

2016年10月25日

群益香港研究部

hk_research@e-capital.com.hk

目標價(元)

RMB 26

宇通客車 (600066.SH)

Buy 買入

公司基本資訊

產業別	汽車		
A 股價(2016/10/25)	22.33		
上證綜指(2016/10/25)	3131.94		
股價 12 個月高/低	23.28/17.89		
總發行股數(百萬)	2213.94		
A 股數(百萬)	1903.48		
A 市值(億元)	425.05		
主要股東	鄭州宇通集團有限公司(37.19%)		
每股淨值(元)	5.34		
股價/賬面淨值	4.18		
	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	0.6	1.5	10.8

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

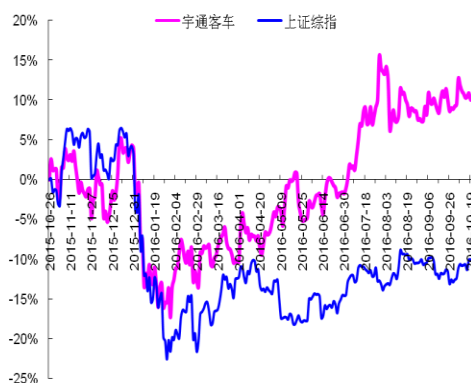
產品組合

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



Q3 淨利潤 YOY+13%，控成本、調結構提升公司盈利水平

結論與建議：

公司前三季度營收為 216.59 億元，YOY+14.42%；淨利潤 22.76 億元，YOY+22.04%；其中，Q3 營收 83.91 億元，YOY-1.77%；歸母淨利潤為 10.41 億元，YOY+13.26%。Q3 公司客車總銷量 1.77 萬輛，YOY-12%，新能源客車銷量約 5800 輛，YOY-3%；公司繼續保持營收增幅好于銷量增幅、利潤增幅好于營收增幅的良好趨勢。銷售結構中，公司 Q3 新能源客車占比約 33%，較去年同期提高約 4pct，大、中、輕客銷量增幅分別為-15%、25%、-53%，新能源化、大中化持續提升公司的盈利能力。電池成本的下降、產品結構的調整使得公司 Q3 毛利率 27.04%，同比提升 2.54pct，環比提高 1.75pct。今年國家持續整治新能源汽車行業，公司作為行業龍頭，將受益於行業集中度的提升。

我們預計公司 2016、17 年營收分別為 342 億和 366 億元，YOY+10%和+7%；淨利潤為 40 億和 43 億元，YOY+14%和 8%，EPS 為 1.82 元和 1.96 元。當前股價對應 P/E 為 12 倍和 11 倍。維持買入建議。目標價 26 元，17 年動態 PE 為 13x。

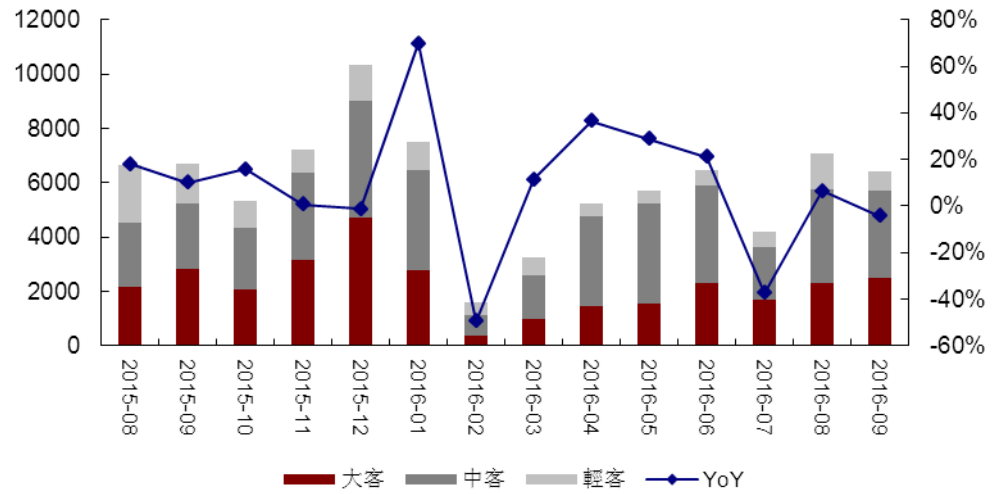
- **Q3 營收 YOY-1.77%，淨利潤 YOY+13.26%**：公司前三季度營收為 216.59 億元，YOY+14.42%；淨利潤 22.76 億元，YOY+22.04%；EPS 為 1.03 元。其中，Q3 營收 83.91 億元，YOY-1.77%；歸母淨利潤為 10.41 億元，YOY+13.26%；EPS 為 0.47 元。公司前三季度總銷量 4.75 萬輛，YOY+7.5%；新能源客車銷量 1.3 萬輛，YOY+32%；其中 Q3 客車總銷量 1.77 萬輛，YOY-12%，新能源客車銷量約 5800 輛，YOY-3%。Q3 公司繼續保持營收增幅好于銷量增幅、利潤增幅好于營收增幅的良好趨勢。
- **控成本、調結構提升公司盈利水平**：公司 Q3 毛利率 27.04%，同比提升 2.54pct，環比提高 1.75pct，主要歸因於公司降成本及結構優化。電池成本占整車成本 30%~50%，年中以來電池價格的下降提升了公司的盈利能力；Q3 公司銷售結構中新能源客車占比約 33%，較去年同期提高約 4pct，新能源客車中純電動客車的占比也有所提升。由於補貼政策的變更，公司 Q3 大、中、輕客銷量增幅分別為-15%、25%、-53%，中型車占比提高。新能源化、大中化持續提升公司的盈利能力。
- **行業龍頭有望受益新能源汽車市場整治**：今年國家持續整治新能源汽車行業，抓騙補、補漏洞，措施頻頻。2015、2016 上半年新能源客車銷量均在前五的蘇州金龍被追回補貼、處以 50%罰款，並從 2016 年起取消中央財政補助資格。重拳整治下，新能源客車行業集中度有望持續提升，公司作為行業龍頭將從中受益。我們維持公司新能源客車銷量 2.5 萬輛的預測；預計公司全年銷量有望達 7.1 萬輛，YOY+7%。
- **盈利預測**：我們預計公司 2016、17 年營收分別為 342 億和 366 億元，YOY+10%和+7%；淨利潤為 40 億和 43 億元，YOY+14%和 8%，EPS 為 1.82 元和 1.96 元。當前股價對應 P/E 為 12 倍和 11 倍。維持買入建議。目標價 26 元，17 年動態 PE 為 13x。

