

宇通客车 600066.SH

莫为浮云遮望眼

研究结论

- 过去十年是大中型客车行业单纯的销量快速增长阶段。过去十年，宏观经济高度景气，旅客运输需求快速增长，而铁路客运能力严重不足，公路客运充当了客运主力军的角色；不断推进的城市化进程驱动公交车市场的快速成长；海外市场初具规模。过去十年，大中型客车行业盈利的增长主要由销量增长驱动。
- 未来十年是大中型客车行业进入销量增长和销售结构显著改善同时并存的全新阶段，大中型客车行业依然是非常具有吸引力的成长性行业。主要的判断逻辑：1）、低碳经济环境下，在作为窗口行业的城市公交车行业大力推进节能减排工作，不仅可以达到减少能源消耗，降低温室气体排放的效果，而且可以非常直观的向全世界展示中国是一个非常负责任的大国形象、城市公交产品的档次和技术水平因此会显著提高；2）、国家放开中小城市的户籍限制，城市化进程将显著加快，城市公交车产品市场的成长性空间将变得更加诱人；3）、中国人口分布属于典型的城乡二元结构，即使城市人口也是高度分散的（城市人口分布在 2290 座城市里），铁路网根本无法完全覆盖这些城市和农村，这种高度分散的人口决定了公路客运行业长期的成长性；4）、铁路客运能力的提升总体上促进了公路客运行业的发展。虽然在运行动车组的线路、将来的铁路客运专线、城际客运专线上，高端客运需求向铁路转移，但是低端客运需求也由铁路向公路转移，而且更加重要的是，由于铁路客运能力、运输效率的提升，创造了新增的客运需求，这为公路客运创造了新增的大量的中短途客运需求。5）、国家长期的经济增长将更加依赖于国内消费的增长，而中小城市的消费需求的增长显著快于大型中心城市，各种服务和商品的销售渠道将明显下沉，中小城市的商务活动更加趋于活跃，这将有力促进中短途客运需求的增长，这部分客运需求只能由公路客运来满足。6）、西部、北部地区铁路密度显著低于中部和东部地区，旅客运输将长期依赖公路。7）、铁路出行的舒适性，中短途公路客运竞争的加剧，客观上有力的促进了公路客运行业所用车辆向着大容量、更加舒适、更加节能环保的方向发展。8）、海外市场复苏并快速成长是大概率事件。
- 宇通客车将在大中型客车行业的全新发展阶段充分受益。作为大中型客车行业的龙头企业，产品开发能力强，制造工艺先进，燃油经济性好、大容量、轻量化、乘坐更加舒适的产品已经在市场上崭露头角，预计将在未来十年获得更快的盈利增速。
- 投资评级。预计 2009 年、2010 年公司每股收益分别为 1.03 元、1.31 元，对应 09 年、10 年 P/E 为 19.48 倍、15.41 倍。考虑到在大中型客车行业全新的发展阶段，宇通客车所具有的良好盈利增长前景，我们认为可以给予公司一定的估值溢价，25 倍的估值水平是合理的，6 个月内目标价为 32.75 元，给予公司买入的投资评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

秦绪文

汽车行业高级分析师
8621-63325888×6097
qinxuwen@orientsec.com.cn

王轶

汽车行业分析师
8621-63325888×6129
wangyi1@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (上调)

股价（2009 年 12 月 30 日）	20.14 元
目标价格（6 个月）	32.75 元
总股本/A 股（万股）	51989/51989
A 股市值（百万元）	10471
国家/地区	中国
行业	汽车及零部件
报告日期	2009 年 12 月 30 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	5.09	66.53	142.79
相对表现 (%)	7.36	48.51	48.67

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

(百万元人民币)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	8,336	8,819	11,142	12,804
税前利润	105.73	88.59	116.92	138.75
归属母公司净利润	531	538	679	806
EBITDA	800	789	984	1,144
每股收益(元)	1.02	1.03	1.31	1.55
净资产收益率	24.49%	27.85%	28.12%	27.59%
每股经营现金(元)	1.85	1.90	1.65	2.87
市盈率(X)	19.72	19.48	15.41	12.99
EV/EBITDA	4.09	10.92	8.35	6.31

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目 录

一、大中型客车行业：依然是成长性行业	4
1、过去十年是大中型客车产品市场规模快速扩张的阶段	4
1.2.1、大中型客车产品的主要下游行业	4
1.2.2、客运需求旺盛和铁路客运能力不足驱动公路客运行业近十年的繁荣	4
1.2.3、城市化进程的不断推进驱动公交车产品市场快速成长	5
1.2.4、海外市场快速启动并成为大中型客车市场新的增长极	6
2、未来十年是大中型客车产品市场进入规模增长和销售结构改善并举的阶段	7
2.1、多重因素造成 2009 年大中型客车市场的低迷	7
2.2、未来十年大中型客车产品的内需市场成长空间依然巨大	9
2.3、海外市场复苏并快速成长是大概率事件	17
2.4、短期来看，2010 年大中型客车产品市场将迎来迟到的强劲复苏	17
二、宇通客车：行业龙头的地位将更加巩固	18
1、宇通客车的辉煌发展历程	18
2、宇通客车在未来十年里行业龙头地位将更加巩固	19
2.1、行业龙头抗市场风险能力强	19
2.2、宇通客车将充分受益于未来行业产品销售结构的改善	19
三、公司估值	20
四、风险因素	20

图表目录

图 1 大中型客车产品内需市场主要的下游行业	4
图 2 全国旅客运量（万人）及同比增速	5
图 3 全国旅客周转总量（亿人公里）及增速变化	5
图 4 不同形式的运输工具完成的客运量在全国总客运量中比重的变化趋势	5
图 5 不同形式的运输工具完成的客运周转量在全国总客运周转量中比重的变化趋势	5
图 6 全国城市数量及规模的变化趋势	6
图 7 中国城市化率的变化趋势	6
图 8 中国大中型客车产品海外市场销量（辆）及同比增速变化趋势	6
图 9 09 年汽车整车行业月度销量及同比增速对比	7
图 10 GDP 增速和旅客出行强度的变化趋势（旅客出行强度=全国客运总量/全国总人口）	8
图 11 地方政府财政收入（亿元人民币）及同比增速变化趋势	8
图 12 国民生产总值、全国总客运量的历史波动趋势	9
图 13 国民生产总值、全国客运周转总量的历史波动趋势	9
图 14 不同人口规模的城市数量占全国城市总量的比重	10
图 15 中国铁路通车里程和公路通车里程的变化趋势	10
图 16 山东省省会城市和中小城市居民消费性支出同比增速对比	11
图 17 国家最新中长期铁路网规划图	11
图 18 1998 年以来铁路客运量和公路客运量之间的同向变动趋势（百万人）	13
图 19 取消养路费后公路客运企业成本结构	15
图 20 截止到 2008 年底全国各个省、直辖市和自治区的城市人口公交车保有量（标准台/万人）	16
图 21 地级以上城市和县城的城市人口公交车保有量变化趋势（标准台/万人）	17
图 22 大中型客车产品销量及销量增速的变化趋势（辆）	18
图 23 主要大中型客车制造企业市场份额的变化趋势	18
图 24 过去十五年公司的归属于上市公司股东的净利润变化趋势和 ROE 的变化趋势	19
表 1 不同地区的铁路和公路的里程、路网密度对比（公里、平方公里、公里/平方公里）	12
表 2 不同地区 09 年前三季度名义 GDP 及同比增速对比（十亿元人民币）	12
表 3 历次铁路提速后铁路、公路完成的客运量占总客运量的比例的变化趋势	14
表 4 开行动车组后，长三角、珠三角和环渤海地区各自的铁路客运量、公路客运量占各自客运总量比例的变化趋势	14
表 5 不同容量的公路客车产品单座成本计算（以济南-青岛 公路客运车辆为例）	15
表 6 宇通客车和大中型客车行业市场表现对比	19
附表：财务报表预测与比率分析	21

