

公司有望获得资本市场重新定位



投资要点

- **12月客车销量超市场预期。**公司12月客车销量10459辆，同比环比分别增长26.3%和45.8%，大幅超市场预期。主要原因是新能源客车单月销量超预期。12月新能源客车销量约2300辆，11月新能源客车销量约1000多辆，新能源客车环比增长1000多辆，另外，传统客车在12月旺季中也实现环比增长。
- **4季度单季新能源客车高于前3季度总量，看好15年新能源客车销量释放。**因12月新能源客车订单超预期，导致4季度新能源客车总销量约为4300辆，高于前3季度新能源客车总量。主要原因是，部分新能源订单均集中在旺季体现，另外E7电动车上市成为公司新能源客车增量原因之一。随着公司纯电动客车其它系列在15年陆续推向市场及15年是地方政府新能源客车考核年，我们看好公司新能源客车需求释放，预计15年新能源客车销量有望增长50%以上。
- **预计4季度盈利增速将高于销量增速。**4季度公司客车销量2.22万辆，同比增长13.8%，因新能源客车比重高，比重达到19.4%，预计4季度盈利增速有望在25%以上，有望远高于销量增速。
- **高比例分红，业绩增长确定性高，优质公司有望获得资本市场重新定位。**公司在资产注入方案中承诺，2014年-2016年以不少于当年实现可分配利润的50%用于现金分红或回购股份，高比例分红彰显公司充分考虑流通股股东利益。预计15年新能源客车仍然是公司销量和盈利增长点之一，另外客车出口有望稳定增长，15年折旧有望同比大幅下降，预计15年业绩增长确定性高。目前公司股价对应14年、15年PE12.8、10倍，其它相关新能源汽车企业及相关产业链公司估值远高于公司估值水平。高比例分红、业绩增长确定性高，公司有望获得资本市场重新定位，估值仍将修复。

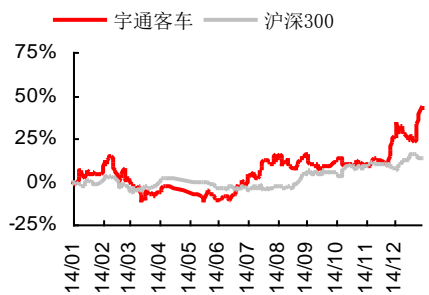
财务与估值：预计2014-2016年EPS分别为1.85、2.26、2.75元，参照可比公司平均估值水平及新能源汽车比亚迪估值水平，给予2015年13倍PE估值，目标价30元，公司估值尚未反映新能源汽车估值溢价，维持买入评级。

风险提示：经济下滑导致客车需求低于预期，新能源订单交付时间的不确定性。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

| | |
|------------------|-----------------|
| 股价 (2015年01月06日) | 23.73元 |
| 目标价格 | 30.00元 |
| 52周最高价/最低价 | 23.99/14.92元 |
| 总股本/流通A股 (万股) | 147,733/124,486 |
| A股市值 (百万元) | 35,057 |
| 国家/地区 | 中国 |
| 行业 | 汽车与零部件 |
| 报告发布日期 | 2015年01月07日 |

| 股价表现 | 1周 | 1月 | 3月 | 12月 |
|-----------|------|------|-------|-------|
| 绝对表现 (%) | 13.4 | 15.6 | 30.2 | 37.3 |
| 相对表现 (%) | 8.1 | -0.9 | -18.4 | -25.4 |
| 沪深300 (%) | 5.3 | 16.5 | 48.6 | 62.7 |



资料来源：WIND、东方证券研究所

公司主要财务信息

| | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 19,763 | 22,094 | 26,276 | 29,849 | 34,179 |
| 同比增长 | 16.7% | 11.8% | 18.9% | 13.6% | 14.5% |
| 营业利润 (百万元) | 1,637 | 1,884 | 2,942 | 3,624 | 4,451 |
| 同比增长 | 23.0% | 15.1% | 56.1% | 23.2% | 22.8% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 1,550 | 1,823 | 2,734 | 3,334 | 4,064 |
| 同比增长 | 31.2% | 17.6% | 50.0% | 22.0% | 21.9% |
| 每股收益 (元) | 1.05 | 1.23 | 1.85 | 2.26 | 2.75 |
| 毛利率 | 20.0% | 19.5% | 22.9% | 23.3% | 23.3% |
| 净利率 | 7.8% | 8.2% | 10.4% | 11.2% | 11.9% |
| 净资产收益率 | 29.1% | 22.7% | 24.0% | 22.0% | 23.0% |
| 市盈率 (倍) | 22.6 | 19.2 | 12.8 | 10.5 | 8.6 |
| 市净率 (倍) | 4.8 | 4.0 | 2.5 | 2.2 | 1.8 |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

证券分析师 姜雪晴
021-63325888*6097
jiangxueqing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512060001

相关报告

- 3季度业绩超预期，4季度新能源客车有望放量 2014-10-22
- 业绩超预期，预计3季度有望量利齐升 2014-08-31
- 新增分红，提升业绩增厚幅度，看好4季度新能源客车释放 2014-08-19

表 1：可比公司估值比较

| | 收盘价 1月6日 | EPS | | | PE | | | EPS复合增速 |
|------|-------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|---------|
| | | 2013A | 2014E | 2015E | 2013A | 2014E | 2015E | |
| 长安汽车 | 19.36 | 0.75 | 1.61 | 1.99 | 25.81 | 12.02 | 9.73 | 62.89% |
| 上汽集团 | 24.67 | 2.25 | 2.55 | 2.97 | 10.96 | 9.67 | 8.31 | 14.89% |
| 福耀玻璃 | 13.18 | 0.96 | 1.12 | 1.27 | 13.73 | 11.77 | 10.38 | 15.02% |
| 江铃汽车 | 35.6 | 1.97 | 2.4 | 2.89 | 18.07 | 14.83 | 12.32 | 21.12% |
| 潍柴动力 | 29.95 | 1.79 | 2.54 | 2.34 | 16.73 | 11.79 | 12.8 | 14.34% |
| 金龙汽车 | 12.68 | 0.52 | 0.67 | 0.85 | 24.38 | 18.93 | 14.92 | 27.85% |
| 福田汽车 | 6.59 | 0.27 | 0.15 | 0.4 | 24.41 | 43.93 | 16.48 | 21.72% |
| 平均 | | | | | 19.16 | 17.56 | 12.13 | 25.40% |
| 宇通客车 | 23.73 | 1.23 | 1.81 | 2.26 | 19.29 | 13.11 | 10.50 | 35.55% |
| 比亚迪 | 40.33 | 0.22 | 0.49 | 0.97 | 183.32 | 82.31 | 41.58 | 109.98% |

资料来源：WIND、东方证券研究所

表 2：盈利预测调整比较（说明：预测调整主要是因为金益达资产注入导致盈利能力提升，13 年数据尚未调整）

| | 调整前 | | 调整后 | |
|-----------|--------|--------|----------------|----------------|
| | 2014E | 2015E | 2014E | 2015E |
| 营业收入 | 25,463 | 29,784 | 26,276 | 29,849 |
| 变动幅度 | | | 3.19% | 0.22% |
| 营业成本 | 20,416 | 23,656 | 20,269 | 22,897 |
| 变动幅度 | | | -0.72% | -3.21% |
| 毛利率 | 19.80% | 20.60% | 22.90% | 23.30% |
| 变动幅度 | | | 3.10% | 2.70% |
| 营业费用 | 1,400 | 1,638 | 1,535 | 1,731 |
| 变动幅度 | | | 9.64% | 5.68% |
| 管理费用 | 1,120 | 1,281 | 1,445 | 1,478 |
| 变动幅度 | | | 29.02% | 15.38% |
| 财务费用 | -42 | -24 | -50 | -40 |
| 变动幅度 | | | -19.05% | -66.67% |
| 投资净收益 | 60 | 40 | 60 | 40 |
| 变动幅度 | | | 0.00% | 0.00% |
| 营业利润 | 2,441 | 3,071 | 2,942 | 3,624 |
| 变动幅度 | | | 20.52% | 18.01% |
| 少数股东损益 | 1 | 1 | 1 | 2 |
| 变动幅度 | | | 0.00% | 100.00% |
| 归属于母公司净利润 | 2,294 | 2,850 | 2,734 | 3,334 |
| 变动幅度 | | | 19.18% | 16.98% |
| 每股收益（元） | 1.81 | 2.24 | 1.85 | 2.26 |
| 变动幅度 | | | 2.21% | 0.89% |
| 净利率 | 9.00% | 9.60% | 10.40% | 11.20% |
| 变动幅度 | | | 1.40% | 1.60% |

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止2014年12月26日 00:00，东证资管-招行-东方红领先趋势集合资产管理计划持有宇通客车(600066,SH)股票10851050股，占总股本0.73%。

资管单独持有占总股本比超过1%。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

附表：财务报表预测与比率分析

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | 单位:百万元 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 货币资金 | 3,055 | 4,207 | 7,936 | 10,193 | 14,003 | 营业收入 | 19,763 | 22,094 | 26,276 | 29,849 | 34,179 |
| 应收账款 | 3,116 | 4,175 | 788 | 1,492 | 2,051 | 营业成本 | 15,818 | 17,794 | 20,269 | 22,897 | 26,215 |
| 预付账款 | 164 | 207 | 247 | 280 | 321 | 营业税金及附加 | 117 | 124 | 147 | 167 | 191 |
| 存货 | 1,258 | 1,401 | 1,622 | 1,832 | 2,097 | 营业费用 | 1,150 | 1,241 | 1,535 | 1,731 | 1,880 |
| 其他 | 2,424 | 1,763 | 1,577 | 1,791 | 2,051 | 管理费用 | 881 | 1,071 | 1,445 | 1,478 | 1,504 |
| 流动资产合计 | 10,016 | 11,753 | 12,169 | 15,588 | 20,523 | 财务费用 | (38) | 8 | (50) | (40) | (45) |
| 长期股权投资 | 142 | 142 | 142 | 142 | 142 | 资产减值损失 | 259 | 11 | 20 | 13 | 3 |
| 固定资产 | 3,147 | 2,980 | 6,101 | 5,666 | 4,133 | 公允价值变动收益 | (2) | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 126 | 444 | 115 | 112 | 174 | 投资净收益 | 61 | 31 | 60 | 40 | 30 |
| 无形资产 | 602 | 592 | 1,194 | 1,177 | 1,139 | 其他 | 0 | 0 | (28) | (20) | (10) |
| 其他 | 246 | 286 | 166 | 0 | 0 | 营业利润 | 1,637 | 1,884 | 2,942 | 3,624 | 4,451 |
| 非流动资产合计 | 4,263 | 4,445 | 7,720 | 7,097 | 5,589 | 营业外收入 | 144 | 210 | 190 | 200 | 220 |
| 资产总计 | 14,279 | 16,198 | 19,889 | 22,685 | 26,112 | 营业外支出 | 16 | 7 | 20 | 20 | 35 |
| 短期借款 | 204 | 160 | 200 | 200 | 200 | 利润总额 | 1,765 | 2,087 | 3,112 | 3,804 | 4,636 |
| 应付账款 | 3,736 | 3,407 | 3,040 | 3,435 | 3,932 | 所得税 | 215 | 265 | 377 | 468 | 570 |
| 其他 | 2,463 | 3,443 | 2,588 | 2,748 | 2,944 | 净利润 | 1,550 | 1,822 | 2,735 | 3,336 | 4,066 |
| 流动负债合计 | 6,404 | 7,010 | 5,828 | 6,383 | 7,076 | 少数股东损益 | 0 | (1) | 1 | 2 | 2 |
| 长期借款 | 156 | 4 | 4 | 4 | 4 | 归属于母公司净利润 | 1,550 | 1,823 | 2,734 | 3,334 | 4,064 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 (元) | 1.05 | 1.23 | 1.85 | 2.26 | 2.75 |
| 其他 | 400 | 426 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 556 | 430 | 4 | 4 | 4 | 主要财务比率 | | | | | |
| 负债合计 | 6,960 | 7,440 | 5,832 | 6,387 | 7,081 | | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 少数股东权益 | 5 | 10 | 11 | 13 | 15 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 705 | 1,274 | 1,477 | 1,477 | 1,477 | 营业收入 | 16.7% | 11.8% | 18.9% | 13.6% | 14.5% |
| 资本公积 | 2,725 | 2,259 | 5,256 | 5,256 | 5,256 | 营业利润 | 23.0% | 15.1% | 56.1% | 23.2% | 22.8% |
| 留存收益 | 3,885 | 5,214 | 7,311 | 9,552 | 12,282 | 归属于母公司净利润 | 31.2% | 17.6% | 50.0% | 22.0% | 21.9% |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 7,320 | 8,757 | 14,056 | 16,299 | 19,031 | 毛利率 | 20.0% | 19.5% | 22.9% | 23.3% | 23.3% |
| 负债和股东权益 | 14,279 | 16,198 | 19,889 | 22,685 | 26,112 | 净利率 | 7.8% | 8.2% | 10.4% | 11.2% | 11.9% |
| | | | | | | ROE | 29.1% | 22.7% | 24.0% | 22.0% | 23.0% |
| | | | | | | ROIC | 25.2% | 19.7% | 21.9% | 20.4% | 21.6% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 48.7% | 45.9% | 29.3% | 28.2% | 27.1% |
| | | | | | | 净负债率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| | | | | | | 流动比率 | 1.56 | 1.68 | 2.09 | 2.44 | 2.90 |
| | | | | | | 速动比率 | 1.36 | 1.47 | 1.81 | 2.15 | 2.60 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 8.3 | 6.1 | 10.6 | 25.7 | 18.9 |
| | | | | | | 存货周转率 | 12.9 | 12.9 | 13.1 | 13.1 | 13.2 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 1.8 | 1.4 | 1.5 | 1.4 | 1.4 |
| | | | | | | 每股指标 (元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 1.05 | 1.23 | 1.85 | 2.26 | 2.75 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 0.93 | - | 3.73 | 2.97 | 3.56 |
| | | | | | | 每股净资产 | 4.95 | 5.92 | 9.51 | 11.03 | 12.87 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 22.6 | 19.2 | 12.8 | 10.5 | 8.6 |
| | | | | | | 市净率 | 4.8 | 4.0 | 2.5 | 2.2 | 1.8 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 16.5 | 12.7 | 7.9 | 6.0 | 5.1 |
| | | | | | | EV/EBIT | 19.4 | 16.4 | 10.7 | 8.7 | 7.0 |

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn