

湘财证券研究所

浦俊懿

Tel: 021-68634510-8078

E-Mail: pjy2938@xcsc.com

刘金钵

Tel: 021-68634510-8193

E-Mail: ljb2861@xcsc.com

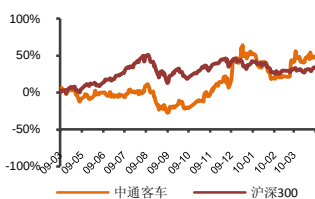
股票信息

当前股价	10.28
52 周最高/最低价	11.80/4.80
总市值 (百万)	2,451.83
流通市值 (百万)	2,451.52
总股本 (万股)	23,850.50
流通 A 股 (万股)	23,847.46

基础数据 (3Q09)

每股净资产 (元)	2.234
资产负债率 (%)	66.47
稀释 EPS (元/股)	0.03
ROE (%)	1.20

中通客车近一年走势：



事件：

近日我们对公司进行了实地调研，就关心的问题与公司管理人员进行了交流。

点评：

□ 09年营收有所下滑，而10年将呈现恢复性增长

公司是国内大中客行业的主要生产商，近年来大中客产销量维持在行业第5的位置。据中客网统计，09年公司共销售各类客车共计7500辆左右，与08年基本持平，但由于轻型客车销售占比的增加，以及出口业务出现的下滑，导致了产品平均售价有所下降，因此营收规模与08年相比略有降低。

进入2010年后，随着国内客车行业景气度的不断回升，公司也实现了出口与国内业务的开门红，据中汽协统计，公司1-2月共销售客车1270辆，而出口业务也呈现了同比的大幅增长。我们预计，在出口恢复以及新能源客车订单的带动下，公司10年客车销量有望增长13%左右。目前公司大客、中客与轻客销售比例各占三分之一左右。未来公司将努力增加公路客车、旅游客车的销售，以减少对公交市场的依赖，从而扩大营收基础，提升盈利能力。

□ 10年新能源客车业务将呈现快速增长

公司是国内较早进行新能源客车研发与生产的企业，06年至今已承担3项863项目和3项山东省重大科技专项项目，在技术方面有较强的积累，并在09年率先实现了新能源客车的产业化。公司成立了独立的新能源事业部，进行相关产品的研发、市场推广与技术支持工作，我们认为这种方式可以有效调动和利用各项资源，支持公司新能源业务的发展。

公司09年交付的80辆混合动力客车目前运营状况良好，在经济性、可靠性、故障率等方面均有较好的表现，起到了良好的示范运营效果。山东省已将新能源汽车列为战略高新技术产业，计划在济南、青岛、烟台、潍坊、淄博、聊城、临沂、德州等有条件的城市逐步进行新能源汽车的推广与示范。公司是科技部及山东省科技厅新能源项目重点支持对象，有望在推广过程中获得可观订单。公司已获得聊城公交30辆的订单，预计今年将交付350台左右，而2011年估计可以达到600辆。目前公司每辆混合动力客车售价在110万左右，而纯电动车则在150万以上，我们认为，随着订单的不断增多，公司新能源客车业务毛利有望得到提升，达到与传统高档客车产品相当的水平。

□ 出口业务是公司增长的另一引擎

公司把出口业务作为未来发展的战略核心之一，自05年以来积极开拓海外业务，取得了良好的成果。近年来公司出口规模不断扩大，业务占比逐渐增加，08年出口客车2061辆，营收占比达到了35%。虽然09年公司出口业务遭遇了较大的冲击，预计下滑达到6成左右，但进入10年后出现了明显好转，单3月份便交付客车118辆，价值6000万左右。我们认为，我国客车产品价廉物美，

在中东、俄罗斯、南美和非洲市场拥有较大的市场潜力，公司产品具有优势，未来仍将不断扩大出口规模，从而对产品结构和盈利能力带来积极影响。我们预计，2010年公司海外业务营收规模有望达到4.3亿元，同比增长50%左右。

□ 新基地的建设与落成将给公司生产经营带来积极影响

公司目前生产基地主要在聊城市区，未来将把厂房搬迁至开发区。公司将进行2万辆客车生产线的建设。新的厂房将利用更为先进的生产设备，工艺流程将得到优化，生产效率将得到较大的提高，旺季时的产能瓶颈也将得以破除。公司将于2010年开始进行新生产基地的建设，我们认为新基地达产后将对公司生产经营情况带来较大的改善。

□ 给予公司“增持”评级

预计公司 09、10、11 年的 EPS 分别为 0.13 元、0.22、0.25 元，对应 PE 为 80.2 倍、47.4 倍、41.7 倍。我们认为，短期看公司业绩将在 2010 年有较为显著的改善，而长期来看，公司有望持续受益于新能源客车的推广应用与海外业务拓展，因此给予公司“增持”评级，6 个月目标价 14 元。

表格 1 中通客车利润表预计（单位：百万）

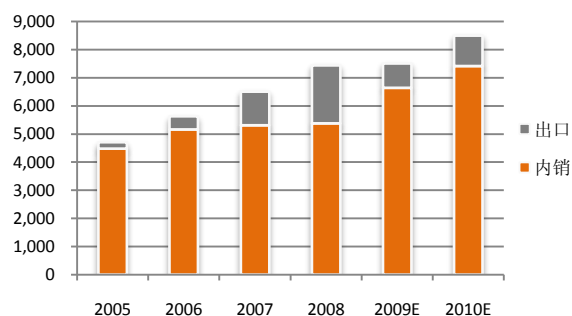
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1710	1598	2083	2396
收入同比		-6.6%	30.3%	15.0%
营业成本	1518	1395	1808	2076
毛利率	11.26%	12.67%	13.21%	13.35%
营业税金及附加	5	5	7	8
营业费用	95	101	133	156
管理费用	51	58	75	86
财务费用	12	9	8	9
资产减值损失	6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	24	30	53	61
营业外收支	11	8	10	10
利润总额	34	38	63	71
所得税	7	6	9	11
净利润	27	32	53	60
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司净利润	27	32	52	59
EBITDA	58	55	82	103
EPS（元）	0.11	0.13	0.22	0.25
PE	90.8	77.4	47.1	41.7

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

□ **风险提示：**

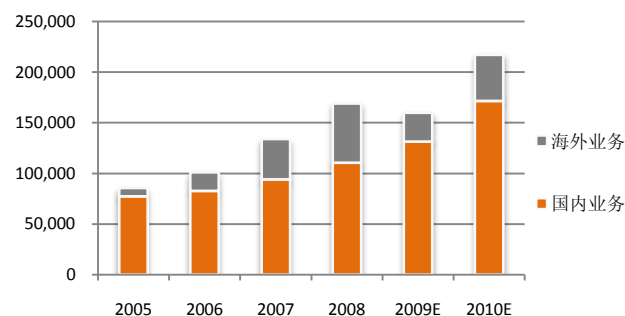
新能源客车推广进度不及预期风险；海外市场订单少于预期风险；原材料大幅上涨风险；

图 1 公司历年国内及海外客车销量



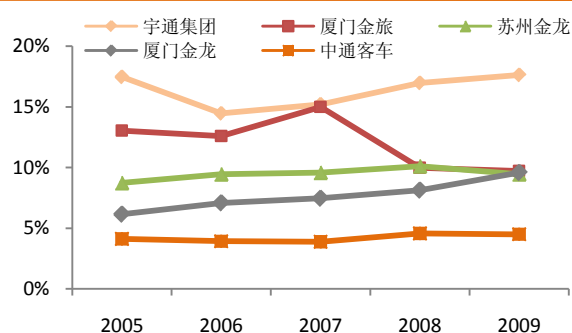
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 2 公司国内与海外业务规模（单位：万元）



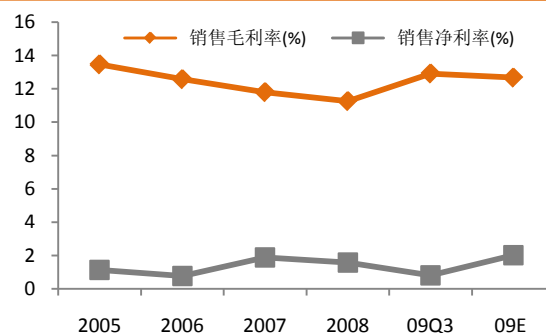
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 3 前 5 家中客厂商市场份额变动



资料来源：中客网，湘财证券研究所

图 4 公司毛利率与净利率走势



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表格 2 中通客车新能源客车立项情况

立项时间	立项部门	下游辐射汽车产业集群地
2006.3	山东省自主创新工程重大专项	混合动力客车研制及示范运营
2006.11	863 计划“节能与新能源汽车”重大专项	中通串联混合动力客车产品开发
2006.11	863 计划“节能与新能源汽车”重大专项	奥运用纯电动客车整车开发
2007.11	山东省自主创新工程项目	奥运用纯电动客车研发及中试
2008.8	863 计划“节能与新能源汽车”重大专项	可充电混合动力客车整车开发
2008.10	山东省重大科技成果转化项目	纯电动客车研发及中试
2009.7	山东省自主创新工程重大专项	可充电混合动力客车开发及产业化

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表格 3 中通客车新能源客车产品型号、技术及性能参数

型号	技术路线	主要参数	合作开发单位
LCK6110GHEV/ LCK6120GHEV	串联混合动力	60Ah 镍氢电池，节油率 25%	清华大学、南车电力机车研究所
LCK6110GHEV-C	“气-电”混合动力	60Ah 镍氢电池，节油率 25%	清华大学、南车电力机车研究所
LCK6112HEV	并联“油-电”混合技术	66Ah 锂离子电池，节油率 25%	
LCK6103HEV/	并联“油-电”混合技术	10-60Ah 锂离子电池，节油率 25%	

LCK6121HEV

LCK6121gEV

纯电动

450Ah 锂离子电池,百公里耗电 130 度

北理工纯电动系统和北交大电池管理系统

LCK6128EV

纯电动

540Ah 锂离子电池,百公里耗电 110 度

北理工纯电动系统和北交大电池管理系统

资料来源：工信部，公司公告，湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。