

2016年12月13日

刘帅
C0067@capital.com.tw
目标价(元)

RMB 25

宇通客车 (600066.SH)

Buy 买入

2016 新能源客车有望完成销售目标, 2017 利润有望保持增长

结论与建议:

公司 11 月销售新能源客车约 3700 辆, 前 11 月新能源客车销量合计约 1.9 万辆, YOY+26%。公司 16 款客车入选第四批《新能源汽车推广应用推荐车型目录》, 12 月将大概率实现 6000 辆以上的销量, 全年 2.5 万辆新能源客车目标有望达成。公司近期也即将收到约 32 亿元 2015 年新能源客车国补, 这将改善公司的现金流。新的新能源客车补贴即将出炉, 预计将依照能量密度的不同给予不同的补贴, 公司将协同电池厂商达到或接近最高档的补贴标准。虽然 2017 年新能源客车行业可能下滑, 但公司市场份额有望提升、产品结构也将变化使得单车均价和利润持平或略升。此外, 动力电池等成本均将不断下降, 公司作为行业龙头拥有较强的议价能力。明年利润有望保持增长。

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 2016 年股息率近 6%, 2016、17 年 P/E 为 11 倍和 11 倍。维持买入建议。目标价 25 元, 17 年动态 PE 为 13x。

公司基本资讯

产业别	汽车		
A 股价(2016/12/13)	20.29		
上证综指(2016/12/13)	3155.04		
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)	386.22		
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	3.80		
股价涨跌(%)	一个月	三个月	一年
	0.4	-7.4	3.9

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2016-12-05	20.78	买入

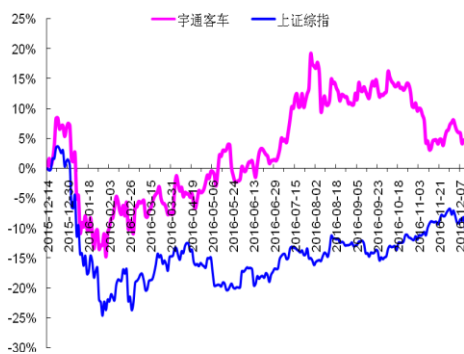
产品组合

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



■ **约 32 亿元 2015 年新能源客车国补即将收到:** 近日中通客车公告称收到聊城市财政局转支付的 2015 年国家新能源汽车补贴 20.36 亿元。宇通客车 2015 年国补欠款 32 亿, 由于补贴需要经过省市转支付, 公司预计近期将收到这笔补贴。该款项将直接冲减公司已销售新能源客车形成的应收账款, 改善公司的现金流。

■ **2016 全年新能源客车销量目标有望实现:** 公司 11 月销售客车共计 7228 辆, 其中新能源客车销量约 3700 辆, 前 11 月新能源客车销量合计约 1.9 万辆, YOY+26%。公司 16 款客车入选《新能源汽车推广应用推荐车型目录》(第四批), 公司 12 月将大概率实现 6000 辆以上的销量, 全年 2.5 万辆新能源客车目标有望达成。我们预计 2016 年全年销量 7.1 万辆, YOY+6%。

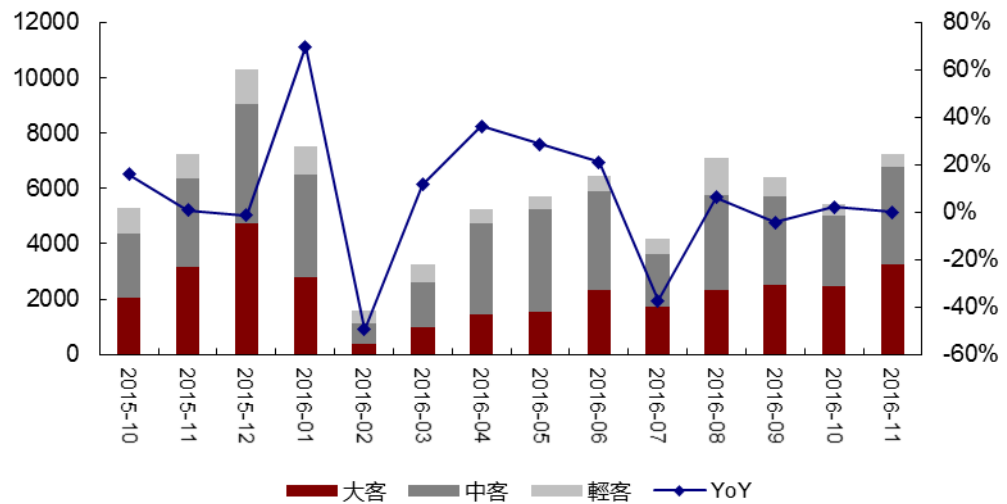
■ **明年新能源客车行业下滑, 但公司利润有望保持增长:** 11 月 9 日网络流传一份新的补贴标准, 纯电动客车将按照能量密度的不同给予不同的补贴金额。公司表示最终版本大概率与网传版本方向是一致的, 公司会协同电池厂商提升能量密度, 有信心达到或接近最高档的补贴标准, 不能依照现有车型的能源密度推算明年的补贴下降幅度。总体来看, 明年新能源客车行业整体或呈现下滑态势、同等车型的售价也会降低。但公司利润有望保持增长。原因为: ①明年新能源客车行业集中度将提升, 公司占比也将提高; ②产品结构会发生变化。根据补贴政策的调整, 2015 年销量最大的品类为 6-8 米客车; 2016 年 8 米为主; 明年有望 8-10 米品类占比提升, 单车的售价和利润将得到保证。③整个产业链如动力电池等成本均将不断下降, 而电池成本占比 30%~50%。公司作为行业龙头拥有较强的议价能力, 补贴下降的份额将由整个产业链一起承担。

■ **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 2016 年股息率近 6%, 2016、17 年 P/E 为 11 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)	%	2.28%	4.56%	6.83%	5.91%	6.41%

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,不在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。