

商用载客车
署名人：张镭

S0960209060260

0755-82026570

zanglei@cjis.cn

参与人：邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

6-12个月目标价： 32.00元

当前股价： 21.73元

评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2862.63
总股本(百万)	520
流通股本(百万)	428
流通市值(亿)	111
EPS (TTM)	1.49
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	15.04	21.16	32.11
上证综合指数	5.43	1.21	8.46



相关报告

- 《大中客景气持续推升业绩》 2011-2-24
- 《宇通客车-配股投资新市场，拓展成长新空间》 2011-1-12
- 《宇通客车-行业景气，盈利稳定增长，深掘成长性和低估值》 2010-10-26
- 《宇通客车-盈利频超预期，估值低亮点多》

2010-10-14

宇通客车 600066

强烈推荐

大公交体系重构，大中客景气延续

7月25日温州境内动车发生追尾重大伤亡事故，导致34人死亡、191人受伤。我们认为事故发生将影响居民对交通出行安全的担忧，未来大公交体系客车地位仍将得到重视，客车客运的成本低廉、机动灵活、覆盖广泛的优势仍长期发挥。

公司是管理优秀的典范，客车市场绝对龙头，未来大中客车景气持续、出口潜力巨大、节能减排先锋，“三箭齐发”支撑公司稳定增长。

投资要点：

- 铁路系统事故不断影响深远，表明大公交系统汽车客运仍是主流。**目前我国客运仍以公路客运为主体，保持在92%以上，地位难以动摇；铁路系统事故频繁，表明客车客运的成本低廉、机动灵活、覆盖广泛的优势仍将长期发挥；短中期大公交客运格局仍以公路客运为核心，铁路运输对于目前的中国是补充角色。
- 城市化进程深化，居民出行需求仍将持续扩张，大中客车景气持续。**10年我国城市化率49.68%：城市化率达到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减排平台。**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；节能减排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。**未来三年公司业绩增长确定，我们预测公司11-13年配股摊薄EPS为1.65、2.08和2.42元。公司对应配股摊薄后11-13年PE为15、12和10。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：

- 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；金融股权价值受金融市场波动风险。

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

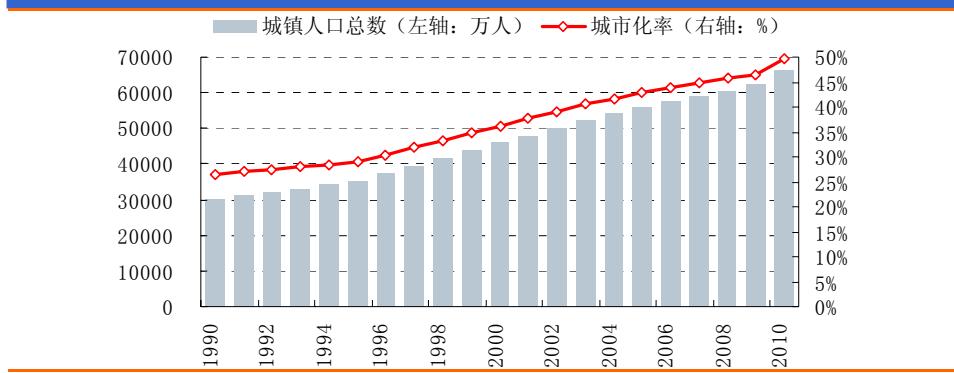
资料来源：中投证券研究所

一、行业前景：大中客景气持续

1.1 城市化进程下公路客运仍将扮演重要角色

我国城市化进程仍在延续，在城市扩大化和城市集群形成中，居民活动半径在加大，对机动灵活、成本低廉和覆盖面广泛的客车客运需求持续扩大，新出现的城市和郊区之间的日常流动将成为带动近年客车市场增长的强大动力。据统计数据 2010 年我国城市化率达到 49.68%，仍以农村人口向城市迁移为主，未来城市和农村之间、城市和城市间以及城市内的人口流动仍将继续加大，同时居民整体的出行需求将出现不可抑制的增长。

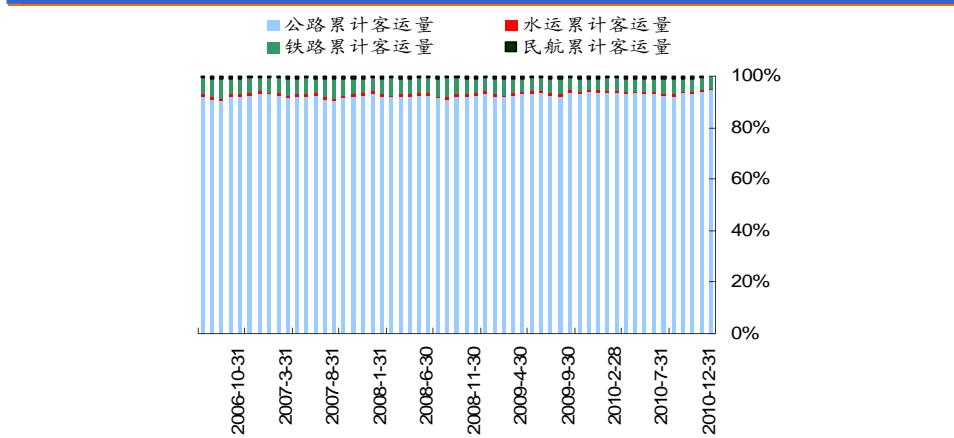
图 1 我国城镇人口及城市化率



资料来源：wind、中投证券研究所

目前我国客运仍以公路客运为主体，并且一直保持在 92% 以上的水平，公路客运的地位难以动摇。由于近年我国道路建设的投资、通车道路里程、高速公路通车里程等公路网络的铺设优势，公路客运仍将长期扮演客运运力的主角。我们认为，高铁运输的搭建，表观上会分流长途客运需求，但是铁路网络覆盖率仍然有限（并且经历本次事故，有放缓风险），主要城市间铁路客运的快捷很大程度上便利了居民出行，从而增加了中短途公路客运的需求增速。短中长期，围绕公路客运为核心形成大公交客运格局，铁路运输对于目前的中国是补充角色。

图 3 我国客运量构成



资料来源：CAAM、中投证券研究所

1.2 多种终端需求成长景气维持

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。

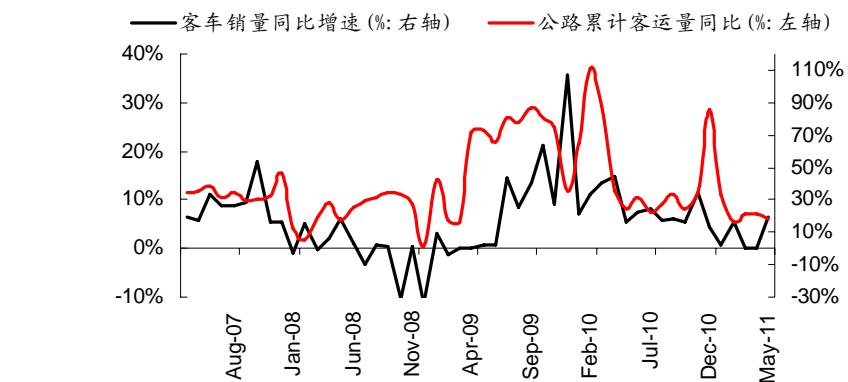
表 1 大中型客车市场划分（按用途）

细分市场	用户类型	营运距离	平均每日行	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。

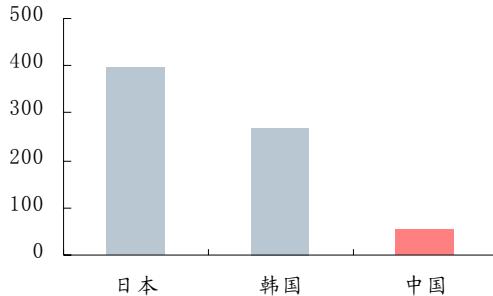
图 2 客车销量增速与公路客运量增速保持强相关



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 4 我国年人均出行次数处于低位

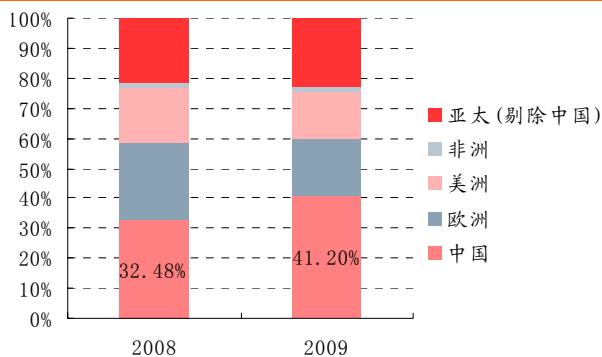


资料来源：中投证券研究所

1.3 出口潜力拓展客车空间

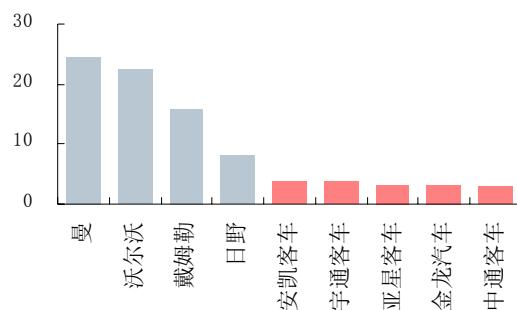
我国已成为世界第一客车生产大国，而且份额有扩大趋势。与全球知名客车生产商相比，中国客车具有明显的价格优势。出口将成为我国大中客企业的重要增长点。

图 5 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

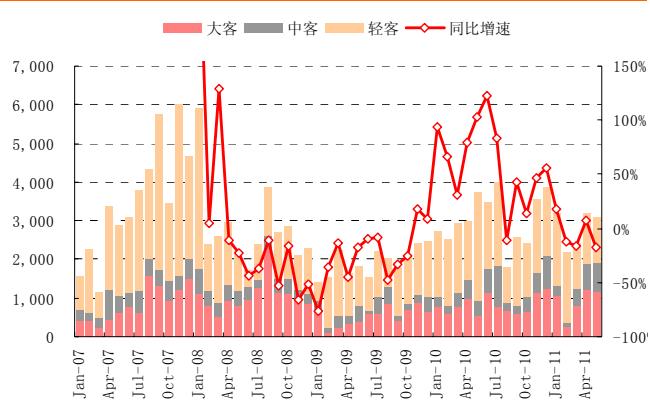
图 6 我国客车具有价格优势（万美元）



资料来源：各公司年报、中投证券研究所

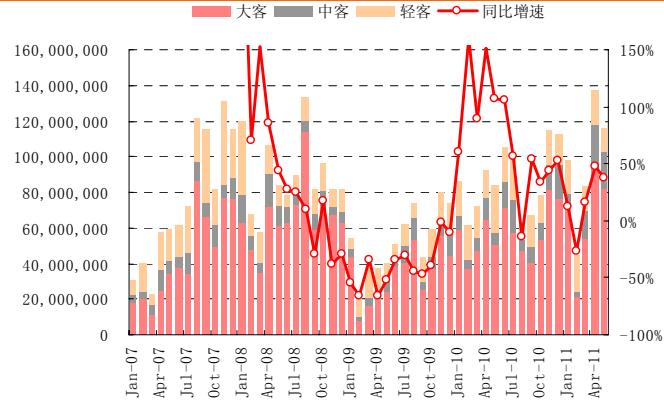
客车出口市场稳步回暖，结构发生积极变化，大中客占比扩张，凸显相应客车企业竞争力在提升。11 年销量增速有所放缓，但是销售金额增速仍然表现亮眼，体现出口结构正在发生重大变化，大中客占比由 45%以下提升至 60%以上，销售金额的贡献更为明显，目前已达客车出口占比的 89%。

图 7 我国客车出口分类销量 (辆)



资料来源：CAAM、中投证券研究所

图 8 我国出口客车分类金额 (美元)

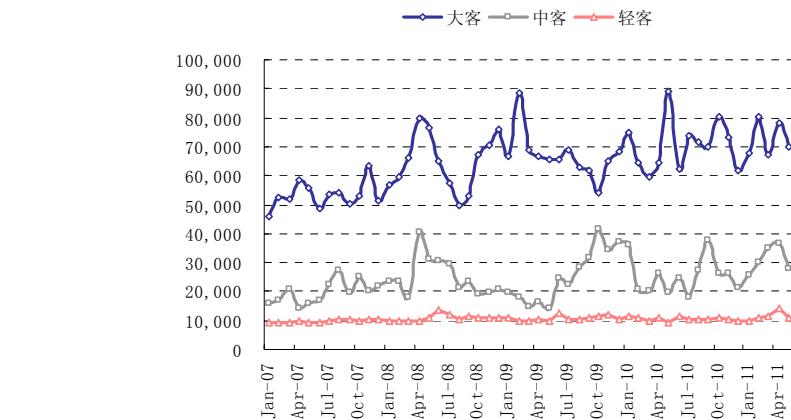


资料来源：CAAM、中投证券研究所

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 4 我国出口客车均价（美元/辆）

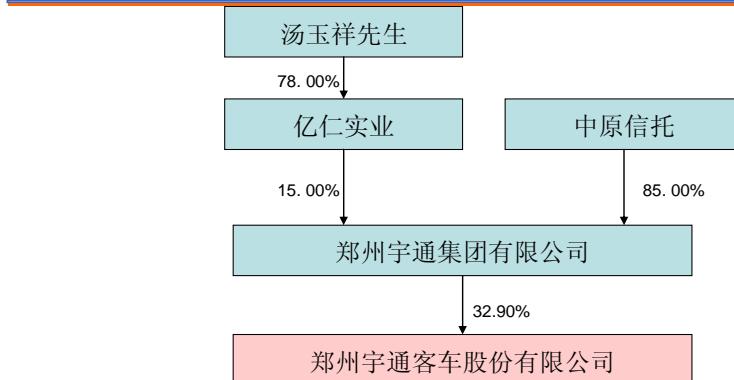


资料来源：CAAM、中投证券研究所

二、龙头分享行业景气

此次配股公司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。

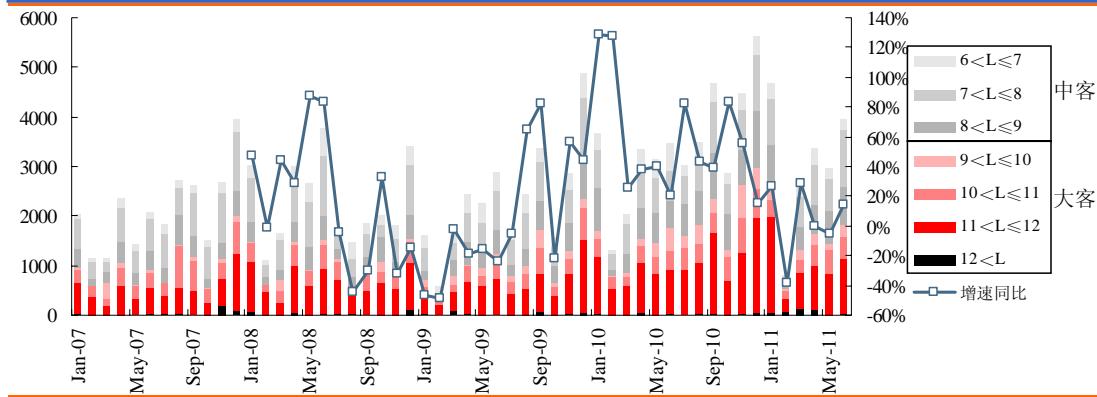
图 2 宇通客车股权结构



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。

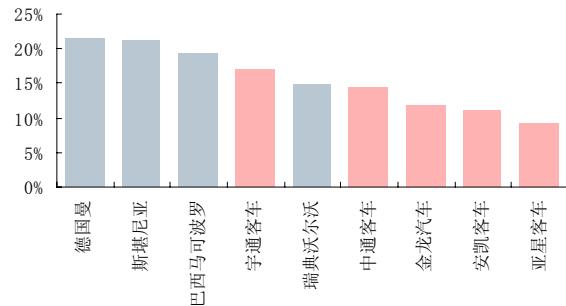
图 3 宇通客车销量情况及同比 (2007.1-2011.6)



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 9 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

三、投资建议和风险因素

我们认为未来大中型客车市场将超预期增长，宇通客车在大中型客车领域的优势明显，保持稳定的市场份额和高档市场的领先地位。

我们预测公司11-13年实现销售客车48,000、58,000和68,000辆，收入157、189和209亿元，归属母公司利润11.15、14.07和16.38亿元，配股摊薄前11-13年EPS为2.04、2.44和2.98元，配股摊薄后11-13年EPS为1.65、2.08和2.42元。公司对应配股摊薄后11-13年PE为15、12和10。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。

表 2 宇通客销量预测 (配股摊薄后)

销量(辆)	2010A	2011E	2012E	2013E
大客	17,840	20,000	25,000	25,000
中客	20,293	23,000	26,000	32,000
轻客	3,761	5,000	7,000	9,000
合计	41,894	48,000	58,000	66,000

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 宇通客车未来三年盈利预测（配股摊薄后）

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	13479	15695	18910	20870
营业成本	11142	12964	15582	17113
营业税金及附加	42	58	91	100
营业费用	721	844	1012	1117
管理费用	523	612	728	793
财务费用	17	-57	-100	-118
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	1249	1574	1839
营业外收入	26	26	30	30
营业外支出	57	6	6	7
利润总额	974	1269	1598	1862
所得税	117	152	192	223
净利润	857	1117	1406	1638
少数股东损益	-3	2	-1	1
归属于母公司净利润	860	1115	1407	1637
EBITDA	1217	1259	1541	1787
EPS (元)	1.65	1.65	2.08	2.42

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

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产				
现金	4628	8342	9894	11412
应收账款	918	4222	4765	5864
其它应收款	1211	1423	1752	1909
预付账款	111	92	112	125
存货	717	607	820	868
其他	1225	1354	1652	1808
非流动资产				
长期投资	446	644	792	838
固定资产	2169	2050	1984	1921
无形资产	83	91	87	88
其他	1104	1062	1019	969
资产总计				
资产总计	6797	10392	11878	13333
流动负债				
短期借款	4018	4600	5356	5852
应付账款	0	0	0	0
其他	1234	1767	2039	2227
非流动负债				
长期借款	2784	2833	3317	3625
其他	293	34	34	34
负债合计				
负债合计	4311	4634	5389	5886
少数股东权益	4	6	5	6
股本	520	676	676	676
资本公积	433	2589	2589	2589
留存收益	1529	2488	3219	4180
归属母公司股东权益	2482	5752	6483	7441
负债和股东权益				
负债和股东权益	6797	10392	11878	13333

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流				
净利润	1318	1087	1095	1640
折旧摊销	857	1117	1406	1638
财务费用	195	66	66	67
投资损失	17	-57	-100	-118
营运资金变动	-17	-17	-17	-17
其它	239	-31	-272	66
投资活动现金流				
资本支出	-603	4	25	15
长期投资	926	0	0	0
其他	314	18	-7	2
筹资活动现金流				
短期借款	637	22	17	17
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	9	0	0	0
资本公积增加	0	156	0	0
其他	-645	2212	-576	-557
现金净增加额				
现金净增加额	73	3304	544	1098

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	15695	18910	20870
营业成本	11142	12964	15582	17113
营业税金及附加	42	58	91	100
营业费用	721	844	1012	1117
管理费用	523	612	728	793
财务费用	17	-57	-100	-118
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	1249	1574	1839
营业外收入	26	26	30	30
营业外支出	57	6	6	7
利润总额	974	1269	1598	1862
所得税	117	152	192	223
净利润	857	1117	1406	1638
少数股东损益	-3	2	-1	1
归属母公司净利润	860	1115	1407	1637
EBITDA	1217	1259	1541	1787
EPS (元)	1.65	1.65	2.08	2.42

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	53.5	16.4	20.5	10.4
营业利润	56.1	24.4	26.0	16.8
归属于母公司净利润	52.6	29.7	26.2	16.3
获利能力				
毛利率	17.3	17.4	17.6	18.0
净利率	6.4%	7.1%	7.4%	7.8%
ROE	34.6	19.4	21.7	22.0
ROIC	94.4	131.1	130.4	177.3
偿债能力				
资产负债率	63.4	44.6	45.4	44.1
净负债比率	0.45	0.42	0.37	0.33
流动比率	1.15	1.81	1.85	1.95
速动比率	0.84	1.51	1.53	1.63
营运能力				
总资产周转率	2.19	1.83	1.70	1.66
应收账款周转率	12	12	11	11
应付账款周转率	9.52	8.64	8.19	8.02
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.27	1.65	2.08	2.42
每股经营现金流(最新摊薄)	1.95	1.61	1.62	2.43
每股净资产(最新摊薄)	3.67	8.51	9.59	11.01
估值比率				
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

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。

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

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

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

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