中国平安 PING AN 平安证券公司

平安汽车
2014 年 4 月 29 日

宇通客车 (600066)

新能源客车及出口促使业绩增长

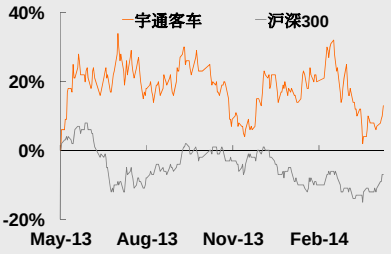
强烈推荐 (维持)

现价：16.89 元

主要数据

行业	平安汽车和汽车零部件
公司网址	www.yutong.com
大股东/持股	郑州宇通集团有限公司/31.42%
实际控制人/持股	中原信托/26.71%
总股本(百万股)	1,274
流通 A 股(百万股)	1,223
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	215.13
流通 A 股市值(亿元)	206.51
每股净资产(元)	7.10
资产负债率(%)	45.5

行情走势图



相关研究报告

1、3 月产销点评：销量如期转好，增幅超市场预期（2014.4.3）
2、年报点评：新能源客车继续助力 14 年增长（2014.3.25）

证券分析师

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

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

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

事项：

公司发布 2014 年 1 季报：1Q14 实现营业收入 44.0 亿元，同比增长 1.4%；净利润 2.8 亿元，同比增长 6.6%；每股收益 0.22 元；每股净资产 7.10 元。扣除非经常性损益的净利润 2.5 亿元（每股收益约为 0.20 元），同比增长 21.9%。

平安观点:

1Q14 宇通客车销售客车 1.1 万辆，同比增长 3.4%，好于行业平均水平。公司业绩基本符合我们预期（EPS=0.23 元）。

- **新能源客车及出口促使公司销量、收入和净利润均同比增长。**1Q14 公司出口客车 1352 辆，同比增长 35.6%，其中包括部分高单价和高毛利的委内瑞拉订单。根据节能与新能源汽车网数据，1Q14 公司新能源客车（含传统混动）产量为 1021 辆，同比增长 11.1%。在出口和新能源带动下，即使大中型座位客车销量同比下滑，1Q14 公司销量、收入和净利润均实现同比正增长，在整个客车行业中难能可贵。
- **出口和新能源带动毛利率同比有所提升。**1Q14 公司毛利率同比增加 1.1 个百分点至 19.3%，仅次于 4Q13，高于 2013 年其它三个季度。我们估计新能源客车和出口等高单价和高毛利产品对公司毛利率提升作用较大。
- **三项费用率略有提升，主要来自管理费用增加较多。**1Q14 公司三项费用率同比增加 0.6 个百分点，其中销售费用率同比减少 0.4 个百分点，管理费用率同比增加 1.2 个百分点。研发支出和工资费用增加较多，导致 1Q14 管理费用率上升较快，预计随后管理费用率环比将有所下降。
- **2Q14 略有压力，3Q14 有望高增长。**2013 年四部委全国推广混合动力客车截止日期是 5 月底，导致公司 4-5 月份混合动力客车订单较多。根据节能与新能源客车网数据，13 年 4-5 月公司混合动力客车产量达 1121 辆。同时 13 年 7 月 1 日开始实施的国Ⅳ排放标准，导致客车提前购买量较多，2Q13 公司客车销量同比增长 26.3%。3Q13 在无政策推动下，公司混合动力产销量较低，加之前期透支一部分需求，销量和利润基数较低。考虑到新能源客车政策逐渐落地，我们预计 3Q14 公司销量和利润将有较高增长。

	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入(百万元)	19,763	22,094	25,453	27,431
YoY(%)	16.7	11.8	15.2	7.8
净利润(百万元)	1,550	1,823	2,119	2,472
YoY(%)	31.2	17.6	16.3	16.7
毛利率(%)	20.0	19.5	19.7	20.3
净利率(%)	7.8	8.2	8.3	9.0
ROE(%)	21.2	20.8	19.5	18.9
EPS(摊薄/元)	1.22	1.43	1.66	1.93
P/E(倍)	13.9	11.8	10.2	8.7
P/B(倍)	3.0	2.5	2.0	1.7

