



销量创历史新高，显著超市场预期

中信证券研究部

2015 年 1 月 7 日

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

投资评级

买入
(维持)

当前价：23.73 元

目标价：32.00 元

事项：

宇通客车 12 月实现销售 10459 辆（同比+26.3%，环比+45.9%），其中大型客车销量 5775 辆（同比+30.4%，环比+102%），中型客车销量 3581 辆（同比+8.6%，环比-0.2%），轻型客车销量 1103 辆（同比+99.5%，环比+51.5%）。点评如下：

点评：

宇通客车 12 月销售 10459 辆（同比+26.3%，环比+45.9%），创历史

新高，显著超越市场预期。主要受益于：1) 春节前为客车的传统旺季，销量环比显著提升；2) 新能源客车销量持续提升，预计 12 月交付 2300 辆左右；3) 委内瑞拉出口订单逐步交付，预计 12 月贡献销量 700 辆以上。从产品结构看，大中客销量占比 89.5%，结构维持较优。考虑今年春节（2 月 18 日）较晚，预计 2015 年 1 月公司销量仍将维持较快增长。

表 1：宇通客车 12 月销量（单位：辆）

	12 月销量	同比增速	环比增速	1-12 月销量	同比增速
大型客车	5,775	30.4%	102.3%	27,398	7.1%
中型客车	3,581	8.6%	-0.2%	25,880	3.4%
轻型客车	1,103	99.5%	51.5%	8,120	48.3%
合计	10,459	26.3%	45.9%	61,398	9.5%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

四季度收入和盈利增速将明显提升，预计 2014 年净利润增长 15% 以上。公司 2014 年销量 6.1 万辆（同比+9.5%），其中四季度销量 2.2 万辆（同比+13.8%，环比+40.6%），销量增速持续提升。同时，四季度公司产品结构亦有明显改善，高价值的新能源客车和出口订单交付量明显上升，其中新能源客车交付 4300 辆左右，委内瑞拉订单交付 700 台以上，合计占比超过 20%。此外，公司零部件资产注入完成交割，预计将增厚公司 2014 年每股收益 0.13 元。我们预计，公司四季度收入和盈利增速显著回升，2014 年全年净利润增长 15% 以上。

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，将进一步提升公司的竞争力。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领域的综合实力。

公司低估值高分红，市场关注度明显提升，估值修复动力强。公司当前估值仅为 2015 年 11 倍 PE，仍处于历史低位。公司上市以来累计分红 35 亿元，分红比例 38.1%。考虑公司新能源工厂逐步投产，资本开支进入平稳期，公司经营稳健、现金流充沛，基于谨慎预期，我们认为未来分红比例有望提升至 50% 以上，股息率超过 5%。随着沪港通开通，海外投资人关注度明显提升。据媒体报道，股指期货有望近期开通，公司作为上证 180 成分股，估值水平有望持续提升。

风险因素：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、估值及投资评级：考虑公司零部件资产注入已完成，我们维持公司 2014/15/16 年 EPS 分别为 1.80/2.10/2.40 元的盈利预测（2013 年为 1.56 元）。当前价 23.73 元，分别对应 2014/15/16 年 13/11/10 倍 PE。公司作为大中客行业龙头，市场地位稳固，受益于黄标车加速淘汰、新能源公交加快推广等环保政策。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，上调目标价至 32 元。

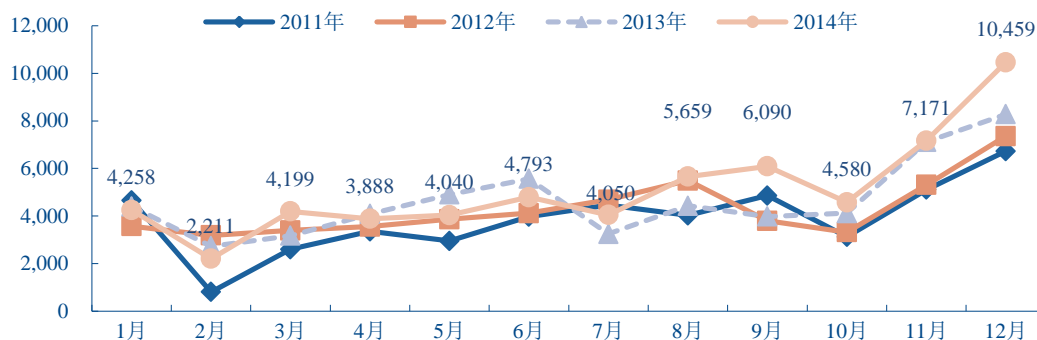
表 2：宇通客车（600066.SH）盈利预测

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	19,763	22,094	26,045	29,700	33,526
增长率 YoY%	16.7	11.8	17.9	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	18	15	13	11	10
市净率 PB	4.4	3.7	3.1	2.6	2.2

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 06 日收盘价

图 1：宇通客车月度销量（单位：辆）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

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。