



**买入**

**46% ↑**

目标价格: 人民币 26.00

600066.CH

价格: 人民币 17.80

目标价格基础: 15倍2014年市盈率

板块评级: 中立

# 宇通客车

## 出口扬帆起航, 新能源客车推广也将加速

公司公告近日接获委内瑞拉 1,500 台客车订单 (预计交车时间为 2014 年下半年至 2015 年上半年)。此外, 公司与委内瑞拉签订了合资建设客车工厂的框架协议。我们认为, 宇通客车在出口市场的竞争力强劲, 本次合资建厂后, 公司产品在委内瑞拉乃至整个南美洲的竞争力都将进一步加强, 未来公司开拓南美市场的步伐有望进一步加快。考虑到出口市场的广阔空间和公司的长线布局, 我们预计未来几年公司出口业务有望保持 20% 左右的年均增速。另外, 我们认为新能源客车 (尤其是新能源公交) 的全面普及是大势所趋, 宇通新能源技术进步和产品线开拓速度远超出市场预期, 将引领并最大程度上受益于新能源客车行业的发展。公司目前市盈率约 10 倍, 正处于估值洼地, 仍维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- **合资建厂有利于深耕南美市场。**我们认为, 本次合资建厂后, 公司将进一步扩大委内瑞拉的市场份额。同时公司也将以委内瑞拉为根据地, 辐射整个南美市场。南美市场拥有近 4 亿人口和约 1,800 万平方公里的土地面积。如简单按人口类推, 我们预计南美洲对大中型客车的需求应为中国的 1/3, 约合每年 5-6 万台的需求。
- **客车出口市场成长空间广阔。**2013 年, 宇通客车出口销量约 6,000 台, 同比增长 20%。2014 年上半年, 公司出口 2,800 台, 同比增长 52%。公司出口业务坚持深耕细作、步步为营, 目前打开局面的国家越来越多, 因此我们判断未来公司出口业务有望保持 20% 左右的年均增长。
- **预计本次公交订单价值量在 15-20 亿元之间。**参考 2013 年 9 月份公司接获委内瑞拉的 2,000 台客车订单 (合同金额 3.53 亿元, 单台 109 万元)。预计本次订单金额在 15-20 亿元区间, 相当于 2013 年公司收入规模的 7%-9%。
- **我们维持 2014-16 年宇通新能源客车销量 1 万台、1.3 万台和 1.8 万台的预测。**根据国务院办公厅《关于加快新能源汽车推广应用的指导意见》, 未来将“逐步减少对城市公交车燃油补贴和增加对新能源公交车运营补贴, 将补贴额度与新能源公交车推广目标完成情况相挂钩”, 我们认为, 未来新能源公交推广步伐将明显提速。我们判断, 宇通仍将占据插电式混合动力客车市场 50% 左右的份额。此外, E7 终端需求火爆, 纯电动客车系列产品将成为公司新的增长极。

### 评级面临的主要风险

- 长途客车市场持续低迷; 新能源客车实际推广情况低于预期。

### 估值

- 我们维持公司 2014-16 年每股收益预测 1.73 元、2.10 元、2.50 元 (未考虑集团资产注入影响)。维持买入评级, 维持目标价 26.00 元。

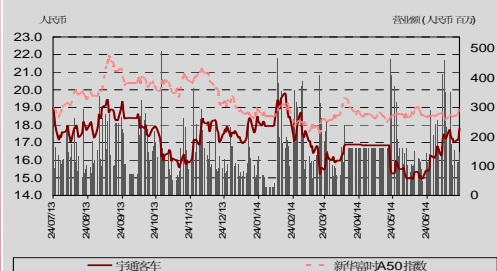
### 投资摘要

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	2,679	3,188
全面摊薄每股收益#(人民币)	1.216	1.431	1.732	2.103	2.502
变动(%)	31.2	17.6	21.0	21.4	19.0
全面摊薄市盈率(倍)	14.6	12.4	10.3	8.5	7.1
每股现金流量(人民币)	1.08	1.52	2.76	2.53	3.07
价格/每股现金流量(倍)	16.5	11.7	6.5	7.0	5.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.6	9.6	4.7	4.6	3.3
每股股息(人民币)	0.387	0.500	0.779	0.946	1.126
股息率(%)	2.2	2.8	4.4	5.3	6.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