- **零部件资产注入，将增厚每股收益。**公司控股股东宇通集团承诺在 2014 年完成汽车零部件业务的整合，注入宇通客车。零部件资产注入，将减少关联交易，并有望提升上市公司盈利水平。我们估计公司零部件业务收入规模约为 30-40 亿元，净利润约 3-4 亿元，有望增厚公司每股收益。

- **公交、新能源和校车将是公司 2014 年增长点。**随着高铁和动车开通里程不断增加，中长途公路客运需求下降，导致客运企业更新和新增座位客车需求下降。1Q14 公司大中型座位客车销量同比下滑 23.2%，我们预计 2014 年座位客车需求或继续下降。公司在 2014 年校车市场投入力度加强，1Q14 销量同比增长 40.8%，预计校车将是公司 2014 年增长点之一。随着新能源汽车政策落地，2014 年公司新能源公交客车销量有望翻倍增长。同时各大城市对公交系统投入加大，传统公交客车需求也有望取得较快的增长，公交客车也将是公司 2014 年的增长点。

- **盈利预测及投资评级。**暂不考虑零部件资产注入，我们预计 2014-2015 年 EPS 分别为 1.66 元和 1.93 元。考虑到新能源客车推广将加快，宇通客车在混合动力客车技术上领先，经营管理能力较强，我们维持“强烈推荐”投资评级，合理股价 23 元。

- **风险提示：**1）原材料成本、人工成本上升影响公司毛利率水平；2）国家行业政策和法规、补贴政策的调整。

图表1 2014年1-3月宇通客车分车型销量及同比增幅 单位：辆

	大型客车		中型客车		轻型客车		合计	
	累计销量	同比增幅	累计销量	同比增幅	累计销量	同比增幅	累计销量	同比增幅
座位客车	1,738	-30.7%	2,056	-15.5%	247	41.1%	4,041	-21.0%
校车	78	-27.8%	669	18.6%	983	76.5%	1,730	40.8%
公交客车	3,057	11.0%	1,547	45.3%	46	-20.7%	4,650	20.0%
卧铺与其它	14	-6.7%	178	187.1%	55	175.0%	247	154.6%
合计	4,887	-9.2%	4,450	7.9%	1,331	64.3%	10,668	3.4%

资料来源：中客网，平安证券研究所

图表2 宇通客车单季度业绩

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	同比增长	环比增长
营业收入（亿元）	43.4	53.3	40.1	84.2	44.0	1.4%	-47.8%
销量（万辆）	1.0	1.5	1.2	2.0	1.1	3.4%	-45.3%
均价（万元/辆）	42.0	36.6	34.4	43.2	41.2	-2.0%	-4.5%
净利润（亿元）	2.7	3.7	2.7	9.2	2.8	6.6%	-69.2%
EPS（元/摊薄）	0.21	0.29	0.21	0.72	0.22	6.6%	-69.2%
						同比增加百分点	环比增加百分点
毛利率	18.2%	18.4%	18.0%	21.5%	19.3%	1.1	-2.2
销售费用率	5.5%	5.3%	5.2%	6.1%	5.1%	-0.4	-1.0
管理费用率	5.5%	4.5%	6.1%	4.1%	6.7%	1.2	2.6
财务费用率	-0.3%	0.3%	-0.3%	0.2%	-0.6%	-0.2	-0.7
三项费用合计	10.7%	10.1%	11.0%	10.4%	11.3%	0.6	0.9
净利率	6.1%	6.9%	6.8%	10.9%	6.4%	0.3	-4.5

