

行业增速高峰已过，成长和估值将依赖份额扩张

核心观点：

1. 事件

公司2012年上半年实现收入82.96亿元，同比增长27.11%；净利润5.90亿元，同比增长34.34%；考虑全面摊薄EPS为0.84元；由于本报告期公司处置相关金融资产和收到政府补贴带来的非经常性损益6,294万元，扣非后净利润5.27亿元，同比27.26%，业绩符合预期。

2. 我们的分析与判断

(1) 受益结构上移和份额扩张，收入利润增速较快

公司上半年实现客车销售2.17万台，同比增长18.24%，受益大客占比提升(47%)，实现收入增速27.11%，营业利润增速高达35.02%。

(2) 毛利率稳步提升，管控合理，营业费用有所加大

公司上半年综合毛利率18.75%，同比提升1.58个百分点，得益于产品结构继续上移；净利率7.11%，同比提升0.53个百分点，总体产品结构优化推动较大；此外，一方面非经常性损益创利6,294万，另一方面营业费用上升较多，约1.9亿，主要是人力成本和售后费用上升。

(3) 传统大中客车市场负增长，校车和出口市场维系行业景气

受经济下行和后周期影响，座位客车(-3.53%)和公交客车(-2.83%)出现负增长，卧铺客车面临退出，传统大中客车市场出现负增长；依赖校车和出口市场爆发，上半年行业实现低速正增长(+9%)，我们预计今明两年政府支出压力将加大，校车和公交市场的不确定性将拖累行业增速。

(4) 稳定的行业，公司估值和成长将完全依赖份额扩张

公司是大中客龙头，受益行业稳定增长和公司份额扩张；2007-2012年中客年均增长8.74%，宇通客车的份额由20.4%扩张至27.3%，实现年均增长16.15%；但随着行业进入低速增长，公司估值和成长将完全依赖高市场份额的持续扩张。

3. 投资建议

我们预测公司12-14年销售客车53,653、61,000和67,000辆，收入194、212和234亿元，利润14.57、15.87和18.41亿元，12-14年EPS为2.07、2.25和2.61元，对应12-14年PE为10.92、10.02和8.64。对比汽车行业特别是乘用车龙头估值，公司估值优势不大，给予“中性”评级。

4. 风险提示

宏观经济严重放缓压抑客运市场需求，政府推动的校车采购力度减弱将影响公司销量和盈利。

宇通客车 (600066.SH)

中性 首次评级

分析师

杨华超

☎: (8621) 2025 2681

✉: yanghuachao@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512050003

特此鸣谢

邓学 0755-82837691

(dengxue@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据	时间 2012.08.21
A股收盘价(元)	22.38
A股一年内最高价(元)	27.27
A股一年内最低价(元)	18.40
上证指数	2114.89
市净率	4.74
总股本(万股)	70528.66
实际流通A股(万股)	67366.06
限售的流通A股(万股)	3162.60
流通A股市值(亿元)	150.77

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

一、半年报数据点评

公司 2012 年上半年实现收入 82.96 亿元，同比增长 27.11%；净利润 5.90 亿元，同比增长 34.34%；考虑全面摊薄 EPS 为 0.84 元；由于本报告期公司处置相关金融资产和收到政府补贴带来的非经常性损益 6294 万元，扣非后净利润 5.27 亿元，同比 27.26%，业绩符合预期。

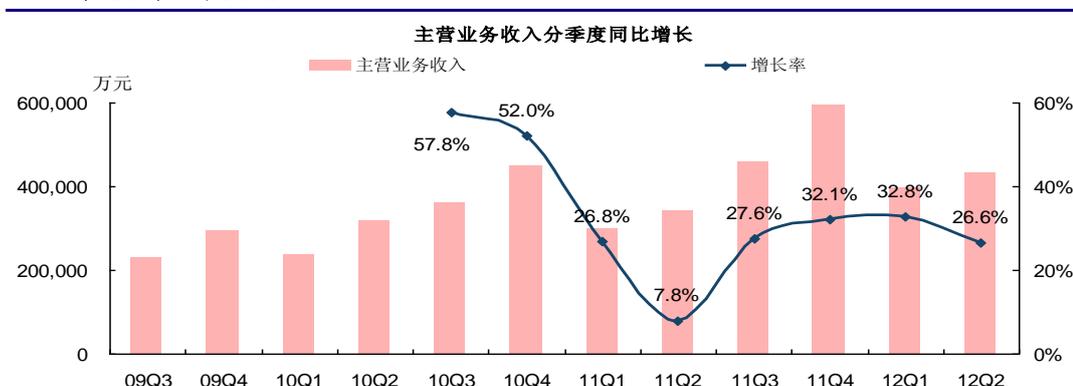
公司上半年实现客车销售 2.17 万台，同比增长 18.24%，大客占比稳步提升（47%），实现收入增速 27.11%，营业利润增速高达 35.02%；公司销量、收入和利润增速远超行业增速（2012 年 1-6 月份大中客增速 9.16%），主要得益于公司产品结构上移，大客占比稳步提升，量价齐升推动营收和利润增速较高。

表 1: 宇通客车的季度盈利性数据（10Q3-12Q2）

财务指标(万)	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	环比	同比
营业总收入	360713	448292	298910	341667	460377	592239	396935	432689	9.0%	26.6%
营业成本	298032	358534	246722	283864	379594	474858	324005	350060	8.0%	23.3%
营业费用	18830	38222	16939	15079	22150	38590	23887	27124	13.5%	79.9%
管理费用	15037	14865	13437	14133	18688	23642	17920	18075	0.9%	27.9%
财务费用	-56	1106	-166	-204	-321	1618	-1228	-978	-20.4%	378.2%
营业利润	26177	34878	20634	26666	35547	50295	27937	38244	36.9%	43.4%
利润总额	21377	35324	20753	27361	35583	51635	27939	39209	40.3%	43.3%
所得税	3087	3195	2298	3483	4393	6921	3704	4403	18.9%	26.4%
净利润	18432	32274	18367	23811	31145	44817	24136	34833	44.3%	46.3%
EPS	0.35	0.62	0.35	0.46	0.60	0.86	0.36	0.52	44.4%	13.0%
毛利率	17.4%	20.0%	17.5%	16.9%	17.5%	19.8%	18.4%	19.1%	3.9%	12.9%
营业费用率	5.2%	8.5%	5.7%	4.4%	4.8%	6.5%	6.0%	6.3%	4.2%	42.0%
管理费用率	4.2%	3.3%	4.5%	4.1%	4.1%	4.0%	4.5%	4.2%	-7.5%	1.0%
营业利润率	7.3%	7.8%	6.9%	7.8%	7.7%	8.5%	7.0%	8.8%	25.6%	13.2%
实际所得税率	14.4%	9.0%	11.1%	12.7%	12.3%	13.4%	13.3%	11.2%	-15.3%	-11.8%

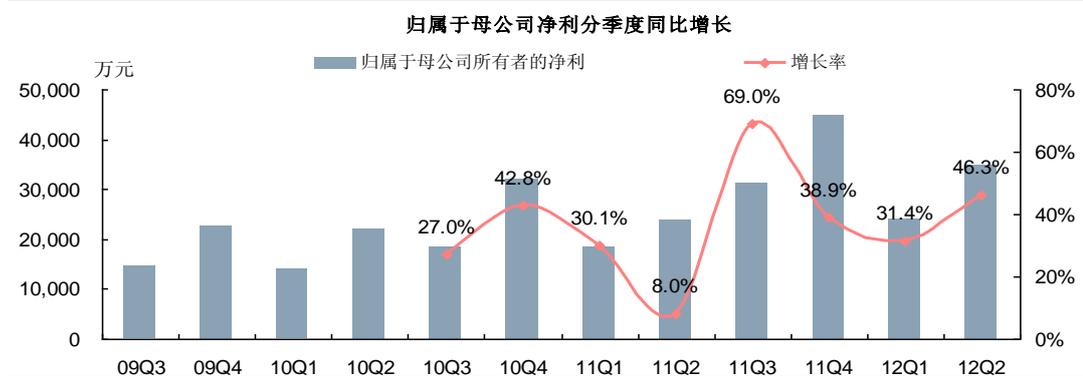
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

图 1: 宇通客车分季度数据



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

图 2: 宇通客车分季度数



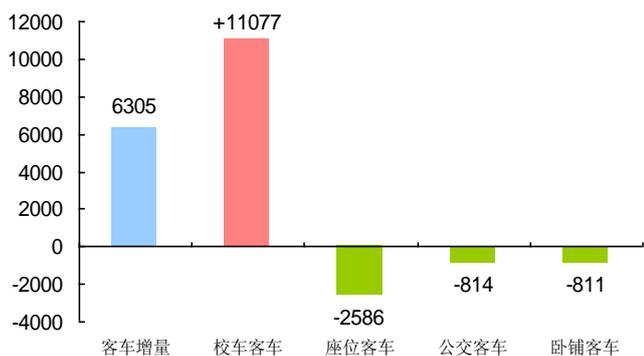
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

二、传统大中客车负增长，校车和出口市场维系行业景气

大中客市场受益城市化进程和居民收入增加，但 2012 年受制宏观经济压力呈现。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，消费升级是大中客车市场的最大的亮点；但根据统计局统计，2012 年 1-6 月份，公路客运量增速 8.7%，对比历史，相对平淡，在没有大规模政府采购推动背景下，客车增长相对乏力；依赖校车和出口市场的挖掘，2012 年上半年客车增长 2.73%，大中客市场实现增速 9.16%；但受制经济背景和后期效应，下半年客车市场将难有表现，预计 2012 年客车增速 4.14%，大中客增速预计增长 6.56%。

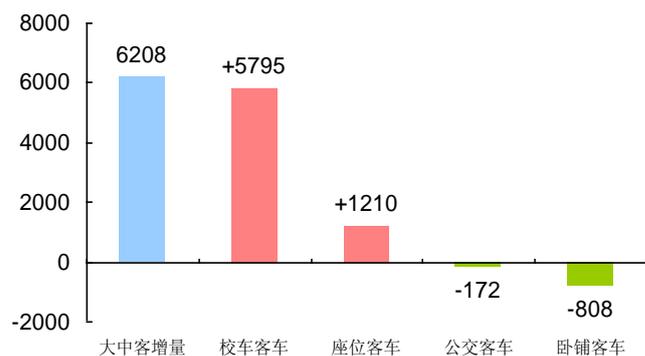
传统客车市场负增长，校车客车推动是主因。根据细致的终端需求分析，我们发现 2012 年上半年，传统主流客车市场座位客车、公交客车和卧铺客车皆为负增长，分别减少 2586 辆、814 辆和 811 辆，而校车贡献 1.1 万辆增量，推动了客车市场的增长；大中客市场同样如此，大中客校车贡献了 5795 辆，占大中客增量的 93%！

图 3：2012H1 客车市场增长分析（辆）



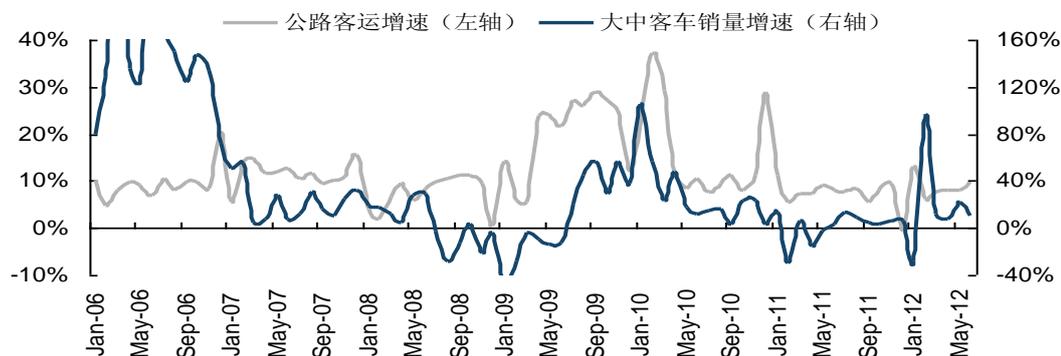
资料来源：中客网、中国银河证券研究部

图 4：2012H1 大中客车市场增长分析（辆）



资料来源：中客网、中国银河证券研究部

图 5：大中客车销量增速与公路客运量增速保持强相关

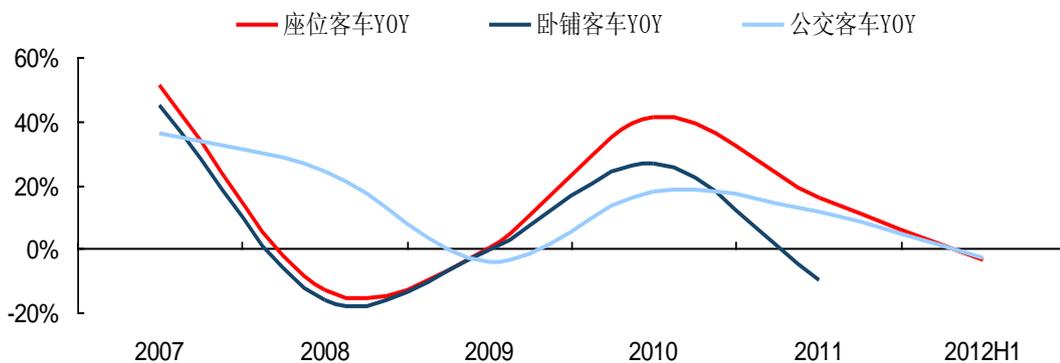


资料来源：CAAM、wind、中国银河证券研究部

（一）宏观经济拖累，传统大中客车出现负增长

传统客车市场面对各类压力加大，2012年呈现负增长。由于经济下行压力，截止2012年1-7月份，政府预算收入增速快速下滑至+12%，今明两年，过去依靠政府采购（奥运会、世博会、亚运会、大运会等）推动的公交客车需求将有所收缩，导致2012年上半年公交客车出现负增长（-2.83%）；长途客车（卧铺客车）由于协会取消卧铺客车生产，未来卧铺客车需求将完全消失，相应客运需求将被短途客运和长途铁路客运所分流；以短途客运为主的座位客车呈现消费的后周期效应，相关客运企业收缩趋势，导致座位客车2012年上半年销量下滑-3.53%。

图 6：传统客车市场需求压力加大，2012 年 1-7 月份陷入负增长



资料来源：中客网、中国银河证券研究部

图 7：财政预算收入增速快速下滑，今明两年政府针对公交采购的支出不容乐观



资料来源：wind、国家统计局、中国银河证券研究部

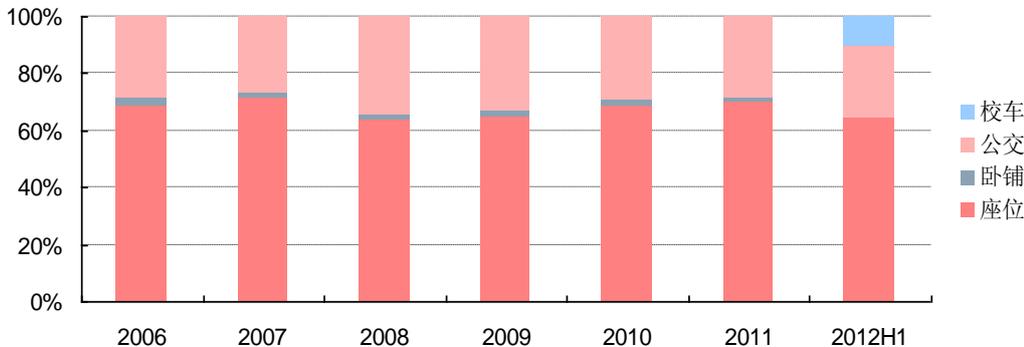
（二）校车市场开拓，维系大中客景气

校车事故频发，促使政府规范专用校车市场。2011年10月7日，国家颁布实施《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频发，引起社会各界高度重视。11月12日，国务院公布《校车安全条例（征求意见稿）》，以期加快校车市场的发展。

校车新增市场维系大中客景气，但未来关注政府采购力度的持续性。2012年上半年，校车客车实现销售1.1万辆，其中大中客校车0.58万辆，贡献大中客增量的93%！推动了大中客市场的景气；但是政府财政预算收入增速快速下滑，我们担心政府推动的校车采购力度很难

短时再扩大。预计校车规模维持 2-3 万辆/年，大中客订单占比 45%，规模在 0.9 万辆/年左右。

图 8: 12 年依靠校车市场的新增需求, 推动客车市场景气度

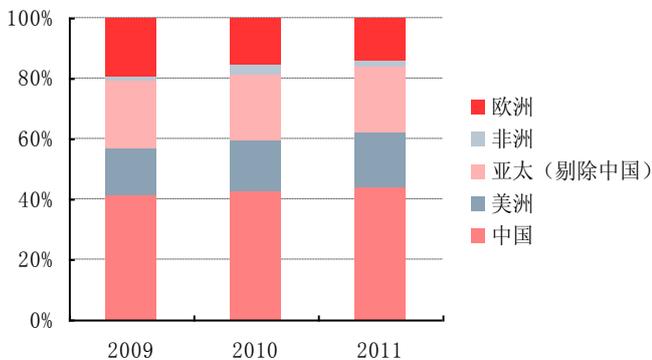


资料来源: 中客网、中国银河证券研究部

(三) 出口潜力拓展客车成长空间

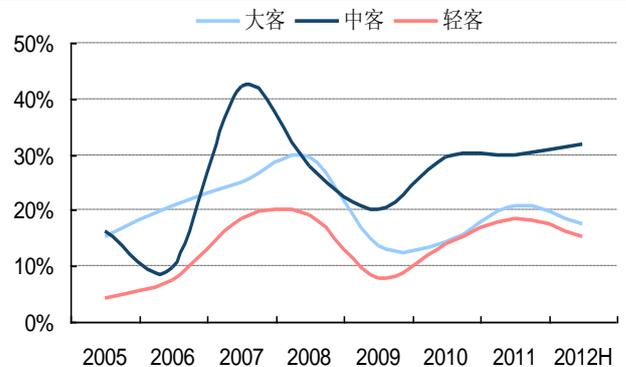
出口市场已成为客车企业重要的外延增长空间。中国是世界第一客车生产大国, 份额仍有扩大趋势, 2011 年全球大中客销量 37 万辆, 中国销量达到 16 万辆, 份额达到 44.28%; 对比全球知名客车企业曼、沃尔沃和戴姆勒等, 中国产品价格仍不足 1/5, 性价比优势较为明显; 截止 2012 年上半年, 我国大客、中客、轻客出口占全国销量的 17.61%、31.93%、15.24%。

图 9: 全球大中客市场份额



资料来源: OICA、中国银河证券研究部

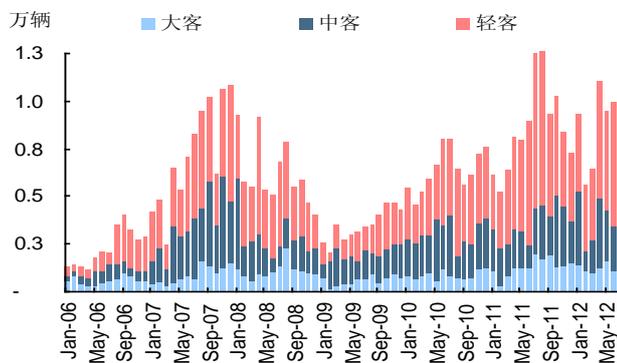
图 10: 我国客车出口比例



资料来源: CEIC、中国银河证券研究部

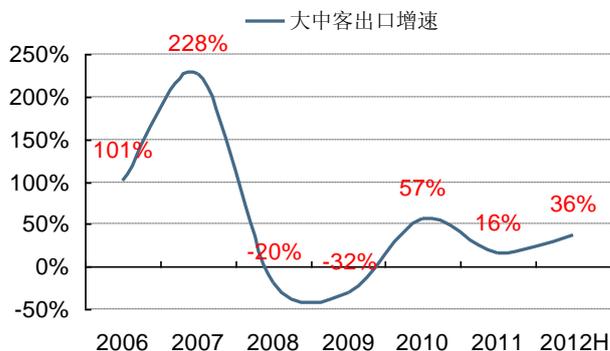
2012 年客车出口表现稳定, 大中客成为出口主力。12 年 1-6 月份客车出口 5.17 万辆, 增长 21.4%, 其中大中客 2.25 万辆, 增长 36.4%, 大中客销量占比提升至 43.6%, 销售金额贡献更大, 占比高达 78%; 客车出口增长趋势延续, 同时产品结构积极上升, 均价有所提升, 盈利能力将稳定。

图 11: 我国客车出口分类销量 (万辆)



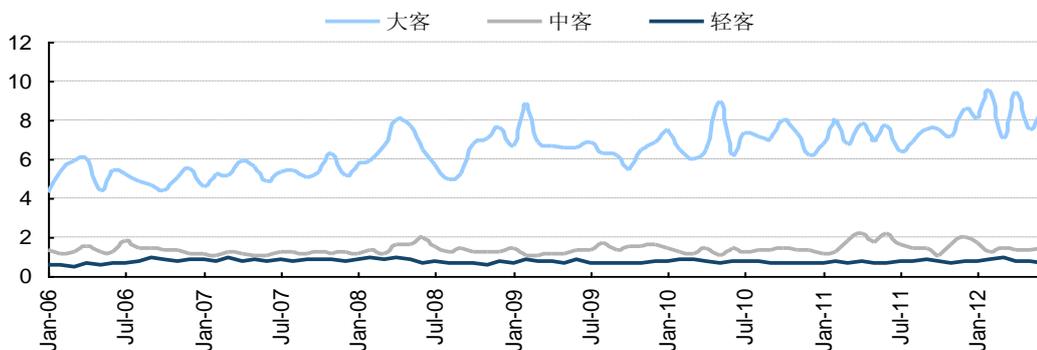
资料来源: CAAM、中国银河证券研究部

图 12: 大中客出口增速 (2006-2012H)



资料来源: CEIC、中国银河证券研究部

图 13: 我国客车出口均价 (万美元/辆)



资料来源: CEIC、中国银河证券研究部

三、行业相对稳健，宇通份额扩张是核心驱动力

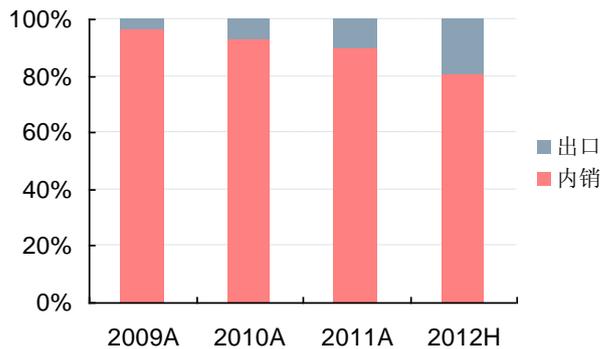
宇通客车产品结构优化，出口拉动较为明显。2012年上半年，分别实现大客、中客、轻客销量1.02万、0.96万、0.20万辆，大客占比有效提升至47%；同时实现出口创收15.4亿元，收入占比达到历史性的19.44%。

图 14: 宇通客车销量分布 (按类型)



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

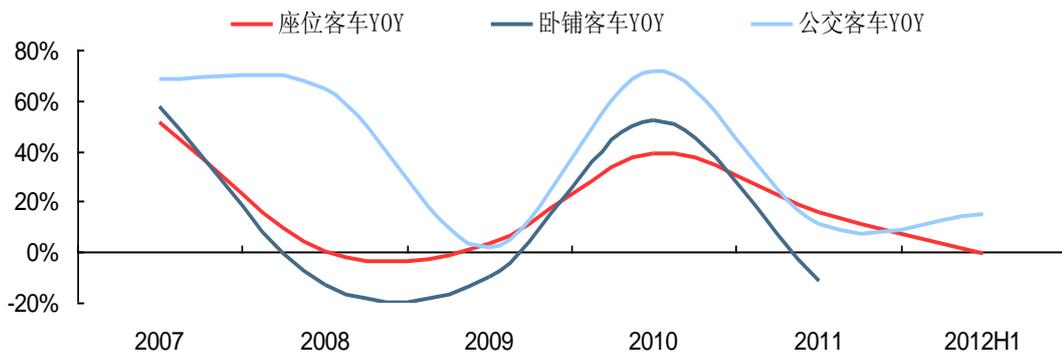
图 15: 宇通客车销量分布 (按区域)



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

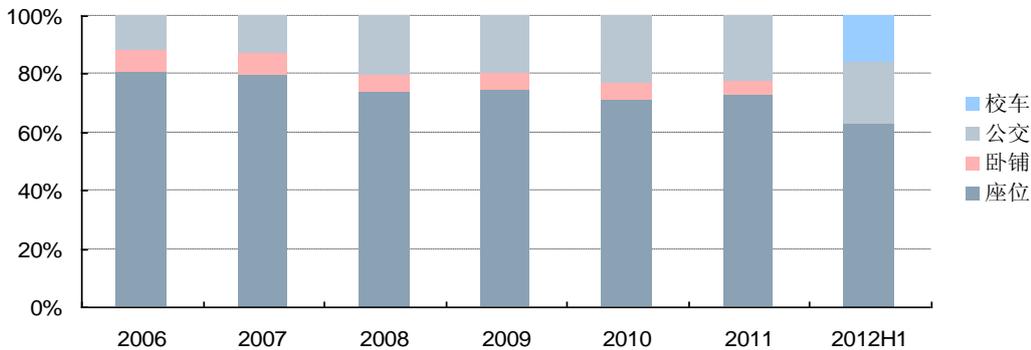
受行业影响，宇通客车的主力市场——客运市场（座位客车）增速下滑明显，2012年上半年实现销售1.34万辆，同比-0.79%；由于公司奋力开拓，有效切入公交市场，实现公交客车销售0.46万辆，同比增长14.67%；公司最大亮点来自于校车市场的爆发，2012年1-6月实现校车客车销售0.34万辆，贡献了公司销量增量的大部分。

图 16: 宇通客车分需求增速



资料来源: 公司公告、中客网、中国银河证券研究部

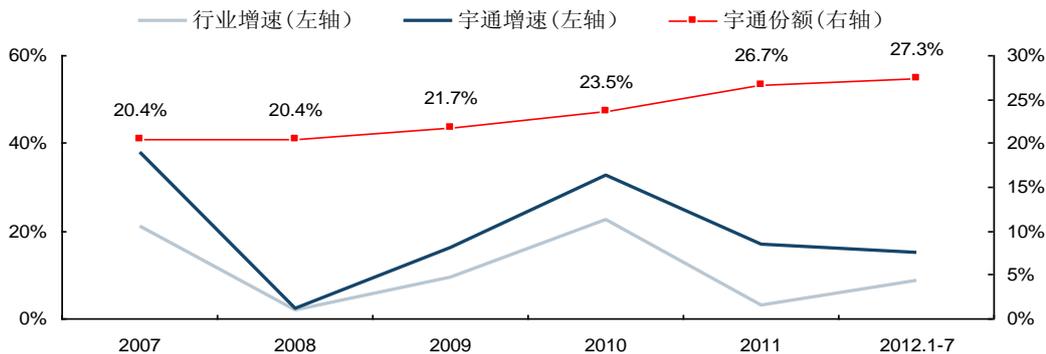
图 17: 宇通客车下游销量构成



资料来源: 公司公告, 中客网, 中国银河证券研究部

大中客稳定增长中的份额扩张, 成就宇通的成长故事。过去 5 年大中客实现年均增长 8.74% 的增长, 但是宇通客车在大中客领域的份额由 20.4% 快速扩张至 27.3%, 自身实现年均增速高达 16.15%! 今明两年我们认为大中客市场增速将维持在 10% 以下, 宇通客车的成长性仍主要依赖市场份额的有效扩张, 但这需要客车市场的有效放开, 我们认为这一趋势仍将缓慢。

图 18: 过去 5 年中大客稳定增长, 宇通通过份额扩张, 实现远超行业的增长



资料来源: CAAM, wind, 中国银河证券研究部

四、投资建议

我们认为, 未来大中型客车市场将进入低速稳定增长, 宇通客车在大中型客车领域的优势明显, 在消费升级背景下, 出口与校车等市场的成长空间有待挖掘, 份额扩张是公司主要的成长来源。

公司 12 年 2 月 21 日完成配股, 募集 22 亿元新增节能与新能源客车产能 1 万辆, 将有助于解决公司的产能瓶颈, 为未来几年公司发展奠定基础; 但是公司受产能扩张影响, 13-14 年受折旧摊销影响, 毛利率上升空间有限。

我们预测公司 12-14 年实现销售客车 53,653、61,000 和 67,000 辆, 公司 12-14 年实现销售收入 194 亿、212 亿和 234 亿元, 归属母公司利润 14.57、15.87 和 18.41 亿元, 12-14 年 EPS 分别为 2.07、2.25 和 2.61 元。对应 12-14 年 PE 为 10.92、10.02 和 8.64。对比行业特别是乘用车龙头估值, 公司估值优势不大, 给予“中性”评级。

表 2: 宇通客车近五年股利分配情况

	2007	2008	2009	2010	2011
分配方案	每 10 股派 7 元	每 10 股派 6 元	每 10 股派 10 元	每 10 股派 3 元	每 10 股派 3 元
现金股利 (百万元)	199.96	279.94	311.94	519.89	155.97
归属母公司净利润 (百万元)	386.43	531.04	563.49	868.70	1,181.41
股利分配率	52%	53%	55%	60%	13%
股息收益率	2.69%	4.14%	5.00%	1.25%	1.20%

资料来源: wind、中国银河证券研究部

表 3: 宇通客车销量预测

销量 (辆)	2011A	2012E	2013E	2014E
大客	20,964	25,183	26,000	28,500
中客	22,670	24,470	26,000	27,500
轻客	3,054	4,000	9,000	11,000
合计	46,688	53,653	61,000	67,000

资料来源: 中国银河证券研究部

附表 1: 公司财务报表预测 (百万元)

资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E	利润表	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	5479	7370	8522	10305	营业收入	16932	19385	21161	23364
现金	1171	1966	2765	3971	营业成本	13850	15807	17255	19027
应收账款	1661	1911	2070	2293	营业税金及附加	82	80	102	112
其他应收款	207	179	205	229	营业费用	928	1086	1132	1250
预付账款	1148	1318	1436	1585	管理费用	699	795	815	900
存货	1122	1486	1582	1726	财务费用	9	45	35	-34
非流动资产	2381	4473	4366	4238	资产减值损失	40	40	40	40
长期投资	85	84	84	84	投资净收益	8	60	0	0
固定资产	1011	3136	3050	2922	营业利润	1331	1592	1780	2068
无形资产	493	481	469	458	营业外收入	68	68	30	30
资产总计	7860	11842	12888	14543	营业外支出	46	6	6	7
流动负债	4177	4671	4839	5359	利润总额	1353	1654	1804	2091
短期借款	10	27	28	25	所得税	171	198	216	251
应付账款	1538	1873	1983	2201	净利润	1182	1455	1587	1840
其他流动负债	2628	2771	2828	3133	少数股东损益	1	-2	-0	-1
非流动负债	346	30	30	30	归属母公司净利润	1181	1457	1587	1841
长期借款	10	10	10	10	EPS (元)	2.27	2.07	2.25	2.61
其他非流动负债	335	19	19	19					
负债合计	4522	4701	4868	5389	财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	5	3	3	2	成长能力				
股本	520	705	705	705	营业收入	24.4%	14.5%	9.2%	10.4%
资本公积	276	2596	2596	2596	营业利润	31.3%	19.6%	11.8%	16.2%
留存收益	2537	3838	4720	5856	归属于母公司净利润	36.0%	23.3%	9.0%	16.0%
归属母公司股东权益	3333	7138	8017	9152	获利能力				
负债和股东权益	7860	11842	12888	14543	毛利率(%)	18.2%	18.5%	18.5%	18.6%
					净利率(%)	7.0%	7.5%	7.5%	7.9%
现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E	ROE(%)	35.4%	20.4%	19.8%	20.1%
经营活动现金流	1446	589	1514	1889	ROIC(%)	65.6%	30.9%	32.9%	37.2%
净利润	1182	1455	1587	1840	偿债能力				
折旧摊销	224	118	177	180	资产负债率(%)	57.5%	39.7%	37.8%	37.1%
营运资金变动	45	-903	-295	-108	净负债比率(%)	0.55%	0.90%	0.89%	0.74%
投资活动现金流	-999	-2115	25	-9	流动比率	1.31	1.58	1.76	1.92
资本支出	992	2101	0	0	营运能力				
长期投资	-36	75	-25	9	总资产周转率	2.25	1.97	1.71	1.70
其他投资现金流	-43	60	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.68	2.07	2.25	2.61
筹资活动现金流	-10	2322	-740	-675	估值比率				
其他筹资现金流	205	-200	-741	-672	P/E	13.46	10.92	10.02	8.64
现金净增加额	432	795	799	1205	P/B	4.77	2.23	1.98	1.74

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

杨华超，行业证券分析师。 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn