

宇通客车 (600066.SH)**客车行业**

评级：买入 维持评级

业绩点评

市价（人民币）：18.38元

业绩略超预期，将深入布局新能源汽车产业链

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,244.22
总市值(百万元)	23,349.26
年内股价最高最低(元)	19.73/14.92
沪深300指数	2338.29
上证指数	2217.20

**公司基本情况(人民币)**

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	2.197	1.431	1.802	2.098	2.345
每股净资产(元)	10.37	6.86	9.16	10.56	12.20
每股经营性现金流(元)	1.95	1.52	2.47	2.61	2.93
市盈率(倍)	8.37	12.84	10.20	8.76	7.84
行业优化市盈率(倍)	24.40	17.81	16.43	16.43	16.43
净利润增长率(%)	31.18%	17.61%	46.41%	16.41%	11.77%
净资产收益率(%)	21.19%	20.86%	19.67%	19.87%	19.22%
总股本(百万股)	705.29	1,273.71	1,480.68	1,480.68	1,480.68

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司14年上半年实现营收93.41亿元，同比下滑3.3%；实现归母净利润6.97亿元，同比增长10.3%，对应EPS 0.55元，略超预期。

经营分析

- **业绩略超预期，主要是因为减值损失大幅下降、投资收益增加等。**公司14年上半年收入下滑3.3%，与上半年公司总销量同比下滑2.5%基本一致。净利润增速明显快于收入增速，主要是因为去年上半年计提了较多资产减值损失（约1.76亿元），而今年上半年仅减值5285万元。此外，上半年投资收益增加较多、财务费用大幅减少也是公司业绩超预期的重要因素。
- **今年前7月销量总体略有下滑，校车增速和份额提升较突出。**公司今年1-7月客车累计销量约2.74万辆，同比下降2.5%，但降幅相比今年年初已有所收窄。其中，座位客车销量1.33万辆，同比下降13.4%，市场份额为17.5%；公交客车销量为9569辆，同比增长3.3%，份额为21.2%；校车销量为3863辆，同比上升21.4%，份额达36.1%，相比13年全年大幅提升13.1个百分点。
- **新能源客车有望加快放量并贡献显著增量。**公司上半年新能源客车销量约2300辆，同比去年基本持平。我们认为，随着各地方补贴政策的落地，新能源汽车推广量有望大幅增加，预计全年销量达约4-5万辆，其中40%-50%为新能源客车，公司有望占据50%左右的份额。我们预计，公司全年新能源客车销量有望达8000-10000辆。
- **下半年销量和业绩均有望快速回升。**我们认为，三季度为销售旺季，加之新能源客车将逐渐放量，公司销量将明显回升。而且，随着公司下半年新能源客车的加快放量，公司整体盈利能力也将得以回升（单车均价和毛利率高于传统客车）。综合判断，公司下半年业绩有望快速回升。
- **设立新能源产业发展基金，深度参与新能源汽车产业链。**公司还公告将以自有资金10亿元成立新能源产业发展基金，用于新能源汽车产业链投资，主要投向三大方向：1) 新能源汽车核心零部件包括电机、电控等；2) 新能源汽车下游包括销售服务公司、租赁公司、运营维护公司，充电站设计、施工及设备制造，电池再利用等；3) 产业链其他投资机会。据了解，公司未来将通过与上下游公司合作或参与入股的形式来完善新能源汽车产业链布局，进一步增强公司新能源汽车竞争力，公司也有望充分受益新能源汽车发展浪潮。

相关报告

- 1.《注入资产提升盈利能力，新能源客车放量在即》，2014.5.22
- 2.《业绩超预期，买入正当时》，2014.3.25
- 3.《三季度为增速低点，全年业绩仍有望增长》，2013.10.28

吴文钊 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)60230232
wuwz gjzq.com.cn

