

## 龙头地位稳固，新能源高增速依旧

### 投资要点

- **事件：公司发布2016年5月份产销数据快报。**5月份销售客车5698辆，同比增长28.7%；截至5月累计销售客车23316辆，累计同比增长24.3%。
- **龙头位置依旧稳固，增速向中型客车转移。**就公司客车整体增速而言，1-5月份中型客车累计销售8552辆，累计同比增速为52.6%，而中型客车5月份单月销量达3681辆，单月同比达90.1%。相比之下，公司大型和轻型客车1-5月份累计增速分别为-5.2%和17.1%，受新能源客车新政调整预期影响，公司灵活优化产品结构，有望最大程度上受益于新能源补贴红利。
- **逆势中增速超预期体现龙头实力。**客车行业今年以来一直受到“骗补”调查和新能源补贴政策变动传闻的影响，整体笼罩在“不景气”的阴霾之中。然而公司客车整体增速为24.3%，甚至超出我们之前对公司新能源客车2016年20%的增速预期，逆势扩张彰显龙头实力。新能源汽车补贴新政即将落地，下半年公司新能源客车销量井喷为大概率事件。
- **重申公司逻辑，洗牌利好龙头，市占率有望提升。**行业洗牌无疑会加大市场的集中度，公司作为行业龙头，营业收入多年来保持了15%以上的增速，毛利率维持20%以上。未来新能源客车销售占比有望维持在30%以上，市场占有率有望从目前的15%提升到30%。预计2016年公司新能源客车销售达2.4万辆，增速超过20%。
- **大概率维持高分红比率，精益达有望超预期。**2015年公司分红数额达33.2亿元，分红比例高达93.3%，公司已经度过2010-2014的新建新能源工厂、研发中心等高资本投入期，胜利果实亟待摘取，未来几年大概率会维持高分红比率。2015年精益达实现净利润6.1亿元，超出业绩承诺8.9%，预计精益达与公司协同作用将逐步提升，利润增长点进一步延伸。
- **估值与评级：**我们预计公司2016-2018年EPS预测分别为1.79元、1.99元和2.17元，对应PE分别为11倍、10倍和9倍。下半年为今年新能源客车行业的爆发期，公司作为客车龙头企业，最大程度受益。维持“买入”评级。
- **风险提示：**新能源客车推广或不及预期；新能源客车运营出现事故对行业产生重大不利影响；并购企业业绩实现或不及承诺等风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	31210.87	34390.31	37656.75	40276.20
增长率	21.31%	10.19%	9.50%	6.96%
归属母公司净利润(百万元)	3535.22	3954.99	4408.12	4793.76
增长率	35.31%	11.87%	11.46%	8.75%
每股收益EPS(元)	1.60	1.79	1.99	2.17
净资产收益率ROE	27.73%	29.40%	30.34%	30.67%
PE	12	11	10	9
PB	3.35	3.18	2.94	2.74

数据来源: Wind, 西南证券

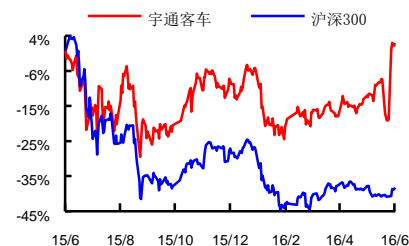
### 西南证券研究发展中心

分析师: 高翔  
执业证号: S1250515030001  
电话: 023-67898841  
邮箱: gaox@swsc.com.cn

联系人: 张荫先  
电话: 0755-23617478  
邮箱: zyx@swsc.com.cn

联系人: 石川  
电话: 023-67898871  
邮箱: sc@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	22.14
流通A股(亿股)	22.14
52周内股价区间(元)	16.73-23.71
总市值(亿元)	433.71
总资产(亿元)	274.22
每股净资产(元)	5.98

