

商用载客车

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

6-12 个月目标价: 24.00 元

当前股价: 19.03 元

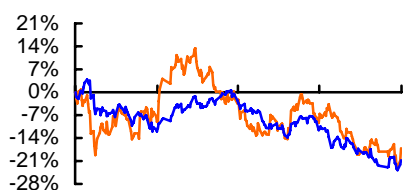
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2409.67
总股本(百万)	520
流通股本(百万)	520
流通市值(亿)	104
EPS (TTM)	2.01
每股净资产(元)	4.78
资产负债率	63.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
宇通客车	-2.06	-8.62	-12.91
上证综合指数	-0.97	-10.38	-18.73



2010/10 2011/1 2011/4 2011/7

—— 宇通客车 —— 上证综合指数

相关报告

《宇通客车-公交订单夯实业绩, 成长速度

《宇通客车-大公交体系重构, 大中客景气延续》2011-7-26

《宇通客车-大中客景气持续推升业绩》2011-2-25

《宇通客车-盈利超预期, 估值低亮点多》2010-10-14

宇通客车

600066

强烈推荐

公交持续发力、单价提升明显、经营管控得力——三季报点评

公司 10 月 25 日公布 11 年三季报, 公司 1-9 月实现收入 110 亿元, 同比增长 21%, 实现利润 7.33 亿元, 同比增长 34%, 每股 EPS 为 1.41 元 (配股摊薄前)。超越市场预期, 公司公交订单扩张和单车均价提升, 助推公司营收和利润增长超预期。

公司 11 年 1-9 月份实现各类客车销量 3.2 万辆, 同比增长 13%, 超越行业增速 8.4%, 彰显公司的技术、产品和市场优势, 份额扩张在持续。特别公交占比大幅提升至 24% (2010 为 7%), 有效抵御客运市场压力。

公司是管理优秀的典范, 客车市场绝对龙头, 未来消费升级+出口+新能源, “三箭齐发”支撑公司稳定增长。

投资要点:

- **城市化进程深化, 消费升级带动居民出行需求扩张, 大中客车景气持续。**10 年我国城市化率 49.68%: 城市化率到达 50% 以前, 农村人口迁往城市为主; 超过 50% 以后陆续发生小城市往大城市、大城市郊区化等社会化进程, 围绕大城市与郊区、城市群之间的日间流动加大, 刺激居民的出行需求。包括城郊长途公交、快速公交系统 BRT、集团班车、学校校巴、旅游景区巴士等成为大中客快速增长市场。
- **出口稳步增长, 大中客推动出口结构向上, 增长潜力广阔。**11 年以来客车出口金额屡创新高, 大中客占比提升至 89%; 同时大中客出口价格稳步提升, 表明我国客车产品档次在加速提升; 出口市场机遇将有效拖延大中客龙头成长空间。
- **公交客运系统是未来最好的城市节能治堵平台。**各项新能源汽车技术在固定路线运行、运行稳定和管理方便的公交系统中能够较快推行; 节能空间和城市治堵效能将赢得政府及民众的支持, 大中客市场景气长期维持。
- **公司将分享大中客车市场稳健增长带来的成长机会, 维持强烈推荐评级。**公司 11-13 年实现销售客车 45,200、56,000 和 66,000 辆, 收入 154、177 和 207 亿元, 归属母公司利润 10.61、12.46 和 15.09 亿元, 配股摊薄后 11-13 年 EPS 为 1.60、1.91 和 2.30 元。我们假设公司配股价为现价 7 折, 则公司对应配股摊薄后 11-13 年 PE 为 10、8 和 7 倍。公司估值低、经营管理优秀、业绩稳定有保障, 维持“强烈推荐”评级, 6-12 个月目标价 24 元。

■ **风险提示:** 宏观经济增速放缓影响客车市场需求; 原材料大幅上涨和人力成本大

主要财务指标 (配股摊薄后)

