

销量环比回暖显著，受益新能源客车加速发展

■4月销量较3月明显回暖，环比增长31%，同比下滑1%。前4月公司累计销量14330辆，同比下滑1.55%；其中大型客车5458辆，同比下滑18.62%；中型客车6616辆，同比增长8.76%；轻型客车累计销量2256辆，同比增长27.75%。公司4月单月销售较3月环比回暖显著，4月销量3851辆，同比下滑0.95%，环比增长31.39%；其中大型客车销售1387辆，同比下滑23.79%，环比增长25.86%；中型客车销售1905辆，同比增长16.59%，环比增长55.00%；轻型客车销售559辆，同比增长28.80%，环比下滑6.83%。

■行政手段和市场化手段有望双管齐下，新能源汽车板块受益显著。2015年4月29日四部委联合公布2017-2018和2019-2020年新能源汽车补助标准分别较2016年下滑20%和40%，市场可能担心补贴退坡对新能源汽车发展的负面影响，我们认为新能源汽车是本届政府重点发展方向。5月5日四部委发布《关于开展新能源汽车推广应用城市考核工作的通知》显示政府致力推广新能源车明确态度，考虑2015年新能源汽车50万辆总保有量目标差距（2014年保有量约10万辆，1Q15新增销售不足3万辆）和环保压力，未来政府对于新能源汽车产业将采用行政和市场手段联合的方式加大支持力度，一方面政府除补贴外，将继续在新能源公交和出租车等的购买、使用和配套设施建设上给予政策支持，另一方面据盖世汽车网等媒体报道可能加快引入碳交易机制等更市场化扶持方式，对冲补贴退坡的影响。

■新能源客车龙头，技术实力优势明显，市场推广模式成熟。公司作为新能源客车龙头，在客车车联网和轮毂电机等新能源技术研发上具有先发优势，具备提供新能源客车整体解决方案的能力，将显著受益于新能源汽车板块政策利好，同时在客车领域共享交通创新模式上有望成为引领企业。

■投资建议：买入-A投资评级，6个月目标价38.00元。我们预计公司2015年-2017年的收入增速分别为17.5%、16.5%、15.0%，净利润增速分别为23.5%、20.2%、16.4%，EPS分别为1.92元、2.30元和2.68元；维持买入-A的投资评级，6个月目标价为38.00元，相当于2015年20倍的动态市盈率。

■风险提示：新能源客车销量低预期；原材料价格大幅上涨。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	22,093.8	25,728.3	30,222.6	35,201.6	40,475.2
净利润	1,822.6	2,612.6	3,227.7	3,879.1	4,514.3
每股收益(元)	1.08	1.55	1.92	2.30	2.68
每股净资产(元)	5.92	7.31	7.68	9.17	10.85

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	27.8	19.4	15.7	13.1	11.2
市净率(倍)	5.1	4.1	3.9	3.3	2.8
净利润率	8.2%	10.2%	10.7%	11.0%	11.2%
净资产收益率	20.8%	24.2%	25.0%	25.1%	24.7%
股息收益率	1.4%	0.0%	2.3%	2.8%	3.4%
ROIC	36.9%	56.1%	83.1%	54.2%	92.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

38.00元

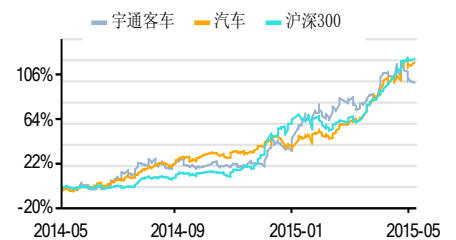
股价(2015-05-05)

29.32元

交易数据

总市值(百万元)	43,315.38
流通市值(百万元)	36,499.43
总股本(百万股)	1,477.33
流通股本(百万股)	1,244.86
12个月价格区间	14.92/33.14元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-18.16	-21.19	-39.57
绝对收益	-7.94	15.34	73.59

林帆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514030004
linfan@essence.com.cn
021-68765916

相关报告

销量符合预期，将受益于新能源政策加码和模式创新	2015-04-03
分红方案超预期，新能源客车有望延续高增长	2015-03-31
2月销量超预期，竞争力进一步加强	2015-03-04