闵东旭 联系人
(8621)61038313
mindongxu gjzq.com.cn

- 方案调整后将增厚 **EPS 0.13 元**，现金分红比例不低于 **50%**凸显投资价值。公司对注入精益达资产的方案做了一定调整，主要是对交易资产定价做了折让，根据备考盈利预测，按此方案注入公司 14 年 EPS 将增厚约 0.13 元。此外，公司还明确未来 3 年公司现金分红比例将不低于 50%，表明公司对自身发展的信心以及回报投资者的慷慨，也凸显了公司的长期投资价值。

盈利预测与投资建议

- 我们调整公司盈利预测，预计 14-16 年 EPS 分别为 1.80、2.00 和 2.23 元。公司业绩增长稳健且未来将持续高分红，深度参与新能源汽车产业链将进一步提升公司竞争力，有望充分受益新能源汽车发展，公司仍然具备较好的成长空间。我们认为，公司当前估值仍然明显偏低，维持公司“买入”评级，调升其目标价至 24-30 元，约合 2015 年 12-15 倍 PE，继续建议可积极买入。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	16,932	19,763	22,094	28,756	32,051	35,376							
增长率	16.7%	11.8%	30.2%	11.5%	10.4%		货币资金	1,171	3,055	4,207	7,886	11,041	14,437
主营业务成本	-13,850	-15,818	-17,794	-22,913	-25,424	-28,115	应收款项	2,038	4,719	5,125	3,198	3,561	3,927
%销售收入	81.8%	80.0%	80.5%	79.7%	79.3%	79.5%	存货	1,122	1,258	1,401	1,879	2,083	2,302
毛利	3,082	3,946	4,300	5,843	6,626	7,262	其他流动资产	1,148	984	1,021	1,954	2,168	2,397
%销售收入	18.2%	20.0%	19.5%	20.3%	20.7%	20.5%	流动资产	5,479	10,016	11,753	14,917	18,853	23,064
营业税金及附加	-82	-117	-124	-167	-186	-205	%总资产	69.3%	70.1%	72.6%	68.4%	76.9%	83.1%
%销售收入	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	长期投资	402	142	142	142	142	142
营业费用	-928	-1,150	-1,241	-1,610	-1,763	-1,910	固定资产	1,312	3,273	3,424	6,061	4,821	3,836
%销售收入	5.5%	5.8%	5.6%	5.6%	5.5%	5.4%	%总资产	16.6%	22.9%	21.2%	27.8%	19.7%	13.8%
管理费用	-699	-881	-1,071	-1,294	-1,410	-1,486	无形资产	493	602	593	605	618	629
%销售收入	4.1%	4.5%	4.8%	4.5%	4.4%	4.2%	非流动资产	2,439	4,309	4,435	6,902	5,673	4,700
息税前利润(EBIT)	1,373	1,799	1,864	2,772	3,267	3,660	%总资产	30.8%	30.2%	27.4%	31.6%	23.1%	16.9%
%销售收入	8.1%	9.1%	8.4%	9.6%	10.2%	10.3%	资产总计	7,906	14,279	16,188	21,818	24,526	27,763
财务费用	-9	38	-8	45	78	105	短期借款	14	302	195	40	50	60
%销售收入	0.1%	-0.2%	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	应付款项	3,513	5,379	6,227	5,640	6,124	6,766
资产减值损失	-40	-259	-11	-9	-6	-7	其他流动负债	808	917	747	2,288	2,421	2,560
公允价值变动收益	0	-2	8	0	0	0	流动负债	4,335	6,598	7,168	7,969	8,596	9,386
投资收益	8	61	31	100	70	70	长期贷款	10	156	4	4	4	4
%税前利润	0.6%	3.5%	1.5%	3.3%	2.0%	1.8%	其他长期负债	177	205	268	271	281	291
营业利润	1,331	1,637	1,884	2,908	3,409	3,828	负债总计	4,522	6,960	7,440	8,244	8,881	9,681
营业利润率	7.9%	8.3%	8.5%	10.1%	10.6%	10.8%	普通股股东权益	3,379	7,315	8,737	13,564	15,634	18,069
营业外收支	22	128	203	150	150	150	少数股东权益	5	5	10	11	12	13
税前利润	1,353	1,765	2,087	3,058	3,559	3,978	负债股东权益合计	7,906	14,279	16,188	21,818	24,526	27,763
