

商用载客车

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zanglei@cjis.cn

参与人: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

参与人: 邢卫军

S0960111080510

0755-82026562

xingweijun@cjis.cn

6-12个月目标价: 24.00元

当前股价: 20.85元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2503.84
总股本(百万)	520
流通股本(百万)	520
流通市值(亿)	108
EPS	1.65
每股净资产(元)	4.77
资产负债率	63.43%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
宇通客车	5.89	-10.01	-2.10
交运设备	3.64	-11.85	-16.37
沪深300指数	6.00	-5.56	-12.34



相关报告

宇通客车-公交持续发力、单价提升明显、经营管控得力——三季报点评 2011-10-26
 宇通客车-公交订单夯实业绩，成长速度保持稳健 2011-08-02

宇通客车

600066

强烈推荐

出口订单打开新兴市场，广阔空间支撑稳定增长

公司11月9日公告，全资子公司香港宇通国际与委内瑞拉FONTUR公司签订1216台客车及相关配套设施销售合同，总金额14.90亿元，交货期为12年1月至7月。该订单使公司打开新的市场空间，未来持续成长可期，同时出口订单的高单价，也将提升公司盈利能力。

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拓展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。
- **投资建议：**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1.65、2.08和2.42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12.6、10.0和8.6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幅上升将影响公司业绩。

主要财务指标

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	13479	15444	17720	20760
收入同比(%)	53%	15%	15%	17%
归属母公司净利润	860	1061	1246	1509
净利润同比(%)	53%	23%	17%	21%
毛利率(%)	17.3%	17.3%	17.4%	17.6%
ROE(%)	34.6%	31.3%	30.3%	29.6%
每股收益(元)	1.65	2.04	2.40	2.90
P/E	12.61	10.22	8.70	7.18
P/B	4.37	3.20	2.64	2.13
EV/EBITDA	8	8	7	5

资料来源：中投证券研究所

一、行业观点：消费升级+出口推动行业持续增长

1.1 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。

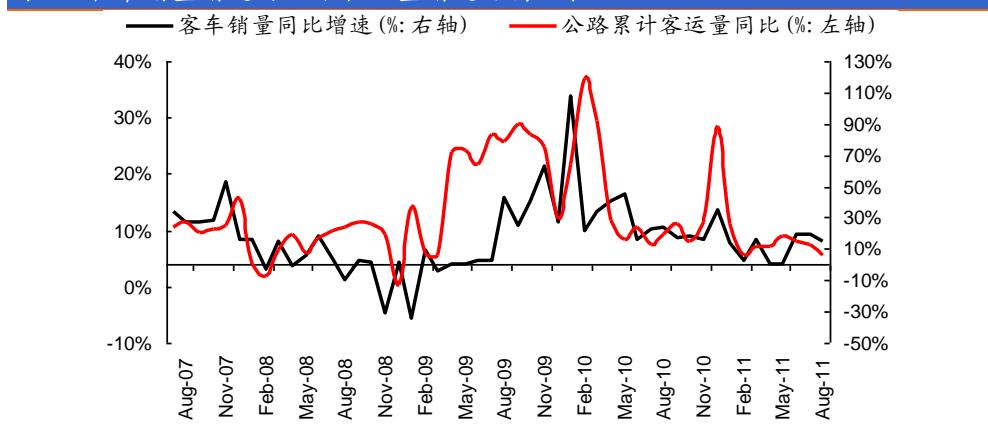
表 1 大中型客车市场划分（按用途）

细分市场	用户类型	营运距离	平均每日行程	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 1 客车销量增速与公路客运量增速保持强相关

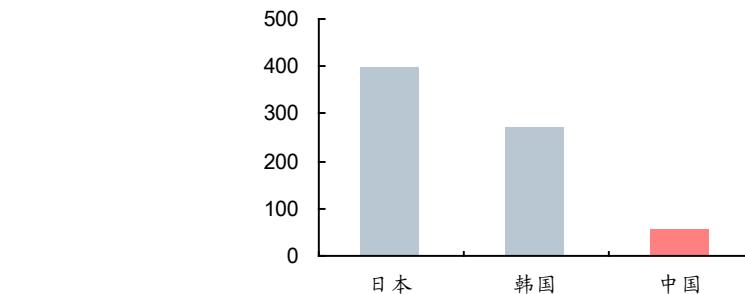


资料来源：CAAM, wind, 中投证券研究所

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2 我国年人均出行次数处于低位

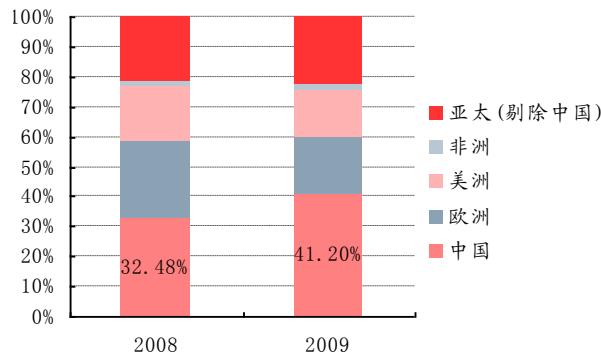


资料来源：中投证券研究所

1.2 出口潜力拓展客车空间

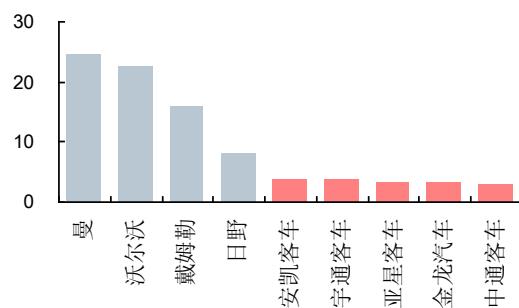
我国已成为世界第一客车生产大国，而且份额有扩大趋势。与全球知名客车生产商相比，中国客车具有明显的价格优势。出口将成为我国大中客企业的重要增长点。

图3 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

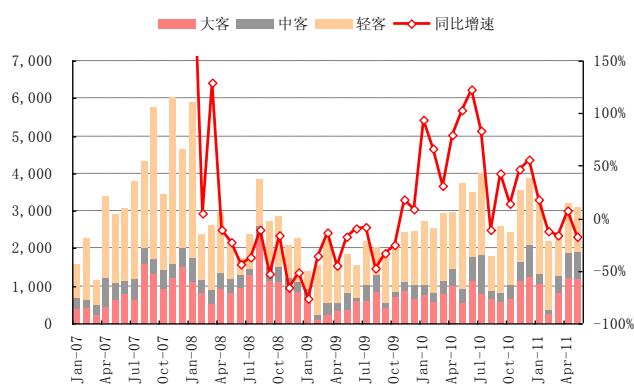
图4 我国客车具有价格优势（万美元）



资料来源：各公司年报、中投证券研究所

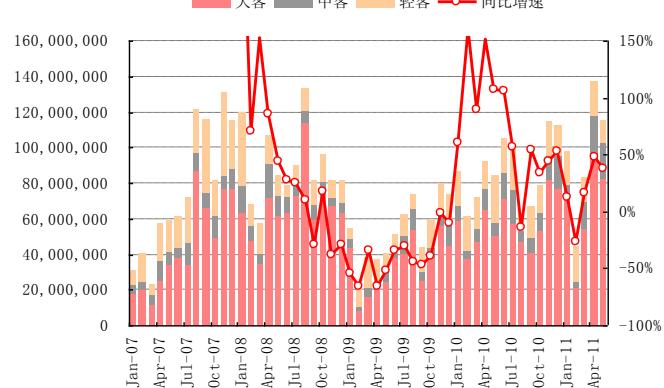
客车出口市场稳步回暖，结构发生积极变化，大中客占比扩张，凸显相应客车企业竞争力在提升。11年销量增速有所放缓，但是销售金额增速仍然表现亮眼，体现出出口结构正在发生重大变化，大中客占比由45%以下提升至60%以上，销售金额的贡献更为明显，目前已达客车出口占比的89%。

