

**商用载客车**

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人: 邢卫军

S0960513070005

0755-82026562

xingweijun@china-invs.cn

**宇通客车**

**600066**

**强烈推荐**

**销量增长快速，净利增长暂时放缓**

公司8月19日公布13年中报: 实现收入96.64亿(+16.5%)，净利润6.32亿(+7.2%)，EPS 0.50元。上半年整体销量增长快速(+15%)，大中客份额持续提升。由于折旧及股权激励成本增加，营业利润下滑略有，但受益财政补贴增加，净利润保持稳定增长。

我们认为: 1、客车行业长期需求仍在，公交、校车、出口以及黄标车更换提供增量; 2、公司综合竞争力强，产能瓶颈突破后有望持续提升份额; 3、13-14年业绩确定性高，15年后有望重回高增长。公司在大中客领域地位稳固，综合盈利能力强，长期增长值得期待，可考虑长期配置，维持“强烈推荐”。

**投资要点:**

- **产品结构持续优化，营收利润增长稳定。**公司上半年实现收入96.64亿(+16.5%)，净利润6.32亿(+7.2%)，EPS 0.50元。公司销量规模稳步提高，产品结构持续优化。本期由于折旧及股权激励成本增加导致营业利润下滑，但受益财政补贴增加，净利润实现稳定增长。
- **公交+校车+出口，客车行业长期潜在需求巨大。**我国城市公交仍处低位，未来将逐步释放; 校车潜在市场超过50万辆，相关法规落地后将快速提升需求; 客车产品性价比高，在国际市场竞争力凸显，年出口金额和单价稳步提升。客车行业将长期稳定增长，技术先进、品质过硬的行业龙头有望进一步扩大市场份额。
- **公司产品竞争力强，产能释放后有望继续提升市场份额。**公司大中客市占率超过30%，地位稳固; 校车产品技术领先，是《校车安全技术条件》主要起草单位，校车市场爆发将使公司最受益; 新能源客车车型储备充足，混动、燃气多点出击，运营经验丰富，抢占新能源先机。
- **13-14年业绩确定性高，15年以后再次进入高增长轨道。**公司12-13年陆续有0.5万辆专用车和3万辆新能源车产能投产，加速折旧使13-14年新增折旧额较大，但股权激励将使管理层有动力达到行权条件，锁定业绩增长。15年后折旧压力消除，销售上量凸显规模优势，公司盈利再次进入高增长轨道。
- **投资建议:**预计公司13-15年实现收入228、258和280亿元，净利润16.88、19.60和22.78亿元，EPS为1.33、1.54和1.79元。公司经营管理优秀、业绩稳定有保障、股权激励提高成员积极性，给予13年15倍的估值，6-12个月目标价20元，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示:** 原材料和人力成本上升; 政府补贴不到位; 海外需求降低

**主要财务指标**

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	19763	22820	25800	28000
收入同比(%)	17%	15%	13%	9%
归属母公司净利润	1550	1688	1960	2278
净利润同比(%)	31%	9%	16%	16%
毛利率(%)	20.0%	18.5%	19.0%	19.5%
ROE(%)	21.2%	19.8%	18.7%	17.9%
每股收益(元)	1.22	1.33	1.54	1.79
P/E	14.39	13.21	11.38	9.79
P/B	3.05	2.62	2.13	1.75
EV/EBITDA	10	9	7	6

资料来源: 中投证券研究所

**6-12个月目标价:** 20.00元

当前股价: 17.32元

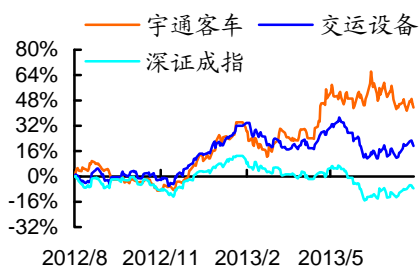
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2068.45
总股本(百万)	1274
流通股本(百万)	1223
流通市值(亿)	212
EPS	0.21
每股净资产(元)	5.96
资产负债率	46.4%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
宇通客车	-9.79%	-3.94%	6.87%
交运设备	-0.39%	-7.60%	-9.71%
深证成指	-0.23%	-9.86%	-18.23%



