

中国平安
PINGAN

平安证券公司

专业25年
专业 让生活更简单

公司事项点评

2013年9月3日

证券研究报告

平安汽车和汽车零部件

强烈推荐 (维持)

证券分析师

彭勇

投资咨询资格编号 S1060513050002
电话 021-38632725
邮编 pengyong060@pingan.com.cn

余兵

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

王德安

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

相关研究报告

- 1、7月产销点评：9月销量同比有望转正（2013.8.5）
- 2、6月产销点评：中客大幅增长促销量超预期（2013.7.3）
- 3、5月产销点评：6月有望延续5月销量增长趋势（2013.6.4）
- 4、4月产销点评：4月销量如期好转（2013.5.3）
- 5、一季报点评：政府补贴业绩略超市场预期（2013.4.23）

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)

8月销量同比降幅收窄，预计9月转正

事项：

公司发布公告：2013年8月销售各型客车4429辆，同比下滑19.3%，其中大、中、轻型客车销量同比依次为-35.4%、-23.4%和56.7%；1-8月累计销售客车3.3万辆，同比增长2.1%，其中大、中、轻型客车销量同比依次为-0.2%、1.7%、16.4%。

平安观点：

公司8月销量同比下降19.3%，符合我们预期，预计9月销量将同比转正。

- 去年同期基数较高，导致8月销量同比下滑，但降幅已大幅收窄。2012年9月1日起实施的《机动车运行安全技术条件》(GB7258-2012)要求车长大于11m的公路客车和旅游客车采用全承载整体式框架车身结构，由于全承载客车价格较非承载式客车高3-5%，致使部分客运企业或个人提前购买大型非承载客车。2012年8月宇通销售客车5490辆，较2011年同期增长36.3%。由于去年8月销量基数较高，导致今年8月销量同比下滑19.3%，但同比降幅已较7月大幅收窄11.4个百分点。
- 提前购买影响趋弱和校车上量是8月销量同比降幅收窄的主因。国IV实施预期带来的6月提前购买的影响已趋弱，大中型座位客车需求环比改善，尤其是中型座位客车。8月宇通中型客车销量环比增长38.4%，我们估计主要是中型座位客车销量环比有所增长所致。9月开学季的到来，可能推动了8月校车销量大幅增长。8月宇通客车小型客车销量同比增长56.7%，我们估计主要是校车销量大幅增长的贡献。
- 9月销量同比转正，预计销量在4200-4500辆之间。进入9月份后，即进入国庆节假期前的客车销售旺季，加之6月提前购买的影响基本消除，大中型座位客车销量将继续环比改善。预计9月校车销售仍能保持较高水平，我们预计宇通客车9月销量在4200-4500辆之间，同比增长10%-20%。
- 最大压力期已过，4Q13业绩增速将有望加快。1H13是公司业绩增长压力较大的时期：去年同期是高单价和高毛利率的委内瑞拉订单集中交付的时期，加之4Q12新增产能投放，导致今年上半年折旧压力较大。公司在今年上半年压力大困难较多的阶段仍保持较好的增长态势，显示其较强的经营管理水平。由于政策原因，今年7-8月公司销量同比有所下滑，9月销量有望同比转正，目前最艰难时期即将过去。到了4Q13公司新增折旧同比增幅减小，加之进入客车销售旺季，4Q13公司业绩增速将有望重新加快。

- **盈利预测及投资评级。**我们预计公司年内有望收回预缴的土地款, 我们维持公司的盈利预测, 预计 2013-2015 年 EPS 分别为 1.38 元、1.47 元和 1.57 元。考虑到节能与新能源客车发展给宇通带来新的增长点, 公司凭借强大的经营管理能力将会更多享受到行业的增长, 以及公司最艰难时期即将过去, 维持“强烈推荐”投资评级, 合理目标股价 22 元。
- **风险提示:** 1) 大中型座位客车需求受到高铁和动车的冲击超出预期; 2) 国家新能源客车产业政策低于预期。

图表1 宇通客车2013-2015年收入及盈利预测 单位: 百万元

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	16,932	19,763	23,119	26,030	28,348
YoY(%)	24.4	16.7	17.0	12.6	8.9
净利润(百万元)	1,181	1,550	1,755	1,869	1,997
YoY(%)	36.0	31.2	13.2	6.5	6.8
毛利率(%)	18.2	20.0	17.6	17.5	17.8
净利率(%)	7.0	7.8	7.6	7.2	7.0
ROE(%)	35.4	21.2	20.5	18.6	17.3
EPS(摊薄/元)	0.93	1.22	1.38	1.47	1.57
P/E(倍)	19.3	14.7	13.0	12.2	11.4
P/B(倍)	6.8	3.1	2.7	2.3	2.0

资料来源: 平安证券研究所

图表2 2013年宇通客车分车型销量及同比增幅 单位: 辆

	8月销量	同比增幅	累计销量	同比增幅
宇通客车	4,429	-19.3%	32,568	2.1%
其中:				
大型客车	1,452	-35.4%	14,712	-0.2%
中型客车	2,015	-23.4%	14,596	1.7%
轻型客车	962	56.7%	3,260	16.4%

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	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	会计年度	2011A	2012 A	2013E	2014E	2015E
流动资产	5479	10016	11404	11923	14447	营业收入	16932	19763	23119	26030	28348
现金	1171	3055	4250	3814	5551	营业成本	13850	15818	19050	21475	23302
应收账款	1661	3116	2944	3451	3827	营业税金及附加	82	117	118	139	152
其他应收款	207	776	599	738	834	营业费用	928	1150	1225	1380	1531
预付账款	1148	164	893	874	879	管理费用	699	881	1040	1145	1247
存货	1122	1258	1621	1773	1931	财务费用	9	-38	7	-12	-7
其他流动资产	170	1648	1098	1273	1424	资产减值损失	40	259	-100	-60	-20
非流动资产	2381	4263	5296	5796	5422	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	20	25
固定资产	1011	3147	3765	4153	4106	营业利润	1331	1637	1831	1982	2167
无形资产	493	602	688	673	658	营业外收入	68	144	200	180	140
其他非流动资产	793	372	731	851	537	营业外支出	46	16	30	30	30
资产总计	7860	14279	16701	17719	19869	利润总额	1353	1765	2001	2132	2277
流动负债	4177	6404	7602	7152	7763	所得税	171	215	246	263	280
短期借款	10	204	1146	0	0	净利润	1182	1550	1755	1869	1997
应付账款	1538	3736	3307	3952	4410	少数股东损益	1	0	-0	0	-0
其他流动负债	2628	2463	3149	3200	3353	归属母公司净利润	1181	1550	1755	1869	1997
非流动负债	346	556	516	525	527	EBITDA	1565	1891	2353	2631	2939
长期借款	10	156	156	156	156	EPS (元)	2.27	2.20	1.38	1.47	1.57
其他非流动负债	335	400	360	369	371						
负债合计	4522	6960	8118	7678	8291	主要财务比率					
少数股东权益	5	5	4	4	4	会计年度	2011A	2012	2013E	2014E	2015E
股本	520	705	1274	1274	1274	成长能力					
资本公积	276	2725	2161	2161	2161	营业收入(%)	24.4	16.7	17.0	12.6	8.9
留存收益	2537	3885	5146	6606	8145	营业利润(%)	31.3	23.0	11.8	8.3	9.3
归属母公司股东权益	3333	7315	8578	10037	11574	归属于母公司净利润(%)	36.0	31.2	13.2	6.5	6.8
负债和股东权益	7860	14279	16701	17719	19869	获利能力					
						毛利率(%)	18.2	20.0	17.6	17.5	17.8
现金流量表						净利率(%)	7.0	7.8	7.6	7.2	7.0
						ROE(%)	35.4	21.2	20.5	18.6	17.3
经营活动现金流	1446	1372	2328	2235	2561	ROIC(%)	34.9	18.3	16.3	16.9	16.1
净利润	1182	1550	1755	1869	1997	偿债能力					
折旧摊销	224	292	515	661	779	资产负债率(%)	57.5	48.7	48.6	43.3	41.7
财务费用	9	-38	7	-12	-7	净负债比率(%)	0.55	6.58	16.67	2.80	2.64
投资损失	-8	-61	-54	-20	-25	流动比率	1.31	1.56	1.50	1.67	1.86
营运资金变动	45	-642	162	-322	-225	速动比率	1.04	1.36	1.28	1.41	1.60
其他经营现金流	-7	272	-57	58	43	营运能力					
投资活动现金流	-999	-2316	-1530	-1135	-377	总资产周转率	2.3	1.8	1.5	1.5	1.5
资本支出	992	1896	1512	1150	400	应收账款周转率	10.9	7.8	7.2	7.7	7.4
长期投资	-36	-423	-29	5	2	应付账款周转率	10.0	6.0	5.4	5.9	5.6
其他投资现金流	-43	-843	-47	20	25	每股指标(元)					
筹资活动现金流	-10	2859	398	-1536	-447	每股收益(最新摊薄)	0.93	1.22	1.38	1.47	1.57
短期借款	-56	194	942	-1146	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.14	1.08	1.83	1.75	2.01
长期借款	-4	146	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.62	5.74	6.74	7.88	9.09
普通股增加	0	185	568	0	0	估值比率					
资本公积增加	-154	2449	-564	0	0	P/E	19.3	14.7	13.0	12.2	11.4
其他筹资现金流	205	-115	-548	-390	-447	P/B	6.8	3.1	2.7	2.3	2.0
现金净增加额	432	1922	1195	-436	1737	EV/EBITDA	12.8	10.6	8.5	7.6	6.8

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±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±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。



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