

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

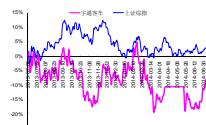
| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|------------|-------|----|
| 2014-03-25 | 15.47 | 买入 |

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。

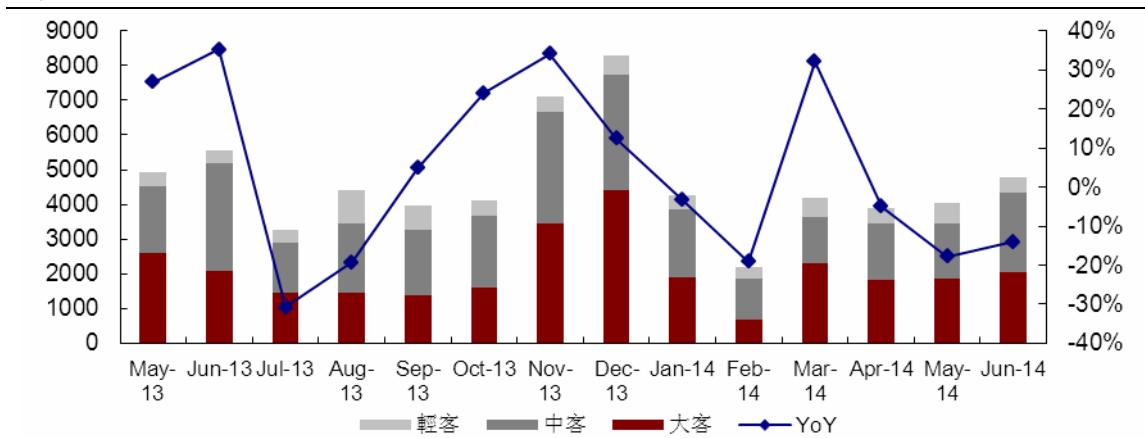
预计公司 2014、15 年实现净利润分别为 19.19 亿元和 21.55 亿元，YoY+6.99% 和 11.56%；YoY+5.31% 和 12.28%；EPS 分别为 1.507 和 1.692 元。14、15 年 P/E 为 11 倍和 10 倍，给予持有建议。

- **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 04 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：精益达财务数据简要 (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。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。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)有限公司及其任何之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和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场, 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券。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。