



**买入** **39% ↑**

目标价格: 人民币 30.90

600066.SS 原先目标价: 人民币 32.60

价格: 人民币 22.20

目标价格基础: 15倍12年市盈率

板块评级: 增持

**本报告要点**

- 2012 中期业绩详细分析
- 今年销量预测

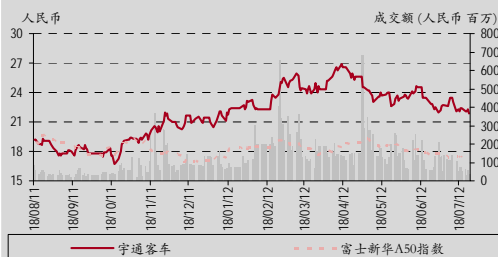
**我们的观点有何不同?**

- 校车预测较稳健

**主要催化剂/事件**

- 校车销售超预期

**股价表现**



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	9	2	(3)	20
相对新华富时 A50 指数	10	6	6	32

发行股数(百万)	705
流通股(%)	96
流通股市值(人民币 百万)	14,955
3 个月日均交易额(人民币 百万)	114
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
郑州宇通集团	32

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2012 年 8 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@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120004

# 宇通客车

## 继续保持稳健增长态势

2012 年上半年, 宇通客车继续保持在各细分市场的龙头地位, 各项主要业务指标均优于去年同期。宇通客车 2012 年上半年实现净利润 5.9 亿人民币, 同比上升 34%; 实现扣除非经常性损益后的净利润 5.267 亿人民币, 同比上升 27%。为了迎接新学期, 我们估计 8、9 月份的校车市场可能会有一个好的行情。同时, 估计公司今年 3 季度的出口业务仍将较快增长。因此, 我们认为公司 8、9 月的客车销售同比增速将高于 7 月份。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。维持买入评级, 目标价格下调至 30.90 元。

### 支撑评级的要点

- 2 季度实现净利润 3.48 亿人民币, 同比增长 36%, 环比增长 44%。
- 上半年公司毛利率达到 18.3%, 高于去年同期的 17.2%。
- 上半年公司实现经营活动产生的现金流量净额 13.32 亿人民币, 好于去年同期的 5.87 亿人民币。
- 估计宇通客车 2012 年客车销量同比增长 20%至 56,000 辆。

### 评级面临的主要风险

- 校车市场启动慢于市场预期。

### 估值

- 公司股票激励方案已经实施, 我们将宇通客车 2012 年每股盈利预测下调 5%至 2.06 元/股。目前宇通客车 2012 年市盈率为 10.8 倍, 我们认为并不贵。我们将目标价由 32.60 元人民币下调至 30.90 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	21,108	24,686	28,699
变动(%)	55	24	25	17	16
净利润(人民币 百万)	869	1,181	1,454	1,632	1,905
全面摊薄每股收益(人民币)	1.671	1.754	2.062	2.303	2.688
变动(%)	54.2	5.0	17.6	11.7	16.7
先前预测每股收益*(人民币)	-	-	2.173	2.535	3.119
调整幅度(%)	-	-	(5.1)	(9.2)	(13.8)
核心每股收益(人民币)	1.671	1.754	2.062	2.303	2.688
变动(%)	54.2	5.0	17.6	11.7	16.7
全面摊薄市盈率(倍)	13.3	12.7	10.8	9.6	8.3
核心市盈率(倍)	13.3	12.7	10.8	9.6	8.3
每股现金流量(人民币)	2.51	2.22	2.51	2.75	3.12
价格/每股现金流量(倍)	8.9	10.0	8.9	8.1	7.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.7	6.6	6.2	4.7	3.7
每股股息(人民币)	0.389	0.389	0.300	0.335	0.391
股息率(%)	1.8	1.8	1.4	1.5	1.8

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 年上半年净利润同比上升 34%

2012 年 2 季度，宇通客车继续保持稳健增长态势。2 季度实现净利润 3.48 亿人民币，同比增长 36%，环比增长 44%。因此，宇通客车 2012 年上半年实现净利润 5.9 亿人民币，同比上升 34%；实现扣除非经常性损益后的净利润 5.267 亿人民币，同比上升 27%。