**相关报告**

《宇通客车-受益财政补贴，净利润稳定增长》2013-4-22

《宇通客车-12年完美收官，未来增长仍有期待》2013-3-25

《宇通客车-业绩增长确定，低估值彰显价值——12年三季度点评》2012-10-22

### 经营数据概述

公司 13 年上半年实现收入 96.64 亿，同比增长 16.5%，归属于母公司净利润 6.32 亿，同比增长 7.2%，实现 EPS 0.50 元。公司 2 季度实现收入 53.26 亿，同比增长 23.1%，净利润 3.67 亿，同比增长 5.2%。公司 2 季度大中客销售旺盛，使收入实现快速增长，由于股权激励摊销和新增折旧较多，利润率有所下滑，净利增长低于收入和销量增速。。

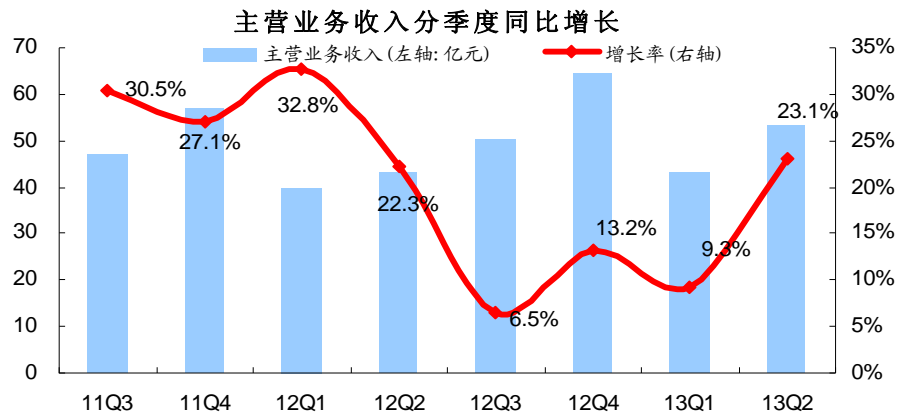
由于股权激励成本摊销(本期摊销约 4300 万),本期管理费用增加较多(管理费用率增加 0.63 个百分点),新增折旧较多使毛利率降低 0.44 个百分点,营业利润有所下滑 (-16%),但财政补贴增加使营业外收入大增,最终净利润实现稳定增长 (+7.2%)。

表 1 宇通客车的季度盈利性数据 (11Q3-13Q2)

财务指标(百万)	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	环比	同比
营业总收入	4705.7	5699.4	3969.4	4326.9	5012.8	6454.5	4337.3	5326.4	22.8%	23.1%
营业成本	3855.7	4613.1	3240.1	3500.6	4051.0	5026.0	3549.5	4344.6	22.4%	24.1%
营业费用	232.5	357.7	238.9	271.2	257.3	382.6	239.1	281.9	17.9%	3.9%
管理费用	187.0	235.3	179.2	180.8	228.8	291.8	239.5	240.8	0.5%	33.2%
财务费用	0.4	5.2	(12.3)	(9.8)	(14.7)	(1.1)	(14.0)	16.4	-216.8%	-267.2%
营业利润	378.7	462.6	279.4	382.4	423.7	551.6	252.3	303.6	20.3%	-20.6%
利润总额	379.0	476.0	279.4	392.1	437.1	656.6	302.2	417.6	38.2%	6.5%
所得税	43.9	69.2	37.0	44.0	54.3	80.0	36.3	51.6	42.1%	17.1%
净利润	334.6	407.8	241.4	348.3	383.4	576.7	265.5	366.6	38.1%	5.2%
EPS	0.64	0.78	0.36	0.52	0.54	0.82	0.38	0.29	-23.7%	-43.9%
毛利率	18.1%	19.1%	18.4%	19.1%	19.2%	22.1%	18.2%	18.4%	1.5%	-3.5%
营业费用率	4.9%	6.3%	6.0%	6.3%	5.1%	5.9%	5.5%	5.3%	-4.0%	-15.6%
管理费用率	4.0%	4.1%	4.5%	4.2%	4.6%	4.5%	5.5%	4.5%	-18.2%	8.2%
营业利润率	8.0%	8.1%	7.0%	8.8%	8.5%	8.5%	5.8%	5.7%	-2.0%	-35.5%
实际所得税率	11.6%	14.5%	13.3%	11.2%	12.4%	12.2%	12.0%	12.3%	2.9%	10.0%

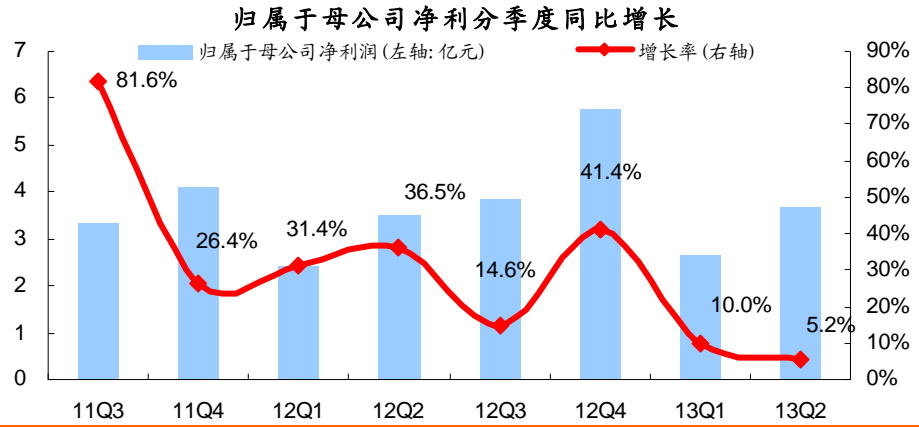
资料来源：公司资料，中投证券研究所

图 1 宇通客车主营收入分季度数据



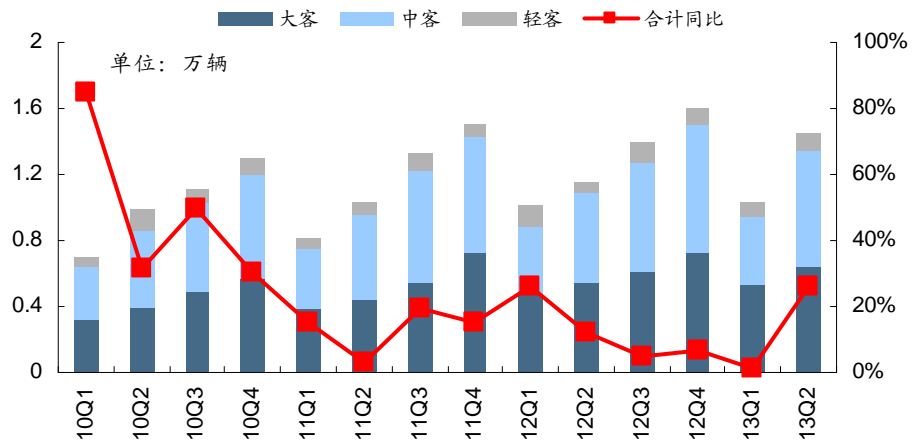
资料来源：宇通客车历年报表、中投证券研究所

**图 2 宇通客车净利润分季度数据**



资料来源：宇通客车历年报表、中投证券研究所

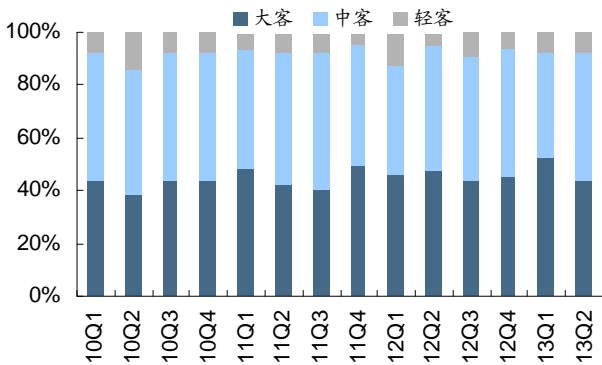
**图 3 宇通客车季度销量及同比**



资料来源：公司产销快报、中投证券研究所

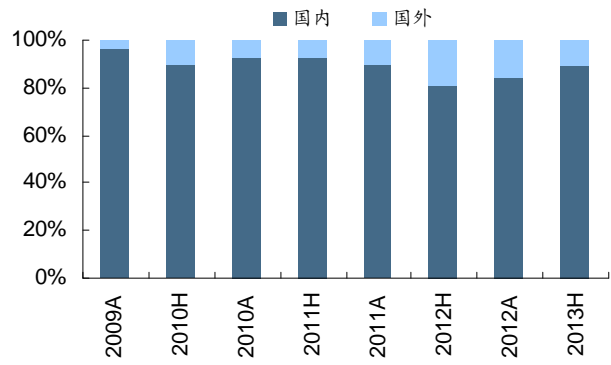
产品结构持续优化，海外市场向好，推动公司收入和利润快速增长。公司12年销售客车5.17万台，大客占比45.5%，中客占比46.4%，轻客占比8.2%，同时校车、新能源客车等高附加值产品放量，推动公司毛利率和单车盈利能力稳步增长。13年上半年销售客车2.49万辆，大客占比47.4%，中客占比44.7%，轻客占比7.8%，大中客占比进一步提升。同时海外市场增长迅速，收入占比持续提升，成为公司增长的重要来源。

**图 4 公司产品分车型占比**



资料来源：公司产销快报、中投证券研究所

**图 5 公司收入分地区占比**



资料来源：公司公告、中投证券研究所

**附：财务预测表**

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	10016	8867	11166	13608	<b>营业收入</b>	19763	22820	25800	28000
现金	3055	2511	3981	5579	营业成本	15818	18598	20898	22540
应收账款	3116	2910	3427	3784	营业税金及附加	117	114	129	140
其它应收款	776	552	696	816	营业费用	1150	1289	1479	1593
预付账款	164	642	553	657	管理费用	881	1027	1155	1257
存货	1258	1572	1721	1871	财务费用	-38	-42	-58	-92
其他	1648	679	787	901	资产减值损失	259	50	50	50
<b>非流动资产</b>	4263	5371	5812	6188	公允价值变动收益	-2	-4	-1	-2
长期投资	142	113	118	121	投资净收益	61	65	10	10
固定资产	3147	4299	4808	5198	<b>营业利润</b>	1637	1845	2155	2520
无形资产	602	587	572	556	营业外收入	144	100	100	100
其他	372	372	314	313	营业外支出	16	15	15	15
<b>资产总计</b>	14279	14238	16978	19796	<b>利润总额</b>	1765	1930	2240	2605
<b>流动负债</b>	6404	5552	6333	6874	所得税	215	241	280	326
短期借款	204	0	0	0	<b>净利润</b>	1550	1689	1960	2279
应付账款	3736	3193	3821	4262	少数股东损益	0	1	0	1
其他	2463	2359	2511	2612	<b>归属母公司净利润</b>	1550	1688	1960	2278
<b>非流动负债</b>	556	175	175	175	EBITDA	1891	2211	2636	3068
长期借款	156	156	156	156	EPS (元)	2.20	1.33	1.54	1.79
其他	400	19	19	19					
<b>负债合计</b>	6960	5727	6508	7049					
少数股东权益	5	5	6	7	<b>主要财务比率</b>				
股本	705	1270	1270	1270	<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
资本公积	2725	2161	2161	2161	<b>成长能力</b>				
留存收益	3885	5079	7039	9317	营业收入	16.7%	15.5%	13.1%	8.5%
归属母公司股东权益	7315	8506	10464	12740	营业利润	23.0%	12.7%	16.8%	16.9%
<b>负债和股东权益</b>	14279	14238	16978	19796	归属于母公司净利润	31.2%	8.9%	16.1%	16.3%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率	20.0%	18.5%	19.0%	19.5%
					净利率	7.8%	7.4%	7.6%	8.1%
					ROE	21.2%	19.8%	18.7%	17.9%
					ROIC	30.9%	27.5%	29.4%	30.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	48.7%	40.2%	38.3%	35.6%
					净负债比率	6.58%	2.81%	2.48%	2.29%
					流动比率	1.56	1.60	1.76	1.98
					速动比率	1.36	1.30	1.48	1.70
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.79	1.60	1.65	1.52
					应收账款周转率	8	7	8	7
					应付账款周转率	6.00	5.37	5.96	5.58
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.22	1.33	1.54	1.79
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.08	1.35	1.87	1.98
					每股净资产(最新摊薄)	5.76	6.70	8.24	10.04
					<b>估值比率</b>				
					P/E	14.39	13.21	11.38	9.79
					P/B	3.05	2.62	2.13	1.75
					EV/EBITDA	10	9	7	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
2013-4-22	《宇通客车-受益财政补贴，净利润稳定增长》
2013-3-25	《宇通客车-12年完美收官，未来增长仍有期待》
2012-10-22	《宇通客车-业绩增长确定，低估值彰显价值——12年三季报点评》
2012-10-8	《宇通客车-大中客销量回落，3季度业绩无忧——9月产销点评》
2012-9-3	《宇通客车-旺季旺销，同比增长快速——8月产销快报点评》
2012-8-20	《宇通客车-净利增34%，彰显公司优质属性——12年中报点评》
2012-8-5	《宇通客车-旺季来临，大客销量快速上升——7月产销快报点评》
2012-7-8	《宇通客车-大中客销量稳定，业绩增长确定——6月产销快报点评》
2012-6-4	《宇通客车-优势产品大中客增长快速——5月产销快报点评》
2012-5-6	《宇通客车-轻客增速放缓，整体增长稳定——4月产销快报点评》
2012-4-22	《宇通客车-产品结构优化，业绩持续增长——12年1季报点评》
2012-4-8	《宇通客车-销量增长快速，龙头地位稳固——3月产销快报点评》
2012-3-26	《宇通客车-业绩靓丽超预期，未来增长仍可待——11年年报点评》
2012-3-5	《宇通客车-销量增长平稳，校车持续放量——2月产销快报点评》
2012-2-21	《宇通客车-产能释放，订单充足，增长确定》
2012-2-6	《宇通客车-销量季节性回落，未来确定性增长——1月产销快报点评》
2011-11-9	《出口订单打开新兴市场，广阔空间支撑稳定增长》
2011-10-26	《宇通客车-公交持续发力、单价提升明显、经营管控得力——三季报点评》
2011-8-2	《宇通客车-公交订单夯实业绩，成长速度保持稳健》
2011-7-26	《宇通客车-大公交体系重构，大中客景气延续》
2011-2-25	《宇通客车-大中客景气持续推升业绩》
2011-1-12	《宇通客车-配股投资新市场，拓展成长新空间》
2010-10-26	《宇通客车-行业景气，盈利稳定增长，深掘成长性和低估值》
2010-10-14	《宇通客车-盈利频超预期，估值低亮点多》

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭,中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

邢卫军,中投证券研究所汽车行业分析师,2011 年获得中国科学院电工研究所博士学位,2006 年获得清华大学汽车工程系学士学位。

## 免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434