

## 商用载客车

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

6-12个月目标价: 32.00元

当前股价: 22.39元

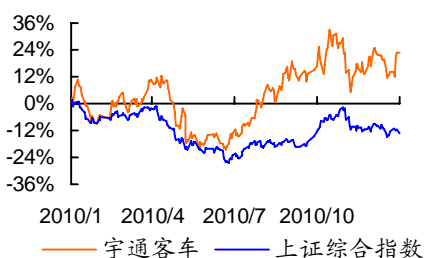
评级调整: 维持

## 基本资料

上证综合指数	2791.81
总股本(百万)	520
流通股本(百万)	428
流通市值(亿)	96
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	4.18
资产负债率	60.5%

## 股价表现

(%)	1M	3M	6M
宇通客车	3.80	4.09	39.85
上证综合指数	-1.73	1.94	12.99



## 相关报告

《宇通客车-行业景气, 盈利稳定增长, 深掘成长性和低估值》2010-10-26

《宇通客车-盈利超预期, 估值低亮点多》2010-10-14

《宇通客车-行业持续复苏, 龙头公司受益》2010-4-5

## 宇通客车

600066

强烈推荐

## 配股投资新市场, 拓展成长新空间

公司发布配股公告, 拟向原股东 10 股配售 3 股, 募集资金总额不超过 25 亿元, (配股价不超过 15.6 元), 建设节能与新能源客车生产基地。

今日对公司进行了调研, 根据我们的了解, 公司此次配股实施表明控股集团公司对未来几年客车市场保持乐观, 投资的节能与新能源客车项目新增产能 1 万辆, 将缓解困扰公司多年的产能瓶颈, 同时开拓节能与新能源客车市场, 拓展快速成长空间。

目前公司产能 3 万辆, 此次新增产能 1 万辆, 公司未来的产能计划总规模接近 7 万辆, 分享中国客车市场的成长, 市场份额将扩大至 30%。

## 投资要点:

- **不断成长的客车企业龙头, 公司定位大中型客车市场, 优势明显。**公司是国内著名企业, 品牌价值卓著, 市场份额领先。业内公司收入、利润和总市值分别排名第二、第一和第一, 盈利突出并保持优势。2010 年公司实现销量 41,169 辆, 同比增长 46.06%, 市场份额继续扩大。
- **城市化进程深化、居民出行需求增长和客运市场新气象将打开客车市场空间。**在城市化深化和居民收入增加的背景下, 居民客运内生需求快速增长; 同时近年铁路网络建设的加速, 将完善城郊间和城市间的客运系统, 未来客车市场的空间被打开; 我们维持对大中客的景气观点, 并将实现超越整个汽车行业的增速。
- **客车市场需求多样化, 公司将深挖发展机遇。**公司布局专用车、公交和节能与新能源客车新增市场, 未来规划远景是 3 万客运产能、5000 专用车产能、2 万公交产能、2 万旅游产能。未来公司将充分挖掘客车多样化发展机遇, 巩固客运、公交市场的领先地位, 快速拓展班车、校车等新增市场需求。
- **推荐理由: 子行业景气+业绩快速增长+估值优势+内生外延增长。**未来几年大中型客车市场将超预期增长, 作为行业龙头充分受益, 业绩将实现快速增长, 预计公司 10-12 年 EPS 为 1.75、2.07 和 2.60 元, 对应 10-12 年 PE 为 14、11 和 9, 估值较低, 给予 10 年 18 倍估值, 目标价 32 元, 给予“强烈推荐”评级。