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	13479	15695	18910	20870
同比(%)	53%	16%	20%	10%
归属母公司净利润(百万元)	860	1115	1407	1637
同比(%)	53%	30%	26%	16%
毛利率(%)	17.3%	17.4%	17.6%	18.0%
ROE(%)	34.6%	19.4%	21.7%	22.0%
每股收益(元)	1.27	1.65	2.08	2.42
P/E	19.27	14.86	11.77	10.12
P/B	6.67	2.88	2.56	2.23
EV/EBITDA	9	9	7	6

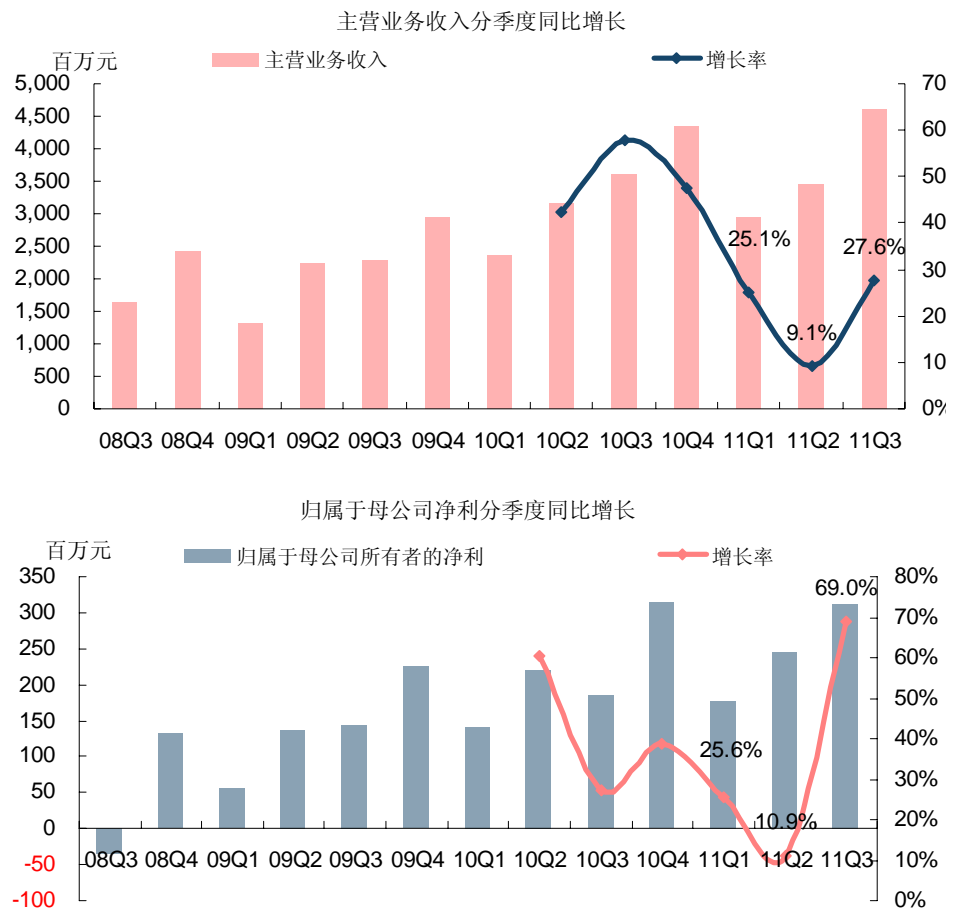
资料来源: 中投证券研究所

1.1 三季报数据点评

公司 11 年 1-9 月份实现各类客车销量 3.2 万辆，同比增长 13%，超越行业增速 8.4%，彰显公司的技术、产品和市场优势，份额扩张在持续。特别公交占比大幅提升至 24%（2010 为 7%），有效抵御客运市场压力。

公司 1-9 月份公司实现收入 110 亿元，同比增长 21%，实现利润 7.33 亿元，同比增长 34%，每股 EPS 为 1.41 元（配股摊薄前），超市场预期，公司未来将依托围绕“消费升级+出口+新能源”——三箭齐发稳定拓展增长空间。

1 宇通客车分季度数据

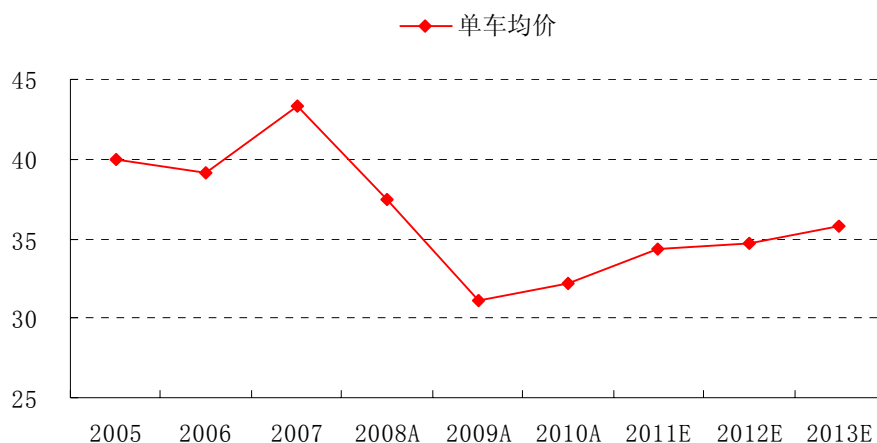


资料来源：宇通客车历年报表、中投证券研究所

各方面财务数据表现亮眼，尽管面对日益增长的人力成本，毛利率仍然维持稳定，同时管控营销和管理费用，净利润率抵御行业增速回调影响，维持利润的高速增长。

同时公司单车均价呈现明显提升，截止 1-9 月份，单车均价达到 34 万元比 10 年提升 2 万元，产品档次和毛利空间的提高都有利于公司未来盈利能力的巩固。

2 宇通客车单车均价走势及预测



资料来源: 宇通客车历年报表、中投证券研究所

表 1 宇通客车的季度盈利性数据 (09Q4-11Q3)

财务指标(万)	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	环比	同比
营业总收入	2,949	2,357	3,168	3,607	4,346	2,948	3,458	4,604	33.1%	27.6%
营业成本	2,401	1,948	2,637	2,980	3,578	2,442	2,864	3,796	32.5%	27.4%
营业费用	188	144	115	188	273	159	161	222	37.6%	17.6%
管理费用	77	101	124	150	149	133	142	187	31.4%	24.3%
财务费用	2.96	7.39	5.24	-0.56	4.62	-1.49	-2.21	-3.21	45.2%	473.2%
营业利润	256.26	150.2	253.37	261.77	339.22	199.9	273.09	355.47	30.2%	35.8%
利润总额	260	159	257	214	344	201	280	356	27.1%	66.5%
所得税	33	18	37	31	31	23	35	44	26.1%	42.3%
净利润	226	141	221	184	314	177	245	311	27.4%	69.0%
EPS	0.43	0.27	0.42	0.35	0.60	0.34	0.47	0.60	27.7%	71.4%
毛利率	18.6%	17.4%	16.8%	17.4%	17.7%	17.2%	17.2%	17.5%	2.1%	1.0%
营业费用率	6.4%	6.1%	3.6%	5.2%	6.3%	5.4%	4.7%	4.8%	3.4%	-7.8%
管理费用率	2.6%	4.3%	3.9%	4.2%	3.4%	4.5%	4.1%	4.1%	-1.3%	-2.6%
营业利润率	8.7%	6.4%	8.0%	7.3%	7.8%	6.8%	7.9%	7.7%	-2.2%	6.4%
实际所得税率	12.7%	11.0%	14.3%	14.4%	9.1%	11.4%	12.4%	12.3%	-0.7%	-14.5%

资料来源: 公司资料, 中投证券研究所

1.2 城市化深化，消费升级带动行业景气

大中型客车的市场需求主要来源于公路客运、旅游、城市公交和团体专用等的客运需求，消费升级是未来大中客车最大的亮点。我们认为目前我国较低的人均出行里程、对便利城市公交系统的渴求和旅游需求的增长都将直接刺激大中客车市场的快速发展。此外，大中型客车高端化的趋势，在继续深化城市化和居民收入上升的背景下将愈演愈烈。我们通过分析目前大中型客车终端市场，明确未来中高端大中型客车市场的发展趋势，对技术和质量的要求将逐步提高，同时随着排放法规和节能减排的需求，车辆更新年限也将缩短。

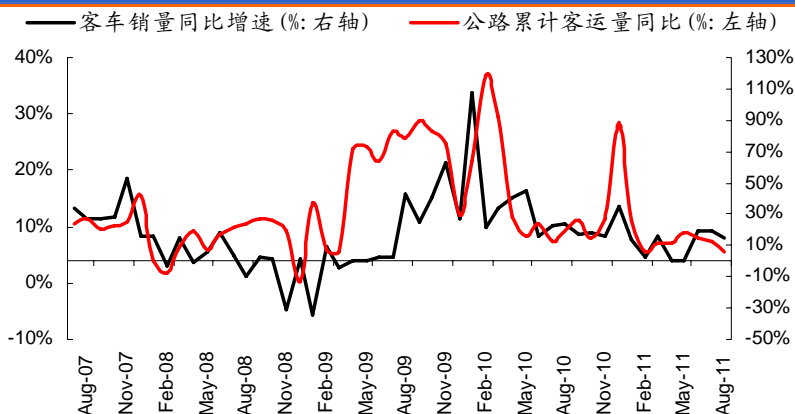
表 2 大中型客车市场划分（按用途）

细分市场	用户类型	营运距离	平均每日行	平均行驶速度	车辆档次	更新年限
城际客运	城际客运公司	中长途	500-800km	60-100km/h	中->高	5-6 年
城市公交	城市公交公司	市内	150-250km	15-25km/h	中低->中	6-8 年
旅游观光	旅游、租赁公司	短途，少量长途	50-100km	45-60km/h	中高	10-15 年
单位用车	政府、企事业	市内，少量长途	50-100km	45-60km/h	中高	8-10 年

资料来源：Rolandberg、中投证券研究所

随着城市化进程加快和居民收入增加，居民出行带来的客运需求，将长期支撑客车市场景气程度。以国际经验来看，城市化率在到达 50% 以前，仍以农村人口迁往城市为主，超过 50% 以后陆续发生小城市往大城市、大城市郊区化等社会化进程，这些都将刺激居民的出行需求，并带来客运需求的消费升级。近年围绕大城市与郊区，以及城市群之间的日间流动越来越大，包括城郊长途公交、快速公交系统 BRT（Bus Rapid Transit）、集团公司职员的班车、高校及中小学校校巴、旅游景区巴士等成为大中客的快速新增市场。

图 2 客车销量增速与公路客运量增速保持强相关

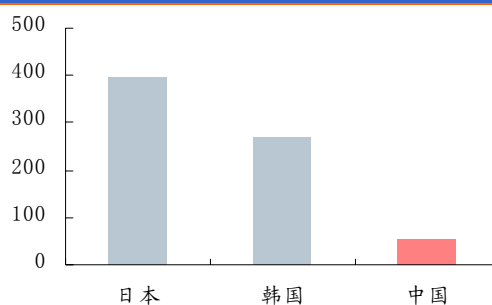


资料来源：CAAM、wind、中投证券研究所

客运、旅游、城市公交的市场新增需求将保证客车市场的稳定增长。根据我国人均年出行次数（总客运量/人口总量）仅为 21.5 次，处于世界的极低位。城市人口的增加、政府加大对民生工作的重视，将促使对公交系统的构建和公交公司的改革，同时一二线城市的拥堵问题导致对公交车队的更新扩大仍将加

