

宇通客车 (600066.SH) 客车行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

市价（人民币）：27.27元

超预期表现有望持续

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	673.66
总市值(百万元)	192.33
年内股价最高最低(元)	29.82/20.22
沪深300指数	2613.10
上证指数	2326.72



公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	2.272	2.197	2.424	2.667	2.986
每股净资产(元)	6.41	10.37	12.10	13.07	15.28
每股经营性现金流(元)	2.78	1.95	4.04	3.96	4.42
市盈率(倍)	12.00	12.41	11.25	10.22	9.13
行业优化市盈率(倍)	20.27	24.40	30.49	30.49	30.49
净利润增长率(%)	37.43%	31.18%	10.31%	10.04%	11.95%
净资产收益率(%)	35.44%	21.19%	20.04%	20.41%	19.54%
总股本(百万股)	519.89	705.29	705.29	705.29	705.29

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司2012年营收197.63亿元，同比增长16.72%；实现归属母公司股东净利润15.50亿元，同比增长31.18%，对应EPS为2.18元。第四季度，公司营收增长13.25%，归属母公司股东净利润增长41.40%，对应EPS为0.81元，超出普遍预期。

经营分析

- 盈利能力大幅提升是业绩超预期主因：此前市场一致预测公司2012年EPS为2.00-2.05元，实际业绩超预期比例约5%-10%。第四季度，公司毛利率为22.13%，是公司近几年最高的单季度毛利率，同比与环比分别提升3.1与2.9个百分点，是业绩超预期主因。我们认为，产能利用率提升与原材料价格走低，是盈利能力提升的主要驱动。产能利用率方面，公司第四季度单季销量达1.60万辆，为近年最高水平，产能利用率显著提升；成本方面，第四季度钢材与橡胶价格同比分别下跌16.5%与6.6%，亦较好地提振盈利能力。另外，第四季度大客销量占比为45.5%，处相对正常水平。
- 校车有望继续高速增长，公司份额有望提升：2012年校车需求开始爆发，全年行业销量达2.7万辆；随着相关补贴政策的逐渐完善以及校车运营模式的逐渐成熟，预计2013年校车需求有望增长30%，总销量可达3.5万辆。宇通在校车市场具有得天独厚的优势，2012年校车销量达7,846辆，市场份额达28.9%；2013年5月起校车市场将以公司最具优势的长头型为绝对主导，预计宇通校车销量将超过12,000辆，增速接近50%，份额有望从29%提升至33%。
- 新能源客车产品成熟可靠，2013年有望带来较大增量：公司新能源客车主打采用超级电容的混动路线，节油率高且成熟可靠，已获得社会各界的高度认可。科技部新增推广的3000-5000台混合动力公交中，公司有望获得40%以上份额。鉴于节能减排的迫切性，我们认为相关部门后续仍可能加大混合动力公交推广，公司将充分受益。预计2013年公司新能源客车销量可达4000辆以上，贡献公司收入的16%，毛利的18%。

相关报告

- 1.《校车、新能源客车可望有超预期表现》，2013.1.21
- 2.《四季度业绩增速可能继续放缓》，2012.10.23
- 3.《校车及出口带动公司业绩高速增长》，2012.8.20

厉叶森 联系人

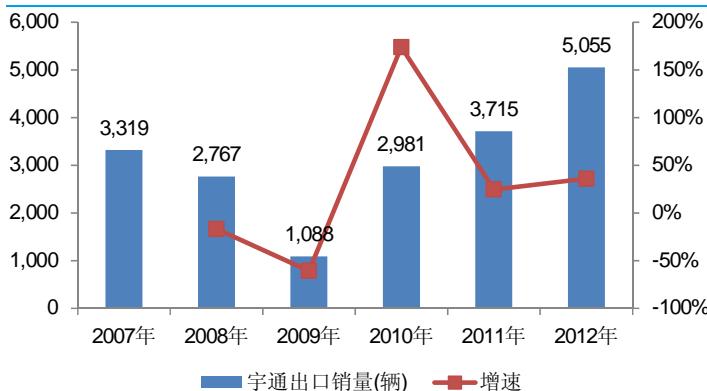
(8621)61038244
liym@gjzq.com.cn

吴文钊

分析师SAC执业编号：S1130511040006
(8621)61038231
wuwz@gjzq.com.cn

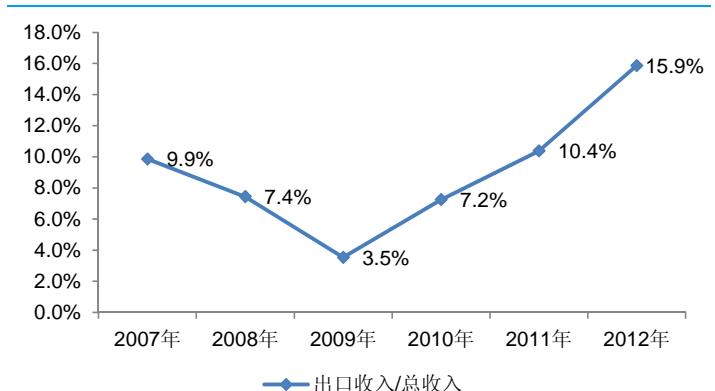
- 2013 年传统客车增速有望提高，公司亦有望较快增长：**2012 年，公司传统客车相对较为平淡，其中公路客车销售 30,651 辆，同比下滑 9.7%，市场份额从 20.2% 下滑 19.7%；公交车销量达 12,501 辆，同比增长 17.3%，市场份额从 15.4% 提升至 17.8%；传统客车合计销量下滑 6.1%，份额维持在 19.2%。2012 年 11 月以来，国内客车需求已呈现回升趋势，制约客运发展的行政性因素消除，公交市场则将受益于城镇化以及公交优先战略，预计行业整体增速有望达 8% 左右。公司则还将受益于自身产能瓶颈的解决，客运、公交等产品增速有望继续超越行业整体水平。
- 出口业务快速增长，营收占比近 20%：**2012 年，公司出口销量达 5,055 辆，同比增长 36.1%，同期大中客行业出口增速为 28.4%；2012 年，公司出口营收达 29.87 亿元，同比增长 77.1%，出口营收占比从 2011 年的 10.5% 提升至 15.9%。宇通出口坚持“以我为主”的造船出海模式，依靠良好的品质与优异的售后服务，公司增速连续 3 年超过行业整体水平，出口地区包括委内瑞拉等拉美、非洲与东南亚地区；我们预计公司 2013 年出口销量有望达到 6,000 辆，出口营收占比有望向 20% 靠拢。

图表1：宇通客车近年出口销量及增速（辆）



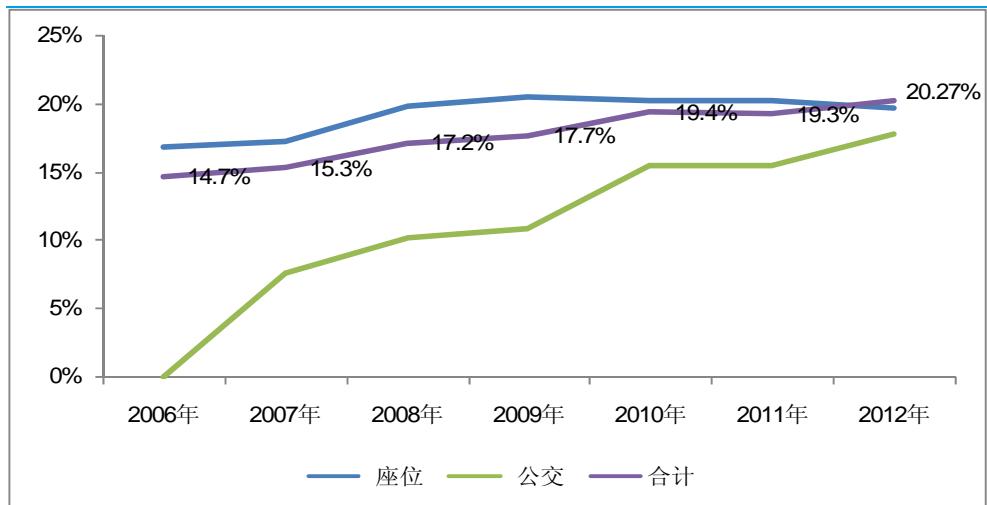
来源：公司资料、国金证券研究所

图表2：公司近年国外销售的营收占比



- 产能瓶颈解决有望带动公司市场份额继续提升：**公司在大中型客车行业的强大竞争力已无需多言，近年来公司市场份额一直稳步提升，2012 年已达 20.3%，较 2011 年提高 1 个百分点。此前，公司一直处于产能的严重紧张状态，2012 年 11 月公司新能源基地的 1 万辆产能建成投产，该基地扩建的 2 万辆产能也将于今年四季度建成。由此，2013 年公司的产能瓶颈将得以显著缓解，这也必将有助于公司市场份额的继续提升。

图表3：宇通客车近年市场份额变化情况



来源：中客网、国金证券研究所

盈利预测

- 我们预测公司 2013-2015 年归属母公司股东净利润分别为 17.1 亿元、18.8 亿元与 21.1 亿元，同比分别增长 10.3%、10.0%、12.0%，对应 2013-2015 年摊薄后 EPS 分别为 2.42、2.67 与 2.99 元。

投资建议

- 公司目前股价对应 2013 年 EPS 为 11.3 倍 PE，作为竞争力突出、业绩增长确定的优质企业，我们认为公司估值水平仍存在上升空间，维持其“买入”评级。

图表4：国内橡胶价格走势（元/吨）

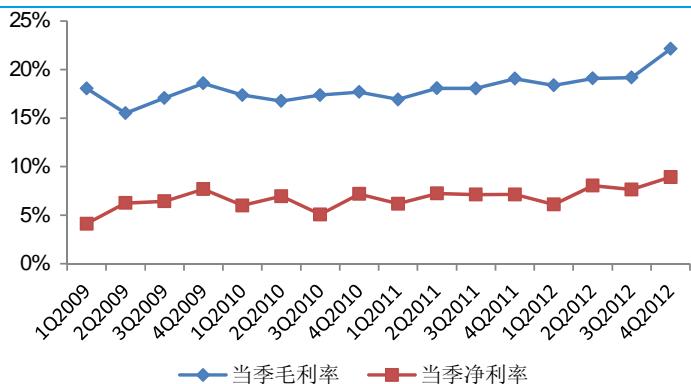


来源：同花顺、国金证券研究所

图表5：国内钢材价格走势（元/吨）

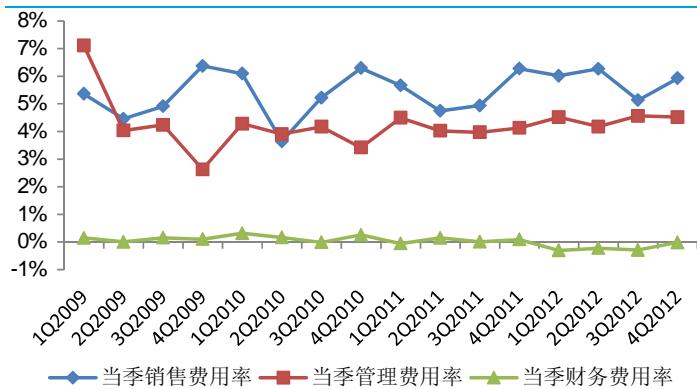


图表6：公司近年分季度毛利率与净利率

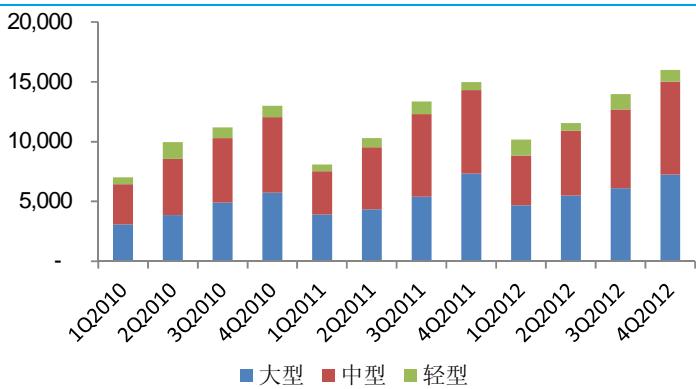


来源：公司资料、国金证券研究所

图表7：公司近年分季度三费比例

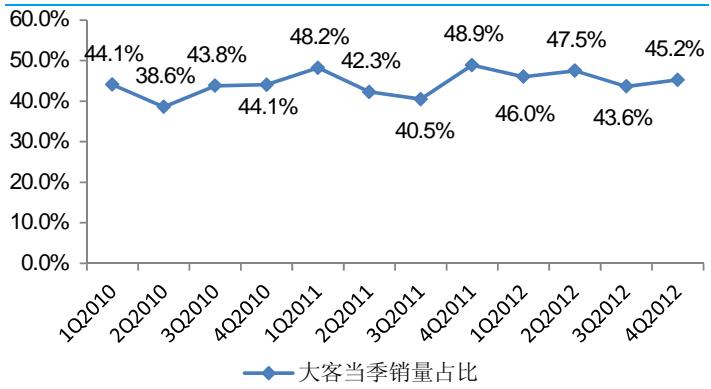


图表8：公司分车型各季度销量（辆）



来源：公司资料、国金证券研究所

图表9：公司各季度大客销量占比



图表10：宇通客车分业务业绩预测

项目	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
客车								
平均售价（万元/辆）	28.66	29.81	31.37	34.61	36.26	39.00	39.50	40.00
增长率 (YOY)	N/A	4.00%	5.27%	10.32%	4.75%	5.50%	4.00%	3.00%
销售数量（辆）	27,556	28,186	41,169	46,688	51,688	61,241	66,781	72,615
增长率 (YOY)	N/A	2.29%	46.06%	13.41%	10.71%	18.48%	9.05%	8.74%
销售收入（百万元）	7,897	8,401	12,917	16,161	18,740	23,884	26,378	29,046
增长率 (YOY)	N/A	6.38%	53.75%	25.11%	15.96%	27.45%	10.44%	10.11%
毛利率	16.03%	17.64%	17.57%	18.24%	19.79%	17.90%	17.60%	17.60%
销售成本（百万元）	6,631	6,919	10,648	13,213	15,032	19,609	21,736	23,934
增长率 (YOY)	N/A	4.33%	53.90%	24.10%	13.77%	30.44%	10.85%	10.11%
毛利（百万元）	1,265.85	1,482.31	2,268.91	2,947.20	3,707.88	4,275.26	4,642.61	5,112.13
增长率 (YOY)	N/A	17.10%	53.07%	29.89%	25.81%	15.30%	8.59%	10.11%
占总销售额比重	88.32%	95.04%	97.14%	96.64%	94.82%	95.11%	94.71%	94.26%
占主营业务利润比重	92.07%	96.98%	98.03%	96.79%	93.97%	93.80%	93.20%	92.63%
单车成本	24.06	24.55	25.86	28.30	29.08	32.02	32.55	32.96
其他								
销售收入（百万元）	1,044	439	381	562	1,023	1,228	1,473	1,768
增长率 (YOY)	N/A	-58.01%	-13.15%	47.54%	82.10%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	10.45%	10.52%	11.95%	17.42%	23.25%	23.00%	23.00%	23.00%
销售成本（百万元）	935.13	392.37	335.31	464.00	785.23	945.39	1,134.47	1,361.36
增长率 (YOY)	N/A	-58.04%	-14.54%	38.38%	69.23%	20.40%	20.00%	20.00%
毛利（百万元）	109.09	46.14	45.52	97.86	237.92	282.39	338.87	406.64
增长率 (YOY)	N/A	-57.71%	-1.34%	115.00%	143.12%	18.69%	20.00%	20.00%
销售总收入（百万元）	8,941	8,839	13,297	16,722	19,763	25,112	27,852	30,814
销售总成本（百万元）	7,566	7,311	10,983	13,677	15,818	20,554	22,870	25,295
毛利（百万元）	1,375	1,528	2,314	3,045	3,946	4,558	4,981	5,519
平均毛利率	15.38%	17.29%	17.41%	18.21%	19.97%	18.15%	17.89%	17.91%

来源：公司资料、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	13,479	16,932	19,763	25,112	27,852	30,814
增长率	25.6%	16.7%	27.1%	10.9%	10.6%	
主营业务成本	-11,142	-13,850	-15,818	-20,554	-22,870	-25,295
%销售收入	82.7%	81.8%	80.0%	81.9%	82.1%	82.1%
毛利	2,336	3,082	3,946	4,558	4,981	5,519
%销售收入	17.3%	18.2%	20.0%	18.1%	17.9%	17.9%
营业税金及附加	-42	-82	-117	-151	-167	-185
%销售收入	0.3%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-721	-928	-1,150	-1,456	-1,560	-1,695
%销售收入	5.3%	5.5%	5.8%	5.8%	5.6%	5.5%
管理费用	-523	-699	-881	-1,130	-1,225	-1,340
%销售收入	3.9%	4.1%	4.5%	4.5%	4.4%	4.4%
息税前利润（EBIT）	1,050	1,373	1,799	1,820	2,029	2,299
%销售收入	7.8%	8.1%	9.1%	7.2%	7.3%	7.5%
财务费用	-17	-9	38	31	4	7
%销售收入	0.1%	0.1%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-40	-40	-259	-95	-78	-93
公允价值变动收益	-5	0	-2	0	0	0
投资收益	17	8	61	100	100	100
%税前利润	1.8%	0.6%	3.5%	5.1%	4.6%	4.1%
营业利润	1,005	1,331	1,637	1,857	2,055	2,313
营业利润率	7.5%	7.9%	8.3%	7.4%	7.4%	7.5%
营业外收支	-31	22	128	100	100	100
税前利润	974	1,353	1,765	1,957	2,155	2,413
利润率	7.2%	8.0%	8.9%	7.8%	7.7%	7.8%
所得税	-117	-171	-215	-247	-271	-304
所得税率	12.0%	12.6%	12.2%	12.6%	12.6%	12.6%
净利润	857	1,182	1,550	1,711	1,883	2,109
少数股东损益	-3	1	0	1	2	3
归属于母公司的净	860	1,181	1,550	1,710	1,881	2,106
净利润率	6.4%	7.0%	7.8%	6.81%	6.75%	6.83%

现金流量表（人民币百万元）						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	857	1,182	1,550	1,711	1,883	2,109
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	236	264	551	719	1,250	1,243
非经营收益	-14	-45	-125	-23	-189	-189
营运资金变动	239	45	-603	440	-149	-42
经营活动现金净流	1,318	1,446	1,372	2,847	2,795	3,120
资本开支	-924	-991	-1,895	-3,149	-124	-50
投资	314	-21	-423	0	0	0
其他	7	13	1	100	100	100
投资活动现金净流	-603	-999	-2,316	-3,049	-24	50
股权募资	0	0	2,594	0	-677	0
债权募资	13	-61	443	-509	0	0
其他	-655	45	-171	-24	-505	-529
筹资活动现金净流	-641	-15	2,866	-533	-1,181	-529
现金净流量	74	432	1,922	-736	1,589	2,641

资产负债表（人民币百万元）						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	918	1,171	3,055	2,318	3,908	6,549
应收账款	1,768	2,038	4,719	2,753	3,004	3,270
存货	1,225	1,122	1,258	1,639	1,805	1,975
其他流动资产	717	1,148	984	1,747	1,944	2,150
流动资产	4,628	5,479	10,016	8,457	10,661	13,944
%总资产	68.0%	69.3%	70.1%	55.7%	64.8%	74.4%
长期投资	622	402	142	142	142	142
固定资产	1,146	1,312	3,273	5,886	4,926	3,916
%总资产	16.8%	16.6%	22.9%	38.7%	30.0%	20.9%
无形资产	221	493	602	614	626	637
非流动资产	2,180	2,428	4,263	6,735	5,787	4,788
%总资产	32.0%	30.7%	29.9%	44.3%	35.2%	25.6%
资产总计	6,808	7,906	14,279	15,192	16,448	18,732
短期借款	5	14	302	0	0	0
应付款项	3,554	3,513	5,379	5,028	5,463	6,041
其他流动负债	560	808	917	1,471	1,604	1,746
流动负债	4,119	4,335	6,598	6,499	7,067	7,787
长期贷款	15	10	156	156	156	156
其他长期负债	178	177	205	0	0	0
负债	4,311	4,522	6,960	6,656	7,223	7,943
普通股股东权益	2,482	3,333	7,315	8,531	9,217	10,778
少数股东权益	4	5	5	6	8	11
负债股东权益合计	6,797	7,860	14,279	15,192	16,448	18,732

比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	1.654	2.272	2.197	2.424	2.667	2.986
每股净资产	4.775	6.411	10.372	12.095	13.068	15.282
每股经营现金流	2.536	2.782	1.946	4.036	3.963	4.424
每股股利	1.000	0.300	0.300	0.700	0.735	0.772
回报率						
净资产收益率	34.63%	35.44%	21.19%	20.04%	20.41%	19.54%
总资产收益率	12.65%	15.03%	10.85%	11.25%	11.44%	11.24%
投入资本收益率	36.47%	35.66%	20.30%	18.30%	18.91%	18.36%
增长率						
主营业务收入增长率	53.48%	25.62%	16.72%	27.06%	10.91%	10.64%
EBIT增长率	60.27%	30.77%	31.04%	1.22%	11.47%	13.28%
净利润增长率	52.56%	37.43%	31.18%	10.31%	10.04%	11.95%
总资产增长率	23.42%	15.64%	81.67%	6.39%	8.27%	13.89%
资产管理能力						
应收账款周转天数	29.2	31.0	44.1	32.0	32.0	32.0
存货周转天数	32.5	30.9	27.5	30.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	38.3	36.5	60.9	35.0	33.0	33.0
固定资产周转天数	29.9	21.8	58.1	63.4	60.6	45.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-36.14%	-34.34%	-35.47%	-25.33%	-40.67%	-59.26%
EBIT利息保障倍数	62.9	148.1	-47.5	-58.0	-559.8	-310.1
资产负债率	63.43%	57.54%	48.74%	43.81%	43.92%	42.40%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	3	6	12	45
买入	0	1	6	8	43
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	1
卖出	0	1.25	1.44	1.42	1.50
评分	0	1.25	1.24	1.22	1.22

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-08-02	增持	20.12	N/A
2 2012-03-27	增持	24.68	N/A
3 2012-04-22	增持	26.33	N/A
4 2012-08-20	买入	22.20	N/A
5 2012-10-23	买入	21.60	N/A
6 2013-01-21	买入	28.01	28.00 ~ 35.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979
传真：010-6621 6793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-33516015
传真：0755-33516020
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518026
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B