

证券研究报告

平安汽车

强烈推荐 (维持)

证券分析师

余兵

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

王德安

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

相关研究报告

- 1、关于国家与地方节能减排政策点评 (2014.5.30)
- 2、一季报点评：新能源客车及出口促使业绩增长 (2014.4.29)
- 3、3月产销点评：销量如期转好，增幅超市场预期 (2014.4.3)
- 4、年报点评：新能源客车继续助力14年增长 (2014.3.25)
- 5、客车行业动态跟踪：新能源订单喜人，3月行业有望转暖 (2014.3.17)

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)

基数高致同比下滑，下半年或迎高增长

事项：

公司发布公告：2014年5月销售各型客车4040辆，同比下滑17.7%，其中大、中、轻型客车销量分别同比增长-28.3%、-17.8%和57%；1-5月累计销售客车1.86万辆，同比增长-3.7%，其中大、中、轻型客车销量分别同比增长-12.1%、-4.1%、50.0%。

平安观点：

公司5月销量同比下滑17.7%，但销量处于正常水平。

- **去年同期销量处于历史高位，5月销量同比下滑17.7%。**13年5月是四部委全国推广混合动力客车的截止日期，5月份新能源客车订单较多；同时，国 排放标准实施预期带来国 客车的大量提前购买。在上述政策的双重刺激下，2Q13三个月份的销量均为同期历史最高水平。政策刺激消退后，14年5月公司销售各型客车4040辆，与历史同期相比为正常水平。由于提前购买透支部分需求，13年7、8月份销量明显偏低，我们预计从7月份开始公司销量将重新开启上升通道。
- **轻型客车保持快速增长，是公司未来销量的主要增长点。**进入2014年以来，公司轻型客车销量一直保持高增速，前5月中有4个月同比增幅超过50%。从客车行业销量结构看，2011年至2014年轻型客车销量占比从33.8%提升至40.3%。我们认为公司轻型客车销量快速增长是公司积极调整产品结构的信号。在大型客车市场保持稳定，中型客车市场不断萎缩的趋势下，公司轻客销量保持高增长是公司未来销量的主要增长点。
- **下半年节能减排政策加紧落实，公司节能与新能源客车销量将快速增长。**日前，国家发布《2014-2015 节能减排低碳发展行动方案》，要求2014年底前淘汰黄标车和老旧车600万辆。上海市也于近日发布《关于进一步加强黄标车和老旧车辆环保治理的实施方案》，提出2014年年底前力争淘汰黄标车和老旧车辆16万辆。我们判断客车保有量中黄标车和老旧车占有较大比例。下半年，随着期限不断临近，我们预计全国将掀起采购节能与新能源客车的高潮。公司节能与新能源客车产品技术先进，竞争优势明显，一直保持着较高的市场份额。同时，近期发布了E7纯电动客车，充电快捷、运营成本低、经济效益好，显著降低了电动客车市场化的门槛，在其细分市场极具竞争力。因此，我们认为公司将成为国家节能减排运动的主要受益者，下半年毛利水平更高的节能与新能源车型的热销将助力公司全年业绩获得提升。
- **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) 政策落实不到位，推广进度不能如期达标；2) 宏观经济下行导致地方财政压力大；3) 客车市场竞争加剧。

图表1 宇通客车2014-2015年收入及盈利预测

	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	2,118	2471
YoY（%）	31.2	17.6	16.2	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	20.7	20.5
EPS（摊薄/元）	1.21	1.43	1.66	1.93
P/E（倍）	12.6	10.7	9.2	7.9
P/B（倍）	2.7	2.2	1.9	1.6

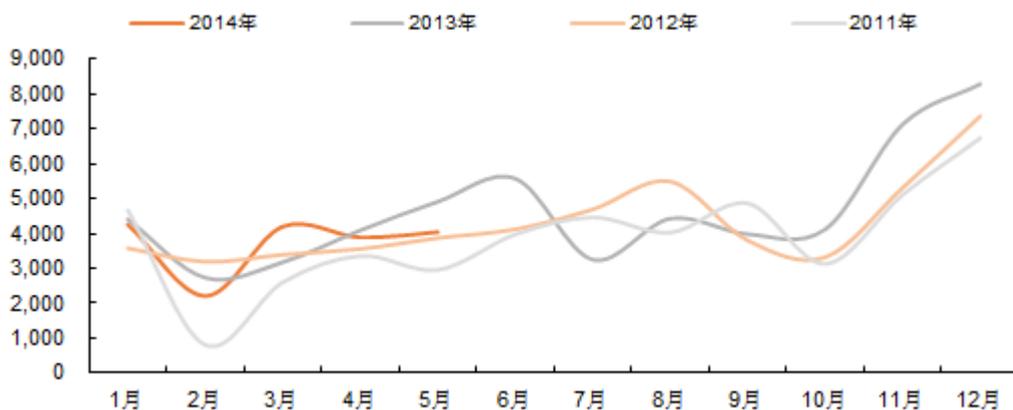
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表2 2014年宇通客车分车型销量及同比增幅 单位：辆

	5月销量	同比增幅	累计销量	累计同比增幅
宇通客车	4,040	-17.7%	18,596	-3.7%
其中：				
大型客车	1,853	-28.3%	8,560	-12.1%
中型客车	1,606	-17.8%	7,689	-4.1%
轻型客车	581	57%	2,347	50.0%

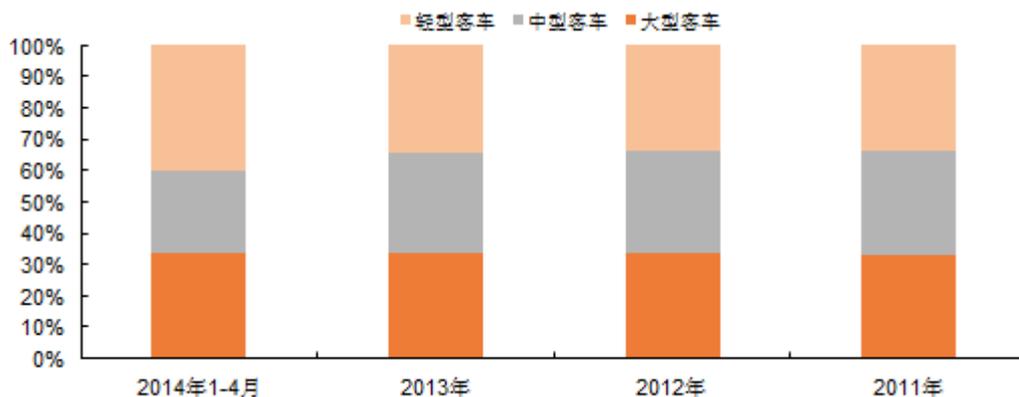
资料来源：公司公告

图表3 宇通客车月度销量 单位：辆



资料来源：公司公告

图表4 客车行业销量结构



资料来源：中客网

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	
流动资产	10016	11753	12507	14511	
现金	3055	4207	4250	5496	
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	17967	20400	
流动负债	6404	7010	7315	7906	
短期借款	204	160	9	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	7721	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	6695	8525	
归属母公司股东权益	7315	8747	10236	12070	
负债和股东权益	14279	16198	17967	20400	

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	2118	2471	
折旧摊销	292	580	556	734	
财务费用	-38	8	9	-9	
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	-785	-638	
短期借款	194	-44	-151	-9	
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	-638	-628	
现金净增加额	1922	1177	43	1246	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2012 A	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	9	-9	
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	2236	2620	
营业外收入	144	210	200	220	
营业外支出	16	7	15	15	
利润总额	1765	2087	2421	2825	
所得税	215	265	303	354	
净利润	1550	1822	2118	2471	
少数股东损益	0	-1	-0	-0	
归属母公司净利润	1550	1823	2118	2471	
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	2012 A	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	18.7	17.2	
归属于母公司净利润(%)	31.2	17.6	16.2	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	20.7	20.5	
ROIC(%)	18.3	18.5	19.2	18.9	
偿债能力					
资产负债率(%)	48.7	45.9	43.0	40.8	
净负债比率(%)	6.58	2.67	0.83	0.68	
流动比率	1.56	1.68	1.71	1.84	
速动比率	1.36	1.47	1.48	1.61	
营运能力					
总资产周转率	1.79	1.45	1.49	1.43	
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	8.01	9.44	
估值比率					
P/E	12.6	10.7	9.2	7.9	
P/B	2.7	2.2	1.9	1.6	
EV/EBITDA	8.1	6.2	5.4	4.6	

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 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

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	