

具备全球优势的龙头，受益新能源推广

2015年1月14日

投资要点

- 宇通客车产品竞争力和综合服务能力强，出口销量有望维持高增长。**中国客车行业是汽车行业最具国际竞争力的子行业，2005年中国客车开始大规模出口。2009-2013年复合增速超过30%，出口销量占比由2009年的5.7%提升至2013年的11.1%。2013年中国客车出口6.2万辆，其中大中客出口约2万辆。宇通客车产品线齐全，成本优势明显，综合服务能力强，具有明显竞争优势。2013年宇通客车出口5852辆，销量占比达到10.4%。目前，宇通客车海外市场主要覆盖古巴、委内瑞拉等国家，并于2012年取得欧盟WVTA整车认证，正式进军欧美市场。预计公司未来出口销量有望维持高增长，销量占比有望持续提升。考虑宇通海外市场平均单价和盈利能力高于国内市场，有利于提升公司整体盈利能力。
- 新能源客车主要依托政府采购，推广确定性强，预计2015年仍将维持100%左右的高速增长。**新能源客车主要应用于示范城市公交车领域，能够很好体现环保特性，而且主要依托政府采购，推广确定性强。在近期公布的《关于2016-2020年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》（征求意见稿）中，新增了10米以下插电式混合动力客车的补贴，将有助于新能源客车的进一步推广。我们预计2014/15年新能源客车销量分别为1.8万辆/3.5万辆。同时，新政策对于商用车企业提出了不低于8年或30万公里的质保期限等限制条件，有助于宇通客车等优势企业市场份额提升。
- 公司积极布局新能源汽车上下游投资，综合竞争实力进一步提升。**公司投资10亿元资金成立新能源产业发展基金，用于新能源汽车产业链投资，投资方向包括：1) 上游零部件，如电机、电控等；2) 下游销售运营，如销售服务、租赁、运营、充电站设计、制造等。11月28日，公司纯电动客车整体解决方案，提供包括产品、配套、服务、金融四方面的全程保姆式服务，有望解决纯电动客车采购方在配套服务、购买资金方面的问题。12月31日，公司与中兴通讯在新能源汽车无线充电领域开展合作，有助于提升公司在新能源汽车领域的综合实力。
- 预计公司2015年销量6.7万辆，同比增长9%左右；产品结构进一步优化，盈利能力提升，预计2015年净利润同比增长15%以上。**受益于行业景气回升，以及新能源客车市场的爆发增长，公司产品储备丰富，市场地位有望持续上升。预计2015年公司销量6.7万辆，同比增长9%左右；其中新能源客车销量15000辆左右，同比增长100%以上，销量占比由2014年的12%提升至22%。综合考虑新能源客车销量占比提升，产品结构优化，公司盈利能力有望进一步提升，预计公司2015年净利润同比增长15%以上。
- 风险提示：**宏观经济增速放缓导致大中客需求低于预期；新能源客车推广政策执行力度低于预期；新能源客车交付进程低于预期。
- 盈利预测及估值：**考虑公司零部件资产注入已完成，维持公司2014/15/16年EPS分别为1.80/2.10/2.40元（2013年为1.56元）。当前价26.01元，分别对应2014/15/16年14/12/11倍PE。公司作为大中客行业龙头，市场地位稳固，受益于新能源公交加快推广政策，以及海外市场扩张。结合行业平均估值水平，我们认为公司合理估值为2015年15倍PE，维持“买入”评级，目标价32元。

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	19,763	22,094	25,787	29,388	33,172
增长率 YoY%	16.7	11.8	16.7	14.0	12.9
净利润(百万元)	2,006	2,314	2,666	3,108	3,552
增长率 YoY%	69.8	15.3	15.2	16.6	14.3
毛利率%	20.0	19.5	19.8	20.5	20.7
每股收益(元)	1.35	1.56	1.80	2.10	2.40
每股净资产(元)	5.4	6.4	7.7	9.2	10.8
市盈率 PE	19	17	14	12	11
市净率 PB	4.8	4.0	3.4	2.8	2.4

