

2013年10月29日

韩伟琪

WeiQi_Han@e-capital.com.cn

目标价(元)

RMB 20.00

公司基本资讯

产业别	交运设备
A 股价(2013/10/29)	16.24
上证综指(2013/10/29)	2128.86
股价 12 个月高/低	32.48/16.24
总发行股数(百万)	1273.71
A 股数(百万)	1222.65
A 市值(亿元)	206.85
主要股东	郑州宇通集团有限公司(31.42%)
每股净值(元)	6.13
股价/账面净值	2.65
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-14.4 -6.7 36.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2013-08-20	17.57	买入

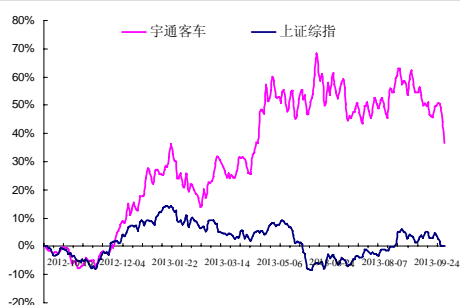
产品组合

客车销售	99.5%
客运服务	0.5%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	33.0%
一般法人	35.4%

股价相对大盘走势



宇通客车 (600066.SH)

Buy 买入

预计 Q4 公司销售情况好转

结论与建议:

宇通 Q3 业绩表现低于预期, 因 12、13 年间客车、新能源客车的行业政策变动较多, 对销量的影响较大。未来随着外部因素退去、节能及新能源客车新政出台落实, 对公司 Q4 销量会有提振。预计公司全年实现 5.4 万辆销售。

预计公司 2013、14 年 EPS 分别为 1.232 和 1.438 元, YoY+1.39%和 16.76%。目前 14 年 P/E 为 11.5 倍, 维持买入投资建议, 目标价 20 元 (14 年 15x)。

■ **Q3 业绩下滑三成, 弱于预期:** 宇通前三季度完成营业收入 136.69 亿元, YoY+2.71%, 净利润 9.03 亿元, YoY-7.19%, EPS 为 0.708 元; 其中 Q3 单季营收和净利润分别为 40.1 亿元和 2.7 亿元, YoY 分别下降 20.1%和 29.3%, QoQ 则下降 24.8%和 26%, 为 Q3 公司客车销量下滑所致。

■ **前三季销量增长较缓, 外部因素影响较大:** 13 年前 9 月累计销售 36549 辆, YoY+2.39%, 其中 Q3 销售 1.17 万辆, YoY-16.6%; 按车型分: 1~3Q 大客 YoY-1.05%, 中客 YoY+1.74%, 轻客 YoY+22.84%。今年公司销量增速较缓, 原因包括: 1) Q3 因 12、13 年先后有不同政策标准实施 (12 年客车新标准 GB7258、13 年国 III 升国 IV) 造成的产销量波动; 2) 13 年混合动力客车/新能源客车相关的扶持政策在 Q3 出现青黄不接, 短期销量增速放缓; 3) 出口销量阶段性下降。

■ **前三季毛利率小降, 管理费用及坏账计提较多:** 前三季度综合毛利率为 18.22%, YoY 降 0.7 个百分点, 其中 Q3 单季为 18%, YoY 降 1.2 个百分点、QoQ 降 0.4 个百分点, 为销量增速放缓和产品结构下移所致。前三季公司销售费用 7.3 亿元、YoY-4.9%, 管理费用 7.2 亿元、YoY+23%, 为期内研发投入、新能源基地资产折旧、土地摊销及对应的房产税和土地使用税增加; 资产减值损失 1.6 亿元, YoY+56%, 为应收账款坏账计提。业外收入确认 1.86 亿元, YoY+515%, 为财政补贴增加。

■ **预计新能源车年出货量达到 4000~5000 台:** 预计国家年内将对节能/混合动力客车出台新的补贴、支持政策出台, 我们预计公司 2013 全年新能源车出货量有望冲击 5000 台的水准。

■ **13 年全年销量预期 5.4 万辆, YoY+5%:** 考虑后续新能源客车和校车进一步的政策出台, 同时也有公告 2000 台的出口合同, 预计 Q4 公司销售 YoY 能回复正增长, QoQ 方面也有明显的回升。不过由于 Q3 低于预期, 故我们下修了公司全年销量预期约 2 千台至 5.4 万辆。

