

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: 35.00元

当前股价: 26.00元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2862.63
总股本(百万)	520
流通股本(百万)	428
流通市值(亿)	111
EPS (TTM)	1.49
每股净资产(元)	4.78
资产负债率	63.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
宇通客车	15.04	21.16	32.11
上证综合指数	5.43	1.21	8.46



相关报告

《宇通客车-配股投资新市场, 拓展成长新空间》2011-1-12
《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-盈利频超预期, 估值低亮点多》2010-10-14

宇通客车

600066

强烈推荐

大中客景气持续推升业绩

公司2月24日公布10年年报, 2010年1-12月归属于母公司净利润8.60亿元, 同比增长约52.6%, 对应EPS为1.65元, 符合市场预期。

公司是管理优秀的典范, 客车市场绝对龙头, 未来大中客景气持续、出口潜力巨大、节能减排先锋, “三箭齐发”支撑公司稳定增长。

投资要点:

- **客车龙头, 无可替代, 新增产能攫取市场份额。**公司作为客车龙头09年市场份额22%, 10年市场份额快速提升至26%, 公司配股扩产后目标30%; 公司盈利能力行业第一, 生产管理优势突出, 毛利率(17.3%)远高于同行。
- **居民出行需求增长、城市化进程深化和客运市场新气象打开客车市场空间, 大中客市场景气持续。**在城市化和居民收入增加的背景下, 居民出行需求加快增长; 铁路网建设加速, 完善城郊间和城市间的客运系统, 客车增长空间广阔; 团体和专用车新市场超预期增长; 多种因素支撑大中客市场景气持续。
- **配股扩产投资新市场、新产品, 业绩快速增长减轻摊薄影响。**公司配股投资25亿投资节能与新能源客车, 主要是批量的公交和新能源客车订单, 盈利能力较好, 扩产后12年将开始快速弥补摊薄影响。
- **公司将分享大中客市场高速增长带来的成长机会, 维持强烈推荐评级。**未来三年公司业绩增长确定, 我们预测公司11-13年配股摊薄后EPS为1.65、2.10和2.74元; 目前公司股价26元, 对应10-12年PE为15、12和9, 估值优势明显, 维持“强烈推荐”评级, 目标价35元。

风险提示:

- 宏观经济增速放缓影响客车市场需求; 原材料大幅上涨和人力成本大幅上升将影响公司业绩; 金融股权价值受金融市场波动风险。

主要财务指标 (配股摊薄后)

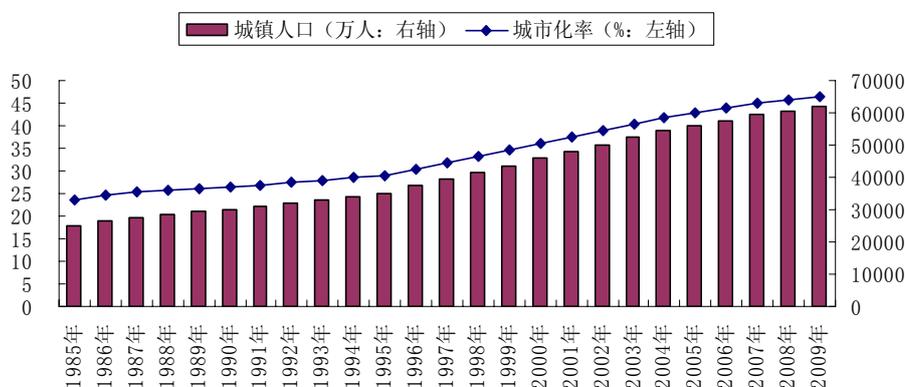
单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	13479	15741	19499	23644
同比(%)	53%	17%	24%	21%
归属母公司净利润(百万元)	860	1116	1421	1849
同比(%)	53%	30%	27%	30%
毛利率(%)	17.3%	17.4%	17.6%	18.0%
ROE(%)	34.6%	19.2%	21.7%	23.9%
每股收益(元)	1.27	1.65	2.10	2.74
P/E	19.27	14.85	11.66	8.96
P/B	6.67	2.85	2.52	2.14
EV/EBITDA	9	9	7	5

资料来源: 中投证券研究所

一、行业前景：大中客景气持续

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。

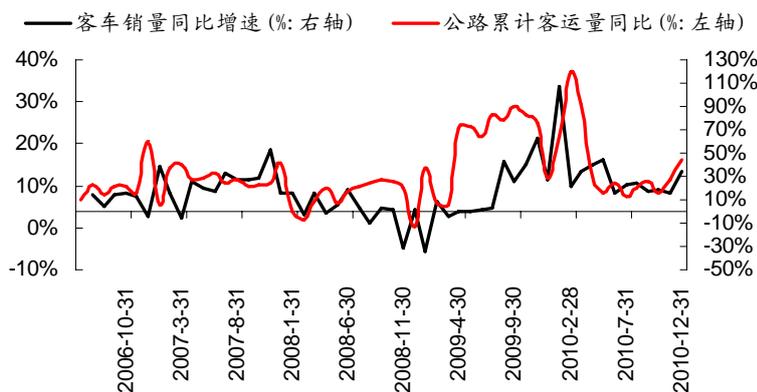
图 1 我国城镇人口及城市化率



资料来源：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 2 客车销量增速与公路客运量增速保持强相关

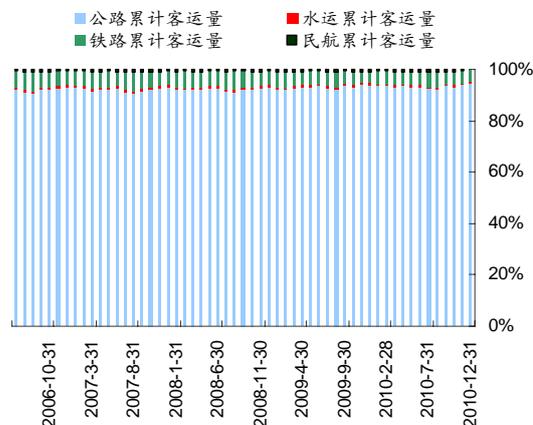


资料来源：CAAM、wind、中投证券研究所

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

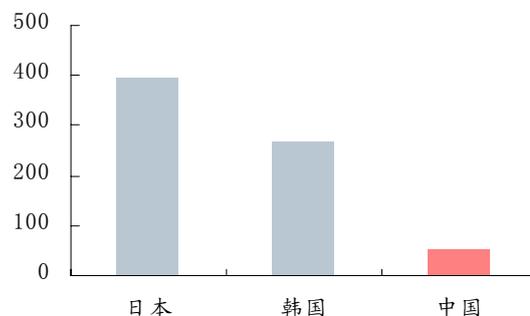
网络覆盖率仍然有限，同时主要城市间铁路客运的快捷很大程度上便利了居民出行，从而增加了中短途公路客运的需求增速。短中长期，铁路与公路将形成一个大城市群的大公交客运格局，是个互补关系，而不是替代对抗的关系。

图 3 我国客运量构成



资料来源：CAAM、中投证券研究所

图 4 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。

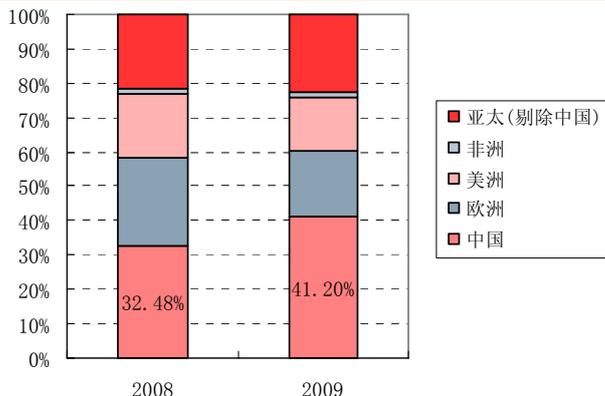
表 1 大中型客车市场划分（按用途）

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

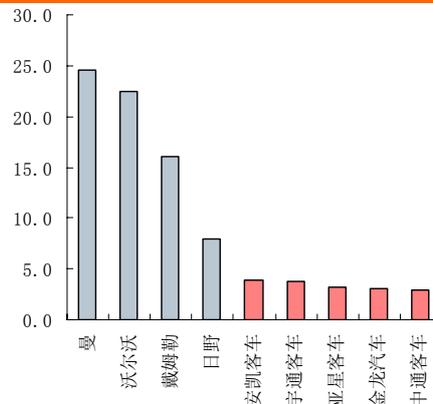
我国已成为世界第一客车生产大国，而且份额有扩大趋势。与全球知名客车生产商相比，中国客车具有明显价格优势。

图 5 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

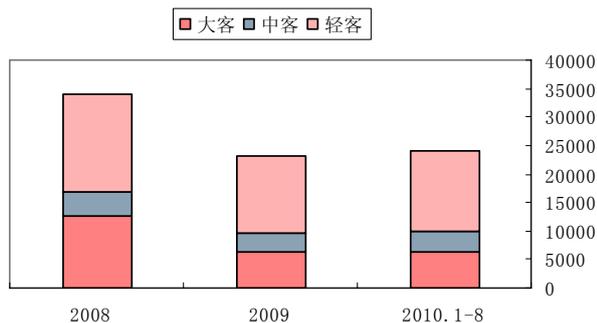
图 6 我国客车具有价格优势（万美元）



资料来源：各公司年报、中投证券研究所

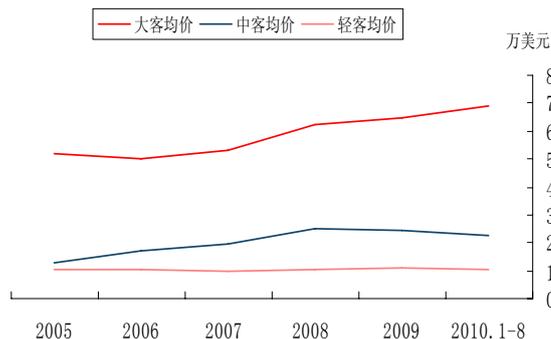
客车出口市场稳步回暖，大客车的出口均价稳步增长，凸显相应客车企业竞争力在提升。

图 7 我国客车出口分类销量



资料来源：CAAM、中投证券研究所

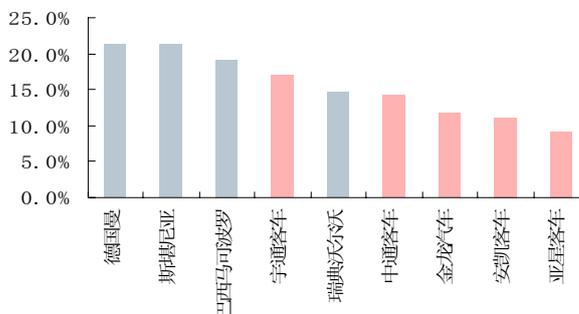
图 8 我国出口客车均价



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 9 国内外重要客车生产商毛利率对比

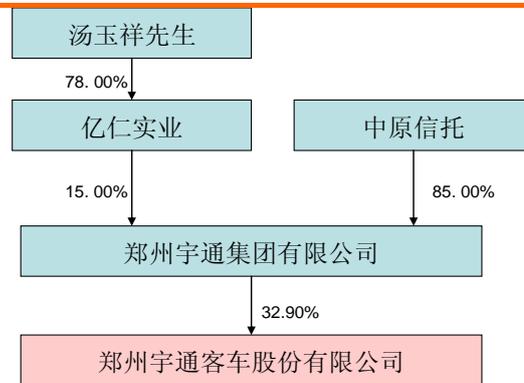


资料来源：Tomson Reuters、wind、中投证券研究所

二、龙头分享行业景气

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 10 宇通客车股权结构

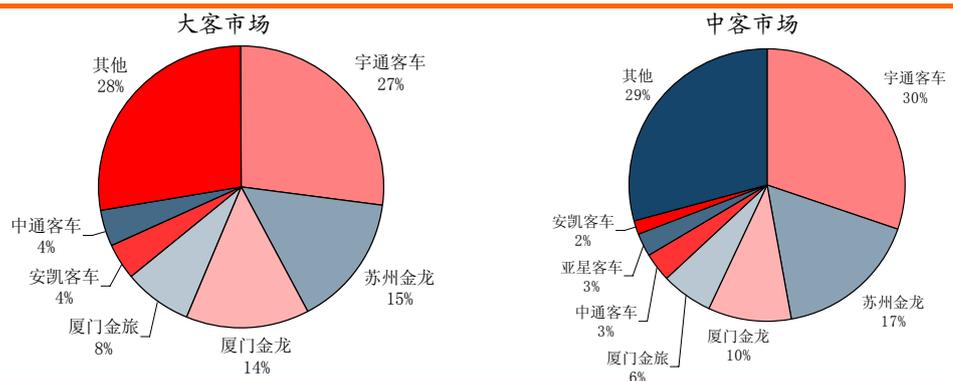


资料来源：公司公告

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。

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。

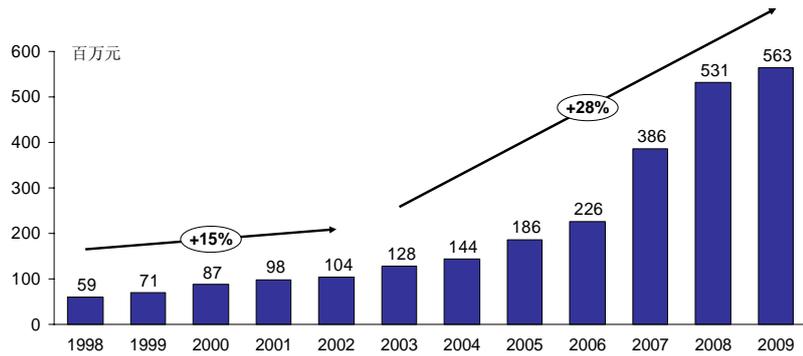
图 11 宇通客车在大、中型客车的市场份额（2010.1-8）（剔除非完整客车部分）



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。

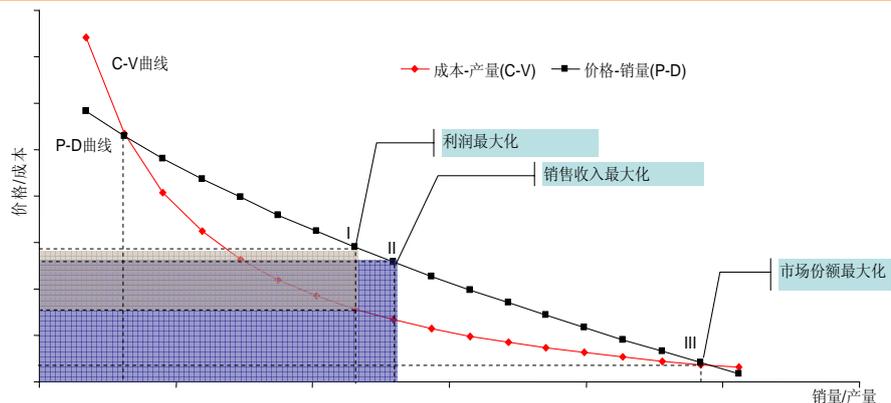
图 12 宇通客车连续十几年净利润保持增长，行业之唯一



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）。

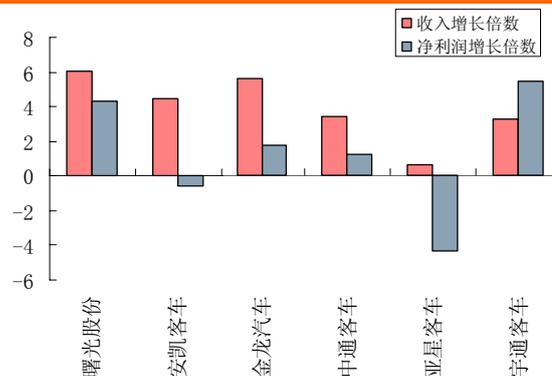
图 13 宇通客车追求盈利最大化策略



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，宇通客车表现卓越。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

三、投资建议和风险因素

我们认为未来大中型客车市场将超预期增长，宇通客车在大中型客车领域的优势明显，保持稳定的市场份额和高档市场的领先地位。

我们预测公司 11-13 年实现销售客车 48,000、59,000 和 72,000 辆，收入 157、195 和 236 亿元，归属母公司利润 11.16、14.21 和 18.49 亿元，配股摊薄后 11-13 年 EPS 为 1.65、2.10 和 2.74 元。目前公司股价 26 元，对应 11-13 年 PE 为 15、12 和 9。公司估值低、亮点多，给予“强烈推荐”评级，6-12 个月目标价 35 元。

表 2 宇通客销量预测

销量 (辆)	2010A	2011E	2012E	2013E
大客	17,840	20,000	25,000	30,000
中客	20,293	23,000	27,000	32,000
轻客	3,761	5,000	7,000	10,000
合计	41,894	48,000	59,000	72,000

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 宇通客车盈利预测简表 (配股摊薄后)

	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入 (百万元)	13479	15741	19499	23644
销售成本 (百万元)	11142	13002	16067	19388
营业收入增速	53.5%	16.8%	23.9%	21.3%
毛利率	17.3%	17.4%	17.6%	18.0%
母公司净利润 (百万元)	860	1116	1421	1849

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 4 宇通客车未来三年盈利预测 (配股前)

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	13479	15695	17160	19430
营业成本	11142	12964	14140	15933
营业税金及附加	42	58	82	93
营业费用	721	844	918	1040
管理费用	523	612	661	738
财务费用	17	-30	-47	-66
资产减值损失	40	40	40	40
公允价值变动收益	-5	-0	-0	-3
投资净收益	17	17	17	17
营业利润	1005	1223	1383	1666
营业外收入	26	26	30	30
营业外支出	57	6	6	7
利润总额	974	1243	1407	1689
所得税	117	149	169	203

净利润	857	1094	1238	1486
少数股东损益	-3	2	-1	1
归属于母公司净利润	860	1092	1239	1485
EBITDA	1217	1259	1402	1667
EPS (元)	1.65	2.10	2.38	2.86

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 5 宇通客车未来三年盈利预测 (配股后)

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	13479	15741	19499	23644
营业成本	11142	13002	16067	19388
营业税金及附加	42	59	94	113
营业费用	721	842	1043	1265
管理费用	523	611	751	851
财务费用	17	-46	-69	-80
资产减值损失	40	40	40	40
公允价值变动收益	-5	-0	-0	-3
投资净收益	17	17	17	17
营业利润	1005	1251	1590	2079
营业外收入	26	26	30	30
营业外支出	57	6	6	7
利润总额	974	1270	1614	2102
所得税	117	152	194	252
净利润	857	1118	1420	1850
少数股东损益	-3	2	-1	1
归属于母公司净利润	860	1116	1421	1849
EBITDA	1217	1283	1631	2138
EPS (元)	1.65	1.65	2.10	2.74

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表（配股摊薄后）

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4628	7437	8194	10570	营业收入	13479	15741	19499	23644
现金	918	3305	2906	4284	营业成本	11142	13002	16067	19388
应收账款	1211	1427	1807	2163	营业税金及附加	42	59	94	113
其它应收款	111	92	115	142	营业费用	721	842	1043	1265
预付账款	717	609	846	983	管理费用	523	611	751	851
存货	1225	1358	1703	2048	财务费用	17	-46	-69	-80
其他	446	646	817	949	资产减值损失	40	40	40	40
非流动资产	2169	3032	3917	3781	公允价值变动收益	-5	-0	-0	-3
长期投资	83	91	87	88	投资净收益	17	17	17	17
固定资产	1104	1543	2203	2453	营业利润	1005	1251	1590	2079
无形资产	221	211	201	192	营业外收入	26	26	30	30
其他	761	1186	1426	1048	营业外支出	57	6	6	7
资产总计	6797	10469	12111	14351	利润总额	974	1270	1614	2102
流动负债	4018	4612	5511	6580	所得税	117	152	194	252
短期借款	0	0	0	0	净利润	857	1118	1420	1850
应付账款	1234	1772	2102	2522	少数股东损益	-3	2	-1	1
其他	2784	2840	3409	4057	归属母公司净利润	860	1116	1421	1849
非流动负债	293	34	34	34	EBITDA	1217	1283	1631	2138
长期借款	15	15	15	15	EPS（元）	1.65	1.65	2.10	2.74
其他	278	19	19	19					
负债合计	4311	4646	5544	6614	主要财务比率				
少数股东权益	4	6	5	6	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	520	676	676	676	成长能力				
资本公积	433	2652	2652	2652	营业收入	53.5%	16.8%	23.9%	21.3%
留存收益	1529	2489	3234	4407	营业利润	56.1%	24.5%	27.1%	30.8%
归属母公司股东权益	2482	5817	6561	7731	归属于母公司净利润	52.6%	29.8%	27.3%	30.1%
负债和股东权益	6797	10469	12111	14351	获利能力				
					毛利率	17.3%	17.4%	17.6%	18.0%
					净利率	6.4%	7.1%	7.3%	7.8%
					ROE	34.6%	19.2%	21.7%	23.9%
					ROIC	94.4%	59.7%	45.8%	64.9%
					偿债能力				
					资产负债率	63.4%	44.4%	45.8%	46.1%
					净负债比率	0.45%	0.42%	0.35%	0.30%
					流动比率	1.15	1.61	1.49	1.61
					速动比率	0.84	1.31	1.17	1.28
					营运能力				
					总资产周转率	2.19	1.82	1.73	1.79
					应收账款周转率	12	12	12	12
					应付账款周转率	9.52	8.65	8.29	8.38
					每股指标（元）				
					每股收益(最新摊薄)	1.27	1.65	2.10	2.74
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.95	1.65	1.75	2.90
					每股净资产(最新摊薄)	3.67	8.61	9.71	11.44
					估值比率				
					P/E	19.27	14.85	11.66	8.96
					P/B	6.67	2.85	2.52	2.14
					EV/EBITDA	9	9	7	5

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434