2012 年上半年，宇通客车继续保持在各细分市场的龙头地位，各项主要业务指标均优于去年同期。2012 年上半年，公司实现客车销售 21,718 辆（其中校车 3,373 辆），同比上升 18%；净销售收入 82.48 亿人民币，同比增长 27%；出口销售收入 15.4 亿人民币，同比上升 176%；客车平均售价约 36.27 万人民币，同比增长 8%；毛利率 18.3%，高于去年同期的 17.2%；经营活动产生的现金流量净额 13.32 亿人民币，好于去年同期的 5.87 亿人民币。

## 2012 年客车销量估计上升 20%

2012 年 7 月份，宇通客车实现客车销量为 4,690 辆，同比上升 5%。因此，2012 年前 7 个月，公司实现客车累计销量为 26,408 辆，同比上升 16%。为了迎接新学期，我们估计 8、9 月份的校车市场可能会有一个好的行情。同时，估计公司今年 3 季度的出口业务仍将较快增长。因此，我们认为公司 8、9 月的客车销售同比增速将高于 7 月份。总体而言，我们相信公司 2012 年客车销量同比增长 20%至 56,000 辆。

图表 1.公司客车销量

(台)	2011 年 1-7 月	2012 年 1-7 月	累计 同比变化(%)	2012 年 7 月份	同比变化 (%)
客车销量	22,830	26,408	15.7	4,690	5.1
大型客车	9,917	12,497	26.0	2,327	38.9
中型客车	11,137	11,725	5.3	2,131	(9.1)
轻型客车	1,776	2,186	23.1	232	(47.6)

资料来源:公司数据。

## 扩大客车产能，增加市场份额

2011 年度，国内大、中型客车销量已超过 16 万台，预计 2015 年行业总销量将超过 25 万辆。宇通客车宇通客车 2011 年度市场占有率为 26.2%，比 2010 年的 24.4% 有所上升。2011 年公司客车销量已达 46,688 台，但公司现有生产基地的设计产能仅为 3 万台/年，为缓解产能瓶颈，1 万台节能与新能源客车生产基地正在加紧建设，预计于 2012 年 4 季度投产，项目投产后将在一定程度上缓解公司产能不足的问题，但还不足以满足公司长远的发展规划。因此，为了进一步提升市场份额，宇通客车决定对节能与新能源客车生产基地进行产能提升投资，扩产后将新增通用产能 2 万台/年。公司建设节能与新能源客车一万台产能投资 22.4 亿元，扩产增加 2 万台产能只需投资 14.3 亿元，协同效应明显，有助于提升公司长期竞争力。估计新增 2 万台产能在 2013 年 6 月份后产生效益。

## 估值

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。目前公司股票激励方案已经实施，我们将宇通客车 2012 年每股盈利预测下调 5% 至 2.06 元/股。目前宇通客车 2012 年市盈率为 10.8 倍，我们认为并不贵。我们将目标价由 32.60 元人民币下调至 30.90 元人民币，相当于 15 倍 2012 年市盈率。维持**买入**评级

图表 2.2012 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年上半年	2012 年上半年	同比变动%
净销售收入	6,496	8,248	27
销售成本	(5,382)	(6,741)	25
毛利	1,114	1,507	35
其他净收益/(费用)	8	10	19
销售费用	(337)	(510)	51
管理费用	(289)	(417)	44
经营利润	496	590	19
净利息收益/(费用)	(4)	22	(710)
投资收益	6	60	957
税前利润	498	671	35
税金	(58)	(81)	40
少数股东权益	(2)	(1)	(54)
净利润	439	590	34
<b>利润率(%)</b>			
毛利率	17.2	18.3	
经营利润率	7.6	7.1	
净利率	6.8	7.1	

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	21,108	24,686	28,699
销售成本	(11,150)	(13,850)	(17,363)	(20,422)	(23,825)
经营费用	(1,202)	(1,442)	(1,791)	(1,829)	(2,019)
息税折旧前利润	1,220	1,557	1,954	2,436	2,855
折旧及摊销	(195)	(224)	(393)	(622)	(744)
经营利润(息税前利润)	1,025	1,333	1,561	1,814	2,110
净利息收入/(费用)	(23)	(9)	23	32	46
其他收益/(损失)	(19)	30	82	24	26
税前利润	983	1,353	1,666	1,870	2,183
所得税	(117)	(171)	(210)	(236)	(276)
少数股东权益	3	(1)	(1)	(1)	(2)
净利润	869	1,181	1,454	1,632	1,905
核心净利润	869	1,181	1,454	1,632	1,905
每股收益(人民币)	1.671	1.754	2.062	2.303	2.688
核心每股收益(人民币)	1.671	1.754	2.062	2.303	2.688
每股股息(人民币)	0.389	0.389	0.300	0.335	0.391
收入增长(%)	55	24	25	17	16
息税前利润增长(%)	67	30	17	16	16
息税折旧前利润增长(%)	52	28	26	25	17
每股收益增长(%)	54	5	18	12	17
核心每股收益增长(%)	54	5	18	12	17

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**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	1,666	1,870	2,183
折旧与摊销	195	224	393	622	744
净利息费用	23	9	(23)	(32)	(46)
运营资本变动	231	85	2	(274)	(394)
税金	(117)	(171)	(210)	(236)	(276)
其他经营现金流	(12)	(8)	(60)	0	0
经营活动产生的现金流	1,304	1,493	1,768	1,950	2,211
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	2,582	45	0
净增债务	75	(60)	(3)	(2)	(1)
支付股息	(520)	(202)	(202)	(212)	(238)
其他融资现金流	(23)	(9)	23	32	46
融资活动产生的现金流	(468)	(272)	2,400	(136)	(193)
现金变动	233	221	2,357	604	1,008
期初现金	717	950	1,171	3,528	4,132
公司自由现金流	713	507	0	790	1,263
权益自由现金流	753	423	(23)	770	1,245

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	3,528	4,132	5,140
应收帐款	1,733	1,831	2,087	2,295	2,535
库存	1,228	1,122	1,322	1,430	1,552
其他流动资产	1,075	1,355	1,680	1,946	2,239
流动资产总计	4,986	5,479	8,618	9,803	11,465
固定资产	1,146	1,312	2,732	3,324	3,595
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	1,028	1,070	1,145	1,158	1,170
长期资产总计	2,174	2,381	3,877	4,482	4,765
总资产	7,160	7,860	12,494	14,285	16,230
应付帐款	3,027	2,357	2,807	2,872	2,882
短期债务	66	10	7	5	3
其他流动负债	1,259	1,810	2,155	2,408	2,669
流动负债总计	4,352	4,177	4,969	5,285	5,554
长期借款	15	10	10	10	10
其他长期负债	292	335	342	349	356
股本	520	520	705	709	709
储备	1,977	2,813	6,462	7,924	9,592
股东权益	2,497	3,333	7,167	8,633	10,301
少数股东权益	4	5	6	7	9
总负债及权益	7,160	7,860	12,494	14,285	16,230
每股帐面价值(人民币)	4.80	6.41	10.16	12.18	14.53
每股有形资产(人民币)	4.80	6.41	10.16	12.18	14.53
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.67)	(2.21)	(4.98)	(5.81)	(7.23)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	9.0	9.2	9.3	9.9	9.9
息税前利润率(%)	7.6	7.9	7.4	7.3	7.4
税前利润率(%)	7.2	8.0	7.9	7.6	7.6
净利率(%)	6.4	7.0	6.9	6.6	6.6
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.1	1.3	1.7	1.9	2.1
利息覆盖率(倍)	28.7	57.0	78.1	103.2	132.8
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.9	1.0	1.5	1.6	1.8
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	13.3	12.7	10.8	9.6	8.3
核心业务市盈率(倍)	13.3	12.7	10.8	9.6	8.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	18.5	17.6	15.0	13.4	11.5
市净率(倍)	4.6	3.5	2.2	1.8	1.5
价格/现金流(倍)	8.9	10.0	8.9	8.1	7.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.7	6.6	6.2	4.7	3.7
<b>周转率</b>					
存货周转天数	32.5	31.0	25.7	24.6	22.8
应收帐款周转天数	43.4	38.6	33.9	32.4	30.7
应付帐款周转天数	73.6	58.3	44.6	42.0	36.6
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	23.3	17.1	14.6	14.6	14.6
净资产收益率(%)	37.2	40.5	27.7	20.7	20.1
资产收益率(%)	14.3	15.5	13.4	11.8	12.1
已运用资本收益率(%)	43.6	45.4	30.4	23.5	22.9

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。所有本报告期内使用的商标、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。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、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、会计或税务建议或任何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 Advisors 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