

2013 年 10 月 28 日


国金证券
SINOLINK SECURITIES

宇通客车 (600066.SH) 客车行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

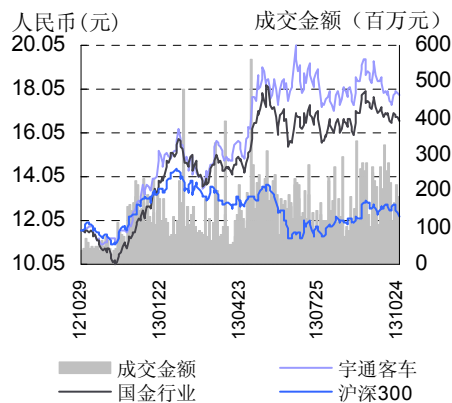
市价 (人民币): 17.17 元

三季度为增速低点, 全年业绩仍有望增长

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,222.27
总市值(百万元)	226.34
年内股价最高最低(元)	20.05/10.92
沪深 300 指数	2365.95
上证指数	2133.87



相关报告

1. 《公交份额大幅提升, 全年仍将稳健增长》, 2013.8.19
2. 《超预期表现有望持续》, 2013.3.25
3. 《校车、新能源客车可望有超预期表现》, 2013.1.21

吴文利 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)61038231
wuwz@gjzq.com.cn

公司基本情况 (人民币)

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	2.272	2.197	1.305	1.531	1.814
每股净资产(元)	6.41	10.37	6.34	6.61	7.65
每股经营性现金流(元)	2.78	1.95	2.18	2.23	2.56
市盈率(倍)	-	-	13.16	11.21	9.47
行业优化市盈率(倍)	20.27	24.40	30.49	30.49	30.49
净利润增长率(%)	37.43%	31.18%	7.41%	17.35%	18.49%
净资产收益率(%)	35.44%	21.19%	20.58%	23.18%	23.72%
总股本(百万股)	519.89	705.29	705.29	705.29	705.29

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

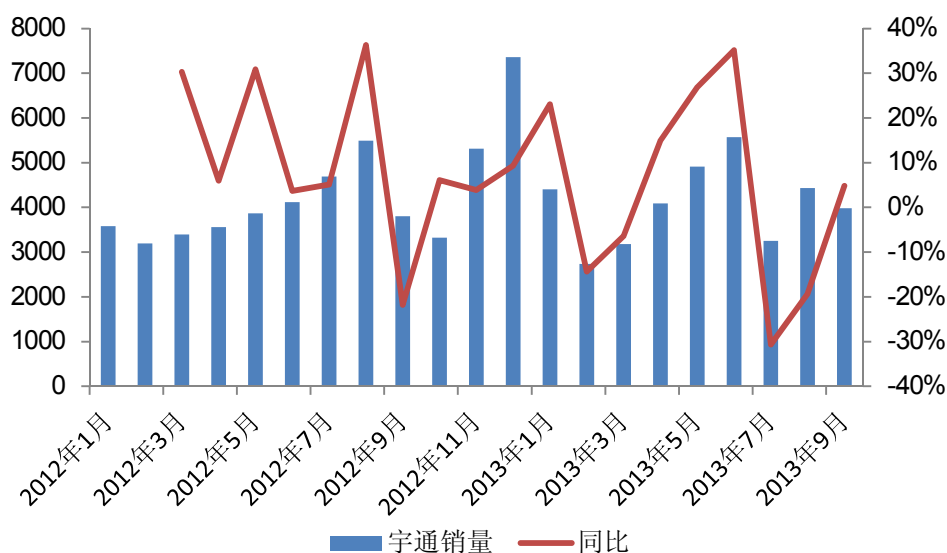
- 宇通客车今年前三季度实现营收 136.69 亿元, 同比增 2.71%; 实现归属母公司净利润 9.03 亿元, 同比下降 7.19%, 实现 EPS 0.71 元。第三季度实现 EPS 0.21 元, 低于预期。