#按年底股本计算

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	1.4	15.5	5.4	(5.1)
相对新华富时 A50 指数	5.0	13.0	4.6	(3.4)

发行股数(百万)	1,270
流通股(%)	67
流通股市值(人民币百万)	22,606
3个月日均交易额(人民币百万)	182
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
郑州宇通集团	31

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2014 年 7 月 23 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

彭勇

(8621) 2032 8596

yong.peng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514060001

**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
净利息收入/(费用)	38	(8)	121	207	265
其他收益/(损失)	189	234	210	218	239
税前利润	1,765	2,087	2,524	3,065	3,648
所得税	(215)	(265)	(316)	(383)	(456)
少数股东权益	(0)	1	(3)	(3)	(4)
净利润	1,550	1,823	2,206	2,679	3,188
核心净利润	1,565	1,848	2,231	2,705	3,217
每股收益(人民币)	1.216	1.431	1.732	2.103	2.502
核心每股收益(人民币)	1.229	1.451	1.751	2.123	2.525
每股股息(人民币)	0.387	0.500	0.779	0.946	1.126
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

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

**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	3,065	3,648
折旧与摊销	298	587	624	456	373
净利息费用	(38)	8	(121)	(207)	(265)
运营资本变动	(470)	(300)	(359)	472	825
税金	(215)	(265)	(316)	(383)	(456)
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	3,226	3,906
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)	(993)	(1,206)
其他融资现金流	27	37	(55)	208	266
融资活动产生的现金流	2,908	(639)	(886)	(785)	(940)
现金变动	1,963	1,194	1,861	1,667	2,189
期初现金	1,091	3,013	4,207	6,068	7,735
公司自由现金流	(944)	1,833	2,747	2,452	3,129
权益自由现金流	(464)	1,571	2,674	2,659	3,394

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	3,875	5,003	6,057	7,724	9,913
应收帐款	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	14,339	16,717
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	19,276	22,078
应付帐款	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	10,729	12,711
股东权益	7,315	8,747	10,316	12,002	13,985
少数股东权益	5	10	13	16	19
总负债及权益	14,279	16,197	16,882	19,276	22,078
每股帐面价值(人民币)	5.74	6.87	8.10	9.42	10.98
每股有形资产(人民币)	5.08	6.18	7.34	8.59	10.08
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.04)	(3.15)	(4.76)	(6.07)	(7.79)

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	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	2.0	2.1
利息覆盖率(倍)	nm	236.4X	nm	nm	nm
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)	1.4	1.5	1.7	1.8	1.9
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	14.6	12.4	10.3	8.5	7.1
核心业务市盈率(倍)	14.5	12.3	10.2	8.4	7.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	21.2	17.9	14.8	12.2	10.3
市净率(倍)	3.1	2.6	2.2	1.9	1.6
价格/现金流(倍)	16.5	11.7	6.5	7.0	5.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.6	9.6	4.7	4.6	3.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	27.3	27.1	23.3	20.8	20.9
应收帐款周转天数	53.2	67.5	57.0	48.2	43.4
应付帐款周转天数	84.4	95.3	81.1	70.3	70.0
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	31.8	34.9	45.0	45.0	45.0
净资产收益率(%)	29.1	22.7	23.1	24.0	24.5
资产收益率(%)	12.2	10.7	11.6	12.8	13.3
已运用资本收益率(%)	27.6	22.2	22.7	23.6	24.2

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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 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士，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。所有本报告期内使用的商标、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