



**买入** **68% ↑**  
目标价格: 人民币 26.00  
**600066.CH**  
价格: 人民币 15.47  
目标价格基础: 15 倍 2014 年市盈率  
板块评级: 中立

**股价表现**



资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2014 年 3 月 24 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

宋佳佳

(8621) 2032 8532

jiajia.song@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090002

# 宇通客车

## 新能源业务有望持续超预期

2013 年, 公司实现净利润 18.2 亿元, 同比增长 17.6%, 折合每股收益 1.43 元, 公司业绩超出市场预期。展望未来, 宇通客车插电式混合动力客车在技术、成本、节油(气)率方面均显著领先于竞争对手, 扣除中央补贴后, 该车售价仅略高于传统车型, 但全生命周期使用成本显著低于柴油车和天然气客车, 有望快速上量。未来公司还将推出全系列纯电动客车。我们判断, 未来 3 年公司新能源客车销量将分别达到 1 万台、1.3 万台和 1.8 万台, 占据新能源客车市场 35%-40% 的份额。我们预计, 2014-16 年公司每股收益分别为 1.73 元、2.10 元和 2.50 元, 其中新能源贡献将分别达到 41%、48% 和 59%。针对市场担心的长途客车市场下滑问题, 我们认为长途客车在公司销量的占比为 40%, 即便每年下降 10% (最悲观假设), 其负面影响也完全可由新能源客车弥补。我们认为, 公司目前市盈率不足 9 倍, 正处于估值洼地, 仍维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 预计 2014-16 年宇通新能源客车销量达到 1 万台、1.3 万台和 1.8 万台。我们认为, 公司插电式混合动力客车采购成本与传统车型略微提升, 燃料成本大幅下降, 已具备大规模普及条件, 未来几年公司有望占据新能源客车市场 35%-40% 的市场份额。
- 新能源公交盈利有望超预期。公司新能源公交产品竞争力突出, 盈利能力显著高于传统客车产品。随着产销规模扩大及核心零部件成本持续下降, 未来公司新能源盈利能力有望持续上升。我们预计, 至 2016 年新能源客车将为公司贡献 18.6 亿元净利润, 占公司净利润的 59%。
- 传统客车市场上, 宇通市场份额仍将提升。我们认为, 高铁分流仍将影响长途客车市场, 但公交、校车、旅游团体客车市场发展空间依然广阔, 同时客车出口仍将保持快速增长态势。我们认为, 传统客车市场总体将保持平稳, 宇通市场份额仍将提升。

### 评级面临的主要风险

- 国内座位客车市场持续低于预期。新能源客车实际推广情况低于预期

### 估值

- 我们预计公司 2014-16 年每股收益 1.73 元、2.10 元、2.50 (未考虑资产注入影响)。维持买入评级, 维持目标价 26.00 元。

### 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入*(人民币 百万)	19,763	22,094	25,737	29,340	33,447
变动 (%)	17	12	16	14	14
净利润(人民币 百万)	1,550	1,823	2,206	2,676	3,185
全面摊薄每股收益#(人民币)	1.216	1.431	1.732	2.100	2.500
变动 (%)	31.2	17.6	21.0	21.3	19.0
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.732	2.100	2.500
变动 (%)	-	-	0.0	0.0	0.0
全面摊薄市盈率(倍)	12.7	10.8	8.9	7.4	6.2
每股现金流量(人民币)	1.08	1.52	2.76	2.53	3.05
价格/每股现金流量(倍)	14.4	10.2	5.6	6.1	5.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.5	8.1	3.9	3.6	2.3
每股股息(人民币)	0.387	0.500	0.545	0.662	0.787
股息率(%)	2.5	3.2	3.5	4.3	5.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

#按年底股本计算

## 公司业绩超出市场预期

2013年，宇通客车实现营业收入221亿元，同比增长11.8%，实现净利润18.2亿元，同比增长17.6%，折合每股收益1.43元。公司年报业绩超出市场预期。2013年，公司销量增长8.5%，收入增长11.8%，受新增折旧影响（较2012年增加2.9亿元），公司毛利率下降0.5个百分点至19.5%。我们认为，在折旧压力大增的情况下，公司业绩增长主要受益于新能源公交和出口业务的快速增长，2013年公司实现新能源客车销量3,897台，同比增长118%；全年出口销量约6,000台，同比增长18.7%。

其中2013年4季度公司实现营业收入84亿元，同比增长30.5%，实现净利润9.3亿元，同比增长60.4%。我们认为，4季度公司业绩大幅增长主要有以下几个方面原因：

- 1) 公司其他应收款中，8亿元土地款于4季度顺利收回，此前累计计提的2.6亿元坏账准备于4季度一次性转回。然而受应收账款减值损失增加和存货减值准备增加影响，4季度公司资产减值损失金额为-1.44亿元。
- 2) 4季度，公司执行新能源客车订单约1,500台，同时交付委内瑞拉客车订单约1,000台，上述订单均价和毛利率均显著高于传统产品，受益于此，公司4季度在销量增长22.1%的情况下，实现收入增长30.5%。且4季度单季度毛利率高达21.5%，显著高于前3季度水平。

图表1. 宇通客车2013年年报业绩摘要

(人民币, 百万)	2012年	2013年	同比增长 (%)	2013年4季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
营业收入	19,763	22,094	11.8	8,424	30.5	110.3
营业成本	15,818	17,794	12.5	6,615	31.6	101.4
主营税金及附加	117	124	5.8	58	39.6	298.5
主营利润(毛利)	3,829	4,176	9.1	1,751	26.3	148.1
销售费用	1,150	1,241	8.0	511	33.6	144.5
管理费用	881	1,071	21.6	347	19.0	42.6
财务费用	(38)	8	(120.8)	16	(1,494.0)	(254.8)
资产减值损失	259	11	(95.8)	(144)	(190.9)	597.1
公允价值变动净收益	(2)	8	(538.3)	2	(212.3)	21.2
营业利润	1,576	1,853	17.6	1,024	85.2	258.2
投资收益	61	31	(49.5)	19	(1,746.4)	-
营业外收入	144	210	46.0	25	(78.2)	41.8
营业外支出	16	7	(56.4)	1	(85.4)	(18.8)
利润总额	1,765	2,087	18.2	1,066	62.3	253.3
所得税	215	265	23.2	141	76.3	286.7
净利润	1,550	1,822	17.6	925	60.4	248.7
少数股东损益	0	(1)	(1,115.6)	(0)	350.3	303.0
归属于母公司净利润	1,550	1,823	17.6	925	60.4	248.7
每股收益(元)	1.22	1.43		0.73		

  

财务指标	2012年	2013年	同比增长 (%)
毛利率	20.0	19.5	21.5
经营利润率	8.0	8.4	12.2
净利率	7.8	8.2	11.0

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

## 銷量展望及經營計劃

2013年，公司累計銷量5.6萬台，同比增長8.5%。2013年公司市場份額達到22.1%，同比增長1.8個百分點。其中，公司在公交客車市場份額提升了5.5個百分點至23.3%，在座位客車市場份額提高了1個百分點至20.7%。

展望2014年，我們預計客車行業增速為4%，其中，公交客車市場增速為16%左右，校車市場增速為12%左右，座位客車市場受高鐵分流和宏觀經濟不景氣影響或將出現一定的下滑。我們預計，2014年宇通客車銷量增速為9%，在客車市場的份額仍將進一步提升，預計提升幅度為1個點左右。

根據公司經營計劃，2014年公司收入計劃255.7億元，同比增長15.7%。我們認為，2014年公司產品結構仍將保持改善，售價和盈利能力較高的新能源客車占比仍將大幅提升。2014年，公司計劃費用為27.6億元，計劃費用率達到10.8%，較2013年小幅攀升。

图表2. 宇通2012-2013年銷量及市場份額

(台)	銷量及增速			市場份額		
	2012年	2013年	同比增長 (%)	2012年 (%)	2013年 (%)	同比變動(百分點)
座位客車	30,651	29,445	(3.9)	19.7	20.7	1.0
校車	7,846	7,229	(7.9)	28.9	25.4	(3.5)
公交客車	12,501	18,659	49.3	17.8	23.3	5.5
卧鋪及其他	690	735	6.5	38.1	24.0	(14.1)
合計	51,688	56,068	8.5	20.3	22.1	1.8

資料來源：公司數據，中銀國際研究預測

## 未來兩年無新增折舊壓力

2012年，受新能源項目達產轉固影響，公司在建工程轉入固定資產規模達到22.9億元。2013年，公司新能源技術改造項目建設進度略微放緩，全年在建工程轉入固定資產規模3.53億元。我們預計，新能源技術改造項目逐步投產。此外，公司新能源基地銷售中心和研發中心項目以及倉儲中心項目將於2015年後逐步轉過。

2013年，公司折舊金額達到5.62億元，較2012年增加2.87億元。我們預計2014年公司折舊壓力將小幅減輕，預計2014-15年公司折舊金額分別在5-6億元之間。未來兩年公司將基本上不存在新增折舊的壓力。

## 新能源客車有望成為公司最大的盈利增長點

2013年，公司銷售新能源客車共計3,897台，同比增長118%，公司銷量占新能源客車市場40%左右的市場份額。我們認為，2014年起，中國新能源客車將進入大規模推廣普及期，預計2014-16年，新能源客車行業銷量將分別達到2.5萬台、3.5萬台和5萬台。公司插電式混合動力客車技術及成本遠遠領先於競爭對手，有望在市場化競爭中脫穎而出，此外，未來隨着鋰電池技術逐漸走向成熟，公司也將推出系列化純電動客車產品。我們預計2014-16年，公司新能源客車銷量將分別達到1万台、1.3万台和1.8万台，市場份額保持在35%-40%之間。

我们判断，随着新能源产品规模效应体现及核心组件成本的持续下降，未来公司新能源客车利润率将保持在 10%以上的水平，我们按照 2014-16 年新能源客车净利润率达到 10%、11%和 11.5%测算，预计未来三年新能源客车净利润贡献分别达到 9 亿元、12.87 亿元和 18.63 亿元，新能源客车业务占公司净利润的比重分别达到 40.8%、48.1%和 59.1%。

图表 3. 公司新能源客车业务盈利预测

	2014E	2015E	2016E
新能源客车销量 (台)	10,000	13,000	18,000
均价 (万元/台)	90	90	90
新能源收入 (百万元)	9,000	11,700	16,200
新能源客车净利润率(%)	10.0	11.0	11.5
<b>新能源业务净利润 (百万元)</b>	<b>900</b>	<b>1,287</b>	<b>1,863</b>
新能源盈利贡献占公司净利润的比重(%)	40.8	48.1	59.1

资料来源：中国汽车工业协会，中银国际研究预测

## 估值

我们预计公司 2014-16 年每股收益 1.73 元、2.10 元、2.50(未考虑资产注入影响)。当前股价对公司 2014 年市盈率不足 9 倍，处于估值洼地，我们维持买入评级，维持目标价 26.00 元。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入*	19,763	22,094	25,737	29,340	33,447
销售成本	(15,934)	(17,918)	(20,816)	(23,589)	(26,791)
经营费用	(1,993)	(1,728)	(2,104)	(2,654)	(3,139)
息税折旧前利润	1,836	2,448	2,817	3,097	3,517
折旧及摊销	(298)	(587)	(624)	(456)	(373)
经营利润(息税前利润)	1,538	1,861	2,193	2,641	3,144
净利润收入/(费用)	38	(8)	121	211	279
其他收益/(损失)	189	234	210	210	221
税前利润	1,765	2,087	2,524	3,062	3,644
所得税	(215)	(265)	(316)	(383)	(455)
少数股东权益	(0)	1	(3)	(3)	(4)
净利润	1,550	1,823	2,206	2,676	3,185
核心净利润	1,565	1,848	2,231	2,701	3,211
每股收益(人民币)	1.216	1.431	1.732	2.100	2.500
核心每股收益(人民币)	1.229	1.451	1.751	2.120	2.520
每股股息(人民币)	0.387	0.500	0.545	0.662	0.787
收入增长(%)	17	12	16	14	14
息税前利润增长(%)	15	21	18	20	19
息税折旧前利润增长(%)	18	33	15	10	14
每股收益增长(%)	31	18	21	21	19
核心每股收益增长(%)	32	18	21	21	19

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	1,765	2,087	2,524	3,062	3,644
折旧与摊销	298	587	624	456	373
净利润利息费用	(38)	8	(121)	(211)	(279)
运营资本变动	(470)	(300)	(359)	472	825
税金	(215)	(265)	(316)	(383)	(455)
其他经营现金流	32	(180)	1,160	(178)	(219)
经营活动产生的现金流	1,372	1,937	3,513	3,218	3,889
购买固定资产净值	(1,896)	(921)	(776)	(784)	(788)
投资减少/增加	(7,117)	(10,618)	10	10	11
其他投资现金流	6,697	11,436	0	0	0
投资活动产生的现金流	(2,316)	(104)	(766)	(774)	(777)
净增权益	2,594	71	0	0	0
净增债务	443	(255)	(195)	0	0
支付股息	(156)	(493)	(637)	(695)	(843)
其他融资现金流	27	37	(55)	212	280
融资活动产生的现金流	2,908	(639)	(886)	(483)	(563)
现金变动	1,963	1,194	1,861	1,962	2,549
期初现金	1,091	3,013	4,207	6,068	8,029
公司自由现金流	(944)	1,833	2,747	2,444	3,112
权益自由现金流	(464)	1,571	2,674	2,656	3,391

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

\*不含营业税金及附加

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	3,875	5,003	6,057	8,018	10,567
应收账款	3,891	4,284	3,761	3,982	3,972
库存	1,258	1,401	1,262	1,433	1,632
其他流动资产	992	1,066	1,200	1,200	1,200
流动资产总计	10,016	11,753	12,280	14,633	17,371
固定资产	3,273	3,424	3,492	3,739	4,075
无形资产	848	878	968	1,056	1,144
其他长期资产	142	142	142	142	142
长期资产总计	4,263	4,445	4,602	4,938	5,361
总资产	14,279	16,198	16,882	19,571	22,732
应付账款	5,397	6,139	5,299	6,003	6,818
短期债务	304	195	0	0	0
其他流动负债	703	676	1,000	1,000	1,000
流动负债总计	6,404	7,010	6,299	7,003	7,818
长期借款	156	4	4	4	4
其他长期负债	400	426	250	251	252
股本	705	1,274	1,274	1,274	1,274
储备	6,610	7,473	9,042	11,023	13,365
股东权益	7,315	8,747	10,316	12,297	14,639
少数股东权益	5	10	13	16	19
总负债及权益	14,279	16,197	16,882	19,571	22,732
每股账面价值(人民币)	5.74	6.87	8.10	9.65	11.49
每股有形资产(人民币)	5.08	6.18	7.34	8.82	10.59
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.04)	(3.15)	(4.76)	(6.30)	(8.30)

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	9.3	11.1	10.9	10.6	10.5
息税前利润率(%)	7.8	8.4	8.5	9.0	9.4
税前利润率(%)	8.9	9.4	9.8	10.4	10.9
净利率(%)	7.8	8.2	8.6	9.1	9.5
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.6	1.7	1.9	2.1	2.2
利息覆盖率(倍)	nm	236.4X	nm	nm	nm
净权益负债率(%)					
速动比率(倍)	1.4	1.5	1.7	1.9	2.0
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	12.7	10.8	8.9	7.4	6.2
核心业务市盈率(倍)	12.6	10.7	8.8	7.3	6.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	21.2	17.9	14.8	12.3	10.3
市净率(倍)	2.7	2.3	1.9	1.6	1.3
价格/现金流(倍)	14.4	10.2	5.6	6.1	5.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.5	8.1	3.9	3.6	2.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	27.3	27.1	23.3	20.8	20.9
应收账款周转天数	53.2	67.5	57.0	48.2	43.4
应付账款周转天数	84.4	95.3	81.1	70.3	70.0
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	31.8	34.9	31.5	31.5	31.5
净资产收益率(%)	29.1	22.7	23.1	23.7	23.6
资产收益率(%)	12.2	10.7	11.6	12.7	13.0
已运用资本收益率(%)	27.6	22.2	22.7	23.3	23.3

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

## 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