

**商用载客车**

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 邢卫军

S0960111080510

0755-82026562

xingweijun@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 30.00元

当前股价: 21.66元

评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2074.42
总股本(百万)	673
流通股本(百万)	673
流通市值(亿)	145
EPS	2.27
每股净资产(元)	6.41
资产负债率	57.54%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
宇通客车	-9.37	-4.50	-12.80
交运设备	-2.09	-8.12	-15.70
沪深300指数	-2.03	-8.19	-9.91



**相关报告**

- 宇通客车 - 旺季旺销, 同比增长快速——8月产销快报点评 2012-09-04
- 宇通客车 - 净利增34%, 彰显公司优质属性——12年中报点评 2012-08-21
- 宇通客车 - 旺季来临, 大客销量快速上升——7月产销快报点评 2012-08-06

**宇通客车**

**600066**

**强烈推荐**

**大中客销量回落, 3季度业绩无忧——9月产销点评**

公司10月9日公告9月产销快讯: 销售客车3,799辆, 环比-30.8%, 同比-21.8%。其中大客环比-32%, 同比-30.7%; 中客环比-30.5%, 同比-24.5%; 轻客环比-27.5%, 同比+87.8%。1-9月累计销量, 大中客增长约10.6%, 轻客增长约36.6%, 整体增长约12.5%。**预计三季度实现收入53亿(18%), 净利3.7亿(25%)。**

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、公司产品优秀、技术领先、管理完善, 新产能投放后有望超越行业平均增速, **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年中大客增速有望保持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年中大客出口占比接近90%, 出口产品档次逐步上升, 年出口金额和单价稳步提升。出口机遇拓展了客车市场空间, 有利于技术先进、品质过硬的行业龙头进一步扩大市场份额。
- **校车产品优势明显, 节能与新能源产品瞄准未来方向。**公司研发能力突出, 是《校车安全技术条件》主要起草单位, 校车产品技术成熟, 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。节能与新能源客车是发展方向, 未来空间广阔, 公司提早布局相关生产线, 抢占市场份额。
- **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年将专用车产能提升(0.5万辆)和配股扩产(1万辆)实施, 缓解公司产能压力, 未来还规划有2万辆产能, 根据市场适时投建。产能瓶颈解决后, 公司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12-14年实现收入199、228和251亿元, 净利润14.17、16.70和18.40亿元, 配股和股权激励摊薄后12-14年EPS为2.01、2.37和2.61元, 对应PE为10.78、9.15和8.30。公司经营管理优秀、业绩稳定有保障, 预计12-13年净利复合增速超过15%, 给予12年15倍的估值, 6-12个月目标价30元, 维持“强烈推荐”评级。

**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	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	16932	19895	22820	25110
收入同比(%)	24%	17%	15%	10%
归属母公司净利润	1181	1417	1670	1840
净利润同比(%)	36%	20%	18%	10%
毛利率(%)	18.2%	18.5%	18.5%	18.5%
ROE(%)	35.4%	19.7%	19.3%	17.6%
每股收益(元)	1.68	2.01	2.37	2.61
P/E	12.93	10.78	9.15	8.30
P/B	4.58	2.13	1.77	1.46
EV/EBITDA	9	8	6	6

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。

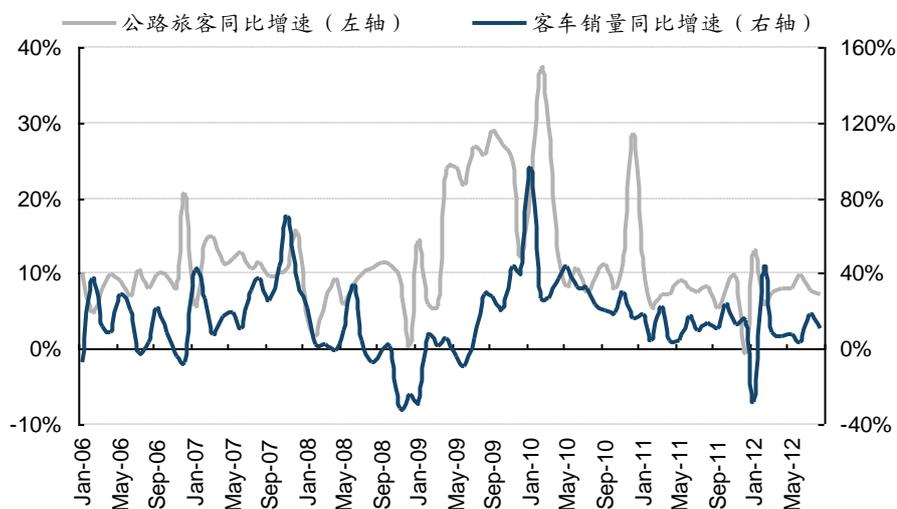
表 1 大中型客车市场划分（按用途）

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。

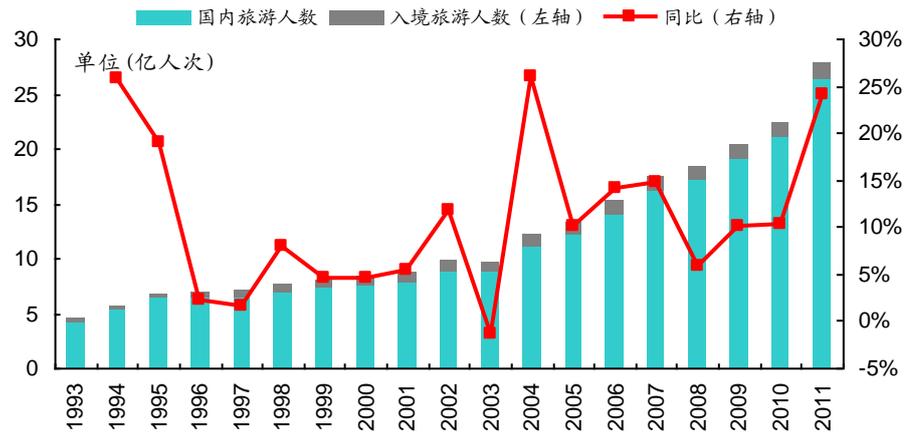
图 1 客车销量增速与公路客运量增速保持强相关



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。2011年我国旅游人数达 26 亿人次、入境游人数稳步增长达到 1.35 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。

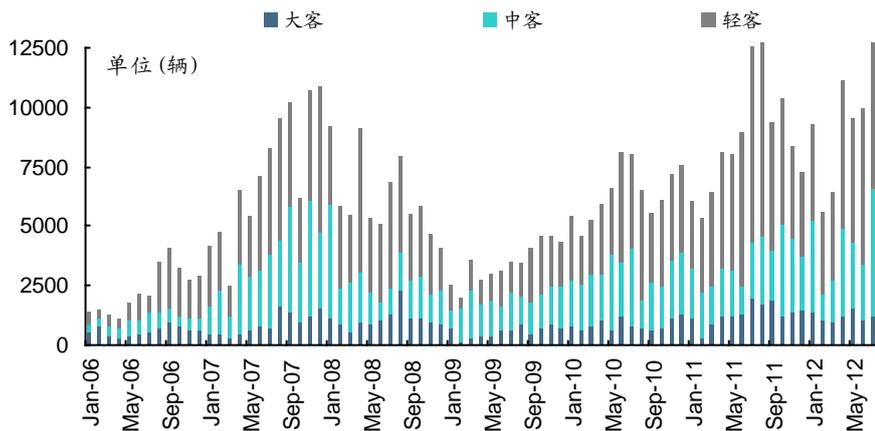
图 2 我国旅游人数变化



资料来源: CEIC, 中投证券研究所

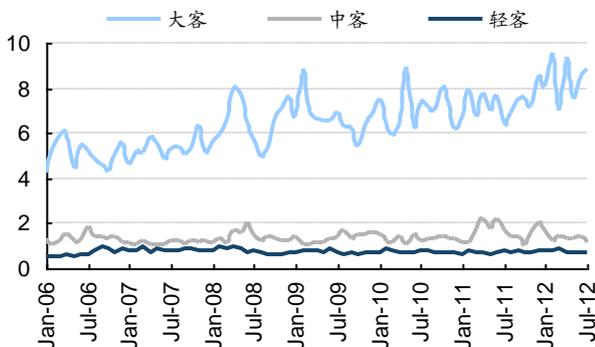
**出口市场回暖, 未来空间广阔。**11 年客车出口市场达到历史高峰, 出口均价稳步增长。大客出口均价上升至 7-8 万美元左右, 中客出口均价上升至 3 万美元, 轻客出口均价保持在 1 万美元。与全球知名客车生产商相比, 我国客车价格优势明显。长期来看, 出口市场将持续为优秀客车企业提供外延式增长机遇。

图 3 客车出口情况



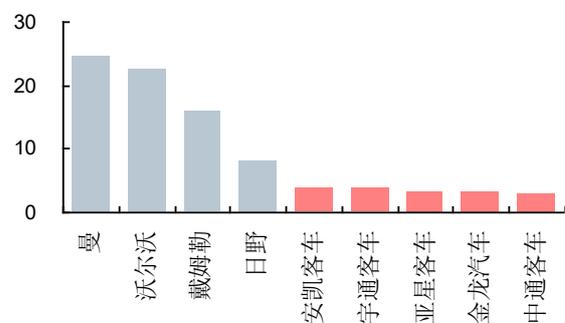
资料来源: CEIC, 中投证券研究所

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)

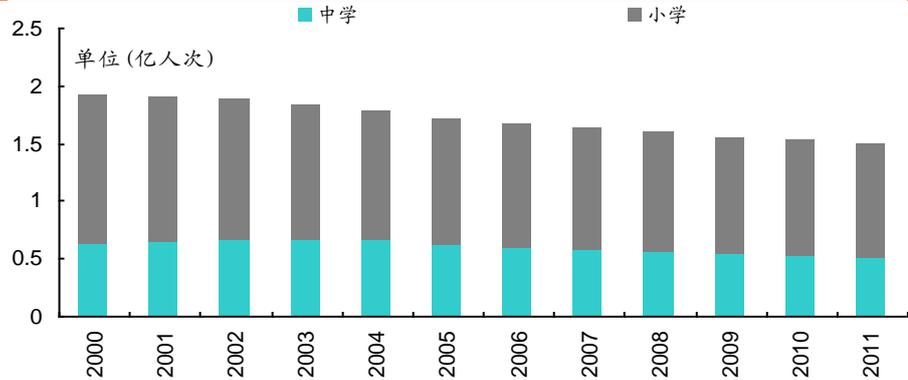


资料来源: CEIC, 中投证券研究所

**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。11年12月，国务院公布《校车安全条例（征求意见稿）》，若能顺利实施，有望加快校车需求的释放。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

公司本月销售客车 3,799 辆，环比-30.8%，同比-21.8%。其中大客 1,527 辆，环比-32.0%，同比-30.7%；中客 1,827 辆，环比-30.5%，同比-24.5%；轻客 445 辆，环比-27.5%，同比+87.8%。

**中投观点：**公司本月大中客销量明显回落，轻客销量保持快速增长。前三季度公司销量实现快速增长，同比大客与轻客增长快速、中客基本持平。大中客是公司传统主力产品，产品终端认可度高，市场地位稳固，随大中客市场需求平稳释放，预计公司销量将持续稳定增长，全年增长 10-15%；轻客原先规模较小，今年借校车迅速发展，将成为公司 12 年主要增长点，预计销量将超过 5,000 辆，同比增长约 60%。暑期旺季过后销量将有所回落，等待年底旺季的来临。

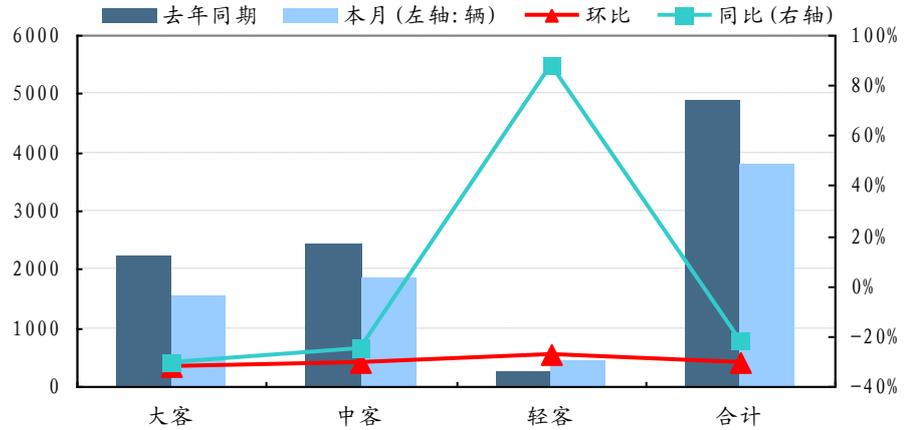
**预计公司 3 季度净利润同比增长约 25%。**公司 3 季度共计销售整车 13,979 辆，同比增长 5%；其中大客增长约 13%，中客下降约 4%，轻客增长约 23%。由于今年公司产品价格水平略有提升，因此预计公司 3 季度实现收入约 53 亿(+18%)，归属于母公司净利润约 3.7 亿(25%)；1-9 月累计实现收入 136.0 亿(+24%)，净利润 9.5 亿(+30%)。

表 2 宇通客车主要产品 9 月销量情况

	Sep-12	Aug-12	Sep-11	环比	同比	12 年 1-9 月	11 年 1-9 月	累计同比
大客	1,527	2,246	2,203	-32.0%	-30.7%	16,270	13,652	19.2%
中客	1,827	2,630	2,420	-30.5%	-24.5%	16,182	15,690	3.1%
轻客	445	614	237	-27.5%	87.8%	3,245	2,376	36.6%
合计	3,799	5,490	4,860	-30.8%	-21.8%	35,697	31,718	12.5%

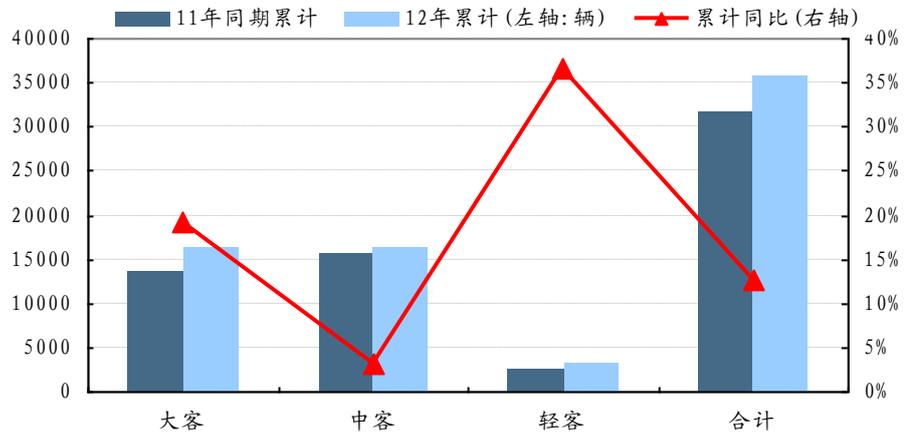
资料来源: 宇通客车产销快讯、中投证券研究所

图7 宇通客车主要产品9月销量及环比、同比变化



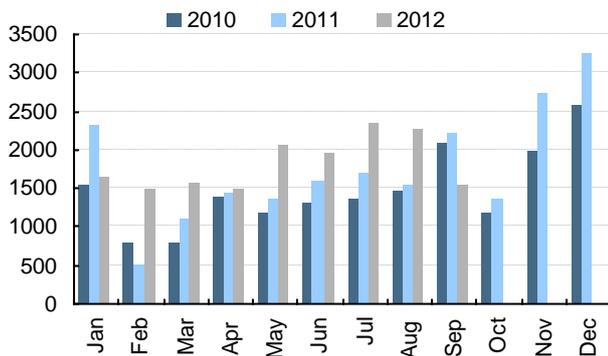
资料来源: 宇通客车产销快讯, 中投证券研究所

图8 宇通客车主要产品1-9月累计销量及同比变化



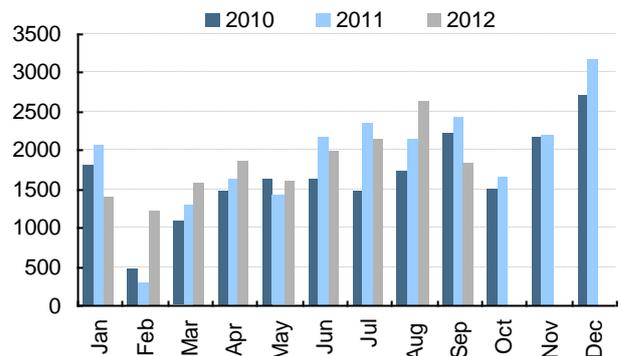
资料来源: 宇通客车产销快讯, 中投证券研究所

图9 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10 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

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	5479	8247	9441	11260	<b>营业收入</b>	16932	19895	22820	25110
现金	1171	2703	3235	4450	营业成本	13850	16214	18598	20465
应收账款	1661	1962	2232	2465	营业税金及附加	82	95	110	121
其他应收款	207	183	221	246	营业费用	928	1151	1285	1433
预付账款	1148	1352	1548	1705	管理费用	699	793	926	1010
存货	1122	1524	1705	1857	财务费用	9	-42	-66	-86
其他流动资产	170	523	501	537	资产减值损失	40	50	50	50
<b>非流动资产</b>	2381	3721	4368	4937	公允价值变动收益	0	0	-3	-1
长期投资	85	84	84	84	投资净收益	8	8	8	8
固定资产	1011	2464	3216	3826	<b>营业利润</b>	1331	1641	1922	2124
无形资产	493	481	469	458	营业外收入	68	47	57	52
其他非流动资产	793	692	598	570	营业外支出	46	51	49	50
<b>资产总计</b>	7860	11969	13809	16197	<b>利润总额</b>	1353	1637	1930	2126
<b>流动负债</b>	4177	4748	5134	5684	所得税	171	221	261	287
短期借款	10	0	0	0	<b>净利润</b>	1182	1416	1670	1839
应付账款	1538	1923	2138	2366	少数股东损益	1	-2	0	-1
其他流动负债	2628	2826	2995	3318	<b>归属母公司净利润</b>	1181	1417	1670	1840
<b>非流动负债</b>	346	30	30	30	EBITDA	1565	1794	2188	2476
长期借款	10	10	10	10	EPS (元)	2.27	2.01	2.37	2.61
其他非流动负债	335	19	19	19					
<b>负债合计</b>	4522	4778	5163	5713	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	5	3	3	2	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	520	705	705	705	<b>成长能力</b>				
资本公积	276	2684	2684	2684	营业收入	24.4%	17.5%	14.7%	10.0%
留存收益	2537	3798	5257	7097	营业利润	31.3%	23.3%	17.1%	10.6%
归属母公司股东权益	3333	7188	8643	10482	归属于母公司净利润	36.0%	20.0%	17.8%	10.2%
<b>负债和股东权益</b>	7860	11969	13809	16197	<b>获利能力</b>				
					毛利率	18.2%	18.5%	18.5%	18.5%
					净利率	7.0%	7.1%	7.3%	7.3%
					ROE	35.4%	19.7%	19.3%	17.6%
					ROIC	65.6%	35.7%	33.3%	32.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	57.5%	39.9%	37.4%	35.3%
					净负债比率	0.55%	0.32%	0.30%	0.27%
					流动比率	1.31	1.74	1.84	1.98
					速动比率	1.04	1.41	1.50	1.64
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	2.25	2.01	1.77	1.67
					应收账款周转率	11	10	10	10
					应付账款周转率	9.99	9.37	9.16	9.09
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.68	2.01	2.37	2.61
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.05	0.89	2.33	3.02
					每股净资产(最新摊薄)	4.73	10.19	12.25	14.86
					<b>估值比率</b>				
					P/E	12.93	10.78	9.15	8.30
					P/B	4.58	2.13	1.77	1.46
					EV/EBITDA	9	8	6	6

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
2012-09-04	宇通客车 - 旺季旺销, 同比增长快速——8月产销快报点评
2012-08-21	宇通客车 - 净利增 34%, 彰显公司优质属性——12年中报点评
2012-08-06	宇通客车 - 旺季来临, 大客销量快速上升——7月产销快报点评
2012-07-09	宇通客车 - 大中客销量稳定, 业绩增长确定——6月产销快报点评
2012-06-05	宇通客车 - 优势产品大中客增长快速——5月产销快报点评
2012-05-07	宇通客车 - 轻客增速放缓, 整体增长稳定——4月产销快报点评
2012-04-23	宇通客车 - 产品结构优化, 业绩持续增长——12年1季报点评
2012-04-09	宇通客车 - 销量增长快速, 龙头地位稳固——3月产销快报点评
2012-03-27	宇通客车 - 业绩靓丽超预期, 未来增长仍可待——11年年报点评
2012-03-06	宇通客车 - 销量增长平稳, 校车持续放量——2月产销快报点评
2012-02-22	宇通客车 - 产能释放, 订单充足, 增长确定
2012-02-06	宇通客车 - 销量季节性回落, 未来确定性增长——1月产销快报点评
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

## 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。

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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 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, 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。该研究报告谢绝媒体转载。

## 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

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

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

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