财务报表预测和估值数据汇总(2015年05月05日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	22,093.8	25,728.3	30,222.6	35,201.6	40,475.2	成长性					
减:营业成本	17,794.3	19,481.4	22,886.0	26,620.8	30,568.2	营业收入增长率	11.8%	16.5%	17.5%	16.5%	15.0%
营业税费	123.6	154.6	176.4	204.6	238.2	营业利润增长率	15.1%	54.1%	23.4%	21.2%	17.4%
销售费用	1,241.4	1,518.1	1,768.0	2,024.1	2,327.3	净利润增长率	17.6%	43.3%	23.5%	20.2%	16.4%
管理费用	1,071.0	1,452.4	1,692.5	1,936.1	2,185.7	EBITDA 增长率	30.7%	43.2%	20.6%	19.6%	15.8%
财务费用	7.9	-24.9	-17.4	-43.6	-111.4	EBIT 增长率	18.3%	52.1%	23.8%	20.6%	16.0%
资产减值损失	10.9	356.5	208.7	192.0	252.4	NOPLAT 增长率	17.6%	51.5%	23.9%	20.6%	16.0%
加:公允价值变动收益	8.2	14.5	9.0	10.0	8.0	投资资本增长率	-0.4%	-16.3%	85.1%	-32.4%	48.6%
投资和汇兑收益	31.0	97.9	63.4	64.1	75.1	净资产增长率	19.6%	24.0%	20.0%	19.8%	18.6%
营业利润	1,884.0	2,902.7	3,580.8	4,341.6	5,097.9	利润率					
加:营业外净收支	203.3	148.1	185.7	185.0	170.0	毛利率	19.5%	24.3%	24.3%	24.4%	24.5%
利润总额	2,087.3	3,050.8	3,766.5	4,526.6	5,267.9	营业利润率	8.5%	11.3%	11.8%	12.3%	12.6%
减:所得税	265.4	398.2	489.6	588.5	684.8	净利润率	8.2%	10.2%	10.7%	11.0%	11.2%
净利润	1,822.6	2,612.6	3,227.7	3,879.1	4,514.3	EBITDA/营业收入	11.2%	13.8%	14.1%	14.5%	14.6%
						EBIT/营业收入	8.6%	11.2%	11.8%	12.2%	12.3%
						运营效率					
						固定资产周转天数	50	46	42	34	27
						流动营业资本周转天数	13	-3	5	11	13
						流动资产周转天数	177	203	181	200	210
						应收帐款周转天数	67	91	66	68	70
						存货周转天数	22	18	20	23	24
						总资产周转天数	248	280	255	258	259
						投资资本周转天数	73	57	63	59	52
						投资回报率					
						ROE	20.8%	24.2%	25.0%	25.1%	24.7%
						ROA	11.2%	11.1%	17.2%	12.5%	17.1%
						ROIC	36.9%	56.1%	83.1%	54.2%	92.9%
						费用率					
						销售费用率	5.6%	5.9%	5.9%	5.8%	5.8%
						管理费用率	4.8%	5.6%	5.6%	5.5%	5.4%
						财务费用率	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.3%
						三费/营业收入	10.5%	11.4%	11.4%	11.1%	10.9%
						偿债能力					
						资产负债率	45.9%	54.4%	31.6%	50.4%	30.8%
						负债权益比	85.0%	119.4%	46.1%	101.6%	44.5%
						流动比率	1.68	1.39	2.39	1.68	2.77
						速动比率	1.48	1.30	2.01	1.53	2.36
						利息保障倍数	240.34	-115.58	-204.96	-98.64	-44.76
						分红指标					
						DPS(元)	0.43	-	0.69	0.85	1.02
						分红比率	34.9%	0.0%	36.0%	37.0%	38.0%
						股息收益率	1.4%	0.0%	2.3%	2.8%	3.4%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	1,821.9	2,652.6	3,227.7	3,879.1	4,514.3	EPS(元)	1.08	1.55	1.92	2.30	2.68
加:折旧和摊销	580.2	669.1	706.8	807.9	925.5	BVPS(元)	5.92	7.31	7.68	9.17	10.85
资产减值准备	10.9	356.5	-	-	-	PE(X)	27.8	19.4	15.7	13.1	11.2
公允价值变动损失	-8.2	-14.5	9.0	10.0	8.0	PB(X)	5.1	4.1	3.9	3.3	2.8
财务费用	13.3	50.0	-17.4	-43.6	-111.4	P/FCF	28.1	14.2	59.7	9.5	22.6
投资损失	-31.0	-97.9	-63.4	-64.1	-75.1	P/S	2.0	1.7	1.7	1.4	1.3
少数股东损益	-0.7	40.0	49.2	59.1	68.7	EV/EBITDA	7.3	7.3	10.5	7.8	6.7
营运资金的变动	-631.2	25.0	-2,932.6	1,847.2	-2,735.8	CAGR(%)	29.3%	20.0%	28.3%	29.3%	20.0%
经营活动产生现金流量	1,937.0	3,205.3	979.3	6,495.6	2,594.2	PEG	1.0	1.0	0.6	0.4	0.6
投资活动产生现金流量	-103.7	-1,713.8	-267.1	-524.0	-522.6	ROIC/WACC	3.5	5.4	8.0	5.2	8.9
融资活动产生现金流量	-655.6	-1,176.5	-291.1	-2,089.2	-1,570.9	REP	1.1	1.3	0.8	1.7	0.6

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

林帆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

