

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: 21.90 元

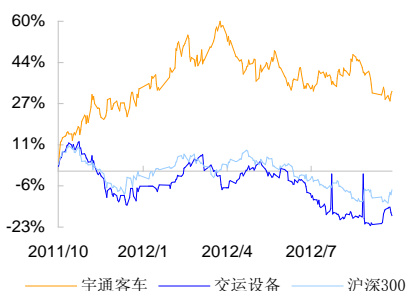
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2128.30
总股本(百万)	673
流通股本(百万)	673
流通市值(亿)	147
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	-6.65	-1.62	-16.39
交运设备	2.19	-0.23	-16.60
沪深 300 指数	4.35	-3.39	-10.29



相关报告

宇通客车-大中客销量回落, 3 季度业绩无忧——9 月产销点评 2012-10-10
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

600066

强烈推荐

业绩增长确定, 低估值彰显价值——12 年三季报点评

公司 10 月 23 日公布 12 年三季报: 1-9 月实现收入 133.09 亿, 同比+18.5%; 净利润 9.73 亿, 同比+25.8%, EPS 1.38 元(配股及股权激励摊薄后), 符合我们预期。3 季度实现收入 50.13 亿, 同比+6.5%, 归属于母公司净利润 3.83 亿, 同比+14.6%。公司产品结构持续优化, 毛利率进一步提升。

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, 新产能投放后产能瓶颈消除, 股权激励提升骨干成员积极性。我们认为公司业绩增长确定, 当前估值处于低位, 维持“强烈推荐”。

投资要点:

- **收入增长稳定, 产品结构持续优化。**公司 1-9 月收入+18.5%, 净利+25.8%, 符合我们预期。大客占比稳步上升(占比 45.6%), 带动毛利率进一步提升。三季度摊销股权激励成本约 1792 万, 使管理费用率上升约 0.4 个百分点。
- **居民出行+校车+出口推动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; 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; 客车产品性价比高, 在国际市场竞争力凸显, 年出口金额和单价稳步提升。客车行业将长期稳定增长, 技术先进、品质过硬的行业龙头有望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 年将有专用车产能提升(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 10.80、9.17 和 8.32。公司经营管理优秀、业绩稳定有保障、股权激励提高骨干成员积极性, 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; 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	12.96	10.80	9.17	8.32
P/B	4.59	2.13	1.77	1.46
EV/EBITDA	9	8	6	6

资料来源: 中投证券研究所

一、公司三季报点评

1.1 经营数据概述

公司 12 年 1-9 月实现收入 133.09 亿，同比增长 18.5%，归属于母公司净利润 9.73 亿，同比增长 25.8%，实现 EPS 1.38 元（配股及股权激励摊薄后），符合我们的预期。公司 3 季度实现收入 50.13 亿，同比增长 6.5%，归属于母公司净利润 3.83 亿，同比增长 14.6%。

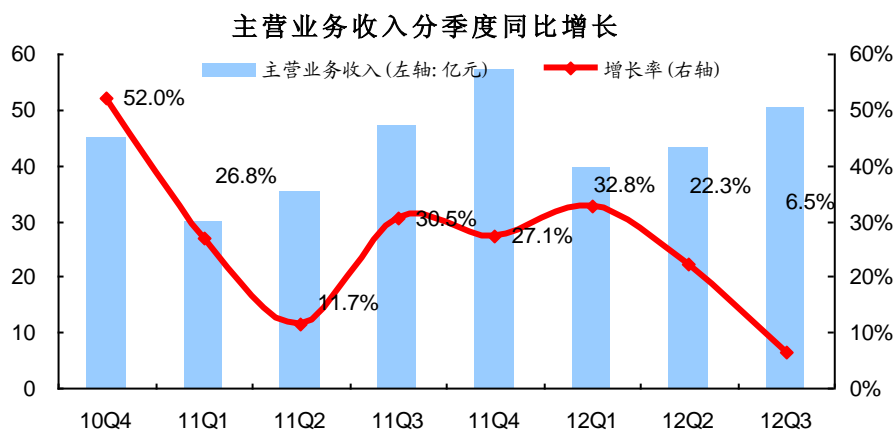
公司 12 年股权激励待摊成本约 4780 万，估计三季度摊销约 1792 万，使得管理费用率上升约 0.4 个百分点。公司产品结构持续优化，毛利率稳步上升。

表 1 宇通客车的季度盈利性数据（10Q3-12Q2）

财务指标(百万)	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	环比	同比
营业总收入	4482.9	2989.1	3537.7	4705.7	5699.4	3969.4	4326.9	5012.8	15.9%	6.5%
营业成本	3585.3	2467.2	2914.3	3855.7	4613.1	3240.1	3500.6	4051.0	15.7%	5.1%
营业费用	382.2	169.4	168.0	232.5	357.7	238.9	271.2	257.3	-5.1%	10.7%
管理费用	148.7	134.4	142.4	187.0	235.3	179.2	180.8	228.8	26.6%	22.3%
财务费用	11.1	(1.7)	5.3	0.4	5.2	(12.3)	(9.8)	(14.7)	49.9%	-3590%
营业利润	348.8	206.3	283.8	378.7	462.6	279.4	382.4	423.7	10.8%	11.9%
利润总额	353.2	207.5	290.8	379.0	476.0	279.4	392.1	437.1	11.5%	15.3%
所得税	31.9	23.0	34.8	43.9	69.2	37.0	44.0	54.3	23.3%	23.6%
净利润	322.7	183.7	255.3	334.6	407.8	241.4	348.3	383.4	10.1%	14.6%
EPS	0.62	0.35	0.49	0.64	0.78	0.36	0.52	0.54	5.1%	-15.6%
毛利率	20.0%	17.5%	17.6%	18.1%	19.1%	18.4%	19.1%	19.2%	0.5%	6.2%
营业费用率	8.5%	5.7%	4.7%	4.9%	6.3%	6.0%	6.3%	5.1%	-18.1%	3.9%
管理费用率	3.3%	4.5%	4.0%	4.0%	4.1%	4.5%	4.2%	4.6%	9.2%	14.9%
营业利润率	7.8%	6.9%	8.0%	8.0%	8.1%	7.0%	8.8%	8.5%	-4.4%	5.0%
实际所得税率	9.0%	11.1%	12.0%	11.6%	14.5%	13.3%	11.2%	12.4%	10.6%	7.2%

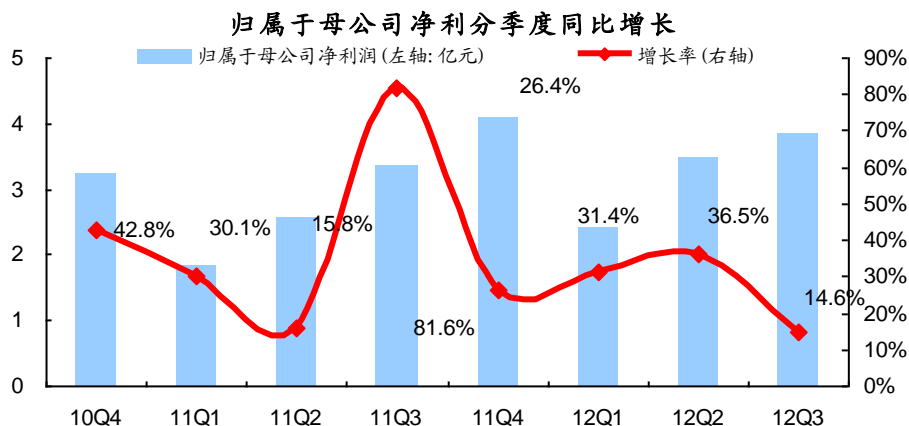
资料来源：公司资料，中投证券研究所

图 1 宇通客车主营收入分季度数据



资料来源：宇通客车历年报表、中投证券研究所

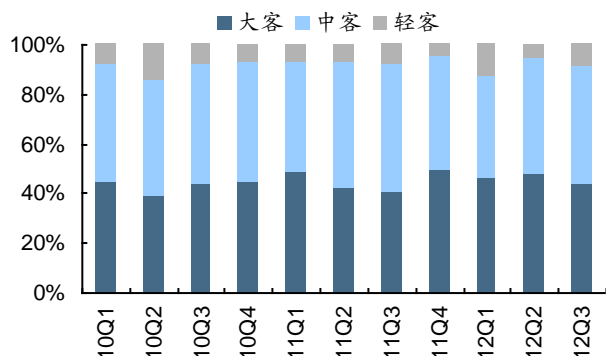
图 2 宇通客车净利润分季度数据



资料来源：宇通客车历年报表、中投证券研究所

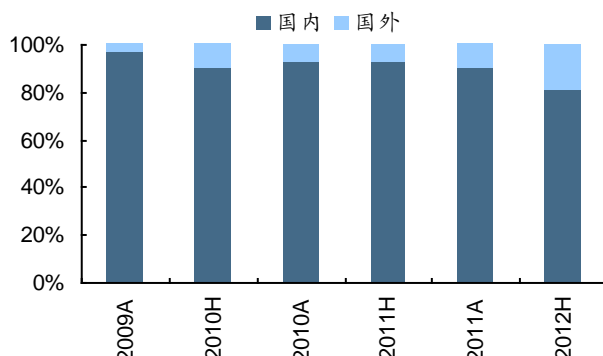
产品结构持续优化，海外市场向好，推动公司收入和利润快速增长。公司 1-9 月销售客车 3.57 万台，大客占比 45.6%，中客占比 45.3%，轻客占比 9.1%，大客份额同比持续提升，推动公司毛利率和单车盈利能力稳步增长。海外市场增长迅速，收入占比持续提升，成为公司增长的重要来源。

图 3 公司产品分车型占比



资料来源：公司产销快报、中投证券研究所

图 4 公司收入分地区占比



资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、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。

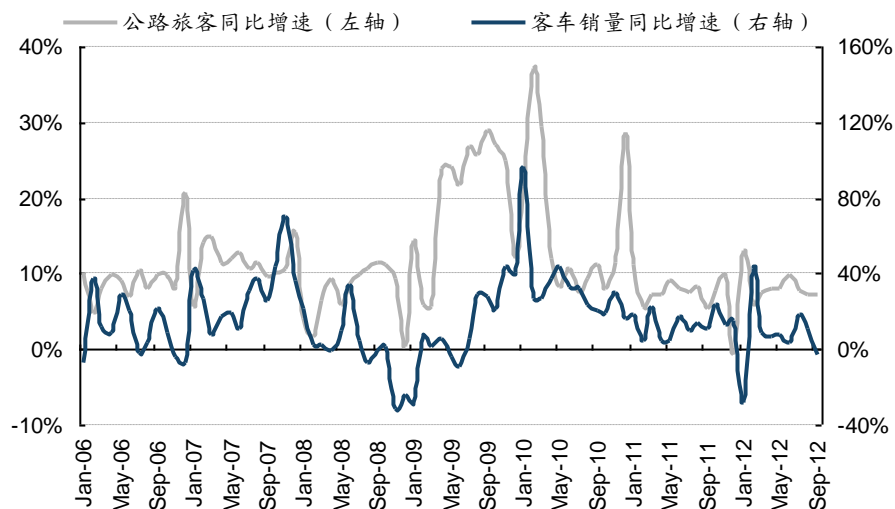
表 2 大中型客车市场划分（按用途）

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 5 客车销量增速与公路客运量增速保持强相关

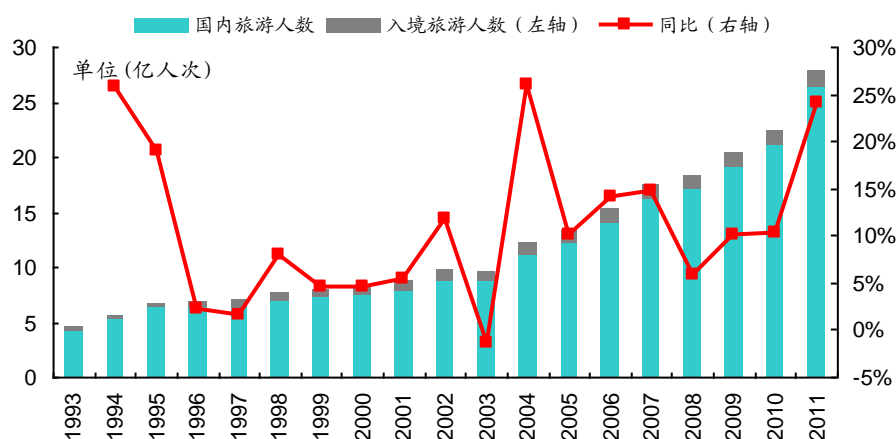


资料来源：中投证券研究所

公共交通体系建设加大公交车辆的需求。针对愈加严重的城市拥堵问题，政府确定了优先发展公共交通的方针，包括加大公共交通投入、落实公交企业税收优惠、等措施，吸引和鼓励社会资金参与公共交通建设和运营。公交客车作为公交体系的重要组成部分，其建设和发展也将受到重视和支持。

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 年我国旅游人口达 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。

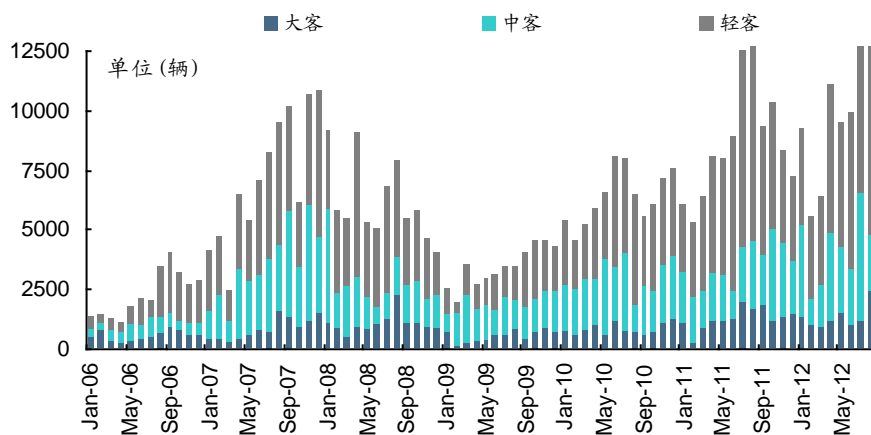
图 6 我国旅游人数变化



资料来源：CEIC，中投证券研究所

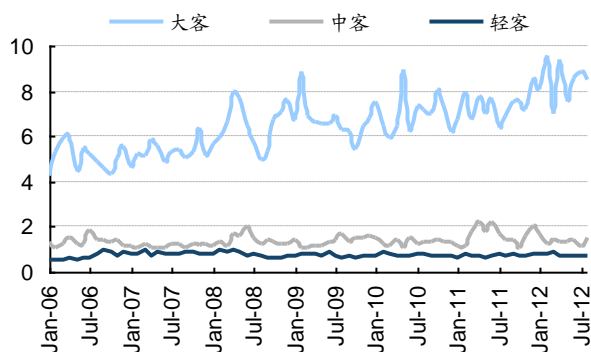
出口市场回暖，未来空间广阔。金融危机后，我国客车出口市场持续回暖，出口均价稳步增长。大客出口均价上升至 8-10 万美元，中客出口均价上升至 2 万美元，轻客出口均价保持在 1 万美元。与全球知名客车生产商相比，我国客车价格优势明显。长期来看，出口市场将持续为优秀客车企业提供外延式增长机遇。

图 7 客车出口情况



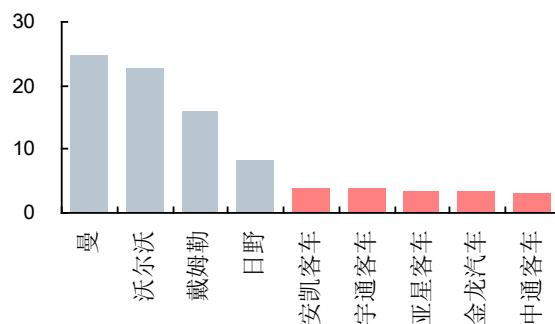
资料来源：CEIC，中投证券研究所

图 8 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

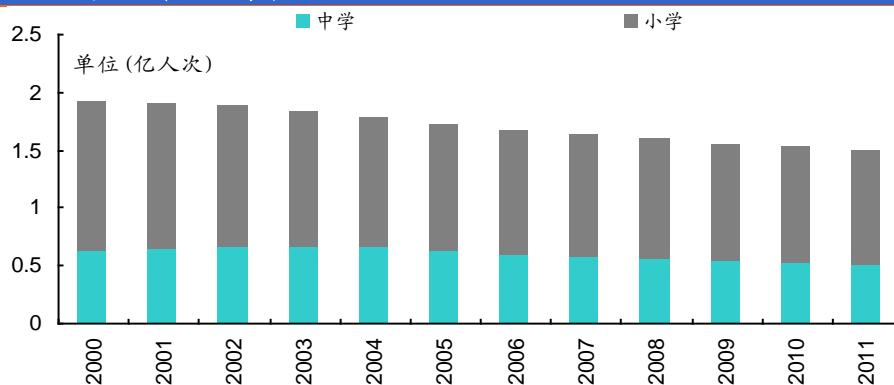
图 9 我国客车价格优势明显 (万美元)



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 10 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。

三、投资建议

我们认为在“公交+校车+出口”三驾马车的驱动下，未来大中客市场将保持稳定增长。公司作为品牌优秀、技术领先、管理完善的行业龙头，新产能投放后瓶颈消除，市场份额有望持续扩张。

