

交运设备/汽车及零部件

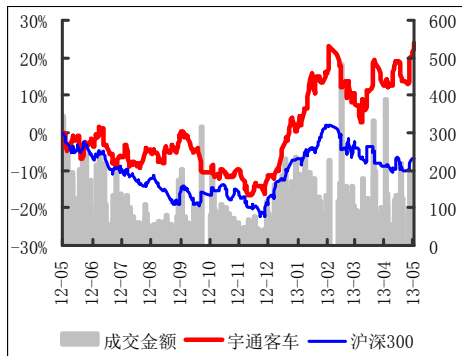
报告原因：上市公司深度报告

2013年5月8日

基础数据：2013年3月31日

每股净资产（元）	10.77
资产负债率（%）	46.37
总股本/流通A股（百万）	705/674
流通B股/H股（百万）	—/—

最近一年公司股价走势图



分析师：刘小勇

执业证书编号：S0760511010019

电话：010-82190395

邮箱：liuxiaoyong@sxzq.com

研究助理：王德文

电话：010-82190302

邮箱：wangdewen@sxzq.com

联系人：

孟军

邮箱：mengjun@sxzq.com

电话：010-82190365

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

宇通客车 (600066)

多因素驱动，竞争优势更加突出

买入

首次评级

公司研究/深度报告

投资要点：

■ 竞争优势明显：

- **大中客车行业龙头。**2013年一季度，公司大型客车整车市场占有率为34.6%；中型客车整车市场占有率为34.1%，大、中型客车整车市场占有率均位列第一。大、中型客车市场占有率较3年前分别提升7.3、6.9个百分点。
- **技术优势。**技术创新一直是公司发展的源动力，正是不断坚持以市场导向为本的技术创新，始终保持行业技术领先优势，才使公司不断引领行业发展。
- **盈利能力强。**2012年，公司销售毛利率为19.97%，销售净利率为7.84，远高于客车行业其他上市公司。凭借大中客车市场的优势地位，公司自2004年连续9年来公司毛利率位列行业榜首。

■ **新能源客车：公司未来的亮点。**2012年公司天然气客车销量为6313辆，市场份额为18.8%，位居行业第一。混合动力方面，2012年公司销量为1840辆，市场份额为27.8%，同样位居第一。混合动力方面，宇通客车走的是超级电容器技术路线，具有安全性高、稳定性好、充放电效率高时间快的优点。产品节油率在30%以上，可享受较高的补贴。公司在近期各地和全国四部委的混合动力客车招标项目中表现突出。预计2013年公司新增混合动力客车在1000-2000辆左右。

■ **校车：未来增长点。**2012年，校车市场火爆。公司校车销量为7846辆，是2011年的4.6倍，2012年市场份额达到30%，较两年前提升8个百分点，一直保持校车行业龙头地位。目前我国合格校车的保有量过低，未来需求市场仍很大。新国标（校车将由平头改为长头）出来后，对公司（目前产品中大部分是长头校车）非常有利。

■ **出口业务高增长。**公司出口业务增速快，毛利高。2012年公司共出口5000台，较上年增长35.1%；出口业务实现收入约30亿元，同比增长77%，收入占比提升至15.2%；出口毛利率为21.6%，高于国内业务。2013年公司出口目标是增长20%。

■ **盈利预测及投资建议：**公司在大中客市场占据优势地位，长期看好。未来公司受新能源客车、校车和出口多因素驱动，业绩增长可期，预测公司2013、14和15年的EPS分别为2.38、2.82和3.26元，当前价格为29.98元，对应2013、14和15年的PE为12.6、10.6和9.2，估值较低，给予“买入”评级。

财务数据预测

会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入（万元）	1,693,193	1,976,346	2,332,088	2,775,185	3,246,966
营业利润（万元）	133,141	163,714	177,394	213,230	248,588
净利润（万元）	118,238	154,979	167,546	199,083	230,198
EPS（元）	1.68	2.20	2.38	2.82	3.26

目录

一、 公司竞争优势分析	3
1、行业地位：大中客车行业龙头	3
2、技术优势	4
3、盈利能力强	4
二、新能源客车：公司未来发展的亮点	5
1、政策解读	5
2、市场现状：NG 占比高，混合动力提升空间大	6
3、公司新能源客车的优势和机遇	6
三、校车：未来增长点	8
四、出口：高增长且毛利率高	8
五、其他投资要点	8
1、零部件资产注入	8
2、分红稳定且高	9
六、盈利预测及投资评级	9

图表目录

图：行业大中型客车整车占比变化	3
图：公司大、中型客车整车市场份额变化	3
图：客车行业上市公司销售毛利率变化	5
图：客车行业上市公司销售净利率变化	5
表：2013 年一季度大、中型客车企业整车销售前十名情况	4
表：混合动力公交客车示范推广补助标准（万元/辆）	5
表：财政补贴混合动力公交客车示范推广项目中标结果	7
表：2000 年以来客车行业上市公司单位分红情况（元/股）	9
表：利润表预测	9

一、公司竞争优势分析

1、行业地位：大中客车行业龙头

行业竞争格局：客车行业共七家上市公司，根据主营产品范围分类如下：

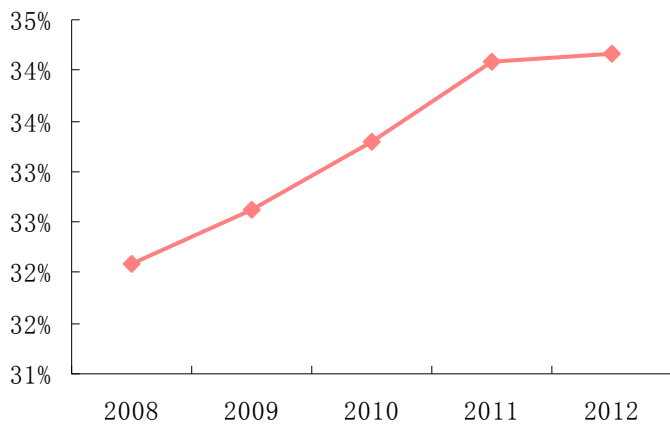
- 大中轻客：宇通客车、金龙汽车、亚星客车、中通客车、安凯客车；
- 轻客：金杯汽车；
- 零部件及专用车：曙光股份

目前，客车行业竞争格局为：

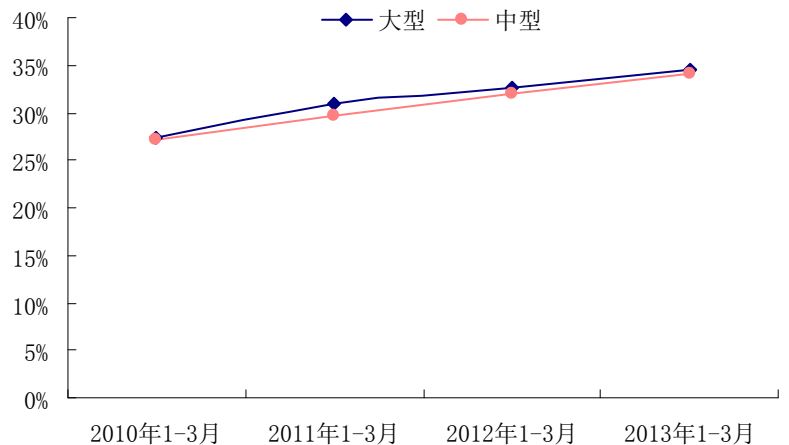
- 大中客：宇通客车和金龙汽车遥遥领先（2012年市场份额为52.71%）；
- 轻客：充分竞争，江铃控股、金杯汽车、南京汽车、金龙汽车相对占比领先，份额均超10%。

行业发展趋势：目前，客车整车市场向大中型化趋势发展。从2008年以来，大中型客车整车市场占比逐年上升，从2008年的32.09%上升到2012年的34.16%。客车大中型化既是我国人口众多、客流量大的必然趋势，也是节能环保的要求，同时也是企业追求利润最大化的体现（大中型客车毛利率大于轻型客车）。

图：行业大中型客车整车占比变化



图：公司大、中型客车整车市场份额变化



资料来源：同花顺，山西证券研究所

资料来源：中国汽车工业信息网，山西证券研究所

公司大、中客车行业占有率均领先。2013年3月，宇通客车销量为3179辆，一季度共销售10318辆，累计同比增长1.48%。其中，一季度大型客车累计增长15.04%，整车市场占有率为34.6%；中型客车累计下降0.89%，整车市场占有率为34.1%，大、中型客车整车市场占有率均位列第一。

公司大、中客车市场占有率不断提升。2010年一季度，公司大型客车整车市

市场占有率为 27.3%，中型客车占有率为 27.2%。2013 年一季度，公司大型客车占有率提升为 34.6%，较 3 年前提升 7.3 个百分点；中型客车占有率达到 34.1%，提升 6.9 个百分点。

表：2013 年一季度大、中型客车企业整车销售前十名情况

大型排名	企业名称	销量(辆)	市场占有率(%)	中型排名	企业名称	销量(辆)	市场占有率(%)
1	郑州宇通集团有限责任公司	5385	34.56	1	郑州宇通集团有限责任公司	4123	34.10
2	厦门金龙旅行车有限公司	1809	11.61	2	金龙联合汽车工业(苏州)有限公司	1455	12.03
3	厦门金龙联合汽车工业有限公司	1663	10.67	3	*一汽丰田销售公司	1304	10.78
4	金龙联合汽车工业(苏州)有限公司	1543	9.90	4	厦门金龙联合汽车工业有限公司	1220	10.09
5	中通客车控股股份有限公司	829	5.32	5	厦门金龙旅行车有限公司	722	5.97
6	安徽安凯汽车股份有限公司	796	5.11	6	安徽安凯汽车股份有限公司	631	5.22
7	上海申沃客车有限公司	786	5.04	7	中通客车控股股份有限公司	527	4.36
8	金华青年汽车制造有限公司	708	4.54	8	东风汽车公司	399	3.30
9	北汽福田汽车股份有限公司	389	2.50	9	北汽福田汽车股份有限公司	320	2.65
10	丹东黄海汽车有限责任公司	340	2.18	10	河南少林汽车股份有限公司	272	2.25
前十名合计		14248	91.43	前十名合计		10973	90.75

资料来源：中国汽车工业信息网，山西证券研究所

2、技术优势

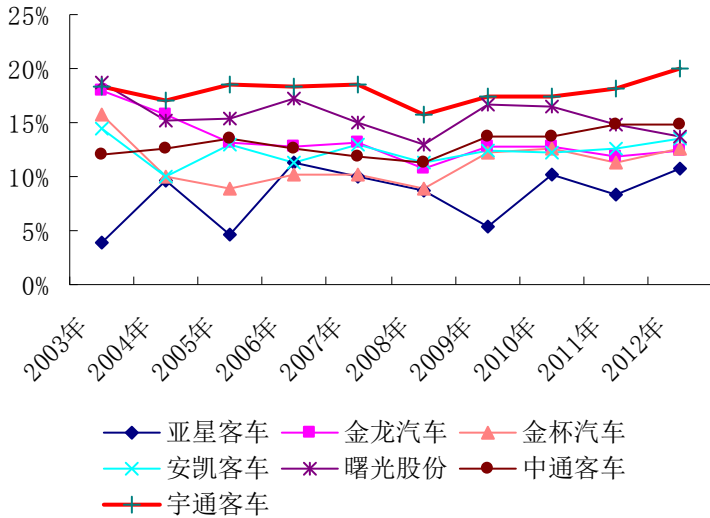
技术创新一直是公司发展的源动力。1993 年行业首款卧铺客车、1999 年行业首款纯电动车、2008 年行业首款专用学童校车，率先建成最先进整车电泳生产线、国家级客车试验中心，参与校车等 35 项国家标准的起草，获得 399 件授权专利等。正是不断坚持以市场导向为本的技术创新，始终保持行业技术领先优势，才使公司不断引领行业发展。

新能源混合动力客车方面，公司走的是超级电容器技术路线，相比较单纯锂电池模式具有安全性高、稳定性好、充放电效率高时间快的优点，此外节油率高。

3、盈利能力强

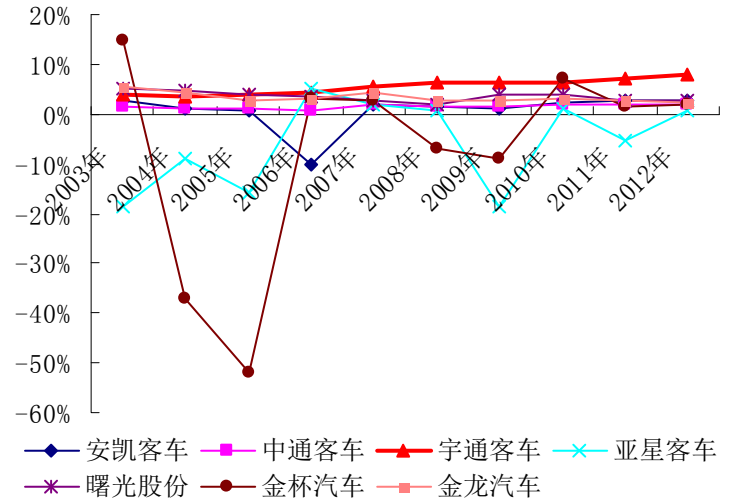
2012 年，公司销售毛利率为 19.97%，销售净利率为 7.84，远高于客车行业其他上市公司。凭借大中客车市场的优势地位，公司自 2004 年连续 9 年来公司毛利率位列行业榜首，自 2007 年（2010 年除外）以来，公司净利率保持行业第一。

图：客车行业上市公司销售毛利率变化



资料来源：wind，山西证券研究所

图：客车行业上市公司销售净利率变化



资料来源：wind，山西证券研究所

二、新能源客车：公司未来发展的亮点

1、政策解读

2012年9月，四部委联合发布《关于扩大混合动力城市公交客车示范推广范围有关工作的通知》。通知决定将混合动力公交客车（包括插电式混合动力客车）推广范围从目前的25个节能与新能源汽车示范推广城市扩大到全国所有城市。中央财政对相关单位购买混合动力公交客车给予一次性定额补助（具体补助标准见下表），由生产企业在销售时兑付给购买单位。同时，将采取总量控制的方式，推广目标为3000—5000辆。

混合动力城市客车先于混合动力乘用车得到政府补贴支持，主要是因为公交大客车是城市污染的重要因素之一。公交客车平均每公里油耗比轿车高3倍多，年平均行驶里程比轿车高5倍多。节油率相同的混合动力汽车，公交客车每年比轿车多省油20倍左右。此次扩大推广范围，制定3000-5000辆的推广目标，对于新能源客车行业利好，宇通客车作为行业龙头，技术优势领先，受益较明显。

表：混合动力公交客车示范推广补助标准（万元/辆）

节能与新能源汽车类型	节油率	使用铅酸电池的混合动力系统	使用镍氢电池、锂离子电池/超级电容器的混合动力系统	
			最大电功率比 20%-50%	最大电功率比 50%以上
混合动力汽车	10%-20%	5	20	—

20%-30%	7	25	30
30%-40%	8	30	36
40%以上	—	35	42

资料来源：财政部网站，山西证券研究所

2、市场现状：NG 占比高，混合动力提升空间大

2012 年前 3 季度，新能源客车市场中，NG 占 70%，21%是双燃料，混合动力占 7%，其他为插电式和纯电动。

从环保、技术和成本角度考虑，NG（包括 LNG 和 CNG）和混合动力将是未来的首选技术，其中混合动力未来几年提升空间巨大。目前天然气虽然占比最高，但气源是未来发展制约因素；电动技术虽然最环保，但技术不成熟制约其发展。混合动力客车技术相对成熟，虽然目前采购成本较高，但通过国家补贴的支持，再加上未来技术的进步和节能减排的要求，混合动力客车市场未来提升空间很大。

3、公司新能源客车的优势和机遇

2012 年，全国天然气客车销量 3.4 万辆，同比增长 77.98%，在客车整体市场份额提升至 13.2%。宇通天然气客车销量为 6313 辆，市场份额为 18.8%，位居行业第一。混合动力方面，2012 年行业总销量为 6614 辆，宇通销量为 1840 辆，市场份额为 27.8%，同样位居第一。

市场需求：2013 年的推广目标为 3000~5000 辆。由于目前国内混合动力客车的推广仍需要政府补贴支持，因此 2013 年国内混合动力客车市场容量基本上就定为 3000~5000 辆。预计未来几年混合动力客车的需求将不断上升。

公司优势：混合动力方面，宇通客车走的是超级电容器技术路线，相比较单纯锂电池模式具有安全性高、稳定性好、充放电效率高时间快的优点。产品节油率在 30%以上，可享受较高的补贴。在近期各地和全国四部委的混合动力客车招标项目中表现突出。预计 2013 年公司新增混合动力客车在 1000-2000 辆左右。

在 2012 年底的财政补贴混合动力公交客车示范推广项目招标结果中，共有 17 家车企的 69 款车型入选，其中厦门金龙、宇通客车和中通客车三家入选车型最多，但在 14m 和 18m 两个长度段，仅有宇通客车的车型入选，因此宇通客车在此次招标结果中的产品线最全，并且在 14m 和 18m 两个长度段将是唯一的供应商。

表：财政补贴混合动力公交客车示范推广项目中标结果

序号	投标单位	入围车辆型号
1	丹东黄海汽车有限责任公司	DD6118HES21、DD6129HES11 DD6129CHEV1
2	湖南南车时代电动汽车股份有限公司	TEG6102PHEV、TEG6106PHEV TEG6127PHEV、TEG6129CHEV
3	扬州亚星客车股份有限公司	JS6126GHEV、JS6126GHEV3 JS6106GHEV1、JS6106GHEV2
4	安徽安凯汽车股份有限公司	HFF6110G03PHEV、HFF6121G03PHEV
5	成都客车股份有限公司	CDK6122CSHEV
6	上海申沃客车有限公司	SWB6127HE2、SWB6127CHEV SWB6107CHEV、SWB6107SHEV1
7	北汽福田汽车股份有限公司	BJ6123PHEV-1、BJ6123PHEV
8	金龙联合汽车工业（苏州）有限公司	KLQ6109GHEV1A、KLQ6109GCHEV1A KLQ6119GHEV1A、KLQ6119GCHEV1A KLQ6129GHEV4A、KLQ6129GCHEV1A
9	江西凯马百路佳客车有限公司	JXK6116BPHEV1、JXK6116BPHEV2
10	重庆恒通客车有限公司	CKZ6116HNHEVA4
11	郑州宇通客车股份有限公司	ZK6105CHEVNG1、ZK6108CHEVG2 ZK6120CHEVG1、ZK6125CHEVNG1 ZK6126CHEVG2、ZK6126CHEVG4 ZK6140CHEVNG1、ZK6180CHEVG1
12	广州汽车集团客车有限公司	GZ6111HEV1、GZ6121HEV1、 GZ6110HEV
13	一汽客车有限公司	CA6120URH2、CA6126SH8
14	厦门金龙旅行车有限公司	XML6105JHEV38C、XML6125JHEV38C XML6125JHEV88C
15	深圳市五洲龙汽车有限公司	FDG6111HEVG2、FDG6115HEVG1
16	中通客车控股股份有限公司	LCK6105PHENV1、LCK6121HEV1 LCK6125PHENV1、LCK6105PHENV LCK6125PHENV、LCK6101HEV LCK6121HEV、LCK6112HEV



17 厦门金龙联合汽车工业有限公司

XMQ6106AGHEV、XMQ6106AGHEV1
XMQ6106AGHEV2、XMQ6106AGHEV3
XMQ6106AGHEV5、XMQ6106AGHEV6
XMQ6127GH5、XMQ6127GHEV4
XMQ6127GHEV5、XMQ6127GHEV6
XMQ6127GHEV7、XMQ6127GHEV8
XMQ6127GHEV10、XMQ6127GHEV12

资料来源：中国国际招标网，山西证券研究所

三、校车：未来增长点

2012 年，校车市场火爆，全国销售 2.6 万辆，是上年的 3.4 倍。宇通校车销量为 7846 辆，是 2011 年的 4.6 倍，对公司总销量贡献率在 15%。2012 年公司市场份额达到 30%，较两年前提升 8 个百分点，一直保持校车行业龙头地位。

多次校车事故的出生暴露出目前我国合格校车的保有量过低，未来需求市场非常大，而且向大型化趋势发展。新国标出来后，校车将由平头改为长头，公司目前产品中大部分是长头校车，因此，新国标的出台对公司非常有利。2013 年公司校车目标是增加 2000 辆，预计总销量能达到 1 万辆以上。

四、出口：高增长且毛利率高

公司出口业务增速快，毛利高。公司出口业务虽然基数比较低，但是增速快且毛利率水平较高。2012 年共出口 5000 台，较上年增长 35.1%；出口业务实现收入约 30 亿元，同比增长 77%，收入占比提升至 15.2%；出口毛利率为 21.6%，高于国内业务。2013 年公司出口目标是增长 20%。

公司未来在出口市场的定位为：在巩固传统亚非拉国家之外计划打开欧美发达国家市场，我们认为想打开欧美市场很难，存在技术进入壁垒，除非未来技术上实现大的突破。

五、其他投资要点

1、零部件资产注入

宇通集团承诺在 2014 年完成汽车零部件业务（2012 年净利润在 3 亿左右，净利率 10%）的整合，注入宇通客车，资产注入后有利于降低上市公司成本，提升毛利率和净利润。

2、分红稳定且高

公司连续多年高分红。从 2000 年至今统计，公司在客车行业乃至整个汽车市场累计分红都位居第一，尤其在客车行业遥遥领先。连续稳定的高分红也是公司具有投资价值的一个重要因素。

表：2000 年以来客车行业上市公司单位分红情况（元/股）

证券代码	600066	600686	600303	600213	600609	000868	000957
证券简称	宇通客车	金龙汽车	曙光股份	亚星客车	金杯汽车	安凯客车	中通客车
2012	0.80	0.15	0.09			0.06	
2011	0.30	0.10	0.04			0.10	
2010	0.30	0.10	0.07			0.03	0.05
2009	1.00	0.05	0.08				
2008	0.60	0.05	0.05				
2007	0.70	0.15	0.10				
2006	0.50	0.15					
2005	1.00	0.15	0.15			0.04	
2004	0.50	0.15	0.20				
2003	0.40	0.13	0.30				0.10
2002		0.20	0.20	0.06			
2001	0.60	0.15	0.20	0.12			
2000	0.60	0.20	0.20	0.15			0.10

资料来源：wind，山西证券研究所

六、盈利预测及投资评级

城镇化和政府提倡公交先行的政策为客车的发展奠定了基调，未来客车市场将保持快速增长。公司凭借在大中型客车市场的领先优势，在新能源客车、校车和出口多因素的驱动下，业绩增长可期，预测公司 2013、14 和 15 年的 EPS 分别为 2.38、2.82 和 3.26 元，当前价格为 29.98 元，对应 2013、14 和 15 年的 PE 为 12.6、10.6 和 9.2，估值较低，给予“买入”评级。

表：利润表预测

会计年度（单位：万元）	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	1,693,192.59	1,976,345.92	2,332,088.19	2,775,184.94	3,246,966.38
营业收入	1,693,192.59	1,976,345.92	2,332,088.19	2,775,184.94	3,246,966.38
营业总成本	1,560,844.16	1,818,580.07	2,158,694.65	2,565,954.66	3,003,378.31
营业成本	1,385,038.09	1,581,765.70	1,879,663.08	2,220,147.95	2,591,079.17
营业税金及附加	8,242.00	11,677.99	13,992.53	17,206.15	21,105.28
销售费用	92,757.10	114,995.50	137,593.20	172,061.47	211,052.81



管理费用	69,899.87	88,051.32	104,943.97	138,759.25	172,089.22
财务费用	926.48	-3,783.14	-3,498.13	-2,220.15	-1,948.18
资产减值损失	3,980.63	25,872.70	26,000.00	20,000.00	10,000.00
其他经营收益	792.97	5,948.13	4,000.00	4000.00	5000.00
投资净收益	792.97	6,134.20	4,000.00	4,000.00	5,000.00
营业利润	133,141.41	163,713.98	177,393.54	213,230.28	248,588.07
加：营业外收入	6,780.38	14,403.82	15,000.00	16,000.00	17,000.00
减：营业外支出	4,589.33	1,599.25	2,000.00	3,000.00	4,000.00
利润总额	135,332.45	176,518.54	190,393.54	226,230.28	261,588.07
减：所得税	17,094.41	21,539.82	22,847.22	27147.63313	31390.56892
净利润	118,238.04	154,978.72	167,546.32	199,082.64	230,197.51
减：少数股东损益	97.50	6.57	8.00	10.00	10.00
归属于母公司所有者的净利润	118,140.53	154,972.15	167,538.32	199,072.64	230,187.51
每股收益（元）	1.68	2.20	2.38	2.82	3.26

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。