

商用载客车

署名人：张镭

S0960511020006

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： 32.00元

当前股价： 25.49元

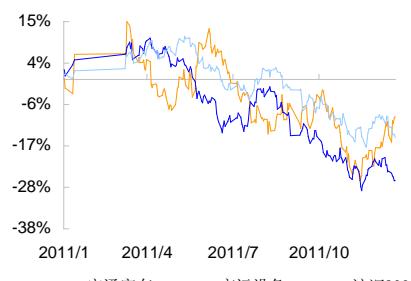
评级调整： 维持

基本资料

| | |
|----------|---------|
| 上证综合指数 | 2330.41 |
| 总股本(百万) | 519 |
| 流通股本(百万) | 519 |
| 流通市值(亿) | 132 |
| 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 | 13.41 | 26.40 | 18.94 |
| 交运设备 | 6.67 | -14.28 | -25.69 |
| 沪深300指数 | 6.84 | -8.62 | -15.23 |



相关报告

出口订单打开新兴市场，广阔空间支撑稳定增长 2011-11-09

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

600066

强烈推荐

销量季节性回落，未来确定性增长——1月产销快报点评

公司2月4日公告1月产销快讯：销售客车3580辆，环比-46.8%，同比-23.2%。其中，大客环比-49.7%，同比-29.3%；中客环比-56.2%，同比-32.6%；轻客环比+77.5%，同比+88.3。大中客销量受春节影响回落，但稳定增长趋势仍将延续。

我们认为：1、居民出行需求释放推动客车行业稳定增长；2、校车与出口市场快速增长，拓展客车发展空间；3、公司品牌优秀、技术领先、管理完善，新产能投放后有望超越行业平均增速，1季报超预期概率大，维持“强烈推荐”。

投资要点：

- 居民出行需求持续释放，客车行业长期稳定增长。我国城际客运、旅游及城市公交仍处低位，未来将逐步释放，推动客车行业稳定增长。校车潜在市场超过50万辆，相关法规落地后将快速提升需求。预计12年大中客增速有望保持10%-15%。
- 出口快速增长，产品档次上升，未来空间广阔。我国客车品质优秀、价格优势明显，在国际市场竞争力逐步凸显。11年大中客占客车出口约90%，出口单价和档次稳步提升。出口机遇拓展客车市场空间，有利于技术先进、品质过硬的行业龙头的市场份额持续扩大。
- 校车产品优势明显，有望受益最大。公司研发能力突出，是《校车安全技术条件》等国家标准的主要起草单位，校车产品技术成熟并有大量应用实例，先发优势明显。若相关法规和配套资金落实后，校车市场放量将使公司成为最大受益者。
- 公司新产能逐步投放，市场份额有望持续提升。公司产品竞争力明显，产能利用率长期超过100%。12-13年将有专用车产能提升（0.5万辆）和配股扩产（2万辆）实施，缓解公司产能压力。未来销量增速有望超越行业平均，进一步扩大市场份额。
- 投资建议：预计公司11-13年实现收入156、182和210亿元，净利润10.94、13.50和15.52亿元，实现EPS为2.10、2.60和3.00元。11-13年对应PE为12.11、9.82和8.48。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32元。

风险提示：

- 原材料和人力成本上升侵蚀公司盈利能力；宏观经济放缓影响客车需求。

主要财务指标

| 单位：百万元 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 13479 | 15633 | 18280 | 20950 |
| 收入同比(%) | 53% | 16% | 17% | 15% |
| 归属母公司净利润 | 860 | 1094 | 1350 | 1562 |
| 净利润同比(%) | 53% | 27% | 23% | 16% |
| 毛利率(%) | 17.3% | 17.5% | 17.8% | 17.8% |
| ROE(%) | 34.6% | 32.0% | 31.8% | 29.5% |
| 每股收益(元) | 1.65 | 2.10 | 2.60 | 3.00 |
| P/E | 15.42 | 12.11 | 9.82 | 8.48 |
| P/B | 5.34 | 3.87 | 3.12 | 2.51 |
| EV/EBITDA | 10 | 9 | 8 | 7 |

资料来源：中投证券研究所

一、行业观点：居民出行与消费升级带动大中客行业景气

大中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。

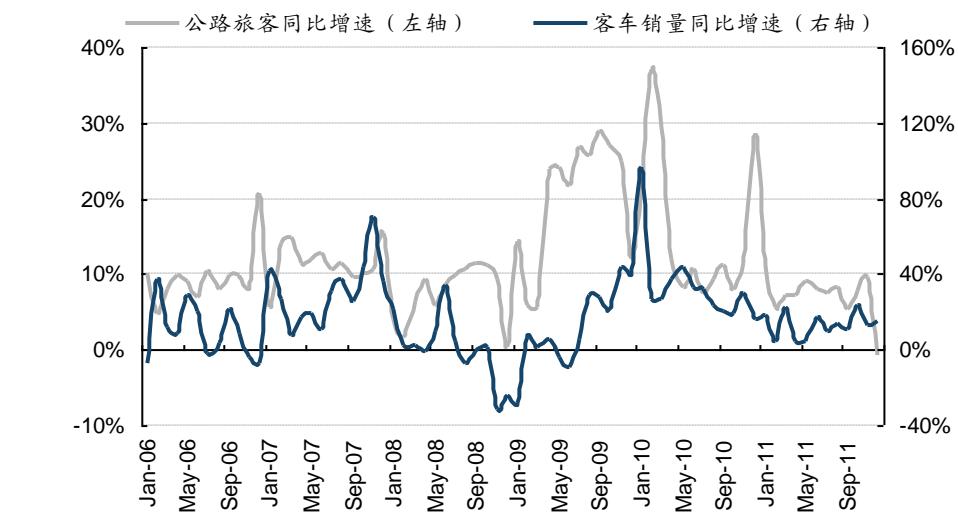
表 1 大中型客车市场划分（按用途）

| 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：中投证券研究所

城市化进程加快和居民收入增加，使居民出行需求持续释放，将长期支撑客车市场景气程度。客运需求是影响客车市场最直接的因素，掌握了居民客运需求实质掌握了客车未来增速情况。我国居民在城际客运、旅游和城市公交的出行需求仍处于低位，未来仍将保持稳定增长。

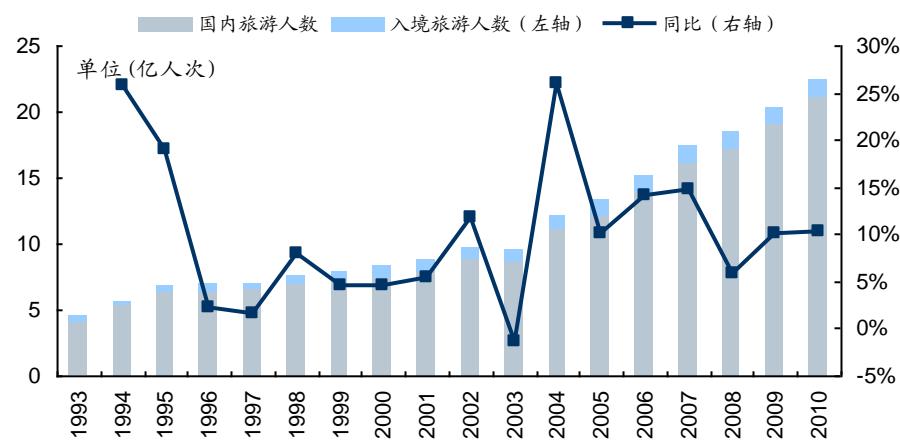
图 1 客车销量增速与公路客运量增速保持强相关



资料来源：中投证券研究所

旅游客运需求助推客车增长。消费升级背景下，旅游进入现代生活。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。

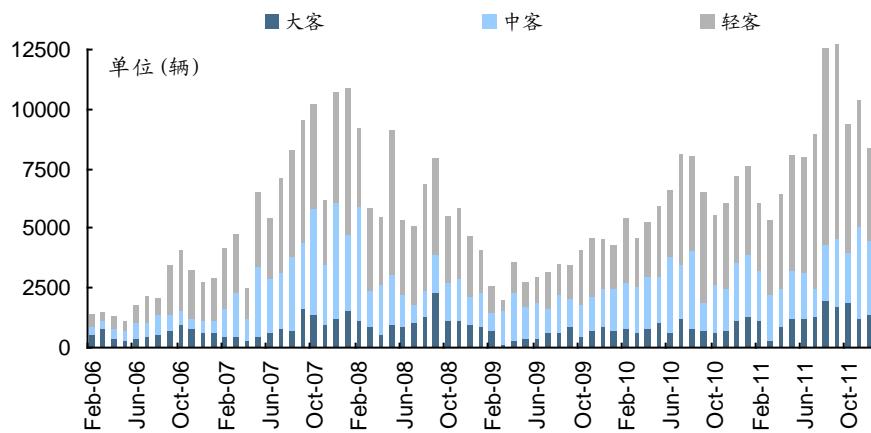
图 2 我国旅游人数变化



资料来源：CEIC，中投证券研究所

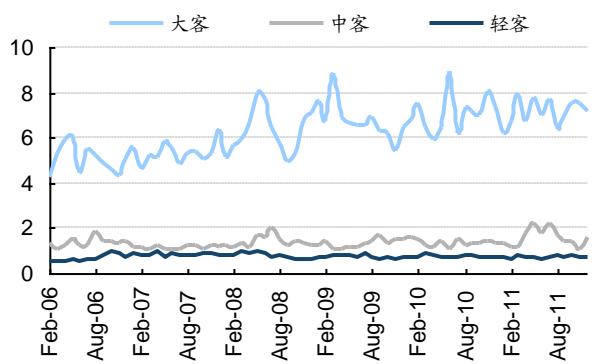
出口市场回暖，未来空间广阔。11年客车出口市场达到历史高峰，出口均价稳步增长。大客出口均价上升至7-8万美元，中客出口均价上升至3万美元，轻客出口均价保持在1万美元。与全球知名客车生产商相比，我国客车价格优势明显。长期来看，出口市场将持续为优秀客车企业提供外延式增长机遇。

