



买入 **23% ↑**
目标价格: 人民币 32.60
600066.SS 原先目标价: 人民币 31.60
价格: 人民币 26.59
目标价格基础: 15 倍 12 年市盈率
板块评级: 中立

本报告要点

- 1 季度业绩详细分析
- 今年销量预测

主要催化剂/事件

- 校车销售超预期

股价表现



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	27	11	19	23
相对新华富时 A50 指数	14	8	17	39

发行股数(百万)	674
流通股(%)	100
流通市值(人民币 百万)	17,913
3个月日均交易额(人民币 百万)	89
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
郑州宇通集团	33

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 4 月 20 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车

胡文洲, CFA

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120004

宇通客车

1 季度业绩超预期

2012 年 1 季度, 宇通客车继续保持稳健增长态势。1 季度实现净利润 2.41 亿人民币, 同比增长 31%, 好于我们预期。展望未来, 作为大中客的龙头企业, 宇通客车有望成为我国校车产业迅猛发展的主要受益者。上调目标价至 32.60 元人民币, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 1 季度, 公司实现客车销售销量 10,168 辆 (其中校车 2,231 辆), 同比上升 26%。
- 1 季度, 公司实现净销售收入 39.53 亿人民币, 同比增长 33%。
- 1 季度, 公司客车平均售价约 38.9 万人民币, 同比增长 6%。
- 1 季度, 公司毛利率为 18.0%, 好于去年同期的 17.0%。
- 估计宇通客车 2012 年客车销量同比增长 20% 至 56,000 辆, 其中校车 7,000 辆。

评级面临的主要风险

- 校车市场启动慢于市场预期。

估值

- 由于公司 1 季度业绩好于预期, 我们将宇通客车 2012 年盈利预测上调 3%。目前宇通客车 2012 年市盈率为 12.2 倍, 我们认为估值并不贵。鉴于大中型客车市场格局相对稳定, 我们将目标价由 31.60 元人民币上调至 32.60 元人民币, 相当于 15 倍 2012 年市盈率。维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	13,573	16,850	20,071	24,407	28,585
变动(%)	55	24	19	22	17
净利润(人民币 百万)	869	1,181	1,464	1,708	2,101
全面摊薄每股收益(人民币)	1.671	2.272	2.173	2.535	3.119
变动(%)	54.2	36.0	(4.4)	16.7	23.0
先前预测每股收益*(人民币)	-	-	2.11	2.49	
调整幅度(%)	-	-	(3)	(2)	N/A
核心每股收益(人民币)	1.671	2.272	2.173	2.535	3.119
变动(%)	54.2	36.0	(4.4)	16.7	23.0
全面摊薄市盈率(倍)	15.9	11.7	12.2	10.5	8.5
核心市盈率(倍)	15.9	11.7	12.2	10.5	8.5
每股现金流量(人民币)	2.51	2.78	2.52	2.59	2.99
价格/每股现金流量(倍)	10.6	9.6	10.6	10.3	8.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.5	8.1	7.9	6.4	5.0
每股股息(人民币)	0.300	0.300	0.300	0.350	0.431
股息率(%)	1.1	1.1	1.1	1.3	1.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

*先前预测每股收益按照配股前股本计算

2012年1季度净利润同比上升31%

2012年1季度，宇通客车继续保持稳健增长态势。1季度实现净利润2.41亿人民币，同比增长31%，好于我们预期。公司2012年1季度净销售收入同比上升33%至39.53亿人民币。宇通客车2012年1季度客车销量为10,168辆（其中校车2,231辆），同比上升26%。

宇通客车仍然保持行业龙头地位，公司产品结构持续改善。目前公司已形成了覆盖公路客运、旅游、公交、团体、校车、专用客车等各个细分市场的完整产品链。2012年1季度，公司客车平均售价约38.9万人民币，同比增长6%；公司毛利率为18.0%，好于去年同期的17.0%。

目前宇通客车的资产负债情况仍然比较稳健。公司2012年1季度经营活动产生的现金流量净额8.11亿人民币，同比上升131%。

图表1.公司客车销量

(台)	2010年	2011年	累计同比变化(%)	2012年1季度	同比变化(%)
客车销量	41,169	46,688	13.4	10,168	25.9
大型客车	17,568	20,964	19.3	4,681	20.1
中型客车	19,812	22,670	14.4	4,160	15.0
轻型客车	3,789	3,054	(19.4)	1,327	134.9

资料来源:公司数据.

2012年客车销量上升20%

展望未来，作为大中客的龙头企业，宇通客车有望成为我国校车产业迅猛发展的主要受益者。2006年以来，宇通客车先后参与了《专用小学生校车安全技术条件》、《校车安全技术条件》等多项国家校车标准的制定。2008年，公司参照国际领先的校车安全标准，研发出国内第一款真正意义上的专业校车，开始实现对外销售。

2012年公司5,000台专用车项目建成投产、1万台节能与新能源客车生产基地项目也将于今年4季度建成投产。我们估计宇通客车2012年客车销量同比增长20%至56,000辆，其中校车7,000辆。

估值

由于公司1季度业绩好于预期，我们将宇通客车2012年盈利预测上调3%。目前宇通客车2012年市盈率为12.2倍，我们认为估值并不贵。鉴于大中型客车市场格局相对稳定，我们将目标价由31.60元人民币上调至32.60元人民币，相当于15倍2012年市盈率。维持买入评级。

图表 2. 2012 年 1 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年 1 季度	2012 年 1 季度	同比变动(%)
净销售收入	2,971	3,953	33
销售成本	(2,467)	(3,240)	31
毛利	504	713	41
其他净收益/(费用)	1	0	
销售费用	(169)	(239)	41
管理费用	(134)	(224)	67
经营利润	201	250	24
净利息收益/(费用)	2	12	641
投资收益	5	18	286
税前利润	208	279	35
税金	(23)	(37)	61
少数股东权益	(1)	(1)	13
净利润	184	241	31
利润率(%)			
毛利率	17.0	18.0	
经营利润率	6.8	6.3	
净利率	6.2	6.1	

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	13,573	16,850	20,071	24,407	28,585
销售成本	(11,150)	(13,850)	(16,535)	(20,246)	(23,683)
经营费用	(1,202)	(1,442)	(1,663)	(1,924)	(2,195)
息税折旧前利润	1,220	1,557	1,873	2,238	2,707
折旧及摊销	(195)	(224)	(256)	(330)	(362)
经营利润(息税前利润)	1,025	1,333	1,617	1,908	2,345
净利润收入/(费用)	(23)	(9)	17	24	35
其他收益/(损失)	(19)	30	42	24	26
税前利润	983	1,353	1,677	1,956	2,407
所得税	(117)	(171)	(212)	(247)	(304)
少数股东权益	3	(1)	(1)	(1)	(2)
净利润	869	1,181	1,464	1,708	2,101
核心净利润	869	1,181	1,464	1,708	2,101
每股收益(人民币)	1.671	2.272	2.173	2.535	3.119
核心每股收益(人民币)	1.671	2.272	2.173	2.535	3.119
每股股息(人民币)	0.300	0.300	0.300	0.350	0.431
收入增长(%)	55	24	19	22	17
息税前利润增长(%)	67	30	21	18	23
息税折旧前利润增长(%)	52	28	20	19	21
每股收益增长(%)	54	36	(4)	17	23
核心每股收益增长(%)	54	36	(4)	17	23

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	983	1,353	1,677	1,956	2,407
折旧与摊销	195	224	256	330	362
净利润利息费用	23	9	(17)	(24)	(35)
运营资本变动	231	39	13	(271)	(414)
税金	(117)	(171)	(212)	(247)	(304)
其他经营现金流	(12)	(8)	(20)	0	0
经营活动产生的现金流	1,304	1,447	1,697	1,744	2,015
购买固定资产净值	(924)	(992)	(1,800)	(1,200)	(1,000)
投资减少/增加	12	(8)	(10)	(10)	(10)
其他投资现金流	309	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(603)	(1,000)	(1,810)	(1,210)	(1,010)
净增权益	0	0	2,178	0	0
净增债务	75	(60)	(3)	(2)	(1)
支付股息	(520)	(156)	(156)	(202)	(236)
其他融资现金流	(23)	(9)	17	24	35
融资活动产生的现金流	(468)	(226)	2,036	(180)	(202)
现金变动	233	221	1,923	354	803
期初现金	717	950	1,171	3,094	3,449
公司自由现金流	713	461	(76)	576	1,057
权益自由现金流	753	377	(99)	556	1,039

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	950	1,171	3,094	3,449	4,252
应收帐款	1,733	1,831	1,985	2,269	2,524
库存	1,228	1,122	1,259	1,418	1,542
其他流动资产	1,075	1,355	1,598	1,924	2,230
流动资产总计	4,986	5,479	7,936	9,059	10,549
固定资产	1,146	1,312	2,869	3,753	4,406
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	1,028	1,070	1,105	1,118	1,130
长期资产总计	2,174	2,381	3,974	4,872	5,537
总资产	7,160	7,860	11,910	13,931	16,086
应付帐款	3,027	2,357	2,673	2,847	2,864
短期债务	66	10	7	5	3
其他流动负债	1,259	1,810	2,053	2,388	2,653
流动负债总计	4,352	4,177	4,733	5,240	5,521
长期借款	15	10	10	10	10
其他长期负债	292	335	342	349	356
股本	520	520	674	674	674
储备	1,977	2,813	6,145	7,651	9,516
股东权益	2,497	3,333	6,819	8,325	10,190
少数股东权益	4	5	6	7	9
总负债及权益	7,160	7,860	11,910	13,931	16,086
每股帐面价值(人民币)	4.80	6.41	10.12	12.36	15.13
每股有形资产(人民币)	4.80	6.41	10.12	12.36	15.13
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.67)	(2.21)	(4.57)	(5.10)	(6.29)

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.0	9.2	9.3	9.2	9.5
息税前利润率(%)	7.6	7.9	8.1	7.8	8.2
税前利润率(%)	7.2	8.0	8.4	8.0	8.4
净利率(%)	6.4	7.0	7.3	7.0	7.3
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.3	1.7	1.7	1.9
利息覆盖率(倍)	28.7	57.0	81.0	108.6	147.5
净权益负债率(%)					
净现金/净现金					
速动比率(倍)	0.9	1.0	1.4	1.5	1.6
估值					
市盈率(倍)	15.9	11.7	12.2	10.5	8.5
心业务市盈率(倍)	15.9	11.7	12.2	10.5	8.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	19.5	14.3	15.0	12.9	10.5
市净率(倍)	5.5	4.1	2.6	2.2	1.8
价格/现金流(倍)	10.6	9.6	10.6	10.3	8.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.5	8.1	7.9	6.4	5.0
周转率					
存货周转天数	32.5	31.0	26.3	24.1	22.8
应收帐款周转天数	43.4	38.6	34.7	31.8	30.6
应付帐款周转天数	73.6	58.3	45.7	41.3	36.5
回报率					
股息支付率(%)	18.0	13.2	13.8	13.8	13.8
净资产收益率(%)	37.2	40.5	28.8	22.6	22.7
资产收益率(%)	14.3	15.5	14.3	12.9	13.7
已运用资本收益率(%)	43.6	45.4	32.4	25.7	25.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv)他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請，亦並未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司 (BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisers Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371