

营销功底深厚，淘汰黄标车提升空间

——宇通客车（600066）调研快报

2013年07月09日

强烈推荐/维持

宇通客车

调研快报

关注 1：营销管理体系成熟高效

公司现有销售队伍 2000 多人，分为 13 个大区、52 个分公司。公司制定了行业内最为科学有效的考核机制，把销量、销售额、市场份额、毛利率等指标与长期战略目标相结合对销售人员进行综合考评，既激发了销售人员的积极性，又保障了公司长期持续发展，成熟高效的营销体系已经成为公司的核心竞争力之一。

关注 2：新能源客车技术先进，节油率行业领先

公司坚定以气电为主，节油率能够达到 30%左右，比竞争对手高近 10 个点。今年上半年公司实现新能源客车销量 2,100 辆，其中 90% 多是气电混合动力（LNG 或 CNG 加超级电容），公司在此领域的技术研发处于领先地位，节油率大幅领先于竞争对手，公司计划在此领域继续加大研发投入，以继续提升其产品的差异化竞争能力，进一步提升在新能源客车市场的市场占有率。

关注 3：政府加速淘汰黄标车提升成长空间

政府加速黄标车淘汰项目将为公司成长提供更大空间。由于当前大气污染形势严峻，国务院对于“大气污染防治十二五规划重点项目”的执行高度重视，与各地方政府都签定了责任书，如果到 2015 年年底相关任务完不成将对当地一把手的绩效实行“一票否决”，而其中黄标车是氮氧化物的最重要的排放源，因而我们认为加速黄标车淘汰的项目在 2014 年之后将加速，而黄标车中又以中重卡和大中客车的排放量最大，因而中重卡和大中客是未来加速淘汰黄标车项目的重点，根据重点项目规划十二五期间共需要淘汰 70 多万辆大中客车，目前的进度只有 20%多，仍然有近 60 万辆黄标车需要淘汰，而这其中有 30%多是公交车，我们认为公交车的需求是刚性的，淘汰黄标车必然会产生新购需求，因而在未来两年里还有 20 多万辆的替代黄标公交车的购车需求，考虑到目前大中客车每年的销量只有不到 20 万辆，2014-2015 年中大客车行业将迎来又一黄金发展时期，这也为公司的持续成长提供了较大空间。

张洪磊

010-66554014

zhanghl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512100001

交易数据

| | |
|----------------|---------------|
| 52 周股价区间（元） | 19.2-22.08 |
| 总市值（亿元） | 244.55 |
| 流通市值（亿元） | 232.82 |
| 总股本/流通 A 股（万股） | 127371/122265 |
| 流通 B 股/H 股（万股） | / |
| 52 周日均换手率 | 0.62 |

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《宇通客车（600066）：宇通客车（600066）2012 年年报点评：精益管理提升长期盈利能力》2013-03-28
- 2、《宇通客车（600066）：宇通客车（600066）调研简报：校车、公交车和出口驱动持续增长》2012-10-31
- 3、《宇通客车（600066）：宇通客车（600066）2012 年 3 季报点评：LNG、CNG 和校车驱动持续增长》2012-10-24
- 4、《宇通客车（600066）：宇通客车（600066）中报点评：LNG 和出口销量快速增长》2012-08-22

我们认为，公司在大中客车行业的龙头地位稳固，市场份额可持续稳定提升。今年 1-6 月份公交车 7,134，校车 2,676，团体 2,687，旅游车 2,084，客运 8,135（客运车型的毛利率是最高的），专用车 334，上半年公司的销量增速继续领跑行业，上半年的销售目标完成率达到了 96%，全年销量目标国内由 53,000 提升到 55,000，目前来看完成的希望比较大。目前公司在大中客车市场份额约为 27%，我们认为公司在 2015 年实现 35%左右的市场份额是大有希望的。