图 3 客车出口情况



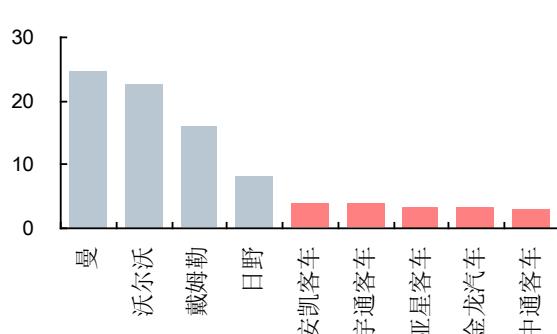
资料来源：CEIC，中投证券研究所

图 4 我国客车出口单价变化（万美元）



资料来源：CEIC、中投证券研究所

图 5 我国客车价格优势明显（万美元）

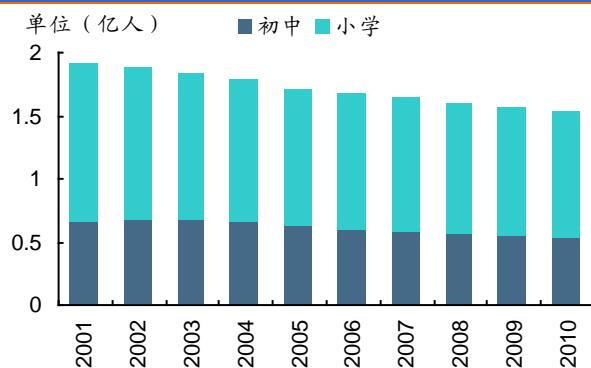


资料来源：CEIC、中投证券研究所

校车事故频发，促使政府规范专用校车市场。10年7月，国家曾颁布实施《专用小学生校车安全技术条件》，但监管与执行不力使校车事故不断发生，再次引起

相关部门的高度重视，有望加大对校车采购的支持。考虑到我国城镇地区采用就近入学制，因此校车需求主要位于农村地区。我国目前初中、小学人数合计约 1.52 亿人，位于农村地区的约有一半，按照其中 30%需乘坐校车上学，每辆校车乘坐 50 人计算，则我国校车保有规模应该在 50 万辆左右，接近现有大客保有量的一半，使大中客市场空间大幅增加。

图 6 我国初中、小学在校生人数



资料来源：CEIC，中投证券研究所

我们认为，居民出行+消费升级将推动我国大中客产业长期增长，校车+出口拓展市场空间。品牌优秀、技术过硬的龙头企业将具有先发优势，市场份额和盈利能力不断提升。

二、公司月度销量点评

2.1 月度销量概述

公司本月销售客车 3,580 辆，环比-46.8%，同比-23.2%。其中大客 1,631 辆，环比-49.7%，同比-29.3%；中客 1,388 辆，环比-56.2%，同比-32.6%；轻客 561 辆，环比+77.5%，同比+88.3%。

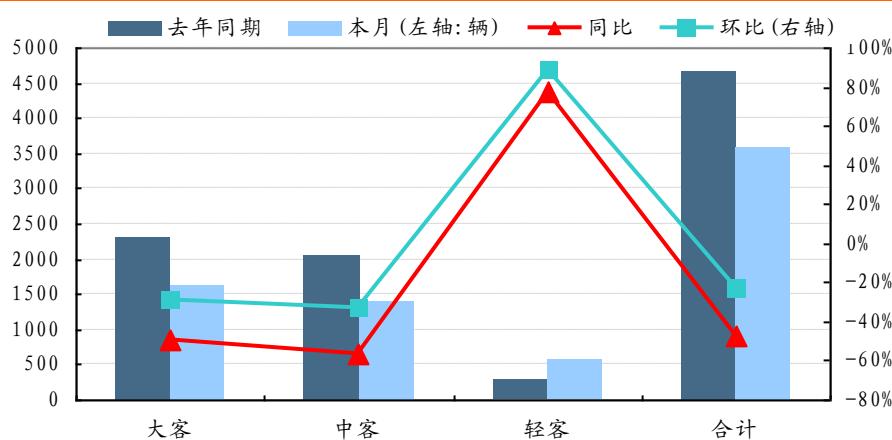
中投观点：由于春节假期影响，公司本月主力产品大中客销量下滑明显。若考虑单日销量，大中客环比下滑约 30%，主要由于购买需求在假期客运高峰前释放；同比相当，表明大中客市场稳步增长（11 年 1 月为节前购车高峰时段）。我们预计，春节后大中客市场需求将逐步恢复，月度环比进入上升通道，月销量虽明显低于 11 年 12 月高峰期销量，但比 11 年同期将快速增长。

表 2 宇通客车主要产品 1 月销量情况

| | Jan-12 | Dec-11 | Jan-11 | 环比 | 同比 | 本月 日均 | 上月 日均 | 同期 日均 | 环比 | 同比 |
|----|--------|--------|--------|--------|--------|----------|----------|----------|--------|--------|
| 大客 | 1,631 | 3,245 | 2,306 | -49.7% | -29.3% | 74 | 105 | 74 | -29.2% | -0.3% |
| 中客 | 1,388 | 3,169 | 2,058 | -56.2% | -32.6% | 69 | 102 | 66 | -32.1% | 4.5% |
| 轻客 | 561 | 316 | 298 | 77.5% | 88.3% | 28 | 10 | 10 | 175.2% | 191.8% |
| 合计 | 3,580 | 6,730 | 4,662 | -46.8% | -23.2% | 179 | 217 | 150 | -17.5% | 19.0% |

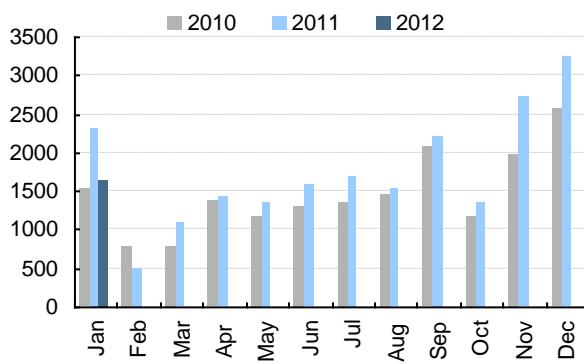
资料来源：宇通客车产销快讯、中投证券研究所

图 7 宇通客车主要产品 1 月销量及同比变化



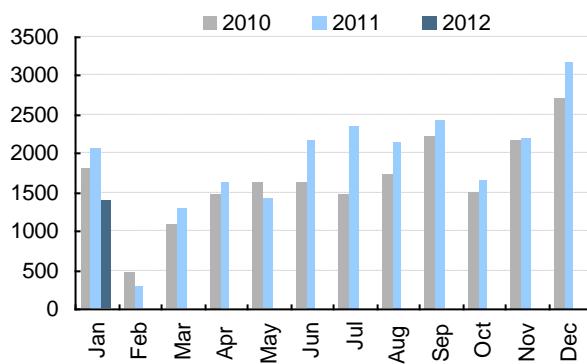
资料来源：宇通客车产销快讯，中投证券研究所

图 8 公司大客月度销量 (辆)



资料来源：宇通客车产销快讯、中投证券研究所

图 9 公司中客月度销量 (辆)

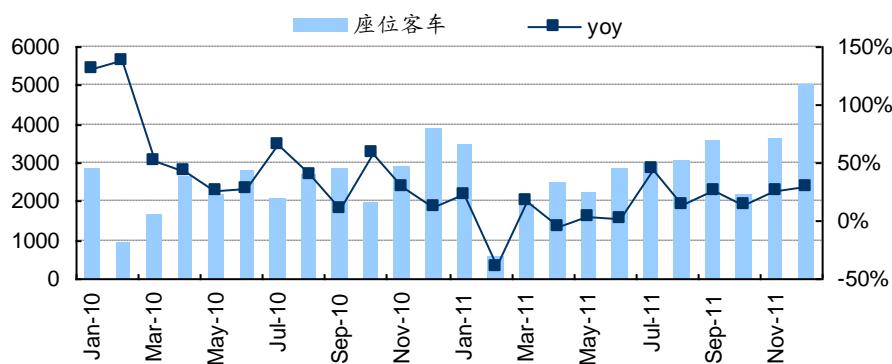


资料来源：宇通客车产销快讯、中投证券研究所

2.2 产品分用途销量

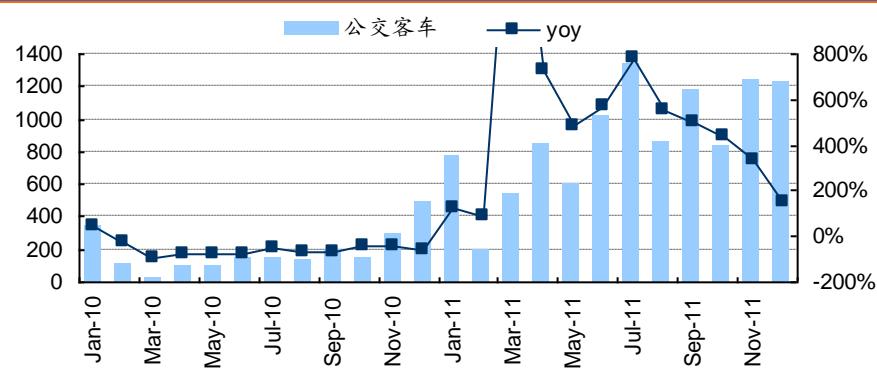
公司产品主要供应座位客车市场，11 年下半年单月同比增速在 20% 左右，预计未来随行业发展仍将保持稳定增长；公交客车随销量规模上升，增速逐步回落，在国家大力发展战略公交系统背景下，该细分产品仍将快速发展，是公司重要增长点；卧铺客车受铁路、航空客运发展影响，预计仍将低位运行。

图 10 宇通客车座位客车月销量及同比变化



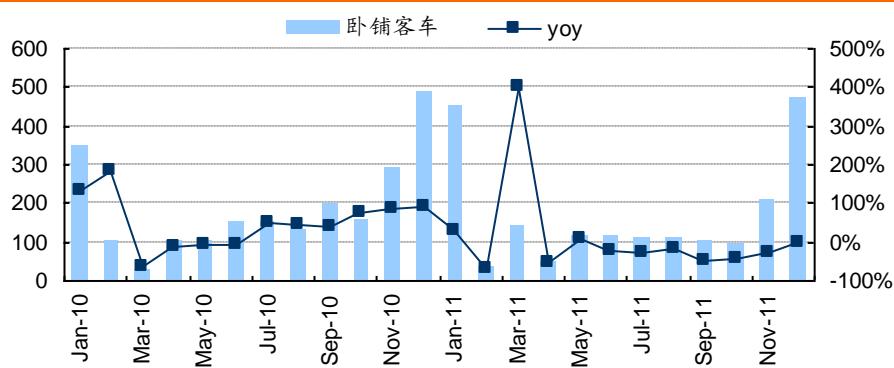
资料来源：中客网，中投证券研究所

图 11 宇通客车公交客车月销量及同比变化



资料来源：中客网，中投证券研究所

图 12 宇通客车卧铺客车月销量及同比变化



资料来源：中客网，中投证券研究所

附：财务预测表

| 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 | 5992 | 7488 | 9287 | 营业收入 | 13479 | 15633 | 18280 | 20950 |
| 现金 | 918 | 1866 | 2508 | 3683 | 营业成本 | 11142 | 12905 | 15026 | 17221 |
| 应收账款 | 1211 | 1435 | 1716 | 1938 | 营业税金及附加 | 42 | 58 | 88 | 101 |
| 其他应收款 | 111 | 96 | 115 | 132 | 营业费用 | 721 | 841 | 978 | 1121 |
| 预付账款 | 717 | 604 | 791 | 873 | 管理费用 | 523 | 610 | 704 | 796 |
| 存货 | 1225 | 1348 | 1593 | 1819 | 财务费用 | 17 | -30 | -48 | -68 |
| 其他流动资产 | 446 | 642 | 766 | 841 | 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 | 1226 | 1509 | 1753 |
| 无形资产 | 221 | 211 | 201 | 192 | 营业外收入 | 26 | 26 | 30 | 30 |
| 其他非流动资产 | 761 | 686 | 676 | 673 | 营业外支出 | 57 | 6 | 6 | 7 |
| 资产总计 | 6797 | 8042 | 9472 | 11208 | 利润总额 | 974 | 1246 | 1533 | 1776 |
| 流动负债 | 4018 | 4582 | 5184 | 5880 | 所得税 | 117 | 149 | 184 | 213 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 857 | 1096 | 1349 | 1563 |
| 应付账款 | 1234 | 1760 | 1971 | 2235 | 少数股东损益 | -3 | 2 | -1 | 1 |
| 其他流动负债 | 2784 | 2822 | 3213 | 3645 | 归属母公司净利润 | 860 | 1094 | 1350 | 1562 |
| 非流动负债 | 293 | 34 | 34 | 34 | EBITDA | 1217 | 1262 | 1527 | 1752 |
| 长期借款 | 15 | 15 | 15 | 15 | EPS (元) | 1.65 | 2.10 | 2.60 | 3.00 |
| 其他非流动负债 | 278 | 19 | 19 | 19 | | | | | |
| 负债合计 | 4311 | 4615 | 5217 | 5914 | | | | | |
| 少数股东权益 | 4 | 6 | 5 | 6 | | | | | |
| 股本 | 520 | 520 | 520 | 520 | | | | | |
| 资本公积 | 433 | 433 | 433 | 433 | | | | | |
| 留存收益 | 1529 | 2467 | 3297 | 4339 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 2482 | 3420 | 4250 | 5289 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 6797 | 8042 | 9472 | 11208 | | | | | |
| | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | 主要财务比率 | | | | |
| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 经营活动现金流 | 1318 | 1070 | 1089 | 1611 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 857 | 1096 | 1349 | 1563 | 营业收入 | 53.5% | 16.0% | 16.9% | 14.6% |
