

2010 年 04 月 11 日

市场数据(人民币)

市价(元)	20.39
已上市流通A股(百万股)	428.14
总市值(百万元)	10,600.59
年内股价最高最低(元)	20.60/11.89
沪深 300 指数	3379.17
上证指数	3145.35
2008 年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《显著受益于行业复苏》，2009.10.27

分析师:李孟滔

(8621)61038309
limengtao@gjzq.com.cn

联系人:张锦

(8621)61038200
zhangjin@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

宇通客车 (600066.SH)

——行业波澜不惊，静待王者归来


公司基本情况(人民币)

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.943	1.021	1.084	1.291	1.486	1.703
净利润增长率	70.77%	40.87%	6.11%	19.08%	15.17%	14.55%
先前预期每股收益(元)			0.948	1.100	1.232	N/A
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	1.282	1.464	N/A
市盈率(倍)	36.56	8.81	18.44	15.80	13.72	11.97
行业优化市盈率(倍)	42.68	14.67	37.44	37.44	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.70	29.70	N/A	N/A
PE/G(倍)	0.52	0.22	3.02	0.83	0.90	0.82
已上市流通A股(百万股)	279.62	376.16	402.15	428.14	428.14	428.14
总股本(百万股)	399.92	519.89	519.89	519.89	519.89	519.89

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 宇通客车年报显示，公司 09 年销售客车 28,186 辆，同比增长 2.3%，实现营业收入 8,782 百万元，同比增长 5.4%，实现归属母公司净利润 563 百万元，同比增长 6.1%，对应 2009 年 EPS 为 1.084 元，超出我们的预期；
- 目前资本市场对于客车行业观点较为消极，认为其未来增长潜力有限，并会受到高铁建设的冲击，这一消极观点也影响到了宇通客车的估值水平和股价表现上；对此，我们建议投资者更多地从宇通客车公司本身的地位与特点来认识其价值：
 - ◆ 宇通是国内客车行业的绝对领先者，特别是在市场趋于饱和、行业增速放缓之时，完全有能力通过市场整合、提高份额继续获得较高的成长速度；
 - ◆ 业绩的稳定增长一直是宇通客车最重要的特点之一，自 97 年上市以来已连续 12 年实现盈利正增长，而其高分红比例也一直为资本市场所称道；尤其在目前对下半年汽车市场走势存在分歧的背景下，宇通低风险、高分红的特点显得尤其具有价值；
- 按照公司管理层的目标，2010 年将是公司同国内竞争对手在研发、生产和销售上进一步拉开差距的一年：
 - ◆ 公司目前遭遇一定的产能瓶颈，为此公司决定在原有基地周边建设新厂房以扩大 20,000 台的产能，预计 10-12 年公司的产能将分别达到 35,000、40,000 和 50,000 台；
 - ◆ 在完成产能扩张和内部竞争力提升后，宇通行业龙头的地位将更为稳固，市场份额也有望显著提升，加之出口的反弹和产品结构的进一步优化，宇通客车终将上演“王者归来”；

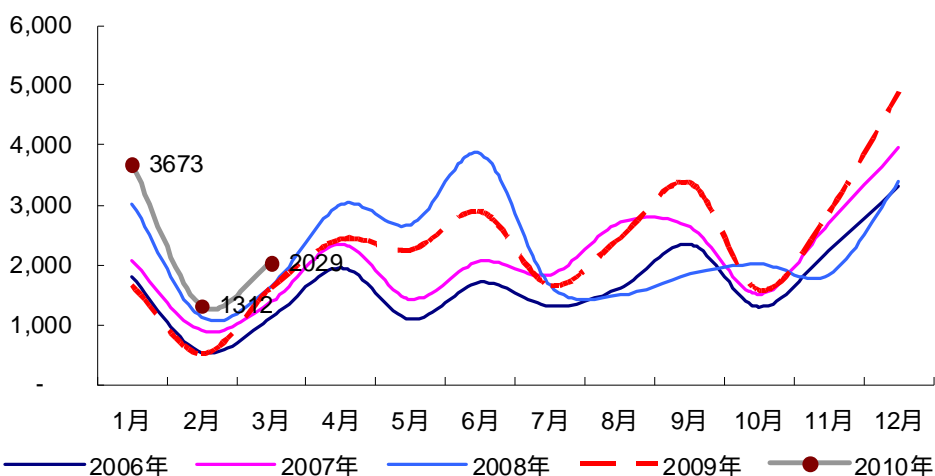
- 我们预测公司 10-12 年分别销售各类客车 34,926、39,357 和 43,833 辆，实现营业收入 10,925、12,529 和 14,208 百万元，实现归属母公司净利润 671、773 和 885 百万元，对应 10-12 年 EPS 分别为 1.291、1.486 和 1.703 元；
- 凭借行业龙头地位和以及稳定成长、高分红的特点，公司理应获得一定的溢价，我们给予公司股票未来 6-12 个月的目标价 26 元，对应 10-12 年动态 PE 分别为 20、17 和 15 倍，建议“买入”；

宇通 2010 关键词：扩张产能、提升份额

- 不仅是 2010 年，我们认为在未来 3 年内，产能的扩张和市场份额的提高都将成为宇通客车业绩增长的重要驱动力；
- 为缓解产能压力，公司已决定在郑州十八里河原有厂区周边建设新厂房以扩大产能，新增客车产能 2 万台/年（设计产能），预计于 2012 年达产；
 - ◆ 公司目前遭遇一定的产能瓶颈，2009 年单月产能极限约 4500 台，导致个别月份存在订单流失现象；当然，公司通过调整产品结构，增加高盈利产品比例等方法将其负面影响降至了最低；
 - ◆ 除新建产能外，公司还将通过内部优化等方法挖掘部分潜力，预计 2010 年单月产能极限有望达到 5000 台，但在 9 月、12 月等将较为紧张；考虑到季节波动因素，我们认为公司 2010 年总产能有望超过 3.5 万台、2011 年超过 4 万台；

图表1：宇通客车月度销量变化

单位：辆

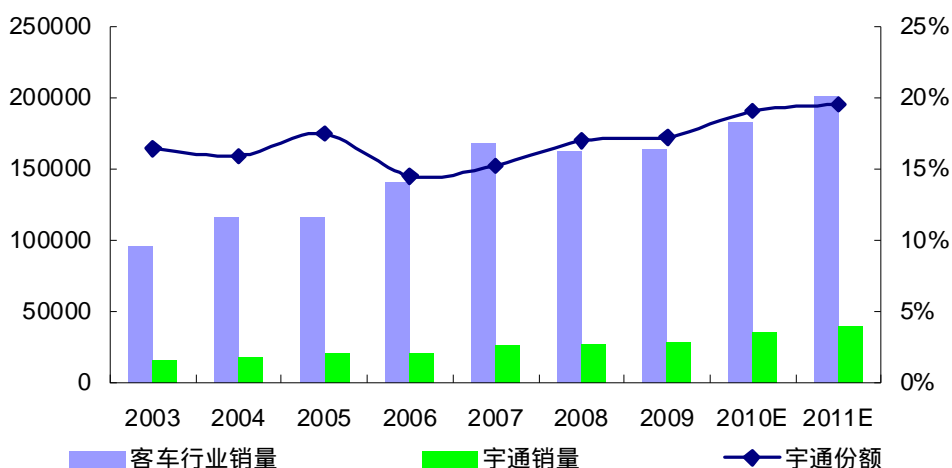


来源：公司公告，中客网，国金证券研究所

- 新建产能后，宇通在国内客车行业的领先优势将进一步巩固，预计 2010 年公司销量有望达到 35000 台：
 - ◆ 2010 年将是宇通客车在研发、生产、销售等方面与竞争对手进一步拉开差距的一年，09 年公司在国内客车市场占有率达 22%-23%（公司统计，与行业协会统计有差异），我们认为在未来 3 年内这一数字仍有提高 3%-5%；
 - ◆ 公司 2010 年全年客车产销目标是 3.2 万辆，这一目标仍偏保守；
 - ◆ 今年 1-3 月份公司累计销售客车 7014 台，较去年同期增长 85%；我们预计 2010 年大中型客车全行业销量将实现 10%-15% 的同比增长，而宇通公司销量有望达到 35000 台（含部分轻型客车），同比增长 24%；

图表2：公司市场份额持续提高

单位：辆



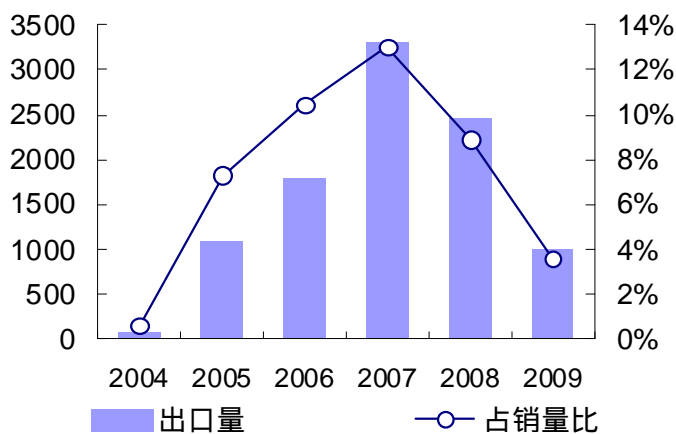
来源：中客网，国金证券研究所

■ 公司其他潜在增长点包括：

- ✦ **出口**：受金融危机影响，公司 09 年仅出口客车 1010 台，获得出口收入 2.97 亿人民币，较 08 年减少近 50%；预计 10 年公司客车出口恢复至 3000 台左右，其中出口古巴 1500 辆；从长期来看，公司的出口销量有望提升至 8000 台/年以上；
- ✦ **产品结构优化**：公司目前的产品结构仍有改进空间：目前中高档车仅占总销量的 70%，而公司的目标是提高到 90%以上，如能达到，则将显著有利于公司收入和盈利水平的提升；

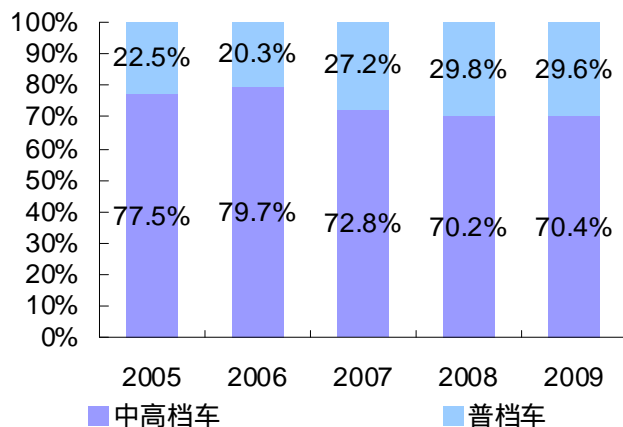
图表3：公司历年客车出口销量

单位：辆



来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：公司销售产品结构变化



- ✦ **新能源客车**：市场存在担心认为新能源客车的将会对客场行业格局特别是宇通的龙头地位带来冲击，我们认为这纯属误解：丰田的经验证明，新能源汽车的赢家往往正是传统汽车的赢家；事实上，公司在新能源领域早有积累，是国内最早开始研究客车的公司之一，也是目前国内极少数有能力自主研制电动汽车电控系统（包括电池管理系统）的汽车厂商之一；
- ✦ **进入汽车行业其他领域**：凭借在客车行业的深厚积累，公司完全有可能进入汽车行业的其他相关领域，创造新的增长点；

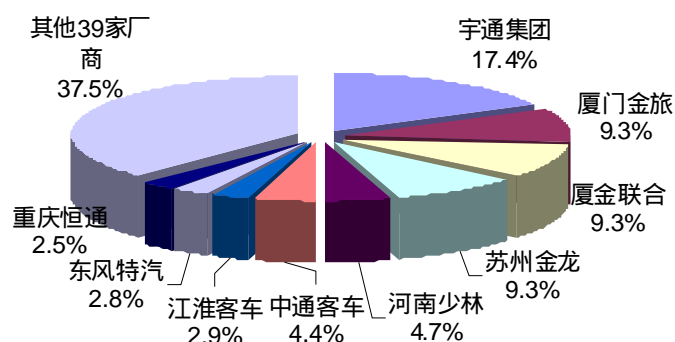
公司价值重估：龙头地位、稳定成长、高分红

- 目前市场对于客车行业观点较为消极，认为其未来增长潜力有限，并会受到高铁建设的冲击；这一消极观点也影响到了宇通客车的估值水平和股价表现上；
- 我们并不否认国内客车市场的潜力低于轿车和重卡等其他子行业，也不否认客车行业的增长速度会趋于降低；但是，我们建议投资者更多地从宇通客车公司本身的地位与特质来认识其价值；

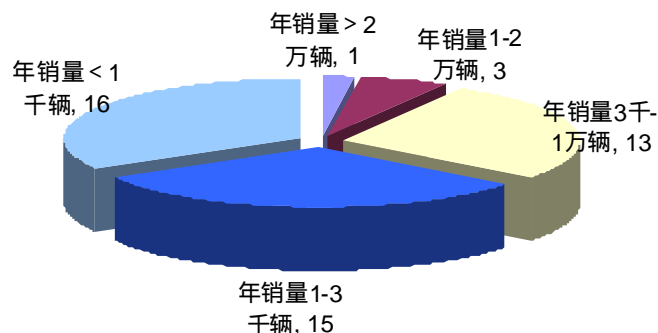
行业低增速 公司低成长

- 在趋于饱和的行业中，以宇通为代表的龙头企业完全有能力通过提高市场占有率取得高于行业整体水平的增长；
- ◆ 国内大中型客车行业集中度依然偏低：按中客网统计口径，目前国内仍有近 50 家客车生产企业（而在整个西欧，这个数字仅为 7），其中近 2/3 的企业年产量在 3000 台以下；行业分散为领先厂商整合市场、提高份额创造了机会；

图表5：2009 年客车行业市场份额分布



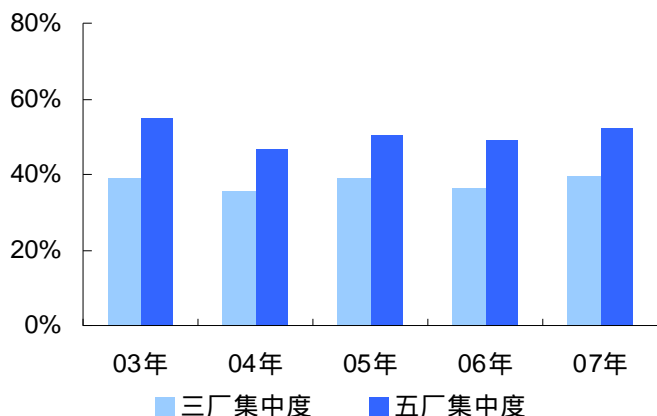
图表6：国内客车厂商产销规模分布



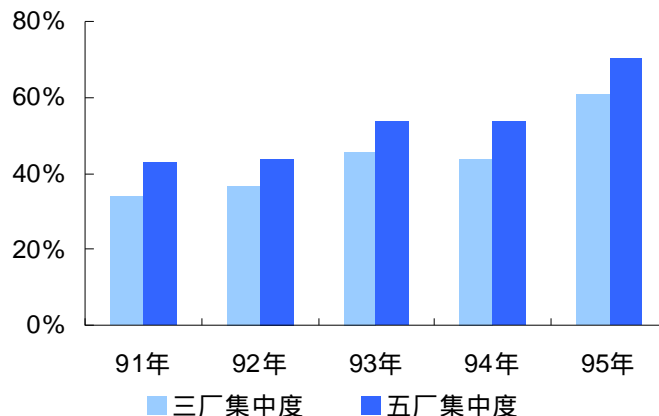
来源：中客网，国金证券研究所

- 历史经验证明，行业增长相对停滞的阶段，往往就是集中度提高、龙头企业扩大市场份额的时期；
- ◆ 2003-2007 年是国内客车行业快速增长期，在这一时期行业集中度相对稳定；而 1991-1995 年是客车行业平台期，在这一时期行业集中度显著提高，中小厂商的生存空间被挤压；

图表7：2003-2007 年客车行业集中度维持稳定



图表8：1991-1995 年客车行业集中度显著提高



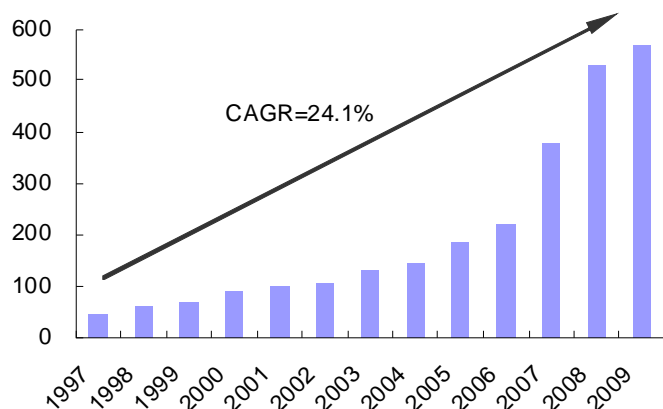
来源：中汽协、中客网、国金证券研究所

- 如我们上节所述，除市场份额提高外，公司在出口、产品结构提升、新能源客车等方面也仍具增长潜力；据此，我们认为尽管未来 5 年大中型客车行业整体只能够获得 5%-10% 的增速，但宇通客车的业绩仍有望取得 15% 以上的复合增长率；

稳定性与高分红凸显投资价值

- 公司业绩的稳定性和高分红一直为资本市场所称道，这与公司稳健的经验风格、牢固的销售体系、出众的盈利能力和现金管理能力是分不开的；
- 目前，市场对于汽车行业的分歧主要在于对下半年汽车市场销量下滑的担忧，在这一背景下，公司抗波动、稳定成长和高分红的特点就显得尤其具有价值；

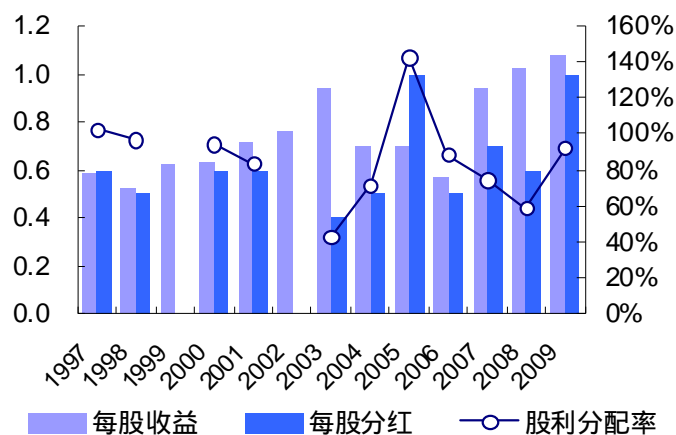
图表9：公司连续 12 年获得净利润正增长



来源：Wind，国金证券研究所

图表10：公司一贯坚持高分红政策

单位：元



盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 10-12 年分别销售各类客车 34,926、39,357 和 43,833 辆，实现营业收入 10,925、12,529 和 14,208 百万元，同比增长 24.4%、14.7% 和 13.4%；实现归属母公司净利润 671、773 和 885 百万元，同比增长 19.1%、15.2% 和 14.6%，对应 10-12 年 EPS 分别为 1.291、1.486 和 1.703 元；
- 关键假设如下：
 - ◆ 未来 3 年国内客车需求维持 5%-10% 的低速增长态势，公司的市场占有率进一步提高；
 - ◆ 客车出口逐步复苏，预计 10-12 年公司分别出口客车 3,000、3,600、4,500 辆；
 - ◆ 受原材料价格影响，预计 10 年毛利率将由 09 年 4 季度高位回落，稳定在 17% 左右；11 年开始由于产品结构优化和调价的影响，毛利率逐步回升；

图表11：公司销售收入分拆预测

单位：百万元

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
客车						
平均售价（万元/辆）	28.20	28.66	29.81	30.10	30.71	31.32
增长率（YOY）	0.39%	1.63%	4.00%	1.00%	2.00%	2.00%
销售数量（辆）	24,243	27,556	28,186	34,926	39,357	43,833
增长率（YOY）	40.85%	13.67%	2.29%	23.91%	12.69%	11.37%
销售收入（百万元）	6,836.56	7,897.16	8,400.90	10,513.87	12,084.74	13,728.20
增长率（YOY）	41.39%	15.51%	6.38%	25.15%	14.94%	13.60%
毛利率	17.29%	16.03%	17.64%	17.29%	17.38%	17.47%
销售成本（百万元）	5,654.56	6,631.31	6,918.59	8,695.84	9,984.62	11,330.55
增长率（YOY）	42.31%	17.27%	4.33%	25.69%	14.82%	13.48%
毛利（百万元）	1,182.01	1,265.85	1,482.31	1,818.03	2,100.11	2,397.64
增长率（YOY）	37.17%	7.09%	17.10%	#DIV/0!	15.52%	14.17%
占总销售额比重	86.75%	94.74%	95.66%	96.24%	96.45%	96.62%
占主营业务利润比重	81.06%	96.51%	97.37%	97.68%	97.82%	97.94%
单车成本	23.32	24.06				
	24.03					
其他						
销售收入（百万元）	1,044.2	438.5	380.8	411.3	444.2	479.7
增长率（YOY）	774.58%	-58.01%	-13.15%	8.00%	8.00%	8.00%
毛利率	26.45%	10.45%	10.52%	10.52%	10.52%	10.52%
销售成本（百万元）	768.04	392.70	340.76	368.02	397.47	429.26
增长率（YOY）	987.40%	-48.87%	-13.23%	8.00%	8.00%	8.00%
毛利（百万元）	276.17	45.81	40.07	43.27	46.74	50.48
增长率（YOY）	466.33%	-83.41%	-12.54%	8.00%	8.00%	8.00%
占总销售额比重	13.25%	5.26%	4.34%	3.76%	3.55%	3.38%
占主营业务利润比重	18.94%	3.49%	2.63%	2.32%	2.18%	2.06%
销售总收入（百万元）	7880.77	8335.67	8781.73	10925.17	12528.94	14207.94
销售总成本（百万元）	6422.60	7024.01	7259.35	9063.86	10382.09	11759.82
毛利（百万元）	1458.17	1311.66	1522.38	1861.31	2146.85	2448.12
平均毛利率	18.50%	15.74%	17.34%	17.04%	17.14%	17.23%

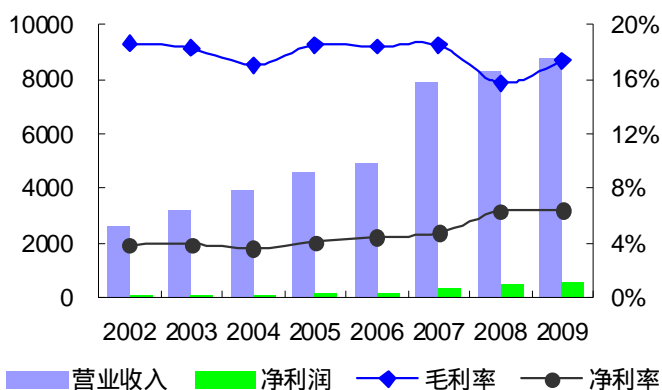
来源：国金证券研究所

- 考虑到公司的行业龙头地位和以及稳定成长、高分红的特点，市场本应给予其一定的溢价，然而从目前的估值水平来看这些并没有得到体现，我们给予公司股票未来 6-12 个月的目标价 26 元，对应 10-12 年动态 PE 分别为 20、17 和 15 倍，建议“买入”；

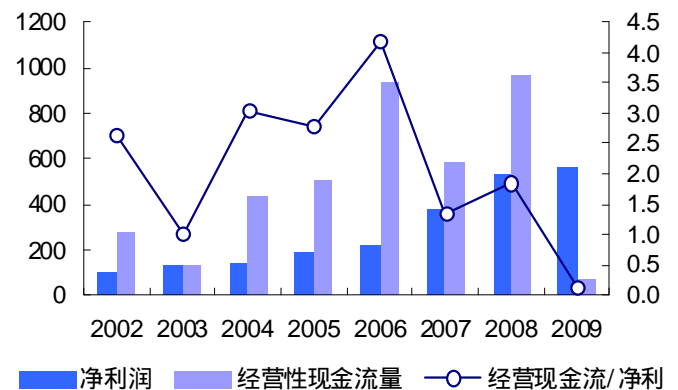
附录 1：宇通客车 2009 年业绩回顾

- 公司 2009 年共销售各类客车 28,186 辆，同比增长 2.3%，实现营业收入 8,782 百万元，同比增长 5.4%，实现归属母公司净利润 563 百万元，同比增长 6.1%，对应 2009 年 EPS 为 1.084 元，超出我们的预期；
- 公司 2009 年呈现“量利双增”的局面，毛利率由 08 年的 15.7%提高至 17.3%，净利率由 08 年的 6.37%小幅提高至 6.42%；盈利水平提高的因素包括良好的需求状况、产品结构的改善和原材料成本的降低；
- 09 年财务报表的一个主要瑕疵来自于现金流量表，经营性现金流量/净利润仅为 0.13，主要原因是期末应收账款和应付票据的大幅增加；我们了解到这是 09 年底公司加大对销售商的资金支持力度所致，目前各应收和应付项目状况已逐步恢复正常；

图表12：公司历年收入与赢利水平变化 单位：百万元



图表13：公司盈利与现金流量状况 单位：百万元



来源：公司公告，国金证券研究所

图表14：公司分季度财报状况分析

单位：百万元

会计年度截止日：12/31	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009
营业收入	1,728.78	2,540.57	1,639.72	2,426.60	1,322.18	2,225.32	2,285.30	2,948.93
增长率 (YOY)	41.82%	58.22%	-16.62%	-21.46%	-23.52%	-12.41%	39.37%	21.53%
营业成本	1,444.69	2,200.46	1,425.97	1,952.89	1,083.32	1,880.13	1,895.12	2,400.78
% 营业收入	83.6%	86.6%	87.0%	80.5%	81.9%	84.5%	82.9%	81.4%
增长率 (YOY)	42.96%	63.04%	-14.93%	-18.16%	-25.01%	-14.56%	32.90%	22.93%
毛利	284.09	340.11	213.75	473.71	238.86	345.19	390.18	548.15
% 营业收入	16.4%	13.4%	13.0%	19.5%	18.1%	15.5%	17.1%	18.6%
增长率 (YOY)	36.30%	32.83%	-26.41%	-32.64%	-15.92%	1.49%	82.54%	15.71%
销售费用	86.05	85.24	84.35	149.71	70.89	99.20	112.31	188.01
% 营业收入	5.0%	3.4%	5.1%	6.2%	5.4%	4.5%	4.9%	6.4%
增长率 (YOY)	12.58%	1.34%	-6.10%	-6.79%	-17.61%	16.38%	33.14%	25.58%
管理费用	126.88	94.74	91.74	96.70	94.10	89.79	96.83	77.43
% 营业收入	7.3%	3.7%	5.6%	4.0%	7.1%	4.0%	4.2%	2.6%
增长率 (YOY)	84.88%	8.74%	-3.22%	-18.83%	-25.84%	-5.23%	5.55%	-19.92%
EBIT	63.92	150.57	36.30	215.48	64.58	147.49	171.08	271.75
% 营业收入	3.7%	5.9%	2.2%	8.9%	4.9%	6.6%	7.5%	9.2%
增长率 (YOY)	12.43%	89.37%	-63.86%	-40.40%	1.03%	-2.05%	371.35%	26.11%
财务费用	6.67	2.92	-1.85	12.97	1.97	0.07	3.52	2.96
% 营业收入	0.4%	0.1%	-0.1%	0.5%	0.1%	0.0%	0.2%	0.1%
增长率 (YOY)	-1705.73%	-48.88%	-122.62%	184.36%	-70.47%	-97.44%	-290.31%	-77.17%
投资收益 (损失以“-”号填列)	278.03	16.93	83.70	-25.66	-0.03	16.20	5.33	10.02
% 税前利润	83.0%	10.1%	-207.7%	-15.4%	0.0%	10.1%	3.1%	3.9%
增长率 (YOY)	7233.12%	72.15%	715.36%	-201.02%	-100.01%	-4.31%	-93.63%	-139.04%
营业利润 (亏损以“-”号填列)	334.64	165.68	-39.68	169.54	59.42	156.84	170.85	256.26
% 营业收入	19.4%	6.5%	-2.4%	7.0%	4.5%	7.0%	7.5%	8.7%
增长率 (YOY)	414.48%	120.11%	-141.88%	-52.25%	-82.24%	-5.34%	-530.62%	51.15%
利润总额 (亏损总额以“-”号填列)	334.87	168.40	-40.30	166.86	61.84	161.07	171.15	259.72
% 营业收入	19.4%	6.6%	-2.5%	6.9%	4.7%	7.2%	7.5%	8.8%
增长率 (YOY)	410.07%	115.86%	-142.53%	-53.57%	-81.53%	-4.35%	-524.68%	55.65%
减：所得税费用	81.38	24.95	-18.35	17.74	7.42	21.93	24.02	32.94
% 税前利润	24.3%	14.8%	45.5%	10.6%	12.0%	13.6%	14.0%	12.7%
合并报表的净利润	253.48	143.45	-21.95	149.12	54.41	139.14	147.13	226.79
% 营业收入	14.7%	5.6%	-1.3%	6.1%	4.1%	6.3%	6.4%	7.7%
增长率 (YOY)	501.70%	166.73%	-135.61%	-46.42%	-78.53%	-3.00%	-770.31%	52.09%
净利润 (归属于母公司所有者的)	253.65	143.02	-21.57	155.94	54.89	137.41	145.10	226.08
增长率 (YOY)	470.10%	137.71%	-133.58%	-25.06%	-78.36%	-3.92%	-772.87%	44.98%

来源：公司公告，国金证券研究所

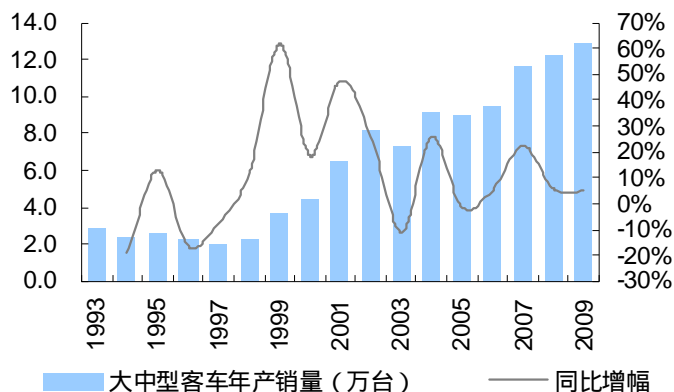
附录 2：客车行业分析：内需低速增长，出口仍可期待

国内市场增速降低难以避免

- 国内大中型客车市场在经过 98 年-07 年近 10 年的高速增长后期，需求已逐渐趋于饱和，增速降低难以避免；我们对未来国内客车市场的总体判断是：维持年均 5%-10% 的低速增长；

图表15：历年大中型客车产销量

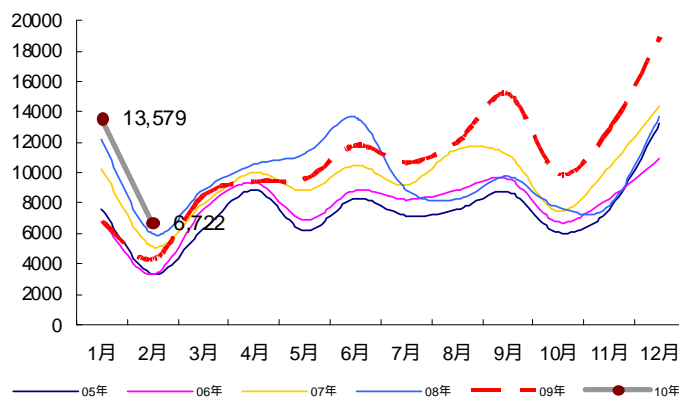
单位：万辆



来源：中汽协，国金证券研究所

图表16：中汽协口径大中型客车月度销量

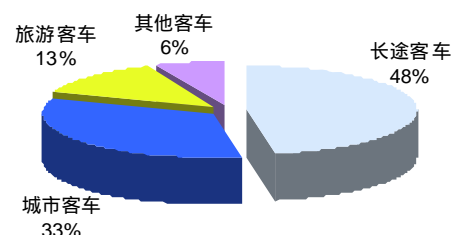
单位：辆



- 国内大中型客车市场的需求主要包括：长途客运、城市公交、旅游客车三部分；从市场容量来看，长途>公交>旅游；从盈利水平来看，长途>旅游>公交；

- 1、长途客运方面：98 年之后长途客车销量的高速增长除经济发展造成出行需求增加外，另一个原因是铁路相对公路建设的滞后导致客流向公路转移；而近两年兴起的铁路建设将改变这一现状，公路客运在干线上将遭到挤压，需求增量有限，未来以更新性需求为主；

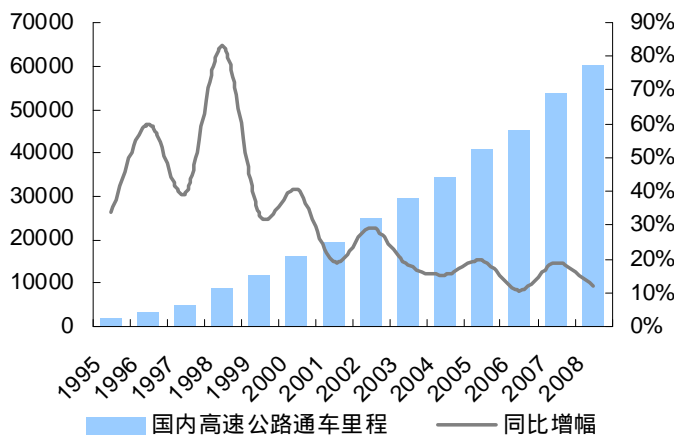
图表17：国内大中型客车需求结构



来源：中汽协，国金证券研究所

图表18：近年高速公路建设进展迅速

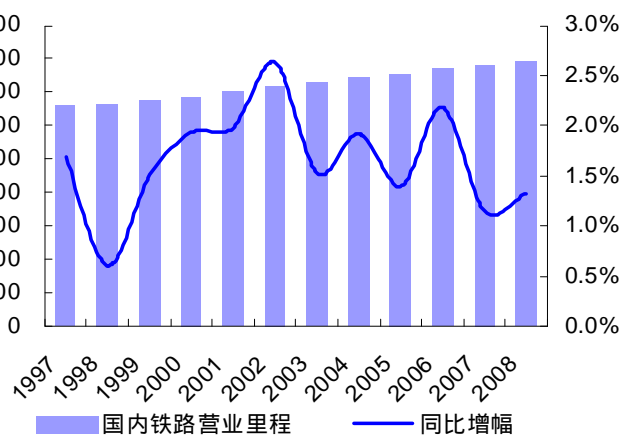
单位：公里



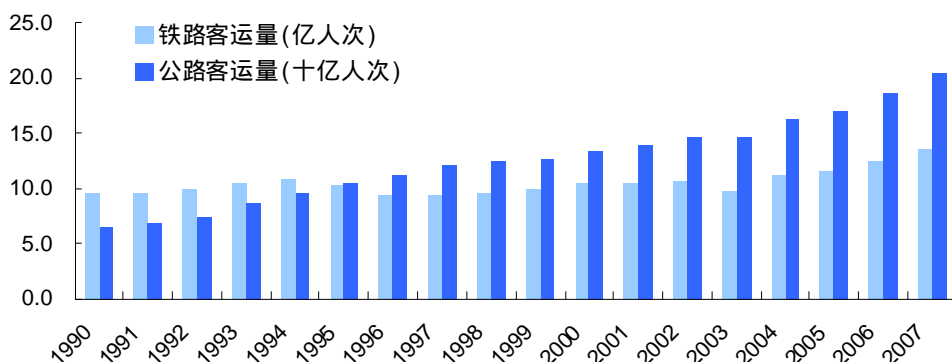
来源：Wind，国金证券研究所

图表19：铁路建设进展相对滞后

单位：公里



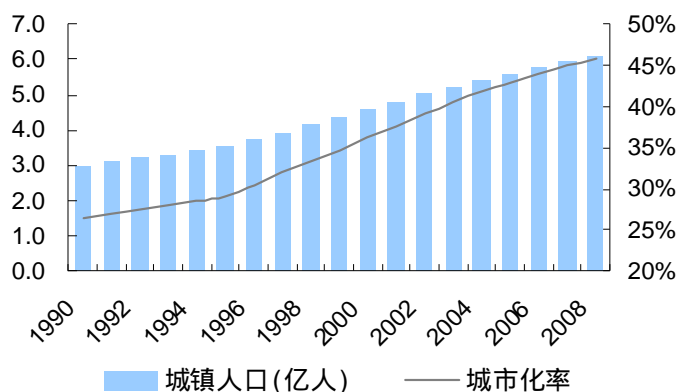
图表20：近年客流由铁路向公路分流



来源：Wind，国金证券研究所

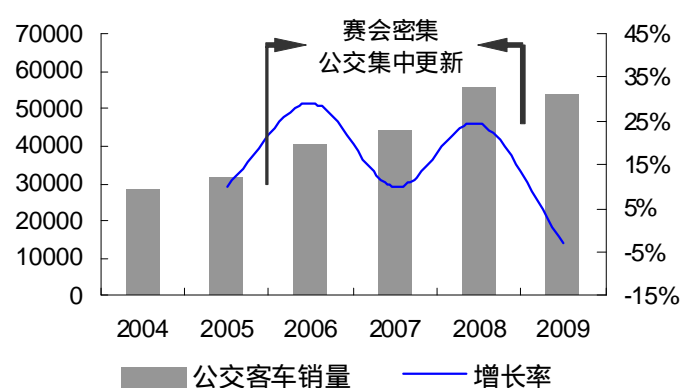
- ◆ **2、城市公交方面：**公交客车增长主要受益于我国城市化的进程，06 年以来，北京奥运、上海世博、广州亚运引起的公交集中更换一定程度上透支了未来的需求，此外，一线城市轨道交通和私家车的替代作用也对公交需求产生消极影响；尽管我国城市化进程仍将持续，但未来新增需求将主要来自利润较低的二三线市场；

图表21：我国城市化水平不断提升



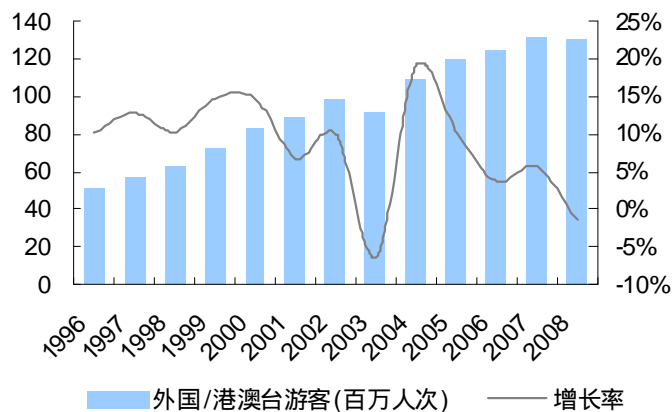
来源：Wind，中客网，国金证券研究所

图表22：06 年以来赛会密集导致公交集中更新



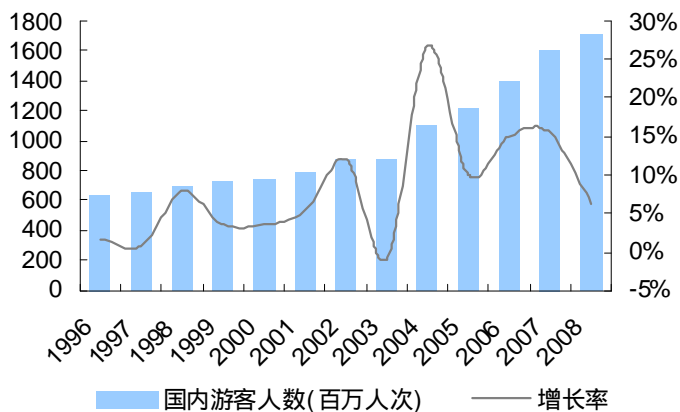
- ◆ **2、城市公交方面：**旅游作为国家重点扶持的产业，发展空间巨大，旅游客车在未来也仍具有较大的增长潜力，但由于旅游客车占客车总需求比重较低，贡献相对有限；

图表23：入境游客数量不断增加



来源：Wind，国金证券研究所

图表24：国内旅游游客人数不断增加



高铁冲击：结构性大于总量性

- 2006 年以来，随着动车组的开行和众多高铁/城际铁路的开工，国内铁路建设进入新的高峰期；以高铁为代表的铁路建设是否会对长途客运产生严重冲击，成为当前对于长途客车市场乃至整个客车行业最大的担忧；

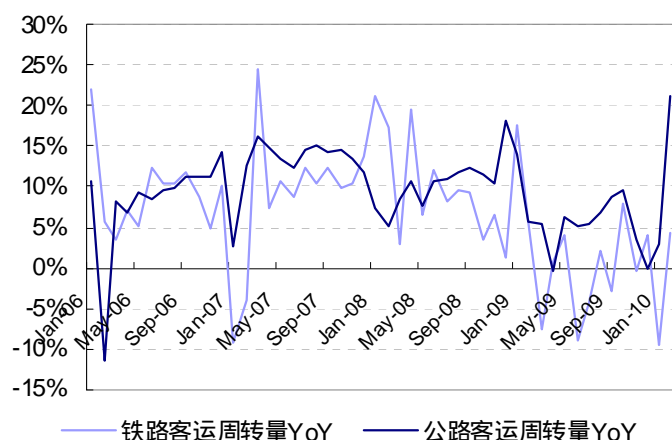
图表25：国内建成与在建铁路客运专线一览

	客运专线	里程(km)	建成年份	客运专线	里程(km)	建成年份
2008年之前	秦沈客运专线	404	2003	京津城际专线	120	2008
	合宁客运专线	166	2008	胶济客运专线	363	2008
2009年	石太客运专线	189	2009	郑西客运专线	484	2009
	合武客运专线	351	2009	甬台温专线	282	2009
	温福客运专线	321	2009	福厦客运专线	273	2009
2010年	九昌客运专线	131	2010	武广客运专线	995	2010
	广深港专线	105	2010	广珠城际线	141	2010
	长吉客运专线	108	2010	海南东环专线	308	2010
2011年之后	京石客运专线	281	2011	京沪高速铁路	1318	2012
	石武客运专线	838	2012	汉宜铁路	293	2012
	哈大客运专线	902	2012	宁杭客运专线	249	2012

来源：国金证券研究所

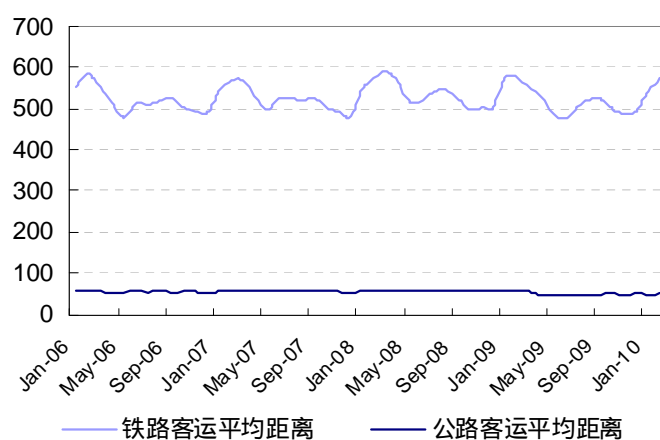
- 对此，我们的观点是：高铁对公路客运以及客车市场的消极影响难以避免，但不如想象中严重，而且结构性影响大于总量性冲击，未来长途客车市场仍有一定增长空间：
 - ◆ 高速、城际铁路相对公路网覆盖率仍然有限，动车组的开行也主要惠及干线铁路和大站；2006 年以来的数据表明，公路客运周转量增速在大多数月份仍高于铁路，铁路对公路客运冲击并不显著；
 - ◆ 铁路客运平均距离近 10 倍于公路，在 400km 以下，公路客运仍占绝对优势；铁路与公路关系不仅有替代而且有互补，未来预计形成“干线铁路为主、支线公路为主”的客运体系；
 - ◆ 铁路建设对公路客运的影响主要体现在结构性：干线运输铁路占优，公路客运市场开始向支线客运、农村客运转移，灵活性、经济型更优的中轻型客车将受到青睐；长途公路客车市场在总量仍有增长空间的情况下，盈利能力或将受到不利影响；

图表26：06 年以来公路客运周转量增速仍大于铁路

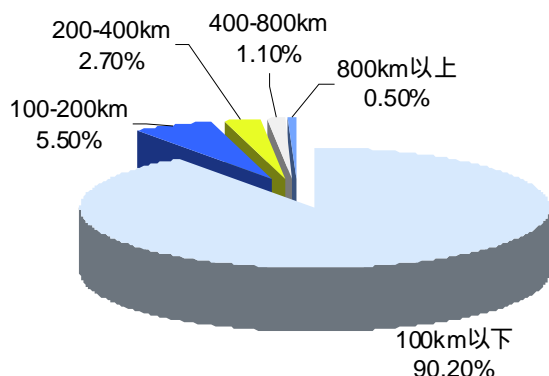


来源：Wind，国金证券研究所

图表27：铁路运输平均距离几乎 10 倍于公路

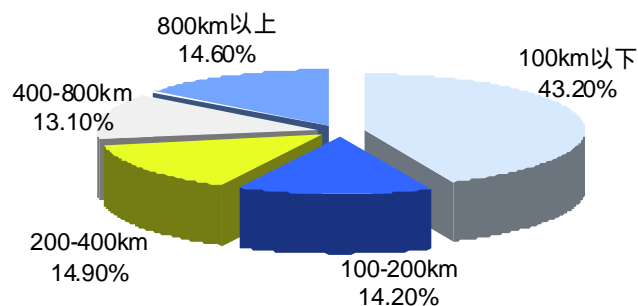


图表28：公路客运里程分布结构（按客运量）



来源：Wind，交通运输部，国金证券研究所

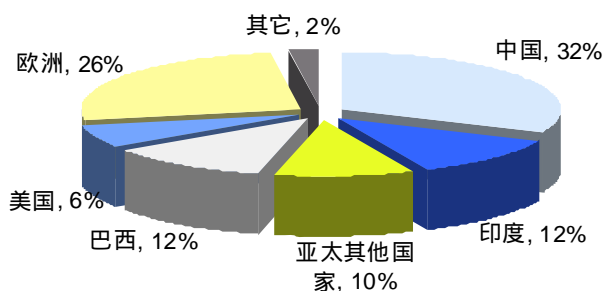
图表29：公路客运里程分布结构（按客运周转量）



客车出口：“中国制造”值得期待

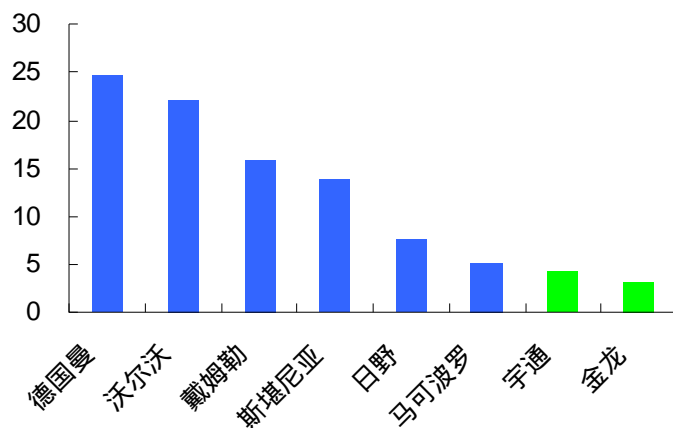
- 当内需逐渐走向饱和之时，出口，就成为国内客车企业的必然选择；
- 中国目前已经是世界第一大客车生产国，与国外厂商技术水平上的差距正逐渐缩小；国内宇通、金龙等主要客车企业产品均价仅相当于欧洲客车厂商均价的 20%-30%，相当于日韩、巴西客车厂商均价的 50%-70%，在国际市场上表现出强劲的成本和价格竞争力；
- 但是，与马可波罗、斯堪尼亚等国外主要客车厂商相比，国内企业出口收入占比依然偏低，增长空间巨大；在未来，出口有望成为中国客车企业发展的核心驱动力；

图表30：中国已成为世界第一客车生产大国

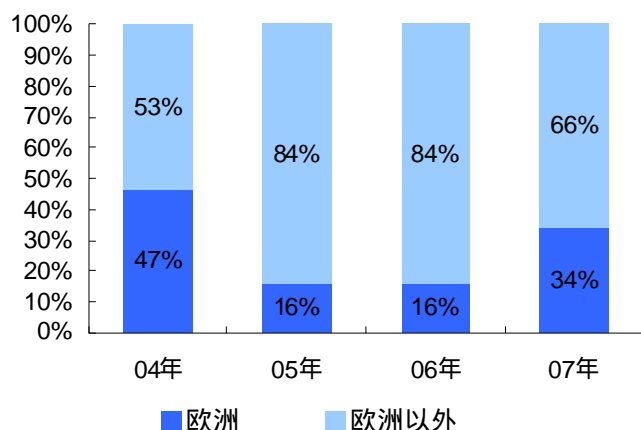


来源：CEIC，Bloomberg，各公司年报，国金证券研究所

图表31：中国客车厂商均价远低于国外厂商（万美元）

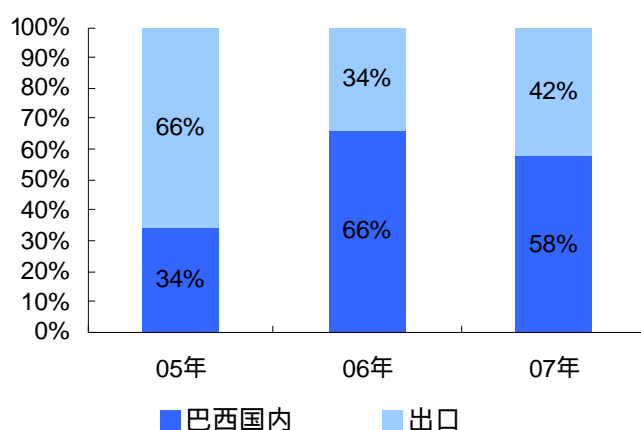


图表32：瑞典斯堪尼亚销售收入地区分布

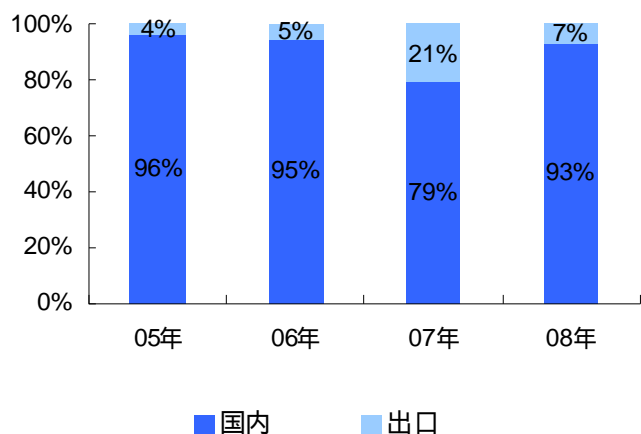


来源：各公司年报，国金证券研究所

图表33：巴西马可波罗销售收入地区分布

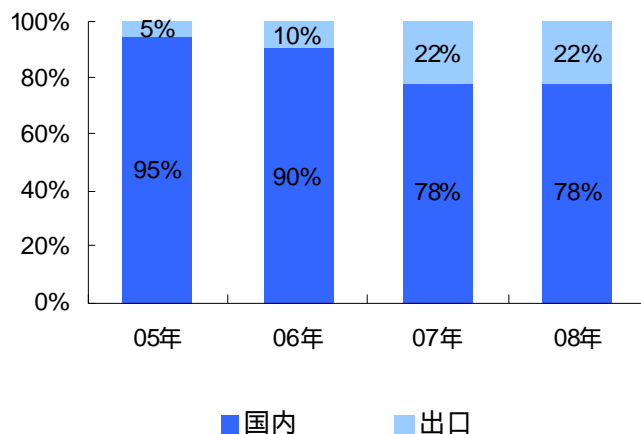


图表34：宇通客车销售收入地区分布



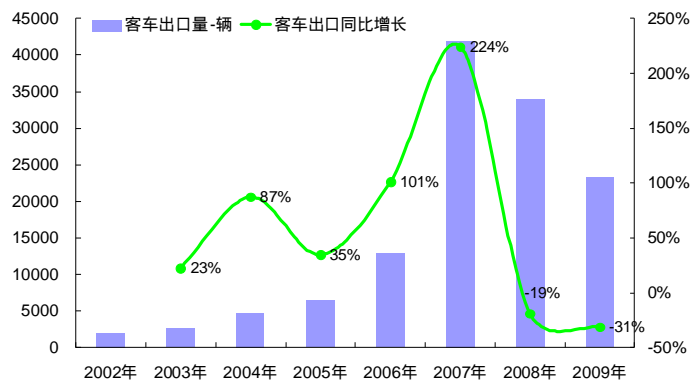
来源：各公司年报，国金证券研究所

图表35：金龙汽车销售收入地区分布



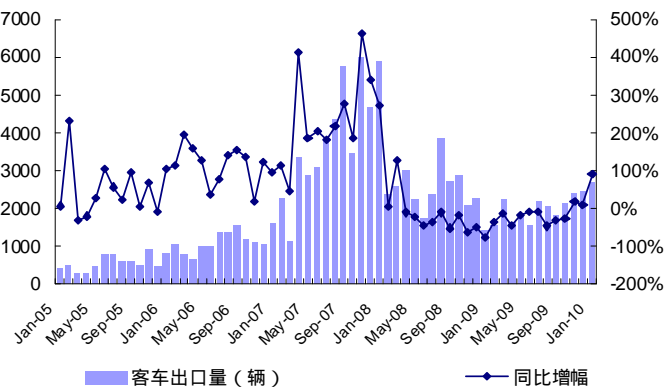
- 受国际宏观经济影响，2008-2009 年客车出口陷入低迷；我们认为 09 年已经是客车出口的最低谷，随着国际经济的复苏，10 年出口销量反弹的概率远大于继续向下；

图表36：历年客车出口量变化



来源：中汽协，国金证券研究所

图表37：月度客车出口量变化



附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	7,881	8,336	8,782	10,925	12,529	14,208
增长率		5.8%	5.4%	24.4%	14.7%	13.4%
主营业务成本	-6,423	-7,024	-7,259	-9,064	-10,382	-11,760
% 销售收入	81.5%	84.3%	82.7%	83.0%	82.9%	82.8%
毛利	1,458	1,312	1,522	1,861	2,147	2,448
% 销售收入	18.5%	15.7%	17.3%	17.0%	17.1%	17.2%
营业税金及附加	-79	-30	-39	-49	-56	-64
% 销售收入	1.0%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-411	-405	-470	-568	-652	-739
% 销售收入	5.2%	4.9%	5.4%	5.2%	5.2%	5.2%
管理费用	-370	-410	-358	-481	-551	-625
% 销售收入	4.7%	4.9%	4.1%	4.4%	4.4%	4.4%
息税前利润 (EBIT)	598	466	655	763	888	1,020
% 销售收入	7.6%	5.6%	7.5%	7.0%	7.1%	7.2%
财务费用	-18	-21	-9	-11	-12	-14
% 销售收入	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-55	-152	-40	0	0	0
公允价值变动收益	15	-17	5	0	0	0
投资收益	49	353	32	33	35	36
% 税前利润	8.2%	56.0%	4.8%	4.2%	3.8%	3.5%
营业利润	590	630	643	786	910	1,043
营业利润率	7.5%	7.6%	7.3%	7.2%	7.3%	7.3%
营业外收支	8	0	10	0	0	0
税前利润	598	630	654	786	910	1,043
利润率	7.6%	7.6%	7.4%	7.2%	7.3%	7.3%
所得税	-162	-106	-86	-110	-132	-156
所得税率	27.1%	16.8%	13.2%	14.0%	14.5%	15.0%
净利润	436	524	567	676	778	886
少数股东损益	59	-7	4	5	5	1
归属于母公司的净利润	377	531	563	671	773	885
净利率	1.9%	2.6%	2.3%	4.8%	5.4%	6.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	436	524	567	676	778	886
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	130	264	229	203	185	176
非经营收益	-44	-277	-40	-56	-34	-36
营运资金变动	64	457	-684	704	26	198
经营活动现金净流	586	968	72	1,527	955	1,225
资本开支	-233	-558	-245	-342	-155	-175
投资	-555	705	-161	-61	-65	-70
其他	-3	-32	22	33	35	36
投资活动现金净流	-792	115	-383	-370	-186	-209
股权募资	0	0	0	0	-318	0
债权募资	791	-761	1	-149	0	0
其他	-229	-333	-490	0	-364	-383
筹资活动现金净流	562	-1,094	-489	-149	-682	-383
现金净流量	356	-11	-800	1,007	87	634

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	1,263	1,360	717	1,724	1,811	2,445
应收款项	1,302	781	1,526	1,351	1,549	1,757
存货	1,504	636	758	993	1,138	1,289
其他流动资产	292	118	394	433	465	498
流动资产	4,362	2,895	3,395	4,501	4,963	5,989
% 总资产	55.2%	61.8%	61.6%	66.3%	68.3%	71.8%
长期投资	2,615	438	652	698	747	800
固定资产	734	1,019	1,073	1,293	1,279	1,292
% 总资产	9.3%	21.7%	19.5%	19.0%	17.6%	15.5%
无形资产	96	244	226	203	187	173
非流动资产	3,534	1,789	2,112	2,287	2,305	2,357
% 总资产	44.8%	38.2%	38.4%	33.7%	31.7%	28.2%
资产总计	7,896	4,685	5,507	6,788	7,268	8,346
短期借款	726	0	0	0	0	0
应付款项	3,447	2,710	2,769	3,596	4,119	4,666
其他流动负债	262	144	376	700	579	625
流动负债	4,436	2,854	3,145	4,296	4,699	5,291
长期贷款	160	5	6	6	6	6
其他长期负债	471	124	182	0	0	0
负债	5,067	2,984	3,334	4,302	4,704	5,297
普通股股东权益	2,658	1,679	2,168	2,475	2,548	3,032
少数股东权益	170	22	6	11	16	18
负债股东权益合计	7,896	4,685	5,507	6,788	7,268	8,346

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.943	1.021	1.084	1.291	1.486	1.703
每股净资产	6.647	3.230	4.170	4.760	4.900	5.831
每股经营现金净流	1.465	1.863	0.139	2.937	1.837	2.356
每股股利	0.500	0.700	0.600	0.700	0.735	0.772
回报率						
净资产收益率	14.18%	31.63%	25.99%	27.11%	30.34%	29.20%
总资产收益率	4.77%	11.34%	10.23%	9.89%	10.63%	10.61%
投入资本收益率	10.62%	22.74%	25.69%	26.35%	29.54%	28.39%
增长率						
主营业务收入增长率	59.06%	5.77%	5.35%	24.41%	14.68%	13.40%
EBIT增长率	100.00%	-22.07%	40.45%	16.56%	16.29%	14.93%
净利润增长率	70.77%	40.87%	6.11%	19.08%	15.17%	14.55%
总资产增长率	119.33%	-40.67%	17.56%	23.24%	7.08%	14.82%
资产管理能力						
应收账款周转天数	31.5	34.5	31.0	31.5	31.5	31.5
存货周转天数	66.5	55.6	35.1	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	67.4	70.5	59.0	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	23.8	32.9	43.8	39.2	35.2	32.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.38%	-82.62%	-46.90%	-82.17%	-83.69%	-91.71%
EBIT利息保障倍数	33.2	22.5	76.9	72.0	73.0	74.0
资产负债率	64.18%	63.69%	60.53%	63.38%	64.72%	63.46%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	7	8	8	8	32
买入	4	4	4	6	15
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.36	1.35	1.34	1.37	1.34

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 2008-04-23	买入	15.03	N/A
2 2008-07-27	买入	13.47	N/A
3 2008-08-26	买入	12.50	N/A
4 2008-10-14	买入	11.12	N/A
5 2008-10-27	买入	8.81	N/A
6 2009-04-06	买入	12.17	N/A
7 2009-10-27	买入	17.47	22.00 ~ 22.00

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



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。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

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。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。