

评级：审慎推荐
汽车及配件
公司调研简报

第一创业证券研究所

郭强 S1080209110064

联系人：冉飞

电话：0755-25832655

 邮件：ranfei@fcsc.cn

宇通客车 (600066.SH)

——大中客龙头加速领跑

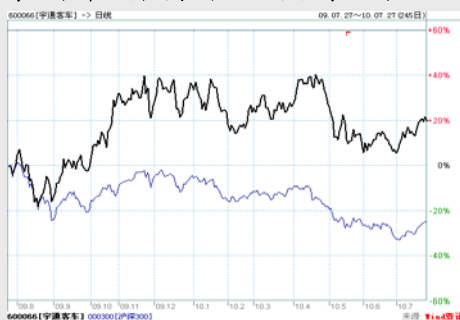
交易数据

52周内股价区间(元):	11.80 ~ 21.69
总市值(百万元):	8640.57
流通股本(百万股):	428.14
流通股比率(%):	82.35

资产负债表摘要 (10/03)

股东权益(百万元):	2266.2
每股净资产:	4.36
市净率:	3.81
资产负债率:	58.08

宇通客车股价与沪深300指数表现对比



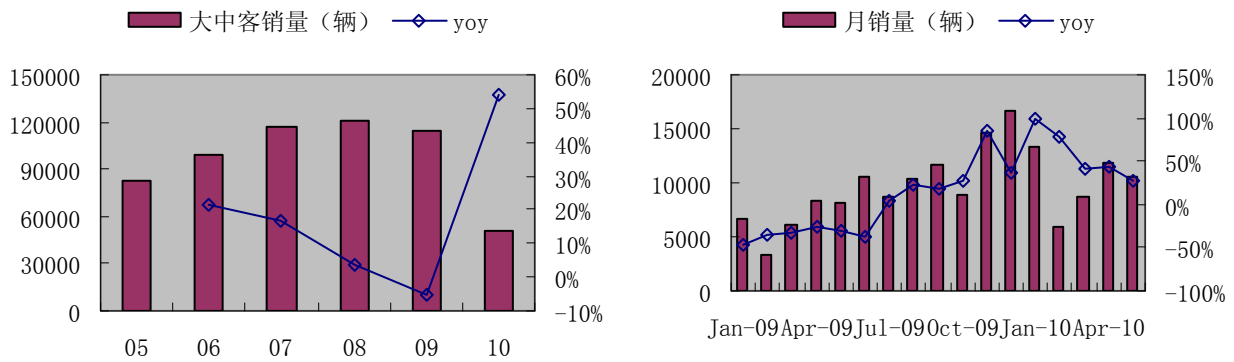
相关报告

报告要点:

