

宇通客车

2015年有望继续受益于新能源客车的放量增长

我们预计宇通客车 2015 年新能源客车销量仍有望实现 100% 增长

2015 年 3 月 18 日，交通部发布《关于加快推进新能源汽车在交通运输行业推广应用的实施意见》，该意见提出到 2020 年，新能源城市公交车总量要达到 20 万辆。2014 年我国新能源客车行业销量约为 18,637 辆，其中宇通客车销量为 7405 辆，市场份额接近 40%。我们预计宇通凭借其在客车行业内技术、渠道以及品牌优势，仍将继续保持其绝对的领先份额，随着公司纯电动客车 E7 的放量，我们预计其 2015 年销量将达到 1.5 万辆，同比增长 100%。

我们预计公司 2015 年客车总销量将同比增长 8.4%

我们预计公司 2015 年客车总销量将同比增长 8.4% 至 66,558 辆，主要原因在于：1) 受益于新能源公交客车的持续高速增长，我们预计公司公交车销量将同比增长 10% 左右；2) 受益于国内消费升级以及旅游人次的稳定增长，我们预计公司团体以及旅游客车的销量仍有望保持 15% 的稳健增速；3) 此外，我们认为随着安全法规的进一步完善，国内校车的普及率仍有较大的提升空间，我们预计公司校车销量仍将保持 20% 的快速增长；4) 但是受高铁建设以及宏观经济低迷拖累，我们预计公司的长途客车销量或将同比继续下滑 5% 左右。

受益于产品结构提升，公司利润率有望稳中有升

新能源客车的售价以及单车利润均远高于传统客车，公司新能源客车的占比有望从 2014 年的 12% 大幅提升至 2015 年 23%，我们预计产品结构的提升将拉动公司 ASP 提升 3% 左右，同时考虑到钢材等原材料价格依然保持在低位，我们预计公司毛利率将由 2014 年 24.3% 提升至 2015 年 24.7%。

估值：重新覆盖给予“买入”评级，目标价 36 元

我们的目标价是基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型（WACC 为 8.2%），对应公司 2015E PE 16.6x。

Equities

中国

汽车制造业

12 个月评级 **买入**
之前: 未予评级

12 个月目标价 **Rmb36.00**
之前: -

股价 **Rmb30.07**

路透代码: 600066.SS 彭博代码 600066 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb33.14-14.92

市值 Rmb44.4 十亿/US\$7.16 十亿

已发行股本 1,477 百万 (ORDA)

流通股比例 84%

日均成交量(千股) 15,554

日均成交额(Rmb 百万) Rmb464.4

普通股股东权益(12/15E) Rmb12.5 十亿

市净率(12/15E) 3.5x

净债务 / EBITDA NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/15E	-	2.17	- 2.17
12/16E	-	2.47	- 2.61
12/17E	-	2.82	- 2.73

邹天龙

分析师

S1460512070001

tianlong.zou@ubssecurities.com

+86-105-832 8775

重要数据 (Rmb 千)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	19,763,459	22,093,827	25,728,300	28,496,557	32,289,372	36,693,872	40,807,313	45,439,422
息税前利润(UBS)	1,539,827	1,852,676	2,765,383	3,507,233	4,013,675	4,613,610	5,120,985	5,699,628
净利润(UBS)	1,549,722	1,822,575	2,612,622	3,206,372	3,642,646	4,166,962	4,619,838	5,139,884
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	1.28	1.43	1.77	2.17	2.47	2.82	3.13	3.48
每股股息 (Rmb)	0.41	0.50	1.00	1.23	1.39	1.59	1.77	1.97
现金 / (净债务)	2,496,566	3,914,408	5,933,037	6,083,468	6,699,730	7,772,815	9,204,438	11,074,851
盈利能力和估值	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
息税前利润率(%)	7.8	8.4	10.7	12.3	12.4	12.6	12.5	12.5
ROIC (EBIT) (%)	46.9	39.5	58.3	62.7	57.0	56.1	55.5	56.7
EV/EBITDA(core)x	7.4	7.5	5.1	8.9	7.6	6.5	5.8	5.2
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	10.0	11.8	10.1	13.9	12.2	10.7	9.6	8.6
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(3.6)	4.5	5.4	3.3	5.1	6.6	8.0	9.5
净股息收益率(%)	3.2	3.0	5.6	4.1	4.6	5.3	5.9	6.5

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据 2015 年 05 月 08 日 15 时 56 分的股价(Rmb30.07)得出;

投资主题

宇通客车

投资理由

我们预测在未来三年中国大中客车市场的复合增速可达到 5%。受益于其市场领先地位，不断提升的品牌意识及生产能力，我们相信宇通客车会逐步增加市场份额，特别是在政府宣布支持新能源汽车发展之后。同时，我们还相信通过更好的新能源客车的产品销售组合，公司整体的 ASP 及毛利率会得到进一步的改善。我们预计公司 2015~17 年 EPS 为 2.17/2.47/2.82 元，与市场预期基本一致。我们的目标价对应公司 2015E PE 16.6x。

乐观情景

如果我们假设新能源汽车补贴数量能保持在 5000 台，那么我们预计公司全年新能源客车销量可以达到 4500 台。因此，我们估算 2015 年 EPS 可提高至 2.39 元，对应每股估值约为 39.62 元。

悲观情景

如果我们假设公司的客车销量下降 15%，那么我们预计公司全年客车总销量会从 2014 年的可以 61398 辆下降至 52000 台。因此，我们估算 2015 年 EPS 可下降至 1.78 元，对应每股估值约为 29.52 元。

近期催化剂

2015 年下半年，我们预计宇通客车将会推出新能源物流车。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb36.00

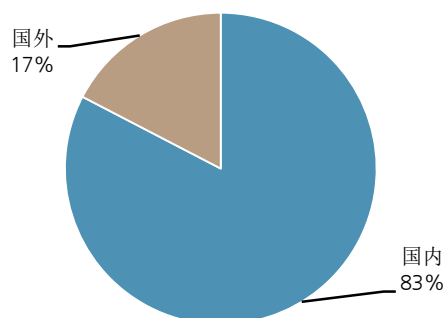
公司简介

宇通客车是目前中国最大的客车生产商，公司的主要产品包括长途客车、公交客车、团体及旅游客车、校车等，同时公司也生产机场摆渡车等专用客车。此外，公司也致力于新能源客车的研发、生产和销售，目前主要产品包括纯电动客车、混合动力客车（包括油电混合和电气混合）以及 LNG 客车。

行业展望

目前中国的大中型客车行业销量中，客车占到 35%，公交车占到 35%，旅游巴士占到 20%，校车占到剩余的 10%。我们认为随着高速铁路的渗透率的提高，客车在短期内需求会受到挤压。但是，团体旅游客车和校车市场会随着未来城市化进程的推动而稳定增长。我们预测在未来三年里大中型客车行业整体的复合增长率能达到 5%。受益于其市场领先地位，不断提升的品牌意识及生产能力，我们相信宇通客车会逐步增加市场份额。

主营业务收入分地区（2014）



来源：公司信息

毛利收入按产品分布

单位:百万	2013	2014	2015E	2016E	2017E
客车销售	4,026	5,804	6,582	7,475	8,514
客运服务及其他	273	442	465	558	669
合计	4,300	6,247	7,046	8,032	9,183

来源：公司信息，瑞银证券预测

投资概览

宇通客车是目前中国最大的客车生产商，按照中汽协的统计口径计算，公司 2014 年在我国中大型客车整车领域内的市场份额已经达到 38%。按照下游用途来划分，公司的客车产品主要用于四大领域：长途客车、公交客车、团体及旅游客车、校车，2014 年这四类客车占宇通客车总销量的比重分别为：30%、35%、20%、15%。

总体来讲，客车是一个相对平稳的非周期性行业，主要受益于我国城镇化建设以及物流运输行业的进一步发展，每年均能保持稳定增长，我们预计未来 3~5 年，客车行业的复合增长率仍可维持在 8% 左右。此外，客车行业目前的进入壁垒已经较高，行业内形成了“三龙一通”的寡头垄断竞争格局，中小客车生产企业缺少技术、品牌以及渠道优势，我们预计未来 5~10 年将会慢慢退出市场，而宇通客车作为行业龙头，具备了较强的技术研发能力、强大的销售渠道团队以及良好的客户品牌知名度，我们认为其市场份额仍有望逐年提升。

2015 年，我们预计宇通客车的客车销量将同比增长 8.4% 至 66,558 辆，收入将同比增长 11% 至 285 亿元。具体细分来看：

- **公交客车：**长期来看，公交客车的增长主要源于我国城市化率的进一步提升以及城市人口的不断增长；短期来看，由于城市交通拥堵以及环境污染，我国公交客车的增长也受益于近年来国家鼓励城市公交客更新换代以及大力推动新能源公交客车的发展。2015 年我们预计宇通客车的公交车销量将同比增长 10% 左右；
- **长途客车：**长途客车增长的驱动因素主要是我国长途客运需求的增长。但近年来，随着我国高铁建设的大力发展，长途客运需求出现不断下滑，公司的长途客车销量也从 2012 年开始，出现连续三年下滑。考虑到未来三年，我国仍可能出于高铁建设的高峰期，我们预计公司长途客车销量恐仍将保持低迷，我们预计 2015 年公司长途客车销量将继续下滑 5%；
- **团体及旅游客车：**团体旅游客车的增长主要受益于企事业单位采购以及我国居民旅游出行次数不断增加所推动，其增长过去几年一直较为稳健，我们预计公司该类客车在 2015 年仍有望保持 15% 左右的增長；
- **校车：**2012 年，中国发生了多起恶性校车安全事故，而国家也随后出台了多项相关的校车安全标准以规范客车企业的校车生产，从此校车作为一个单独的客车种类被划分出来。我们认为随着安全法规的进一步完善，国内校车的普及率仍有很大的提升空间，我们预计公司校车销量仍将保持 20% 的快速增长。

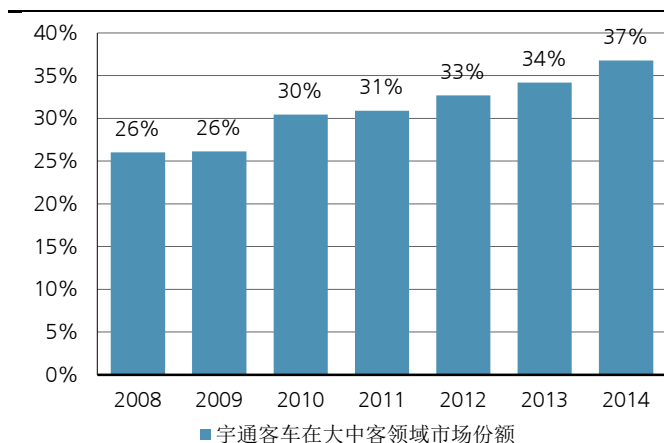
此外，考虑到新能源客车的售价以及单车利润均远高于传统客车，公司新能源客车的占比有望从 2014 年的 12% 大幅提升至 2015 年 23%，我们预计产品结构的提升将拉动公司 ASP 提升 3% 左右，同时考虑到钢材等原材料价格依然保持在低位，我们预计公司毛利率将由 2014 年 24.3% 提升至 2015 年 24.7%。我们预计宇通客车的净利润将同比增长 22.7% 至 32 亿元。

图表 69: 公司客车销量 (2013~2017E)

销量 (千辆)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
公交客车	3.4	5.5	5.6	9.6	10.7	12.5	18.7	20.7	22.8	25.1	27.6
长途客车	15.2	15.3	15.6	21.4	24.4	21.5	19.3	17.4	16.5	16.5	16.5
团体/旅游客车	3.9	5.1	5.5	7.9	9.5	9.2	10.1	12.6	14.5	17.4	20.9
校车	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.8	7.2	9.3	11.2	12.5	14.0
卧铺客车及其他	1.9	1.7	1.5	2.3	2.1	0.7	0.7	1.3	1.5	1.7	1.9
宇通客车销量	24.3	27.6	28.2	41.2	46.7	51.7	56.1	61.4	66.6	73.3	81.0
同比增速%		13.3%	2.3%	46.1%	13.4%	10.7%	8.5%	9.5%	8.4%	10.1%	10.5%

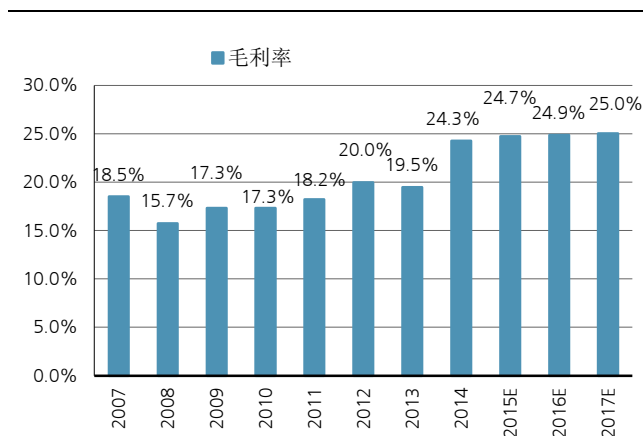
来源: 公司数据、瑞银证券估算

图表 70: 宇通客车在大中客领域的市场份额



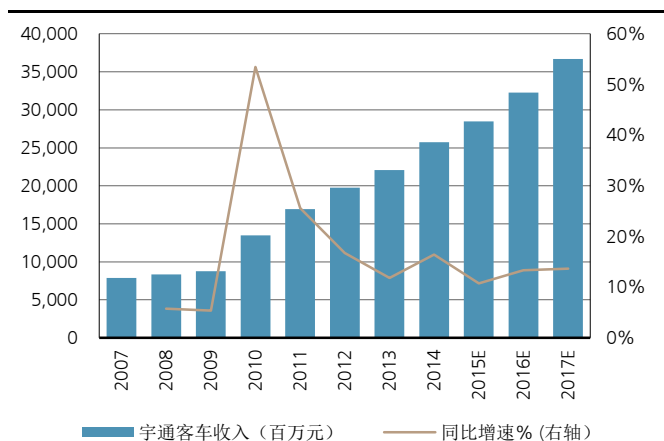
来源: 中汽协

图表 71: 宇通客车的毛利率



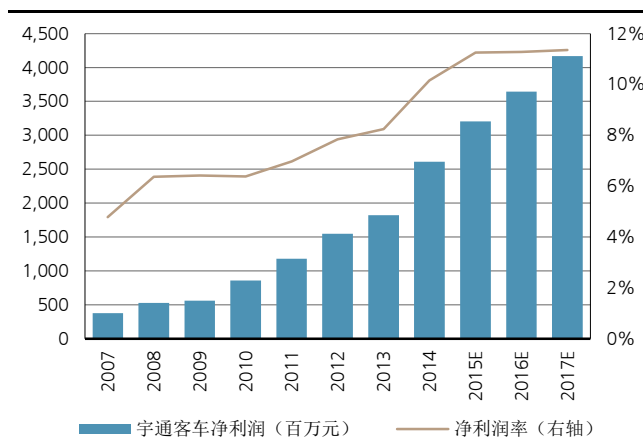
来源: 公司数据、瑞银证券估算

图表 72: 宇通客车的收入以及同比增速



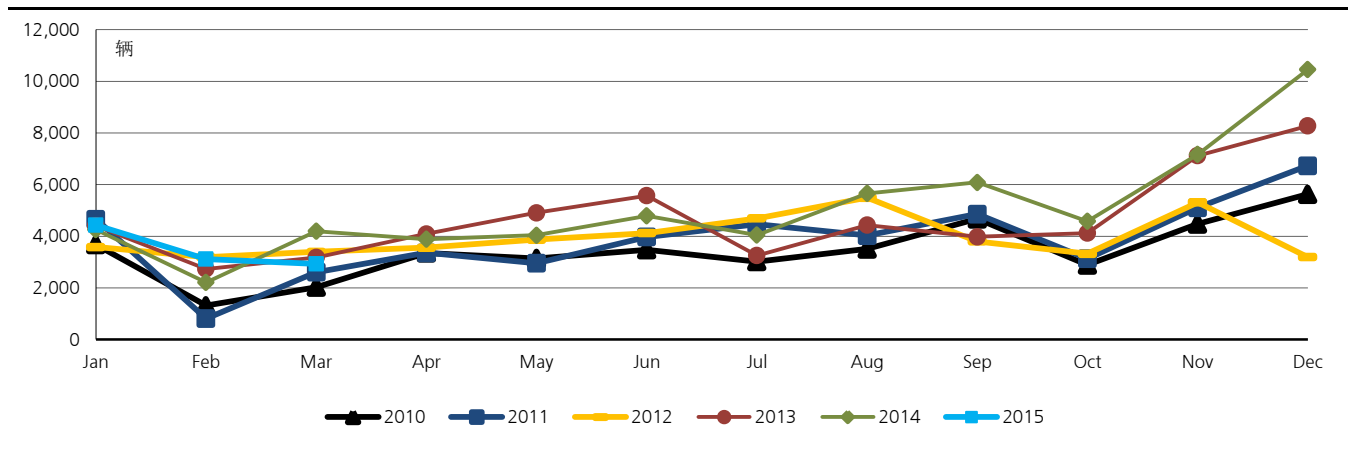
来源: 公司数据、瑞银证券估算

图表 73: 宇通客车的利润已经同比增速



来源: 公司数据、瑞银证券估算

图表 74: 宇通客车的月度销量



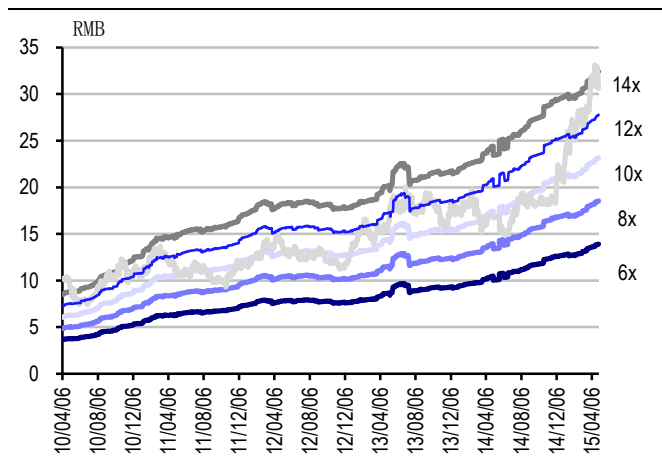
来源: 中汽协

估值以及目标价的推导

我们采用 DCF 估值法推导出公司的目标价为 36.0 元, 我们通过瑞银 VCAM 工具来预测影响公司长期估值的因素, WACC 假设为 8.2%。

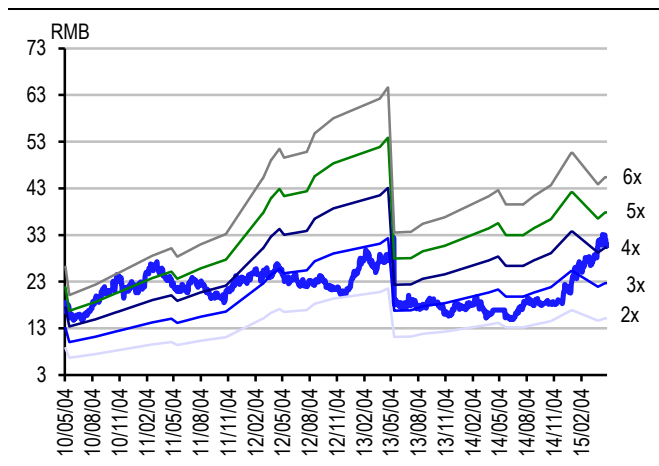
我们的目标价对应公司 2015 年的预测市盈率为 16.6x, 2015 年预测市净率为 4.2x, 相对于 A 股乘用车 OEM 厂商的平均市盈率水平 (13.6x 和 2.9x) 存在一定的溢价。目前股价所对应的市盈率为 13.9x 和市净率为 3.5x。该估值水平处于公司过去五年估值区间 (6x~14x) 的高枢位置。但是, 我们预测在未来三年中国大中客车市场的复合增速可达到 5%。受益于其市场领先地位, 不断提升的品牌意识及生产能力, 我们相信宇通客车会逐步增加市场份额, 并且通过更好的新能源客车的产品销售组合, 公司整体的 ASP 及毛利率会得到进一步的改善。所以, 我们认为公司的估值还存在着一定的上升空间。

图表 75: 宇通客车 PE 估值区间



来源: Bloomberg

图表 76: 宇通客车 PB 估值区间



来源: Wind

图表 77: 瑞银 VCAM 估值摘要

相对年 财年	+1E 2015E	+2E 2016E	+3E 2017E	+4E 2018E	+5E 2019E	+6E 2020E	+7E 2021E	+8E 2022E	+9E 2023E	+10E 2024E
息税前利润	3,507,233	4,013,675	4,613,610	5,120,985	5,699,628	4,427,617	4,641,094	4,799,441	4,893,863	4,917,407
折旧及摊销*	801,819	968,418	1,122,199	1,289,293	1,448,858	1,628,549	1,805,654	1,981,705	2,152,627	2,314,074
资本支出	(2,362,720)	(2,362,720)	(2,362,720)	(2,362,720)	(2,362,720)	(2,391,931)	(2,581,520)	(2,755,808)	(2,909,410)	(3,037,222)
运营资本变动	(328,667)	(244,995)	(286,767)	(237,392)	(278,945)	363,864	(160,234)	(139,521)	(113,696)	(83,311)
所得税(营运)	(457,780)	(523,883)	(602,189)	(668,414)	(743,941)	(580,018)	(607,983)	(628,727)	(641,096)	(644,180)
其他	(83,048)	(113,784)	(132,135)	(123,403)	(138,963)	(163,582)	(166,036)	(165,048)	(160,239)	(151,357)
自由现金流	1,076,837	1,736,711	2,351,999	3,018,350	3,623,918	3,284,499	2,930,975	3,092,042	3,222,048	3,315,411
增长		61.3%	35.4%	28.3%	20.1%	-9.4%	-10.8%	5.5%	4.2%	2.9%

