慢，未来随着公司主营业务变更，集中资源发展核心业务，计划将逐步减少汽车内饰业务规模。

**大型研发项目结项减少研发费用率，期间费用率下降 0.94pct 至 18.87%。**2021 年公司期间费用同比增长 2.72% 至 7.09 亿元（可比口径），期间费用率下降 0.94pct 至 18.87%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 16.91%、增加 0.33%、减少 7.60%、增加 337.93% 至 3.65 亿元、1.95 亿元、1.75 亿元、-0.26 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别上升 0.76pct、下降 0.39pct、下降 0.78pct、下降 0.53pct 至 9.73%、5.19%、4.65%、-0.70%。研发费用率下降较多主要系部分大型研发项目已于 2020 年底结项所致，销售费用率上升系公司增加销售人员拓展销售渠道，相关费用同步增加所影响。

**应对疫情增加备货&支付应付账款，经营性现金流有所下降。**1) 2021 年年度公司经营现金流净额 0.84 亿元，同比减少 81.86%，主要原因是**应对疫情增加备货，应付账款到期支付增加**，2021 年公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入达 106.32%，同比提升 3.86pct，销售收现能力良好；2) 投资活动现金流净额 -0.05 亿元，由去年同期

0.34 亿元转负，主要因为本期理财金额增加；3) 筹资活动现金流净额 9.06 亿元，去年同期为-12.53 亿元，主要系实施限制性股票激励计划增发股本所致。

## 2. 环卫电车份额维持第一 28.5%，环卫服务在手年化 7.6 亿元

**新能源环卫装备销量高增 41.84%，电车油车齐发力市占率冲击龙头地位。**据中汽数据终端零售数据（上险数）统计，截至 2021 年环卫设备行业 6 年需求规模复合增速为 10.5%，处于平稳长期增长期；受 2019-2020 年国六切换需求透支、基础建设放缓、新冠疫情反复等因素影响，2021 年我国环卫车辆上险 10.2 万辆，同比下降 11.30%，其中新能源车上险 4,052 台，同比增长 9.1%，行业渗透率 4%。公司全年环卫设备销量实现高增，同比增长 64.15%，共销售环卫车辆 4,450 台，其中新能源环卫车辆 1278 台，同比增长 41.84%，传统环卫车辆 3172 台，同比增长 75.24%，销售及售后网络覆盖全国超 80% 的城市及县级市。从上险数据口径可得，2021 年公司环卫车辆上险 3,954 台，同比增幅达到 57.0%，行业排名第四，同比提升六位；新能源环卫车辆上险 1,156 台，同比增幅达到 46.9%，市场占有率达到 28.5%，位居行业第一，且 2014 年至今新能源环卫车辆保有量稳居行业第一。公司传统装备及电动装备领域持续发力，维持电动装备市场份额龙头地位，加大力度投入传统装备领域，增强上装能力及综合装备制造实力。

**环卫服务市场开拓顺利，在手年化同增 20.4% 达 7.6 亿元。**据环境司南数据统计，2021 年全国环卫市场化开标项目年化额 716 亿元，较 2020 年增长 4.4%，未来市场越来越倾向于项目管理规范且具有品牌优势、技术优势和资金优势的企业。公司承接运营了包括江苏苏州、无锡、湖北监利、山东济宁、河南郑州经开区、郑州航空港区、登封、巩义、信阳、漯河临颖等 60 余个环卫运营服务项目，已形成“快、精、值、智、新”特点。2021 年，傲蓝得中标项目年化额 1.91 亿元，截至 2021 年 12 月 31 日，公司在运营的环卫服务项目年化额 7.6 亿，较 2020 年底增长 20.4%。

## 3. 首次回购股份储备员工持股，二期股权激励落地

**拟以自有资金首次回购公司股份，储备员工持股计划。**公司于 3 月 16 日公告首次回购公司股份，用途为未来实施公司员工持股计划，回购股份资金总额在 5000 万元~10000 万元间，回购价格不超过 14 元/股，回购股份期限不超过 12 个月，且相关股东在未来 6 个月中无减持公司股份的计划。在回购股份价格上限 14 元/股假设下，按照回购金额上限 10,000 万元/下限 5000 万元测算，公司预计可回购股份数量分别约 714.29 万股/357.14 万股，占公司已发行总股本的 1.33%/0.66%。截至 3 月 16 日，公司通过集中竞价交易方式首次回购股份 111.04 万股，占公司总股本的比例为 0.21%，成交最高价为 10.40 元/股，最低价为 9.38 元/股，已支付的总金额为 1119.18 万元（含交易费用）。本

