

**2015 年 10 月 29 日**
**群益香港研究部**
**hk\_research@e-capital.com.hk**
**目標價(元)**
**RMB 27**
**公司基本資訊**

產業別	汽車		
A 股價(2015/10/28)	21.90		
上證綜指(2015/10/28)	3375.20		
股價 12 個月高/低	33.18/16.73		
總發行股數(百萬)	2213.94		
A 股數(百萬)	1903.48		
A 市值(億元)	416.86		
主要股東	鄭州宇通集團有限公司(37.19%)		
每股淨值(元)	5.05		
股價/賬面淨值	4.33		
一個月	三個月	一年	
股價漲跌(%)	20.3	16.2	85.8

**近期評等**

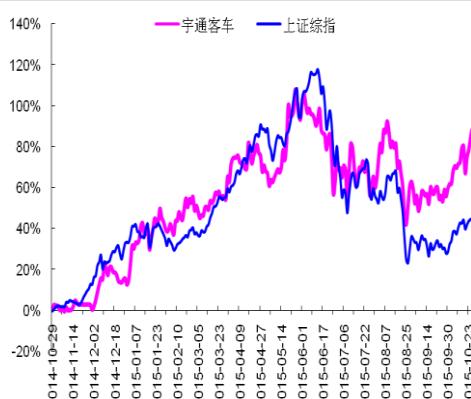
出刊日期      前日收盤      評等

**產品組合**

客車銷售	91.9%
客運服務	0.5%

**機構投資者占流通 A 股比例**

基金	5.5%
一般法人	45.0%

**股價相對大盤走勢**

**宇通客車 (600066.SH)**
**Buy 買入**
**業績高增長，四季度將迎來銷量高峰**
**結論與建議：**

公司銷量平穩增長，利潤大超預期。新能源車占比加大至將近 30%。1~3Q 完成營業收入 189.3 億元，YoY+26.17%，淨利潤 18.65 億元，YoY+65.49%。毛利率淨利率逐季提高，期間費用率逐季下降，同時公司積極開拓國際市場，預計全年銷量 6.8 萬輛左右，YoY+11%。新能源客車銷量可達 1.5 萬輛左右。

預計公司 2015、16 年營收分別為 309 億和 368 億元，YOY+19.9% 和 +19.4%；淨利潤分別為 34.9 億和 42.6 億元，YOY+33.4% 和 22.2%，EPS 分別為 1.57 元和 1.92 元。當前股價 21.64 元對應 P/E 為 13.8 倍和 11.3 倍。公司新能源客車龍頭地位穩固，維持買入建議。

■ **銷量平穩增長，利潤大超預期：**1~3Q 完成營業收入 189.3 億元，YoY+26.17%，淨利潤 18.65 億元，YoY+65.49%，EPS 為 0.93 元。其中 Q3 營收以及淨利潤分別為 85.42 億元和 9.42 億元，QoQ 分別增長 39.71% 和 61.94%，YoY 則分別增加 49.96% 和 65.13%。從銷量上看，1~3Q 公司共銷售 44166 輛，YOY+12.70%；公司 Q3 銷量為 20087，較去年同期 15798 增加 27%，Q3 營收 YOY+49.96%，高于 Q3 銷量增幅，且高于 Q2 的營收 YOY+22.68%，表明受益于新能源車銷量的加大，公司的營收增幅和淨利增幅高于銷量增幅，且環比增速進一步加快。

■ **毛利率淨利率逐季提高，期間費用率逐季下降：**1~3Q 公司銷售毛利率 23.88%，較去年前三季度的 19.45% 增加 4.43 個 pct，Q1、Q2、Q3 毛利率分別為 22.9%、23.7% 和 24.5%；前三季度期間費用率為 11.85%，YOY+1.1%，Q1、Q2、Q3 分別為 13.8%、12.3% 和 10.6%，逐季下降；前三季度歸母淨利率為 9.85%，YOY+2.3%，Q1、Q2、Q3 分別為 8.7%、9.4% 和 10.8%。應收賬款周期連續兩個季度回落，從一季度的 168.7 天大幅回落至 111.6 天。

■ **新能源車占比提高，積極開拓國外市場：**9 月公司新能源客車銷量 2000 輛左右，占比高于前八月平均水平，1~9 月累計產量將近一萬輛，預計全年可達 1.5 萬輛，占行業比例接近 30%。公司新能源車銷量占比從 6 月開始爆發，目前新能源車在公司總銷量中占比已將近 30%。公司積極擴張海外市場，在 2015 年 10 月比利時全球客車展上參展車型受到世界矚目，其為歐洲客戶重新設計開發的兩款車型反映良好；預計新能源客車以及傳統客車出口將持續增長。

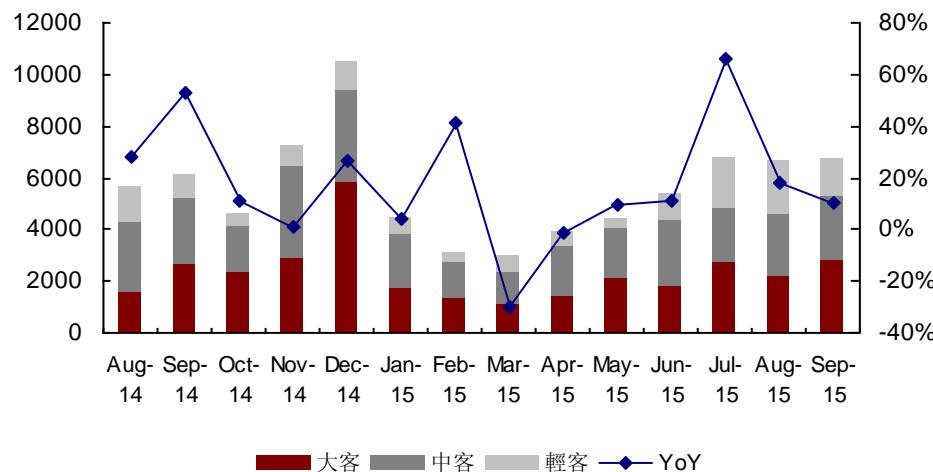
■ **預計四季度迎來銷量高峰：**由於本輪新能源汽車補貼年底結束，2016 年新能源客車補貼均有不同程度下降，部分采購者會提前在 2015 年底采購；此外，春運前是公路客運車型集中采購期，年底也是各地公交客車等公共服務領域客車采購高峰期，預計公司四季度將迎來銷售高峰，公司產銷及盈利規模有望創記錄。預計 2015 年全年宇通銷量 6.8 萬輛左右，YoY+11%。估計全年新能源客車銷量可達 1.5 萬輛。

■ **盈利預測：**預計公司 2015、16 年營收分別為 309 億和 368 億元，YOY+19.9% 和 +19.4%；淨利潤分別為 34.9 億和 42.6 億元，YOY+33.4% 和 22.2%，EPS 分別為 1.57 元和 1.92 元。當前股價 21.64 元對應 P/E 為 13.8 倍和 11.3 倍。公司新能源客車龍頭地位穩固，維持買入建議。

接續下頁

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015F	2016F
純利(Net profit)	RMB 百萬元	1550	2263	2613	3485	4257
同比增減	%	31.18%	46.02%	15.45%	33.37%	22.18%
每股盈餘(EPS)	RMB 元	1.221	1.781	2.055	1.572	1.921
同比增減	%	31.18%	45.91%	15.36%	-23.47%	22.18%
A 股市盈率(P/E)	X	19.89	13.63	11.82	15.44	12.64
股利(DPS)	RMB 元	0.700	0.500	1.000	1.000	1.200
股息率(Yield)	%	2.88%	2.06%	4.12%	4.12%	4.94%

圖表一：宇通客車月度銷量及 YoY (單位：輛)



資料來源：公司公告，群益證券

預期報酬(Expected Return ; ER)為準，說明如下：

 強力買入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ )；買入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

 中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

 賣出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ )；強力賣出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

**附一：合并損益表**

百萬元	2012	2013	2014	2015F	2016F
營業收入	19763	22198	25728	30852	36849
經營成本	15818	17076	19481	22954	27342
營業稅金及附加	117	142	155	108	129
銷售費用	1150	1323	1518	1990	2377
管理費用	881	1284	1452	1836	2156
財務費用	-38	-3	-25	-185	-166
資產減值損失	259	12	357	350	300
投資收益	61	36	98	110	120
營業利潤	1637	2407	2903	3912	4834
營業外收入	144	221	168	200	200
營業外支出	16	10	20	20	20
利潤總額	1765	2618	3051	4092	5014
所得稅	215	328	398	536	657
少數股東損益	0	28	40	71	100
歸屬於母公司所有者的淨利潤	1550	2263	2613	3485	4257

**附二：合并資產負債表**

百萬元	2012	2013	2014	2015F	2016F
貨幣資金	3055	5613	6016	4506	6043
應收帳款	3944	5072	9310	11079	12187
存貨	1258	1416	1160	1328	1354
流動資產合計	10016	13352	17223	18084	20797
長期投資淨額	142	142	149	155	165
固定資產合計	3147	3281	3630	4066	4310
在建工程	126	593	956	717	538
無形資產	602	703	939	1033	1137
資產總計	14279	18616	23823	25419	27993
流動負債合計	6404	8534	12359	12977	14015
長期負債合計	556	570	604	713	841
負債合計	6960	9104	12963	13690	14856
少數股東權益	5	33	56	65	74
股東權益合計	7320	9511	10861	11729	13137
負債和股東權益總計	14279	18616	23823	25419	27993

**附三：合并現金流量表**

百萬元	2012	2013	2014	2015F	2016F
經營活動產生的現金流量淨額	1372	2802	3205	3446	3790
投資活動產生的現金流量淨額	-2316	-153	-1714	-1782	-1515
籌資活動產生的現金流量淨額	2859	-1186	-1177	-671	-738
現金及現金等價物淨增加額	1915	1463	315	993	1538

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群證益券(香港)有限公司提供的投資服務，不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券@持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券@。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。