估值	
明计现金流现值	24,948,423
期末价值(第15年)现值	20,809,380
企业价值	45,757,803
占永续价值百分比	45%
联营公司及其他	149,048
-少数股东权益	72,929
现金盈余**	5,288,392
-债务***	4,128
权益价值	51,118,187
已发行股数 [k]	1,477,332
每股权益价值 (Rmb/股)	34.60
权益成本	8.2%
股息收益率	4.2%
1年期目标价 (Rmb/股)	36.00

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	7.5%	5.5%	3.5%
息税前利润率	6.8%	6.3%	3.9%
资本支出/销售收入	4.2%	3.7%	3.2%
投资资本回报率	23.9%	23.7%	18.2%

估值对应指标			
财年	2015E	2016E	1年预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	10.6x	9.2x	10.1x
企业价值 / 息税前利润	13.0x	11.4x	12.4x
自由现金流收益率	2.4%	3.8%	2.8%
市盈率(现值)	15.9x	14.0x	15.2x
市盈率(目标)	16.6x	14.6x	15.8x

加权平均资本成本	
无风险利	3.50%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.94
债务/权益比	0.0%
边际税率	25.0%
权益成本	8.2%
债务成本	5.5%
WACC	8.2%

期末假设值	
VCH(年数)	15
对应的自由现金流增长	1.1%
回报率增幅	8.7%
企业价值 / 息税折旧摊销前利	6.9x

数目单位是 Rmb k, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: 瑞银证券估算

宇通客车 (600066.SS)

损益表(Rmb 千)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	19,763,459	22,093,827	25,728,300	28,496,557	10.8	32,289,372	13.3	36,693,872	40,807,313	45,439,422
毛利	3,829,022	4,175,973	6,092,360	6,875,040	12.8	7,838,176	14.0	8,962,184	9,937,313	11,063,890
息税折旧摊销前利润(UBS)	1,831,733	2,432,916	3,434,520	4,309,051	25.5	4,982,093	15.6	5,735,809	6,410,279	7,148,486
折旧和摊销	(291,906)	(580,240)	(669,137)	(801,819)	19.8	(968,418)	20.8	(1,122,199)	(1,289,293)	(1,448,858)
息税前利润(UBS)	1,539,827	1,852,676	2,765,383	3,507,233	26.8	4,013,675	14.4	4,613,610	5,120,985	5,699,628
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	187,527	242,486	260,558	114,542	-56.0	114,542	0.0	114,542	114,542	114,542
净利息	37,831	(7,872)	24,900	122,406	391.6	125,414	2.5	137,740	159,201	187,834
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	1,765,185	2,087,290	3,050,840	3,744,181	22.7	4,253,631	13.6	4,865,892	5,394,729	6,002,004
税项	(215,398)	(265,382)	(398,209)	(488,707)	-22.7	(555,203)	-13.6	(635,118)	(704,144)	(783,408)
税后利润	1,549,787	1,821,908	2,652,631	3,255,473	22.7	3,698,428	13.6	4,230,774	4,690,585	5,218,595
优先股股息及少数股权	(66)	667	(40,009)	(49,102)	-22.7	(55,783)	-13.6	(63,812)	(70,747)	(78,711)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	1,549,722	1,822,575	2,612,622	3,206,372	22.7	3,642,646	13.6	4,166,962	4,619,838	5,139,884
净利润(UBS)	1,549,722	1,822,575	2,612,622	3,206,372	22.7	3,642,646	13.6	4,166,962	4,619,838	5,139,884
税率(%)	12.2	12.7	13.1	13.1	0.0	13.1	0.0	13.1	13.1	13.1
每股(Rmb)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
每股收益(UBS 稀释后)	1.28	1.43	1.77	2.17	22.7	2.47	13.6	2.82	3.13	3.48
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	1.28	1.43	1.77	2.17	22.7	2.47	13.6	2.82	3.13	3.48
每股收益(UBS, 基本)	1.28	1.43	1.77	2.17	22.7	2.47	13.6	2.82	3.13	3.48
每股股息净值(Rmb)	0.41	0.50	1.00	1.23	22.6	1.39	13.6	1.59	1.77	1.97
每股账面价值	5.76	6.89	7.31	8.48	16.0	9.72	14.6	11.15	12.68	14.40
平均股数(稀释后)	1,210.72	1,273.70	1,477.33	1,477.33	0.0	1,477.33	0.0	1,477.33	1,477.33	1,477.33
资产负债表(Rmb 千)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
现金和现金等价物	3,054,544	4,213,036	6,037,165	6,187,596	2.5	6,803,857	10.0	7,876,942	9,308,565	11,178,978
其他流动资产	6,961,884	7,539,982	11,186,324	12,507,799	11.8	14,165,553	13.3	16,090,257	17,893,208	19,921,419
流动资产总额	10,016,428	11,753,018	17,223,489	18,695,395	8.5	20,969,410	12.2	23,967,199	27,201,773	31,100,398
有形固定资产净值	3,146,518	2,979,859	3,630,320	4,752,946	30.9	5,762,354	21.2	6,648,300	7,386,076	7,977,517
无形固定资产净值	602,362	592,855	939,922	1,286,783	36.9	1,626,109	26.4	1,957,902	2,282,160	2,598,884
投资其他资产	513,802	871,842	2,029,769	2,120,902	4.5	2,166,468	2.1	2,189,251	2,200,643	2,206,339
总资产	14,279,110	16,197,573	23,823,500	26,856,025	12.7	30,524,342	13.7	34,762,652	39,070,653	43,883,138
应付账款和其他短期负债	6,101,904	6,815,825	12,354,631	13,609,297	10.2	15,390,695	13.1	17,456,223	19,427,854	21,631,822
短期债务	301,867	194,500	4,128	4,128	0.0	4,128	0.0	4,128	4,128	4,128
流动负债总额	6,403,771	7,010,326	12,358,759	13,613,425	10.2	15,394,823	13.1	17,460,350	19,431,982	21,635,950
长期债务	156,112	4,128	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	399,672	425,975	604,167	604,167	0.0	604,167	0.0	604,167	604,167	604,167
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	6,959,554	7,440,429	12,962,926	14,217,592	9.7	15,998,990	12.5	18,064,517	20,036,149	22,240,117
普通股股东权益	7,314,886	8,747,062	10,804,461	12,533,219	16.0	14,364,355	14.6	16,473,325	18,738,947	21,268,753
少数股东权益	4,670	10,083	56,113	105,215	87.5	160,998	53.0	224,810	295,557	374,268
负债和权益总计	14,279,110	16,197,573	23,823,500	26,856,025	12.7	30,524,342	13.7	34,762,652	39,070,653	43,883,138
现金流量表(Rmb 千)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
净利润(支付优先股股息前)	1,549,722	1,822,575	2,612,622	3,206,372	22.7	3,642,646	13.6	4,166,962	4,619,838	5,139,884
折旧和摊销	291,906	580,240	669,137	801,819	19.8	968,418	20.8	1,122,199	1,289,293	1,448,858
营运资本变动净值	(642,096)	(481,526)	(354,761)	(144,579)	59.2	27,076	-	28,700	63,715	57,652
其他营业性现金流	133,769	(44,472)	207,802	(42,557)	-	(26,767)	37.1	(23,537)	(52,157)	(67,650)
经营性现金流	1,333,300	1,876,816	3,134,800	3,821,055	21.9	4,611,372	20.7	5,294,324	5,920,689	6,578,745
有形资本支出	(1,894,611)	(917,813)	(1,914,123)	(1,990,890)	-4.0	(1,990,890)	0.0	(1,990,890)	(1,990,890)	(1,990,890)
无形资本支出	0	0	0	(371,830)	-	(371,830)	0.0	(371,830)	(371,830)	(371,830)
净(收购)/处置	(421,717)	14,129	768,379	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	0	800,000	(568,007)	49,102	-	55,783	-	63,812	70,747	78,711
投资性现金流	(2,316,329)	(103,684)	(1,713,752)	(2,313,618)	-35.0	(2,306,937)	0.3	(2,298,908)	(2,291,972)	(2,284,008)
已付股息	(215,249)	(496,969)	(921,983)	(1,477,332)	-60.2	(1,811,509)	-22.6	(2,057,992)	(2,354,216)	(2,610,078)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	0	0	0	120,327	-	123,335	2.50	135,661	157,122	185,755
债务及优先股变化	3,074,657	(158,627)	(254,556)	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	2,859,408	(655,595)	(1,176,539)	(1,357,005)	-15.3	(1,688,174)	-24.4	(1,922,331)	(2,197,094)	(2,424,323)
现金流量中现金的增加/(减少)	1,876,380	1,117,537	244,509	150,431	-38.5	616,261	309.7	1,073,085	1,431,623	1,870,413
外汇/非现金项目	7,161	40,955	1,579,619	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	1,883,541	1,158,492	1,824,129	150,431	-91.8	616,261	309.7	1,073,085	1,431,623	1,870,413

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

宇通客车 (600066.SS)

估值(x)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	10.0	11.8	10.1	13.9	12.2	10.7	9.6	8.6
市盈率 (UBS, 稀释后)	10.0	11.8	10.1	13.9	12.2	10.7	9.6	8.6
股价/每股现金收益	8.4	9.0	8.0	11.1	9.6	8.4	7.5	6.7
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(3.6)	4.5	5.4	3.3	5.1	6.6	8.0	9.5
净股息收益率(%)	3.2	3.0	5.6	4.1	4.6	5.3	5.9	6.5
市净率	2.2	2.5	2.4	3.5	3.1	2.7	2.4	2.1
企业价值/营业收入(核心)	0.7	0.8	0.7	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	7.4	7.5	5.1	8.9	7.6	6.5	5.8	5.2
企业价值/息税前利润(核心)	8.8	9.8	6.4	10.9	9.5	8.1	7.3	6.6
企业价值/经营性自由现金流(核心)	10.2	8.4	5.9	9.9	8.3	7.0	6.2	5.5
企业价值/运营投入资本	4.1	3.9	3.7	6.9	5.4	4.5	4.0	3.7
企业价值 (Rmb 千)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
市值	15,430,173	21,509,130	22,660,959	44,423,382	44,423,382	44,423,382	44,423,382	44,423,382
净债务 (现金)	(1,771,459)	(3,205,487)	(4,923,723)	(6,008,253)	(6,391,599)	(7,236,272)	(7,236,272)	(7,236,272)
少数股东权益	4,670	10,083	56,113	105,215	160,998	224,810	295,557	374,268
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	13,663,384	18,313,726	17,793,350	38,520,344	38,192,780	37,411,919	37,482,666	37,561,378
非核心资产	(142,378)	(142,378)	(149,048)	(149,048)	(149,048)	(149,048)	(149,048)	(149,048)
核心企业价值	13,521,006	18,171,348	17,644,302	38,371,296	38,043,733	37,262,871	37,333,619	37,412,330
增长率(%)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	16.7	11.8	16.5	10.8	13.3	13.6	11.2	11.4
息税折旧摊销前利润(UBS)	17.7	32.8	41.2	25.5	15.6	15.1	11.8	11.5
息税前利润(UBS)	15.5	20.3	49.3	26.8	14.4	14.9	11.0	11.3
每股收益(UBS 稀释后)	12.1	11.8	23.6	22.7	13.6	14.4	10.9	11.3
每股股息净值	170.6	22.6	100.0	22.6	13.6	14.4	10.9	11.3
利润率与盈利能力(%)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
毛利率	19.4	18.9	23.7	24.1	24.3	24.4	24.4	24.3
息税折旧摊销前利润率	9.3	11.0	13.3	15.1	15.4	15.6	15.7	15.7
息税前利润率	7.8	8.4	10.7	12.3	12.4	12.6	12.5	12.5
净利 (UBS) 率	7.8	8.2	10.2	11.3	11.3	11.4	11.3	11.3
ROIC (EBIT)	46.9	39.5	58.3	62.7	57.0	56.1	55.5	56.7
税后投资资本回报率	41.2	34.5	50.7	54.5	49.6	48.8	48.2	49.3
净股东权益回报率(UBS)	29.1	22.7	26.7	27.5	27.1	27.0	26.2	25.7
资本结构与覆盖率	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
净债务/息税折旧摊销前利润	(1.4)	(1.6)	(1.7)	(1.4)	(1.3)	(1.4)	(1.4)	(1.5)
净债务/总权益 %	(34.1)	(44.7)	(54.6)	(48.1)	(46.1)	(46.5)	(48.4)	(51.2)
净债务/(净债务 + 总权益) %	(51.8)	(80.8)	NM	(92.8)	(85.6)	(87.1)	(93.6)	NM
净债务/企业价值	(18.5)	(21.5)	(33.6)	(15.9)	(17.6)	(20.9)	(24.7)	(29.6)
资本支出 / 折旧 %	NM	163.3	NM	NM	NM	184.0	160.3	142.8
资本支出/营业收入(%)	9.6	4.2	7.4	7.0	6.2	5.4	4.9	4.4
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	3.1	2.9	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
股息支付率 (UBS) %	31.9	34.9	56.5	56.5	56.5	56.5	56.5	56.5
分部门收入 (Rmb 千)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
其他	19,763,459	22,093,827	25,728,300	28,496,557	32,289,372	36,693,872	40,807,313	45,439,422
总计	19,763,459	22,093,827	25,728,300	28,496,557	32,289,372	36,693,872	40,807,313	45,439,422
分部门息税前利润 (Rmb 千)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
其他	1,539,827	1,852,676	2,765,383	3,507,233	4,013,675	4,613,610	5,120,985	5,699,628
总计	1,539,827	1,852,676	2,765,383	3,507,233	4,013,675	4,613,610	5,120,985	5,699,628

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。