

宇通客车 (600066.SH)

静待新能源客车逐步上量

评级: 买入 前次:
目标价(元): 21.6-25.2
 分析师 分析师
 白宇
 S0740511110001
 010-59013712
 baiyu@r.qlzq.com.cn
 2014年6月20日

基本状况

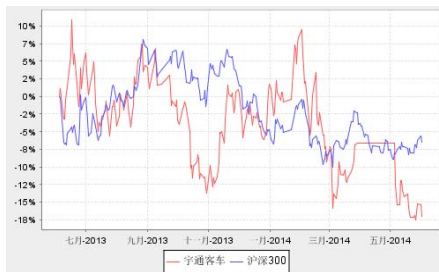
总股本(百万股)	1273.71
流通股本(百万股)	1222.65
市价(元)	15.01
市值(百万元)	19118.39
流通市值(百万元)	18351.97

业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	19,763.	22,093.	27,935.	31,560.	34,400.
营业收入增	16.72%	11.79%	26.44%	12.98%	9.00%
净利润增长率	31.18%	17.61%	25.42%	14.69%	9.87%
摊薄每股收益(元)	2.20	1.43	1.79	2.06	2.26
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	11.47	12.27	8.36	7.29	6.64
PEG	0.37	0.70	0.33	0.50	0.67
每股净资产(元)	10.37	6.87	8.16	10.22	12.48
每股现金流量	1.95	1.52	2.27	2.55	2.79
净资产收益率	21.19%	20.84%	21.99%	20.14%	18.12%
市净率	2.43	2.56	1.84	1.47	1.20
总股本(百万股)	705.29	1,273.7	1,273.7	1,273.7	1,273.7

备注: 市场预测取 聚源一致预期

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- 公交车线路固定、运营里程固定、相对有条件集中充电等优势使得其在目前新能源汽车受制电池技术的情况下最有可能大规模推广。此前国家四部委联合开展的“十城千辆示范工程”实际推广的新能源汽车数量中，公交车辆占了八成以上。我们预计 2010-2012 年，新能源汽车中央财政补贴金额大约在 88 亿元左右。按照 2013 年 10 月公布的新一轮新能源补贴政策对应标准以及推广数量目标，我们预计 2013-2015 年中央财政政策补贴将接近 200 亿元，远超上次补贴数量，将非常有效的降低新能源客车产品的价格接受度。
- 从各家客车企业新能源技术的储备情况来看，相比主要竞争对手比亚迪，宇通在技术路线上更为丰富，普通油（汽）电混合动力、插电式混合动力、纯电动等宇通均有产品储备。主要竞争对手中：比亚迪专注于纯电动客车、金龙专注于混动。作为行业内盈利能力最强、盈利绝对值最大的企业，宇通在研发上的投入要远超一般客车企业，这也是其在新能源客车上技术储备远远领先的原因。插电式混合动力客车方面，宇通基于超级电容、锂电池的插电式混合动力客车产品实现了天然的无极变速，在价格、节能性、可靠性、持续使用性以及使用舒适性等方面取得了较好的平衡。纯电动产品方面，公司新推出的 E7 系列产品将填补中短途摆渡领域的空白。
- 依靠行业内竞争对手所无法比拟的股权结构、激励机制，宇通在进入 21 世纪后飞速发展，市场占有率持续提升。尤其是 2008 年以后，主要竞争对手金龙、安凯、中通等市场份额变化不大，而宇通则从 26% 迅速增长到 34%。从产品结构上来看，宇通客车的高附加值产品占比也远高于竞争对手，宇通产品均价接近 40 万元远高于行业 30 万左右的平均水平。行业内的高端需求基本上被宇通所垄断。能够在大中客这个 B2B 市场取得较高的市场份额，宇通的产品力显著，未来将会持续受益行业总量平稳结构上行趋势。

