

证券研究报告

汽车和汽车零部件

推荐 (维持)

证券分析师

余兵

投资咨询资格编号 S1060511010004
021-38636729
yubing006@pingan.com.cn

王德安

投资咨询资格编号 S1060511010006
021-38638428
wangdean002@pingan.com.cn

研究助理

彭勇

一般证券从业资格编号 S1060111070097
021-38632725
pengyong060@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，
如经由未经许可的渠道获得研究报告，
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的
声明内容。

宇通客车 (600066)

2013年动力充足：校车、公交、新能源

事项：

近日我们调研了宇通客车，就新能源客车、校车等业务发展与公司进行了交流。

平安观点：

- **2013年将是公交客车发展年，宇通抓住机遇，加大公交客车市场开发力度。**2012年前三季度公交客车累计销量同比下降，在4Q12公交客车大幅上量后，才扭转2012年公交客车销量下滑的局面，仅同比增长3.3%，低于客车行业增速。国务院2012年12月29日再次发文，重申加大公共交通的建设力度优先发展公共交通，作为解决城市拥堵的指导意见。政府大力推广公共交通建设有助于公交客车细分市场的快速发展。我们预计公交客车将扭转2012年增长乏力的局面，2013年公交客车销量有望同比增长15%以上。2012年宇通客车也加大了公交客车市场的开拓力度，正好与政府导向契合，并在4Q12取得令人瞩目的成绩，同比增长53.4%。公交客车业务的快速发展将是公司2013年最大亮点之一。
- **政策推动新能源客车快速发展，2013年公司混合动力客车销量有望再创新高。**根据节能与新能源汽车网披露，2011年公司混合动力客车产量566辆。2012年8月6日财政部、科技部、工业和信息化部和国家发展改革委等四部委发文扩大混合动力城市公交客车示范推广范围，公司混合动力客车迎来发展机遇，我们估计2012年公司销售混合动力客车超过1800辆。公司中标财政补贴混合动力公交客车示范推广项目的车型共有8款，虽然不是中标车型最多的厂商，但是中标车型规格最多企业，涵盖10米、12米、14米和18米四种不同长度规格，其中14米和18米规格的车型是独家中标车型。公司混合动力客车在可靠性和经济性上均处于行业前列，节油率在30%以上，远远超过竞争对手的产品，我们预计2013年公司混合动力客车销量有望超过2500辆。
- **新产能投放会推迟，有助于缓解公司2013年折旧压力。**公司年产1万辆节能与新能源客车基地已于2012年10月投产，公司客车年总产能达4万辆普通客车和5000辆专用车，部分解决产能瓶颈问题，为2013年客车销量增长奠定了基础。目前公司1万扩3万的项目稳步推进中，为了提升新生产线的工艺水平和自动化程度，这部分产能投放会或晚于预期，我们预计4Q13新产能才能达产。新产能的延迟投放也将部分缓解公司2013年折旧压力。

- **盈利预测及投资建议。**考虑到公司 4Q12 高单价的新能源客车销量增加较多及新产能推迟投放，我们略微上调公司盈利预测，预计 2012-2014 年每股收益分别为 2.06 元、2.28 元和 2.50 元。公司 1997 年上市以来连续 15 年利润增长，一方面得益于客车市场发展平稳，更重要的是公司超强的经营管理能力。我们认为这种长期持续增长的公司应享有估值溢价，其合理估值水平应在 12-15 倍 PE，合理股价在 27.4-34.2 元。维持“推荐”投资评级。
- **风险提示：**1) 原材料成本、人工成本上升影响公司毛利率水平；2) 国家行业政策和法规、财政政策的调整。

图表1 宇通客车2012-2014年收入及盈利预测 单位：百万元

| | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 13,615 | 16,932 | 19,797 | 23,864 | 28,163 |
| YoY(%) | 55.0 | 24.4 | 16.9 | 20.5 | 18.0 |
| 净利润(百万元) | 869 | 1,181 | 1,454 | 1,609 | 1,763 |
| YoY(%) | 54.2 | 36.0 | 23.1 | 10.6 | 9.6 |
| 毛利率(%) | 18.1 | 18.2 | 18.5 | 17.1 | 16.4 |
| 净利率(%) | 6.4 | 7.0 | 7.3 | 6.7 | 6.3 |
| ROE(%) | 34.8 | 35.4 | 20.1 | 19.1 | 17.9 |
| EPS(摊薄/元) | 1.23 | 1.68 | 2.06 | 2.28 | 2.50 |
| P/E(倍) | 22.3 | 16.4 | 13.3 | 12.0 | 11.0 |
| P/B(倍) | 7.7 | 5.8 | 2.7 | 2.3 | 2.0 |

资料来源：平安证券研究所

图表2 宇通客车分车型销量 单位：辆

| | 12月销量 | 同比增幅 | 2012年累计销量 | 累计同比增幅 |
|------|-------|-------|-----------|--------|
| 宇通客车 | 7,360 | 9.4% | 51,688 | 10.7% |
| 其中： | | | | |
| 大型客车 | 3,413 | 5.2% | 23,505 | 12.1% |
| 中型客车 | 3,388 | 6.9% | 23,969 | 5.7% |
| 轻型客车 | 559 | 76.9% | 4,214 | 38.0% |

资料来源：公司公告

附文：宇通集团 2012 年十件大事

1.宇通新能源工厂顺利投产

10月15日，新能源工厂完成生产筹备，开始试生产。10月29日，公交承装车间第一辆客车正式下线，标志着新能源工厂已具备完整的生产能力。新能源工厂采用了自动酸洗磷化、焊装新型合装胎、涂装喷涂机器人、涂装车间自动化转运、新能源加气站、自动化加注设备、自动化轮胎分装等世界领先的生产工艺，自动化水平大幅提升。高产期间，新能源工厂最高日投产达到51台，其中新能源公交车日投产最高达31台，对公司高产期的产能需求形成了有力支撑。同时，伴随着后续其他

生产线的搬迁，新能源工厂最终将会为公司带来 3 万台客车的年产能，为未来 5~10 年宇通战略发展和产业布局奠定了坚实的基础。

2.宇通校车厚积薄发

2012 年，宇通校车受到社会各界和市场的瞩目与青睐。两会期间，作为全国人大代表的汤总再次将《关于建立健全校车运营法律法规，加快校车融入学生生活的建议》带到两会，受到各界强烈关注。此外，1 月，宇通校车主题公益广告《可能篇》正式在央视一套开播。2 月，宇通携三款校车亮相北京国际校车展，并被授予“爱心企业”荣誉称号。4 月，宇通主持制定的 GB24407-2012《校车安全技术条件》正式发布。5 月，宇通打造出国内首款新国标校车，并在国际道路运输车辆展上亮相。7 月，宇通率先成功通过校车座椅动态碰撞试验，开创行业先河。8 月，宇通 5 个系列新标准校车正式推向市场。9 月，ZK6102DX 校车正面碰撞试验圆满完成，宇通成为了中国首个成功进行校车正面碰撞试验的客车企业。2012 年全年，宇通销售校车超过 7000 台，成为行业内销量最多，影响最广的企业。

3.2012 年集团销售额突破 300 亿元

2012 年，面对“全球经济复苏缓慢，欧债危机持续恶化，中国经济增速回落，制造业整体下滑”的内外部环境，全体干部员工锐意进取，奋勇拼搏，实现了集团整体逆势增长，经营业绩再创新高。集团销售大中型客车、工程机械、专用车 55456 台，比 2011 年的 52316 台增加 3140 台，增幅 6%，共实现销售额 302.88 亿元，比 2011 年的 258.58 亿元增加 44.3 亿元，增幅 17.1%。集团产业布局取得新发展，战略管理能力、运营管理水平和员工队伍状态持续提升，各项业务核心竞争力和抗风险能力持续增强，集团整体保持持续、健康、稳定的发展态势。

4.宇通试验中心获批“国家认可实验室”

6 月 12 日，宇通试验中心正式通过中国合格评定国家认可委员会评定，成为“国家认可实验室”。本次获批认可的检测范围包括汽车整车、零部件、金属材料及非金属材料四大领域，检测项目共计 15 大类 62 项。由此，宇通试验中心成为国内客车行业内通过项目最多，涵盖检测领域最广的国家认可实验室。试验中心在被认可的 62 项检测项目范围内，出具的检验报告可以使用 ILAC-MRA/CNAS 国际互认联合标识，出具的检测数据在签署 ILAC 多边互认协议的欧美及亚太地区 65 个经济体将得到互认，这也将为宇通海外业务拓展提供强力支持。

5.专用车事业部新厂区建成投产

2 月 7 日，宇通客车专用车新工厂正式建成投产。该工厂位于国家级经济技术开发区第二十二大街，占地 700 余亩，规划年产能 5000 台，由制件、焊装、涂装、承装车间、检测线组成，并建有个性化车载木工家具制作、零部件电泳等设施，投入使用后使客车专用车的软硬件设施水平全面提升，从而更好地满足客户的多样化需求。

6.公司确立“十二五”战略发展规划

2013 年 1 月 3 日，客车板块战略规划宣贯会举行。会议回顾了公司 2009-2012 年战略完成情况，并对 2013-2016 年战略暨“五条主线”进行宣贯和要求，为公司未来经营和管理指明了方向。未来几年，公司将通过提升技术、营销体系的专业和管理能力，提升制造能力、制造工艺保证能力和精益生产管理，提高配置器应用和管理能力，提升企业文化管理能力等工作，实现整体经营模式的良性循环，具体表现在：用文化、价值观和两个中心，统一全体干部员工的思想、认识、工作态度、标准和工作氛围，以支撑公司各项目标的实现。在统一价值观的指导下，提高经营市场能力和业务专业能力，实现对客户需求的深刻理解，提高销售预测和订单管理能力，以此拉动技术和管理创新能力提升，保证各类产品和技术的领先性、适应性和竞争力，提升三化产品的实现能力，为规模化生产、工艺自动化水平的提高提供支撑，为竞争力领先的成熟产品和配置库的实现提供先决条件，最终实现模块化销售。

7. 公司日产能突破 285 台

2012 年，生产、工艺紧密围绕产能规划，从年初开始细化过程管理，深入挖掘管理盲区，通过一年的努力，初步形成了全链条管理模式。在校车及新能源车辆销量剧增的情况下，为支撑公司产能目标顺利实现，生产处、工艺部结合各车间、技术等部门，先后成立校车、全承载、新能源车辆产能提升项目组，通过瓶颈问题攻关、工艺结构优化以及线下定节拍项目的持续研究和推广，将产能由 2011 年的 210 台/日提升到 2012 年的 285 台/日以上，有效支持了公司年度目标的达成。

8. 集团财务公司正式开业

3 月 28 日，郑州宇通集团财务有限公司正式开业。宇通财务公司于 2011 年 10 月 28 日正式获得中国银行业监督管理委员会批复筹建，经过紧张有序的筹备，于 2012 年 2 月 10 日获得开业批复，并于 2 月 21 日取得金融许可证。宇通财务公司注册资本 5 亿元人民币，由集团和客车股份分别出资 85%和 15%设立。财务公司将依托集团雄厚的产业资本和金融机构的资金优势，在做好资金管理的基础上，逐步向集团的投融资平台、销售金融服务平台发展，成为集团经营战略的重要组成部分和坚强后盾。

9. 宇通新能源项目引领行业发展

2012 年，宇通在新能源产品研发、销售方面继续引领行业发展。目前，宇通承担的 863 计划项目数量居行业第一。“宇通纯电驱动客车系列化产品技术开发项目”成功列入国家新能源汽车技术创新工程支持项目。开创的非 AMT 技术混联式混合动力系统新构型，打破了行业定制化的传统模式。助推郑州市“十城千辆”工程推广计划顺利达成，且完成率排名居全国第一。同时，在混合动力客车全国推广招标中，宇通成为中标车型最全的企业。2012 年，宇通新能源客车销售 1934 台，销售额突破 20 亿元，市场占有率超过 25%，居行业第一。

10. 公司首获国家外观设计金奖

11 月 30 日，国家知识产权局、世界知识产权组织在北京人民大会堂会议中心举办了第 14 届中国专利奖颁奖大会。公司申报的外观设计—客车 (f) (专利号: ZL03 3 36167.3) 经过层层筛选和评审，最终荣获外观设计专利金奖，这也是国内外观类设计的最高奖项。此次获奖使公司成为了客车行业内首家获得国家外观设计专利金奖的单位。

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | | 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E | 会计年度 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
| 流动资产 | 4986 | 5479 | 9596 | 10849 | 13446 | 营业收入 | 13615 | 16932 | 19797 | 23864 | 28163 |
| 现金 | 950 | 1171 | 4250 | 4375 | 5833 | 营业成本 | 11150 | 13850 | 16135 | 19778 | 23547 |
| 应收账款 | 1287 | 1661 | 1951 | 2333 | 2762 | 营业税金及附加 | 42 | 82 | 83 | 101 | 122 |
| 其他应收款 | 133 | 207 | 193 | 252 | 297 | 营业费用 | 830 | 928 | 1148 | 1217 | 1408 |
| 预付账款 | 942 | 1148 | 1155 | 1533 | 1799 | 管理费用 | 523 | 699 | 871 | 995 | 1127 |
| 存货 | 1228 | 1122 | 1527 | 1833 | 2152 | 财务费用 | 23 | 9 | -44 | -12 | 5 |
| 其他流动资产 | 446 | 170 | 520 | 524 | 603 | 资产减值损失 | 45 | 40 | 20 | 50 | 48 |
| 非流动资产 | 2174 | 2381 | 3375 | 4022 | 3756 | 公允价值变动收益 | -5 | 0 | -1 | -1 | -1 |
| 长期投资 | 83 | 85 | 84 | 84 | 84 | 投资净收益 | 17 | 8 | 54 | 10 | 15 |
| 固定资产 | 1104 | 1011 | 1928 | 2515 | 2601 | 营业利润 | 1014 | 1331 | 1636 | 1744 | 1920 |
| 无形资产 | 221 | 493 | 581 | 570 | 558 | 营业外收入 | 26 | 68 | 70 | 140 | 140 |
| 其他非流动资产 | 766 | 793 | 781 | 853 | 512 | 营业外支出 | 57 | 46 | 43 | 46 | 45 |
| 资产总计 | 7160 | 7860 | 12971 | 14871 | 17202 | 利润总额 | 983 | 1353 | 1663 | 1838 | 2015 |
| 流动负债 | 4352 | 4177 | 5422 | 6115 | 7026 | 所得税 | 117 | 171 | 208 | 229 | 252 |
| 短期借款 | 66 | 10 | 114 | 0 | 0 | 净利润 | 866 | 1182 | 1455 | 1609 | 1763 |
| 应付账款 | 1234 | 1538 | 1901 | 2262 | 2707 | 少数股东损益 | -3 | 1 | 1 | 0 | 1 |
| 其他流动负债 | 3052 | 2628 | 3407 | 3852 | 4319 | 归属母公司净利润 | 869 | 1181 | 1454 | 1609 | 1763 |
| 非流动负债 | 307 | 346 | 319 | 325 | 326 | EBITDA | 1233 | 1565 | 1892 | 2235 | 2590 |
| 长期借款 | 15 | 10 | 10 | 10 | 10 | EPS (元) | 1.67 | 2.27 | 2.06 | 2.28 | 2.50 |
| 其他非流动负债 | 292 | 335 | 308 | 315 | 316 | | | | | | |
| 负债合计 | 4659 | 4522 | 5741 | 6440 | 7352 | 主要财务比率 | | | | | |
| 少数股东权益 | 4 | 5 | 5 | 6 | 6 | 会计年度 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
| 股本 | 520 | 520 | 705 | 705 | 705 | 成长能力 | | | | | |
| 资本公积 | 430 | 276 | 2684 | 2684 | 2684 | 营业收入 | 55.0% | 24.4% | 16.9% | 20.5% | 18.0% |
| 留存收益 | 1547 | 2537 | 3836 | 5038 | 6457 | 营业利润 | 57.6% | 31.3% | 22.9% | 6.6% | 10.1% |
| 归属母公司股东权益 | 2497 | 3333 | 7225 | 8425 | 9843 | 归属于母公司净利润 | 54.2% | 36.0% | 23.1% | 10.6% | 9.6% |
| 负债和股东权益 | 7160 | 7860 | 12971 | 14871 | 17202 | 获利能力 | | | | | |
| | | | | | | 毛利率(%) | 18.1% | 18.2% | 18.5% | 17.1% | 16.4% |
| | | | | | | 净利率(%) | 6.4% | 7.0% | 7.3% | 6.7% | 6.3% |
| | | | | | | ROE(%) | 34.8% | 35.4% | 20.1% | 19.1% | 17.9% |
| | | | | | | ROIC(%) | 35.4% | 34.9% | 19.0% | 18.0% | 17.1% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率(%) | 65.1% | 57.5% | 44.3% | 43.3% | 42.7% |
| | | | | | | 净负债比率(%) | 1.84% | 0.55% | 2.24% | 0.23% | 0.20% |
| | | | | | | 流动比率 | 1.15 | 1.31 | 1.77 | 1.77 | 1.91 |
| | | | | | | 速动比率 | 0.86 | 1.04 | 1.48 | 1.47 | 1.60 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 总资产周转率 | 2.1 | 2.3 | 1.9 | 1.7 | 1.8 |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 11.6 | 10.9 | 10.4 | 10.6 | 10.5 |
| | | | | | | 应付账款周转率 | 9.5 | 10.0 | 9.4 | 9.5 | 9.5 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 1.23 | 1.68 | 2.06 | 2.28 | 2.50 |
| | | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.51 | 2.05 | 2.46 | 2.52 | 3.11 |
| | | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 3.54 | 4.73 | 10.24 | 11.95 | 13.96 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | P/E | 22.3 | 16.4 | 13.3 | 12.0 | 11.0 |
| | | | | | | P/B | 7.7 | 5.8 | 2.7 | 2.3 | 2.0 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 14.4 | 11.4 | 9.4 | 8.0 | 6.9 |

| 现金流量表 | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
| 经营活动现金流 | 1067 | 1446 | 1736 | 1774 | 2192 |
| 净利润 | 866 | 1182 | 1455 | 1609 | 1763 |
| 折旧摊销 | 195 | 224 | 300 | 503 | 665 |
| 财务费用 | 23 | 9 | -44 | -12 | 5 |
| 投资损失 | -17 | -8 | -54 | -10 | -15 |
| 营运资金变动 | -38 | 45 | 40 | -341 | -266 |
| 其他经营现金流 | 38 | -7 | 39 | 25 | 39 |
| 投资活动现金流 | -610 | -999 | -1243 | -1140 | -385 |
| 资本支出 | 926 | 992 | 1512 | 1150 | 400 |
| 长期投资 | 314 | -36 | -318 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 630 | -43 | -49 | 10 | 15 |
| 筹资活动现金流 | -403 | -10 | 2586 | -509 | -349 |
| 短期借款 | 66 | -56 | 104 | -114 | 0 |
| 长期借款 | 12 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 185 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -29 | -154 | 2408 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -453 | 205 | -112 | -395 | -349 |
| 现金净增加额 | 41 | 432 | 3079 | 125 | 1458 |

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257