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为2015年1月13日收盘价



买入（维持）

当前价：26.01元

目标价：32.00元

中信证券研究部

许英博

电话：010-60838704

邮件：xuyb@citics.com

执业证书编号：S1010510120041

陈俊斌

电话：010-60836703

邮件：chenjb@citics.com

执业证书编号：S1010512070001

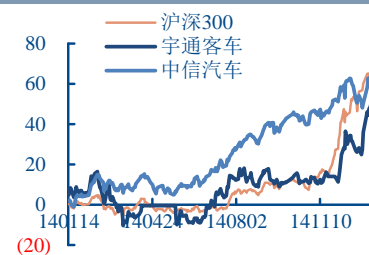
高登

电话：010-60836729

邮件：gaodeng@citics.com

执业证书编号：S1010514070004

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

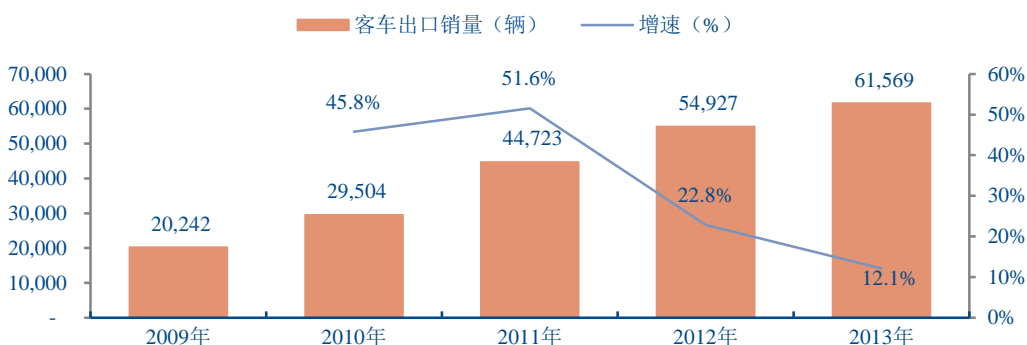
主要数据

沪深300指数	3514点
总股本/流通股本	1477/1245百万股
近12月最高/最低价	26.70元/14.60元
近1月绝对涨幅	21.71%
近6月绝对涨幅	50.96%
今年以来绝对涨幅	53.13%
12个月日均成交额	266百万元

最具国际竞争力的客车龙头

中国客车行业具备国际竞争力，出口销量持续快速增长。中国客车行业是汽车行业最具国际竞争力的子行业，2005 年中国客车开始大规模出口。客车出口销量持续快速增长，2009~2013 年期间复合增速超过 30%，出口销量占比由 2009 年的 5.7% 提升至 2013 年的 11.1%。2013 年中国客车出口 6.2 万辆，其中大中客出口约 2 万辆。

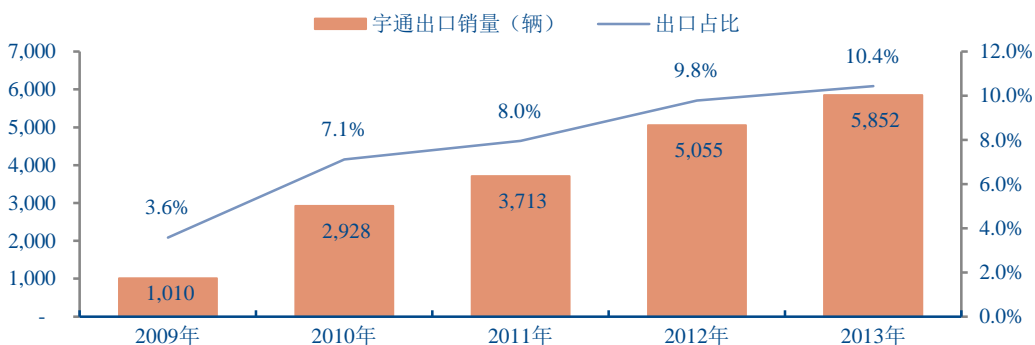
图 1：中国客车出口销量及增速（单位：辆，%）



资料来源：汽车工业协会，中信证券研究部

宇通客车积极开拓海外业务，销量占比持续提升。2009 年以来，宇通客车出口销量持续高速增长，海外市场覆盖古巴、委内瑞拉、俄罗斯、伊朗、沙特以及中国香港、澳门等国家或地区。2013 年，宇通客车出口 5852 辆，销量占比达到 10.4%；2009-2013 年期间复合增速高达 55%。

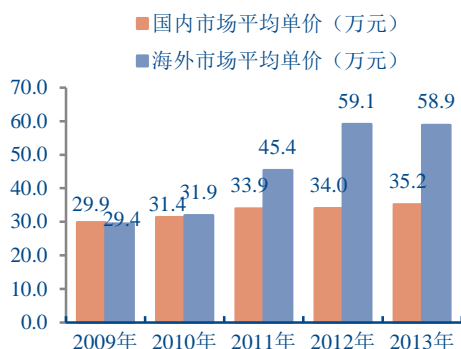
图 2：宇通客车出口销量及增速（单位：辆，%）



资料来源：汽车工业协会，中信证券研究部

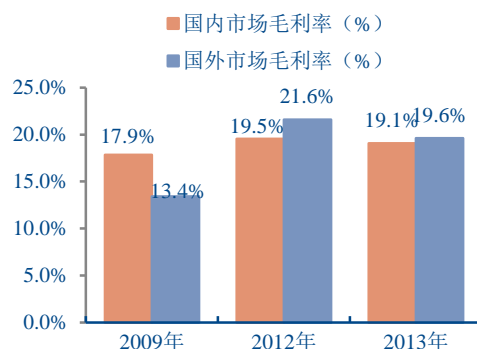
随着海外销量规模提升，有利于公司盈利能力提升。公司出口产品中中客占比高，平均单价达到 59 万元左右，明显高于国内平均售价 35 万元；海外市场毛利率亦高于国内市场毛利率。随着海外市场销量规模和综合服务能力提升，公司海外市场有望维持较高盈利水平，有利于提升公司整体盈利能力。

图 3：宇通客车国内外平均售价对比



资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

图 4：宇通客车国内外毛利率对比



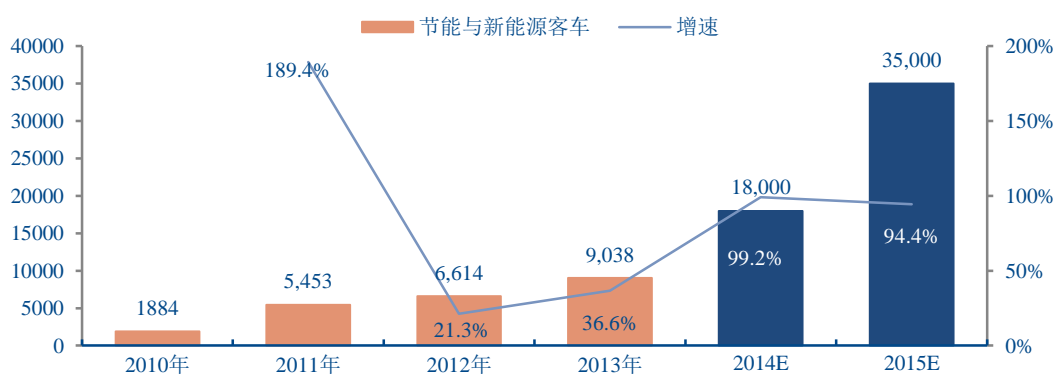
资料来源：公司公告，中信证券研究部

宇通客车产品竞争力和综合服务能力强，出口销量有望维持高增长。宇通客车产品线齐全，成本优势明显，产品竞争力强。除此之外，公司为客户在配件、工具、维修及智能公交运营管理等方面提供全方位支持，进一步提升出口竞争力。经过多年战略布局，宇通客车已取得欧盟 WVTA 整车认证，开始正式进军欧美市场，目前已在法国、挪威、以色列、马其顿等国家实现销售，并于 2012 年成功进入美国市场。预计公司未来出口销量有望维持高速增长，销量占比有望持续提升。

受益于新能源客车高速增长

新能源客车主要依托政府采购，推广确定性强，预计 2015 年仍将维持 100% 左右的高速增长。新能源客车主要应用于示范城市公交车领域，能够很好体现环保特性，而且主要依托政府采购，推广确定性强。在近期公布的《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》（征求意见稿）中，新增了 10 米以下插电式混合动力客车的补贴，将有助于新能源客车的进一步推广。我们预计 2014/15 年新能源客车销量分别为 1.8 万辆/3.5 万辆。

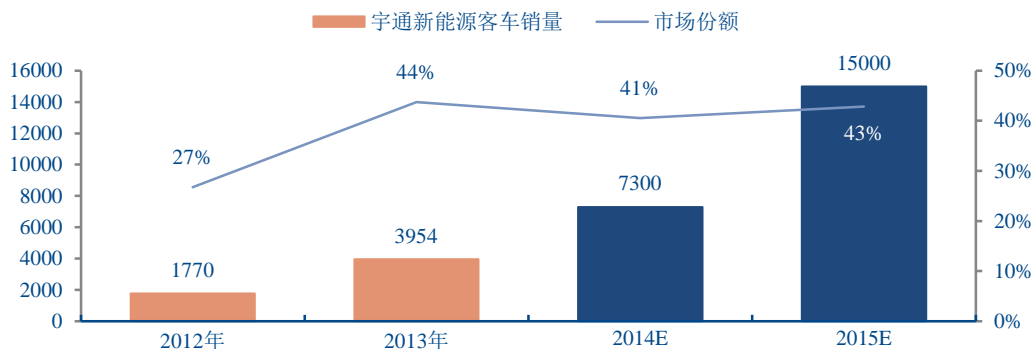
图 5：新能源客车销量及增速（单位：辆，%）



资料来源：公司公告，汽车工业协会，中信证券研究部预测

新政策有利于行业集中度提升，公司作为新能源客车龙头，市场份额有望维持高位。《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》（征求意见稿）对于商用车企业提出了不低于 8 年或 30 万公里的质保期限等限制条件，有助于宇通客车等优势企业市场份额提升。2014 年宇通客车新能源客车销售 7300 辆左右，市场份额 40% 左右。宇通在新能源客车领域综合优势明显，产品、产能储备充足，预计未来在插电式混合动力、10 米以下纯电动、常规混合动力客车方面均有望处于行业领先地位。

图 6：宇通客车新能源客车销量及市场占有率（单位：辆，%）



资料来源：汽车工业协会，中信证券研究部预测

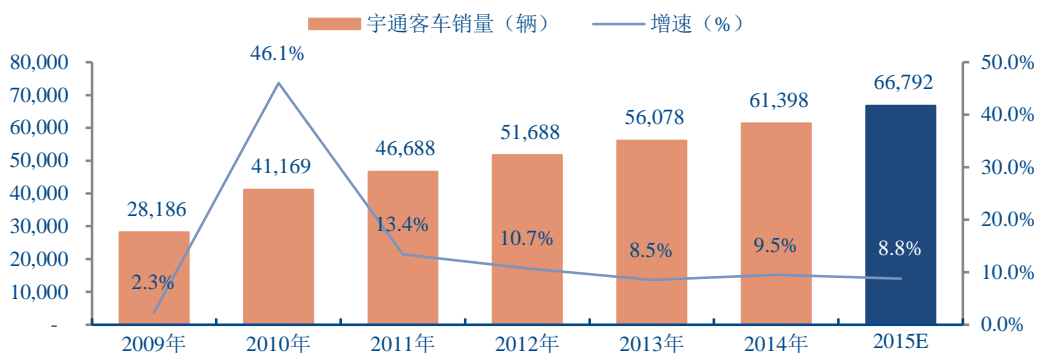
公司积极布局新能源汽车上下游投资，综合竞争实力进一步提升。公司投资 10 亿元资金成立新能源产业发展基金，用于新能源汽车产业链投资，投资方向包括：1) 上游零部件，如电机、电控等；2) 下游销售运营，如销售服务、租赁、运营、充电站设计、制造等。2014 年 11 月 28 日，公司纯电动客车整体解决方案，提供包括产品、配套、服务、金融四方面的全程保姆式服务，有望解决纯电动客车采购方在配套服务、购买资金方面的问题。2014 年 12 月 31 日，公司与中兴通讯在新能源汽车无线充电领域开展合作，有助于提升公司在新能源汽车领域的综合实力。

预计 2015 年净利润增速 15% 以上

零部件资产注入完成，小幅增厚公司业绩，有利于提升公司盈利能力。精益达主要产品为车桥、悬架、线束、舱门等汽车零部件，以及新能源客车核心零部件，如超级电容管理系统和电机控制系统。精益达 2013 年营业收入 32.3 亿元，净利润 4.9 亿元，净利润率达 15.2%；旗下主要子公司科林空调，2013 营业收入 7.5 亿元，净利润 9522 万元，净利润率 12.8%；均高于宇通客车 2013 年 8.2% 的净利润率。目前已全部完成资产交割，最终注入价格为 37.94 亿元，对应精益达 2014 年预测净利润的市盈率为 7 倍。根据备考合并盈利预测，预计本次交易对公司 2014 年每股收益增厚 0.13 元。本次资产注入完成后，一方面有效解决了关联交易问题，另外一方面将有助公司整体盈利能力提升。

预计公司 2015 年销量 6.7 万辆，同比增长 9% 左右；产品结构进一步优化，盈利能力提升，预计 2015 年净利润同比增长 15% 以上。受益于行业景气回升，以及新能源客车市场的爆发增长，公司产品储备丰富，市场地位有望持续上升。预计 2015 年公司销量 6.7 万辆，同比增长 9% 左右；其中新能源客车销量 15000 辆左右，同比增长 100% 以上，销量占比由 2014 年的 12% 提升至 22%。综合考虑新能源客车销量占比提升，产品结构优化，公司盈利能力有望进一步提升，预计公司 2015 年净利润同比增长 15% 以上。

图 7：宇通客车销量及增速（单位：辆，%）



资料来源：汽车工业协会，中信证券研究部预测

风险提示

行业风险：宏观经济增速放缓导致销量不达预期；去年同期基数较高导致行业增速放缓。

公司风险：新车型市场接受度低于预期；自主品牌亏损幅度持续加大。

盈利预测与估值评级

考虑公司零部件资产注入已完成，维持公司 2014/15/16 年 EPS 分别为 1.80/2.10/2.40 元（2013 年为 1.56 元）。当前价 26.01 元，分别对应 2014/15/16 年 14/12/11 倍 PE。公司作为大中客行业龙头，市场地位稳固，受益于新能源公交加快推广政策，以及海外市场扩张。结合行业平均估值水平，我们认为公司合理估值为 2015 年 15 倍 PE，维持“买入”评级，目标价 32 元。

表 1：客车行业估值比较

公司名称	股票代码	股价	EPS					PE				
			2012	2013	2014E	2015E	2016E	2012	2013	2014E	2015E	2016E
中通客车	000957.SZ	15.18	0.24	0.44	1.19	0.76	0.92	63	35	13	20	17
金龙汽车	600686.SH	12.98	0.48	0.52	0.69	0.93	1.16	27	25	19	14	11
安凯客车	000868.SZ	5.81	0.14	-0.05	0.11	0.15	0.21	42	-	52	38	27
宇通客车	600066.SH	26.01	1.35	1.56	1.80	2.10	2.40	19	17	14	12	11
行业平均		15.00	0.55	0.62	0.95	0.98	1.17	38	25	24	21	16

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：其他公司盈利预测均采用 Wind 一致预期，股价为 2015 年 01 月 13 日收盘价

表 2：宇通客车（600066.SH）盈利预测

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	19,763	22,094	25,787	29,388	33,172
增长率 YoY%	16.7	11.8	16.7	14.0	12.9
净利润(百万元)	2,006	2,314	2,666	3,108	3,552
增长率 YoY%	69.8	15.3	15.2	16.6	14.3
毛利率%	20.0	19.5	19.8	20.5	20.7
每股收益(元)	1.35	1.56	1.80	2.10	2.40
每股净资产(元)	5.4	6.4	7.7	9.2	10.8
市盈率 PE	19	17	14	12	11
市净率 PB	4.8	4.0	3.4	2.8	2.4

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

注：股价为 2015 年 01 月 13 日收盘价

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。