

2016年03月10日

刘帅
C0067@e-capital.com.cn
目标价(元)

RMB 23

宇通客车 (600066.SH)

Buy 买入

龙头地位稳固，新能源客车市场占有率有望提高

结论与建议：

近期，我们与公司进行了交流。公司销量平稳增长，龙头地位稳固。国务院会议提高政府采购新能源汽车的比例保证了行业的稳步发展，而打击骗补有助于提高公司新能源客车的市场占有率。预计由于补贴政策的变化，今年8米以上新能源客车占比有望增加，其单价和毛利率都较6~8米客车高。同时公司积极开拓国际市场，我们预计全年销量7.2万辆左右，YoY+7%。新能源客车销量有望增长25%，约2.55万辆左右。

预计公司2015、16、17年营收分别为309.03亿、346.91亿和392.58亿元，YOY+20.11%、12.26%和13.17%；净利润为33.43亿、41.01亿和47.63亿元，YOY+27.94%、22.67%和16.15%，EPS分别为1.51元、1.85元和2.15元。当前股价对应P/E为13倍、11倍和9倍。公司客车及新能源客车龙头地位稳固，维持买入建议。目标价23元，16年动态PE为12x。

公司基本资讯

产业别	汽车
A 股价(2016/3/10)	19.33
上证综指(2016/3/10)	2804.73
股价 12 个月高/低	33.18/16.73
总发行股数(百万)	2213.94
A 股数(百万)	1903.48
A 市值(亿元)	367.94
主要股东	郑州宇通集团有限公司(37.19%)
每股净值(元)	5.05
股价/账面净值	3.82
股价涨跌(%)	一个月 三个月 一年
	2.2 -6.3 9.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2015-10-28	31.23	买入

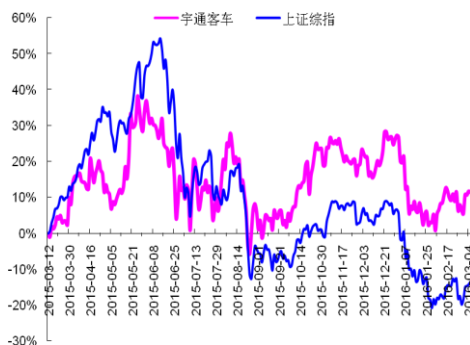
产品组合

客车销售	91.9%
客运服务	0.5%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	5.5%
一般法人	45.0%

股价相对大盘走势



■ **新年开局平稳，全年销量有望稳步增长：**公司15年全年销量6.7万辆，YoY+9.16%，国内市场占比20%，其中新能源客车销量为2.04万辆，YOY增长近180%，国内市场占比16.5%。今年前两个月合计共销售9096辆，YOY+20.51%，新能源客车销量约1200辆，同比增长约70%。我们认为，受益于新能源客车稳步发展、城镇化建设带来的公交需求提升以及旅游市场的蓬勃发展带来的旅游车需求，我们预计公司2016年全年销量有望达7.2万辆，同比增长7%左右。

■ **打击骗补、政策扶持有望维持提高公司新能源客车市场占比：**今年年初，财政部、工信部等四部委启动针对新能源补贴发放“骗补”的检查。此举将对没有核心竞争力的生产企业打击较大、有助于促进行业集中度的提升；宇通作为新能源客车龙头，2015年新能源客车市占率（16.5%）低于客车市占率（20%），市占率有望进一步提升。国务院2月24日召开会议，将“中央国家机关、新能源汽车推广应用城市的政府部门及公共机构购买新能源汽车占比”由30%提升到了50%。政策的扶持有望维持新能源客车销量的较高增长，我们预计公司全年新能源客车销量有望增长25%，达2.55万辆左右。

■ **产品结构不断优化，技术及工艺进步将持续降低成本：**由于2015年6~8米新能源客车补贴较多，导致公司去年6~8米新能源客车销量占比40%以上。由于今年6~8米补贴退坡较多，而8米以上的高性能产品补贴不变，预计8米以上新能源客车占比将明显提升，其单价和毛利率都将比8米以下客车高。公司新能源客车Ekg<0.25，能享受最高档的补贴。同时，公司在动力平台、整车控制、驱动技术等关键技术领域不断进行技术研发和工艺改善，“五合一控制器”等技术促进了成本的不断降低。虽然新能源客车补贴金额将逐年降低，但公司预计动力电池价格的降低、技术进步与工艺改善将保持毛利基本稳定。

■ **海外市场空间广阔：**公司是全球最大的客车生产企业，具有全球领先的技术与制造能力，2015年出口约6500辆，占比约10%。目前公司新能源客车已在巴黎试运营，反应良好。随着人民币汇率有所贬值，公司有望打开海外市场的广阔空间。

■ **盈利预测：**预计公司2015、16、17年营收分别为309.03亿、346.91亿和392.58亿元，YOY+20.11%、12.26%和13.17%；净利润为33.43亿、41.01亿和47.63亿元，YOY+27.94%、22.67%和16.15%，EPS分别为1.51元、1.85元和2.15元。当前股价对应P/E为13倍、11倍和9倍。公司客车及新能源客车龙头地位稳固，维持买入建议。目标价23元，16

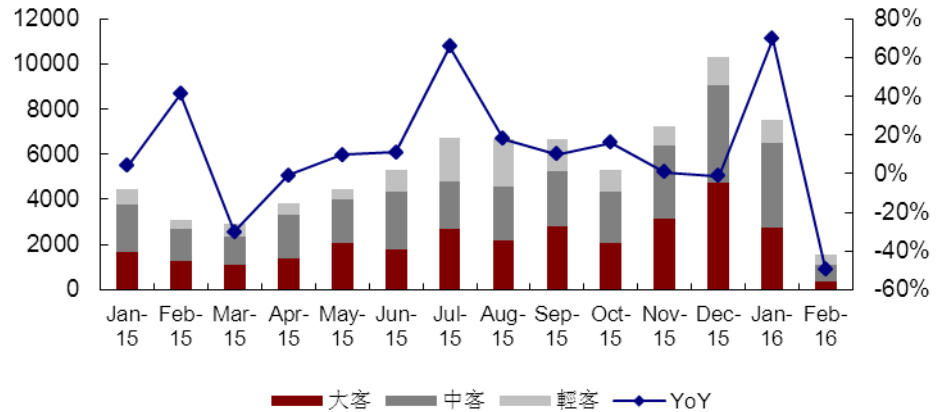
年动态 PE 为 12x.

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015F	2016F	2017F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	2263	2613	3343	4101	4763
同比增减	%	46.02%	15.45%	27.94%	22.67%	16.15%
每股盈余(EPS)	RMB 元	1.781	2.055	1.510	1.852	2.151
同比增减	%	45.91%	15.36%	-26.52%	22.67%	16.15%
A 股市盈率(P/E)	X	11.04	9.57	13.02	10.62	9.14
股利(DPS)	RMB 元	0.500	1.000	1.000	1.050	1.100
股息率(Yield)	%	2.54%	5.09%	5.09%	5.34%	5.60%

图表一：宇通客车月度销量及 YoY

(单位：辆)



资料来源：公司公告，群益证券

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%); 买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2013	2014	2015F	2016F	2017F
营业收入	22198	25728	30903	34691	39259
经营成本	17076	19481	23229	25736	29126
营业税金及附加	142	155	187	211	239
销售费用	1323	1518	1906	2140	2375
管理费用	1284	1452	1795	2016	2238
财务费用	-3	-25	-115	-123	-148
资产减值损失	12	357	46	200	200
投资收益	36	98	34	80	100
营业利润	2407	2903	3729	4593	5332
营业外收入	221	168	230	260	300
营业外支出	10	20	48	53	58
利润总额	2618	3051	3911	4800	5574
所得税	328	398	490	603	699
少数股东损益	28	40	79	97	112
归属于母公司所有者的净利润	2263	2613	3343	4101	4763

附二：合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015F	2016F	2017F
货币资金	5613	6016	4506	6043	8113
应收帐款	5072	9310	11079	12187	13405
存货	1416	1160	1328	1354	1381
流动资产合计	13352	17223	18084	20797	23917
长期投资净额	142	149	155	165	165
固定资产合计	3281	3630	4066	4310	4569
在建工程	593	956	717	538	403
无形资产	703	939	1033	1137	1250
资产总计	18616	23823	25419	27993	30842
流动负债合计	8534	12359	12977	14015	15136
长期负债合计	570	604	713	841	993
负债合计	9104	12963	13690	14856	16129
少数股东权益	33	56	65	74	85
股东权益合计	9511	10861	11729	13137	14713
负债和股东权益总计	18616	23823	25419	27993	30842

附三：合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015F	2016F	2017F
经营活动产生的现金流量净额	2802	3205	3446	3790	4169
投资活动产生的现金流量净额	-153	-1714	-1782	-1515	-1288
筹资活动产生的现金流量净额	-1186	-1177	-671	-738	-811
现金及现金等价物净增加额	1463	315	993	1538	2070

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。