



**谨慎
买入**

18% ↑

目标价格:人民币 21.00

原目标价格:人民币 22.40

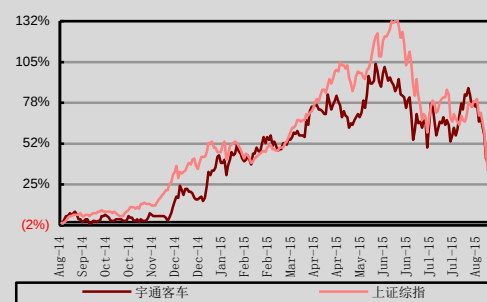
600066.CH

价格:人民币 17.78

目标价格基础:15倍 15年市盈率

板块评级:增持

股价表现



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	11.2	(9.8)	(27.4)	48.7
相对上证指数	23.8	18.3	13.0	17.4

发行股数(百万)	2,214
流通股(%)	86
流通股市值(人民币 百万)	33,844
3个月日均交易额(人民币 百万)	704
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
郑州宇通集团有限公司	37

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以2015年8月26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

*朱朋为本报告重要贡献者

宇通客车

新能源客车销量翻倍增长

公司发布2015年中报: 上半年实现销售收入103.9亿元, 同比增长10.4%; 归属于上市公司股东的净利润9.5亿元, 同比增长15.4%; 每股收益0.43元, 符合我们的预期。新能源客车需求大幅增长, 加上公路客运、旅游及团体客车需求回暖, 促使公司上半年收入取得较好增长。收购集团零部件业务和新能源客车销量占比提升, 进一步提升公司盈利能力。我们维持公司盈利预测, 按最新股本摊薄, 预计2015-2017年每股收益分别为1.40元、1.67元和1.84元, 给予2015年15倍动态市盈率, 合理目标价21.00元, 维持谨慎买入评级。

支撑评级的要点

■ **新能源客车占比提升推动公司持续增长。**2015年上半年公司销售客车2.4万辆, 同比增长3.0%, 其中新能源客车销量3,645辆, 同比增长102.7%, 大型座位客车销量同比增长42.9%。单价较高的新能源客车和大型座位客车销量大幅增长, 推动单车销售均价同比增加约3万元。我们预计公司2015年全年新能源客车销量占比有望提升至20%, 销售额占比提高至32%左右。随着国家新能源汽车战略的推进, 公司新能源客车销量占比将会继续提升, 推动业绩持续增长。

■ **随着新能源客车补贴退坡, 公司竞争优势更加凸显。**公司是客车行业中新能源客车系统部件自制率最高的企业之一, 可自制整车控制器, 集成驱动电机和电机控制器, 加上公司产销规模大, 在电池及其它客车部件采购上有更大的议价空间, 其新能源客车成本低于竞争产品。公司在新能源客车研发上起步最早, 投入最大, 研发能力也强于竞争对手, 在研发降成本和提升产品性能上更具优势。随着2016年新能源客车补贴退坡, 公司竞争优势将更加凸显。

评级面临的主要风险

■ 1) 客车行业景气度大幅下滑; 2) 新能源客车销量不达预期。

估值

■ 我们维持公司盈利预测, 按照最新股本摊薄, 预计2015-2017年每股收益分别为1.40元、1.67元和1.84元, 给予2015年15倍动态市盈率, 将目标价由22.40元下调至21.00元, 维持谨慎买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	22,198	25,728	28,816	32,562	37,120
变动(%)	12	16	12	13	14
净利润(人民币 百万)	2,263	2,613	3,102	3,687	4,083
全面摊薄每股收益(人民币)	1.022	1.180	1.401	1.666	1.844
变动(%)	46.0	15.5	18.7	18.9	10.7
全面摊薄市盈率(倍)	17.4	15.1	12.7	10.7	9.6
价格/每股现金流量(倍)	14.0	12.3	12.8	9.7	8.6
每股现金流量(人民币)	1.27	1.45	1.38	1.84	2.06
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.3	9.7	7.7	6.1	5.1
每股股息(人民币)	0.223	0.000	0.441	0.525	0.581
股息率(%)	1.3	n.a.	2.5	3.0	3.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 2015 年上半年宇通客车分车型销量及同比增幅

(辆)	大型客车		中型客车		轻型客车		合计	
	累计销量	同比增幅(%)	累计销量	同比增幅(%)	累计销量	同比增幅(%)	累计销量	同比增幅(%)
座位客车	6,233	30.4	7,434	30.7	640	(11.2)	14,307	27.9
校车	197	30.5	923	(24.9)	1,962	10.8	3,082	(2.2)
公交客车	2,861	(49.4)	2,482	(8.5)	744	514.9	6,087	(28.3)
卧铺与其它	47	17.5	229	(32.0)	327	73.0	603	6.5
合计	9,338	(12.1)	11,068	11.1	3,673	31.1	24,079	3.0

资料来源：中客网

图表 2. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2014 年上半年	2015 年上半年	同比变动(%)
营业收入	9,407.3	10,387.2	10.4
营业利润	880.1	1,035.3	17.6
净利润	828.8	966.0	16.6
归属于上市公司股东的净利润	820.2	946.2	15.4
扣非后净利润	615.9	877.1	42.4
销售成本	7,297.6	7,958.8	9.1
毛利润	2,109.7	2,428.5	15.1
销售费用	546.8	671.6	22.8
管理费用	648.1	782.6	20.8
财务费用	(40.3)	(113.0)	180.2
资产减值损失	67.0	(50.1)	(174.9)
销售费用率(%)	5.8	6.5	
管理费用率(%)	6.9	7.5	
财务费用率(%)	(0.4)	(1.1)	
毛利率(%)	22.4	23.4	
净利率(%)	8.8	9.3	

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	22,198	25,728	28,816	32,562	37,120
销售成本	(17,218)	(19,636)	(21,813)	(24,617)	(28,137)
经营费用	(1,969)	(2,643)	(2,958)	(3,231)	(3,847)
息税折旧前利润	3,012	3,449	4,044	4,714	5,136
折旧及摊销	(643)	(669)	(644)	(644)	(644)
经营利润(息税前利润)	2,368	2,780	3,400	4,070	4,492
净利息收入/(费用)	3	25	39	52	95
其他收益/(损失)	247	246	210	216	217
税前利润	2,618	3,051	3,649	4,338	4,803
所得税	(328)	(398)	(511)	(607)	(672)
少数股东权益	(28)	(40)	(36)	(43)	(48)
净利润	2,263	2,613	3,102	3,687	4,083
核心净利润	2,289	2,632	3,130	3,716	4,111
每股收益(人民币)	1.022	1.180	1.401	1.666	1.844
核心每股收益(人民币)	1.034	1.189	1.414	1.679	1.857
每股股息(人民币)	0.223	0.000	0.441	0.525	0.581
收入增长(%)	12	16	12	13	14
息税前利润增长(%)	54	17	22	20	10
息税折旧前利润增长(%)	65	15	17	17	9
每股收益增长(%)	46	15	19	19	11
核心每股收益增长(%)	46	15	19	19	11

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	2,618	3,051	3,649	4,338	4,803
折旧与摊销	643	669	644	644	644
净利息费用	(3)	(25)	(39)	(52)	(95)
运营资本变动	25	(539)	(4,374)	73	68
税金	(328)	(398)	(511)	(607)	(672)
其他经营现金流	(155)	447	3,694	(328)	(189)
经营活动产生的现金流	2,802	3,205	3,064	4,067	4,559
购买固定资产净值	(1,165)	(1,919)	(978)	(765)	(770)
投资减少/增加	(11,539)	(9,635)	10	11	12
其他投资现金流	12,552	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(153)	(11,554)	(968)	(754)	(758)
净增权益	47	34	0	0	0
净增债务	(285)	(195)	(4)	0	0
支付股息	(493)	(493)	0	(977)	(1,162)
其他融资现金流	(367)	(346)	35	(48)	145
融资活动产生的现金流	(1,097)	(999)	30	(1,025)	(1,017)
现金变动	1,551	(9,348)	2,126	2,288	2,785
期初现金	4,061	5,524	6,016	8,142	10,431
公司自由现金流	2,649	(8,349)	2,096	3,313	3,802
权益自由现金流	2,367	(8,518)	2,130	3,365	3,897

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	6,509	6,302	8,494	10,923	13,668
应收帐款	4,322	8,756	4,720	5,427	6,412
库存	1,416	1,160	1,635	1,849	2,117
其他流动资产	1,105	1,006	1,030	1,140	1,200
流动资产总计	13,352	17,223	15,879	19,338	23,397
固定资产	3,874	4,586	4,630	4,663	4,701
无形资产	1,389	2,014	2,304	2,392	2,479
其他长期资产	0	0	0	0	0
长期资产总计	5,263	6,600	6,933	7,055	7,180
总资产	18,616	23,823	22,812	26,393	30,577
应付帐款	7,624	11,172	7,214	8,140	9,305
短期债务	195	4	0	0	0
其他流动负债	715	1,182	1,000	1,000	1,000
流动负债总计	8,534	12,359	8,214	9,140	10,305
长期借款	4	0	0	0	0
其他长期负债	566	604	600	500	550
股本	1,274	1,477	2,214	2,214	2,214
储备	8,204	9,327	11,692	14,403	17,324
股东权益	9,478	10,804	13,906	16,617	19,538
少数股东权益	33	56	93	136	184
总负债及权益	18,616	23,823	22,812	26,393	30,577
每股帐面价值(人民币)	4.28	4.88	6.28	7.51	8.82
每股有形资产(人民币)	6.35	5.95	5.24	6.43	7.71
每股净负债/(现金)(人民币)	(4.25)	(4.07)	(3.68)	(4.71)	(5.97)

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	13.6	13.4	14.0	14.5	13.8
息税前利润率(%)	10.7	10.8	11.8	12.5	12.1
税前利润率(%)	11.8	11.9	12.7	13.3	12.9
净利率(%)	10.2	10.2	10.8	11.3	11.0
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.4	1.9	2.1	2.3
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	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	1.3	1.7	1.9	2.1
估值					
市盈率(倍)	17.4	15.1	12.7	10.7	9.6
核心业务市盈率(倍)	17.2	15.0	12.6	10.6	9.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	21.7	18.8	15.8	13.3	12.1
市净率(倍)	4.2	3.6	2.8	2.4	2.0
价格/现金流(倍)	14.0	12.3	12.8	9.7	8.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.3	9.7	7.7	6.1	5.1
周转率					
存货周转天数	28.3	23.9	23.4	25.8	25.7
应收帐款周转天数	67.5	92.8	85.3	56.9	58.2
应付帐款周转天数	107.1	133.3	116.4	86.1	85.8
回报率					
股息支付率(%)	21.8	0.0	31.5	31.5	31.5
净资产收益率(%)	27.0	25.8	25.1	24.2	22.6
资产收益率(%)	12.6	11.4	12.5	14.2	13.6
已运用资本收益率(%)	27.1	27.0	27.4	26.5	24.6

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，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
西单北大街 110 号 7 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