



等待三季度业绩低点的买入机会

买入 维持

投资要点:

- 宇通客车 2013H1 实现营收 96.6 亿元, 增长 16.5%, 实现利润 6.32 亿元, 增长 7.2%, 扣非后同比下滑 9.94%。二季度单季营收同比增长 23%, 利润同比增长 5%, 业绩增长低于预期。
- 基于新能源客车领域未来成长确定性较高, 公司新能源客车强大的竞争力, 我们认为三季度业绩低点将是公司的中期买入点

报告摘要:

- 利润增速低于营收增速的原因: 1) 毛利率受到新增产能加速折旧影响维持在较低水平 2) 管理费用增幅较大 3) 账期问题导致资产减值损失大幅增加。这三个因素带来的影响约 4 亿元, 对于业绩影响扰动很大。短期来看, 折旧仍将持续, 长期来看, 加速折旧有利于后期业绩释放, 未来资产减值损失未来冲回可能较大。
- 由于 2012 年 3 季度销量的基数较高, 并且目前新能源客车支持政策还未推出, 我们预计今年 3 季度的业绩增速仍会承压, 届时会有合适买点。后续新能源支持政策推出时点对于今年业绩将会产生影响。
- 长期来看国家支持公交尤其是新能源公交发展的逻辑不变, 中期来看黄标车加速淘汰的逻辑不变。宇通在新能源领域的市占率达到 40% 左右, 高于传统客车市占率, 保证了在这个快速增长而广阔市场中宇通的优势可能会进一步加强, 中长期增长得到保障。
- 投资建议: 由于 2012Q3 高基数以及新能源政策推出时间慢于我们预期, 我们预计宇通客车三季度业绩将继续承压, 但是中长期来看, 公司在新能源客车领域的增长仍旧乐观。我们建议等待 1) 新能源客车政策的推出 2) 三季度业绩低点时买入, 维持全年 5.9 万辆的销量预测和长期买入评级, 同时提示座位客车子行业快速下滑带来的风险。

汽车行业研究组

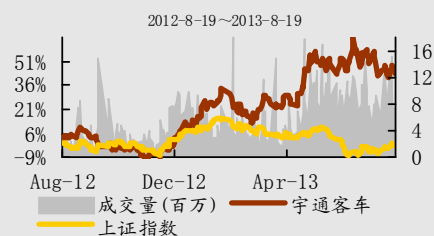
分析师:

何亚东(S1180513050001)

电话: 010-88013562

Email: heyadong@hysec.com

市场表现



相关研究

《多角度看汽车行业下半年》

2013-8-7

《黄标车加速淘汰, 受益明显》

2013-6-18

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	16931.93	19763.46	24703	29644	35572
增长率(%)	25.62	16.72	25%	20%	20%
归母净利润(百万)	1181.41	1549.72	1782	2138	2566
增长率(%)	37.43	31.18	15%	20%	20%
每股收益	2.27	2.20	1.40	1.68	2.02
市盈率	14.94	15.45	12.55	10.46	8.70

目录

一、销量保持快速增长，盈利受多因素影响不及预期.....	4
（一）上半年销量保持快速增长，但 3 季度不乐观	4
（二）产品结构中型客车增长快，单车均价有所下滑	5
（三）折旧大幅增加，压制毛利率维持在低位	5
（四）管理费用增幅大，销售费用控制良好	6
（五）减值损失影响大，预计未来会冲回	7
二、投资建议	7

插图

图 1: 宇通汽车销量情况.....	4
图 2: 宇通汽车销售收入情况.....	4
图 3: 宇通汽车单车营收情况.....	5
图 4: 宇通汽车产品结构.....	5
图 5: 宇通汽车毛利率变化情况.....	5
图 6: 宇通汽车管理费用变化情况.....	6
图 7: 宇通汽车销售费率和管理费率变化情况.....	6
图 8: 宇通资产减值损失.....	7

一、销量保持快速增长，盈利受多因素影响不及预期

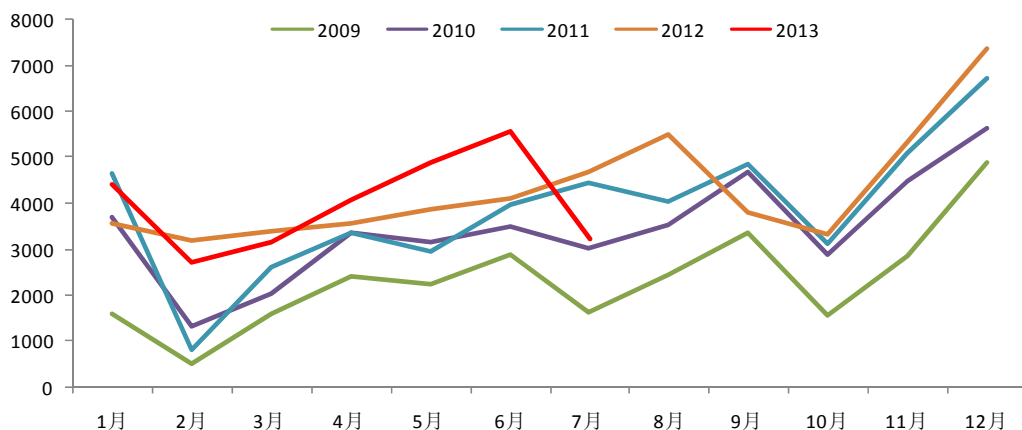
(一) 上半年销量保持快速增长，但3季度不乐观

宇通客车在2013年上半年销量增速依旧保持高速增长态势，2013年上半年营收增长16.5%，二季度单季营收增长23%。二季度增速比较快的原因包括：1) 新能源客车支持政策退出，出现赶末班车现象，2) 国IV标准实行导致提前采购。

7月份宇通客车的销量大幅下滑，其中主要是国IV标准实施背景下，部分需求提前采购，此外，新能源客车的政策处于真空期，该部分销售大幅萎缩。由于2012年8月基数较高，我们预计8月份销量增速仍不乐观。但是长期来看，我们预计提前采购的影响慢慢会恢复，新能源客车政策一旦确定之后，销量会迅速提升。

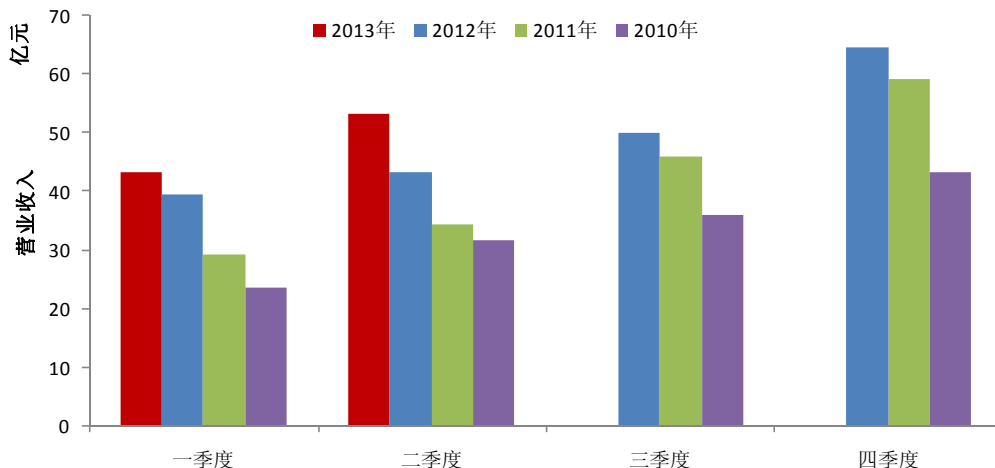
同时我们也要注意，座位客车需求的处于长期疲软状态。虽然这是一个长期过程，随着宇通的市占率的提升，以及新能源客车带来的新增长点可以起到替代作用，但仍需要加强跟踪，这部分销量占宇通整体销量的一半以上。

图1：宇通汽车销量情况



资料来源：公司公告、宏源证券

图2：宇通汽车销售收入情况

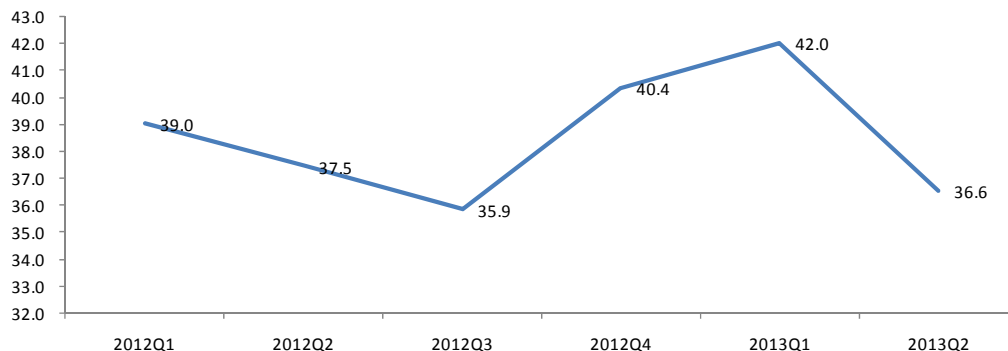


资料来源：公司公告、宏源证券

（二）产品结构中型客车增长快，单车均价有所下滑

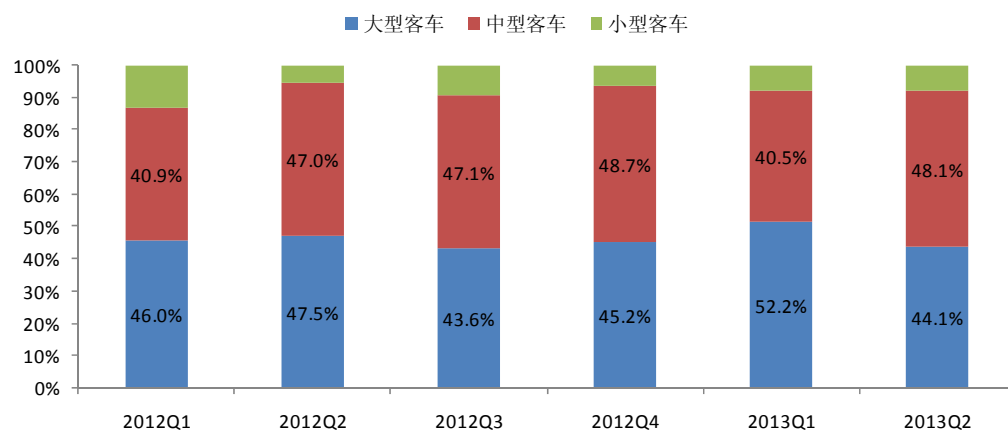
公司 2 季度的单车均价结束了连续快速攀升的势头，在 2 季度发生了明显下滑。这与二季度大型客车销售比例下降有关。

图 3：宇通汽车单车营收情况



资料来源：公司公告、宏源证券

图 4：宇通汽车产品结构

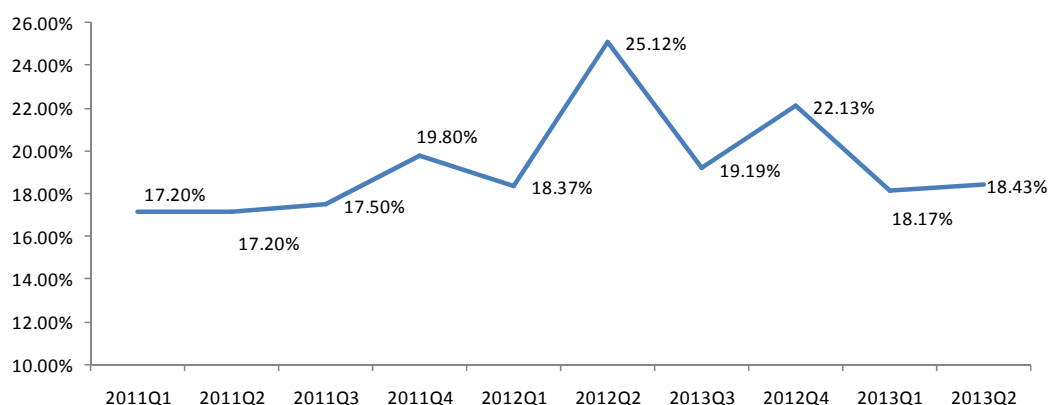


资料来源：公司公告、宏源证券

（三）折旧大幅增加，压制毛利率维持在低位

公司今年折旧压力较大，压制了产品毛利率，二季度单季度毛利率同比降低 6.7%。2013 年上半年折旧额为 2.64 亿元，比 2012 年上半年折旧额 1.03 亿元多出了 1.61 亿元的折旧。

图 5：宇通汽车毛利率变化情况

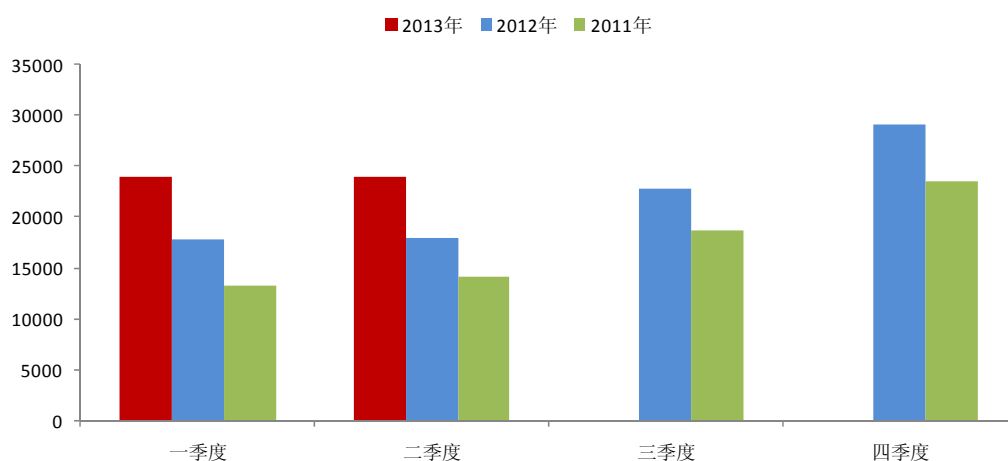


资料来源：公司公告、宏源证券

（四）管理费用增幅大，销售费用控制良好

此外，今年公司管理费用增幅较大，二季度单季增加 6000 万，半年度同比增幅为 1.2 亿。管理费用的增加源自于薪酬、研发投入和折旧增加。

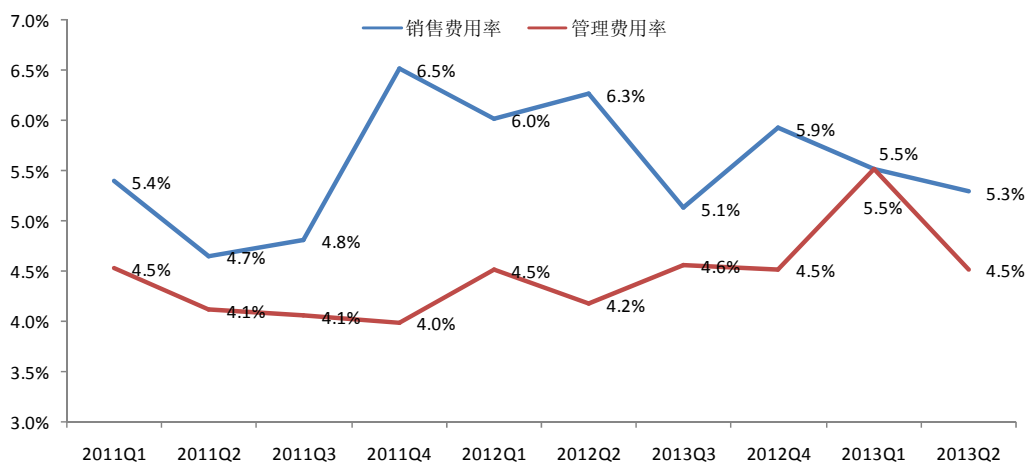
图 6：宇通汽车管理费用变化情况



资料来源：公司公告、宏源证券

公司销售费用控制保持良好，销售费率呈下滑趋势。

图 7：宇通汽车销售费率和管理费率变化情况

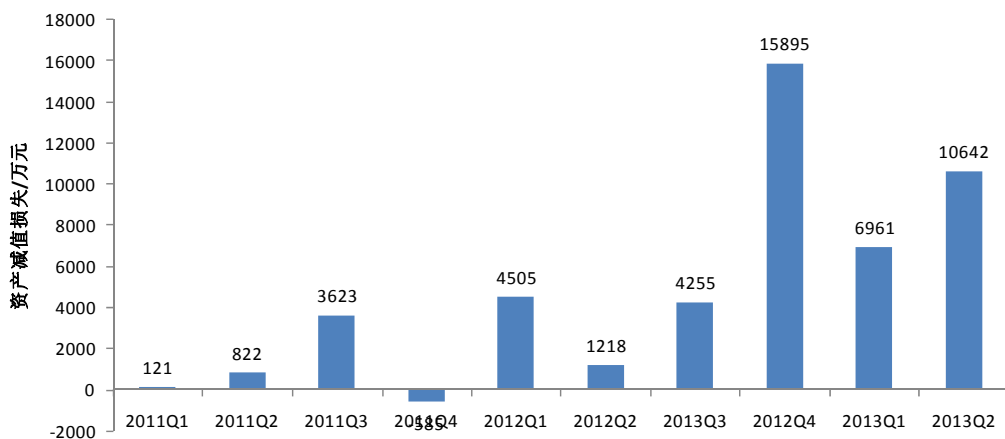


资料来源：公司公告、宏源证券

(五) 减值损失影响大，预计未来会冲回

上半年公司资产减值损失大幅增加，达到 1.76 亿元，同比增 1.2 亿元，也是导致本次业绩不如预期的原因之一。一是因为应收账款持续上升（比年初增加 9 亿元），二是因为其他应收款中有两笔地方政府的土地款，由于账期变长，导致计提比例提升，比年初多产生了 1.3 亿的计提，影响很大。这部分未来冲回的可能较大。

图 8：宇通资产减值损失



资料来源：公司公告、宏源证券

二、投资建议

公司半年报的业绩低于预期，主要是由于折旧增加（1.6 亿）、管理费用上升（1.2 亿）和资产减值损失大幅上升（1.2 亿）三个因素造成。未来三、四季度折旧因素仍旧存在，而管理费用和资产减值损失会有所改观，尤其是资产减值损失。但是由于 2012 年三季度销量基数比较高，同时新能源客车的支持政策还未推出，新能源客车销量将维持在较低的水平，所以我们预计宇通三季度的业绩增速仍不乐观。

但是从长期来看，国家对于公交尤其是新能源公交支持的态度十分明确，淘汰黄标车的意愿也很强烈，所以公交领域尤其是新能源公交（含 NG 类）的增长比较确定，新

能源客车的支持政策的推出时间的影响的只是短期业绩释放的节奏。同时，宇通在中报中明确了上半年新能源客车销售市占率达到 40%左右，证明了公司在新能源客车领域的超强实力，甚至强于传统客车领域。

我们长期看好宇通在新能源客车领域的发展。维持长期买入的评级，但是建议等待 1) 三季报业绩低点出现 2) 新能源客车政策的推出。

风险提示：

- 1) 座位客车子行业长期疲软的局面
- 2) 新能源客车支持政策不及预期

作者简介:

何亚东: 宏源证券研究所汽车行业研究员, 清华大学汽车工程系毕业, 广汽 4 年工作经验, 2 年汽车行业证券研究经验。

主要研究覆盖公司: 全覆盖

机构销售团队

公 募	北京片区	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚 曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴 蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周 迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
机 构	上海保险/私募	赵 佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李 岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱 隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。