- 由于精益达资产盈利预测尚未完成，因此我们不暂时不考虑此次资产注入对财务报表的影响，我们预计公司 2014-2016 年营业收入分别为：279、316、344 亿元，分别同比增长：25%、15%、10%，归属母公司净利润分别为：22.9、26.2、28.2 亿元，对应 EPS：1.8、2.1、2.3 元。目前公司股价对应 2014 年动态 PE 仅为 8 倍。我们看好整个大中客行业在新能源客车放量增长带动下的产品结构上行，而宇通作为行业内管理水平最为优秀的企业将会显著受益这种产品结构上行的趋势。我们给予公司 2014 年 12-14 倍的 PE 估值，12 个月目标价 21.6-25.2 元，首次覆盖公司，给予“买入”评级。

财政补贴逐步到位，新能源公交即将放量

- 在当前新能源汽车市场推广过程中，客车特别是公交客车占据了主导。公交车线路固定、运营里程固定、相对有条件集中充电等优势使得其在目前新能源汽车受制电池技术的情况下最有可能大规模推广。此前国家四部委联合开展的“十城千辆示范工程”实际推广的新能源汽车数量中，公交车辆占了八成以上。
- 我们预计 2010-2012 年，新能源汽车中央财政补贴金额大约在 88 亿元左右。按照 2013 年 10 月公布的新一轮新能源补贴政策对应标准以及推广数量目标，我们预计 2013-2015 年中央财政政策补贴将接近 200 亿元，远超上次补贴数量。

图表 1：新版中央财政新能源补贴（万元）

车辆类型	车长（米）		
	L(6-8)	L(8-10)	L(>10)
纯电动客车	30	40	50
插电式混合动力客车（含增程）			25
定额补贴	不分车长		
燃料电池商用车	50		
超级电容快冲纯电动客车	15		
钛酸锂快冲纯电动客车	15		

来源：齐鲁证券研究所

- 中央财政补贴政策外，各地地方财政补贴也相继出台，上海、西安、江苏等多地新能源客车补贴基本维持了与中央财政补贴基调，部分地方政府对油电混合动力这一未被中央财政覆盖的车型也进行了补贴，有效丰富了各地新能源客车车型种类。