次回购股份有助于完善公司长效激励机制，激发团队活力，有利于增强投资者信心。

**一期股权激励解锁条件达成，二期股权激励持续加码。**2021年限制性股票激励计划由公司以6.94元/股的授予价格向74名激励对象授予1,709万股限制性股票。公司2021年剔除激励成本的扣非归母净利润为30,187.17万元，较2020年可比净利润增长33.21%，满足第一个解除限售期公司业绩考核目标。公司公告2022年限制性股票激励计划，拟授予的限制性股票数量848万股，占公司股本总额的1.57%，激励对象共80人，授予价格5.29元/股，考核年度为2022-2024年，业绩考核基准为每个解除限售期前两年的剔除激励成本净利润的平均值，考核目标为2022-2024年剔除激励成本的净利润相对以上基准值的增长率分别不低于16%、17%、15%。

#### 4. 环卫新能源十年五十倍成长，制造及服务优势铸就环卫蓝海中新宇通

**碳中和助力大国崛起，环卫新能源促能源结构调整。**中国“2030碳达峰、2060碳中和”已上升至前所未有的高度，成为大国崛起的必要筹码。中国公路交通碳排放占比约8%，新能源替代可实现交通部门全减碳。根据国际能源署(IEA)，公路交通部门对中国整体碳排放贡献约8%。IEA采用2006 IPCC Guidelines对各部门碳排放进行核算。依据方法学，公路交通实现新能源替代，将可以实现公路交通单部门100%减碳。

**公共领域车辆新能源潜力大，环卫新能源碳减排效率突出。**公共领域车辆存量新能源替代率，公交(46.8%)、出租(5.5%)、环卫(2.4%)、物流(2%)，远低于政策规划目标。新能源环卫车a)大排量为主上装副发动机增加排量，b)柴油机占比90%排放因子高，c)低速运行车辆油耗排放高，新能源替代减排效果好。环卫服务公益属性，环卫作业特点完美契合电动车运营习惯，新能源替代政策推动强而有力。

**电动份额稳固第一存量区域优势强化，传统装备放量增强上装渠道。**据中汽数据终端零售数据(上险数)显示，截至2021年，公司环卫装备销量同增64.15%，市占率约3.87%，首进前四。**1) 2021年电动装备份额大增至28.5%行业第一，存量区域优势强化。**2021年公司电动装备上险数1156辆，同增46.9%，市占率28.5%，全年稳固行业第一，较2020年市占率21.42%提升了7.08pct。销量增长最多地区为广东、河北、河南和北京区域，均为公司存量优势区域，同时公司在四川、上海、浙江地区实现新领域快速拓展，验证公司核心竞争力。2022M1公司电动装备销量175辆，同增150%，市占率41.97%，同比提升17.14%，固化龙头地位。**2) 2021年传统装备份额同升1.26pct至2.76%，助力上装能力增强实现渠道拓展。**2021年公司传统装备上险市占率同升1.26pct至2.76%。2020年公司省外传统装备销量市占率均低于4%，2021年实现6省市销量市占率超4%，省外份额全面扩张，市占率提升明显的区域为吉林、辽宁、安徽、江西、重

庆等。公司在黑龙江、吉林、内蒙古、贵州、海南、宁夏 6 省实现传统装备纯渠道拓展，传统装备的快速成长将助力公司开拓渠道资源，增强装备上装能力。

**环卫新能源十年五十倍成长，制造及服务优势铸就环卫蓝海中新宇通。** 依托集团制造能力&服务优势突出：**1) 制造端：**底盘一体化&电池集采降成本，定制底盘&产品迭代彰显技术实力。**2) 服务端：**全国深层覆盖，1900+服务网点数倍于同行，售后服务半径 60km 内。**3) 电动化弹性最大：**2021 年新能源装备收入占装备比近半居上市公司首位，未来电动化趋势下业绩弹性最大。

**盈利预测与投资评级：**公司凭借制造及服务优势享环卫电动化长期红利，环卫装备和环卫服务业绩有望高增，考虑到工程机械业务的波动性，我们将公司 2022-2023 年归母净利润从 4.54/5.69 亿元下调至 3.26/3.83 亿元，预计 2024 年归母净利润为 4.59 亿元，当前市值对应 2022-2024 年 PE 为 17/14/12 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**新能源渗透率不及预期，市场竞争加剧，大宗商品上行

宇通重工三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>3,587</b>	<b>4,098</b>	<b>4,803</b>	<b>5,644</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,757</b>	<b>4,181</b>	<b>4,917</b>	<b>5,843</b>
货币资金及交易性金融资产	1,910	2,127	2,386	2,730	营业成本(含金融类)	2,687	3,025	3,539	4,179
经营性应收款项	830	1,047	1,366	1,703	税金及附加	31	42	49	58
存货	429	481	562	664	销售费用	365	418	492	584
合同资产	170	188	221	263	管理费用	195	230	270	345
其他流动资产	247	256	268	284	研发费用	175	209	252	296
<b>非流动资产</b>	<b>1,190</b>	<b>1,283</b>	<b>1,406</b>	<b>1,558</b>	财务费用	-26	-26	-27	-28
长期股权投资	4	5	7	8	加:其他收益	140	90	98	117
固定资产及使用权资产	458	473	506	555	投资净收益	26	27	32	38
在建工程	2	7	15	25	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	259	299	349	409	减值损失	-23	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	2	2	2	2
长期待摊费用	4	5	6	7	<b>营业利润</b>	<b>475</b>	<b>402</b>	<b>473</b>	<b>566</b>
其他非流动资产	464	494	524	554	营业外净收支	11	5	5	7
<b>资产总计</b>	<b>4,777</b>	<b>5,381</b>	<b>6,209</b>	<b>7,202</b>	<b>利润总额</b>	<b>486</b>	<b>407</b>	<b>478</b>	<b>573</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,075</b>	<b>2,317</b>	<b>2,718</b>	<b>3,201</b>	减:所得税	49	45	53	63
短期借款及一年内到期的非流动负债	23	73	133	203	<b>净利润</b>	<b>437</b>	<b>362</b>	<b>426</b>	<b>510</b>
经营性应付款项	1,220	1,284	1,454	1,660	减:少数股东损益	44	36	43	51
合同负债	75	85	99	117	<b>归属母公司净利润</b>	<b>393</b>	<b>326</b>	<b>383</b>	<b>459</b>
其他流动负债	757	874	1,032	1,220	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.73	0.60	0.71	0.85
非流动负债	331	331	332	332	EBIT	426	345	409	494
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	534	383	450	538
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	28.48	27.65	28.02	28.48
租赁负债	0	1	1	2	归母净利率(%)	10.46	7.79	7.79	7.85
其他非流动负债	330	330	330	330	收入增长率(%)	7.82	11.29	17.61	18.84
<b>负债合计</b>	<b>2,406</b>	<b>2,648</b>	<b>3,050</b>	<b>3,533</b>	归母净利润增长率(%)	33.55	-17.08	17.58	19.75
归属母公司股东权益	2,212	2,538	2,921	3,380					
少数股东权益	159	195	238	289					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,371</b>	<b>2,733</b>	<b>3,159</b>	<b>3,668</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,777</b>	<b>5,381</b>	<b>6,209</b>	<b>7,202</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	84	264	327	429	每股净资产(元)	4.10	4.71	5.42	6.27
投资活动现金流	-5	-76	-104	-128	最新发行在外股份(百万股)	539	539	539	539
筹资活动现金流	91	49	56	63	ROIC(%)	17.89	11.80	11.94	12.27
现金净增加额	170	237	279	364	ROE-摊薄(%)	17.76	12.84	13.11	13.57
折旧和摊销	109	38	40	44	资产负债率(%)	50.36	49.21	49.12	49.06
资本开支	-35	-91	-124	-154	P/E(现价&最新股本摊薄)	13.81	16.66	14.17	11.83
营运资本变动	-416	-212	-249	-257	P/B(现价)	2.45	2.14	1.86	1.61

数据来源:Wind,东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>