



## 快速成长中的国际主流客车供应商

——宇通客车（600066）调研报告

## 事件:

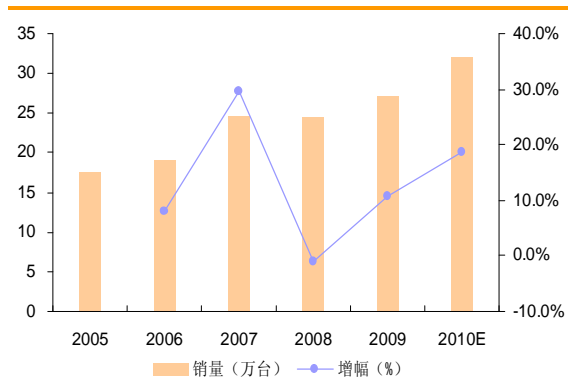
近日，我们调研了宇通客车（600066），就关心的问题与公司高管进行了交流，并参观了生产基地。

## 分析与点评:

## 1、行业发展受益于城市化水平的不断提升

公司预计，未来几年行业的复合增长率在 10% 左右，核心驱动因素在于城市化水平的不断提升。

图 1：客车行业销量稳步回升



（数据来源：中汽协 爱建证券）

客车行业面临的挑战主要来自于包括动车组在内的铁路行业的快速发展，新进入者带来竞争加剧、行业竞争不规范（如：地方保护）以及出口恢复的力度等，其中铁路行业对公路客运的挤压是最主要的影响因素。由于铁路运输无法实现点对点覆盖，相反，其中的换乘还需要客车来实现，因此，动车组的影响也是结构性的，对长途客运影响较大，对中短途反而带来机遇。

行业现有公司 70-80 家左右，处于充分竞争状态。

总体而言，促进行业发展的积极因素更多。

公司表示，作为竞争中成长起来的龙头公司，新进入者难以撼动其行业地位，发展速度会快于行业。

## 2、多品种，覆盖更多细分市场

客车下游需求主要包括客运、公交、旅游、团体四个部分。

从 09 年销量构成来看，大致情况是，客运部分超过 60%，公交不到 20%，旅游不到 1000 台。公司表示，尽管旅游市场需求增加，但是增量对于公司的贡献不及客运与公交。

## 汽车整车

评级: 推荐(维持)

上次评级: 推荐

目标价格: ¥22.5

上次预测:

当前价格: ¥17.55

## 基础数据 2010.5.17

总股本/流通 A 股 (亿股)	5.199/4.281
总市值 (亿元)	75.14
流通市值 (亿元)	91.24
每股净资产 (元)	4.36
ROE (2010Q1, %)	6.23

## 交易数据

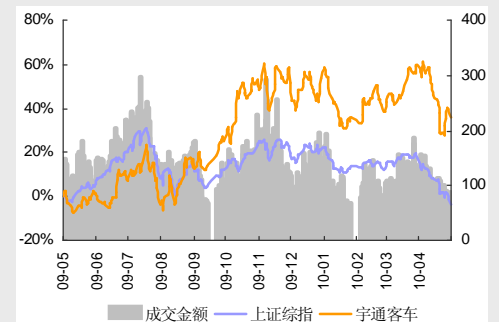
52 周内股价区间 (元) 11.75 ~ 21.69

PE (TTM, 倍) 18.0

动态 PE (倍) 14.0

PB (倍) 4.03

## 52 周内股价走势



褚艳辉 行业研究员

侯英民 S0820108050369

证书编号: S0820209040017

电话: 021-32229888\*3507

邮箱: chuyanhu@ajzq.com

## 相关报告

请务必阅读正文之后的重要声明

为拓展更多细分市场、让产品更有针对性，满足多品种、小批量、个性化需求，公司研究了校车、房车等新市场。并在 09 年成立了专用车事务部，正处于研发阶段，已生产部分样车。

### 3、技术储备丰富，不仅只有新能源

节能环保和提高安全性是行业发展的 2 大趋势，公司在相关领域早已走在前列。

公司研发投入占营业收入的 4% 以上。依托国内客车行业首家博士后工作站、首家国家级技术中心和全球唯一专注于客车试验研究的试验中心，公司不断改进客车生产技术和检测技术，形成了产品独有的技术优势，