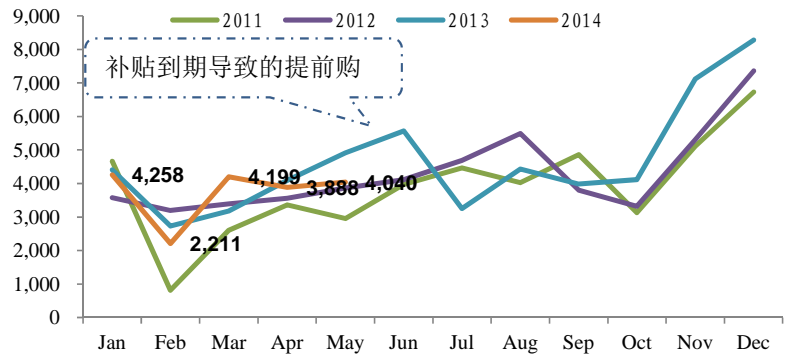
图表 2: 新版地方新能源客车补贴政策汇总

	纯电动客车	燃料电池客车	插电式混合动力客车(含增程式)	超级电容和钛酸锂快充纯电动客车	LNG 客车	附注
上海	4 万元/辆	---	3 万元/辆	---	---	只有纳入《上海私人购买新能源汽车试点车型信息表》才可享受补贴。
江苏	20 万元/辆	---	10 万元/辆	6 万元/辆	2 万元/辆	表中是江苏省级财政补助金额; 每辆可获补贴=国家补助 50%+江苏省级财政补助 20%+推广城市市补助 30%。
山东	35—40 万元/辆	3 万元/辆	25 万元/辆	---	---	山东省级财政补贴: 1、纯电动公交车: 6 米 ≤ L < 8 米的 35 万元/辆, L > 10 的 40 万元/辆; 2、20 万元及以上天然气公交车, 补贴 3 万元/辆。
广州	1 万元/辆	---	1 万元/辆	---	---	《节能与新能源汽车示范推广应用工程推荐车型目录》所列中小客车或节油率超过 20% 的混合动力中小客车。
深圳	与国家补贴政策 1: 1 标准	---	与国家补贴政策 1: 1 标准	---	---	《节能与新能源汽车示范推广应用工程推荐车型目录》所列中小客车, 都可以享受补贴。
苏州	18—30 万元/辆	---	15 万元/辆	9 万元/辆	---	表中金额是苏州市级财政补贴; 1、纯电动客车: 6 米 ≤ L < 8 米的 18 万元/辆; 8 米 ≤ L < 10 米的 24 万元/辆; 10 米 ≤ L 的 30 万元/辆。2、L > 10 米的插电式混合动力 15 万元/辆。
杭州	与国家补贴政策 1: 1 标准	---	与国家补贴政策 1: 1 标准	---	---	无
武汉	与国家补贴政策 1: 1 标准	---	与国家补贴政策 1: 1 标准	---	---	国家和地方的财政补贴最高不超过客车售价的 60%。
苏州	2.1—3.6 万元/辆	---	2.1 万元/辆	---	---	纯电动客车蓄电行驶里程 R: 80 公里 ≤ R < 150 公里, 补贴 2.1 万元/辆; 150 公里 ≤ R < 250 公里, 补贴 3 万元/辆; 250 公里 ≤ R, 补贴 3.6 万元/辆。
合肥	1 万元/辆	---	---	---	---	无
西安	与国家补贴政策 1: 1 标准	---	与国家补贴政策 1: 1 标准	---	---	对符合规定的新能源汽车免征车船税
长春	≤ 4.5 万元/辆	---	≤ 4 万元/辆	---	---	补贴金额为汽车售价的 20%, 但不得高于最高值。

来源: 齐鲁证券研究所

短期销量即将触底回升,客车消费稳定性逐步显现

- 公司 1-5 月大中客产品累计销售 1.9 万辆,同比下滑 4%,销量同比下降的主要原因为同期科技部出台了混合动力客车推广政策导致下游客户提前购买所致。预计 7 月份开始公司大中客产品增速将会恢复到较高的正增长水平。
- 新能源汽车方面,1-5 月公司新能源客车累计销售 2000 辆,主要以插电式混合动力为主。1-4 月行业新能源客车销售 2700 辆,宇通以 1400 辆超过 50% 的市场占有率稳居行业头名。主要竞争对手比亚迪 1-5 月 K9 的销量预计为 700-800 台左右。

图表 3: 公司销量季节性走势


来源: 齐鲁证券研究所

新能源客车技术储备丰富,无核心零部件能力有弊有利

- 从各家客车企业新能源技术的储备情况来看,相比主要竞争对手比亚迪,宇通在技术路线上更为丰富,普通油(汽)电混合动力、插电式混合动力、纯电动等宇通均有产品储备。主要竞争对手中:比亚迪专注于纯电动客车、金龙专注于混动。作为行业内盈利能力最强、盈利绝对值最大的企业,宇通在研发上的投入要远超一般客车企业,这也是其在新能源客车上技术储备远远领先的原因。

图表 4: 主要客车厂商新能源技术路线汇总

技术路线	厂家
以纯电动为主	比亚迪、安凯、东风旅行车、成都客车、川汽、少林、中大、常隆、沂星
以混合动力为主	金旅、大金龙、一汽新能源客车、东风扬子江、青年、申龙、广汽客车、南车
混合动力和纯电动并存	福田、苏州金龙、五洲龙、申沃、恒通、中通、黄海、亚星、中通、宇通