快。2009 年我国旅游人口达 19 亿人次、入境游人数稳步增长达到 1.2 亿人次，旅游出行将成为未来居民消费升级的重要组成部分。

图 3 我国年人均出行次数处于低位

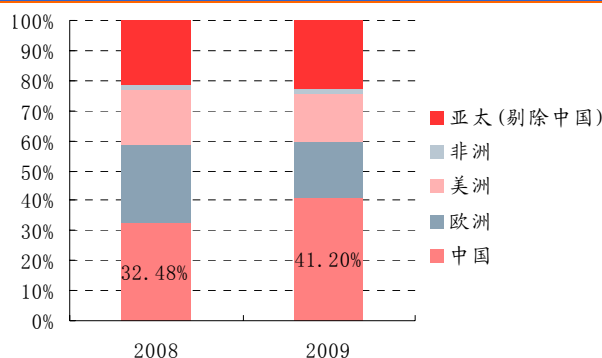


资料来源：中投证券研究所

1.3 出口潜力拓展客车空间

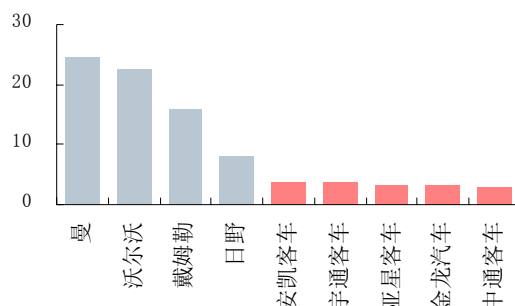
我国已成为世界第一客车生产大国，而且份额有扩大趋势。与全球知名客车生产商相比，中国客车具有明显的价格优势。出口将成为我国大中客企业的重要增长点。

图 4 我国已成为世界第一大客车生产国



资料来源：OICA、中投证券研究所

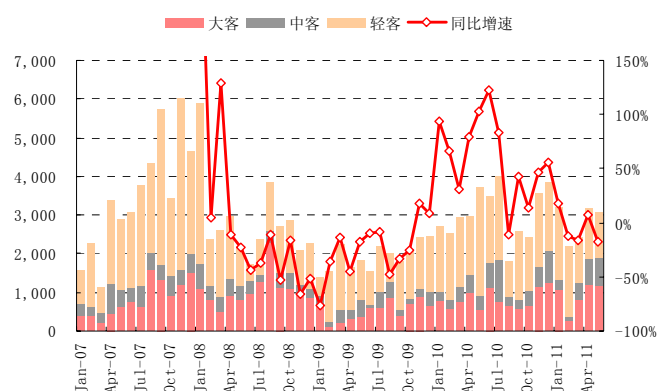
图 5 我国客车具有价格优势（万美元）



资料来源：各公司年报、中投证券研究所

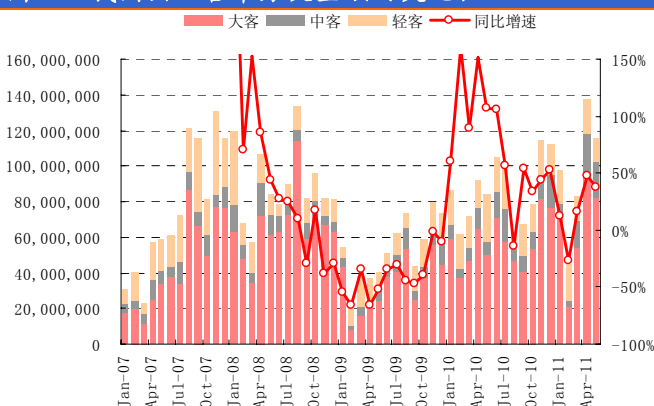
客车出口市场稳步回暖，结构发生积极变化，大中客占比扩张，凸显相应客车企业竞争力在提升。11 年销量增速有所放缓，但是销售金额增速仍然表现亮眼，体现出口结构正在发生重大变化，大中客占比由 45%以下提升至 60%以上，销售金额的贡献更为明显，目前已达客车出口占比的 89%。

图 6 我国客车出口分类销量（辆）



资料来源：CAAM、中投证券研究所

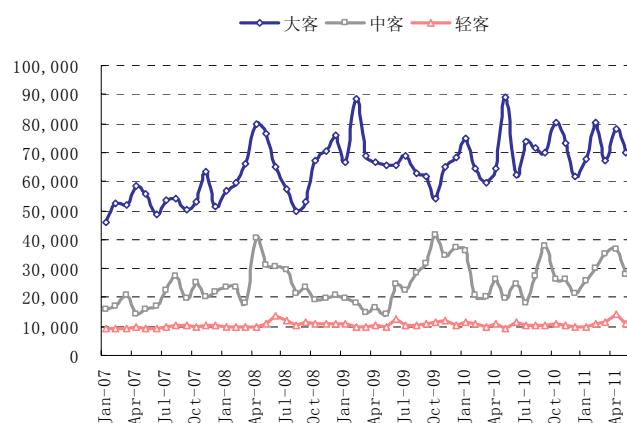
图 7 我国出口客车分类金额（美元）



资料来源：CAAM、中投证券研究所

大中客车的出口均价稳步增长，产品结构积极上升，出口盈利能力将得到保障。目前大客的出口均价由 07 年的 5 万美元增加到目前 7 万美元~8 万美元间，中客出口均价由不到 2 万美元提升至 3 万美元附近，轻客出口均价常年维持在 1 万美元附近。大中客的价格表现体现中国客车出口结构上移明显，盈利空间值得期待。

图 8 我国出口客车均价（美元/辆）

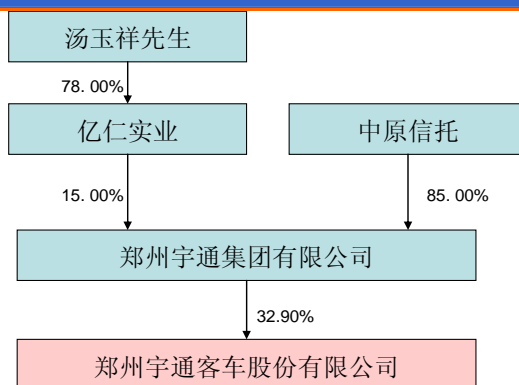


资料来源：CAAM、中投证券研究所

1.4 配股投资新市场，培育成长新空间

此次配股集团公司将等比例参与，表明集团公司对未来客车市场保持乐观。根据历史报批程序的安排，预计最快8月份将获得批复，配股融资的完成将有助于解决公司的产能瓶颈，为未来几年公司发展奠定坚实基础。

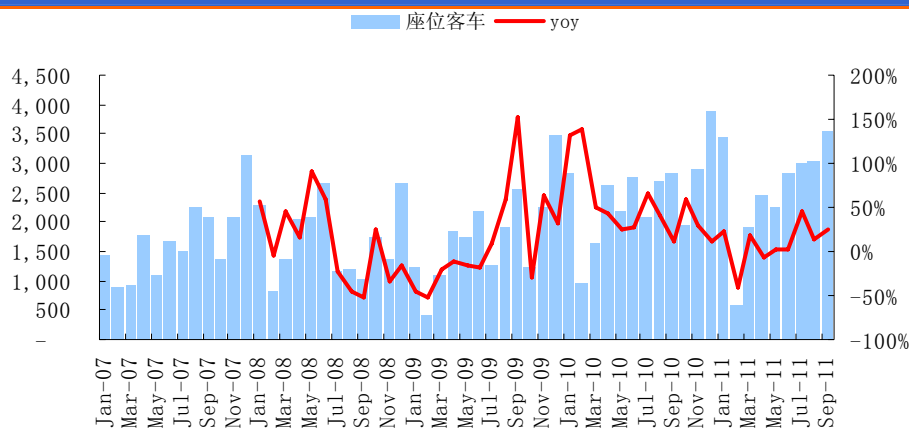
图 9 宇通客车股权结构

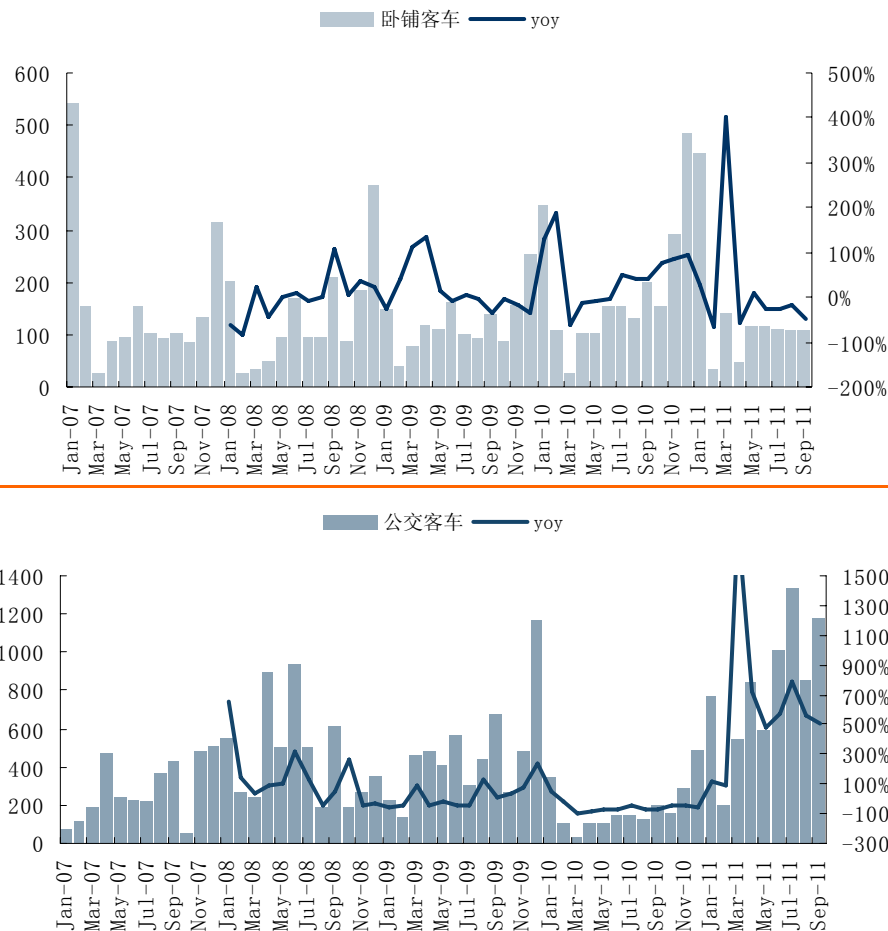


资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司布局专用车、公交和节能与新能源客车新增市场，未来规划远景是3万客运产能、5000专用车产能、2万公交产能、2万旅游产能。未来公司将充分挖掘客车多样化发展机遇，巩固客运、公交市场的领先地位，快速拓展班车、校车等新增市场需求。这部分市场体现个性化较强，但是在安全、质量和品质上要求较高，通常是高附加值的潜力市场，公司通过2009年通过设立专用车事业部，依托于宇通集团雄厚的技术实力，提升开发速度和客户需求响应能力，实现产品从设计、研发到生产的一体化订制，缩短产品开发周期。公司的团体和专用车产品比例目前为20%，上升较快，看好公司在该领域未来的成长空间。

图 3 宇通客车销量分类实现情况（2007.1-2011.9）

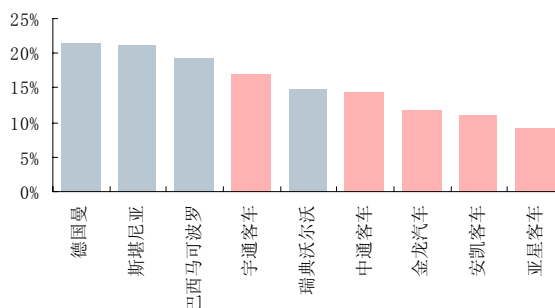




资料来源：中客网、中投证券研究所

中国大中客生产企业依托中国比较好的资源优势，包括原材料和零部件的配套优势，对比国外龙头企业，实现了低价位产品相近的毛利率水平，未来中国大中客企业的产品升级空间仍然加大，将实现较好的利润水平。

图 11 国内外重要客车生产商毛利率对比



资料来源：Tomson Reuters、wind、中投证券研究所

1.5 投资建议

我们认为未来大中型客车市场将稳定增长，宇通客车在大中型客车领域的优势明显，消费升级+新能源+出口，成长空间有待挖掘，市场份额持续扩张。

我们预测配股实施后，产能瓶颈缓解后，公司 11-13 年实现销售客车 45,200、56,000 和 66,000 辆，收入 154、177 和 207 亿元，归属母公司利润 10.61、

12.46 和 15.09 亿元，配股摊薄后 11-13 年 EPS 为 1.60、1.91 和 2.30 元。我们假设公司配股价为现价 7 折，则公司对应配股摊薄后 11-13 年 PE 为 10、8 和 7 倍。公司估值低、经营管理优秀、业绩稳定有保障，维持“强烈推荐”评级，6-12 个月目标价 24 元。

表 3 宇通客销量预测（配股实施后）

销量（辆）	2010A	2011E	2012E	2013E
大客	17,840	20,000	23,000	25,000
中客	20,293	22,000	26,000	32,000
轻客	3,761	3,200	7,000	9,000
合计	41,894	45,200	56,000	66,000

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表（配股摊薄后）

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4628	8342	9894	11412	营业收入	13479	15695	18910	20870
现金	918	4222	4765	5864	营业成本	11142	12964	15582	17113
应收账款	1211	1423	1752	1909	营业税金及附加	42	58	91	100
其它应收款	111	92	112	125	营业费用	721	844	1012	1117
预付账款	717	607	820	868	管理费用	523	612	728	793
存货	1225	1354	1652	1808	财务费用	17	-57	-100	-118
其他	446	644	792	838	资产减值损失	40	40	40	40
非流动资产	2169	2050	1984	1921	公允价值变动收益	-5	-0	-0	-3
长期投资	83	91	87	88	投资净收益	17	17	17	17
固定资产	1104	1062	1019	969	营业利润	1005	1249	1574	1839
无形资产	221	211	201	192	营业外收入	26	26	30	30
其他	761	686	676	673	营业外支出	57	6	6	7
资产总计	6797	10392	11878	13333	利润总额	974	1269	1598	1862
流动负债	4018	4600	5356	5852	所得税	117	152	192	223
短期借款	0	0	0	0	净利润	857	1117	1406	1638
应付账款	1234	1767	2039	2227	少数股东损益	-3	2	-1	1
其他	2784	2833	3317	3625	归属母公司净利润	860	1115	1407	1637
非流动负债	293	34	34	34	EBITDA	1217	1259	1541	1787
长期借款	15	15	15	15	EPS（元）	1.65	1.65	2.08	2.42
其他	278	19	19	19	主要财务比率				
负债合计	4311	4634	5389	5886	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	4	6	5	6	成长能力				
股本	520	676	676	676	营业收入	53.5%	16.4%	20.5%	10.4%
资本公积	433	2589	2589	2589	营业利润	56.1%	24.4%	26.0%	16.8%
留存收益	1529	2488	3219	4180	归属于母公司净利润	52.6%	29.7%	26.2%	16.3%
归属母公司股东权益	2482	5752	6483	7441	获利能力				
负债和股东权益	6797	10392	11878	13333	毛利率	17.3%	17.4%	17.6%	18.0%
现金流量表					净利率	6.4%	7.1%	7.4%	7.8%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	34.6%	19.4%	21.7%	22.0%
经营活动现金流	1318	1087	1095	1640	ROIC	94.4%	131.1	130.4	177.3
净利润	857	1117	1406	1638	偿债能力				
折旧摊销	195	66	66	67	资产负债率	63.4%	44.6%	45.4%	44.1%
财务费用	17	-57	-100	-118	净负债比率	0.45%	0.42%	0.37%	0.33%
投资损失	-17	-17	-17	-17	流动比率	1.15	1.81	1.85	1.95
营运资金变动	239	-31	-272	66	速动比率	0.84	1.51	1.53	1.63
其它	26	10	11	5	营运能力				
投资活动现金流	-603	4	25	15	总资产周转率	2.19	1.83	1.70	1.66
资本支出	926	0	0	0	应收账款周转率	12	12	11	11
长期投资	314	18	-7	2	应付账款周转率	9.52	8.64	8.19	8.02
其他	637	22	17	17	每股指标（元）				
筹资活动现金流	-645	2212	-576	-557	每股收益(最新摊薄)	1.27	1.65	2.08	2.42
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.95	1.61	1.62	2.43
长期借款	9	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.67	8.51	9.59	11.01
普通股增加	0	156	0	0	估值比率				
资本公积增加	-25	2155	0	0	P/E	19.27	14.86	11.77	10.12
其他	-628	-99	-576	-557	P/B	6.67	2.88	2.56	2.23
现金净增加额	73	3304	544	1098	EV/EBITDA	9	9	7	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434