

**2016 年 12 月 06 日**
**刘帅**
**C0067@ capital.com.tw**
**目标价(元)**
**RMB 25**
**公司基本资讯**

产业别	汽车		
A 股价(2016/12/5)	20.78		
上证综指(2016/12/5)	3204.71		
股价 12 个月高/低	23.28/17.89		
总发行股数(百万)	2213.94		
A 股数(百万)	1903.48		
A 市值(亿元)	395.54		
主要股东	郑州宇通集团有限公司(37.19%)		
每股净值(元)	5.34		
股价/账面净值	3.89		
一个月	三个月	一年	
股价涨跌(%)	-2.4	-7.0	3.7

**近期评等**

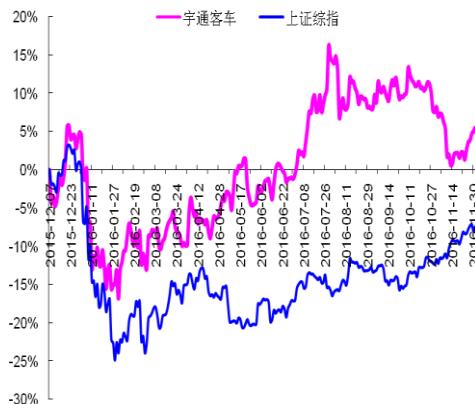
出刊日期	前日收盘	评等
2016-08-24	21.95	买入

**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**

**宇通客车 (600066.SH)**
**Buy 买入**
**16 款车入选第四批推广目录，年末新能源客车有望放量**
**结论与建议：**

公司 11 月销售客车 7228 辆，YoY+0.1%，MOM+33%；其中新能源客车销量约 3700 辆，YOY+16%、MOM+76%。依据 12 月 2 日发布的《新能源汽车推广应用推荐车型目录》（第四批），公司入选 16 款新能源客车，由于明年新能源汽车推广目录要重审、新能源汽车补贴金额也会降低，预计 12 月行业将迎来销量高峰，公司全年新能源客车有望达到 2.5 万辆的销售目标。近期市场担心补贴或大幅退坡影响公司未来利润，我们认为目前明年的补贴办法尚未出炉，但上游锂电池成本也大幅下降，并且公司作为客车龙头议价能力强，市占率有望提升、核心竞争力未变，公司盈利能力将领先行业。

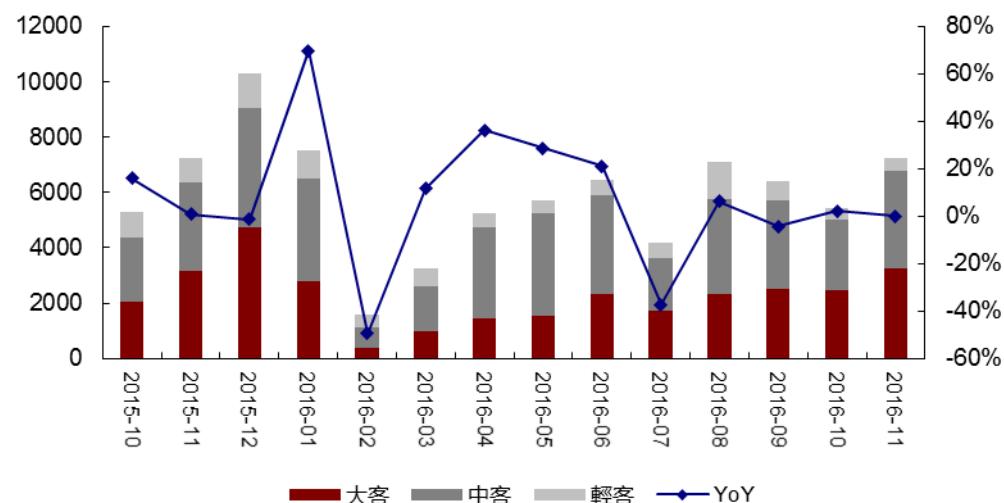
我们预计公司 2016、17 年营收分别为 340 亿和 365 亿元，YOY+9% 和 +8%；净利润为 40 亿和 43 亿元，YOY+14% 和 7%，EPS 为 1.81 元和 1.93 元。当前股价对应股息率近 6%，对应 16/17 年 P/E 为 12 倍和 11 倍。维持买入建议。目标价 25 元，17 年动态 PE 为 13x。

- **11 月新能源客车销量 3700 辆，YOY+16%：**公司 11 月销售客车共计 7228 辆，YoY+0.1%，MOM+33%。按车长来看，大客同比增长 3%，中客同比增长 10%，由于补贴政策调整带来的影响，轻客同比下滑 48%。前 11 月客车总销量 6.01 万辆，YOY+6.1%。我们预计 2016 年全年销量 7.1 万辆，YOY+6%。11 月新能源客车销量约为 3700 辆，较去年同期的 3200 辆同比增加 16%、环比上月增加 76%。前 11 月新能源客车销量合计约 1.9 万辆，YOY+26%。
- **第四批新能源车推广目录公布，公司 16 款客车入选：**依据 12 月 2 日工信部发布的《新能源汽车推广应用推荐车型目录》（第四批），共有 678 款新能源车，其中乘用车 63 款、客车 371 款、货车及专用车 244 款。宇通客车入选 16 款新能源客车，占比 4.3%，其中纯电动客车 9 款、插电混动客车 7 款。宇通重工入选 16 款垃圾车扫路车运输车等电动货车和专用车，占比 6.6%。
- **年底新能源车有望放量，有望完成 2.5 万辆销售目标：**由于明年新能源汽车推广目录要重审、新能源汽车补贴金额也会降低，预计 12 月行业将迎来销量高峰。公司作为客车龙头企业，其生产能力和销售渠道将优于行业平均。我们预计公司全年新能源客车有望达到 2.5 万辆的销售目标，YOY+25%。
- **核心竞争力突出，新能源客车市占率有望提高：**客车企业的核心竞争力在于成本控制、快速反应和渠道控制，不论动力来源是发动机+变速器，或是动力锂电池，大部分均为外购，动力来源的改变不会在本质上影响公司的核心竞争力。今年国家持续整治新能源汽车行业，2015、2016 上半年新能源客车销量均在前五的苏州金龙被追回补贴、处以 50% 罚款，并从 2016 年起取消中央财政补助资格。重拳整治下，新能源客车行业集中度有望持续提升，公司作为行业龙头、市占率有望提高。虽然明年补贴金额会有下降（具体补贴办法尚未出台），但新能源汽车产业链上游的成本也在迅速下降，公司作为行业龙头拥有较强的议价能力，盈利能力将领先行业。
- **盈利预测：**我们预计公司 2016、17 年营收分别为 340 亿和 365 亿元，YOY+9% 和 +8%；净利润为 40 亿和 43 亿元，YOY+14% 和 7%，EPS 为 1.81 元和 1.93 元。当前股价对应股息率近 6%，对应 16/17 年 P/E 为 12 倍和 11 倍。维持买入建议。目标价 25 元，17 年动态 PE 为 13x。

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	4016	4278
同比增减	%	46.02%	15.45%	35.31%	13.61%	6.52%
每股盈余(EPS)	RMB 元	1.781	1.769	1.597	1.814	1.932
同比增减	%	45.91%	-0.69%	-9.73%	13.61%	6.52%
A 股市盈率(P/E)	X	11.79	11.87	13.15	11.58	10.87
股利(DPS)	RMB 元	0.500	1.000	1.500	1.200	1.300
股息率(Yield)	%	2.38%	4.76%	7.14%	5.71%	6.19%

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	33993	36542
经营成本	17076	19481	23306	24949	26948
营业税金及附加	142	155	152	126	146
销售费用	1323	1518	2034	2414	2558
管理费用	1284	1452	1813	1921	2010
财务费用	-3	-25	-142	119	110
资产减值损失	12	357	241	200	210
投资收益	36	98	62	70	77
营业利润	2407	2903	3828	4338	4641
营业外收入	221	168	332	400	420
营业外支出	10	20	56	40	50
利润总额	2618	3051	4104	4698	5011
所得税	328	398	517	612	654
少数股东损益	28	40	52	69	78
归属于母公司所有者的净利润	2263	2613	3535	4016	4278

**附二：合并资产负债表**

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
货币资金	5613	6016	6699	5286	8036
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	6010	6611	7272
投资活动产生的现金流量净额	-153	-1714	-3762	-3198	-2718
筹资活动产生的现金流量净额	-1186	-1177	-1490	-1639	-1803
现金及现金等价物净增加额	1463	315	757	1773	2750

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.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。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)有限公司及其任何之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和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之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。