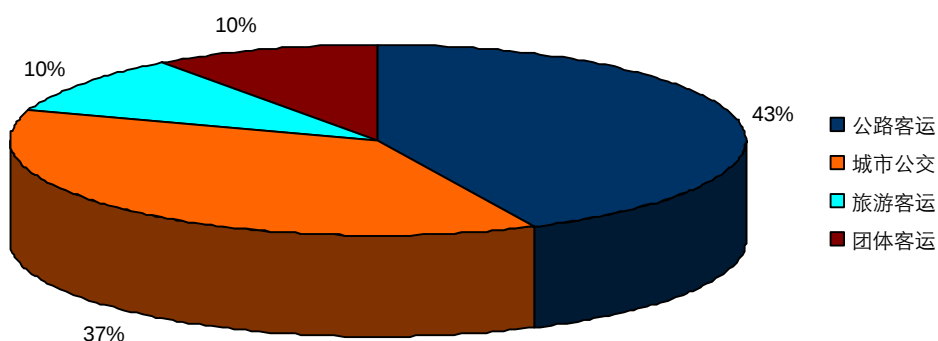
一、大中型客车行业：依然是成长性行业

1、过去十年是大中型客车产品市场规模快速扩张的阶段

1.2.1、大中型客车产品的主要下游行业

大中型客车产品的下游细分市场包括公路客运行业、城市公交车行业、旅游客运市场和团体客运市场。其中，公路客运行业、公交车行业是大中型客车行业的两个主要的细分市场。

图 1 大中型客车产品内需市场主要的下游行业

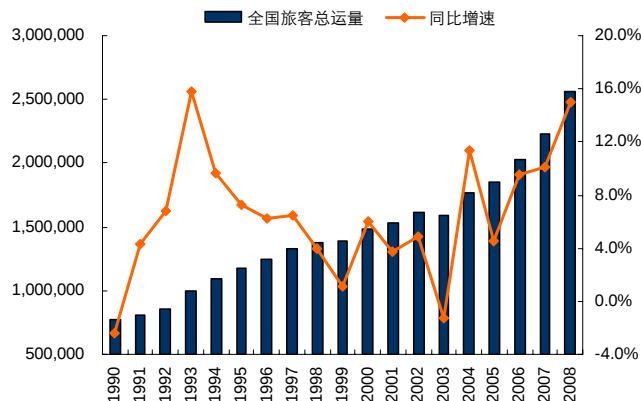


数据来源：中客网 东方证券研究所

1.2.2、客运需求旺盛和铁路客运能力不足驱动公路客运行业近十年的繁荣

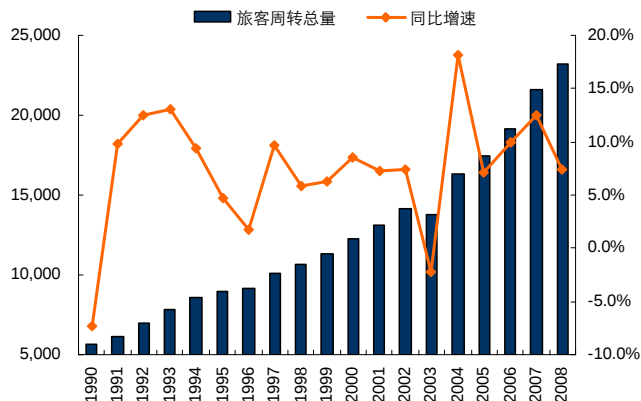
回顾过去的十年，中国的经济高速发展，人员流动强度、范围显著放大，特别是中国加入世界贸易组织以后，东部沿海各省经济高度繁荣，吸引中国中西部、北部地区的劳动力到东部沿海就业，造成大量的人口在春节之前和之后，在中国东部和其他各个地区之间大范围迁移、流动，从而产生巨大的客运需求。而铁路客运能力长期不足，大量的客运需求只能由公路客运来满足，公路客运行业得以在中国迅速成长壮大，成为中国旅客运输的主要力量。公路客运行业高度繁荣，直接驱动大中型客车制造企业近十年的快速增长。所以，公路客运行业近十年的增长模式是：铁路运力缺位，公路成为中国旅客运输的绝对主力，铁路客运和公路客运的角色定位是：公路客运和铁路客运是平行的，而不是互补的。

图 2 全国旅客运量（万人）及同比增速



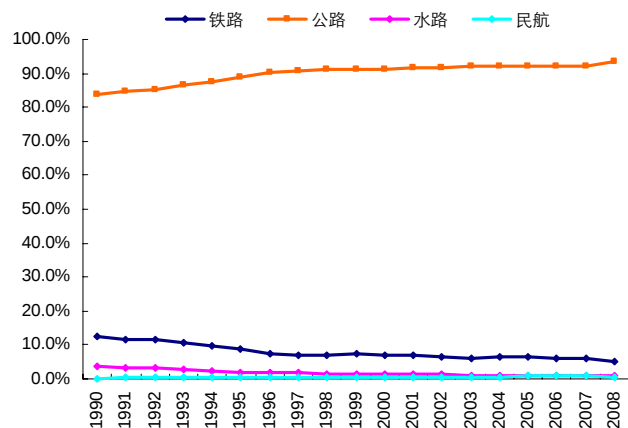
资料来源：CEIC 东方证券研究所

图 3 全国旅客周转总量（亿人公里）及增速变化



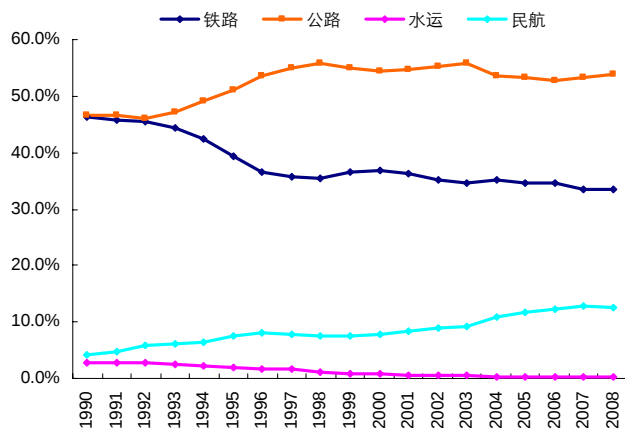
资料来源：公司财务报表 东方证券研究所

图 4 不同形式的运输工具完成的客运量在全国总客运量中比重的变化趋势



资料来源：CEIC 东方证券研究所

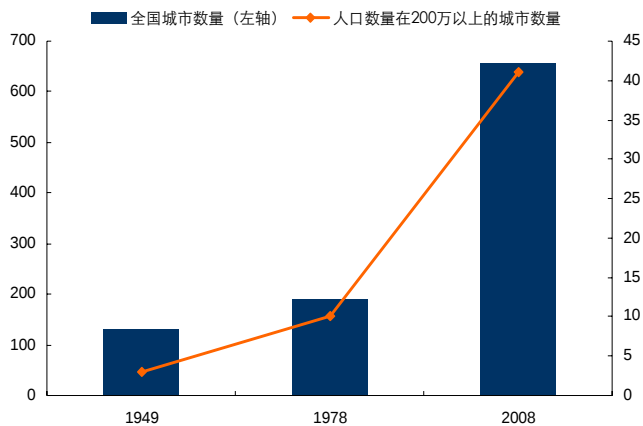
图 5 不同形式的运输工具完成的客运周转量在全国总客运周转量中比重的变化趋势



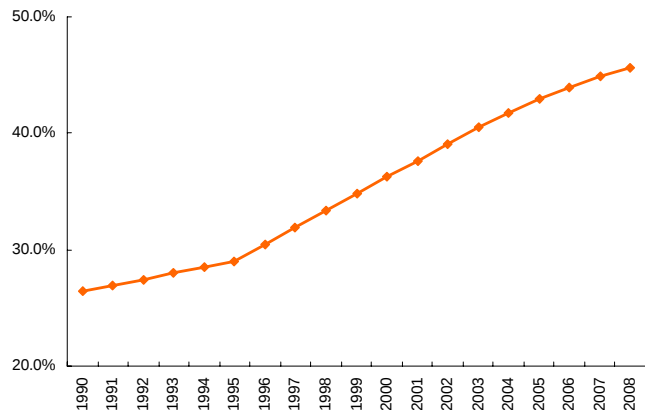
资料来源：公司财务报表 东方证券研究所

1.2.3、城市化进程的不断推进驱动公交车产品市场快速成长

建国以来，我国的城市数量不断增加，城市规模不断扩大。特别是改革开放以来，城市数量呈现爆发式增长的态势，人口超过 200 万的城市数量急剧膨胀。另外，从 04 年开始，国家在推进城市化建设的同时，在全国范围内启动公交优先的城市交通发展战略，客观上也推动了公交车产品需求的快速释放。

图6 全国城市数量及规模的变化趋势


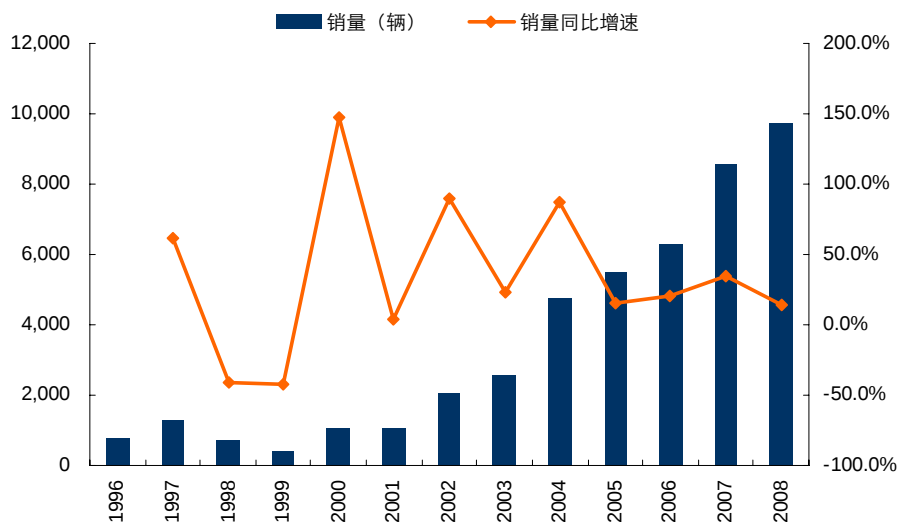
资料来源：CEIC 东方证券研究所

图7 中国城市化率的变化趋势


资料来源：公司财务报表 东方证券研究所

1.2.4、海外市场快速启动成为大中型客车市场新的增长极

由于客车产品的制造过程具备劳动密集型和资本密集型的双重特点，中国低廉的劳动力成本、完善的零部件配套体系，使得中国的客车产品具备良好的性价比优势。从中国加入世界贸易组织开始，大中型客车产品出口销量快速增长，逐渐成为中国大中型客车产品的重要市场。

图8 中国大中型客车产品海外市场销量（辆）及同比增速变化趋势


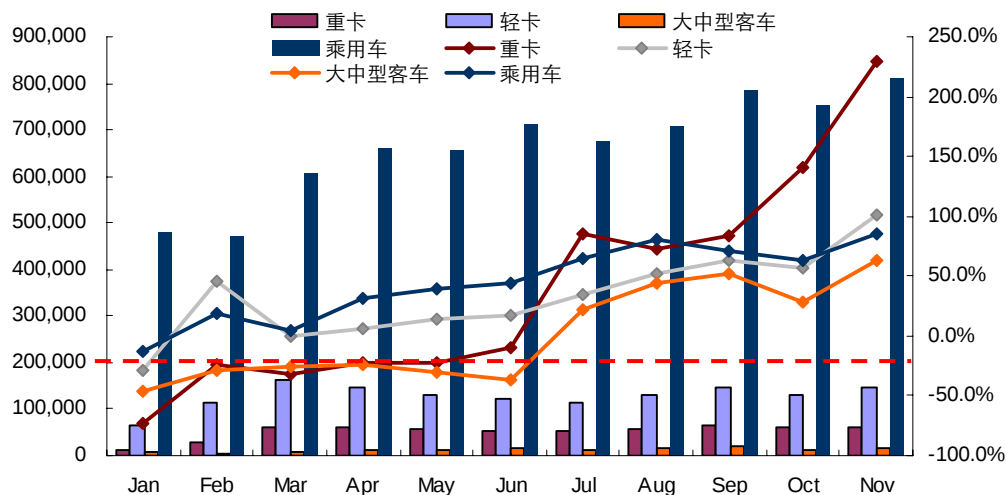
数据来源：中国客车统计信息网 东方证券研究所

2、未来十年是大中型客车产品市场进入规模增长和销售结构改善并举的阶段

2.1、多重因素造成 2009 年大中型客车市场的低迷

09 年，在国家相关行业扶持政策的刺激下，乘用车、重卡、轻卡三个整车子行业快速复苏。但是大中型客车子行业并没有从景气低谷中走出来，预计 09 年全年大中型客车产品销量同比下滑幅度约 5% 左右。

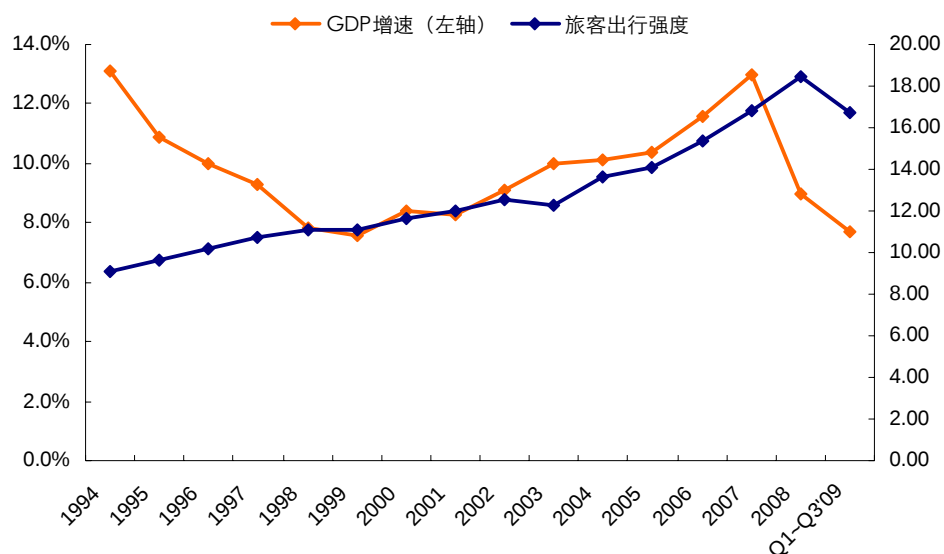
图 9 09 年汽车整车子行业月度销量及同比增速对比



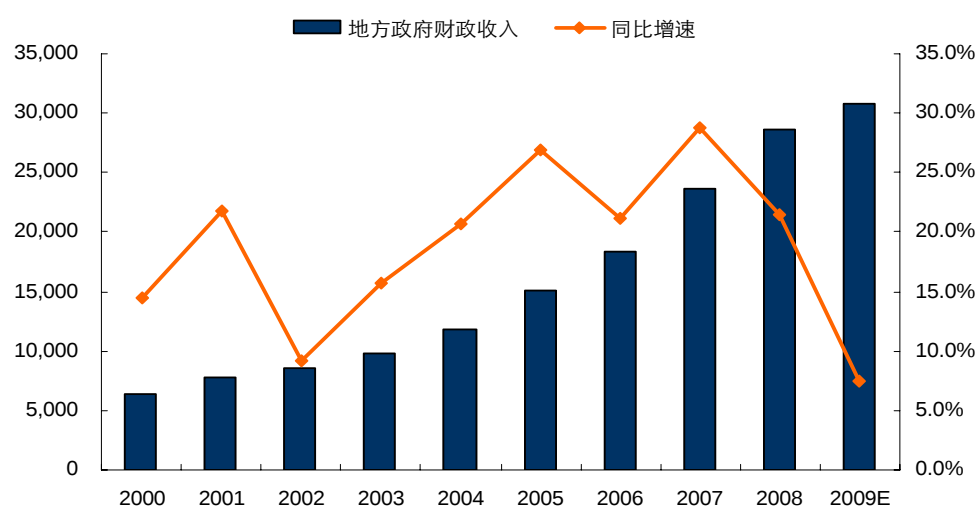
资料来源：中国汽车工业协会产销快讯，中客网，东方证券研究所

我们认为，造成 09 年大中型客车行业低迷的主要原因在于

- 1)、08 下半年来，经济景气程度下降，全国范围内人员流动的出行强度明显降低；
- 2)、长途公路客运、黄金公路客运线路受到动车组铁路客运的冲击，公路客运企业更新车辆的积极性大幅度下降；
- 3)、随着经济下滑，企业经济效益下降使地方政府财政收入增长放缓，同时还要进行大规模基础设施建设，多数地方政府 09 年普遍缺乏资金补贴公交企业更新车辆；
- 4)、受金融危机影响，海外市场需求萎缩，大中型客车产品出口销量大幅下滑。

图 10 GDP 增速和旅客出行强度的变化趋势（旅客出行强度=全国客运总量/全国总人口）


数据来源：CEIC 东方证券研究所

图 11 地方政府财政收入（亿元人民币）及同比增速变化趋势


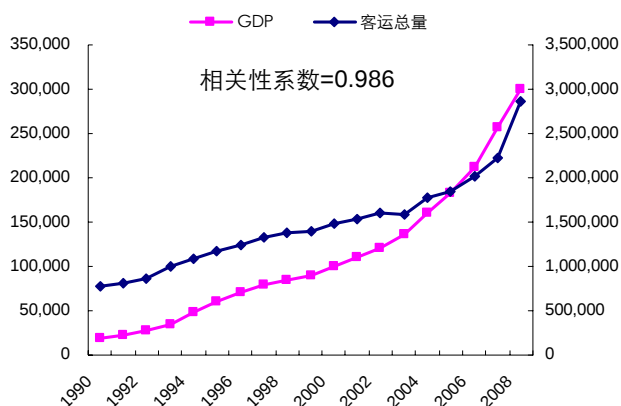
数据来源：CEIC 东方证券研究所

2.2、未来十年大中型客车产品的内需市场成长空间依然巨大

2.2.1、宏观经济持续向好是大中型客车产品市场持续繁荣的最根本的驱动力

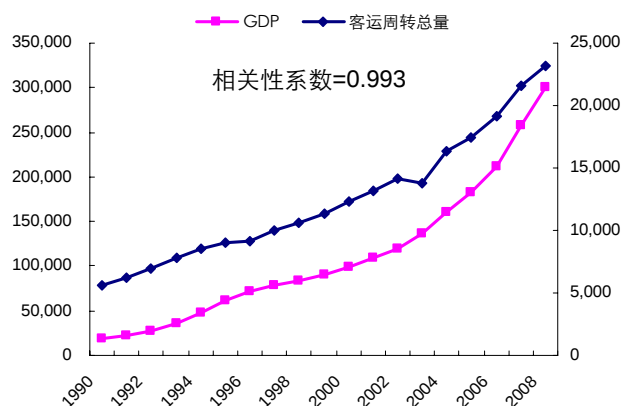
通过分析 1990 年~2008 年中国的国民生产总值和全国客运总量、客运周转总量之间的相关性，我们发现这两类指标高度相关，表明宏观经济增长必然带动客运量、客运周转总量的增长，只要宏观经济持续向好，必然带动客运量、客运周转总量的持续增长。

图 12 国民生产总值、全国总客运量的历史波动趋势



资料来源：CEIC 东方证券研究所

图 13 国民生产总值、全国客运周转总量的历史波动趋势

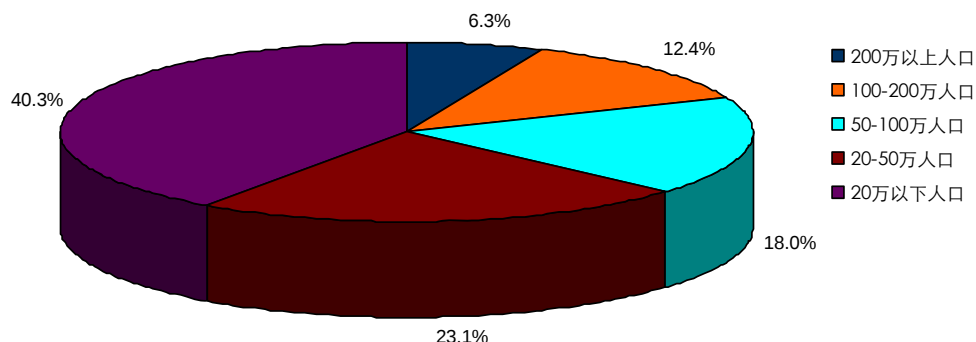


资料来源：公司财务报表 东方证券研究所

2.2.2、中国人口集中度低和铁路网覆盖能力有限决定了人口流动对公路客运的长期依赖

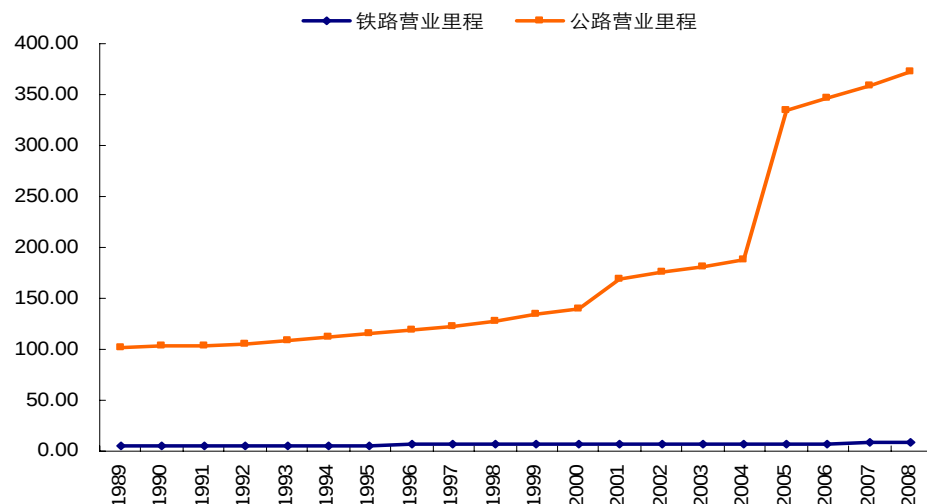
尽管截止到 2008 年年底，中国的城市率已经达到 45.7%，但是中国的 6 亿城镇人口分布在 655 座地级以上城市和 1635 座县城里，平均每座城市人口不足 30 万人，城市人口高度分散。国家铁路网只能将地级以上城市、部分县城覆盖、串联起来，大量的县城根本无法加入到国家铁路网中，而国家公路网却可以将大中城市、地级市、县城，甚至乡镇串联起来。根据交通部 2008 年公路水路交通运输行业发展统计公报，截止到 2008 年年底，全国公路密度为 0.392 公里/平方公里，全国通公路的乡（镇）占全国乡（镇）总数的 99.24%，通公路的建制村占全国建制村总数的 92.86%；相应的，根据铁道部 08 年统计公报，截止到 2008 年底，全国铁路密度为 0.008 公里/平方公里，全国具有铁路站点的地级及以上城市、县城占全国城市总数的 45.3%。所以，中国的国情决定了中国的人口流动根本无法摆脱对公路客运的长期依赖。

图 14 不同人口规模的城市数量占全国城市总量的比重



数据来源：国家统计局

图 15 中国铁路通车里程和公路通车里程的变化趋势

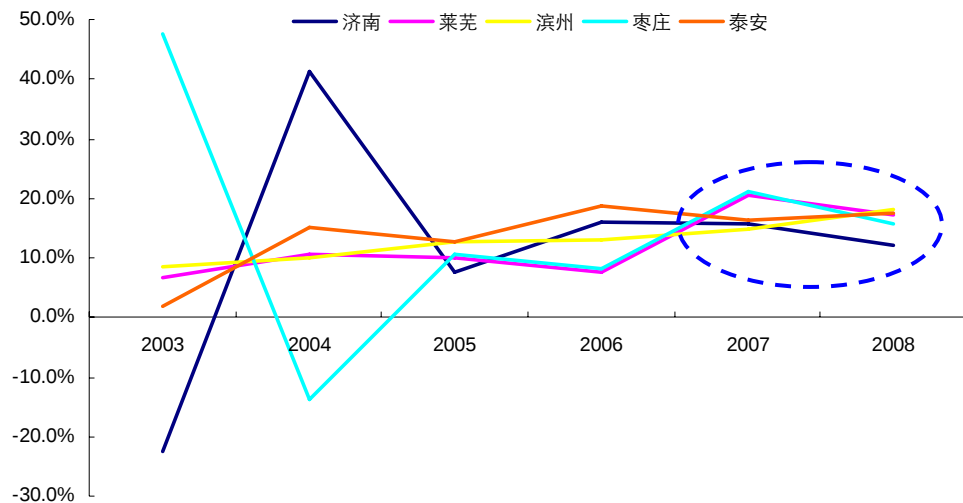


数据来源：CEIC

2.2.3、中小城市经济活跃程度不断提高为公路客运带来巨大的客运需求

金融危机重创欧美日等发达国家和地区的经济，来自这些国家和地区的商品需求显著下降，中国依靠投资和出口来拉动经济增长的模式已经难以为继。为此，中国必须转变经济增长模式，转而依靠投资和消费来拉动经济增长。就国内消费而言，过去一段时间，大城市的消费需求增速显著高于中小城市和农村地区。随着国家扩大内需、刺激消费政策的逐步落实，中小城市和农村地区的消费者支付能力逐步提高，消费需求增速将显著提高。为应对这种变化，各种商品和服务的目标市场和销售渠道将显著下沉，中小城市和农村地区的商业活动将更加活跃，从而为客运行业带来新增的人员运输需求，而中小城市的铁路密度较低，公路客运将迎来新的发展机遇。

图 16 山东省省会城市和中小城市居民消费性支出同比增速对比

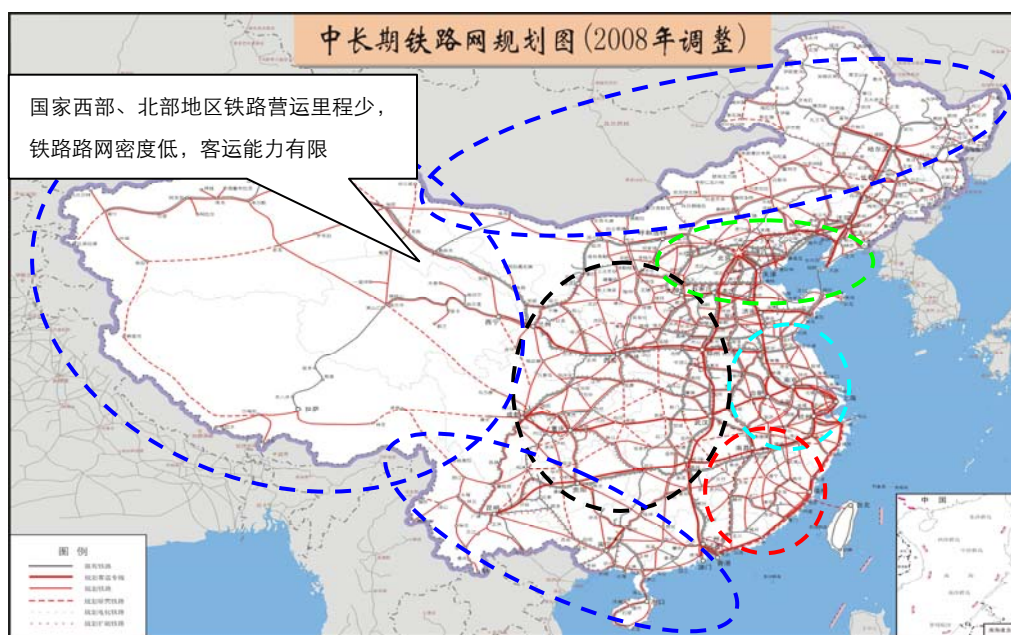


数据来源：CEIC 东方证券研究所

2.2.4、西部地区的旅客运输在未来相当长的时间里依然由公路担当主力

国家的西部大开发战略、制造业西迁、北移，将有利促进西部地区、北部地区的经济增长，从而带动当地的人员流动强度上升。而国家现有、在建和拟建的铁路客运专线，主要集中在中部和东部地区，西部地区的铁路网络化程度非常低，铁路客运能力非常有限，客运主要还是依靠公路。

图 17 国家最新中长期铁路网规划图



资料来源：铁道部网站

表 1 不同地区的铁路和公路的里程、路网密度对比（公里、平方公里、公里/平方公里）

2008 年	铁路里程	公路里程	国土面积	铁路密度	公路密度
长三角地区	6,926	476,767	377,504	0.018	1.263
珠三角地区	3,783	271,762	303,828	0.012	0.894
环渤海地区	14,303	407,820	521,537	0.027	0.782
华中地区	15,169	896,221	870,300	0.017	1.030
西部地区	23,082	1,292,360	5,644,872	0.004	0.229
北部地区	16,424	385,232	1,788,890	0.009	0.215
全国	79,687	3,730,162	9,506,931	0.008	0.392

表 2 不同地区 09 年前三季度名义 GDP 及同比增速对比（十亿元人民币）

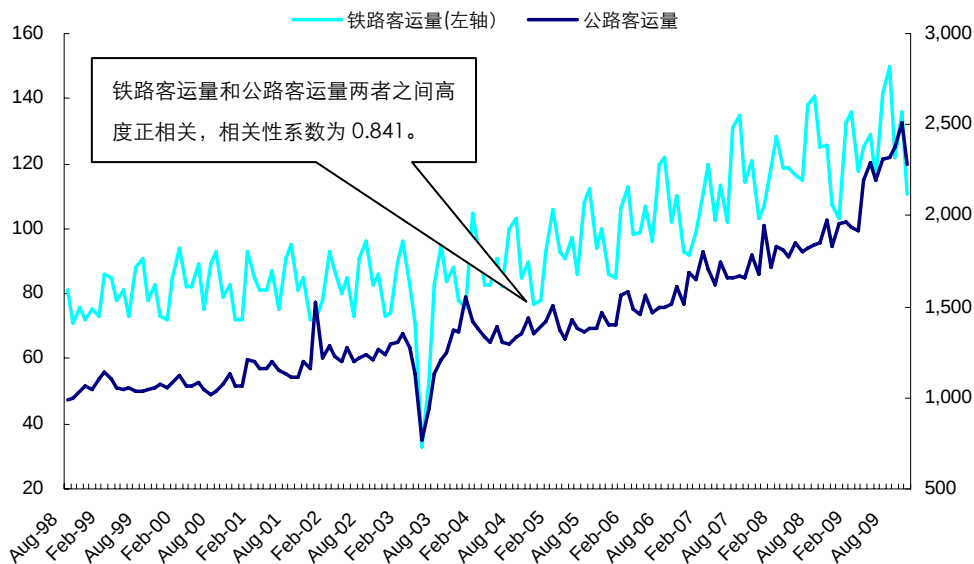
	长三角地区	珠三角地区	环渤海地区	华中地区	西部地区	北部地区	全国
08 年前三季度	6,957.90	3,242.16	3,795.31	4,036.75	3,599.76	1,452.88	20,802.53
09 年前三季度	7,391.78	3,400.24	3,966.34	4,360.18	3,856.18	1,519.80	21,781.72
同比增长	6.24%	4.88%	4.51%	8.01%	7.12%	4.61%	4.71%

数据来源：CEIC 东方证券研究所

2.2.5、铁路客运能力的提升将有利促进公路客运需求的增长

1)、公路客运量和铁路客运量高度正相关

从 1998 年 10 月 1 日开始，中国的铁路客运经历了 6 次大规模提速，铁路客运能力大幅度提高。观察 98 年以来的月度铁路客运量和月度公路客运量之间的变化趋势，铁路客运量和公路客运量之间并没有呈现此消彼长的现象，恰恰相反，公路客运量和铁路客运量之间高度正相关，和铁路客运量增长紧密同步的是公路客运量的增长。

图 18 1998 年以来铁路客运量和公路客运量之间的同向变动趋势（百万人）


数据来源：CEIC

2)、铁路客运能力的提升为公路客运创造新增的客运需求

观察 1997 年以来铁路六次大提速后铁路客运量、公路客运量各自占客运总量的比例的变化，以及 2007 年 4 月 18 日国家在环渤海地区、长三角地区和珠三角地区开行动车组后，这三个地区的铁路客运量、公路客运量分别占这三个地区的各自客运总量的比例，我们发现：铁路提速以及动车组开行后，公路客运量占比并没有下降，反而略有上升。这与我们观察到的动车组开行路线上公路客运实载率显著下降似乎有所相悖。符合逻辑的解释是：

- 尽管和动车组相重合的公路客运线路的客运量在下降，但是由于动车组带来的出行效率的提升创造了额外的出行需求，这些出行需求为中短途公路客运驳运带来新的需求。
- 铁路提速和动车组为保证运营效率，减少了停靠站点，因此，两个铁路站点之间的客运需求只能通过公路客运来满足。
- 铁路提速和动车组开行对价格敏感的客运需求的挤出效应，对价格比较敏感的消费者转而选择公路客运。

通过以上分析，我们认为，铁路客运能力和效率的提升在总体上并没有形成对公路客运的替代，反而为其创造了新增的客运需求。我们在前文中已经论证了宏观经济景气程度决定了总的客运需求，既然铁路客运和公路客运不存在相互替代的关系，那么公路客运需求的多少，将最终取决于宏观经济的景气程度。

表 3 历次铁路提速后铁路、公路完成的客运量占总客运量的比例的变化趋势

	1997.4~1998.9	1998.10~2000.10	2000.11~2001.11	2001.12~2004.4	2004.5~2007.4	2007.5~2009.11
第一次铁路提速时间	1997.04.01					
第二次铁路提速时间		1998.10.01				
第三次铁路提速时间			2000.10.21			
第四次铁路提速时间				2001.11.21		
第五次铁路提速时间					2004.04.18	
第六次铁路提速时间						2007.04.18
铁路客运量占总客运量的比重	7.2%	7.0%	6.6%	6.0%	6.2%	5.8%
公路客运量占总客运量的比重	90.8%	91.2%	91.7%	92.4%	92.0%	92.4%

数据来源：CEIC

表 4 开行动车组后，长三角、珠三角和环渤海地区各自的铁路客运量、公路客运量占各自客运总量比例的变化趋势

		2005	2006	2007	2008
长三角	铁路	5.6%	5.5%	5.2%	5.2%
	公路	93.2%	93.3%	93.6%	93.7%
珠三角	铁路	5.2%	4.6%	4.8%	2.3%
	公路	93.5%	94.1%	93.9%	97.2%
环渤海	铁路	14.6%	14.7%	13.8%	9.1%
	公路	85.0%	84.9%	85.9%	90.7%

数据来源：铁道部网站、CEIC、东方证券研究所，2007 年 4 月 18 日长三角、珠三角和环渤海地区开始运行动车组

2.2.6、铁路客运能力、效率和舒适程度的提高使公路客运行业装备升级进程提前展开

虽然动车组乘坐舒适、运行效率高、安全舒适，但是票价也高于相同线路的公路客车。对价格比较敏感、对舒适程度也有一定要求、对效率没有较高要求的客户还是愿意选择公路客车出行。公路客运企业为了能在这一细分市场中争取到更多的市场份额，必须升级自己的营运车辆，使客户乘坐更加舒适，同时大幅度降低票价，为了做到这一点，大容量、豪华型客车产品是公路客运企业的必然选择；铁路客运能力的提升，为公路客运带来新增的中短途客运需求，为应对这种运输格局的巨大变化，公路客运企业需要升级自己的营运车辆，来维持自身的竞争力，以在和同行的竞争中获得尽可能多的市场份额。

另外，燃油税政策实施以来，养路费取消，燃料成本占公路客运企业的成本比重进一步提高。公路客运企业有足够的动力去购买燃油经济性好的车辆，以降低运营成本。

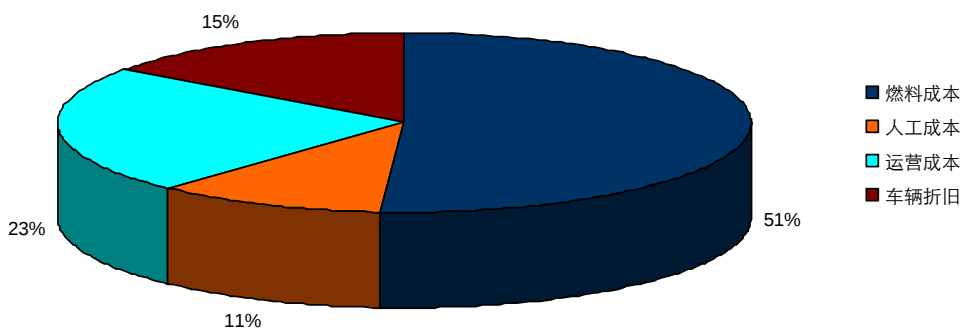
表 5 不同容量的公路客车产品单座成本计算（以济南-青岛 公路客运车辆为例）

40 座公路客车	单位价格	消耗量	细分成本
燃油消耗	6.5 元/L*24L/100Km	400Km	624.0
人工成本	150 元/人	1	150.0
进出站费用	5 元/天/辆	2	10.0
检车费	2 元/天/辆	2	4.0
消毒费	2 元/天/辆	2	4.0
报单费	112 元/人*8%	40*80%	286.7
车辆折旧	137.0 元/天	1	137.0
单座成本			38.0

72 座公路客车	单位价格	消耗量	细分成本
燃油消耗	6.5 元/L*26.4L/100Km	400Km	686.4
人工成本	150 元/人	1	150.0
进出站费用	5 元/天/辆	2	10.0
检车费	2 元/天/辆	2	4.0
消毒费	2 元/天/辆	2	4.0
报单费	56 元/人*8%	72*90%	290.3
车辆折旧	205 元/天	1	205.0
单座成本			20.8

数据来源：东方证券研究所

图 19 取消养路费后公路客运企业成本结构



数据来源：东方证券研究所

2.2.7、城市公交车市场成长空间巨大

1)、节能减排工作持续推进为公交车产品市场带来大量的更新需求

中国在哥本哈根气候变化大会上提出了到 2020 年中国单位 GDP 二氧化碳排放将比 2005 年下降 40%~45%的减排目标。截止到 08 年年底，我们目前城市公交车保有量约为 40 万辆，其中达到国

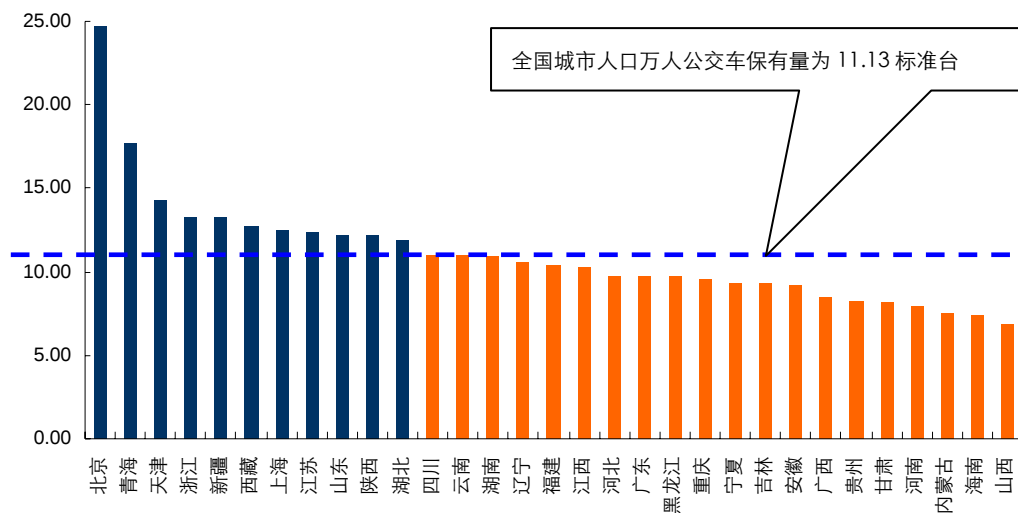
III 排放标准的城市公交车不足 5%，大部分在用公交车产品车型严重老化、能耗高，二氧化碳、污染物的排放浓度非常高。根据交通部能源研究所的研究结论，我国城市公交车的二氧化碳排放量大约占全国机动车二氧化碳排放总量的 10%，如果在城市里大规模更新在用的公交车产品，不仅可以有效降低城市公交车产品的能源消耗，降低二氧化碳和污染物的排放，而且可以非常直观的向世界展示，中国是一个负责任的大国，正在采取实际行动推进节能减排的工作。所以，我们大胆预测，未来几年内，城市公交车将在政府的大力支持下开始大规模更新换代，因而会产生大量的公交车产品需求。由于在节能环保方面、舒适性方面性能的全面提高，公交车产品的档次和售价将大幅度上扬。

2)、城镇化建设的提速将为公交车市场带来巨大的成长空间

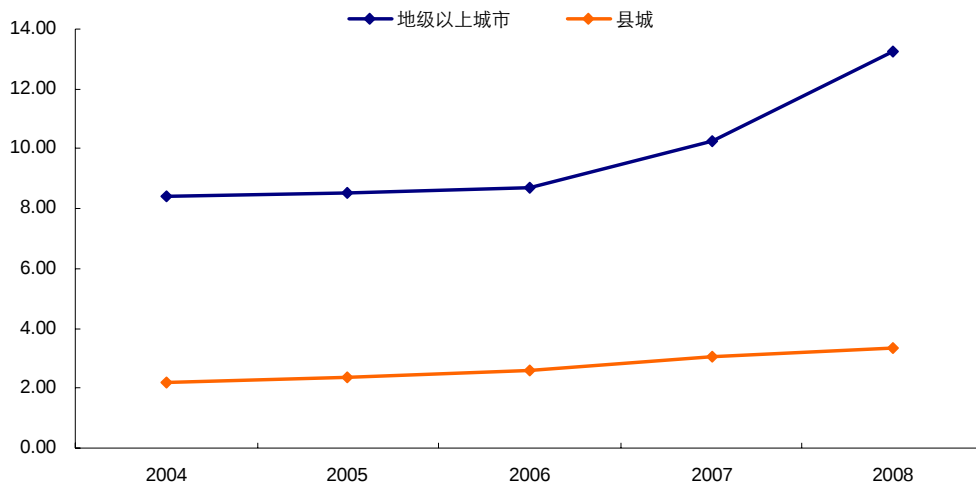
12 月份召开的中央经济工作会议上提出，要把解决符合条件的农业转移人口逐步在城镇就业和落户作为推进城镇化的重要任务，放宽中小城市和城镇户籍限制。我们认为，如果该政策能顺利实施，将加快中小城市和城镇人口规模的迅速扩容，从而为公交车产品市场打开巨大的成长空间。目前，不同地区的城市公交车万人保有量差距较大，全国 31 个省、直辖市和自治区中，有 20 个省、直辖市和自治区的城市人口公交车万人保有量低于全国平均水平，而地级以上城市和县城之间的万人公交车保有量差别更大。

预计到 2009 年底，全国城市公交车实际保有量约为 45 万台，假定城市化率从 2010 年到 2015 年每年增加 1 个百分点，并且所有规模的城市的公交车保有量都能达到 20 标准台/万人，则到 2015 年，全国城市公交车保有量可达到 140 万标准台，折合实际保有量约为 70 万台，公交车市场成长空间依然巨大。

图 20 截止到 2008 年底全国各个省、直辖市和自治区的城市人口公交车保有量（标准台/万人）



数据来源：2008 年中国统计年鉴

图 21 地级以上城市和县城的城市人口万人公交车保有量变化趋势（标准台/万人）


数据来源：2008 年中国统计年鉴

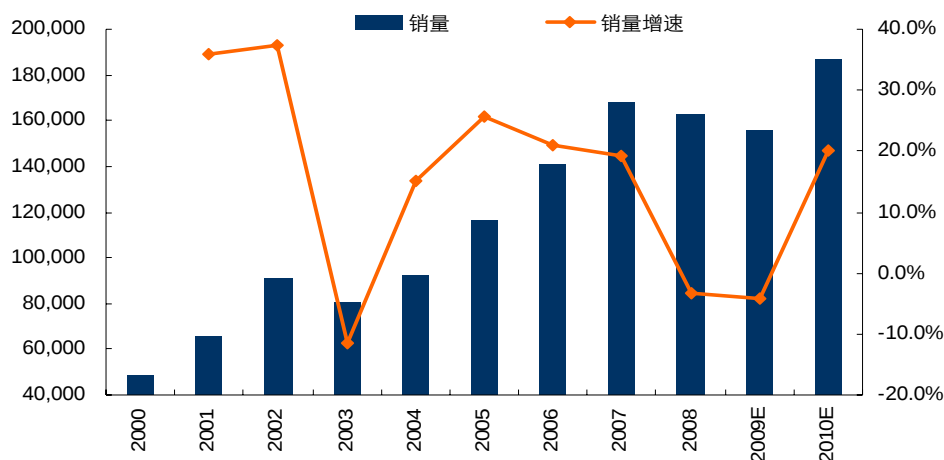
2.3、海外市场复苏并快速成长是大概率事件

中国的大中型客车产品的海外市场主要是拥有大量资源禀赋的国家。金融危机以来，世界宏观经济景气程度显著下降，对各种资源的需求显著萎缩，资源禀赋型国家的经济因此遭受重创，来自这些国家的大中型客车产品需求快速下降。随着世界经济回暖，对各种资源的需求也会逐步回升，因此，资源禀赋型国家的经济景气程度将逐步提升，经济的回暖，将刺激这些国家对各种商品的需求的逐步释放。中国的大中型客车产品的竞争力并没有因为金融危机的原因而下降，随着销售渠道和售后服务网络的逐步完善，中国的大中型客车产品出口销量仍将恢复快速增长的势头。

2.4、短期来看，2010 年大中型客车产品市场将迎来迟到的强劲复苏

2000 年，交通部为了维护道路旅客运输市场的正常秩序，促进道路旅客运输企业的合理分工，出台了《道路旅客运输企业经营资质管理规定》，规定中明确了客运企业的经营资质细则，2001 年我国开始进行了第一次公路客车运输企业经营资质的评审工作。公路客运企业为了获得对企业发展有利的经营资质，从 2001 年开始，按照法规的要求，大规模采购符合不同资质要求的新车，促成了 2001 年、2002 年大中型客车产品销量井喷的行情。

按照平均 8 年的更新周期，2009 年、2010 年将是 2001 年、2002 年采购的车辆更换高峰期，但是行业销量数据和公路客运企业层面的微观调研显示，由于宏观经济的景气程度相对较低，客运量下降，公路客运企业在 09 年进行的车辆更新比例非常低。对于公路客运企业而言，车辆安全性非常重要。我们预计，随着宏观经济形势进一步好转，2001 年、2002 年集中采购的公路客运用车辆的更新需求将在 2010 年集中释放。另外，为应对铁路客运能力及效率的提升给道路旅客运输格局带来的显著变化，公路客运企业将积极调整车型结构，采购新车，来应对和动车组重合的黄金线路上、中短途运输线路上，公路客运企业之间的竞争，以获得尽可能多的市场份额，因而会带来新增的车辆需求，预计 2010 年大中型客车产品销量可达 18.6 万辆，同比增长 20% 左右。

图 22 大中型客车产品销量及销量增速的变化趋势（辆）


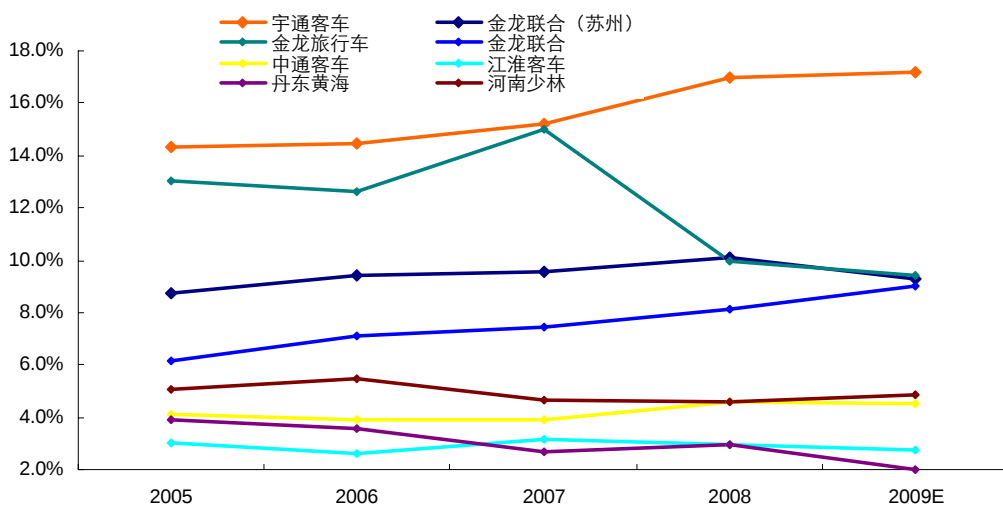
数据来源：中国汽车工业协会产销快讯 中客网

二、宇通客车：行业龙头的地位将更加巩固

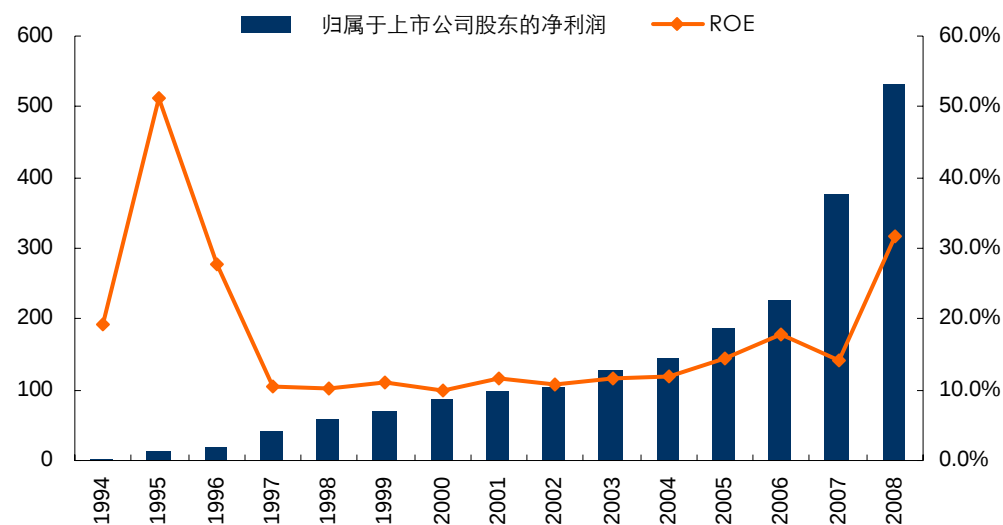
1、宇通客车的辉煌发展历程

宇通客车 1993 年成立，于 1997 年上市。从 1994 年开始至 2008 年的连续十五个财年，销量不断增长，市场份额不断提高，盈利水平年年持续增长，是汽车行业唯一的一家盈利水平连续十五年增长的企业。宇通客车取得如此辉煌的经营业绩，主要由以下驱动因素决定：