## 风险提示:

- 宏观经济严重放缓影响城市客车市场发展, 原材料价格大幅上升等因素将影响市场预期和公司盈利水平。

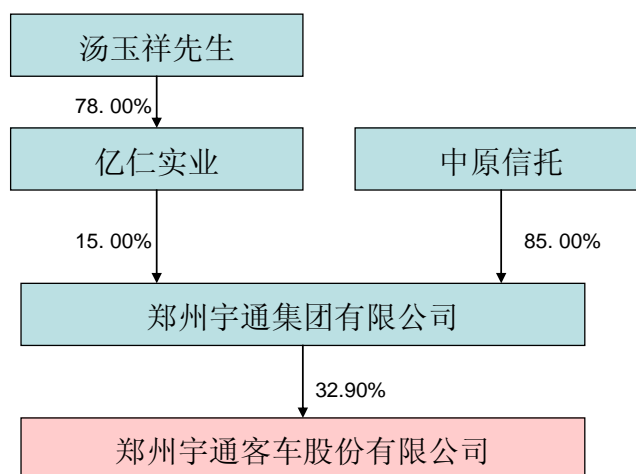
## 主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	8782	12935	14836	17716
同比(%)	5%	47%	15%	19%
归属母公司净利润(百万元)	563	911	1074	1352
同比(%)	6%	62%	18%	26%
毛利率(%)	17.3%	17.4%	17.6%	18.0%
ROE(%)	26.0%	35.6%	34.5%	34.3%
每股收益(元)	1.08	1.75	2.07	2.60
P/E	21.30	13.17	11.18	8.88
P/B	5.54	4.69	3.86	3.04
EV/EBITDA	12	10	8	7

资料来源: 中投证券研究所

此次配股公司集团公司将等比例参与，表明集团公司对未来客车市场保持乐观。

图 1 宇通客车股权结构

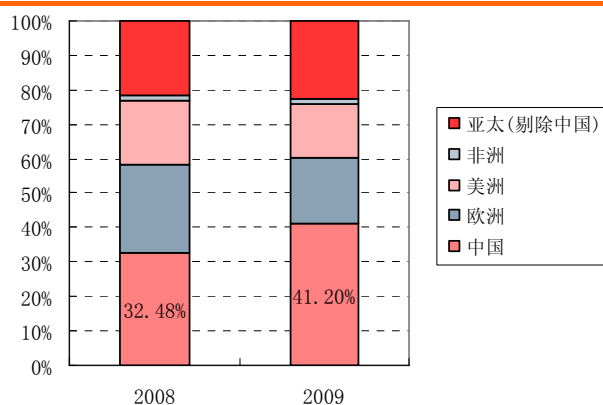


资料来源：公司公告

公司布局专用车、公交和节能与新能源客车新增市场，未来规划远景是 3 万客运产能、5000 专用车产能、2 万公交产能、2 万旅游产能。未来公司将充分挖掘客车多样化发展机遇，巩固客运、公交市场的领先地位，快速拓展班车、校车等新增市场需求。这部分市场体现个性化较强，但是在安全、质量和品质上要求较高，通常是高附加值的潜力市场，公司通过 2009 年通过设立专用车事业部，依托于宇通集团雄厚的技术实力，提升开发速度和客户需求响应能力，实现产品从设计、研发到生产的一体化订制，缩短产品开发周期。公司的团体和专用车产品比例目前为 20%，上升较快，看好公司在该领域未来的成长空间。

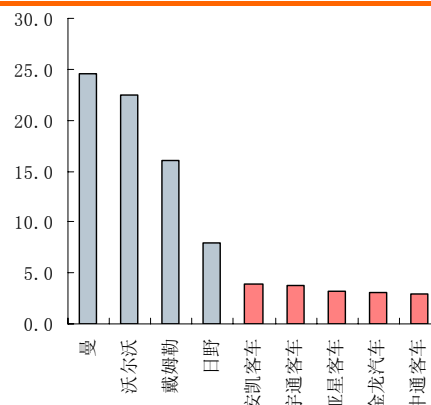
我国已成为世界第一客车生产大国，而且份额有扩大趋势。与全球知名客车生产商相比，中国客车具有明显价格优势。

图 2 我国已成为世界第一大客车生产国



资料来源：OICA、中投证券研究所

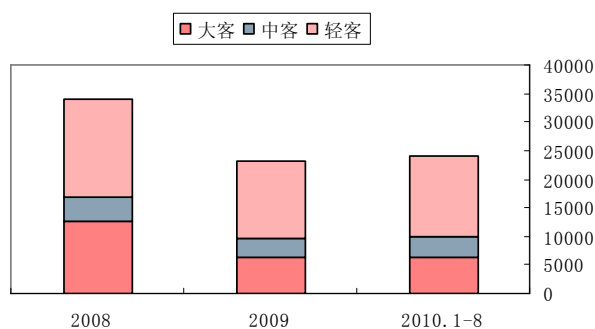
图 3 我国客车具有价格优势（万美元）



资料来源：各公司年报、中投证券研究所

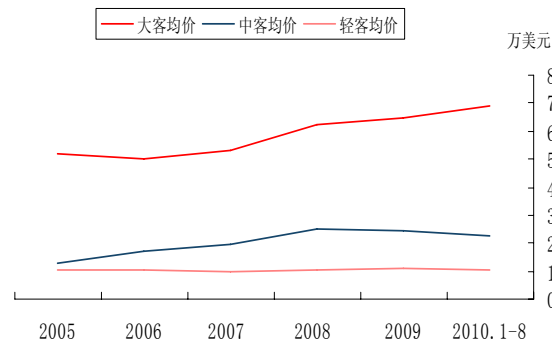
客车出口市场稳步回暖，大客车的出口均价稳步增长，凸显相应客车企业竞争力在提升。

图 4 我国客车出口分类销量



资料来源：CAAM、中投证券研究所

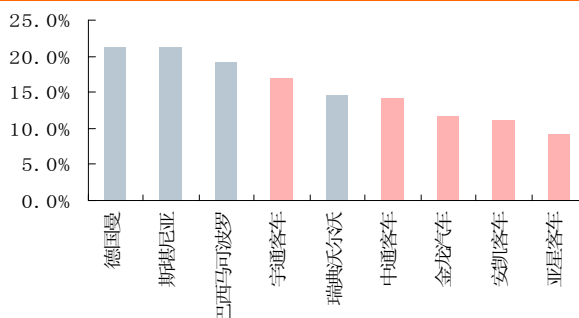
图 5 我国出口客车均价



资料来源：CAAM、中投证券研究所

低价不代表薄利，我国龙头客车企业盈利能力已接近世界领先客车企业，未来盈利能力扩大的潜力巨大。

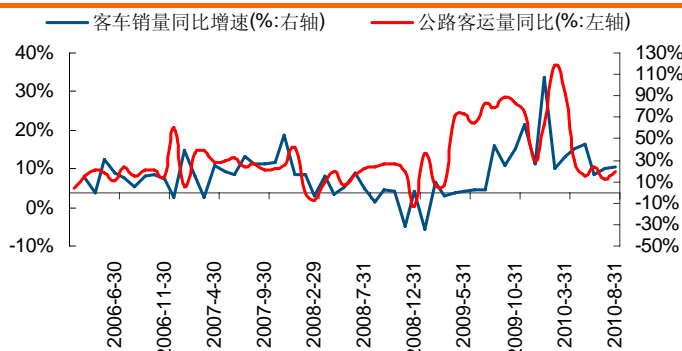
图 6 国内外重要客车生产商毛利率对比



资料来源：Tomson Reuters、wind、中投证券研究所

随着城市化进程加快和居民收入增加，居民出行带来的客运需求，将长期支撑客车市场景气程度。

图 7 客车销量增速与公路客运量增速保持强相关

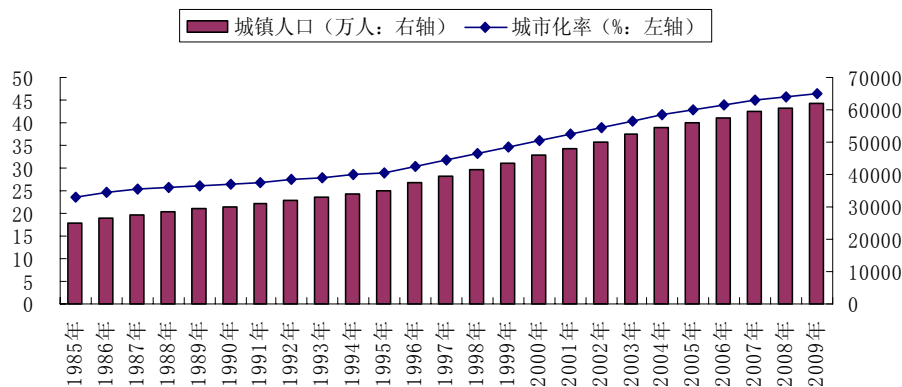


资料来源：CAAM、wind、中投证券研究所

目前我国城市化进程仍在延续，在城市扩大化和城市集群形成中，居民活动半径在加大，对零活的客车的客运需求持续扩大，新出现的城市和郊区之间的日常流动成为带动今年客车市场增长的强大动力。据统计数据我国城市化率达到 46.59%，仍以农村人口向城市迁移为主，未来城市和农村之间、城市和

城市间以及城市内的人口流动仍将继续加大，同时居民整体的出行需求将出现不可抑制的增长。以国际经验来看，城市化率在到达 50% 以前，仍以农村人口迁往城市为主，超过 50% 以后陆续发生小城市往大城市、大城市郊区化等社会化进程，这些都将刺激居民的出行需求，并带来客运需求的消费升级。近年围绕大城市与郊区，以及城市群之间的日间流动越来越大，包括集团公司职员的班车、大学城的校车和中小学生的校巴等成为客运公司争抢的市场。

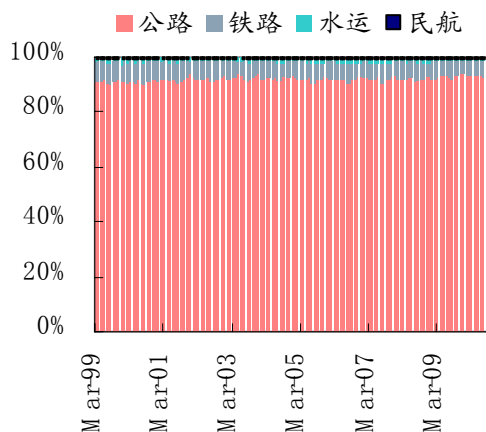
图 8 我国城镇人口及城市化率



资料来源：wind、中投证券研究所

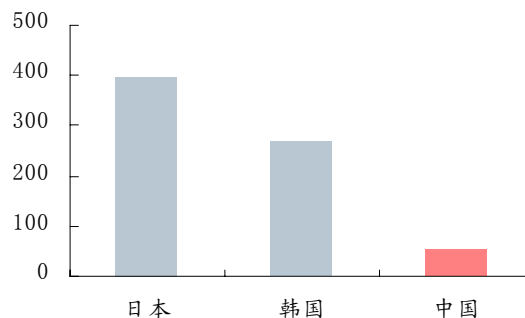
目前我国客运仍以公路客运为主体，并且一直保持在 92% 以上的水平，公路客运的地位难以动摇。由于近年我国道路建设的投资、通车道路里程、高速公路通车里程等公路网络的铺设优势，公路客运仍将长期扮演客运运力的主角。我们认为，尽管高铁建设的加快，表观上会分流长途客运需求，但是铁路网络覆盖率仍然有限，同时主要城市间铁路客运的快捷很大程度上便利了居民出行，从而增加了中短途公路客运的需求增速。短中长期，铁路与公路将形成一个大城市群的大公交客运格局，是个互补关系，而不是替代对抗的关系。

图 9 我国客运量构成



资料来源：CAAM、中投证券研究所

图 10 我国年人均出行次数处于低位



资料来源：中投证券研究所

客运、旅游、城市公交的市场需求将保证客车市场的稳定增长。根据我国人均年出行次数（总客运量/人口总量）仅为 21.5 次，处于世界的极低位。城市人口的增加、政府加大对民生工作的重视，将促使对公交系统的构建和公交公司的改革，同时一二线城市的拥堵问题导致对公交车队的更新扩大仍将加快。2009 年我国旅游人口达 19 亿人次、入境游人数稳步增长达到 1.2 亿人次，旅游出行将成为未来居民消费升级的重要组成部分。

大中型客车的市场需求主要来源于公路客运、旅游、城市公交和团体专用等的客运需求，消费升级是未来大中客车最大的亮点。我们认为目前我国较低的人均出行里程、对便利城市公交系统的渴求和旅游需求的增长都将直接刺激大中客车市场的快速发展。此外，大中型客车高端化的趋势，在继续深化城市化和居民收入上升的背景下将愈演愈烈。我们通过分析目前大中型客车终端市场，明确未来中高端大中型客车市场的发展趋势，对技术和质量的要求将逐步提高，同时随着排放法规和节能减排的需求，车辆更新年限也将缩短。

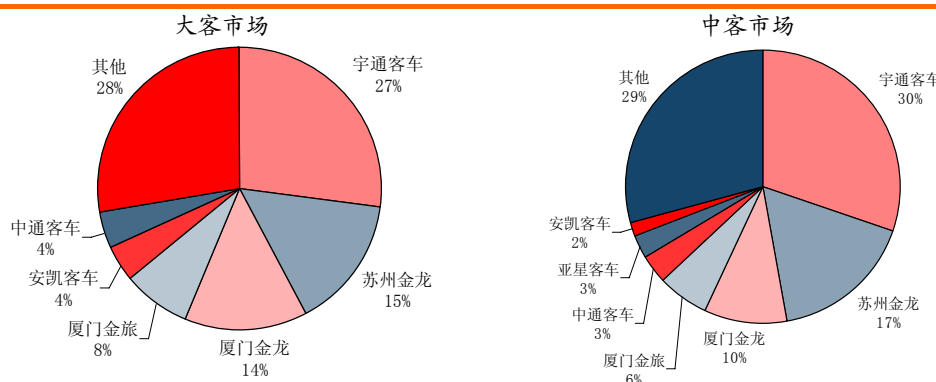
表 1 大中型客车市场划分（按用途）

细分市场	用户类型	营运距离	平均每日行	平均行驶速度	车辆档次	更新年限
城际客运	城际客运公司	中长途	500-800km	60-100km/h	中->高	5-6 年
城市公交	城市公交公司	市内	150-250km	15-25km/h	中低->中	6-8 年
旅游观光	旅游、租赁公司	短途，少量长途	50-100km	45-60km/h	中高	10-15 年
单位用车	政府、企事业	市内，少量长途	50-100km	45-60km/h	中高	8-10 年

资料来源：Rolandberg、中投证券研究所

目前公司在大中型客车领域优势明显，市场份额分别达到 27%和 30%。市场地位巩固，公司产品价格高于同类竞争者，具有较高的品牌附加值。

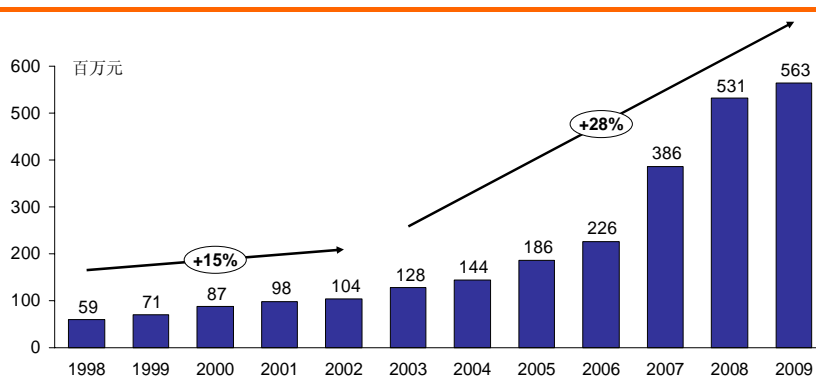
图 11 宇通客车在大、中型客车的市场份额（2010.1-8）（剔除非完整客车部分）



资料来源：CAAM，中投证券研究所

在追求卓越品质的理念下，宇通持续地进行自我完善和自我突破，完成优势积淀，长期实现稳定增长。

图 12 宇通客车连续十几年净利润保持增长，行业之唯一

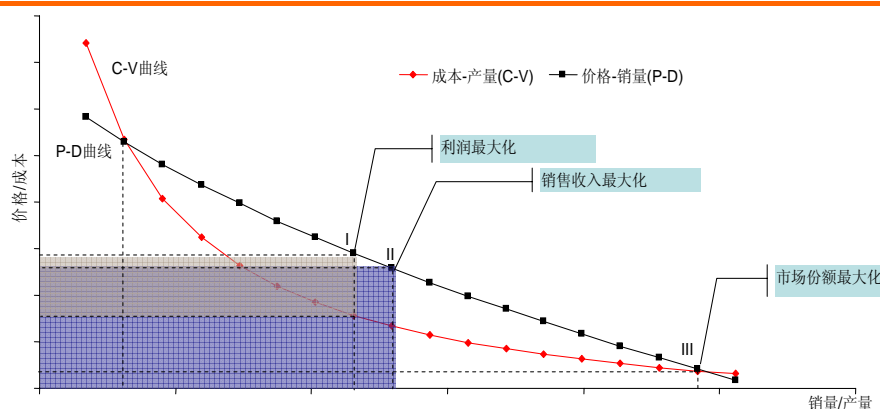


资料来源：CAAM，中投证券研究所

公司从 02 年开始，成功实施转型，产品定位中高档的大中型客车生产，确保产品结构的高档化实现收入的增长和保持高的盈利性。公司产品战略中，主动放弃追求产量增长的目标，主动放弃了一些不那么盈利但是远远没有亏损

的产品。宇通的产品策略是追求产品结构的高档化，通过产品结构的高档化实现增长和保持高的盈利性。公司战略清晰后的净利润由 02 年之前 15% 的增速（CAGR），迅速提升至 28%（CAGR）。

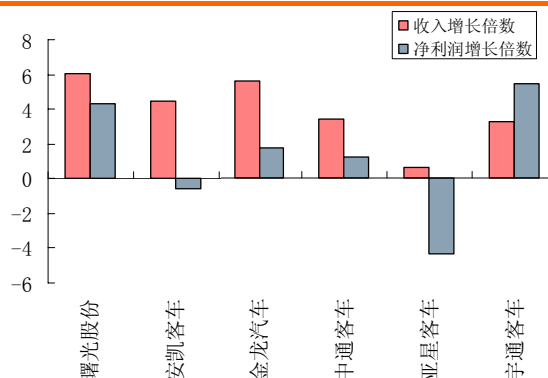
图 13 宇通客车追求盈利最大化策略



资料来源：中投证券研究所

对比同行业收入增长倍数和利润增长倍数，宇通客车表现卓著。对比 2002-2009 年以来客车上市公司的，宇通客车收入增长中等，但是利润增长却是最为突出的，超越行业内的所有竞争对手。

图 14 客车公司收入、净利润增长倍数对比（2002-2009）



资料来源：wind、中投证券研究所

表 2 宇通客车未来三年盈利预测（配股前）

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	8782	12935	14836	17716
营业成本	7259	10684	12225	14527
营业税金及附加	39	78	71	85
营业费用	470	693	795	950
管理费用	358	528	605	723
财务费用	9	-30	-54	-73
资产减值损失	40	77	64	69
公允价值变动收益	5	0	0	0
投资净收益	32	139	103	115

营业利润	643	1044	1232	1551
营业外收入	17	14	13	15
营业外支出	6	8	8	7
利润总额	654	1050	1237	1558
所得税	86	139	163	206
净利润	567	911	1074	1352
少数股东损益	4	0	0	0
归属于母公司净利润	563	911	1074	1352
EBITDA	841	1076	1243	1544
EPS (元)	1.08	1.75	2.07	2.60

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 宇通客车未来三年盈利预测（配股后）

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	8782	13700	15235	18110
营业成本	7259	11316	12554	14850
营业税金及附加	39	82	73	87
营业费用	470	734	792	929
管理费用	358	562	622	739
财务费用	9	-41	-62	-69
资产减值损失	40	40	40	40
公允价值变动收益	5	5	5	5
投资净收益	32	32	32	32
营业利润	643	1043	1254	1571
营业外收入	17	17	30	30
营业外支出	6	58	6	7
利润总额	654	1002	1278	1594
所得税	86	132	169	210
净利润	567	870	1109	1383
少数股东损益	4	-2	2	-1
归属于母公司净利润	563	872	1107	1384
EBITDA	841	1077	1298	1637
EPS (元)	1.08	1.29	1.64	2.05

资料来源：公司公告、中投证券研究所



## 附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	3395	5574	6601	8370
现金	717	2300	2943	3901
应收账款	949	1255	1416	1737
其它应收款	32	75	78	92
预付账款	86	119	139	163
存货	758	1280	1350	1640
其他	854	546	676	836
<b>非流动资产</b>	2112	1509	1444	1380
长期投资	83	97	99	96
固定资产	1053	1038	1013	973
无形资产	221	212	203	194
其他	755	161	130	118
<b>资产总计</b>	5507	7083	8045	9750
<b>流动负债</b>	3068	4493	4901	5774
短期借款	0	121	61	71
应付账款	1106	1851	2052	2442
其他	1962	2521	2788	3261
<b>非流动负债</b>	265	25	25	25
长期借款	6	6	6	6
其他	259	19	19	19
<b>负债合计</b>	3334	4518	4926	5799
少数股东权益	6	6	6	6
股本	520	520	520	520
资本公积	459	459	459	459
留存收益	1189	1581	2135	2967
归属母公司股东权益	2168	2559	3113	3946
<b>负债和股东权益</b>	5507	7083	8045	9750

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	73	1020	1073	1276
净利润	567	911	1074	1352
折旧摊销	189	63	66	66
财务费用	9	-30	-54	-73
投资损失	-32	-139	-103	-115
营运资金变动	-684	272	80	17
其它	24	-56	11	29
<b>投资活动现金流</b>	-383	926	97	118
资本支出	250	81	5	0
长期投资	-161	-555	1	-3
其他	-294	452	103	115
<b>筹资活动现金流</b>	-489	-364	-527	-437
短期借款	0	121	-61	10
长期借款	1	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	237	0	0	0
其他	-726	-485	-466	-447
<b>现金净增加额</b>	-799	1583	643	958

利润表				
会计年度	2009	2010	2011	2012
<b>营业收入</b>	8782	12935	14836	17716
<b>营业成本</b>	7259	10684	12225	14527
<b>营业税金及附加</b>	39	78	71	85
<b>营业费用</b>	470	693	795	950
<b>管理费用</b>	358	528	605	723
<b>财务费用</b>	9	-30	-54	-73
<b>资产减值损失</b>	40	77	64	69
<b>公允价值变动收益</b>	5	0	0	0
<b>投资净收益</b>	32	139	103	115
<b>营业利润</b>	643	1044	1232	1551
<b>营业外收入</b>	17	14	13	15
<b>营业外支出</b>	6	8	8	7
<b>利润总额</b>	654	1050	1237	1558
<b>所得税</b>	86	139	163	206
<b>净利润</b>	567	911	1074	1352
<b>少数股东损益</b>	4	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	563	911	1074	1352
<b>EBITDA</b>	841	1076	1243	1544
<b>EPS (元)</b>	1.08	1.75	2.07	2.60

主要财务比率				
会计年度	2009	2010	2011	2012
<b>成长能力</b>				
营业收入	5.4%	47.3%	14.7%	19.4%
营业利润	2.1%	62.3%	18.0%	25.9%
归属于母公司净利润	6.1%	61.7%	17.8%	26.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率	17.3%	17.4%	17.6%	18.0%
净利率	6.4%	7.0%	7.2%	7.6%
ROE	26.0%	35.6%	34.5%	34.3%
ROIC	109.2	473.0%	2214.5	1214
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	60.5%	63.8%	61.2%	59.5%
净负债比率	0.17%	2.92%	1.45%	1.40%
流动比率	1.11	1.24	1.35	1.45
速动比率	0.85	0.94	1.06	1.15
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.72	2.05	1.96	1.99
应收账款周转率	11	11	11	11
应付账款周转率	6.18	7.23	6.26	6.46
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.08	1.75	2.07	2.60
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	1.96	2.06	2.46
每股净资产(最新摊薄)	4.17	4.92	5.99	7.59
<b>估值比率</b>				
P/E	21.30	13.17	11.18	8.88
P/B	5.54	4.69	3.86	3.04
EV/EBITDA	12	10	8	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元



## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院MBA。

邓学: 中投证券研究所汽车行业分析师, 2010 年、2006 年分别获得清华大学汽车工程系硕士、学士学位。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434