

评级：买入 维持评级

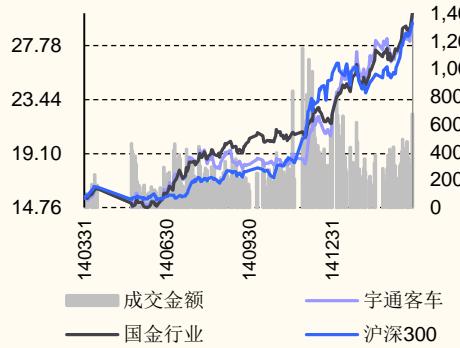
业绩点评

市场价格（人民币）：30.13元  
 目标价格（人民币）：30.00-33.00元

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)	1,244.86
总市值(百万元)	44,512.02
年内股价最高最低(元)	30.13/14.79
沪深 300 指数	4088.18
上证指数	3786.57
人民币(元)	
成交金额(百万元)	



## 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	1.431	1.768	2.182	2.450	2.656
每股净资产(元)	6.87	7.31	8.79	10.54	12.49
每股经营性现金流(元)	1.52	2.17	3.01	2.97	3.20
市盈率(倍)	-	17.05	13.81	12.30	11.35
行业优化市盈率(倍)	17.81	21.38	27.05	27.05	27.05
净利润增长率(%)	17.61%	43.35%	23.36%	12.30%	8.39%
净资产收益率(%)	20.84%	24.20%	24.82%	23.25%	21.26%
总股本(百万股)	1,273.71	1,477.33	1,477.33	1,477.33	1,477.33

来源：公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司 14 年实现营收 257.3 亿元，同比增长 15.9%；实现归母净利润 26.1 亿元，同比增长 15.5%（可比口径），实现 EPS 1.77 元，基本符合预期。公司 14 年总销量约 6.1 万辆，同比增长 9.5%，增量主要来自新能源客车和校车。

## 经营分析

- **14 计提较多资产减值损失，但总体业绩增速仍然较快。**公司 14 年收入增长 15.9%，净利润增长 15.5%（可比口径），均超出 14 年总销量增速较多，主要原因是因新能源客车销量较大，公司产品均价及单车盈利能力均有所提高。另需说明的是，公司 14 年完成了精益达的注入，14 年精益达实现营收 36.2 亿元，占公司营收总额的 14.1%，净利润 5.58 亿元，占公司净利润总额的 21.4%。此外，2014 年公司计提的资产减值损失达 3.56 亿元，比 13 年净增 2.33 亿元，这在一定程度上拉低了公司 14 年业绩增速，该部分减值损失主要为应收账款减值准备，今年有望部分冲回。
- **新能源客车有望加快放量，并将继续成为业绩增量主要来源。**公司 14 年公交车销量约 2.07 万台，同比增长 11.2%，其中新能源客车是主要增长来源，14 年销量 7405 台（其中纯电动客车销量超过 1400 台），同比增长 90%。随着国家以及个地方政策支持力度的进一步加大，加上今年底各试点城市也将面临推广目标考核，预计全年新能源客车需求仍将高速增长。公司今年 1-2 月份新能源客车累计销量已达约 600-700 台，预计主要销量将集中在下半年，我们预计公司 15 年新能源客车全年销量有望达约 1.2-1.5 万台，增长约 50-100%。从结构来看，2014 年新能源客车仍是以插电式混合动力为主，预计今年纯电动客车占比将有明显提升。作为行业龙头，公司最能受益新能源客车的加快放量，这也是公司今年业绩的最主要增量来源。
- **公路客车销量整体增速或仍较低，公司也难以例外。**由于宏观经济增速下行以及高铁不断建成通车导致的对传统公路客车需求的挤压，仅几年来公路客车整体销量增速均较低，预计 2015 年这一态势也不会改变。2014 年，公司公路客车销量约 3.0 万台，同比增长 1.8%，国内市场份额为 20.4%，同比下滑约 0.3 个百分点。公司在公路客车领域具有传统优势，预计其市场份额将保持基本稳定。
- **校车销量逆势大幅增长，较高份额有望保持。**2014 年，校车行业销量下滑

## 相关报告

- 1.《业绩增速持续加快,新能源客车将加快放量》，2014.10.22
- 2.《新能源客车和出口有望带来新的成长空间》，2014.9.22
- 3.《业绩略超预期,将深入布局新能源汽车产业链》，2014.9.1
- 4.《注入资产提升盈利能力,新能源客车放量在即》，2014.5.22

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

达 25%，但公司校车销量却大幅增长。公司 14 年校车销量为 9327 辆，同比增长 29%，国内市场份额达 37.8%，同比大幅提升 12.4 个百分点。公司是国内最早开发专业校车的企业，产品种类和品质也都首屈一指，公司校车销量的逆势大幅增长也正说明了公司在该领域的统治地位。由于缺乏进一步的政策扶持，校车总体销量可能已较为平稳，我们预计公司校车销量也将基本维持当前水平。

### 盈利预测与投资建议

- 公司是大中型客车行业的绝对龙头，综合竞争力突出，行业地位也非常稳固。随着国家对新能源汽车扶持力度的加大以及新能源客车本身的逐渐成熟，新能源客车仍有望带动客车行业的平稳增长，公司也将显著受益。我们预测公司 15-17 年 EPS 为 2.18、2.45、2.66 元，公司当前股价对应 15 年仅约 14 倍 PE，存在一定提升空间，我们维持公司“买入”评级。

**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)						
主营业务收入	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	
增长率		11.8%	16.5%	11.9%	8.6%	7.3%	货币资金	3,055	4,207	6,016	10,000	14,500	18,000
主营业务成本	-15,818	-17,794	-19,481	-21,774	-23,620	-25,302	应收款项	4,719	5,125	9,481	4,142	4,493	4,813
% 销售收入	80.0%	80.5%	75.7%	75.6%	75.5%	75.4%	存货	1,258	1,401	1,160	1,718	1,825	1,913
毛利	3,946	4,300	6,247	7,027	7,662	8,250	其他流动资产	984	1,021	613	675	732	783
% 销售收入	20.0%	19.5%	24.3%	24.4%	24.5%	24.6%	流动资产	10,016	11,753	17,270	16,535	21,550	25,509
营业税金及附加	-117	-124	-155	-173	-188	-201	% 总资产	69.9%	72.6%	73.4%	72.2%	80.1%	82.1%
% 销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	长期投资	142	142	149	161	174	188
营业费用	-1,150	-1,241	-1,518	-1,699	-1,814	-1,946	固定资产	3,273	3,424	4,586	5,202	4,215	4,471
% 销售收入	5.8%	5.6%	5.9%	5.9%	5.8%	5.8%	% 总资产	22.8%	21.1%	19.5%	22.7%	15.7%	14.4%
管理费用	-881	-1,071	-1,452	-1,642	-1,752	-1,845	无形资产	602	593	952	898	860	823
% 销售收入	4.5%	4.8%	5.6%	5.7%	5.6%	5.5%	非流动资产	4,320	4,490	6,257	6,353	5,341	5,574
息税前利润 (EBIT)	1,799	1,864	3,122	3,513	3,908	4,257	% 总资产	30.2%	27.7%	26.6%	27.8%	19.9%	17.9%
% 销售收入	9.1%	8.4%	12.1%	12.2%	12.5%	12.7%	<b>资产总计</b>	<b>14,325</b>	<b>16,197</b>	<b>23,527</b>	<b>22,889</b>	<b>26,890</b>	<b>31,083</b>
财务费用	38	-8	25	71	83	80	短期借款	302	195	4	277	960	1,586
% 销售收入	-0.2%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	应付款项	5,379	6,227	11,480	6,935	7,523	8,060
资产减值损失	-259	-11	-357	-94	-53	-58	其他流动负债	917	747	1,190	2,345	2,446	2,539
公允价值变动收益	-2	8	15	0	0	0	流动负债	6,598	7,168	12,673	9,557	10,929	12,185
投资收益	61	31	98	100	103	106	长期贷款	156	4	0	0	0	0
% 税前利润	3.5%	1.5%	3.2%	2.7%	2.4%	2.3%	其他长期负债	205	268	3	252	252	252
营业利润	1,637	1,884	2,903	3,591	4,041	4,385	<b>负债</b>	<b>6,960</b>	<b>7,440</b>	<b>12,676</b>	<b>9,809</b>	<b>11,181</b>	<b>12,437</b>
营业利润率	8.3%	8.5%	11.3%	12.5%	12.9%	13.1%	<b>普通股股东权益</b>	<b>7,361</b>	<b>8,747</b>	<b>10,795</b>	<b>12,984</b>	<b>15,569</b>	<b>18,458</b>
营业外收支	128	203	148	160	170	180	少数股东权益	5	10	56	96	140	188
税前利润	1,765	2,087	3,051	3,751	4,211	4,565	<b>负债股东权益合计</b>	<b>14,325</b>	<b>16,197</b>	<b>23,527</b>	<b>22,889</b>	<b>26,890</b>	<b>31,083</b>
利润率	8.9%	9.4%	11.9%	13.0%	13.5%	13.6%							
所得税	-215	-265	-398	-488	-547	-593							
所得税率	12.2%	12.7%	13.1%	13.0%	13.0%	13.0%							
净利润	1,550	1,822	2,653	3,263	3,664	3,971							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
非现金支出	551	591	1,026	929	832	849							
非经营收益	-125	-56	-151	62	-233	-204							
营运资金变动	-603	-421	-324	198	124	113							
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,372</b>	<b>1,936</b>	<b>3,203</b>	<b>4,453</b>	<b>4,386</b>	<b>4,730</b>							
资本开支	-1,895	-918	-1,914	-1,075	416	-830							
投资	-423	12	168	10	-14	-15							
其他	1	802	32	100	103	106							
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-2,316</b>	<b>-104</b>	<b>-1,714</b>	<b>-965</b>	<b>505</b>	<b>-739</b>							
股权募资	2,594	71	34	0	0	0							
债权募资	443	-255	-195	523	683	626							
其他	-171	-473	-998	-28	-1,074	-1,116							
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>2,866</b>	<b>-656</b>	<b>-1,158</b>	<b>495</b>	<b>-391</b>	<b>-491</b>							
<b>现金净流量</b>	<b>1,922</b>	<b>1,176</b>	<b>331</b>	<b>3,984</b>	<b>4,500</b>	<b>3,500</b>	<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	44.1	60.2	90.5	35.0	35.0	35.0
							存货周转天数	27.5	27.3	24.0	30.0	30.0	30.0
							应付账款周转天数	60.9	73.3	91.5	60.0	60.0	60.0
							固定资产周转天数	58.1	49.2	51.5	48.7	45.7	43.2
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-35.25%	-45.84%	-55.60%	-74.50%	-86.34%	-88.16%
							EBIT利息保障倍数	-47.5	236.7	-125.4	-49.3	-47.2	-53.0
							资产负债率	48.62%	46.09%	53.88%	42.86%	41.58%	40.01%

### 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	0	0	1	27
增持	0	0	0	0	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.16</b>

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2013-08-19	买入	17.57	N/A
2	2013-10-28	买入	17.77	N/A
3	2014-03-25	买入	15.47	N/A
4	2014-05-22	买入	16.89	N/A
5	2014-09-01	买入	18.38	N/A
6	2014-09-22	买入	18.14	24.00~30.00
7	2014-10-22	买入	18.33	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：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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方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信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认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：021-61620767  
传真：021-61038200  
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：010-66216979  
传真：010-66216793  
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：中国深圳福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD