



买入 **22% ↑**
目标价格: 人民币 29.70
原目标价格: 人民币 26.30
600066.CH
价格: 人民币 24.35
目标价格基础: 13 倍 13 年市盈率
板块评级: 增持

股价表现

(%)	今年 (%)	1 月至今 (%)	3 月至今 (%)	12 月至今 (%)
绝对	16	19	12	16
相对 XIN91	2	(2)	(4)	2

发行股数(百万)	705
流通股(%)	96
流通股市值(人民币 百万)	16,404
3个月日均交易额(人民币 百万)	125
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2013年1月4日收市价为标准

宇通客车

2013年有望保持稳健增长

2012年, 宇通客车实现客车销量 51,688 台, 同比增长 11%。随着宇通客车节能与新能源客车一期项目顺利投产, 公司产能瓶颈得以解除。我们预计, 2013 年公司客车销量有望达到 5.95 万台, 同比增长 15%, 从而推动公司业绩稳步增长。展望未来, 我们相信宇通客车将进一步巩固其在大中客市场上的龙头地位。公司目前估值并不贵, 维持买入评级, 目标价格上调至 29.70 元。

支撑评级的要点

- 市场份额稳步上升。**2012 年 1-11 月, 公司在客车市场的份额由 2011 年的 19.3% 提升至 19.9%。其中, 公交客车市场份额由 2011 年的 15.4% 提升至 17.6%; 座位客车市场份额由 2011 年的 20.1% 下滑至 19.2%; 在校车这一新的细分市场中, 公司市场份额达到 28.7% 左右。
- 预计 2013 年公司总销量将达到 5.95 万台, 同比增长 15% 或 7,812 台。**其中, 公交车销量增长 3,500 台至 1.55 万台, 校车销量增长 1,800 台至 9,000 台, 传统座位客车市场销量增长 2,662 台至 3.45 万台。
- 新产能顺利投产。**节能与新能源客车项目一期已经于 2012 年 11 月投产, 二期有望于 2013 年 3 季度投产。

评级面临的主要风险

- 2013 年中央校车财政补贴政策无法推出。
- 传统座位客车市场低迷态势延续。

估值

- 展望今后两年, 我们相信宇通客车有望保持盈利稳步增长。公司当前股价对应 2013 年市盈率为 10.6 倍, 估值并不贵。我们将目标价由 26.30 元人民币上调至 29.70 元人民币, 相当于 13 倍 2013 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	19,675	23,115	26,847
变动(%)	55	24	17	17	16
净利润(人民币 百万)	869	1,181	1,451	1,623	1,893
全面摊薄每股收益(人民币)	1.671	1.754	2.057	2.290	2.671
变动(%)	54.2	5.0	17.3	11.3	16.6
先前预测每股收益(人民币)	-	-	2.026	2.256	2.631
调整幅度(%)	-	-	1.5	1.5	1.5
核心每股收益(人民币)	1.671	1.754	2.057	2.290	2.671
变动(%)	54.2	5.0	17.3	11.3	16.6
全面摊薄市盈率(倍)	14.6	13.9	11.8	10.6	9.1
核心市盈率(倍)	14.6	13.9	11.8	10.6	9.1
每股现金流量(人民币)	2.51	2.22	2.44	2.74	3.12
价格/每股现金流量(倍)	9.7	11.0	10.0	8.9	7.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.6	7.3	7.0	5.4	4.3
每股股息(人民币)	0.389	0.389	0.300	0.334	0.390
股息率(%)	1.6	1.6	1.2	1.4	1.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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: 客车

胡文洲, CFA

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120004

* 宋佳佳为本报告重要贡献者

2012 年公司市场份额稳步上升

2012 年，宇通客车实现客车销量 51,688 台，同比增长 11%。其中，座位客车销量估计达到 3.18 万台，同比下滑 6%；公交客车销量估计达到 1.2 万台，同比增长 13%；校车销量估计达到 7,200 台。

按照中国客车统计信息网数据，2012 年 1-11 月，公司在客车市场的份额由 2011 年的 19.3% 提升至 19.9%。其中，公交客车市场份额由 2011 年的 15.4% 提升至 17.6%；座位客车市场份额由 2011 年的 20.1% 下滑至 19.2%；在校车这一新的细分市场中，公司市场份额达到 28.7% 左右。

公交客车市场。2012 年 1-11 月，公交客车市场总体销量达到 59,419 台，同比下滑 1.6%。其中，宇通客车实现公交客车销售 10,456 台，同比增长 11%。公司传统公交客车产品的毛利率水平在 10%-12% 之间，盈利能力相对较差。过去两年，受制于产能不足，公司一直严格控制这一市场，低毛利的公交订单接的比较少。2012 年以来，由于传统公路客运市场持续低迷，公司对公交市场的政策略有松动，同时公司加强对高毛利的节能与新能源公交客车市场的开拓力度，推动公司在公交客车份额提升。