| 折旧摊销 | 195 | 66 | 66 | 67 | 营业利润 | 56.1% | 22.0% | 23.1% | 16.2% |
| 财务费用 | 17 | -30 | -48 | -68 | 归属于母公司净利润 | 52.6% | 27.3% | 23.3% | 15.7% |
| 投资损失 | -17 | -17 | -17 | -17 | 盈利能力 | | | | |
| 营运资金变动 | 239 | 5 | -280 | 40 | 毛利率 | 17.3% | 17.5% | 17.8% | 17.8% |
| 其他经营现金流 | 26 | -49 | 19 | 26 | 净利率 | 6.4% | 7.0% | 7.4% | 7.5% |
| 投资活动现金流 | -603 | 4 | 25 | 15 | ROE | 34.6% | 32.0% | 31.8% | 29.5% |
| 资本支出 | 926 | 0 | 0 | 0 | ROIC | 94.4% | 127.7% | 126.2 | 168.1% |
| 长期投资 | 314 | 18 | -7 | 2 | 偿债能力 | | | | |
| 其他投资现金流 | 637 | 22 | 17 | 17 | 资产负债率 | 63.4% | 57.4% | 55.1% | 52.8% |
| 筹资活动现金流 | -645 | -126 | -472 | -451 | 净负债比率 | 0.45% | 0.43% | 0.38% | 0.33% |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 流动比率 | 1.15 | 1.31 | 1.44 | 1.58 |
| 长期借款 | 9 | 0 | 0 | 0 | 速动比率 | 0.84 | 1.00 | 1.13 | 1.26 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营运能力 | | | | |
| 资本公积增加 | -25 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 2.19 | 2.11 | 2.09 | 2.03 |
| 其他筹资现金流 | -628 | -126 | -472 | -451 | 应收账款周转率 | 12 | 11 | 11 | 11 |
| 现金净增加额 | 73 | 949 | 642 | 1175 | 应付账款周转率 | 9.52 | 8.62 | 8.06 | 8.19 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 1.65 | 2.10 | 2.60 | 3.00 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 2.53 | 2.06 | 2.09 | 3.10 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 4.77 | 6.58 | 8.17 | 10.17 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 15.42 | 12.11 | 9.82 | 8.48 |
| | | | | | P/B | 5.34 | 3.87 | 3.12 | 2.51 |
| | | | | | EV/EBITDA | 10 | 9 | 8 | 7 |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

| 报告日期 | 报告标题 |
|------------|----------------------------------|
| 2011-11-09 | 出口订单打开新兴市场，广阔空间支撑稳定增长 |
| 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 |

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，清华大学汽车工程系硕士、学士，参与多项汽车产业部委研究课题，2010年加盟中投证券研究所。
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

本报告由中投证券有限责任公司（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，但我们将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 |