来源: 齐鲁证券研究所

- 在新能源动力总成核心零部件上,宇通客车虽然没有电池、超级电容和电机等的生产能力,但在电控系统、控制策略上有自己的研发布局。我们认为电池、超级电容等储能部件技术路线并没有完全统一,过早布局风险较大,同时诸如三星、松下、麦克斯韦尔等强有力第三方制造商在这些领域具有更强的产品研发能力和生产规模。因此虽然缺失部分核心零部件,但宇通并没有在新能源客车上较大的技术劣势。

强悍竞争力使得公司在行业成熟后期更加受益

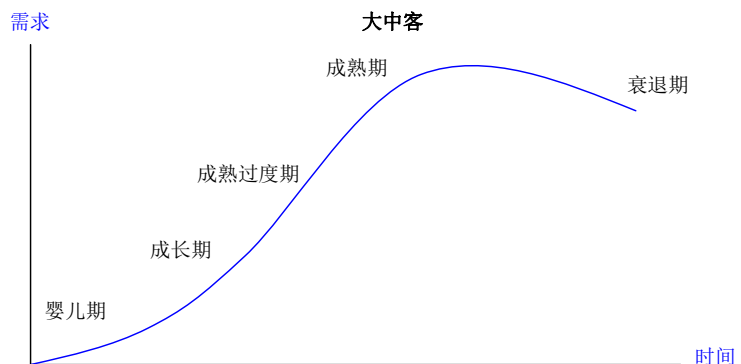
- 依靠行业内竞争对手所无法比拟的股权结构、激励机制，宇通在进入 21 世纪后飞速发展，市场占有率持续提升。尤其是 2008 年以后，主要竞争对手金龙、安凯、中通等市场份额变化不大，而宇通则从 26% 迅速增长到 34%。从产品结构上来看，宇通客车的高附加值产品占比也远高于竞争对手，宇通产品均价接近 40 万元远高于行业 30 万左右的平均水平。行业内的高端需求基本上被宇通所垄断。能够在大中客这个 B2B 市场取得较高的市场份额，宇通的产品力显著。

图表 5: 客车市场占有率情况

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
前六名市场集中度	65.61%	68.00%	71.04%	72.17%	73.77%
郑州宇通	26.48%	30.54%	31.68%	32.66%	34.24%
金龙联合	14.63%	14.90%	13.48%	12.56%	12.52%
厦门金龙	12.02%	11.09%	10.51%	10.78%	10.94%
金龙旅行	6.26%	4.73%	6.23%	5.36%	6.34%
中通客车	3.27%	3.76%	4.08%	4.19%	4.49%
安徽安凯	2.95%	2.99%	5.06%	6.63%	5.24%

来源：齐鲁证券研究所

- 从需求增长的角度来看，私家车、高铁等交通工具的高速发展使得传统大中客车行业在汽车行业细分子行业当中率先进入成熟期。但诸如新能源客车等新产品带动的行业需求升级使得行业仍然有一定的发展空间。在这种竞争格局下，作为客车行业当中产品力最强的企业，未来将会持续受益行业总量平稳结构上行的趋势。

图表 6: 客车行业所处产业周期


来源：齐鲁证券研究所

精益达零部件资产的注入将与上市公司形成显著的协同效应

- 近期公司公告了向公司控股股东宇通集团以现金加股权增发的方式购买关联资产——零部件制造企业精益达。精益达目前账面净资产 7.53 亿

元，评估价值 42.6 亿元，对应市净率 5.6 倍，高于目前上市公司市净率 2.26 倍。

- 精益达产品涉及车桥、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、玻璃钢、原子灰、车载卫生间、内饰件总成、阻尼胶等 20 余种产品，其中盘式前桥、车用空调、空气悬架等均具有较高的市场竞争力，客户认知程度较高。
- 精益达目前拥有客车零部件领域的多项国家专利，掌握了客车空气悬架和客车空调的核心技术，拥有一支以高级工程师为首的专业技术研发团队，该团队结合宇通客车高质量、定制化等产品特点，不断研发出适合宇通客车高效率生产的客车零部件，并已经成长为国内客车零部件领域中优秀的技术团队。