校车市场。2012 年下半年，校车市场竞争较上半年明显激烈。从上半年的情况看，由于各家企业校车产品准备不足，市场上仅宇通等少数几家企业能够生产出完全达标的校车车型，公司市场份额一度高达 40%。但随着各家企业先后开发出校车车型，目前主流的客车企业均已具备批量生产国标校车的能力，同时部分地区性客车厂也将承接当地校车订单作为维持生存的手段。总体而言，校车市场准入条件规定并不严苛，未来校车市场的竞争仍将十分激烈。

座位客车市场。2012 年 1-11 月，传统座位客车市场销量达到 13.7 万台，同比下滑 7%，在客车各类车型中表现最差。其中 9-10 月份，传统座位客车市场下滑尤其显著（月度销量同比下滑幅度分别达 21.5% 和 27.6%）。我们认为，这与 9 月起实施的新国标 7258 有很大关系，新国标要求客车车身半承载改为全承载、加装缓速器、一门改成两门等，增加购车成本（9-11 米的车成本增加 1 万多，11 米以上的车成本增加 3 万左右）的同时，还导致客车的盈利能力出现下降。部分客户选择于 9 月 1 日前购买旧国标产品，导致整个市场 9-10 月份下滑幅度扩大。从目前的情况看，座位客车市场已经逐步从政策的影响中走出。

2013 年公司销量有望同比增长 15%

展望 2013 年，我们预计公司总销量将达到 5.95 万台，同比增长 7,812 台或 15%。公司销量增长的动力主要来自以下几个方面：

公交客车市场：我们预计 2013 年公交客车行业有望实现 10% 左右的增长，预计公司在公交客车市场的份额仍将进步提升，预计 2013 年公司公交车销量增长 3,500 台至 1.55 万台，同比增长 29%。

我们预计，未来公司在公交市场的份额将持续提升，主要理由：1) 随着今年 11 月新能源一期产能投放，未来公司将有更多产能用于公交客车市场（尤其是节能与新能源公交客车）；2) 公司公交客车的销售区域也将由北上广深等一线城市，逐步向二三线城市拓展。另外，与大城市公交公司相比，二三线城市的公交公司议价能力相对弱一些，随着公司对二三线城市的开拓，未来公司公交车订单的毛利率会有所提升。

公司公交客车销量结构中，节能与新能源公交车（混合动力公交车和CNG/LNG公交车）销量占比已超过1/3。节能与新能源公交车毛利率能够与公司综合毛利率持平，是公交市场盈利能力最强的一类车型，也是公司重点开拓的一类车型。我们预计，未来这一细分市场将随着国家政策的支持而快速扩大，公司将凭借领先的技术稳定性和燃油经济性，不断扩大在节能与新能源公交车市场的份额。

2013年，混合动力城市公交客车有望成为公司公交市场的亮点。2012年8月6日，四部委下发《关于扩大混合动力城市公交客车示范推广范围有关工作的通知》，决定将混合动力公交的推广范围由目前的25个城市推广到全国，补贴目标是3,000-5,000台（见附件1）。公司混合动力城市客车的节油率高达30%，且稳定性较好，因此申报的补贴标准是36万和42万。相对于节油率较低的其他品牌客车，公司性价比优势明显，预计能够在各个县市顺利推广。我们预计，2013年公司有望获得2,000-2,500台混合动力城市公交客车订单。这种车型的单车均价在100万左右，毛利率也高出公司其他车型，总体盈利能力较强，对公司2013年业绩提升具有积极影响。

校车市场：如果2013年校车中央财政补贴政策能够出台，预计校车行业2013年销量增长30%至3.3万台。我们认为公司能够保持27%左右的市场份额，即实现9,000台校车的销量，较2012年增长1,800台或25%。

座位客车市场：我们预计，2013年座位客车市场将从今年负增长的阴影中走出，2013年座位客车行业销量增长8%-10%。宇通的座位客车销量同比增长8%或2,662台。我们认为，高铁网络的逐步完善对于高铁沿线城市之间的客运市场将形成一定的冲击，尤其是500公里以上运距的客运线路，冲击会比较明显。但短途的客运需求将会兴起，从而对冲高铁分流的影响。另外，交通基础设施的完善有望增强居民出行热情，未来居民出行率仍将快速提升。总体而言，高铁网络的完善对于公路客运市场的影响并非完全负面。

图表1.宇通客车分车型销量及预测（2011年-2013年）

(台)	2011年	2012E	同比增长(%)	2013E	同比增长(%)
座位客车	33,936	31,838	(6.2)	34,500	8.4
公交客车	10,659	12,000	12.6	15,500	29.2
卧铺及其他	2,093	650	(68.9)	500	(23.1)
校车	-	7,200		9,000	25.0
合计	46,688	51,688	10.7	59,500	15.1

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

估值

节能与新能源客车项目一期已经于2012年11月投产，12月已经基本达产。节能与新能源客车项目二期有望于2013年3季度投产。我们认为，随着公司节能与新能源客车一期项目顺利投产，公司产能瓶颈得到解除，2013年公司客车销量有望保持15%左右的较快增长态势，从而推动公司业绩稳步增长。公司当前股价对应2013年市盈率为10.6倍，估值并不贵。我们将目标价由26.30元人民币上调至29.70元人民币，相当于13倍2013年市盈率。维持买入评级。

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	19,675	23,115	26,847
销售成本	(11,150)	(13,850)	(16,019)	(18,927)	(22,058)
经营费用	(1,202)	(1,442)	(1,725)	(1,776)	(1,958)
息税折旧前利润	1,220	1,557	1,931	2,412	2,832
折旧及摊销	(195)	(224)	(393)	(622)	(744)
经营利润(息税前利润)	1,025	1,333	1,537	1,790	2,087
净利润收入/(费用)	(23)	(9)	39	45	54
其他收益/(损失)	(19)	30	85	25	27
税前利润	983	1,353	1,662	1,860	2,168
所得税	(117)	(171)	(210)	(235)	(274)
少数股东权益	3	(1)	(1)	(1)	(2)
净利润	869	1,181	1,451	1,623	1,893
核心净利润	869	1,181	1,451	1,623	1,893
每股收益(人民币)	1.671	1.754	2.057	2.290	2.671
核心每股收益(人民币)	1.671	1.754	2.057	2.290	2.671
每股股息(人民币)	0.389	0.389	0.300	0.334	0.390
收入增长(%)	55	24	17	17	16
息税前利润增长(%)	67	30	15	16	17
息税折旧前利润增长(%)	52	28	24	25	17
每股收益增长(%)	54	5	17	11	17
核心每股收益增长(%)	54	5	17	11	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	1,662	1,860	2,168
折旧与摊销	195	224	393	622	744
净利息费用	23	9	(39)	(45)	(54)
运营资本变动	231	85	(24)	(260)	(371)
税金	(117)	(171)	(210)	(235)	(274)
其他经营现金流	(12)	(8)	(63)	0	0
经营活动产生的现金流	1,304	1,493	1,719	1,942	2,213
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)	(237)
其他融资现金流	(23)	(9)	39	45	54
融资活动产生的现金流	(468)	(272)	2,416	(124)	(184)
现金变动	233	221	2,325	608	1,020
期初现金	717	950	1,171	3,496	4,104
公司自由现金流	713	507	(32)	795	1,274
权益自由现金流	753	423	(55)	775	1,256

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	3,496	4,104	5,124
应收账款	1,733	1,831	1,946	2,149	2,371
库存	1,228	1,122	1,219	1,325	1,437
其他流动资产	1,075	1,355	1,566	1,822	2,095
流动资产总计	4,986	5,479	8,227	9,400	11,026
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	1,148	1,161	1,173
长期资产总计	2,174	2,381	3,880	4,485	4,768
总资产	7,160	7,860	12,107	13,886	15,795
应付帐款	3,027	2,357	2,589	2,662	2,668
短期债务	66	10	7	5	3
其他流动负债	1,259	1,810	1,989	2,232	2,471
流动负债总计	4,352	4,177	4,585	4,899	5,143
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	6,459	7,912	9,568
股东权益	2,497	3,333	7,164	8,621	10,277
少数股东权益	4	5	6	7	9
总负债及权益	7,160	7,860	12,107	13,886	15,795
每股帐面价值(人民币)	4.80	6.41	10.16	12.16	14.50
每股有形资产(人民币)	4.80	6.41	10.16	12.16	14.50
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.67)	(2.21)	(4.93)	(5.77)	(7.21)

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
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.0	9.2	9.8	10.4	10.5
息税前利润率(%)	7.6	7.9	7.8	7.7	7.8
税前利润率(%)	7.2	8.0	8.4	8.0	8.1
净利率(%)	6.4	7.0	7.4	7.0	7.1
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.3	1.8	1.9	2.1
利息覆盖率(倍)	28.7	57.0	77.0	101.8	131.3
净权益负债率(%)					
速动比率(倍)	0.9	1.0	1.5	1.6	1.9
估值					
市盈率(倍)	14.6	13.9	11.8	10.6	9.1
核心业务市盈率(倍)	14.6	13.9	11.8	10.6	9.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	17.8	17.0	14.5	13.0	11.1
市净率(倍)	5.1	3.8	2.4	2.0	1.7
价格/现金流(倍)	9.7	11.0	10.0	8.9	7.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.6	7.3	7.0	5.4	4.3
周转率					
存货周转天数	32.5	31.0	26.7	24.5	22.9
应收帐款周转天数	43.4	38.6	35.0	32.3	30.7
应付帐款周转天数	73.6	58.3	45.9	41.5	36.2
回报率					
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	27.6	20.6	20.0
资产收益率(%)	14.3	15.5	13.5	12.0	12.3
已运用资本收益率(%)	43.6	45.4	30.3	23.4	22.8

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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