我们预计公司 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 10.80、9.17 和 8.32。公司经营管理优秀、业绩稳定有保障、股权激励提高骨干成员积极性。预计公司产销将持续超越行业平均，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。

表 3 宇通客销量预测

销量（辆）	2011A	2012E	2013E	2014E
大客	20,964	23,500	26,000	28,000
中客	22,670	24,500	27,000	29,000
轻客	3,054	6,000	10,000	13,000
合计	46,688	54,000	63,000	70,000

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 4 宇通客车未来三年盈利预测（百万）

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	16932	19895	22820	25110
营业成本	13850	16214	18598	20465
营业税金及附加	82	95	110	121
营业费用	928	1151	1285	1433
管理费用	699	793	926	1010
财务费用	9	-42	-66	-86
资产减值损失	40	50	50	50
公允价值变动收益	0	-0	-3	-1
投资净收益	8	8	8	8
营业利润	1331	1641	1922	2124
营业外收入	68	47	57	52
营业外支出	46	51	49	50
利润总额	1353	1637	1930	2126
所得税	171	221	261	287
净利润	1182	1416	1670	1839
少数股东损益	1	-2	-0	-1
归属母公司净利润	1181	1417	1670	1840
EBITDA	1565	1794	2188	2476
EPS（元）	2.27	2.01	2.37	2.61

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	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	5479	8247	9441	11260
现金	1171	2703	3235	4450
应收账款	1661	1962	2232	2465
其他应收款	207	183	221	246
预付账款	1148	1352	1548	1705
存货	1122	1524	1705	1857
其他流动资产	170	523	501	537
非流动资产	2381	3721	4368	4937
长期投资	85	84	84	84
固定资产	1011	2464	3216	3826
无形资产	493	481	469	458
其他非流动资产	793	692	598	570
资产总计	7860	11969	13809	16197
流动负债	4177	4748	5134	5684
短期借款	10	0	0	0
应付账款	1538	1923	2138	2366
其他流动负债	2628	2826	2995	3318
非流动负债	346	30	30	30
长期借款	10	10	10	10
其他非流动负债	335	19	19	19
负债合计	4522	4778	5163	5713
少数股东权益	5	3	3	2
股本	520	705	705	705
资本公积	276	2684	2684	2684
留存收益	2537	3798	5257	7097
归属母公司股东权益	3333	7188	8643	10482
负债和股东权益	7860	11969	13809	16197

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1446	627	1645	2130
净利润	1182	1416	1670	1839
折旧摊销	224	195	332	438
财务费用	9	-42	-66	-86
投资损失	-8	-8	-8	-8
营运资金变动	45	-867	-311	-68
其他经营现金流	-7	-67	27	15
投资活动现金流	-999	-1566	-967	-1001
资本支出	992	1500	1000	1000
长期投资	-36	75	-25	9
其他投资现金流	-43	8	8	8
筹资活动现金流	-10	2471	-146	86
短期借款	-56	-10	0	0
长期借款	-4	0	0	0
普通股增加	0	185	0	0
资本公积增加	-154	2408	0	0
其他筹资现金流	205	-113	-146	86
现金净增加额	432	1532	532	1215

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	16932	19895	22820	25110
营业成本	13850	16214	18598	20465
营业税金及附加	82	95	110	121
营业费用	928	1151	1285	1433
管理费用	699	793	926	1010
财务费用	9	-42	-66	-86
资产减值损失	40	50	50	50
公允价值变动收益	0	0	-3	-1
投资净收益	8	8	8	8
营业利润	1331	1641	1922	2124
营业外收入	68	47	57	52
营业外支出	46	51	49	50
利润总额	1353	1637	1930	2126
所得税	171	221	261	287
净利润	1182	1416	1670	1839
少数股东损益	1	-2	0	-1
归属母公司净利润	1181	1417	1670	1840
EBITDA	1565	1794	2188	2476
EPS (元)	2.27	2.01	2.37	2.61

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	24.4%	17.5%	14.7%	10.0%
营业利润	31.3%	23.3%	17.1%	10.6%
归属于母公司净利润	36.0%	20.0%	17.8%	10.2%
获利能力				
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%
偿债能力				
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
营运能力				
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
每股指标 (元)				
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
估值比率				
P/E	12.96	10.80	9.17	8.32
P/B	4.59	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
2012-10-10	宇通客车 - 大中客销量回落，3 季度业绩无忧——9 月产销点评
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 $\pm 10\%$ 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学士学位。

免责声明

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