#### (1) 新能源客车走在行业前列

##### ◇ 技术先进

已有 7 款产品进入工信部产品《公告》，新能源客车全面覆盖混合动力、燃料电池、纯电动。

掌握了新能源客车的整车控制和汽车电子等关键技术，电控模块系统技术属于自主研发，这在国内同类公司中仅有。最新展示的 ZK6180MGQA9 是一款 18 米混合动力公交车，是国内最大的新能源客车。

公司与伊顿在电池领域展开合作。

##### ◇ 初步市场化

09 年，新能源客车销量约 100 台，其中杭州、昆明分别为 60 台、30 台，郑州 10 台，单车价格在 100 万左右。

公司表示，由于新能源客车属于政府主导下的采购，因此很难预测后续订单的数量和时点。

作为客车行业的龙头公司，新能源客车早已获得市场认同，但我们认为，在其他方面的技术优势同样值得关注：

#### (2) 轻量化技术取得突破

研究表明，汽车整车重量降低 10%，燃油效率可提高 6%-8%，轻量化技术对于节能减排意义重大。

公司与美铝在全铝车身的研发上展开合作，用铝合金替代传统的冷轧板，试制完成国内首台全铝车身公交车 ZK6126HGE，车身重量减轻约 46%，整车重量减轻约 12%。

全铝车身不仅体现在对材料要求较高，其核心工艺、技术门槛也都较高，市场化的瓶颈在于铝合金价格相对于冷轧板而言过高，目前在大陆地区需求尚未启动，仅向新加坡、香港等地有少量出口。

我们估算，全铝车身的客车价格约在百万左右，节油效果大致等同于混合动力，节能减排的效果非常明显。

铝合金技术升级与原材料价格下降、石油价格不断攀升、节能减排指标进一步提高，对于轻量化技术的推广将起到催化作用。

#### (3) 阴极电泳

公司投资近 4 亿，建成客车行业第一条整车电泳生产线，所有客车均通过该生产线进行涂装，使产品的使用寿命、防腐防锈性能得到了全面提升和质的飞跃。

建立了世界顶级水平的“YES”电泳标准。

整车阴极电泳生产线投产进一步保证了产品的质量，使车身的耐盐雾时间由普通的 240 小时提升到 1000 小时以上、电泳防腐内外无死角，

#### (4) 客车试验中心

2009 年 1 月，公司的国家级试验中心正式投入使用，这是全球唯一专注于客车试验研究的机构，该中心主要承担基础理论研究、专项问题攻关、整车以及零部件性能试验等职能，包括数字模拟试验、零部件检验检测、总成可靠性检测和整车可靠性检测四大部分。

该中心为提升公司产品的品质和国际竞争力，进而实现“国际主流客车供应商”的战略目标提供了强有力的技术支持。

#### (5) 参与制定国内校车标准

公司参加了 GB24407-2009《专用小学生校车安全技术条件》标准的制定，完成安全性更高的 ZK6100DA 专用校车开发。

开发出的校车采用燃烧性能低、氧指数高和烟密度低的内饰材料，大大提高了整车安全性、可靠性。

#### (6) 自主研发 AMT 技术

自主研发并掌握 AMT（机械自动变速箱）技术。尽管国内主流客车厂商都将 AMT 作为发展方向，并装配至相关产品，但自主研发的很少。

AMT 具有液力式自动变速器自动换挡和手动变速器齿轮传动的高效率、制造维护成本低等多个优点。据测试，其比液力自动变速箱省油约 10%-15%。

### 4、对上下游产业链的整合

公司发展战略是成为“国际主流客车供应商”，这对于产业链的整合提出很高要求。

与国际知名品牌客车厂商相比，在整车的可靠性、精细度还存在一定差距，特别是核心技术和国际市场的认同度。主要体现在发动机和变速箱等核心零部件的差距。

已经实现底盘基本自给，也是公司的核心竞争力之一，自给之后，相比之前的外购，服务更好，质量易于控制。

宇通集团与阿文美驰结成战略合作关系，后者向集团提供动力传动和基础制动系统零部件，用于客车及其底盘零部件生产。

公司是国内客车行业内唯一一家组建起 8 家独资 4S 店的企业，拥有 500 多家售后服务站。

### 5、扩展产能，应对“两个市场”的需求

公司计划实施增加年产 2 万台客车技术改造项目，使产能由目前的 3 万台提升至 5 万台的水平，计划总投资 30 亿元-50 亿元，主要建设内容：新建件车间、焊装车间、涂装车间、总装车间、全承载底盘装配车间等。

通过自筹资金和银行贷款等方式解决资金需求，规划新增面积约 2200 亩，目前正处于征地拆迁阶段，我们预计最快将于明年下半年投产。

对于产能的消化公司非常有信心，达产后，预计未来 3 年国际市场销量达到 8000 台，在国内的市场占有率可达到 27%左右，较目前提升 5-6 个百分点。

公司出口市场以北非、中东、中南美为主，该类国家工业化基础相对薄弱，城市化正处起步阶段，作为拥有石油、铁矿石、有色金属等资源的国家，有效需求水平较高。

### 6、不断提升的管理能力

公司在年报中表示，为了实现战略目标，会进一步强化管理，包括：

- ◇建立适应战略需要、适应市场和客户变化的销售模式；
- ◇全面推进研发转型工作的落地；
- ◇深入推行精益改善方法和工具，对标乘用车管理标准，形成符合行业特点的制造管理模式，并支撑生产效率和产品质量提升；
- ◇强化供应链体系化能力建设；
- ◇完善流程管理模式，优化公司管理体系建设；进一步推进财务体系向管理型财务的转型；
- ◇继续推进信息技术分公司形成客户化的服务机制和商业化的项目评估方式，支持公司各项管理提升，提高其支持公司管理创新的能力。

### 7、未来 3 年复合增长率有望超过 20%

请务必阅读正文之后的重要声明

公司计划未来3年（至2012年）销量达到5万台水平，考虑到待建产能释放的过程，我们预计，年复合增长率有望超过20%。

多年来，公司业绩一直稳健增长，公司一直实施积极的利润分配方案，分红率是整车类上市公司当中最高。自上市以来，公司累计融资7.45亿万元，累计现金分红超过20.0亿元。

图2：公司销量 CAGR 有望超过 20%

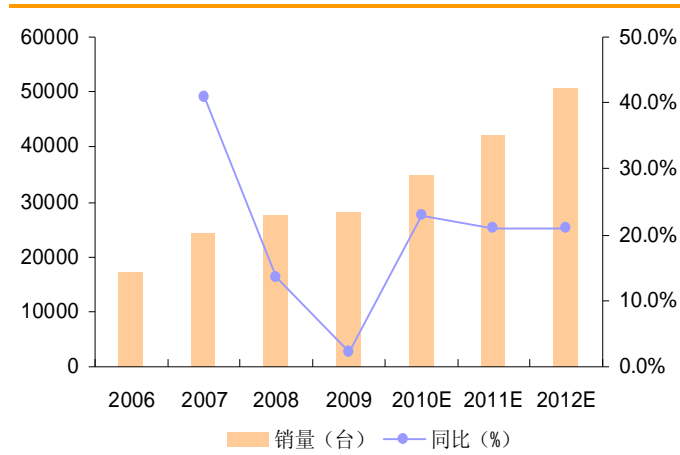
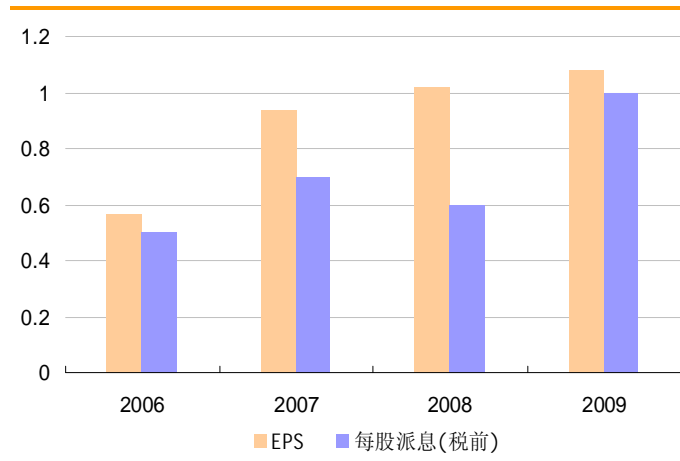


图3：高分红为市场所称道(单位：元)



(数据来源：公司公告 爱建证券)

### 8、维持“推荐”的投资评级

2010年，公司计划收入95亿元，费用控制在9.31亿元。为实现“巩固中国客车第一品牌，成为国际主流客车供应商”的战略目标奠定基础。

去年销量2.86万台，今年前4月实现10365台，同比增长66.53%。

我们预计实际收入有望超过计划10%左右，预计10、11年EPS为1.25元、1.50元，对应动态PE14.0倍、11.7倍，价值低估，维持“推荐”的投资评级。

## 投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

### I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

### I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%-5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

## 重要声明

本报告的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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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服务或其他服务。

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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。