

2014 年 07 月 04 日

韩伟琪

Weiqi\_Han@e-capital.com.cn

目标价(元)

RMB 18.5

### 公司基本资讯

产业别	汽车
A 股价(2014/7/3)	16.78
上证综指(2014/7/3)	2063.23
股价 12 个月高/低	19.78/14.92
总发行股数(百万)	1273.71
A 股数(百万)	1222.65
A 市值(亿元)	213.73
主要股东	郑州宇通集团有限公司(31.42%)
每股净值(元)	6.60
股价/账面净值	2.54
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	11.3 5.5 -8.2

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-03-25	15.47	买入

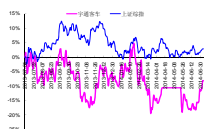
### 产品组合

客车销售	99.5%
客运服务	0.5%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	33.0%
一般法人	35.4%

### 股价相对大盘走势



## 宇通客车 (600066.SH)

Hold 持有

### 低谷已过，下半年期待新能源车放量

#### 结论与建议：

受新能源车地方政策出台较晚，长途客车需求受高铁分流而低迷，宇通上半年客车销量 YoY-6%，表现较弱。下半年预计随着新能源车地方补贴政策陆续出台，公交领域的采购量将有望迎来大幅增长，由此带动宇通出货量。

预计公司 2014、15 年实现净利润分别为 19.19 亿元和 21.55 亿元，YoY+6.99%和 11.56%；YoY+5.31%和 12.28%；EPS 分别为 1.507 和 1.692 元。14、15 年 P/E 为 11 倍和 10 倍，给予持有建议。

■ **14 年 H1 表现一般：**宇通客车 6 月销售客车 4793 辆，YoY-13.95%，MoM+18.64%，环比回升较好，但同比表现依旧不佳，前 6 月累计销售 2.34 万辆，YoY-6.03%。细分来看，大、中客 6 月分别销售 2062 辆和 2276 辆，中客 YoY 下降 0.7%和 26.7%，MoM 则回升 11.3%和 41.7%，轻客 YoY+17%，MoM-22%；上半年大中型客车 YoY 降幅达 10%，表现难称理想。

■ **新能源客车下半年有望迎来爆发：**近期各地方针对新能源车补贴的地方政策开始陆续出台，且基本采用了与国家补贴“1:1”的标准进行补贴。由此再次降低了新能源客车推广的门槛。加之公交客车采购期一般落在下半年，故预计下半年新能源客车将迎来大量的订单交付。我们认为 14 年国内新能源客车销量将达到 2 万台左右（上半年余约 4~5 千台），同比实现翻番。

■ **宇通新能源客车优势明显，14 年冲万辆：**上半年宇通新能源客车销量超过 2000 台，国内市占率在 50%左右，当之无愧的龙头。公司新研发的纯电动客车 E7（7 米长）将于 7 月上市，目前订单情况良好，未来公司计划将产品线进一步扩展，涵盖 7~12 米的纯电动客车。预计宇通 14 年新能源车销量将冲击 1 万辆，较去年 3900 辆增长 1.5 倍。

■ **精益达预计 Q4 实现并表：**宇通通过定增及支付现金的方式，斥资 42.6 亿收购精益达 100%股权。精益达主要产品为车桥、悬架、线束、吸塑件、舱门等，同时控股子公司科林空调也是此次收购标的中的亮点。精益达 13 年底净资产约 7.35 亿元，此次收购溢价 465%；13 年及 14 年前 4 月营收分别为 32.3 亿元（为同期宇通客车的 14.6%）和 7.3 亿元，净利润分别为 4.9 亿元（为同期宇通客车的 27%）和 0.62 亿元，净利润率分别为 15.2%和 8.5%，此次收购价对应 13 年的静态 P/E 为 8.7 倍。此次收购无疑会加强宇通旗下零部件与整车的协同效应，且标的资产盈利能力良好，对公司业绩也有增厚的作用。

■ **盈利预测：**预计公司 2014、15 年（暂不考虑精益达并表）营收将分别达到 236.37 亿元和 263.70 亿元，YoY+6.99%和 11.56%；实现净利润分别为 19.19 亿元和 21.55 亿元，YoY+5.31%和 12.28%；EPS 分别为 1.507 和 1.692 元。14、15 年 P/E 为 11 倍和 10 倍，给予持有建议。

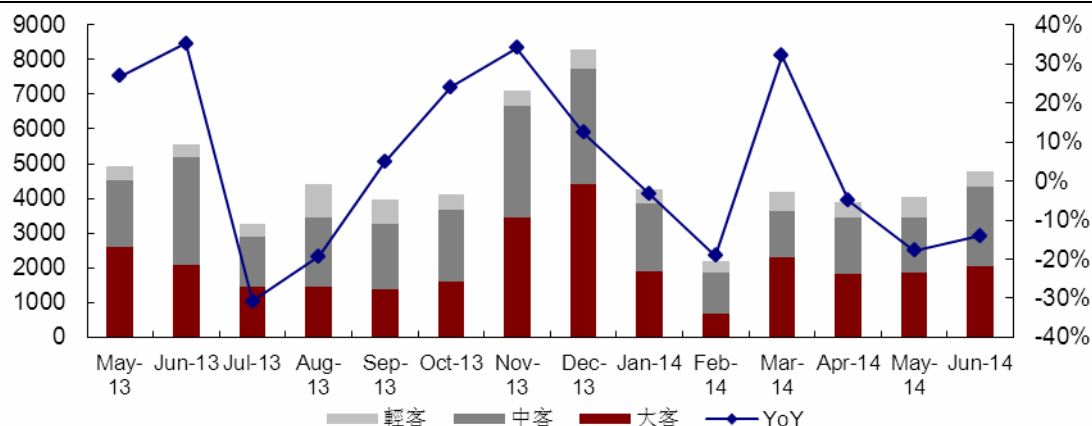
■ **风险提示：**新能源车不达预期，长途客车需求再降。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014F	2015F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	1181	1550	1823	1919	2155
同比增减	%	37.43%	31.18%	17.61%	5.31%	12.28%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.931	1.221	1.435	1.507	1.692
同比增减	%	37.43%	31.18%	17.51%	5.04%	12.28%
A 股市盈率(P/E)	X	18.03	13.75	11.70	11.14	9.92
股利(DPS)	RMB 元	0.300	0.700	0.500	0.550	0.550
股息率(Yield)	%	1.79%	4.17%	2.98%	3.28%	3.28%

图表一：宇通客车月度销量及 YoY

(单位：辆)



资料来源：公司公告，群益证券

图表二：精益达财务数据摘要

(单位：万元)

项目	2014.4.30	2013.12.31	2012.12.31	2011.12.31
资产总额	217,421.24	247,383.98	189,606.24	157,735.51
负债总额	140,285.40	166,365.93	118,522.25	122,976.18
所有者权益	77,135.85	81,018.05	71,083.99	34,759.33
归属于母公司所有者的股东权益	75,311.89	78,685.50	68,952.98	32,251.09
项目	2014 年 1-4 月	2013 年	2012 年	2011 年
营业收入	72,732.86	322,984.98	297,551.31	240,084.92
净利润	6,224.11	49,115.29	45,652.12	34,088.15

注：上述2011年-2013年财务数据业经审计，2014年1-4月财务数据未经审计。

资料来源：公司公告，群益证券

图表三：宇通 E7 纯电动客车



资料来源：公司公告，群益证券

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ ); 买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ ); 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

#### 附一：合并损益表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
营业收入	16932	19763	22094	23637	26370
经营成本	13850	15818	17794	19040	21254
营业税金及附加	82	117	124	76	82
销售费用	928	1150	1241	1229	1371
管理费用	699	881	1071	1418	1529
财务费用	9	-38	8	-71	-53
资产减值损失	40	259	11	30	30
投资收益	8	61	31	45	55
营业利润	1331	1637	1884	1961	2213
营业外收入	68	144	210	250	270
营业外支出	46	16	7	10	10
利润总额	1353	1765	2087	2201	2473
所得税	171	215	265	276	312
少数股东损益	1	0	-1	6	6
归属于母公司所有者的净利润	1181	1550	1823	1919	2155

#### 附二：合并资产负债表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
货币资金	1171	3055	4207	4290	5295
应收帐款	1831	3944	5016	5267	5636
存货	1122	1258	1401	1513	1603
流动资产合计	5479	10016	11753	12223	13323
长期投资净额	85	142	142	157	172
固定资产合计	1011	3147	2980	3427	4112
在建工程	301	126	444	289	188
无形资产	493	602	592	652	717
资产总计	7860	14279	16198	17200	18763
流动负债合计	4177	6404	7010	7291	7874
长期负债合计	346	556	430	452	533
负债合计	4522	6960	7440	7742	8407
少数股东权益	5	5	10	12	13
股东权益合计	3338	7320	8757	9458	10356
负债和股东权益总计	7860	14279	16198	17200	18763

#### 附三：合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
经营活动产生的现金流量净额	1446	1372	1937	2169	2430
投资活动产生的现金流量净额	-999	-2316	-104	-671	-711
筹资活动产生的现金流量净额	-10	2859	-656	-721	-714
现金及现金等价物净增加额	437	1915	1178	777	1005

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。