### 相关研究

1. 宇通客车(600066): 受益于行业规范的新能源客车龙头 (2016-05-06)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	31210.87	34390.31	37656.75	40276.20	净利润	3587.69	4004.16	4468.57	4858.36
营业成本	23305.90	25592.26	28036.34	30165.19	折旧与摊销	738.22	777.99	825.25	866.80
营业税金及附加	151.76	184.54	199.78	211.52	财务费用	-142.40	-25.38	-30.30	-36.37
销售费用	2034.37	2119.23	2259.41	2416.57	资产减值损失	240.74	240.74	240.74	240.74
管理费用	1812.93	1978.86	2127.61	2013.81	经营营运资本变动	190.37	5.68	171.19	189.99
财务费用	-142.40	-25.38	-30.30	-36.37	其他	1395.12	-309.41	-311.97	-309.54
资产减值损失	240.74	240.74	240.74	240.74	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>6009.74</b>	<b>4693.78</b>	<b>5363.49</b>	<b>5809.97</b>
投资收益	61.74	68.67	71.23	68.79	资本支出	-447.10	-400.00	-400.00	-400.00
公允价值变动损益	-41.04	0.00	0.00	0.00	其他	-3315.35	108.45	71.23	68.79
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-3762.45</b>	<b>-291.55</b>	<b>-328.77</b>	<b>-331.21</b>
<b>营业利润</b>	<b>3828.28</b>	<b>4368.73</b>	<b>4894.42</b>	<b>5333.54</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	276.06	221.29	227.36	233.45	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>4104.34</b>	<b>4590.02</b>	<b>5121.77</b>	<b>5567.00</b>	股权融资	-5.16	0.00	0.00	0.00
所得税	516.66	585.86	653.20	708.64	支付股利	-1477.33	-3320.91	-3361.74	-3746.90
净利润	3587.69	4004.16	4468.57	4858.36	其他	-7.89	24.29	30.30	36.37
少数股东损益	52.47	49.17	60.45	64.59	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1490.38</b>	<b>-3296.63</b>	<b>-3331.44</b>	<b>-3710.53</b>
归属母公司股东净利润	3535.22	3954.99	4408.12	4793.76	<b>现金流量净额</b>	<b>809.96</b>	<b>1105.60</b>	<b>1703.28</b>	<b>1768.24</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	6699.16	7804.76	9508.04	11276.28	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	12051.03	13386.16	14618.00	15652.09	销售收入增长率	21.31%	10.19%	9.50%	6.96%
存货	1547.38	1699.18	1861.45	2002.80	营业利润增长率	31.89%	14.12%	12.03%	8.97%
其他流动资产	2685.53	2782.04	2922.06	3034.34	净利润增长率	35.25%	11.61%	11.60%	8.72%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	24.73%	15.76%	11.09%	8.34%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	4656.67	4261.53	3839.13	3395.18	毛利率	25.33%	25.58%	25.55%	25.10%
无形资产和开发支出	1464.00	1482.18	1480.36	1458.54	三费率	11.87%	11.84%	11.57%	10.91%
其他非流动资产	1035.35	1034.32	1033.29	1032.26	净利率	11.49%	11.64%	11.87%	12.06%
<b>资产总计</b>	<b>30139.13</b>	<b>32450.17</b>	<b>35262.33</b>	<b>37851.49</b>	ROE	27.73%	29.40%	30.34%	30.67%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.90%	12.34%	12.67%	12.84%
应付和预收款项	15099.41	16608.86	18186.50	19552.98	ROIC	42.93%	47.72%	53.92%	60.61%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.17%	14.89%	15.11%	15.30%
其他负债	2100.33	2219.78	2347.47	2458.68	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>17199.75</b>	<b>18828.64</b>	<b>20533.97</b>	<b>22011.66</b>	总资产周转率	1.16	1.10	1.11	1.10
股本	2213.94	2213.94	2213.94	2213.94	固定资产周转率	8.10	8.66	10.16	12.04
资本公积	1278.77	1278.77	1278.77	1278.77	应收账款周转率	3.37	3.26	3.24	3.21
留存收益	9366.77	10000.85	11047.23	12094.09	存货周转率	17.22	15.77	15.75	15.61
归属母公司股东权益	12860.58	13493.56	14539.94	15586.80	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.04%	—	—	—
少数股东权益	78.81	127.98	188.43	253.03	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>12939.39</b>	<b>13621.53</b>	<b>14728.37</b>	<b>15839.82</b>	资产负债率	57.07%	58.02%	58.23%	58.15%
负债和股东权益合计	30139.13	32450.17	35262.33	37851.49	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.41	1.43	1.47	1.51
					速动比率	1.31	1.34	1.38	1.42
					股利支付率	41.79%	83.97%	76.26%	78.16%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.60	1.79	1.99	2.17
					每股净资产	5.84	6.15	6.65	7.15
					每股经营现金	2.71	2.12	2.42	2.62
					每股股利	0.67	1.50	1.52	1.69
业绩和估值指标									
EBITDA	4424.11	5121.34	5689.37	6163.97					
PE	12.27	10.97	9.84	9.05					
PB	3.35	3.18	2.94	2.74					
PS	1.39	1.26	1.15	1.08					
EV/EBITDA	7.76	6.49	5.54	4.83					
股息率	3.41%	7.66%	7.75%	8.64%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

### 广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

赵晨阳（上海办公）

021-68416926

15821921712

zcy@swsc.com.cn