

2016 年 04 月 05 日

刘帅  
C0067@e-capital.com.cn  
目标价(元)

RMB 25

### 公司基本资讯

产业别	汽车
A 股价(2016/4/5)	20.33
上证综指(2016/4/5)	3053.07
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)	386.98
主要股东	郑州宇通集团有限公司(37.19%)
每股净值(元)	5.81
股价/账面净值	3.50
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	2.6 -5.6 -1.3

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

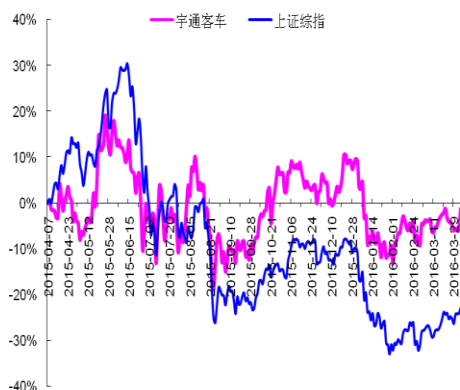
### 产品组合

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



## 宇通客车 (600066.SH)

Buy 买入

股息率 7.3%，海外销量逆势增长，新能源客车市场占有率有望提高  
结论与建议：

公司 2015 年实现营收 312.11 亿元，YOY+21.31%；净利润 35.35 亿元，YOY+35.31%，EPS 为 1.6 元。分配方案为每股派发红利 1.5 元，YOY+50%，股息率为 7.3%。公司销量平稳增长，YoY+9.16%；在 2015 年行业出口数量同比下滑 24.41%的背景下，公司出口销量 YOY+ 7.3%，龙头地位稳固。我们认为，由于新能源补贴政策的调整，今年轻型客车增速将有所回落，大中型客车占比将得到提升。新的补贴政策和对骗补的打击有助于提高公司新能源客车的市场占有率。预计公司 2016 年销量 7.2 万辆左右，YoY+8%。新能源客车销量有望增长 27%，约 2.6 万辆。

预计公司 2016、17 年营收分别为 346.78 亿和 385.92 亿元，YOY+11.11%和+10.36%；净利润为 40.40 亿和 44.89 亿元，YOY+14.29%和 11.10%，EPS 分别为 1.82 元和 2.03 元。当前股价对应 P/E 为 11 倍和 10 倍。维持买入建议。目标价 23 元，17 年动态 PE 为 12.3x。

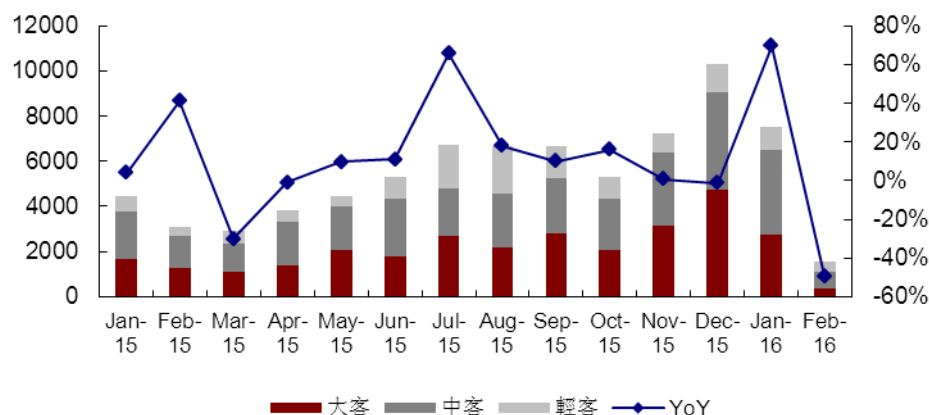
- **新能源客车销量大增致使全年业绩表现亮丽，股息率 7.7%：**公司发布年报，全年业绩表现亮眼。2015 年实现营收 312.11 亿元，YOY+21.31%；净利润 35.35 亿元，YOY+35.31%，EPS 为 1.6 元。分配方案为每股派发红利 1.5 元，YOY+50%，股息率为 7.3%。从销量来看，公司 15 年销量 6.7 万辆，YoY+9.16%，国内市占率 26.1%；其中新能源客车销量 2.04 万辆，YOY+176%，国内市占率 16.5%。新能源客车销量的爆发式增长是导致全年业绩高增长的主要原因。
- **出口销量逆势增长：**公司是全球最大的客车生产企业。2015 年中国 5 米以上客车出口数量 YOY-24.41%，而公司出口逆势增长，达 7018 台，YOY+7.3%。随着人民币汇率有所贬值，公司出口销量有望持续增加。
- **预计今年产品结构将有所调整：**按车长计，2015 年公司大型客车销量 2.7 万辆，YOY-1.6%；中型车销量为 2.8 万辆，YOY+7%；轻型车销量为 1.2 万辆，YOY+51%。由于去年补贴政策倾向于 6~8 米的新能源客车，致使去年轻型车高速增长，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，预计今年轻型车增速将有所回落，8 米以上新能源客车占比将明显提升。按用途计，目前座位客车行业中，客运占比 41%、旅游车占比 24%、通勤车占比 35%，我们认为由于中长途客运受高铁冲击、短途客运受公交化改造影响，客运车占比将持续下降；公交车将稳步发展；受旅游市场发展及城市规模扩大、工厂外迁影响，旅游车及通勤车将继续保持较高增长态势。
- **打击骗补、补贴新政有望提升公司新能源客车市占率：**年初四部委启动针对新能源补贴“骗补”的检查。此举将打击没有核心竞争力的生产企业、有助于提高行业集中度；今年开始实行的新补贴政策中，引入了单位载质量能量消耗量 (Ekg) 的指标，公司新能源客车 Ekg<0.25，能享受最高档的补贴。作为行业龙头，公司新能源客车市占率有望获得提升。
- **全年销量将稳步增长：**今年前两个月公司合计销售客车 9096 辆，YOY+20.51%，新能源客车销量约 1200 辆，同比增长约 70%。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 年销量 7.2 万辆左右，YoY+8%。新能源客车销量有望增长 27%，约 2.6 万辆。
- **盈利预测：**预计公司 2016、17 年营收分别为 346.78 亿和 385.92 亿元，YOY+11.11%和+10.36%；净利润为 40.40 亿和 44.89 亿元，YOY+14.29%和 11.10%，EPS 分别为 1.82 元和 2.03 元。当前股价对应 P/E 为 11 倍和 10 倍。维持买入建议。目标价 25 元，17 年动态 PE 为 12.3x。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016F	2017F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	2263	2613	3535	4040	4489
同比增减	%	46.02%	15.45%	35.31%	14.29%	11.10%
每股盈余(EPS)	RMB 元	1.781	2.055	1.597	1.825	2.028
同比增减	%	45.91%	15.36%	-22.29%	14.29%	11.10%
A 股市盈率(P/E)	X	10.89	9.44	12.15	10.63	9.57
股利(DPS)	RMB 元	0.500	1.000	1.500	1.550	1.600
股息率(Yield)	%	2.58%	5.15%	7.73%	7.99%	8.25%

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 ( $ER \geq 30\%$ ); 买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ ); 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

附一：合并损益表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
营业收入	22198	25728	31211	34678	38271
经营成本	17076	19481	23306	25887	28580
营业税金及附加	142	155	152	170	188
销售费用	1323	1518	2034	2140	2361
管理费用	1284	1452	1813	2015	2224
财务费用	-3	-25	-142	-132	-145
资产减值损失	12	357	241	200	200
投资收益	36	98	62	80	100
营业利润	2407	2903	3828	4482	4968
营业外收入	221	168	332	260	300
营业外支出	10	20	56	53	58
利润总额	2618	3051	4104	4689	5210
所得税	328	398	517	587	652
少数股东损益	28	40	52	62	68
归属于母公司所有者的净利润	2263	2613	3535	4040	4489

附二：合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
货币资金	5613	6016	6699	6043	8113
应收帐款	5072	9310	11363	12500	13750
存货	1416	1160	1547	1578	1610
流动资产合计	13352	17223	22983	26431	30395
长期投资净额	142	149	0	165	165
固定资产合计	3281	3630	4072	4316	4575
在建工程	593	956	585	439	329
无形资产	703	939	1464	1610	1771
资产总计	18616	23823	30139	33156	36492
流动负债合计	8534	12359	16317	17622	19032
长期负债合计	570	604	883	1042	1229
负债合计	9104	12963	17200	18664	20261
少数股东权益	33	56	79	91	104
股东权益合计	9511	10861	12939	14492	16231
负债和股东权益总计	18616	23823	30139	33156	36492

附三：合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015	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此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j @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j @。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。