资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
流动资产	10016	11753	13136	15520
现金	3055	4207	4879	6505
应收账款	3116	4175	4162	4692
其他应收款	776	108	442	457
预付账款	164	207	472	375
存货	1258	1401	1622	1731
其他流动资产	1648	1655	1560	1759
非流动资产	4263	4445	5459	5889
长期投资	142	142	133	138
固定资产	3147	2980	3719	4116
无形资产	602	592	676	658
其他非流动资产	372	730	932	977
资产总计	14279	16198	18595	21409
流动负债	6404	7010	7305	7906
短期借款	204	160	0	0
应付账款	3736	3407	3944	4365
其他流动负债	2463	3443	3361	3541
非流动负债	556	430	406	414
长期借款	156	4	4	4
其他非流动负债	400	426	402	410
负债合计	6960	7440	7711	8320
少数股东权益	5	10	10	10
股本	705	1274	1278	1278
资本公积	2725	2259	2259	2259
留存收益	3885	5214	7334	9534
归属母公司股东权益	7315	8747	10874	13079
负债和股东权益	14279	16198	18595	21409

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
经营活动现金流	1372	1937	2370	3019
净利润	1550	1822	2119	2472
折旧摊销	292	580	556	734
财务费用	-38	8	8	-10
投资损失	-61	-31	-54	-20
营运资金变动	-642	-482	-306	-213
其他经营现金流	272	39	47	55
投资活动现金流	-2316	-104	-1542	-1135
资本支出	1896	921	1512	1150
长期投资	-423	12	-10	5
其他投资现金流	-843	829	-40	20
筹资活动现金流	2859	-656	-156	-257
短期借款	194	-44	-160	0
长期借款	146	-152	0	0
普通股增加	185	568	4	0
资本公积增加	2449	-466	0	0
其他筹资现金流	-115	-562	1	-257
现金净增加额	1922	1177	672	1627

利润表 单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	19763	22094	25453	27431
营业成本	15818	17794	20441	21862
营业税金及附加	117	124	142	155
营业费用	1150	1241	1324	1426
管理费用	881	1071	1349	1372
财务费用	-38	8	8	-10
资产减值损失	259	11	10	30
公允价值变动收益	-2	8	3	4
投资净收益	61	31	54	20
营业利润	1637	1884	2238	2622
营业外收入	144	210	200	220
营业外支出	16	7	15	15
利润总额	1765	2087	2423	2827
所得税	215	265	304	354
净利润	1550	1822	2119	2472
少数股东损益	0	-1	-0	-0
归属母公司净利润	1550	1823	2119	2472
EBITDA	1891	2472	2801	3345
EPS（元）	2.20	1.43	1.66	1.93

主要财务比率

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
成长能力				
营业收入(%)	16.7	11.8	15.2	7.8
营业利润(%)	23.0	15.1	18.8	17.1
净利润(%)	31.2	17.6	16.3	16.7
获利能力				
毛利率(%)	20.0	19.5	19.7	20.3
净利率(%)	7.8	8.2	8.3	9.0
ROE(%)	21.2	20.8	19.5	18.9
ROIC(%)	18.3	18.5	18.1	17.5
偿债能力				
资产负债率(%)	48.7	45.9	41.5	38.9
净负债比率(%)	6.58	2.67	0.70	0.68
流动比率	1.56	1.68	1.80	1.96
速动比率	1.36	1.47	1.57	1.74
营运能力				
总资产周转率	1.79	1.45	1.46	1.37
应收账款周转率	7.81	5.69	5.73	5.83
应付账款周转率	6.00	4.98	5.56	5.26
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.21	1.43	1.66	1.93
每股经营现金流(最新摊薄)	1.07	1.52	1.85	2.36
每股净资产(最新摊薄)	5.72	6.84	8.51	10.23
估值比率				
P/E	13.9	11.8	10.2	8.7
P/B	3.0	2.5	2.0	1.7
EV/EBITDA	9.2	7.0	6.2	5.2

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：

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
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）
弱于大市 （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：

此报告旨为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 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN
平安证券综合研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：（0755）82449257	传真：（021）33830395	