经营分析

- 销量增速大幅下滑致三季度盈利能力下降, 四季度有望有升。公司第三季度盈利能力环比有所下降, 其中第三季度毛利率为 17.99%, 环比下降 0.44 个百分点; 净利率为 6.76%, 环比下降 0.11 个百分点。公司第三季度毛利率环比下降, 主要是公司上半年有较多新能源和混动客车销量(单车均价和毛利率高于传统客车), 第三季度受新能源政策空白影响该部分销量大幅下降所致。目前, 新能源客车政策已经出台, 加之节能客车推广政策也有望出台, 预计公司仍将受益于新能源及混动客车放量, 盈利能力也有望回升。
- 前三季度整体低速增长, 座位、公交份额均同比提升。公司前三季度客车总销量约 3.65 万辆, 同比增长 2.4%, 总市场份额为 20.7%, 相比去年同期增加 0.8 个百分点。其中, 座位客车销量 1.93 万辆, 同比下降 10.5%, 但由于座位客车行业整体下滑幅度更大, 因此公司座位客车份额提升 0.7 个百分点至 19.8%; 公交客车销量约 1.11 万辆, 同比增长 48.9%, 份额相比去年同期大幅提升 4.3 个百分点; 校车销量为 5664 辆, 同比下降 7.8%, 份额为 24.7%, 下滑幅度和份额相比上半年均有改善。
- 三季度资产减值损失有所冲回, 四季度有望继续冲回。公司上半年资产减值损失为 1.76 亿元, 前三季度为 1.55 亿元, 第三季度冲回资产减值损失约 2100 万元。据了解, 公司四季度有望收回部分土地应收款, 资产减值损失也有望继续冲回。
- 今年将确认 1000 台出口客车收入, 有望保障全年业绩增长。公司 10 月份公告称已收到今年出口委内瑞拉 2000 台客车订单的全部预付款, 公司预计将于今年四季度确认其中 1000 台的收入。据了解, 该批出口客车销售均价约为 110 万元, 平均毛利率应在 20% 以上, 预计贡献毛利约 2.2 亿元, 有望保障公司全年业绩增长。

- **全年来看，公司销量和业绩仍有望低速增长。**我们认为，四季度为销售旺季叠加去年四季度基数较低，加之公司今年四季度将确认 1000 台出口客车销量，因此公司四季度销量有望回升，预计全年销量应能达约 5.3 万辆，同比略有增长。而且，公司此前的股票激励方案要求，今年扣非后净利润应至少比 11 年增长 30%，若按此目标，公司今年扣非后净利润应达 14.8 亿元，加上今年前三季度已经确认的约 1.8 亿元营业外净收入，今年归母净利润应能达约 16.6 亿元，同比增长 8% 左右。
- **未来成长关键仍在于节能与新能源客车推广。**公司上半年业绩增长较快主要是受益于节能与新能源客车推广，三季报业绩下滑主要也与政策暂时处于空白期有较大关系。因此，公司未来成长关键仍在于节能与新能源客车推广。目前，新版新能源客车补贴政策已经出台，尽管补贴额度有明显下调但推广规模有可能显著扩大，尤其是普通混合动力客车可能将向全国推广，地方保护主义的打破也有助于行业龙头公司获取更大份额。另外，节能型客车推广政策也有望出台，补贴额度可能不高但将推向全国，宇通客车也有望显著受益普通混动客车放量。

图表1：宇通月度销量及增速（辆）



来源：CAAM、国金证券研究所

盈利调整

- 我们小幅调整公司盈利预测，预计 13-15 年实现归属母公司净利润分别为 16.64、19.53 和 23.14 亿元，同比分别增长 7.96%、17.35% 和 18.49%，对应 EPS 分别为 1.31、1.53 和 1.81 元。

投资建议

- 公司目前股价对应 13-15 年 PE 为 13.16、11.21、9.47 倍。公司今年前三季度业绩虽略有下滑，但全年销量和业绩仍有望低速增长，作为商用车板块中业绩增长仍最为确定的绩优公司，且新能源业务有望受益已经出台的新能源客车补贴新政以及后续的节能型客车推广政策出台继续贡献业绩，估值仍有提升空间，值得中长期坚定看好，维持“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要**损益表 (人民币百万元)**

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	13,479	16,932	19,763	20,902	23,801	26,856
增长率		25.6%	16.7%	5.8%	13.9%	12.8%
主营业务成本	-11,142	-13,850	-15,818	-17,058	-19,309	-21,658
%销售收入	82.7%	81.8%	80.0%	81.6%	81.1%	80.6%
毛利	2,336	3,082	3,946	3,843	4,492	5,198
%销售收入	17.3%	18.2%	20.0%	18.4%	18.9%	19.4%
营业税金及附加	-42	-82	-117	-125	-143	-161
%销售收入	0.3%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-721	-928	-1,150	-1,003	-1,142	-1,289
%销售收入	5.3%	5.5%	5.8%	4.8%	4.8%	4.8%
管理费用	-523	-699	-881	-1,003	-1,119	-1,262
%销售收入	3.9%	4.1%	4.5%	4.8%	4.7%	4.7%
息税前利润 (EBIT)	1,050	1,373	1,799	1,711	2,088	2,486
%销售收入	7.8%	8.1%	9.1%	8.2%	8.8%	9.3%
财务费用	-17	-9	38	31	0	-2
%销售收入	0.1%	0.1%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-40	-40	-259	-97	-71	-62
公允价值变动收益	-5	0	-2	0	0	0
投资收益	17	8	61	60	70	80
%税前利润	1.8%	0.6%	3.5%	3.1%	3.1%	3.0%
营业利润	1,005	1,331	1,637	1,706	2,087	2,501
营业利润率	7.5%	7.9%	8.3%	8.2%	8.8%	9.3%
营业外收支	-31	22	128	200	150	150
税前利润	974	1,353	1,765	1,906	2,237	2,651
利润率	7.2%	8.0%	8.9%	9.1%	9.4%	9.9%
所得税	-117	-171	-215	-240	-282	-334
所得税率	12.0%	12.6%	12.2%	12.6%	12.6%	12.6%
净利润	857	1,182	1,550	1,665	1,955	2,317
少数股东损益	-3	1	0	1	2	3
归属于母公司的净利润	860	1,181	1,550	1,664	1,953	2,314
净利率	6.4%	7.0%	7.8%	7.96%	8.21%	8.62%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	857	1,182	1,550	1,665	1,955	2,317
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	236	264	551	721	1,243	1,212
非经营收益	-14	-45	-125	-83	-209	-219
营运资金变动	239	45	-603	472	-139	-48
经营活动现金净流	1,318	1,446	1,372	2,776	2,850	3,262
资本开支	-924	-991	-1,895	-3,049	-74	0
投资	314	-21	-423	0	0	0
其他	7	13	1	60	70	80
投资活动现金净流	-603	-999	-2,316	-2,989	-4	80
股权募资	0	0	2,594	0	-677	0
债权募资	13	-61	443	-509	0	0
其他	-655	45	-171	-24	-904	-948
筹资活动现金净流	-641	-15	2,866	-533	-1,581	-948
现金净流量	74	432	1,922	-747	1,265	2,393

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	918	1,171	3,055	2,307	3,572	5,966
应收款项	1,768	2,038	4,719	2,273	2,546	2,850
存货	1,225	1,122	1,258	1,360	1,524	1,691
其他流动资产	717	1,148	984	1,450	1,641	1,841
流动资产	4,628	5,479	10,016	7,390	9,284	12,347
%总资产	68.0%	69.3%	70.1%	52.3%	61.6%	72.1%
长期投资	622	402	142	142	142	142
固定资产	1,146	1,312	3,273	5,886	4,926	3,916
%总资产	16.8%	16.6%	22.9%	41.7%	32.7%	22.9%
无形资产	221	493	602	614	626	637
非流动资产	2,180	2,428	4,263	6,735	5,787	4,788
%总资产	32.0%	30.7%	29.9%	47.7%	38.4%	27.9%
资产总计	6,808	7,906	14,279	14,125	15,071	17,135
短期借款	5	14	302	0	0	0
应付款项	3,554	3,513	5,379	4,172	4,622	5,192
其他流动负债	560	808	917	1,705	1,859	2,021
流动负债	4,119	4,335	6,598	5,877	6,481	7,213
长期贷款	15	10	156	156	156	156
其他长期负债	178	177	205	0	0	0
负债	4,311	4,522	6,960	6,033	6,638	7,369
普通股股东权益	2,482	3,333	7,315	8,087	8,425	9,755
少数股东权益	4	5	5	6	8	11
负债股东权益合计	6,797	7,860	14,279	14,125	15,071	17,135

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	1.654	2.272	2.197	1.305	1.531	1.814
每股净资产	4.775	6.411	10.372	6.340	6.605	7.648
每股经营现金净流	2.536	2.782	1.946	2.176	2.234	2.557
每股股利	1.000	0.300	0.300	0.700	0.735	0.772
回报率						
净资产收益率	34.63%	35.44%	21.19%	20.58%	23.18%	23.72%
总资产收益率	12.63%	14.94%	10.85%	11.78%	12.96%	13.51%
投入资本收益率	36.47%	35.66%	20.30%	18.13%	21.25%	21.90%
增长率						
主营业务收入增长率	53.48%	25.62%	16.72%	5.76%	13.87%	12.84%
EBIT增长率	60.27%	30.77%	31.04%	-4.85%	22.00%	19.07%
净利润增长率	52.56%	37.43%	31.18%	7.41%	17.35%	18.49%
总资产增长率	24.92%	16.13%	80.61%	-1.08%	6.69%	13.70%
资产管理能力						
应收账款周转天数	29.2	31.0	44.1	32.0	32.0	32.0
存货周转天数	32.5	30.9	27.5	30.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	38.3	36.5	60.9	35.0	33.0	33.0
固定资产周转天数	29.9	21.8	58.1	76.1	70.9	51.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-36.14%	-34.34%	-35.47%	-26.58%	-40.51%	-59.49%
EBIT利息保障倍数	62.9	148.1	-47.5	-54.8	#####	1,183.8
资产负债率	63.49%	57.78%	48.74%	42.71%	44.04%	43.01%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	7	20	40	60
增持	0	0	1	7	10
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.03	1.11	1.15

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-03-27	增持	13.37	N/A
2 2012-04-22	增持	14.26	N/A
3 2012-08-20	买入	12.01	N/A
4 2012-10-23	买入	11.68	N/A
5 2013-01-21	买入	15.20	28.00 ~ 35.00
6 2013-03-25	买入	14.80	N/A
7 2013-08-19	买入	17.57	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
增持：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 5% – 20%；
中性：预期未来 6 – 12 个月内变动幅度在 -5% – 5%；
减持：预期未来 6 – 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD