



**谨慎
买入**

15% ↑

目标价格:人民币 21.00

原评级: 买入 原目标价格: 人民币 26.00

600066.CH

价格:人民币 18.33

目标价格基础:10倍 15年市盈率

板块评级:中立

宇通客车

公交和大中型座位客车是3季度增长动力

宇通客车发布 2014 年 3 季度业绩公告: 3 季度实现营业收入 56.6 亿元, 同比增长 41.3%; 归属于上市公司股东的净利润 4.3 亿元, 同比增长 58.7%; 每股收益 0.34 元, 符合我们的预期 (每股收益 0.35 元)。3 季度宇通销售客车约 1.6 万辆, 同比增长 35.5%, 增长动力主要来自公交客车和大中型座位客车。2013 年 7 月 1 日国四排放标准的实施, 导致 13 年 2 季度出现大中型座位客车提前采购, 从而 13 年 3 季度销量基数较低, 14 年 3 季度公司大中型座位客车销量同比增长 25.7%。14 年 3 季度公交客车销售继续保持高景气度, 公司公交客车销量同比增长 54.9%。随着新能源汽车推广考核时点的临近, 我们预计 14 年 4 季度新能源客车销量有望大幅增长。我们维持宇通客车的盈利预测, 预计 2014-2016 年每股收益分别为 1.73 元、2.10 元和 2.50 元, 目标价格由 26.00 元下调至 21.00 元, 投资评级下调至谨慎买入。

支撑评级的要点

- **新能源客车是未来客车行业发展趋势。**城镇化进程的不断推进带来城市内部交通需求增长, 但环保问题日益严重, 新能源客车是解决该矛盾有效手段之一。新能源客车, 尤其是新能源公交客车将是未来客车行业主要增长动力, 也将推动客车行业升级换代, 有利于行业龙头提升市场份额。宇通客车是国内客车行业龙头, 更是新能源客车行业龙头, 公司有望获得新能源客车 40% 左右的市场份额。
- **新能源汽车推广考核期日益临近, 4 季度新能源客车市场有望爆发。**2013-2015 年新能源推广政策设定年度考核机制, 每年底将对推广城市进行考核, 不达标城市将剥夺示范资格, 我们预计 4 季度新能源客车市场有望爆发, 宇通客车新能源客车销量有望大幅增长, 预计全年销量有望达到 8,000 辆左右。

评级面临的主要风险

- 1) 公路客运车辆销量大幅下滑; 2) 新能源客车推广不达预期。

估值

- 我们维持宇通客车盈利预测, 预计 2014-2016 年每股收益分别为 1.73 元、2.10 元和 2.50 元, 对应的动态市盈率分别为 11 倍、9 倍和 7 倍。

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	3,180
全面摊薄每股收益(人民币)	1.216	1.431	1.732	2.100	2.496
变动 (%)	31.2	17.6	21.0	21.3	18.8
全面摊薄市盈率(倍)	15.1	12.8	10.6	8.7	7.3
价格/每股现金流量(倍)	17.0	12.1	6.6	7.3	6.0
每股现金流量(人民币)	1.08	1.52	2.76	2.53	3.05
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.3	7.9	6.1	4.9	3.6
每股股息(人民币)	0.387	0.500	0.545	0.662	0.786
股息率(%)	2.1	2.7	3.0	3.6	4.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	4.6	(0.9)	6.8	3.1
相对上证指数	(6.3)	(1.3)	(7.1)	(1.9)

发行股数(百万)	1,270
流通股(%)	98
流通股市值(人民币 百万)	22,806
3 个月日均交易额(人民币 百万)	242
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
中国公路车辆机械有限公司	2

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以 2014 年 10 月 21 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: 汽车整车

彭勇

(8621)20328596

yong.peng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514060001

图表 1. 宇通客车季度业绩摘要

	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	同比增长(%)	环比增长(%)
营业收入(亿元)	40.1	84.2	44.0	49.5	56.6	41.3	14.5
销量(万辆)	1.2	2.0	1.1	1.3	1.6	35.5	24.2
均价(万元/辆)	34.4	43.2	41.2	38.9	35.8	4.3	(7.8)
净利润(亿元)	2.7	9.2	2.8	4.1	4.3	58.7	4.0
每股收益(元/摊薄)	0.21	0.72	0.22	0.33	0.34	58.7	4.0
(%)						同比变动 百分点	环比变动 百分点
毛利率	18.0	21.5	19.3	20.0	19.1	1.2	(0.8)
销售费用率	5.2	6.1	5.1	6.1	5.5	0.3	(0.6)
管理费用率	6.1	4.1	6.7	5.1	4.7	(1.4)	(0.5)
财务费用率	(0.3)	0.2	(0.6)	(0.2)	(0.1)	0.1	0.0
三项费用合计	11.0	10.4	11.3	11.0	10.0	(1.0)	(1.0)
净利率	6.8	10.9	6.4	8.4	7.6	0.8	(0.8)

资料来源: 公司公告, 中银国际研究

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	211	279
其他收益/(损失)	189	234	210	210	216
税前利润	1,765	2,087	2,524	3,062	3,639
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	3,180
核心净利润	1,565	1,848	2,231	2,701	3,206
每股收益(人民币)	1.216	1.431	1.732	2.100	2.496
核心每股收益(人民币)	1.229	1.451	1.751	2.120	2.516
每股股息(人民币)	0.387	0.500	0.545	0.662	0.786
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

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	3,639
折旧与摊销	298	587	624	456	373
净利息费用	(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	3,885
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	2,544
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	3,108
权益自由现金流	(464)	1,571	2,674	2,656	3,386

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	8,018	10,563
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	14,633	17,366
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	16,197	16,882	19,571	22,728
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	11,023	13,361
股东权益	7,315	8,747	10,316	12,297	14,634
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	22,728
每股帐面价值(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)

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
盈利能力					
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
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.7	1.9	2.1	2.2
利息覆盖率(倍)	n.a.	236.4	n.a.	n.a.	n.a.
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	1.9	2.0
估值					
市盈率(倍)	15.1	12.8	10.6	8.7	7.3
核心业务市盈率(倍)	14.9	12.6	10.5	8.6	7.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	17.1	14.5	12.0	9.9	8.3
市净率(倍)	3.2	2.7	2.3	1.9	1.6
价格/现金流(倍)	17.0	12.1	6.6	7.3	6.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.3	7.9	6.1	4.9	3.6
周转率					
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
回报率					
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