

证券研究报告

汽车和汽车零部件

推荐 (维持)

证券分析师

余兵

投资咨询资格编号 S1060511010004
电话 021-38636729
邮箱 yubing006@pingan.com.cn

王德安

投资咨询资格编号 S1060511010006
电话 021-38638428
邮箱 wangdean002@pingan.com.cn

研究助理

彭勇

一般证券从业资格编号 S1060111070097
电话 021-38632725
邮箱 pengyong060@pingan.com.cn

相关研究报告

- 1、1月产销点评：政策影响渐消融，将助公路客车销量回升（2013.2.5）
- 2、调研简报：2013年动力充足：校车、公交、新能源（2013.2.4）
- 3、12月产销点评：红火的十二月，一月有望延续（2013.1.7）
- 4、11月产销点评：11月同比增长难能可贵（2012.12.4）
- 5、10月产销点评：10月恢复性增长（2012.11.5）
- 6、9月产销点评：多因素致9月销量下滑（2012.10.9）
- 7、深度报告：时势造英雄，武功自高强——从宇通与格力看企业的成长路径（2012.7.26）

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

宇通客车 (600066)

座位客车和校车销售疲软，致前两月销量仅略增

事项：

公司发布公告：2013年2月销售各型客车2733辆，同比下滑14.4%，其中大、中、轻型客车销量同比依次为11.5%、-26.3%和-62.0%；2013年1-2月累计销售客车7139辆，同比增长5.4%，其中大、中、轻型客车销量分别同比增长21.6%、11.5%、-56.9%。

平安观点：

春节因素致2月公司销量同比下滑14%，基本符合我们的预期。1-2月公司合计销量同比增长5.4%，销量增速低于2012年全年10.7%的增速，我们估计是座位客车和校车销售疲软所致。

- 座位客车需求仍不足，致公司2013年前两月销量增速较低。2012年延安客车事故后，展开的公路客运整治使2012年9月以后客车行业及公司的座位客车月度销量同比一直下滑（除2013年1月外，因春节使2012年同期基数较低），我们估计客车行业和宇通客车2013年1-2月座位客车合计销量均同比为负。我们认为经济不景气和公路客运整治对行业影响尚未消除是座位客车需求仍不足的主要原因。我们坚持2013年客车行业增长动力主要来自校车和公交客车的判断，座位客车需求尚处于恢复阶段。
- 估计部分校车交付或延迟至3月和同期基数高，致公司2月校车销量同比下滑。2月公司中轻型客车销量均同比大幅下降，我们估计主要是校车销量下滑所致。由于中小学开学已近2月底，部分校车订单预计将在3月交付，加之2012年2月校车销量较高，导致公司2月校车销量同比下滑。1月公司销售校车274辆，同比下滑58.9%，我们估计1-2月公司校车合计销量同比下滑超过65%，校车需求的释放低于我们的预期。我们预计待政府完成换届后，校车需求释放将会加快。
- 公交客车旺销支撑公司2月大型客车销量同比增长11.5%。自2012年10月开始，公司公交客车销量已连续4个月同比增速远超其它产品，原因有：1) 4Q12新产能达产前，公司产能有限，为了满足座位客车的需求，一直是控制公交车的订单，导致前期公交客车销量基数较低；2) 公司加大公交客车市场开拓力度；3) 四部委混合动力客车推广，促进公司混合动力公交客车销售上升。公交客车销量的增长是支撑公司2013年销量增长的基石之一，特别是高单价的混合动力客车旺销，有助于公司提高客车销售均价及盈利能力。2012年公司销售混合动力客车超1800辆，我们预计2013年其混合动力客车销量有望超2500辆。

- **盈利预测及投资评级。**我们维持公司的盈利预测, 预计 2012-2014 年 EPS 分别为 2.06 元、2.28 元和 2.50 元。考虑到客车市场平稳发展, 特别是公司超强的经营管理能力, 维持“推荐”投资评级。
- **风险提示:** 1) 原材料成本、人工成本上升影响公司毛利率水平; 2) 国家行业政策和法规、财政政策的调整。

图表1 宇通客车2012-2014年收入及盈利预测 单位: 百万元

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	13,615	16,932	19,797	23,864	28,163
YoY(%)	55.0	24.4	16.9	20.5	18.0
净利润(百万元)	869	1,181	1,454	1,609	1,763
YoY(%)	54.2	36.0	23.1	10.6	9.6
毛利率(%)	18.1	18.2	18.5	17.1	16.4
净利率(%)	6.4	7.0	7.3	6.7	6.3
ROE(%)	34.8	35.4	20.1	19.1	17.9
EPS(摊薄/元)	1.23	1.68	2.06	2.28	2.50
P/E(倍)	21.2	15.6	12.7	11.5	10.5
P/B(倍)	7.4	5.5	2.6	2.2	1.9

资料来源: 平安证券研究所

图表2 2012年宇通客车分车型销量及同比增幅 单位: 辆

	2月销量	同比增幅	2013年累计销量	累计同比增幅
宇通客车	2,733	-14.4%	7,139	5.4%
其中:				
大型客车	1,652	11.5%	3,786	21.6%
中型客车	890	-26.3%	2,895	11.5%
轻型客车	191	-62.0%	458	-56.9%

资料来源: 公司公告

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	4986	5479	9596	10849	13446	营业收入	13615	16932	19797	23864	28163
现金	950	1171	4250	4375	5833	营业成本	11150	13850	16135	19778	23547
应收账款	1287	1661	1951	2333	2762	营业税金及附加	42	82	83	101	122
其他应收款	133	207	193	252	297	营业费用	830	928	1148	1217	1408
预付账款	942	1148	1155	1533	1799	管理费用	523	699	871	995	1127
存货	1228	1122	1527	1833	2152	财务费用	23	9	-44	-12	5
其他流动资产	446	170	520	524	603	资产减值损失	45	40	20	50	48
非流动资产	2174	2381	3375	4022	3756	公允价值变动收益	-5	0	-1	-1	-1
长期投资	83	85	84	84	84	投资净收益	17	8	54	10	15
固定资产	1104	1011	1928	2515	2601	营业利润	1014	1331	1636	1744	1920
无形资产	221	493	581	570	558	营业外收入	26	68	70	140	140
其他非流动资产	766	793	781	853	512	营业外支出	57	46	43	46	45
资产总计	7160	7860	12971	14871	17202	利润总额	983	1353	1663	1838	2015
流动负债	4352	4177	5422	6115	7026	所得税	117	171	208	229	252
短期借款	66	10	114	0	0	净利润	866	1182	1455	1609	1763
应付账款	1234	1538	1901	2262	2707	少数股东损益	-3	1	1	0	1
其他流动负债	3052	2628	3407	3852	4319	归属母公司净利润	869	1181	1454	1609	1763
非流动负债	307	346	319	325	326	EBITDA	1233	1565	1892	2235	2590
长期借款	15	10	10	10	10	EPS (元)	1.67	2.27	2.06	2.28	2.50
其他非流动负债	292	335	308	315	316						
负债合计	4659	4522	5741	6440	7352	主要财务比率					
少数股东权益	4	5	5	6	6	会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
股本	520	520	705	705	705	成长能力					
资本公积	430	276	2684	2684	2684	营业收入	55.0%	24.4%	16.9%	20.5%	18.0%
留存收益	1547	2537	3836	5038	6457	营业利润	57.6%	31.3%	22.9%	6.6%	10.1%
归属母公司股东权益	2497	3333	7225	8425	9843	归属于母公司净利润	54.2%	36.0%	23.1%	10.6%	9.6%
负债和股东权益	7160	7860	12971	14871	17202	获利能力					
						毛利率(%)	18.1%	18.2%	18.5%	17.1%	16.4%
						净利率(%)	6.4%	7.0%	7.3%	6.7%	6.3%
						ROE(%)	34.8%	35.4%	20.1%	19.1%	17.9%
						ROIC(%)	35.4%	34.9%	19.0%	18.0%	17.1%
						偿债能力					
						资产负债率(%)	65.1%	57.5%	44.3%	43.3%	42.7%
						净负债比率(%)	1.84%	0.55%	2.24%	0.23%	0.20%
						流动比率	1.15	1.31	1.77	1.77	1.91
						速动比率	0.86	1.04	1.48	1.47	1.60
						营运能力					
						总资产周转率	2.1	2.3	1.9	1.7	1.8
						应收账款周转率	11.6	10.9	10.4	10.6	10.5
						应付账款周转率	9.5	10.0	9.4	9.5	9.5
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.23	1.68	2.06	2.28	2.50
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.51	2.05	2.46	2.52	3.11
						每股净资产(最新摊薄)	3.54	4.73	10.24	11.95	13.96
						估值比率					
						P/E	21.2	15.6	12.7	11.5	10.5
						P/B	7.4	5.5	2.6	2.2	1.9
						EV/EBITDA	13.7	10.8	8.9	7.6	6.5

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1067	1446	1736	1774	2192
净利润	866	1182	1455	1609	1763
折旧摊销	195	224	300	503	665
财务费用	23	9	-44	-12	5
投资损失	-17	-8	-54	-10	-15
营运资金变动	-38	45	40	-341	-266
其他经营现金流	38	-7	39	25	39
投资活动现金流	-610	-999	-1243	-1140	-385
资本支出	926	992	1512	1150	400
长期投资	314	-36	-318	0	0
其他投资现金流	630	-43	-49	10	15
筹资活动现金流	-403	-10	2586	-509	-349
短期借款	66	-56	104	-114	0
长期借款	12	-4	0	0	0
普通股增加	0	0	185	0	0
资本公积增加	-29	-154	2408	0	0
其他筹资现金流	-453	205	-112	-395	-349
现金净增加额	41	432	3079	125	1458

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 $\pm 10\%$ 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：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（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。

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有限责任公司（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它人。

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有限责任公司的立场。

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。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257