

# 宇通客车 (600066)

## 纯电动座位客车贡献利润增量

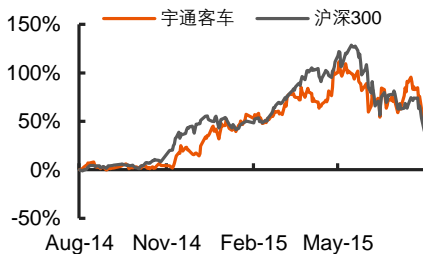
### 强烈推荐 (维持)

现价: 17.11 元

#### 主要数据

行业	汽车和汽车零部件
公司网址	www.yutong.com
大股东/持股	宇通集团/37.15%
实际控制人/持股	汤玉祥/26.71%
总股本(百万股)	2,214
流通 A 股(百万股)	1,903
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	378.81
流通 A 股市值(亿元)	325.69
每股净资产(元)	4.64
资产负债率(%)	54.67

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

- 《宇通客车\*600066\*新能源大幕拉起》 2015-08-04
- 《宇通客车\*600066\*季节性因素致一季度表现平淡》 2015-04-24
- 《宇通客车\*600066\* 短期销量下滑不改中长期乐观预期》 2015-04-03
- 《宇通客车\*600066\*未来 5 年有望持续高增长》 2015-03-31
- 《宇通客车\*600066\*大、中、轻型客车销量全线飘红》 2015-03-04

#### 证券分析师

**王德安** 投资咨询资格编号  
S1060511010006  
021-38638428  
WANGDEAN002@pingan.com.cn

**余兵** 投资咨询资格编号  
S1060511010004  
021-38636729  
YUBING006@pingan.com.cn

### 投资要点

#### 事项:

公司披露2015中报,上半年实现营业收入103.87亿元,同比增长10.42%,归母净利润9.46亿元,同比增长15.35%,折合每股0.43元。扣非后净利润8.77亿元,同比增长42.40%,折合每股0.40元。

#### 平安观点:

上半年业绩基本符合预期,纯电动座位客车贡献主要利润增量。

- **客车销量同比微增,结构优化带动毛利率小幅提升:**2015 年上半年,公司销售各类客车 24,079 台,同比微增 2.95%。其中,座位客车销量 14,307 辆,同比增长 27.9%;公交客车销量 6,087,同比下滑 28.3%。座位客车销量增长主要得益于公路客运市场回暖以及纯电动座位客车市场爆发,预计下半年仍将延续增长态势。公交客车销量下滑主要受行业拖累,一方面 2014 年末新能源公交销量中存在部分提前购买,另一方面由于地方财政预算增幅有限,公交公司大量采购新能源车型将被迫缩减柴油车型采购数量;随着 E6 上市热销以及新能源公交营运补贴落地奏效,预计下半年公司新能源公交销量增长势头良好。考虑到新能源以及公路客车销量占比提升且毛利率更高,销量结构优化带动公司毛利率同比提升 1.0 个百分点至 23.38%,估计全年毛利率将达 25.0%。
- **市场嗅觉敏锐,纯电动客车产量行业第一:**宇通作为客车行业龙头,市场嗅觉和执行力远超竞争对手。2014 年 8 月,宇通领先市场推出 E7,上市后销量火爆,2014 年纯电动客车产量行业第二;2015 年 6 月,宇通率先推出 E6,备受市场青睐,首月产量近 700 台。E6、E7 畅销带动公司上半年纯电动客车产量高达 2931 辆,高居行业第一。2016~2020 年 10 米以下插电混客车可获购置补贴,面对新增市场,公司有望第一时间推出畅销车型,并获得较高市场份额。
- **三项费用率小幅增长。**2015 年上半年,公司三项费用率为 12.9%,同比

	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	22198	25,728	31,676	37,616
YoY(%)	12.3	15.9	23.1	18.8
净利润(百万元)	2263	2,613	3,690	4,592
YoY(%)	46.0	15.5	41.2	24.5
毛利率(%)	23.1	24.3	25.2	25.6
净利率(%)	10.3	10.3	11.8	12.3
ROE(%)	24.1	24.4	28.4	29.0
EPS(摊薄/元)	1.02	1.18	1.67	2.07
P/E(倍)	16.7	14.5	10.3	8.2
P/B(倍)	4.0	3.5	2.9	2.4

增长 0.6 个百分点。其中，销售费用率同比增加 0.7 个百分点至 6.5% ( 职工薪酬增加所致 )，管理费用率同比增长 0.6 个百分点至 7.5% ( 职工薪酬和研发模具费增加所致 )，财务费用率同比下降 0.7 个百分点至 -1.1% ( 汇兑净损失减少所致 )。

- **盈利预测与投资建议：**宇通客车市场嗅觉和执行力远超竞争对手，当前多变的行业格局中最能受益，估计 2015 年/2016 年 EPS 分别为 1.67 元/2.07 元，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1) 宏观经济下行导致地方财政压力大；2) 客车市场竞争加剧。

图表 1 宇通客车季度经营情况

						单位：辆、万元、万元/辆		
	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	二季度环比增长	二季度同比增长	半年同比增长
收入	498,349	566,103	1,072,580	427,332	611,392	43.1%	22.7%	10.4%
营业外净收入	5,189	1,535	7,365	1,499	3,895	159.9%	-24.9%	-9.2%
净利润	46,515	43,034	148,549	37,352	57,266	53.3%	23.1%	15.4%
扣非净利润	35,452	40,129	89,039	34,385	53,325	55.1%	50.4%	42.4%
EPS(元)	0.21	0.19	0.67	0.17	0.26			
扣非 EPS(元)	0.16	0.18	0.40	0.16	0.24			

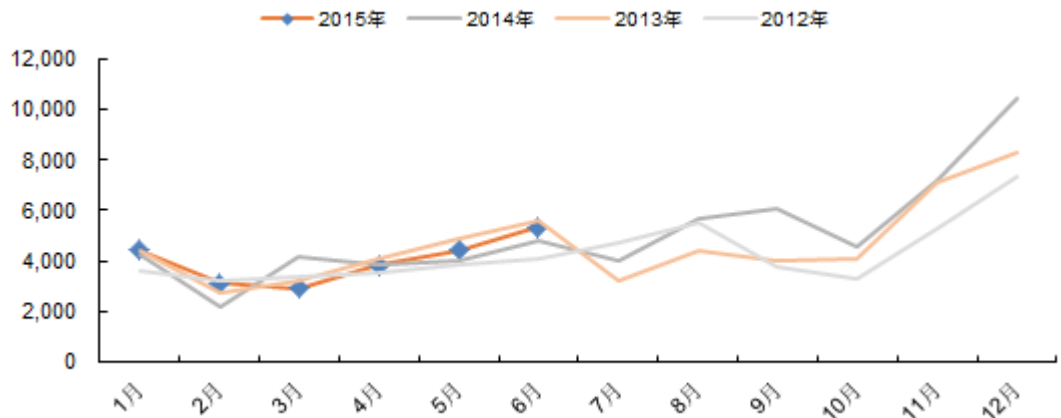
	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	二季度环比增加百分点	二季度同比增加百分点	半年同比增加百分点
毛利率	22.5%	19.1%	31.0%	22.9%	23.7%	0.7%	1.2%	1.0%
销售费用率	6.2%	5.5%	6.4%	6.6%	6.4%	-0.2%	0.2%	0.7%
管理费用率	6.1%	4.7%	6.0%	8.6%	6.8%	-1.8%	0.7%	0.6%
财务费用率	-0.2%	-0.1%	0.1%	-1.3%	-0.9%	0.4%	-0.7%	-0.7%
实际所得税率	12.4%	12.2%	13.7%	13.0%	10.2%	-2.9%	-2.3%	-0.5%
净利率	9.3%	7.6%	13.8%	8.7%	9.4%	0.6%	0.0%	0.4%

	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	二季度环比增长	二季度同比增长	半年同比增长
整车销量	12721	15799	22210	10479	13600	29.8%	6.9%	3.0%
单车均价	39.2	35.8	48.3	40.8	45.0	10.2%	14.8%	7.3%
单车净利润	3.7	2.7	6.7	3.6	4.2	18.1%	15.2%	12.0%

资料来源：中客网，公司公告

图表 2 宇通客车月度销量 单位：辆



资料来源：中客网，平安证券研究所

图表 3 2015 年 1-6 月宇通客车分车型销量 单位：辆

	大型客车		中型客车		轻型客车		合计	
	销量	同比增幅	销量	同比增幅	销量	同比增幅	销量	同比增幅
座位客车	6,233	30.4%	7,434	30.7%	640	-11.2%	14,307	27.9%
校车	197	30.5%	923	-24.9%	1,962	10.8%	3,082	-2.2%
公交客车	2,861	-49.4%	2,482	-8.5%	744	514.9%	6,087	-28.3%
卧铺与其它	47	17.5%	229	-32.2%	327	73.9%	603	6.5%
合计	9,338	-12.1%	11,068	11.1%	3,673	31.1%	24,079	3.0%

资料来源：节能与新能源汽车网，平安证券研究所

图表 4 宇通客车新能源客车产量 单位：辆

	2014 年上半年	2014 年下半年	2015 年上半年	半年同比增长
插电式混合动力	1,542	3,774	1221	-20.8%
纯电动	40	1844	2931	7227.5%
合计	1,582	5,618	4,152	162.5%

资料来源：节能与新能源汽车网，平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	13352	17223	15303	26441
现金	5613	6016	7300	10709
应收账款	4213	8584	3128	11756
其他应收款	110	172	380	214
预付账款	229	260	404	336
存货	1416	1160	2218	1727
其他流动资产	1773	1031	1873	1698
<b>非流动资产</b>	5263	6600	6724	7163
长期投资	0	0	-18	-31
固定资产	3281	3630	4037	4354
无形资产	703	939	1052	1189
其他非流动资产	1279	2030	1653	1652
<b>资产总计</b>	18616	23823	22027	33604
<b>流动负债</b>	8534	12359	8299	16977
短期借款	160	0	88	71
应付账款	4550	6358	5040	9105
其他流动负债	3823	6001	3172	7802
<b>非流动负债</b>	303	318	327	324
长期借款	4	0	2	6
其他非流动负债	299	318	325	318
<b>负债合计</b>	9104	12963	8627	17301
少数股东权益	33	56	97	142
股本	1274	1477	2214	2214
资本公积	2666	2021	2021	2021
留存收益	5538	7306	11037	15674
<b>归属母公司股东权益</b>	9478	10804	13303	16161
<b>负债和股东权益</b>	18616	23823	22027	33604

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	2802	3205	3333	6163
净利润	2291	2653	3730	4637
折旧摊销	580	669	551	660
财务费用	-3	-25	-33	-54
投资损失	-36	-98	-20	-30
营运资金变动	-482	-355	-947	967
其他经营现金流	451	361	52	-18
<b>投资活动现金流</b>	-153	-1714	-700	-1053
资本支出	1165	1919	396	391
长期投资	186	736	18	38
其他投资现金流	1198	941	-285	-625
<b>筹资活动现金流</b>	-1186	-1177	-1350	-1700
短期借款	-44	-160	88	-17
长期借款	-152	-4	2	3
普通股增加	568	204	0	0
资本公积增加	-59	-646	0	0
其他筹资现金流	-1499	-570	-1439	-1686
<b>现金净增加额</b>	1463	333	1284	3409

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	22198	25728	31676	37616
营业成本	17076	19481	23704	27989
营业税金及附加	142	155	179	211
营业费用	1323	1518	1837	2182
管理费用	1284	1452	1774	2069
财务费用	-3	-25	-33	-54
资产减值损失	12	357	75	75
公允价值变动收益	8	15	4	5
投资净收益	36	98	20	30
<b>营业利润</b>	2407	2903	4163	5180
营业外收入	221	168	170	180
营业外支出	10	20	20	30
<b>利润总额</b>	2618	3051	4288	5330
所得税	328	398	557	693
<b>净利润</b>	2291	2653	3730	4637
少数股东损益	28	40	40	45
<b>归属母公司净利润</b>	2263	2613	3690	4592
EBITDA	3040	3539	4642	5725
EPS (元)	1.78	1.77	1.67	2.07

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	12.3	15.9	23.1	18.8
营业利润(%)	47.0	20.6	43.4	24.4
归属于母公司净利润(%)	46.0	15.5	41.2	24.5
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	23.1	24.3	25.2	25.6
净利率(%)	10.3	10.3	11.8	12.3
ROE(%)	24.1	24.4	28.4	29.0
ROIC(%)	22.2	23.1	27.1	27.6
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	48.9	54.4	39.2	51.5
净负债比率(%)	-56.9	-55.4	-55.0	-66.4
流动比率	1.6	1.4	1.8	1.6
速动比率	1.4	1.3	1.6	1.5
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.3	1.2	1.4	1.4
应收账款周转率	6.1	4.0	5.4	5.1
应付账款周转率	4.1	3.6	4.2	4.0
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.02	1.18	1.67	2.07
每股经营现金流(最新摊薄)	1.27	1.45	1.51	2.78
每股净资产(最新摊薄)	4.30	4.91	5.92	7.23
<b>估值比率</b>				
P/E	16.7	14.5	10.3	8.2
P/B	4.0	3.5	2.9	2.4
EV/EBITDA	10.7	9.0	6.6	4.8

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：( 0755 ) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033