结论：

公司是大中客车行业的龙头企业，公司的营销管理模式目前已经非常成熟有效，而竞争对手多为传统国有企业改进较慢，公司的竞争优势可以长期保持，市场份额可继续提升。我们预计公司 2012 年-2014 年的营业收入分别为 19.81 亿元、22.19 亿元和 28.84 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 5.6 亿元、6.36 亿元和 8.28 亿元，每股收益分别为 0.58 元、0.66 元和 0.86 元，对应 PE 分别为 8.22X、7.23X、5.56X，维持“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

| 资产负债表 | | 单位:百万元 | | | | | 利润表 | | | | | 单位:百万元 | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E | | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E | | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
| 流动资产合计 | 5,479 | 10,016 | 9,925 | 12,745 | 16,015 | 营业收入 | 16,932 | 19,763 | 22,918 | 28,721 | 35,347 | 营业收入 | 16,932 | 19,763 | 22,918 | 28,721 | 35,347 |
| 货币资金 | 1,171 | 3,055 | 3,467 | 4,426 | 5,433 | 营业成本 | 13,850 | 15,818 | 18,385 | 23,066 | 28,429 | 营业成本 | 13,850 | 15,818 | 18,385 | 23,066 | 28,429 |
| 应收账款 | 1,661 | 3,116 | 2,260 | 2,754 | 3,389 | 营业税金及附加 | 82 | 117 | 126 | 158 | 194 | 营业税金及附加 | 82 | 117 | 126 | 158 | 194 |
| 其他应收款 | 207 | 776 | 900 | 1,127 | 1,387 | 营业费用 | 928 | 1,150 | 1,306 | 1,580 | 1,909 | 营业费用 | 928 | 1,150 | 1,306 | 1,580 | 1,909 |
| 预付款项 | 1,148 | 164 | 716 | 1,408 | 2,260 | 管理费用 | 699 | 881 | 1,008 | 1,178 | 1,414 | 管理费用 | 699 | 881 | 1,008 | 1,178 | 1,414 |
| 存货 | 1,122 | 1,258 | 1,511 | 1,896 | 2,337 | 财务费用 | 9 | -38 | -11 | 17 | 25 | 财务费用 | 9 | -38 | -11 | 17 | 25 |
| 其他流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | 40 | 259 | 272 | 285 | 300 | 资产减值损失 | 40 | 259 | 272 | 285 | 300 |
| 非流动资产合计 | 2,381 | 4,263 | 4,480 | 4,611 | 4,674 | 公允价值变动收益 | 0 | -2 | 0 | 0 | 0 | 公允价值变动收益 | 0 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 85 | 142 | 144 | 145 | 147 | 投资净收益 | 8 | 61 | 80 | 104 | 114 | 投资净收益 | 8 | 61 | 80 | 104 | 114 |
| 固定资产 | 1,011 | 3,147 | 3,384 | 3,557 | 3,665 | 营业利润 | 1,331 | 1,637 | 1,912 | 2,541 | 3,190 | 营业利润 | 1,331 | 1,637 | 1,912 | 2,541 | 3,190 |
| 无形资产 | 493 | 602 | 572 | 542 | 512 | 营业外收入 | 68 | 144 | 85 | 89 | 93 | 营业外收入 | 68 | 144 | 85 | 89 | 93 |
| 其他非流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业外支出 | 46 | 16 | 8 | 9 | 10 | 营业外支出 | 46 | 16 | 8 | 9 | 10 |
| 资产总计 | 7,860 | 14,279 | 14,404 | 17,356 | 20,689 | 利润总额 | 1,353 | 1,765 | 1,989 | 2,621 | 3,274 | 利润总额 | 1,353 | 1,765 | 1,989 | 2,621 | 3,274 |
| 流动负债合计 | 4,177 | 6,404 | 5,078 | 6,401 | 7,861 | 所得税 | 171 | 215 | 249 | 328 | 409 | 所得税 | 171 | 215 | 249 | 328 | 409 |
| 短期借款 | 10 | 204 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 1,182 | 1,550 | 1,740 | 2,294 | 2,865 | 净利润 | 1,182 | 1,550 | 1,740 | 2,294 | 2,865 |
| 应付账款 | 1,538 | 3,736 | 2,015 | 2,528 | 3,116 | 少数股东损益 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 预收款项 | 737 | 385 | 671 | 1,030 | 1,472 | 归属母公司净利润 | 1,181 | 1,550 | 1,740 | 2,294 | 2,865 | 归属母公司净利润 | 1,181 | 1,550 | 1,740 | 2,294 | 2,865 |
| 一年内到期的非 | 4 | 97 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 1,565 | 1,891 | 2,193 | 2,916 | 3,637 | EBITDA | 1,565 | 1,891 | 2,193 | 2,916 | 3,637 |