利润率	8.0%	8.9%	9.4%	10.6%	11.1%	11.2%							
所得税	-171	-215	-265	-388	-452	-505							
所得税率	12.6%	12.2%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%							
净利润	1,182	1,550	1,822	2,669	3,107	3,473							
少数股东损益	1	0	-1	1	1	1							
归属于母公司的净利润	1,181	1,550	1,823	2,668	3,106	3,472							
净利率	7.0%	7.8%	8.2%	9.28%	9.69%	9.81%							
现金流量表（人民币百万元）							比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金净流	1,446	1,372	1,936	3,658	3,858	4,344	每股指标						
资本开支	-991	-1,895	-918	-3,100	244	0	每股收益	2.272	2.197	1.431	1.802	2.098	2.345
投资	-21	-423	12	0	0	0	每股净资产	6,500	10,372	6,860	9,160	10,558	12,203
其他	13	1	802	100	70	70	每股经营现金流	2.782	1.946	1.520	2.471	2.606	2.934
投资活动现金净流	-999	-2,316	-104	-3,000	314	70	每股股利	0.300	0.700	0.000	0.700	0.700	0.700
股权募资	0	2,594	71	3,194	0	0	回报率						
债权募资	-61	443	-255	-152	20	20	净资产收益率	34.96%	21.19%	20.86%	19.67%	19.87%	19.22%
其他	45	-171	-473	-23	-1,037	-1,037	总资产收益率	14.92%	10.82%	11.26%	12.23%	12.67%	12.51%
筹资活动现金净流	-15	2,866	-656	3,020	-1,017	-1,017	投入资本收益率	35.18%	20.30%	18.18%	17.77%	18.17%	17.61%
现金净流量	432	1,922	1,176	3,679	3,155	3,397	增长率						
							主营业务收入增长率	25.62%	16.72%	11.79%	30.15%	11.46%	10.38%
							EBIT增长率	30.77%	31.04%	3.61%	48.76%	17.86%	12.03%
							净利润增长率	37.43%	31.18%	17.61%	46.41%	16.41%	11.77%
							总资产增长率	17.28%	80.94%	13.00%	34.78%	12.41%	13.20%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	31.0	44.1	60.2	32.0	32.0	32.0
							存货周转天数	30.9	27.5	27.3	30.0	30.0	30.0
							应付账款周转天数	36.5	60.9	73.3	35.0	33.0	33.0
							固定资产周转天数	21.8	58.1	49.2	53.5	51.5	38.5
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-33.88%	-35.47%	-45.89%	-57.81%	-70.26%	-79.53%
							EBIT利息保障倍数	148.1	-47.5	236.7	-62.3	-41.9	-34.8
							资产负债率	57.26%	48.90%	45.96%	37.78%	36.21%	34.87%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	15	27	38	73
增持	0	1	1	1	11
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.06	1.09	1.08	1.12

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-10-23	买入	11.65	N/A
2 2013-01-21	买入	15.17	28.00 ~ 35.00
3 2013-03-25	买入	14.77	N/A
4 2013-08-19	买入	17.54	N/A
5 2013-10-28	买入	17.15	N/A
6 2014-03-25	买入	15.85	N/A
7 2014-05-22	买入	15.80	N/A

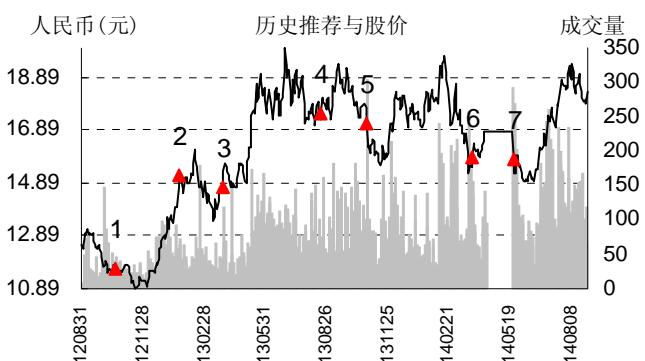
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979
传真：010-6621 6793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD