

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  
021-38636729  
yubing006@pingan.com.cn

王德安

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

## 宇通客车 (600066)

### 持续增长的背后：精益达

事项：

近日，宇通客车发布了关于《发行股份及支付现金购买资产暨关联交易预案》及现场调研公告。我们调研了郑州精益达汽车零部件有限公司和其控股子公司郑州科林车用空调有限公司，并就新能源客车业务与公司进行了交流。

平安观点：

宇通客车上市以来实现连续 17 年利润增长，分析其中原因，投资者普遍认为公司产业链较竞争对手更长，对保障配件供应的质量、及时性和成本控制有重要帮助。宇通集团旗下的郑州精益达汽车零部件有限公司功不可没。

- **精益达前桥、空气悬架等具有较强的市场竞争力。**精益达主要产品有车桥、空气悬架、消声器、车用空调、仪表台、行李架、舱门、线束、CAN 模块和仪表等 20 余种产品，其中盘式前桥、车用空调、空气悬架等具有较强的市场竞争力，客户认知程度较高。该公司 2013 年实现营业收入 32.3 亿元，增长 8.5% 左右。精益达实行业事业部制，已建立底盘事业部、空调事业部、电子事业部、化工事业部、仪表台事业部、舱门事业部等事业部。其中：底盘事业部主要产品为车桥、悬架和尾气处理系统，具备年产 10 万根客车专用车桥的生产能力；目前车桥、空气悬架产能利用率较高，消声器和排气管新工厂预计于 7 月底投产；车桥加工、装配设备先进，自动化程度高，半轴套管采用摩擦焊工艺，技术水平国内领先。电子事业部主要有线束和电子两大业务。舱门新工厂也将于近期投产。未来精益达产能利用率达到合理水平将充分发挥规模经济优势，大幅降低采购成本，提升公司盈利能力。
- **科林空调技术先进，产品竞争力强。**科林空调拥有 6 条自动化总装线，4 条行业最先进的芯体生产线，产能规模与宇通客车整车生产能力相匹配。公司传统客车空调依据整车需求优化控制算法，故障率更低，寿命更长。全电空调采用直流变频压缩机，轻量化特征明显。公司掌握铝焊接工艺，使用铝管代替空调芯体中的铜管，重量更轻，有效降低成本；空调壳体采用新型材料，一次成型，质量稳定性和生产效率均大幅提升。
- **补强纯电动客车产品线，E7 或成下半年亮点。**2014 年 1-5 月公司生产天然气客车和插电式混合动力客车 3665 辆和 1382 辆，市场份额分别为 18.9% 和 48.5%，均为客车行业第一，但纯电动客车产量 40 辆，市场份额仅为 3.4%。近日，国家和地方密集出台新能源汽车推广和节能减排相关政策，纯电动公交车成为各地在客车领域的重点推广对象，并明确具体的推广数量。我们预计下半年纯电动客车产销水平将高速增长。公司提前布局，适时推出专门针对公交客车和团体客车市场的纯电动客车 E7，并计划将 E7 的轻量化技术移植到大中型纯电动客车，增强纯电动客车产品线竞争力。E7 补贴后价格优势明显，与同长度柴油客车相比，我们测算节约燃油成本 155 元/100km，同时公司提供充电站设计和充电桩安装服务，综合竞争力较强。我们预计下半年 E7 销量在 2000 辆左右。

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。

- **盈利预测及投资建议。**本次收购将完善产业链，减少关联交易，提高上市公司盈利水平。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。考虑到公司在纯电动客车市场发力、混合动力客车技术领先、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2012-2014年收入及盈利预测 单位：百万元**

	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：平安证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	会计年度	2012 A	2013A	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	10016	11753	12507	14511	<b>营业收入</b>	19763	22094	25453	27431
现金	3055	4207	4250	5496	营业成本	15818	17794	20441	21862
应收账款	3116	4175	4162	4692	营业税金及附加	117	124	142	155
其他应收款	776	108	442	457	营业费用	1150	1241	1324	1426
预付账款	164	207	472	375	管理费用	881	1071	1349	1372
存货	1258	1401	1622	1731	财务费用	-38	8	9	-9
其他流动资产	1648	1655	1560	1759	资产减值损失	259	11	10	30
<b>非流动资产</b>	4263	4445	5459	5889	公允价值变动收益	-2	8	3	4
长期投资	142	142	133	138	投资净收益	61	31	54	20
固定资产	3147	2980	3719	4116	<b>营业利润</b>	1637	1884	2236	2620
无形资产	602	592	676	658	营业外收入	144	210	200	220
其他非流动资产	372	730	932	977	营业外支出	16	7	15	15
<b>资产总计</b>	14279	16198	17967	20400	<b>利润总额</b>	1765	2087	2421	2825
<b>流动负债</b>	6404	7010	7315	7906	所得税	215	265	303	354
短期借款	204	160	9	0	<b>净利润</b>	1550	1822	2118	2471
应付账款	3736	3407	3944	4365	少数股东损益	0	-1	-0	-0
其他流动负债	2463	3443	3361	3541	<b>归属母公司净利润</b>	1550	1823	2118	2471
<b>非流动负债</b>	556	430	406	414	EBITDA	1891	2472	2801	3345
长期借款	156	4	4	4	EPS (元)	2.20	1.43	1.66	1.93
其他非流动负债	400	426	402	410					
<b>负债合计</b>	6960	7440	7721	8320					
少数股东权益	5	10	10	10	<b>主要财务比率</b>				
股本	705	1274	1278	1278	<b>会计年度</b>	<b>2012 A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
资本公积	2725	2259	2259	2259	<b>成长能力</b>				
留存收益	3885	5214	6695	8525	营业收入(%)	16.7	11.8	15.2	7.8
归属母公司股东权	7315	8747	10236	12070	营业利润(%)	23.0	15.1	18.7	17.2
<b>负债和股东权益</b>	14279	16198	17967	20400	归属于母公司净利润	31.2	17.6	16.2	16.7
					<b>获利能力</b>				
					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
					<b>偿债能力</b>				
					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
					<b>营运能力</b>				
					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
					<b>每股指标 (元)</b>				
					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
					<b>估值比率</b>				
					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

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	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
<b>现金净增加额</b>	1922	1177	43	1246

## 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  $\pm 10\%$ 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  $\pm 5\%$ 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。客户并不能尽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	