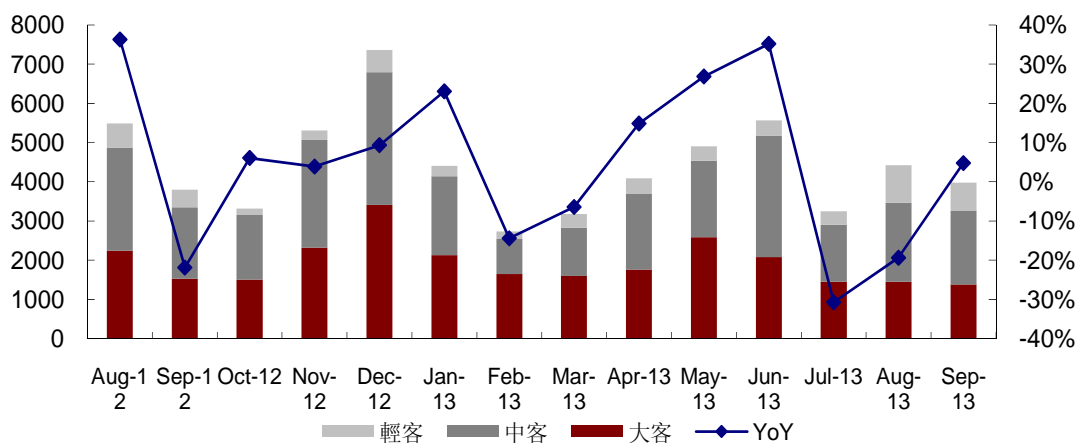
■ **盈利预测:** 预计公司 2013、14 年营收将分别达到 208.80 亿元和 235.41 亿元, YoY+5.65%和 12.74%; 实现净利润分别为 15.71 亿元 (下修 10%) 和 18.35 亿元, YoY+1.39%和 16.76%; EPS 分别为 1.232 和 1.438 元。14 年 P/E 为 11.5 倍, 维持买入投资建议, 目标价 20 元 (14 年 15x)。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013F	2014F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	860	1181	1550	1548	1806
同比增减	%	52.56%	37.43%	31.18%	-0.13%	16.71%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.677	0.931	1.221	1.213	1.416
同比增减	%	52.56%	37.43%	31.18%	-0.60%	16.71%
A 股市盈率(P/E)	X	24.07	17.52	13.35	13.43	11.51
股利(DPS)	RMB 元	0.300	0.300	0.700	0.700	0.750
股息率(Yield)	%	1.84%	1.84%	4.29%	4.29%	4.60%

图表一： 宇通客车月度销量及 YoY

(单位：辆)



资料来源：公司公告，群益证券

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
营业收入	13479	16932	19763	20540	23157
经营成本	11142	13850	15818	16740	18711
营业税金及附加	42	82	117	92	104
销售费用	721	928	1150	1109	1227
管理费用	523	699	881	996	1112
财务费用	17	9	-38	-18	46
资产减值损失	40	40	259	120	150
投资收益	17	8	61	25	32
营业利润	1005	1331	1637	1526	1840
营业外收入	26	68	144	250	240
营业外支出	57	46	16	15	16
利润总额	974	1353	1765	1761	2064
所得税	117	171	215	213	254
少数股东损益	-3	1	0	0	4
归属于母公司所有者的净利润	860	1181	1550	1548	1806

附二：合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
货币资金	950	1171	3055	4004	3375
应收帐款	1733	1831	3944	4338	4468
存货	1228	1122	1258	1384	1467
流动资产合计	4986	5479	10016	11218	11779
长期投资净额	83	85	142	157	172
固定资产合计	1104	1011	3147	3272	3927
在建工程	42	301	126	353	229
无形资产	221	493	602	614	675
资产总计	7160	7860	14279	16153	17333
流动负债合计	4352	4177	6404	7685	8146
长期负债合计	307	346	556	417	492
负债合计	4659	4522	6960	8101	8637
少数股东权益	4	5	5	10	11
股东权益合计	2501	3338	7320	8052	8696
负债和股东权益总计	7160	7860	14279	16153	17333

附三：合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
经营活动产生的现金流量净额	1067	1446	1372	1647	1844
投资活动产生的现金流量净额	-610	-999	-2316	-1112	-1179
筹资活动产生的现金流量净额	-403	-10	2859	-743	-595
现金及现金等价物净增加额	54	437	1915	-209	71

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户, 或代他人之户买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。