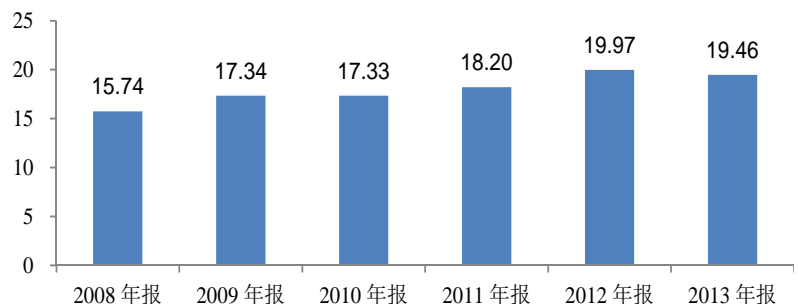
图表 7: 精益达财务报表摘要 (万元)

项目	2014.4.30	2013.12.31	2012.12.31	2011.12.31
资产总额	217421.24	247383.98	189606.24	157735.51
负债总额	140285.40	166365.93	118522.25	122976.18
所有权权益	77135.85	81018.05	71083.99	34759.33
归属于母公司所有者的股东权益	75311.89	78685.50	68952.98	32251.09
项目	2014 (1-4)	2013 年	2012 年	2011 年
营业收入	72732.86	322984.98	297551.31	240084.92
净利润	6224.11	49115.29	45652.12	34088.15

来源：齐鲁证券研究所

- 我们认为市场纠结精益达评估价值过高，但实质上其近几年的高速增长以及较高的 ROE 水平恰恰是宇通集团及精益达管理水平的集中体现。
- 精益达的成长伴随着宇通 2009 年以来的市场占有率的大幅提升和产品结构的优化，因此从它生产的零部件产品性能上来看应该至少保障了宇通的产品力，甚至部分上是其畅销的主要原因。受制于关联交易审核精益达产品的价格应该较为公允，更为重要的是在精益达成长的同时宇通的盈利能力除了继续远超行业外还在不断的提升当中。因此我们认为精益达的资产质量和盈利能力持续性是有保障的。

图表 8: 宇通客车今年毛利率水平稳中有升



来源：齐鲁证券研究所

- 客车行业由于体量较小在零部件供应方面很难得到综合性零部件厂商的重视、供应有限。因此客车厂商议价能力较弱，在产品质量、价格上很难得到保障。而宇通由于拥有 30% 的市场占有率使得这些零部件生产的规模效应得以保障，而自产诸如车桥、线束这些零部件不仅在价格上不受制于人，更重要的是产品的质量得到了保障。
- 正是由于精益达与宇通管理层对大中客产品和市场的了解，精益达的各种零部件产品无论在技术水平还是质量水平均在较短时间内达到了行业领先水平。未来客车产品的升级也依赖于空调、车桥、悬架、电子设备这些关键零部件的技术实力提升，精益达资产的注入应该能和上市公司形成较好的协同效应，精益达的估值也应该由于宇通在大中客车行业当中管理水平的稀缺性而享有一定溢价。

盈利预测和投资评级

- 由于精益达资产盈利预测尚未完成，因此我们不暂时不考虑此次资产注入对财务报表的影响，我们预计公司 2014-2016 年营业收入分别为：279、316、344 亿元，分别同比增长：25%、15%、10%，归属母公司净利润分别为：22.9、26.2、28.2 亿元，对应 EPS：1.8、2.1、2.3 元。目前公司股价对应 2014 年动态 PE 仅为 8 倍。我们看好整个大中客行业在新能源客车放量增长带动下的产品结构上行，而宇通作为行业内管理水平最为优秀的企业将会显著受益这种产品结构上行的趋势。我们给予公司 2014 年 12-14 倍的 PE 估值，12 个月目标价 21.6-25.2 元，首次覆盖公司，给予“买入”评级。

投资评级说明

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。