..... 接續下頁

年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016F	2017F
純利(Net profit)	RMB 百萬元	2263	2613	3535	4020	4329
同比增減	%	46.02%	15.45%	35.31%	13.71%	7.68%
每股盈餘(EPS)	RMB 元	1.781	1.769	1.597	1.816	1.955
同比增減	%	45.91%	-0.69%	-9.73%	13.71%	7.68%
A 股市盈率(P/E)	X	12.32	12.41	13.75	14.32	13.30
股利(DPS)	RMB 元	0.500	1.000	1.500	1.550	1.600
股息率(Yield)	%	2.28%	4.56%	6.83%	5.96%	6.15%

图表一：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)為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER ≥ 30%)；買入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并損益表

百萬元	2013	2014	2015	2016F	2017F
營業收入	22198	25728	31211	34219	36551
經營成本	17076	19481	23306	25133	26861
營業稅金及附加	142	155	152	127	146
銷售費用	1323	1518	2034	2430	2584
管理費用	1284	1452	1813	1896	1992
財務費用	-3	-25	-142	103	128
資產減值損失	12	357	241	200	210
投資收益	36	98	62	77	85
營業利潤	2407	2903	3828	4412	4718
營業外收入	221	168	332	350	400
營業外支出	10	20	56	40	50
利潤總額	2618	3051	4104	4722	5068
所得稅	328	398	517	614	651
少數股東損益	28	40	52	88	88
歸屬於母公司所有者的淨利潤	2263	2613	3535	4020	4329

附二：合并資產負債表

百萬元	2013	2014	2015	2016F	2017F
貨幣資金	5613	6016	6699	5286	8036
應收帳款	5072	9310	11363	12500	13750
存貨	1416	1160	1547	1578	1610
流動資產合計	13352	17223	22983	26431	30395
長期投資淨額	142	149	0	165	165
固定資產合計	3281	3630	4072	4316	4575
在建工程	593	956	585	439	329
無形資產	703	939	1464	1610	1771
資產總計	18616	23823	30139	33156	36492
流動負債合計	8534	12359	16317	17622	19032
長期負債合計	570	604	883	1042	1229
負債合計	9104	12963	17200	18664	20261
少數股東權益	33	56	79	91	104
股東權益合計	9511	10861	12939	14492	16231
負債和股東權益總計	18616	23823	30139	33156	36492

附三：合并現金流量表

百萬元	2013	2014	2015	2016F	2017F
經營活動產生的現金流量淨額	2802	3205	6010	6611	7272
投資活動產生的現金流量淨額	-153	-1714	-3762	-3198	-2718
籌資活動產生的現金流量淨額	-1186	-1177	-1490	-1639	-1803
現金及現金等價物淨增加額	1463	315	757	1773	2750

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益證券(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在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何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。