| 非流动负债合计 | 346 | 556 | 516 | 538 | 548 | BPS (元) | 2.27 | 2.31 | 1.37 | 1.80 | 2.25 | BPS (元) | 2.27 | 2.31 | 1.37 | 1.80 | 2.25 |
| 长期借款 | 10 | 156 | 156 | 156 | 156 | 主要财务比率 | | | | | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 成长能力 | | | | | | | | | | | |
| 负债合计 | 4,522 | 6,960 | 5,593 | 6,940 | 8,410 | 营业收入增长 | | | | | 25.62% | 16.72% | 15.96% | 25.32% | 23.07% | | |
| 少数股东权益 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 营业利润增长 | | | | | 32.54% | 22.96% | 16.79% | 32.91% | 25.54% | | |
| 实收资本(或股 | 520 | 705 | 1,274 | 1,274 | 1,274 | 归属于母公司净利润 | | | | | 37.43% | 31.18% | 12.28% | 31.81% | 24.89% | | |
| 资本公积 | 276 | 2,725 | 2,430 | 2,430 | 2,430 | 获利能力 | | | | | | | | | | | |
| 未分配利润 | 2,014 | 3,208 | 4,252 | 5,628 | 7,204 | 毛利率(%) | | | | | 18.20% | 19.97% | 19.78% | 19.69% | 19.57% | | |
| 归属母公司股东 | 3,333 | 7,315 | 8,806 | 10,412 | 12,274 | 净利率(%) | | | | | 6.98% | 7.84% | 7.59% | 7.99% | 8.10% | | |
| 负债和所有者权 | 7,860 | 14,279 | 14,404 | 17,356 | 20,689 | 总资产净利润(%) | | | | | 15.03% | 10.85% | 12.08% | 13.21% | | | |
| 现金流量表 | 单位:百万元 | | | | | ROE(%) | | | | | 35.44% | 21.19% | 19.76% | 22.03% | 23.34% | | |
| 经营活动现金流 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E | 偿债能力 | | | | | | | | | | | |
| 净利润 | 1,446 | 1,372 | 1,692 | 2,325 | 2,712 | 资产负债率(%) | | | | | 58% | 49% | 39% | 40% | 41% | | |
| 折旧摊销 | 1,182 | 1,550 | 1,740 | 2,294 | 2,865 | 流动比率 | | | | | 1.31 | 1.56 | 1.95 | 1.99 | 2.04 | | |
| 折旧摊销 | 224 | 292 | 0 | 350 | 420 | 速动比率 | | | | | 1.04 | 1.37 | 1.66 | 1.69 | 1.74 | | |
| 财务费用 | 9 | -38 | -11 | 17 | 25 | 营运能力 | | | | | | | | | | | |
| 应付帐款的变化 | 0 | 0 | 855 | -494 | -635 | 总资产周转率 | | | | | 2.31 | 1.79 | 1.60 | 1.81 | 1.86 | | |
| 预收帐款的变化 | 0 | 0 | 286 | 359 | 442 | 应收账款周转率 | | | | | 11.79 | 8.27 | 8.53 | 11.46 | 11.51 | | |
| 投资活动现金流 | -999 | -2,316 | -693 | -683 | -687 | 应付账款周转率 | | | | | 12.22 | 7.49 | 7.97 | 12.65 | 12.53 | | |
| 公允价值变动收 | 0 | -2 | 0 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | | | | | | | |
| 长期股权投资减 | 0 | 0 | -1 | -1 | -1 | 每股收益(最新摊薄) | | | | | 2.27 | 2.31 | 1.37 | 1.80 | 2.25 | | |
| 投资收益 | 8 | 61 | 80 | 104 | 114 | 每股净现金流(最新) | | | | | 0.84 | 2.72 | 0.32 | 0.75 | 0.79 | | |
| 筹资活动现金流 | -10 | 2,859 | -587 | -683 | -1,018 | 每股净资产(最新摊) | | | | | 6.41 | 10.37 | 6.91 | 8.17 | 9.64 | | |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | | | | | | | |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | | | | | 8.36 | 8.22 | 13.89 | 10.54 | 8.44 | | |
| 普通股增加 | 0 | 185 | 568 | 0 | 0 | P/B | | | | | 2.96 | 1.83 | 2.75 | 2.32 | 1.97 | | |
| 资本公积增加 | 433 | 276 | 2,725 | 2,430 | 2,430 | EV/EBITDA | | | | | 5.57 | 5.71 | 9.51 | 6.83 | 5.20 | | |
| 现金净增加额 | 437 | 1,915 | 412 | 959 | 1,008 | | | | | | | | | | | | |

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

张洪磊

对外经贸大学金融学硕士，工学学士，具有四年汽车行业从业经验，2012年加盟东兴证券研究所。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。