图5 我国客车出口分类销量（辆）



资料来源：CAAM、中投证券研究所

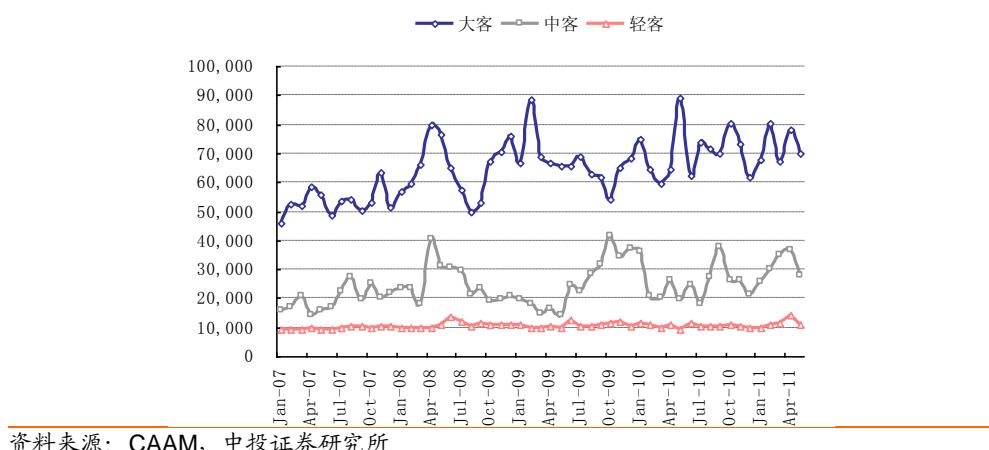
图6 我国出口客车分类金额（美元）



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7 我国出口客车均价（美元/辆）



资料来源：CAAM，中投证券研究所

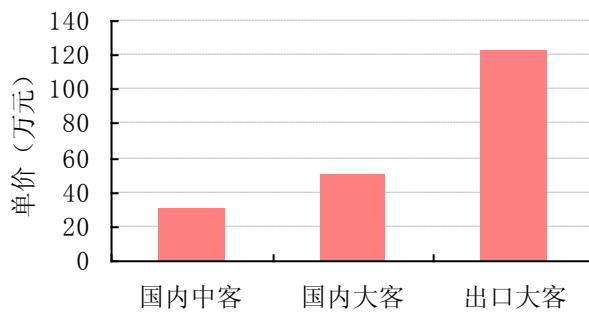
二、公司发展：增长可期，业绩有保障

2.1 出口订单点评

公司11月9日公告，全资子公司香港宇通国际与委内瑞拉FONTUR公司签订1216台客车及相关配套设施销售合同，总金额14.90亿元，交货期为12年1月至7月。该订单使公司打开新的市场空间。

出口订单均价高，将提升公司盈利能力。目前国内大客单价在50万元左右，中客单价在30万元左右。本次订单平均单车价格为122.5万元，远高于国内价格，扣除相关配套设施费用后，仍会有较高的毛利空间。未来公司出口份额加大后，将提高公司毛利率水平，增强盈利能力。

图8 公司客车单价比较

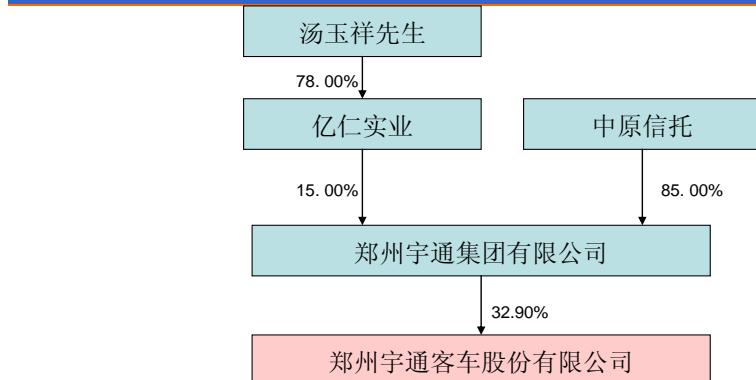


资料来源：中投证券研究所

2.2 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。

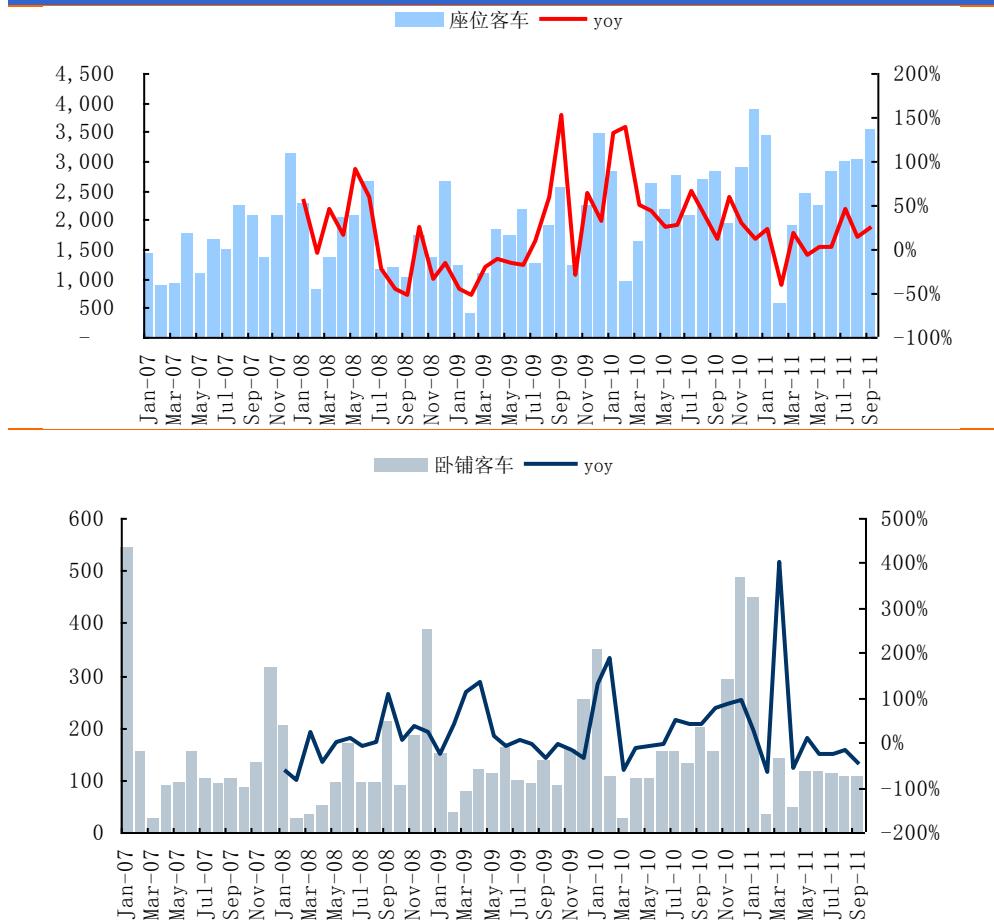
图 9 宇通客车股权结构

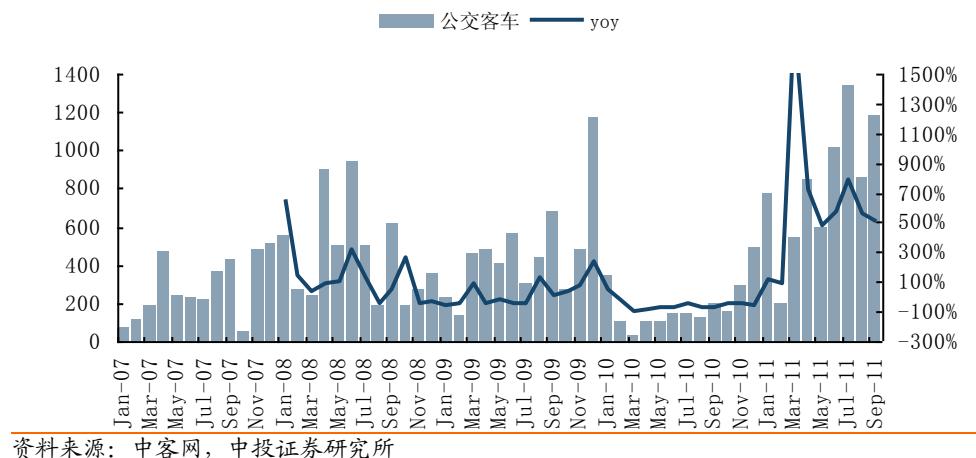


资料来源：公司公告，中投证券研究所

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。

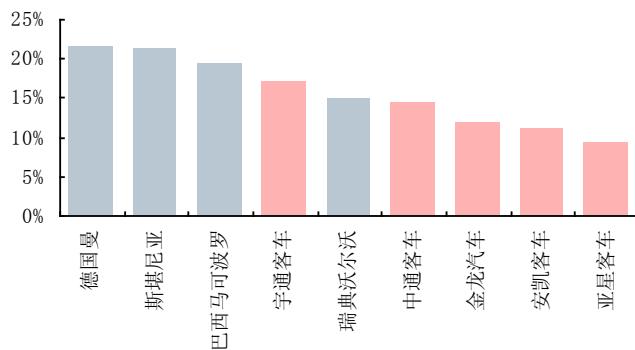
图 10 宇通客车销量分类实现情况（2007.1-2011.9）





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

2.3 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 1.65、2.08 和 2.42 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 12.6、10.0 和 8.6 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 2 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

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产				
现金	4628	5911	7215	9053
应收账款	918	1832	2376	3493
其他应收款	1211	1418	1663	1921
预付账款	111	95	111	131
存货	717	598	771	867
其他流动资产	1225	1334	1551	1807
非流动资产				
长期投资	446	634	742	833
固定资产	2169	2050	1984	1921
无形资产	83	91	87	88
其他非流动资产	1104	1062	1019	969
资产总计	221	211	201	192
流动负债	761	686	676	673
短期借款	4018	4535	5048	5837
应付账款	0	0	0	0
其他流动负债	1234	1739	1910	2215
非流动负债	2784	2796	3138	3622
长期借款	293	34	34	34
其他非流动负债	15	15	15	15
负债合计	278	19	19	19
少数股东权益	4311	4569	5082	5871
股本	4	6	5	6
资本公积	520	520	520	520
留存收益	433	433	433	433
归属于母公司股东权益	1529	2434	3159	4148
负债和股东权益	2482	3387	4112	5098
	6797	7961	9199	10974

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1318	1036	993	1556
净利润	857	1063	1245	1510
折旧摊销	195	66	66	67
财务费用	17	-30	-46	-65
投资损失	-17	-17	-17	-17
营运资金变动	239	6	-270	32
其他经营现金流	26	-51	16	30
投资活动现金流	-603	4	25	15
资本支出	926	0	0	0
长期投资	314	18	-7	2
其他投资现金流	637	22	17	17
筹资活动现金流	-645	-126	-474	-455
短期借款	0	0	0	0
长期借款	9	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-25	0	0	0
其他筹资现金流	-628	-126	-474	-455
现金净增加额	73	914	544	1117

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	13479	15444	17720	20760
营业成本	11142	12772	14637	17106
营业税金及附加	42	57	85	100
营业费用	721	831	948	1111
管理费用	523	602	682	789
财务费用	17	-30	-46	-65
资产减值损失	40	40	40	40
公允价值变动收益	-5	0	0	-3
投资净收益	17	17	17	17
营业利润	1005	1188	1391	1693
营业外收入	26	26	30	30
营业外支出	57	6	6	7
利润总额	974	1208	1415	1716
所得税	117	145	170	206
净利润	857	1063	1245	1510
少数股东损益	-3	2	-1	1
归属母公司净利润	860	1061	1246	1509
EBITDA	1217	1224	1411	1695
EPS (元)	1.65	2.04	2.40	2.90

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	53.5%	14.6%	14.7%	17.2%
营业利润	56.1%	18.2%	17.1%	21.7%
归属于母公司净利润	52.6%	23.4%	17.4%	21.1%
盈利能力				
毛利率	17.3%	17.3%	17.4%	17.6%
净利率	6.4%	6.9%	7.0%	7.3%
ROE	34.6%	31.3%	30.3%	29.6%
ROIC	94.4%	123.6%	116.8	162.7%
偿债能力				
资产负债率	63.4%	57.4%	55.2%	53.5%
净负债比率	0.45%	0.43%	0.39%	0.34%
流动比率	1.15	1.30	1.43	1.55
速动比率	0.84	1.00	1.11	1.23
营运能力				
总资产周转率	2.19	2.09	2.07	2.06
应收账款周转率	12	11	11	11
应付账款周转率	9.52	8.59	8.02	8.29
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.65	2.04	2.40	2.90
每股经营现金流(最新摊薄)	2.53	1.99	1.91	2.99
每股净资产(最新摊薄)	4.77	6.51	7.91	9.81
估值比率				
P/E	12.61	10.22	8.70	7.18
P/B	4.37	3.20	2.64	2.13
EV/EBITDA	8	8	7	5

相关报告

报告日期	报告标题
2011-10-26	宇通客车-公交持续发力、单价提升明显、经营管控得力——三季报点评
2011-08-02	宇通客车-公交订单夯实业绩，成长速度保持稳健
2011-07-26	宇通客车-大公交体系重构，大中客景气延续
2011-02-25	宇通客车-大中客景气持续推升业绩
2011-01-12	宇通客车-配股投资新市场，拓展成长新空间

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

张镭：中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院MBA。

邓学：中投证券研究所汽车行业分析师，2010年、2006年分别获得清华大学汽车工程系硕士、学士学位。

邢卫军：中投证券研究所汽车行业分析师，2011年获得中国科学院电工研究所博士学位，2006年获得清华大学汽车工程系学士学位。

免责条款

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，旨为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>

深圳市	北京市	上海市
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