

## 宇通客车 (600066)

## 政府补贴助业绩略超市场预期

## 推荐 (维持)

现价: 28.84 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	郑州宇通集团有限公司 /33.0%
实际控制人/持股	中原信托/27.97%
总股本(百万股)	705
流通 A 股(百万股)	674
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	203.4
流通 A 股市值(亿元)	194.4
每股净资产(元)	10.77
资产负债率(%)	46.4

## 行情走势图



## 相关研究报告

- 1、3月产销点评: 4月销量环比有望延续增长(2013.4.8)
- 2、年报点评: 业绩再创历史新高(2013.3.26)

## 证券分析师

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

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

## 研究助理

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

## 事项

宇通客车发布 2013 年一季报: 1Q13 实现营业收入 43.4 亿元, 同比增长 9.3%; 净利润 2.65 亿元, 同比增长 10.0%; 每股收益 0.38 元, 每股净资产 10.77 元。

## 平安观点

1Q13 公司销售客车 10318 辆, 同比增长 1.5%, 销售收入同比增长 9.3%, 每股收益 0.38 元, 略高于我们此前的预期 (EPS=0.37 元), 扣除非经常性损益后净利润 2.1 亿元 (EPS=0.30 元), 同比下滑 6.8%。

- **新能源客车销量增长, 提升单车销售均价及收入增速。**1Q13 公司客车销量同比增长 1.5%, 但同期收入同比增长 9.3%, 明显高于销量增速, 单车售价同比增加 3 万元。1Q13 公司收入增速快于销量增速原因是新能源客车销量增长较快, 推动了公司销售均价上升。我们估计 1Q13 公司新能源客车销量约有 1000 辆左右 (2012 年全年销量为 1800 多辆), 已占公司总销量的 10%。公司 2013 年新能源客车销售目标为 4000 辆, 新能源客车热销将有助于提升公司单车销售均价。
- **折旧增加致毛利率略有下滑, 加之费用率上升致扣非后净利润略有下滑。**虽然公司 1Q13 销量和收入均有上升, 产品结构还有上移, 但由于公司 4Q12 新基地建成投产带来较大的折旧压力 (公司采取双倍余额折旧法), 导致公司 1Q13 毛利率同比下滑 0.2 个百分点。我们预计 2013 年公司新增折旧将达 4-5 亿元。1Q13 公司三项费用率同比增加 0.5 个百分点, 其中主要来自管理费用率的上升, 约同比增加 1.0 个百分点, 销售费用率下滑 0.5 个百分点。我们预计 2013 年公司销售费用率将保持稳定, 管理费用率和财务费用率会略有上升。近两年, 折旧增加使公司毛利率下行压力加大, 预计 2015 年之后公司毛利率才有望恢复至前期 2012 年及之前水平。
- **政府补贴仍是业绩超预期的主因。**1Q13 公司营业外收入达 5134 万元, 其中政府补贴 4920 万元。政府补贴是公司 1Q13 业绩超出我们及市场预期的主因。考虑到 4Q12 公司年产 1 万辆节能与新能源客车基地投产和 4Q13 “1 万扩 3 万产能项目”达成, 预计 2013-2015 年公司还将收到较大额度的政府补贴款。这两项投资规模均较大, 公司收到政府补贴金额有可能超出我们的预期。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	16,932	19,763	24,178	28,652	31,388
YoY(%)	24.4	16.7	22.3	18.5	9.5
净利润(百万元)	1,181	1,550	1,611	1,762	1,933
YoY(%)	36.0	31.2	4.0	9.4	9.7
毛利率(%)	18.2	20.0	17.6	17.3	17.5
净利率(%)	7.0	7.8	6.7	6.1	6.2
ROE(%)	35.4	21.2	18.1	16.7	15.6
EPS(摊薄/元)	1.68	2.20	2.28	2.50	2.74
P/E(倍)	17.2	13.1	12.6	11.5	10.5
P/B(倍)	6.1	2.8	2.3	1.9	1.6

- **公司应对市场变化反应不足，致 1Q13 校车市占率略有下滑，预计未来有望好转。**1Q13 全行业销售校车 6653 辆，同比增长 2.5%，而同期公司销售校车 1229 辆，同比下滑 44.9%，校车市占率由 2012 年的 28.9% 下滑至 18.5%。1Q13 公司校车销量下滑的主因是应对市场变化反应不足所致。2012 年公司在长头校车品牌和技术上远优于其他客车企业，市场信息获取较为容易，随着其他客车企业加大长头校车研发和市场开拓，公司原有校车营销体系的信息捕捉能力下降，获得订单信息较少。为了应对市场竞争变化，公司已建立校车需求信息数据库，并加大与公司其他业务线协同，提升校车需求信息获取能力。
- **公交客车和校车是 2013 年增长点。**4Q13 新能源客车热销应是 2009 年即展开的“十城千辆”项目验收所致。工信部、科技部等四部委于 2012 年底推出了不限城市的 3000-5000 辆新能源客车推广项目，促进 1Q13 新能源客车的销售。根据节能与新能源汽车网披露，1Q13 国内共生产了 2809 辆混合动力客车，同比增长 393.7%，混合动力客车已占同期公交客车产量的 18.0%。在座位客车销量增速减缓的局面下，新能源客车将是支撑客车企业增收增利的重点方向。我们预计四部委 3000-5000 辆新能源客车推广项目结束后，后期将有类似的不限定推广城市的新能源客车推广项目接替。我们继续维持 2013 年客车行业销量增长依靠校车和公交客车的判断，座位客车销量仅有微增长。
- **平台化、模块化将是公司未来产品发展重点方向，也将是公司未来“制胜法宝”。**国内客车个性化需求较多，客车企业根据客户要求，生产定制化或半定制化的产品，严重的制约了龙头企业发挥规模和技术优势。由于客户个性化需求较多，导致产品无法大规模的批量生产，使成本提高，同时企业技术人员精力都消耗在满足客户个性化需求上，没有精力用于提升车辆性能和开发先进技术上，龙头企业的技术优势无法体现。公司未来将通过深刻理解客户需求，引导客户需求，实现产品的平台化、模块化，降低成本，提升竞争力。
- **盈利预测与投资评级。**我们维持公司盈利预测，预计 2013-2015 年 EPS 分别为 2.28 元、2.50 元和 2.74 元（由于尚无法确定何时收回预缴土地款，2013 年盈利预测未考虑计提的坏账准备冲回影响）。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) 公交客车和校车采购大幅低于预期。

图表1 1Q13宇通分车型销量及同比增幅 单位：辆

		3月销量	同比增幅	累计销量	同比增幅
	宇通	3,179	-6.4%	10,318	1.5%
	其中：				
按用途分类	座位客车	1,654	-19.7%	5,116	-8.8%
	校车	559	49.1%	1,229	-44.9%
	公交客车	918	-2.2%	3,876	96.6%
	卧铺与其他	48	108.7%	97	-72.5%
	其中：				
按大中轻分类	大型客车	1,599	2.0%	5,385	15.0%
	中型客车	1,228	-21.5%	4,123	-0.9%
	轻型客车	352	33.3%	810	-39.0%

资料来源：公司公告，中客网

图表2 2013年1-3月校车前五名企业月度销量 单位：辆

行业	1月份		行业	2月份		行业	3月份	
	销量	占比		销量	占比		销量	占比
行业	1,453	100.0%	行业	1971	100.0%	行业	3229	100.0%
郑州宇通	274	18.9%	郑州宇通	396	20.1%	桂林客车	732	22.7%
中通客车	242	16.7%	桂林客车	344	17.5%	郑州宇通	559	17.3%
金龙系	169	11.6%	东风特汽	197	10.0%	保定长安	404	12.5%
保定长安	126	8.7%	保定长安	182	9.2%	中通客车	394	12.2%
东风襄阳	125	8.6%	中通客车	173	8.8%	东风襄阳	270	8.4%

资料来源：中客网，平安证券研究所

图表3 宇通客车单季度业绩 单位：万元、辆

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	同比增长	环比增长
营业收入	396,935	432,689	501,276	645,445	433,734	9.3%	-32.8%
销量	10,168	11,550	13,979	15,991	10,318	1.5%	-35.5%
均价	39.0	37.5	35.9	40.4	42.0	7.7%	4.1%
净利润	24,136	34,833	38,335	57,668	26,545	10.0%	-54.0%
EPS(元/摊薄)	0.34	0.49	0.54	0.82	0.38	10.0%	-54.0%
						同比增加 百分点	环比增加 百分点
毛利率	18.4%	19.1%	19.2%	22.1%	18.2%	-0.2	-4.0
销售费用率	6.0%	6.3%	5.1%	5.9%	5.5%	-0.5	-0.4
管理费用率	4.5%	4.2%	4.6%	4.5%	5.5%	1.0	1.0
财务费用率	-0.3%	-0.2%	-0.3%	0.0%	-0.3%	0.0	-0.3
三项费用合计	10.2%	10.2%	9.4%	10.4%	10.7%	0.5	0.3
净利率	6.1%	8.1%	7.6%	8.9%	6.1%	0.0	-2.8

资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	5479	10016	11667	12306	14736	<b>营业收入</b>	16932	19763	24178	28652	31388
现金	1171	3055	4250	3475	4986	营业成本	13850	15818	19923	23695	25895
应收账款	1661	3116	3060	3777	4215	营业税金及附加	82	117	123	153	168
其他应收款	207	776	597	779	888	营业费用	928	1150	1402	1633	1821
预付账款	1148	164	934	965	977	管理费用	699	881	1088	1261	1381
存货	1122	1258	1697	1958	2148	财务费用	9	-38	-13	-11	-5
其他流动资产	170	1648	1129	1353	1522	资产减值损失	40	259	20	50	48
<b>非流动资产</b>	2381	4263	5622	6543	6665	公允价值变动收益	0	-2	-2	-2	-2
长期投资	85	142	113	118	121	投资净收益	8	61	54	10	15
固定资产	1011	3147	4078	4873	5308	<b>营业利润</b>	1331	1637	1687	1880	2094
无形资产	493	602	700	700	699	营业外收入	68	144	180	160	140
其他非流动资产	793	372	731	851	537	营业外支出	46	16	30	30	30
<b>资产总计</b>	7860	14279	17289	18849	21400	<b>利润总额</b>	1353	1765	1837	2010	2204
<b>流动负债</b>	4177	6404	7844	7753	8475	所得税	171	215	226	248	271
短期借款	10	204	1151	0	0	<b>净利润</b>	1182	1550	1611	1762	1933
应付账款	1538	3736	3458	4361	4900	少数股东损益	1	0	-0	0	-0
其他流动负债	2628	2463	3235	3393	3575	<b>归属母公司净利润</b>	1181	1550	1611	1762	1933
<b>非流动负债</b>	346	556	516	525	527	EBITDA	1341	1599	1861	2109	2373
长期借款	10	156	156	156	156	EPS (元)	2.27	2.20	2.28	2.50	2.74
其他非流动负债	335	400	360	369	371						
<b>负债合计</b>	4522	6960	8361	8279	9002	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	5	5	4	4	4	<b>会计年度</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
股本	520	705	705	705	705	<b>成长能力</b>					
资本公积	276	2725	2725	2725	2725	营业收入	24.4%	16.7%	22.3%	18.5%	9.5%
留存收益	2537	3885	5496	7139	8968	营业利润	31.3%	23.0%	3.0%	11.5%	11.4%
归属母公司股东权益	3333	7315	8924	10566	12393	归属于母公司净利润	36.0%	31.2%	4.0%	9.4%	9.7%
<b>负债和股东权益</b>	7860	14279	17289	18849	21400	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	18.2%	20.0%	17.6%	17.3%	17.5%
<b>现金流量表</b>						净利率(%)	7.0%	7.8%	6.7%	6.1%	6.2%
<b>单位:百万元</b>						ROE(%)	35.4%	21.2%	18.1%	16.7%	15.6%
<b>会计年度</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	ROIC(%)	34.9%	18.3%	14.3%	15.3%	14.6%
<b>经营活动现金流</b>	1446	1372	1813	1621	1993	<b>偿债能力</b>					
净利润	1182	1550	1611	1762	1933	资产负债率(%)	57.5%	48.7%	48.4%	43.9%	42.1%
折旧摊销	0	0	187	240	284	净负债比率(%)	0.55%	6.58%	16.25%	2.59%	2.43%
财务费用	9	-38	-13	-11	-5	流动比率	1.31	1.56	1.49	1.59	1.74
投资损失	-8	-61	-54	-10	-15	速动比率	1.04	1.37	1.27	1.33	1.48
营运资金变动	0	0	-71	-359	-201	<b>营运能力</b>					
其他经营现金流	263	-78	153	-1	-3	总资产周转率	2.3	1.8	1.5	1.6	1.6
<b>投资活动现金流</b>	-999	-2316	-1530	-1145	-387	应收账款周转率	10.9	8.1	7.7	8.2	7.7
资本支出	992	1896	1512	1150	400	应付账款周转率	10.0	6.0	5.5	6.1	5.6
长期投资	-36	-423	-29	5	2	<b>每股指标(元)</b>					
其他投资现金流	-43	-843	-47	10	15	每股收益(最新摊薄)	1.68	2.20	2.28	2.50	2.74
<b>筹资活动现金流</b>	-10	2859	912	-1252	-95	每股经营现金流(最新摊薄)	2.05	1.95	2.57	2.30	2.83
短期借款	-56	194	947	-1151	0	每股净资产(最新摊薄)	4.73	10.37	12.65	14.98	17.57
长期借款	-4	146	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	185	0	0	0	P/E	17.2	13.1	12.6	11.5	10.5
资本公积增加	-154	2449	0	0	0	P/B	6.1	2.8	2.3	1.9	1.6
其他筹资现金流	205	-115	-35	-100	-95	EV/EBITDA	13.1	11.0	9.5	8.4	7.4
<b>现金净增加额</b>	432	1922	1195	-775	1511						

## 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）

### 分析师声明及风险提示：

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。客户并不能尽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。



## 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