- **预计公司全年客车销量 3.59 万辆，同比增长 27%。**公司上半年实现客车销量 1.69 万辆 (+49%)，其中大中客合计 1.5 万辆 (+55%)。2010 年至今，大中客市场消费环境良好，行业延续了自去年下半年以来的景气上升趋势；公司短期订单充足，生产任务饱满，考虑到下半年尤其 4 季度是行业传统旺季，我们预计公司下半年客车销量 1.9 万辆 (+13%)，全年达到 3.59 万辆 (+27%)，其中大中客合计 3.19 万辆 (+29%)。
- **大中客内需有望继续稳定增长。**国内大中客行业周期性较弱，主要下游客运 (约占 65%)、公交 (约占 30%) 分别受益于公路、旅游及城镇化等建设发展，近年整体运行稳定。结合调研，我们认为此前市场对高铁冲击大中客过于担忧：从已运行的高铁来看，一方面对以卧铺为代表的长途客车构成替代，但后者占行业销量比重不大 (预计 3%~5%)；另一方面，高铁干线停靠站点较少，以及“绿皮车”的相应退出，增加了点对点的中短途公路客运需求，对中客构成拉动，有利于平滑长途大客的萎缩。因此我们判断，高铁对大中客的影响将更多表现为结构性而非总量，未来 5 年行业内需仍有望稳定增长 (预计复合增速 6%~8%)。
- **出口快速改善，未来更可期待。**2009 年我国客车行业出口萧条，公司仅出口 1010 辆，同比下滑 64%。随着金融危机影响淡去，2010 年海外市场明显回暖，公司上半年已实现出口 1670 辆，预计全年达到 3500 辆，恢复至 2007 年水平。近年我国大中客产销约占全球 1/3，海外新增需求集中在中东、中南美、非洲、东南亚等地区，与发达国家同业相比，我国客车的技术差距相对较小，同时人力成本远低于对手，产品性价比优势明显。预计未来 5 年我国大中客年出口量逐渐提升至 3.5~4 万辆，占销量比重超过 20%。
- **公司将加速领跑行业。**公司在保持传统优势市场 (客运、中高端公交) 的同时，着力于高附加值细分市场 (校车、房车、专用车等) 的开发和培育，2007 年起单车销售均价持续走高；新增的 2 万辆大中客扩产项目正处在征地阶段，预计 2012 年 4Q 达产，设计产能将增加至 5 万辆，缓解产能紧张的现状；此外，公司拥有全球唯一专注于客车试验研究的试验中心，以及强大的设计团队，在新能源客车、车身轻量化等先进领域均有较好的技术储备。我们认为，从决定大中客行业的核心竞争要素来看，无论是品牌、研发还是供应链、营销管理环节，公司都占据了行业领先优势，伴随规模和技术实力的进一步提升，未来将加速领跑。预计 2011、2012 年公司客车销量分别达到 4.02、4.66 万辆，国内市场份额由 22%~24% 提升至 26%~28%，出口达到 4000、4800 辆，向“巩固中国客车第一品牌，成为国际主流客车供应商”的战略目标继续迈进。
- **投资评级。**预计公司 2010~2012 年 EPS 分别为 1.36 (12X)、1.61 (10X)、1.88 (9X) 元。公司业绩优良、长期坚持高分红，兼具超越行业的成长性和良好防御价值，当前股价安全边际较高，给予审慎推荐。



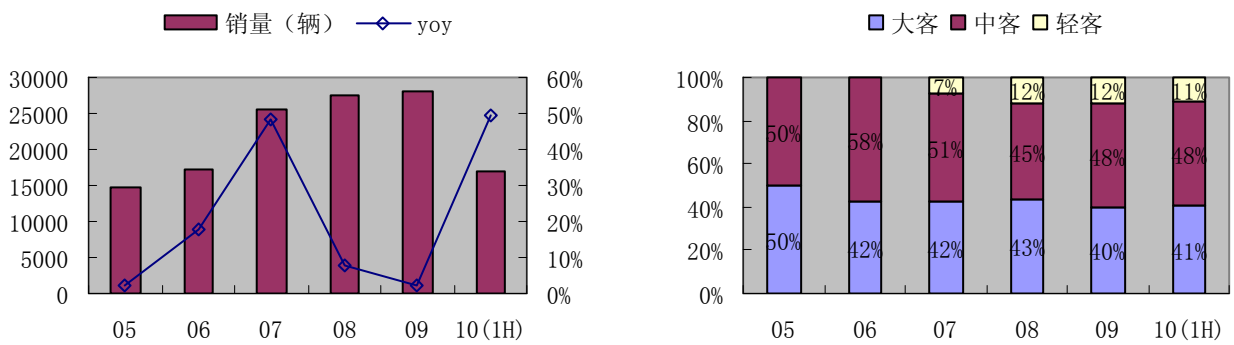
图 1: 国内大中客行业销量及增速



数据来源: 中客网、第一创业研究所

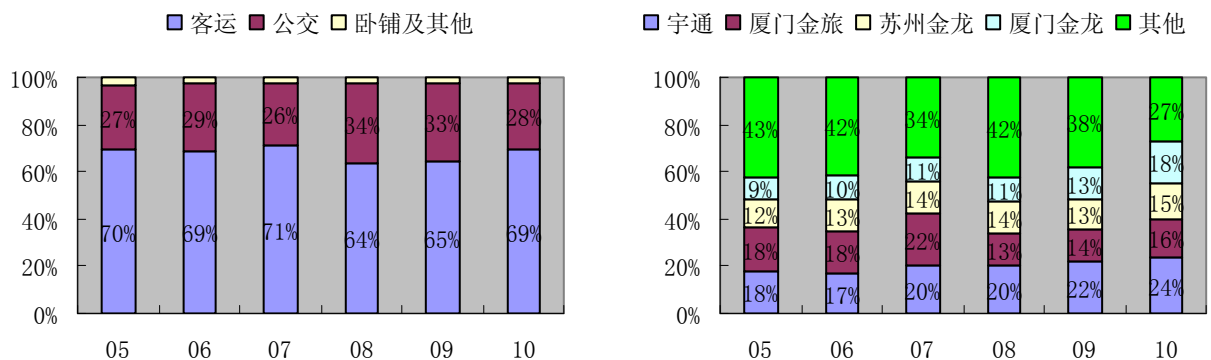
注: 选取中客网口径, 左图 10 年参考前 5 月累计数据。

图 2: 宇通客车近年销量及结构



数据来源: 公司公告、第一创业研究所

图 3: 国内大中客销售结构及份额

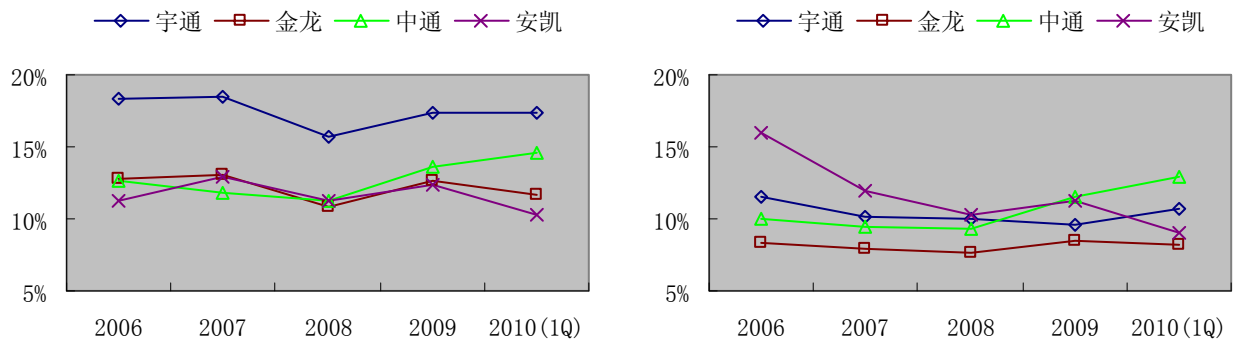


数据来源: 中客网、第一创业研究所

注: 选取中客网口径, 10 年参考前 5 月累计数据, 左图含部分轻客。

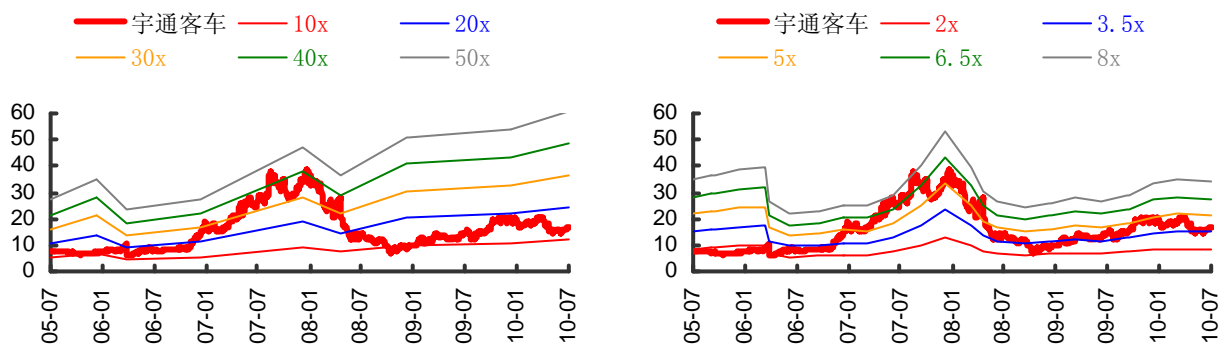


图 4: 主要客车类上市公司毛利率(左)、期间费用率(右)比较



数据来源: wind、第一创业研究所

图 5: 宇通客车历史 PE (左)、PB (右) BAND



数据来源: wind、第一创业研究所

表 1、关键指标预测

项目/年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
客车销量 (辆)	25522	27556	28186	35895	40203	46635
yoy (销量)	48.3%	8.0%	2.3%	27.4%	12.0%	16.0%
① 内销 (辆)	22203	24789	27176	32395	36203	41835
yoy (内销)	41.5%	11.6%	9.6%	19.2%	11.8%	15.6%
② 出口 (辆)	3319	2767	1010	3500	4000	4800
yoy (出口)	84.0%	-16.6%	-63.5%	246.5%	14.3%	20.0%
出口占比	13.0%	10.0%	3.6%	9.8%	9.9%	10.3%
单车均价 (万元)	26.79	28.66	29.81	31.30	31.92	32.56
客车销售收入 (亿元)	68.37	78.97	84.01	112.34	128.33	151.84
yoy (客车收入)	41.4%	15.5%	6.4%	33.7%	14.2%	18.3%
毛利率	18.6%	15.7%	17.3%	17.4%	17.4%	17.2%

数据来源: wind、公司公告、第一创业研究所



表 2: 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3395	4315	5301	6780	营业收入	8782	11244	12843	15194
现金	717	1210	1583	2426	营业成本	7259	9281	10602	12569
应收账款	949	1170	1336	1581	营业税金及附加	39	51	58	64
其它应收款	32	42	48	57	营业费用	470	614	681	790
预付账款	86	93	106	126	管理费用	358	461	546	646
存货	758	975	1323	1569	财务费用	9	0	3	7
其他	854	825	905	1022	资产减值损失	40	40	20	20
非流动资产	2112	2183	2277	2207	公允价值变动收益	5	0	0	0
长期投资	83	83	83	83	投资净收益	32	20	35	35
固定资产	1053	1177	1219	1165	营业利润	643	817	969	1134
无形资产	221	261	251	241	营业外收入	17	15	15	15
其他	755	662	724	718	营业外支出	6	7	7	7
资产总计	5507	6498	7579	8988	利润总额	654	825	977	1142
流动负债	3068	3934	4439	5180	所得税	86	111	137	160
短期借款	0	30	30	50	净利润	567	714	840	982
应付账款	1106	1578	1802	2137	少数股东损益	4	4	4	5
其他	1962	2327	2606	2993	归属母公司净利润	563	710	836	978
非流动负债	265	196	296	346	EBITDA	841	1022	1226	1436
长期借款	6	6	106	156	EPS (元)	1.08	1.36	1.61	1.88
其他	259	190	190	190					
负债合计	3334	4130	4735	5525					
少数股东权益	6	10	14	19	主要财务比率				
股本	520	520	520	520	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
资本公积	459	459	459	459	成长能力				
留存收益	1189	1379	1851	2465	营业收入	5.35%	28.03%	14.23%	18.31%
归属母公司股东权益	2168	2357	2830	3444	营业利润	2.09%	27.00%	18.61%	17.02%
负债和股东权益	5507	6498	7579	8988	归属于母公司净利润	6.11%	25.92%	17.88%	16.88%
					获利能力				
					毛利率	17.34%	17.46%	17.45%	17.28%
					净利率	6.42%	6.31%	6.51%	6.43%
					ROE	25.99%	30.10%	29.56%	28.39%
					ROCE	28.93%	31.29%	30.68%	29.50%
					偿债能力				
					资产负债率	60.53%	63.56%	62.47%	61.48%
					净负债比率	0.17%	0.87%	2.87%	3.72%
					流动比率	1.11	1.10	1.19	1.31
					速动比率	0.85	0.84	0.88	0.99
					营运能力				
					总资产周转率	1.72	1.87	1.82	1.83
					应收账款周转率	11.15	10.05	9.69	9.85
					应付账款周转率	6.18	6.92	6.27	6.38
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.08	1.36	1.61	1.88
					每股经营现金流	0.14	2.42	1.83	2.57
					每股净资产	4.17	4.53	5.44	6.62
					估值比率				
					P/E	15.33	12.18	10.33	8.84
					P/B	3.99	3.67	3.05	2.51
					EV/EBITDA	8.23	6.77	5.64	4.82

数据来源: 第一创业研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

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本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120