

行业龙头优势突出，业绩高企前景看好

---宇通客车(600066)调研报告

评级：买入

恒泰证券研发中心

报告日期：2010年12月15日

投资要点：

- 地位**：公司是中国大中型客车的龙头，也是全世界最大的客车生产基地。公司在大型客车和中型客车领域的市场占有率都位列行业第一名。
- 成本与议价**：订单制的生产方式，使得公司的议价能力相对较强，因此可以有效应对成本上升造成的冲击。
- 公司产销状况**：2010年1~11月份，宇通客车累计销售客车35543辆，同比增长52.63%；累计生产客车36774辆，同比增长52.56%。公司产销继续保持旺盛态势。
- 产能**：公司目前的产能不足，现在的产能利用率已经高达130%，在行业内处于高水平。目前已经着手扩建产能，在建产能2012年完全达产后，产能将提高80%。
- 新产品**：目前，公司广泛开拓新的产品市场，比如，进军专用车市场，尤其在校车、机场摆渡车方面做得较有特色。新能源客车方面，宇通已经交付客户新能源客车共计100多台。
- 惠及城市化加快**：事实证明，动车和高铁的发展并未造成负面影响，大中客市场依然快速增长。城市化进程加快惠及客运交通业，将持续拉动大中客市场增长。
- 评级**：给予公司“买入”投资评级。
- 财务预测**：

	2011E	2010E	2009A	2008A
营业收入(百万元)	13997	11253	8781.7	8335.7
增长率(%)	24.4%	28.1%	5.4%	5.8%
净利润(百万元)	1108	835.8	567.5	524.1
增长率(%)	32.6%	47.3%	8.3%	20.2%
毛利率(%)	17.2%	17.3%	17.3%	15.7%
每股收益(元)	2.13	1.61	1.08	1.02
PE	10.56	13.97	20.82	22.05

公司基本数据

动态 PE	13.97
同业 PE	15.36
沪深 300PE	15.67
总股本(亿股)	5.20
总市值(亿元)	116.92
12月17日股价	22.49
20日均价	21.83
30日均价	21.91
60日均价	21.84
120日均价	19.58

公司股价走势与沪深300对比：

恒泰证券研发中心

目 录

1. 公司是大中型客车的行业龙头.....	4
2. 订单式生产，有效化解成本高企的冲击	5
3. 产销旺盛，产能紧张.....	7
3.1 产销两旺.....	7
3.2 订单不断，产能紧张，新产能已着手建设.....	7
3.3 新产品前景可期.....	8
4. 参股金融企业，分享投资收益.....	8
5. 动车与高铁对大中客影响不明显.....	8
6. 进军新能源客车，已交付大批订单.....	9
7. 2010 年业绩铁定高增长，给予“买入”评级	9
8. 风险提示.....	10

图表目录

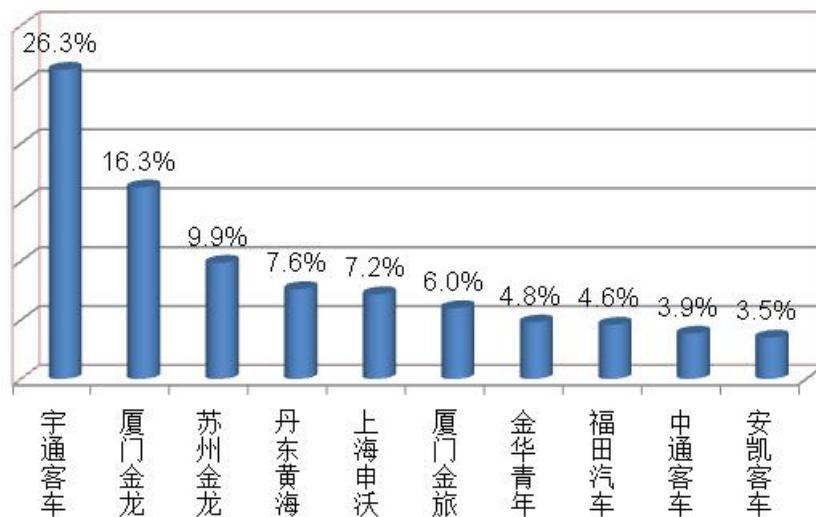
图 1: 大型客车子行业市场占有率排行.....	4
图 2: 中型客车子行业市场占有率排行.....	4
图 3: 公交客车	5
图 4: 客运客车	5
图 5: 旅游客车	5
图 6: 专用客车（校车、机场摆渡车、工程车、公安用车等）	5
图 7: 工业品出厂价格指数（月度，同比）	6
图 8: 公司毛利率走势.....	6
图 9: 公司 2010 年销量走势.....	7
图 10: 公司产能变化走势.....	8
图 11: 运营郑开（郑州-开封）城际线路的宇通新能源客车.....	9
表: 宇通客车盈利预测（百万元）	10

近日我们对宇通客车（600066）进行了调研。

1. 公司是大中型客车的行业龙头

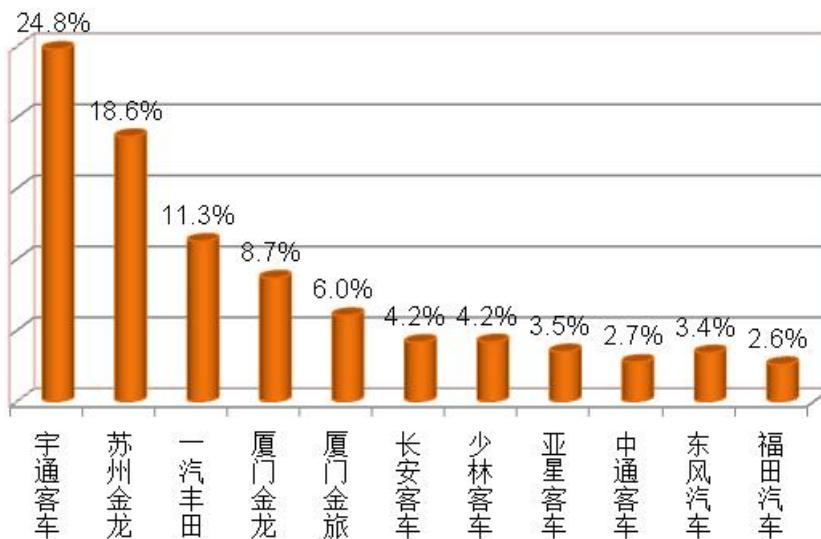
宇通客车是中国大中型客车的龙头企业，也是全世界最大的客车生产基地。公司在大型客车和中型客车领域的市场占有率都位列行业第一名。

图 1：大型客车子行业市场占有率排行



资料来源：CAAM，恒泰证券研发中心

图 2：中型客车子行业市场占有率排行



公司的主要产品是各类大中型客车，包括公交客车、客运客车、旅游客车和专用

客车（校车、房车、医疗车、军警车、工程车、教练车、机场摆渡车等）等。

图 3：公交客车



图 4：客运客车



图 5：旅游客车



图 6：专用客车（校车、机场摆渡车、工程车、公安用车等）



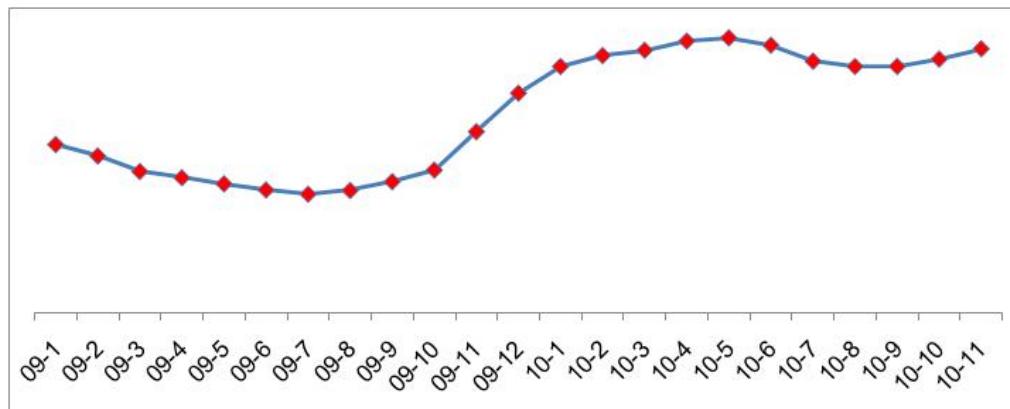
资料来源：公司网站，恒泰证券研发中心

2. 订单式生产，有效化解成本高企的冲击

公司的生产方式是订单制，即先由客户下订单，然后由公司根据客户的具体要求来安排生产。从订单制的生产周期来看，从客户下订单到最终交货，平均周期为一个月。这种生产方式大大加快了存货周转，降低了库存，提高了资金利用效率。

目前，不断高企的物价走势也对于公司原材料购进成本造成一定的影响。

图 7：工业品出厂价格指数（月度，同比）



数据来源：国家统计局，恒泰证券研发中心

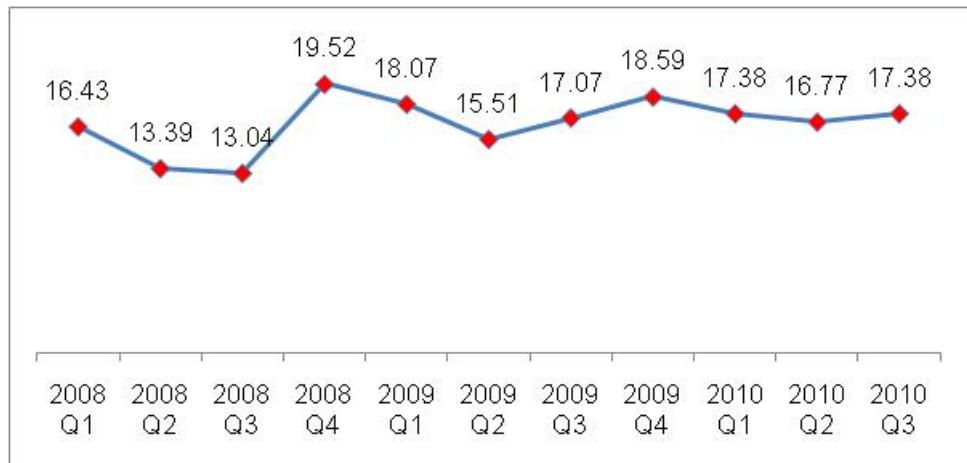
根据公司的测算，钢材价格每上涨 10%，公司的生产成本将会因此上涨 0.7%左右。公司主要需求的冷轧钢和中厚钢材基本都来自宝钢的供给。2010 年 12 月 13 日，宝钢宣布全线产品提价。除电镀锌和取向硅钢产品的价格保持稳定外，其他板材产品的价格则出现普遍上调，上调幅度在 150–300 元/吨，上涨比例在 2%–5.5%。其中，宽厚板上涨 150 元/吨，至 4750 元/吨；5.5mm 热卷上涨 100 元/吨，至 4392 元/吨；3.0mm 热卷上涨 260 元/吨，至 5002 元/吨；酸洗产品上涨 200 元/吨，至 5457 元/吨；两种规格的冷轧板卷分别上调 200 元/吨和 300 元/吨，至 5236 元/吨和 6586 元/吨；热镀锌上涨 200 元/吨，至 5287 元/吨。我们预计钢材价格的上涨将会使得公司的生产成本上涨约 0.3%。

另外，劳动力成本也在上涨，现在汽车工人的平均月薪为 2000~3000 元，相比去年同期水平已近有明显提高。不过，工人薪水的提高对于生产工艺稳定性的提高也是有益的。

空调在客车出厂价格中约占 10%~20% 的比例。由于公司的第一大空调供应商与公司同属一个母公司，因此并未提价，对于成本的影响不大。

更为关键的是，订单制的生产方式，使得公司的议价能力相对较强，因此可以有效应对成本上升造成的冲击。根据我们的预测，本轮物价的上涨对于公司的影响较为有限，毛利率受影响并不大。

图 8：公司毛利率走势



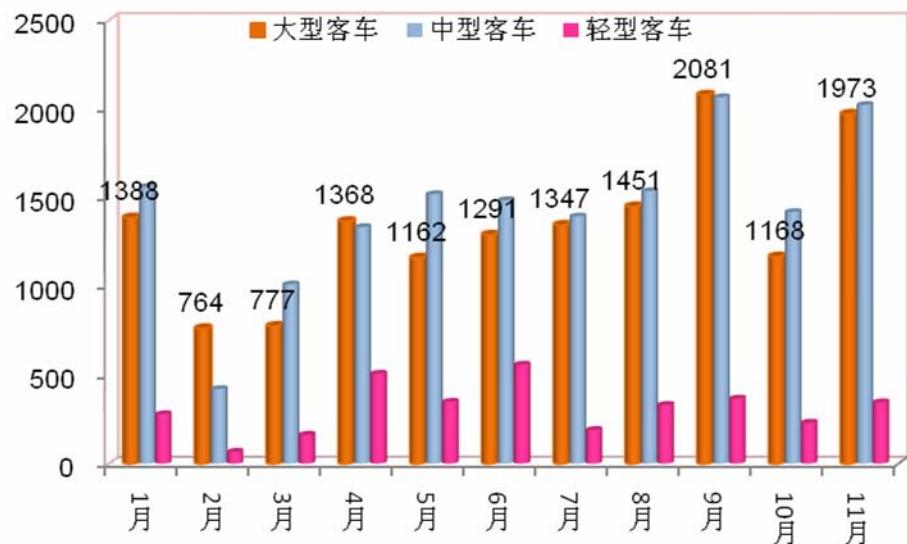
数据来源：公司财报，恒泰证券研发中心

3. 产销旺盛，产能紧张

3.1 产销两旺

2010年1~11月份，宇通客车累计销售客车35543辆，同比增长52.63%；累计生产客车36774辆，同比增长52.56%。公司产销继续保持旺盛态势。

图9：公司2010年销量走势



数据来源：CAAM，恒泰证券研发中心

3.2 订单不断，产能紧张，新产能已着手建设

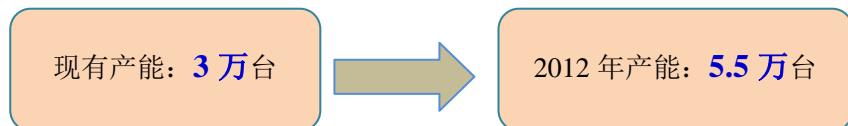
公司目前订单不断，预计今年产销量将突破4万辆，达到历史最高水平，同比增长50%以上。

公司目前的产能不足，现在的产能利用率已经高达130%，在行业内处于高水平。

产能利用率高，一方面说明公司的销售状况好，产品需求量大，另一方面也说明公司现有产能不足，需要扩大产能。

公司目前已经着手扩建产能，目前，在原厂区的 2 万台产能建设正在拆迁中，在东厂区还有一个 1 万台产能的大中客生产线，以及一个 5000 台专用车生产线，都正在建设中，预计 2012 年建成投产。其中专用车生产线有可能提前建成投产。

图 10：公司产能变化走势



数据来源：恒泰证券研发中心

3.3 新产品前景可期

目前，公司除了公交、客运和旅游使用的大中客之外，还广泛开拓新的产品市场，比如，进军专用车市场， 目前，宇通在校车、机场摆渡车方面做得较有特色。

相比普通客车，校车的安全性更好，骨架加固，颜色更鲜明，有些还是长头车，安全性更高。到 11 月为止，宇通共售出校车一千多辆，在前置发动机专业校车的市场占有率达到 51%。

在本月初，宇通自主研发制造的机场摆渡车也正式交付南航，该批摆渡车采用全承载式车身、异型钢管焊接式车架，相比进口机场摆渡车，拥有较高的性价比。

我国专用客车行业发展较晚，还有很大的发展空间。从产品品种上看，目前国际上专用客车种类已经达到 7000 多种，国内仅有 1000 多种，从产品种类上看，专用客车市场潜力较大。而且专用车比起普通的客车，毛利率也要相对更高一些。预计专用车新产品未来将给宇通业绩带来不小的贡献。

4. 参股金融企业，分享投资收益

昨日公司发布公告，宇通客车拟出资 4500 万元，与郑州宇通集团有限公司共同投资设立宇通集团财务有限公司，占其注册资本的 15%。

另外，公司还持有中国平安和中国人寿的部分股票，而从本年度 6 月 30 日至今，中国平安股价上涨了约 25%。持有保险股也增厚了公司的资产价值。

参股金融企业，提高了对自由资金的利用效率，也能够分享投资带来的收益。

5. 动车与高铁对大中客影响不明显

之前市场曾预期动车与高铁的开通对大中客行业不利，但事实证明，动车和高铁的发展并没有造成负面影响，大中客市场依然快速增长。原因在于，大中客客运的价格相比动车高铁，仍然有很高的性价比，并且动车高铁仅仅连接了主要的大城市之间，

大城市与中小城市之间，以及中小城市之间，还有农村与城市之间的客运交通，仍然主要依靠大中型客车来完成。而且，城市公交的快速发展，也拉动了大中客市场的增长。

6. 进军新能源客车，已交付大批订单

宇通客车在新能源客车领域也不甘落后，已经自己开发了电控系统，相比之下，电机和电池系统可选择余地大，因此宇通选择了外购。

目前宇通已经交付客户新能源客车共计 100 多台。未来新能源客车所占份额将逐步提升，但仍然很难成为主流。

图 11：运营郑开（郑州-开封）城际线路的宇通新能源客车



7. 2010 年业绩铁定高增长，给予“买入”评级

目前已经进入大中型客车的销售旺季，预计这种旺销局面会一直持续到春运之前。我们预测 2010 年宇通客车业绩铁定高增长。考虑到公司未来的高成长性及业绩的确定性，给予“买入”投资评级。

表：宇通客车盈利预测（百万元）

	2011E	2010E	2009A	2008A
营业收入	13997	11253	8781.7	8335.7
营业成本	10987.4	9412.3	7259.4	7024
营业税金及附加	70.7	52.3	38.9	30
销售费用	683.6	530.5	470.4	405.4
管理费用	565.9	425.8	358.2	410
财务费用	30.2	12.4	8.5	20.7
投资收益	380.1	265.3	31.5	353
营业利润	1294.5	1185	643.4	630.2
所得税费用	135.8	124.2	86.3	105.7
净利润	1108	835.8	567.5	524.1
少数股东损益	3.6	5.2	4	-6.9
每股收益(元)	2.13	1.61	1.08	1.02

8. 风险提示

主要风险：

第一，宏观经济回落，大中客需求下降，公司销量下滑。

第二，成本继续上涨，对公司盈利能力形成明显压力，造成毛利率下降。

第三，产能扩张进展缓慢，后续增长潜力受限。

1、重要声明

本报告中的数据均来源于公开可获得资料，恒泰证券研发中心力求准确可靠，但对这些数据的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经恒泰证券研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

2、评级说明

类别	评级	标准
公司投资评级	买入	未来 6 个月内公司股价相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	增持	未来 6 个月内公司股价相对沪深 300 指数涨幅 0-10%
	观望	未来 6 个月内公司股价与沪深 300 指数涨幅持平
	减持	未来 6 个月内公司股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	未来 6 个月内行业指数于沪深 300 指数涨幅持平
	弱于大市	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数跌幅 5%以上

3、联系方式



恒泰证券研发中心

地址：上海市浦东新区松林路 357 号通茂大酒店 26 楼

邮编：200122

联系电话：021-68405209

电子邮件：huanglu@cnht.com.cn