1)、大中型客车产品市场处在从无到有的高速增长期；2)、公司拥有非常优秀的管理团队；3) 产品开发能力强；4)、产品质量过硬，能经得起市场的长期考验；5)、坚持直销的销售模式。

图 23 主要大中型客车制造企业市场份额的变化趋势


数据来源：中客网

图 24 过去十五年公司的归属于上市公司股东的净利润变化趋势和 ROE 的变化趋势


数据来源：公司财报

2、宇通客车在未来十年里行业龙头地位将更加巩固

2.1、行业龙头抗市场风险能力强

在下游行业市场需求非常旺盛的市场环境下，不同企业之间的市场表现和盈利表现差别不明显，不同规模的客车制造企业都能获得快速成长的机会。但是，当下游行业市场景气程度显著下降时，行业龙头公司才能充分展示其实力。受金融危机和排放标准升级的影响，08 年下半年大中型客车行业的下游需求大幅度萎缩，大中型客车行业产品销量快速下降，宇通客车充分显示了龙头公司抵御市场风险的能力，市场表现显著强于行业平均水平，而且盈利表现好于市场表现。

表 6 宇通客车和大中型客车行业市场表现对比

	08'2H	09'Q1	09'Q2	09'Q3
宇通客车	-19.90%	-34.50%	-19.90%	47.20%
大中型客车行业	-25.20%	-35.60%	-31.60%	39.70%

数据来源：中客网

2.2、宇通客车将充分受益于未来行业产品销售结构的改善

我们在前文中已经论及，因为竞争所致，公路客运企业用车朝着大容量、更豪华、更舒适、更节能的方向发展，公交车行业使用的大中型客车产品也将朝着更加节能、环保的方向发展。在这种大的趋势下，宇通客车在产品层面的竞争优势使其能充分受益于行业销售结构的上移。宇通的产品竞争优势包括

- 1)、发动机热管理系统、车身轻量化设计和制造工艺赋予整车良好的燃油经济性和低碳排放特性；
- 2)、整车电泳防腐技术延长整车使用寿命；
- 3)、产品线齐全，大容量客车产品已经实现量产。

我们认为，凭借自身的产品开发能力和具备竞争力的产品线，宇通客车在行业销售结构上移的过程中，自身的竞争优势将体现得更加明显，市场份额将进一步提高。就 2010 年而言，我们预计大中型客车行业销量同比增长 20%，宇通客车的产品销量同比增长 25% 以上的概率非常高。

三、公司估值

市场目前的普遍观点认为，由于铁路客运能力的提升将严重影响公路客运行业的景气程度，进而影响公路客运用大中型客车产品的需求。我们认为，市场只是看到了铁路客运对相同线路上公路客运的负面影响，而没有认真分析铁路客运能力的提升对公路客运行业带来的积极影响，没有认真分析中国特殊的国情。

过去十年，只是大中型客车行业非常粗放的外延式扩张的阶段；未来十年，大中型客车行业将迎来外延式和内涵式两种增长模式并存的发展阶段。在这个阶段，宇通客车凭借产品优势和渠道优势，将获得比过去十年更快的盈利增速。

短期来看，预计 2009 年、2010 年公司每股收益分别为 1.03 元、1.31 元，对应 09 年、10 年 P/E 为 19.48 倍、15.41 倍。考虑到在中大型客车行业全新的发展阶段，作为行业龙头公司的宇通客车良好的盈利增长前景，可以享受一定的估值溢价，我们认为给予公司 25 倍的估值水平是合理的，6 个月内目标价为 32.75 元，给予公司买入的投资评级。

四、风险因素

1)、宏观经济复苏进程缓慢，客流量回升乏力；2)、地方政府财政收入增速无法提高，对公交车行业的补贴力度无法加大；3)、原材料价格上涨幅度超预期。

附表：财务报表预测与比率分析

损益表					现金流量表				
(百万元人民币)					(百万元人民币)				
会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	8,336	8,819	11,142	12,804	经营活动现金流	964	989	858	1,494
营业成本	7,024	7,302	9,225	10,583	税后利润	531	538	679	806
主营业务税金及附加	30	41	50	58	经常性非现金支出	306	192	218	238
销售费用	405	433	520	588	非经常性现金支出	(323)	(26)	(26)	(31)
管理费用	410	424	542	617	营运资金变动	457	281	(23)	468
财务费用	21	9	18	12	少数股东损益	(7)	5	10	12
资产减值损失	152	19	17	30	投资活动现金流	115	(1,048)	165	71
投资收益	353	23	12	19	资本开支	(558)	(289)	(133)	(134)
营业利润	630	621	796	947	投资与投资收益	673	(760)	298	205
非经常性损益	(0)	11	10	10	筹资活动现金流	(1,093)	178	(581)	(327)
税前利润	630	631	806	957	贷款增加	(761)	500	(250)	50
所得税	106	89	117	139	支付股利利息	(332)	(321)	(330)	(376)
净利润	524	543	689	818	其他融资	0	0	0	0
少数股东损益	(7)	5	10	12	现金净流量	(15)	118	441	1,237
归属母公司净利润	531	538	679	806	现金期初余额	1,263	1,360	1,478	1,919
EPS (元/股)	1.02	1.03	1.31	1.55	现金期末余额	1,360	1,478	1,919	3,156

资产负债表					比率分析				
(百万元人民币)									
会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E
流动资产合计	2,895	3,980	4,722	5,856	增长能力				
货币资金	1,360	1,478	1,919	3,156	营收增长率(%)	5.77%	5.80%	26.34%	14.92%
应收账款及票据	781	790	1,006	1,150	EBITDA 增长率(%)	17.81%	-1.41%	24.65%	16.30%
存货	636	762	1,114	1,041	EBIT 增长率(%)	14.27%	-6.56%	27.70%	18.28%
交易性金融资产	50	877	591	403	净利润增长率(%)	20.25%	3.58%	27.00%	18.67%
非流动资产合计	1,789	2,141	2,194	2,233	盈利能力				
长期投资	133	100	100	100	毛利率(%)	15.74%	17.20%	17.20%	17.35%
固定资产	751	930	928	892	净利率(%)	6.29%	6.16%	6.19%	6.39%
在建工程	267	178	141	126	EBITDA 利润率(%)	9.60%	8.95%	8.83%	8.93%
可供出售金融资产	305	566	667	768	ROA(%)	8.33%	10.05%	10.58%	10.91%
无形资产	235	274	263	251	ROE(%)	24.5%	27.8%	28.1%	27.6%
开发支出	0	0	0	0	ROIC(%)	12.57%	42.80%	40.93%	34.31%
资产总计	4,685	6,121	6,916	8,089	偿债能力				
流动负债合计	2,854	3,483	3,999	4,517	资产负债率(%)	63.7%	63.9%	61.1%	59.9%
循环借款	0	200	150	100	流动比率(倍)	1.01	1.14	1.18	1.30
应付账款及票据	2,431	2,775	3,229	3,704	速动比率(倍)	0.79	0.92	0.90	1.07
预收账款	70	88	89	102	营运能力				
其他应付款	210	256	323	370	总资产周转率	1.33	1.63	1.71	1.71
非流动负债合计	130	430	230	330	应收账款周转率	3.84	5.40	5.99	5.75
长期贷款	5	305	105	205	存货周转率	6.56	10.45	9.83	9.82
应付债券	0	0	0	0	应付账款周转率	2.73	2.81	3.07	3.05
负债合计	2,984	3,912	4,228	4,846	价值评估				
股本	520	520	520	520	P/B(倍)	6.2	4.8	4.0	3.3
资本公积	222	499	600	701	P/E(倍)	19.7	19.5	15.4	13.0
未分配利润	677	849	1,148	1,510	EV/收入(倍)	0.52	1.08	0.85	0.75
股东权益合计	1,701	2,209	2,688	3,243	EV/EBITDA(倍)	5.41	12.08	9.63	8.40
负债和股东权益	4,685	6,121	6,916	8,089	EV/EBIT(倍)	6.43	15.17	11.80	10.12

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

秦绪文：汽车行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

王轶：汽车行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。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。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn