

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: 23.09元

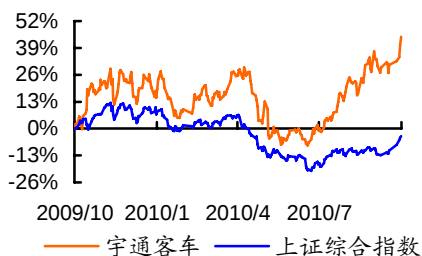
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2861.36
总股本(百万)	520
流通股本(百万)	428
流通市值(亿)	99
EPS (TTM)	1.41
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	5.19	45.59	21.53
上证综合指数	6.44	16.78	-9.49



相关报告

《宇通客车-行业持续复苏, 龙头公司受益》

2010-4-5

《宇通客车-行业复苏势头良好, 公司业绩持续提升》2009-10-27

《宇通客车-业绩符合预期, 下半年恢复增长》2009-8-25

宇通客车

600066

推荐

盈利频超预期, 估值低亮点多

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1-8月份, 公司大中型客车实现销售21,020辆, 同比增长61.8%, 市场份额(剔除非完整客车部分)达到29.97%。
- **客车行业重回上升通道, 出口回暖, 大客车增长突出。**2010年以来客车销量重回上升通道, 1-8月份实现销量227,482辆, 同比增长37.98%, 创历史新高; 出口增速达到67.27%, 超越客车行业(+35.64%), 复苏明显; 关注市场结构性变化, 大型客车1-8月销量同比增速(+80.29%)远超汽车行业增速(+39.35%)。
- **城市化进程加快、居民出行需求增长和客运市场新气象将打开客车市场未来空间。**在城市化和居民收入增加的背景下, 居民客运需求内生增长; 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; 建议关注短期收益最明显的团体和专用车市场的超预期增长。
- **客车大型化高档化趋势明显, 将持续利好宇通客车。**客车市场的大型化和高档化趋势较为明显, 我们预计大中型客车市场将超预期增长, 2010年和2011年的增速将超过50%和30%。宇通客车作为大中型客车龙头将充分受益, 刺激未来销量的快速增长, 业绩将持续超预期。
- **推荐理由: 子行业景气+业绩释放+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年实现销售客车39,822、45,598和54,285辆, 收入129、148和177亿元, 归属母公司利润9.11、10.74和13.52亿元, 10-12年EPS为1.75、2.07和2.60元; 目前公司股价23.09元, 对应10-12年PE为13、11和9, 客车行业10-12年平均PE为38、28和15, 估值优势明显; 此外公司内生外延增长空间广阔。
- **未来三年公司业绩增长确定, 面临行业景气、产品结构升级和经营费用持续下降的内生增长, 以及产业链延伸、出口和新能源客车的外延增长的重大机遇, 此外公司持续分红, 公司估值低、亮点多, 是客车行业配置的首选品种。**

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

目 录

一、宇通客车：不断成长的客车龙头	4
1.1 公司简介	4
1.2 公司主要产品	4
1.3 公司市场地位	5
二、行业分析：保持成长，关注结构亮点	5
2.1 重回上升通道	5
2.2 海外市场潜力巨大	6
2.3 城市化进程中的客车新气象	7
2.4 客车大型化和高档化趋势明显	10
三、宇通公司的竞争优势	11
3.1 领跑行业来源于优势积淀和战略定位	11
3.2 内生式增长：行业景气+定位中高档+运营费用持续下降	13
3.3 外延式增长：产业链延伸+出口市场+新能源客车	14
四、盈利预测及投资建议	16

图表目录

图 1 宇通客车股权结构	4
图 2 宇通客车主要产品	5
图 3 我国客车市场月度销量	6
图 4 大中轻型客车增速(2010.1-8)	6
图 5 我国已成为世界第一大客车生产国	6
图 6 我国客车具有价格优势（万美元）	6
图 7 我国客车出口分类销量	7
图 8 我国出口客车均价	7
图 9 国内外重要客车生产商毛利率对比	7
图 10 客车销量增速与公路客运量增速保持强相关	7
图 11 我国城镇居民人均可支配收入	8
图 12 我国农村居民人均收入	8
图 13 我国城镇人口及城市化率	8
图 15 我国年人均出行次数仍处于世界低位	9
图 14 我国客运量构成	9
图 16 我国国内旅游人数	9
图 17 我国入境游人数	9
图 18 客车年度销量分类比例	10
图 19 日本大中型客车的销量比例持续扩大	10
图 20 汽车各子行业增速对比（2006~2010.1-8）	10
图 21 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）	11
图 22 宇通客车连续十几年净利润保持增长，行业之唯一	11
图 23 宇通客车追求盈利最大化策略	12
图 24 客车公司收入、净利润增长倍数对比（2002-2009）	12
图 25 宇通客车产品构成	13
图 26 宇通客车产品定位中高档	13

图 28	提升高中档产品份额	13
图 27	毛利率有望稳步回升	13
图 29	宇通客车的盈利增速长期超越收入增速	14
图 30	宇通客车的管理费用率和三项费用率持续下降	14
图 31	扣除非经常损益后净利润率	14
图 32	汽车产业链的微笑曲线	15
图 33	汽车产业链利润简单分割	15
图 32	宇通客车年出口销量	15
表 1	A 股客车上市公司的相对排名情况	5
表 2	大中型客车市场划分（按用途）	10
表 3	宇通客车主要分公司盈利预测	16
表 4	宇通客车及其各公司销量预测	16
表 5	宇通客车未来三年盈利预测	17

一、宇通客车：不断成长的客车龙头

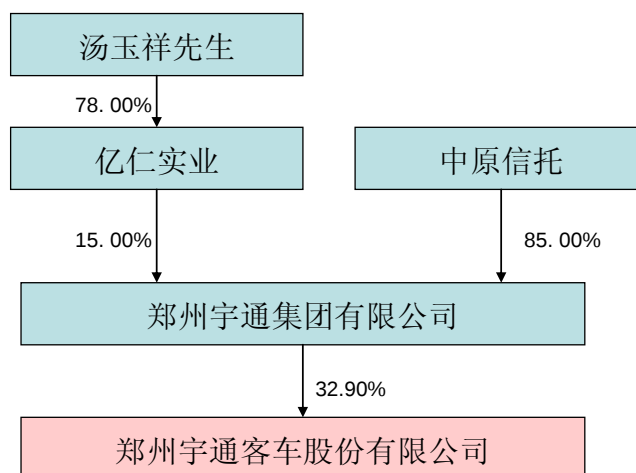
1.1 公司简介

郑州宇通客车股份有限公司(下称“宇通客车”)位于郑州宇通工业园,占地面积 1700 亩,稳定日产整车达 140 台,目前已发展成为世界规模最大、工艺技术条件最先进的大中型客车生产基地。

公司控股股东郑州宇通集团有限公司(简称“宇通集团”)是以客车为核心,以工程机械、汽车零部件、房地产为战略业务,兼顾其他投资业务的大型企业集团。2009 年,宇通集团以第 308 位的排名,连续第七年荣列国家统计局发布的“中国最大 500 家企业集团”,继续领跑中国客车行业

2007 年,宇通蝉联世界客车联盟 BAAV 颁布的“BAAV 年度整车制造商营销大奖”,并于 2002 年、2005 年、2006 年连获“年度 BAAV 最佳客车制造商”。2008 年,宇通成为国家科技部、国务院国资委和中华全国总工会联合授予的国家首批 91 家“创新型企业”之一,是客车行业内唯一入选企业。2009 年,宇通入选中国品牌研究院公布的 100 个“国家名片”品牌名单,客车企业仅此一家。

图 1 宇通客车股权结构



资料来源：公司公告

1.2 公司主要产品

目前,公司已形成了 6 米至 25 米,覆盖公路客运、旅游、公交、团体、专用客车等各个细分市场,普档、中档、高档等产品档次的完整产品链。公司在大中客车领域优势明显,并且产品定位中高档,在业内成为豪华高档客车的代名词。

如今,宇通客车已远销古巴、俄罗斯、伊朗、沙特以及香港、澳门等海外市场。并且在确保产品品质和海外服务保障的基础上,经过长期战略布局,宇通已取得欧盟 WVT A 整车认证,开始正式进军欧洲市场。

图 2 宇通客车主要产品



资料来源：公司资料，中投证券研究所

1.3 公司市场地位

公司是国内客车行业第一家上市公司。公司主要经济指标连续十余年快速增长，连续十二年获得中国工商银行 AAA 级信用等级。2009 年，宇通集团客车产品销售 28,186 辆，同比增长 2.3%，同年宇通品牌价值达到 78.96 亿元，继续位列中国客车企业之首。

宇通客车在大中型客车领域优势明显，市场份额接近 30%。目前宇通客车的营业收入、营业利润和公司总市值分别排名第二、第一和第一，盈利能力突出并保持优势，未来公司将通过提升技术和经营创新能力，继续提升市场份额和改善盈利能力，为公司未来的成长进一步拓展空间。

表 1 A 股客车上市公司的相对排名情况

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	排名	营业收入 (亿元)	排名	营业利润 (亿元)	排名
600066.SH	宇通客车	109	1	88	2	14.83	1
600303.SH	曙光股份	45	2	40	3	6.29	3
000868.SZ	安凯客车	41	3	22	4	2.65	4
600686.SH	金龙汽车	40	4	118	1	14.27	2
600213.SH	亚星客车	31	5	5	6	0.27	6
000957.SZ	中通客车	22	6	15	5	1.93	5

资料来源：wind，中投证券研究所

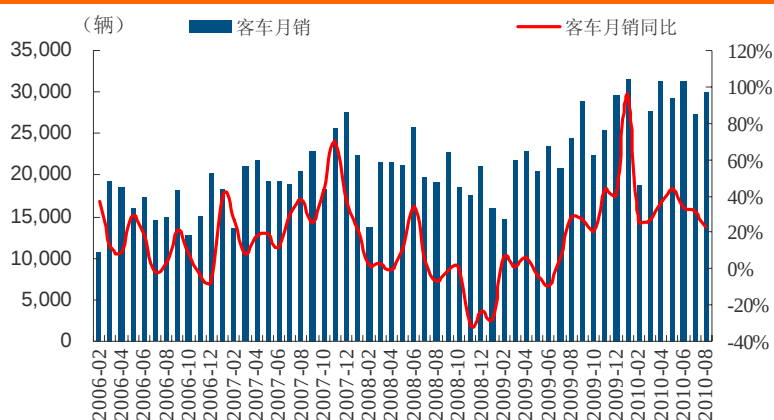
二、行业分析：保持成长，关注结构亮点

2.1 重回上升通道

08 年金融危机以来，经济持续复苏，从 10 年一季度客车销量重新回到上升通道，创历史新高。从 2010 年 1-8 月份数据来看，三点规律较为重要：第一、客车销量重回上升通道，创历史新高，市场规模的回升将改善客车企业的经营情况；第二、2010 年 1-8 月份出口增速达到 67.27%，超越客车行业增长

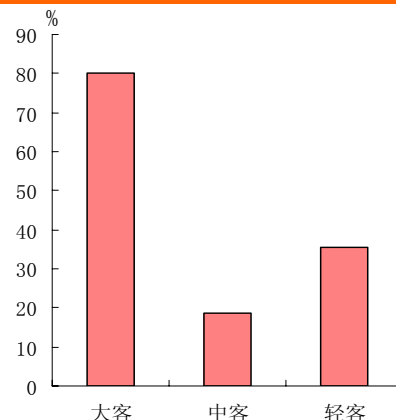
速度(+35.64%)，表明外围市场的复苏较为明确，出口客车企业未来经营环境大为改观。第三、市场结构逐步发生变化，大型客车的份额逐步增长，今年1-8月累计同比增速(+80.29%)远领先于整个汽车行业增速(+39.35%)。

图 3 我国客车市场月度销量



资料来源：CAAM、中投证券研究所

图 4 大中轻型客车增速(2010.1-8)



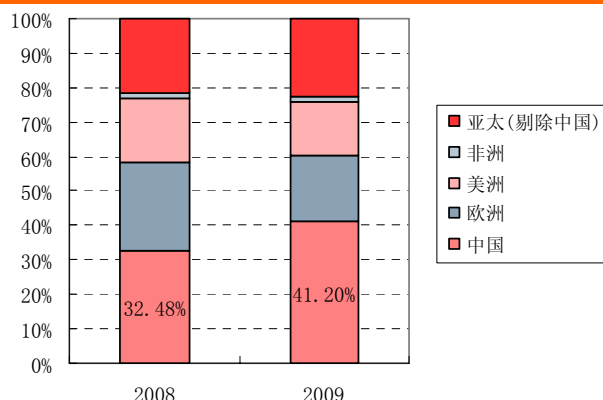
资料来源：CAAM、中投证券研究所

2.2 海外市场潜力巨大

我国已成为世界第一客车生产大国，而且份额有扩大趋势。根据国际机动车制造商组织（OICA）的统计数据反映，我国 2009 年客车产量达到全球总产量的 41.20%。未来依托技术进步、成本优势以及海外市场的开拓，我国客车生产实力和市场地位将进一步增强。

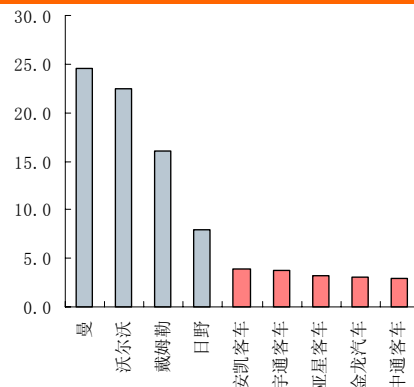
与全球知名客车生产商相比，中国客车具有明显价格优势。目前，我国客车生产技术与国外先进生产厂商的差距正在陆续减小，并保持着明显的成本优势。金融危机之后，国外客车厂商收到的冲击更为严重，未来中国客车出口市场在经历金融危机之后将保持快速增长。

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

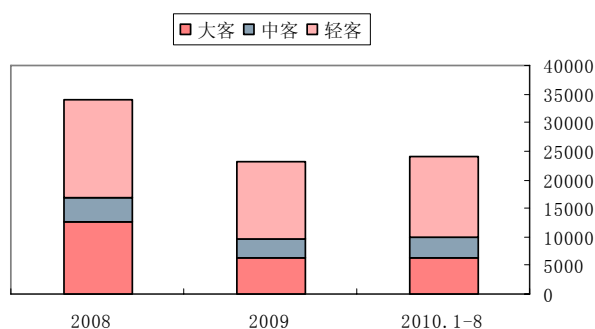
图 6 我国客车具有价格优势（万美元）



资料来源：各公司年报、中投证券研究所

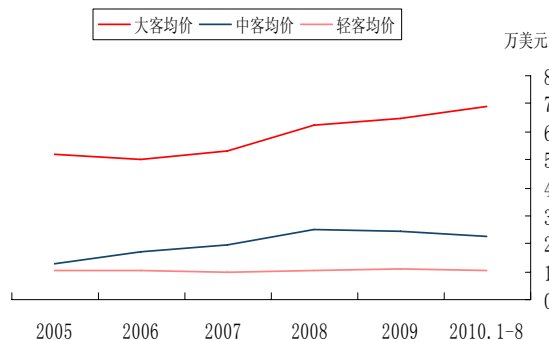
客车出口市场稳步回暖，大客车的出口均价稳步增长，凸显相应客车企业竞争力在提升。今年 1-8 月份我国客车出口量已超 09 年全年出口量，随着欧美各国的经济复苏，10 年客车出口市场或将超越 08 年，并逐步靠近 07 年的历史高峰。根据近年出口客车的价格走势，我们发现我国出口的大客价格持续上涨，体现了该领域客车出口企业竞争力的提升。我国的客车装备商的生产能力已接近世界水平，并具有明显的价格优势，出口市场将持续为具有出口能力的客车企业提供外延式增长机遇。

图 7 我国客车出口分类销量



资料来源：CAAM、中投证券研究所

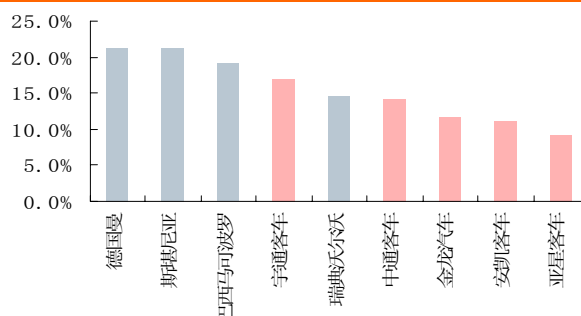
图 8 我国出口客车均价



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。国际领先客车企业的毛利率在 15%~20%之间，我国的优秀客车企业宇通客车和中通客车毛利率分别为 17.03%和 14.35%，达到和接近世界领先的客车企业。尽管我国客车企业的产品价位较低，但得益于成本优势，企业的盈利能力表现较好，未来客车提升产品技术和品牌质量，产品价格还有较大提升空间，相应扩大盈利空间。

图 9 国内外重要客车生产商毛利率对比

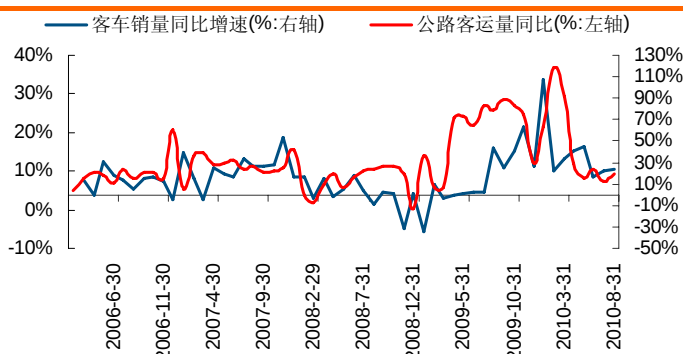


资料来源：Tomson Reuters、wind、中投证券研究所

2.3 城市化进程中的客车新气象

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。客运需求是影响客车市场最直接的因素，掌握了居民客运需求实质掌握了客车未来增速情况。我国居民在城际客运、旅游和城市公交的出行需求仍处于低位，未来仍将保持稳定增长。

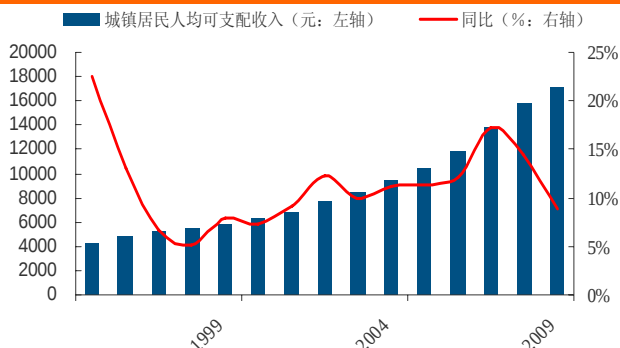
图 10 客车销量增速与公路客运量增速保持强相关



资料来源：CAAM、中投证券研究所

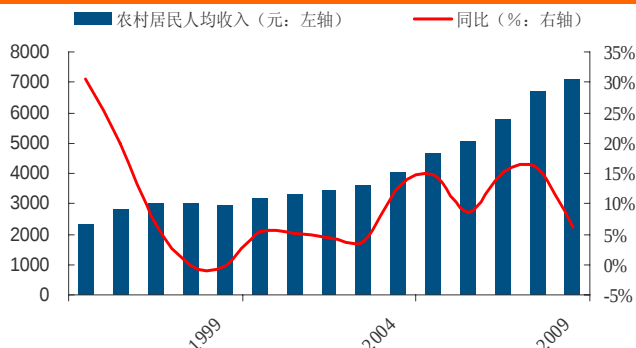
我国居民收入稳定增长，居民消费需求将持续扩大。2009 年我国城镇居民人均可支配收入达到 17174 元，在收入水平持续提升的背景下，居民消费和出行需求将保持稳定增长；我国农村居民人均收入达到 7115 元，超过 1000 美元的重要关口，进入新的收入和消费阶段。

图 11 我国城镇居民人均可支配收入



资料来源：wind、中投证券研究所

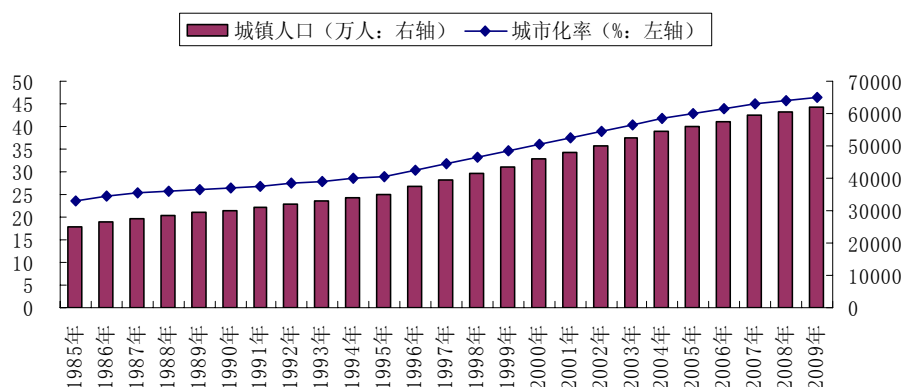
图 12 我国农村居民人均收入



资料来源：wind、中投证券研究所

目前我国城市化进程仍在延续，在城市扩大化合城市集群形成中，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强的市场。

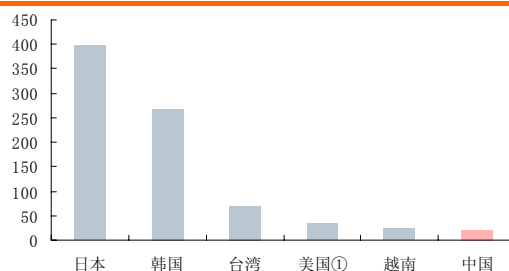
图 13 我国城镇人口及城市化率



资料来源：CAAM、中投证券研究所

国家铁路建设加速，改变城市客运消费需求，客车市场出现与市场预期相反的结果。铁路建设的加速将直接冲击长途客运市场（300km 以上），以及城市地铁、轻轨建设同样冲击城市公交和短途客运市场，所以市场普遍预期未来客车市场未来的中长期空间将较为有限。根据 2010 年以来的客车市场表现，我们发现在城市化进程过程中，随着高铁、地铁和轻轨的建设，城市居民的活动范围实现有效地扩大，反而促进了短途客运市场的超预期增长，将有效刺激我国年人均出行次数的提升，从而也带来了客车市场的持续旺盛。

图 14 我国年人均出行次数仍处于世界低位

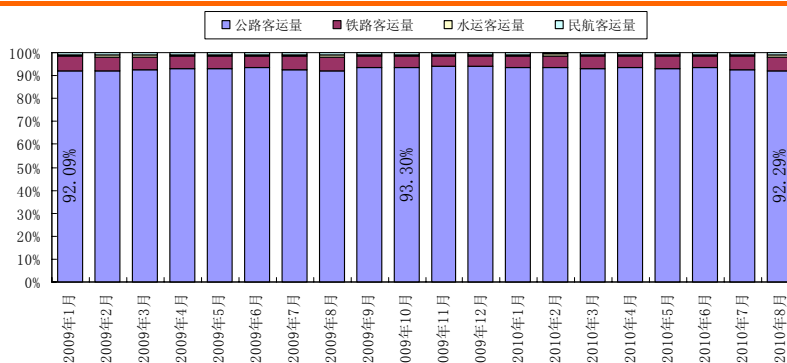


注①：美国数据未含航空客运数据

资料来源：美国公共交通协会、日本统计局、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。

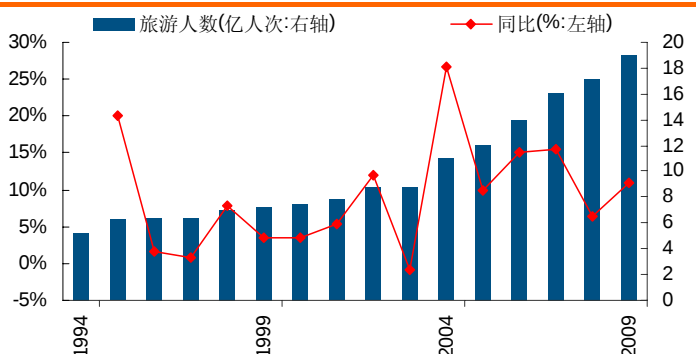
图 15 我国客运量构成



资料来源：wind、中投证券研究所

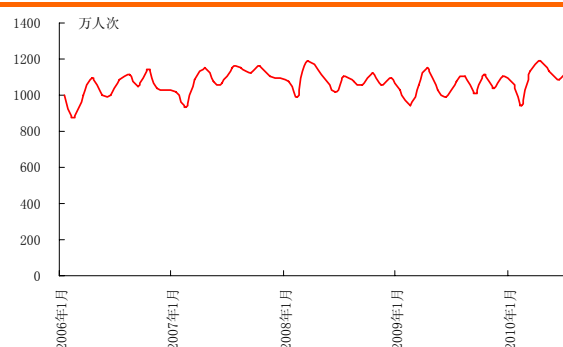
客运、旅游、城市公交的市场需求将保证客车市场的稳定增长。根据我国人均年出行次数（总客运量/人口总量）仅为 21.5 次，处于世界的极低位。城市人口的增加、政府加大对民生工作的重视，将促使对公交系统的构建和公交公司的改革，同时一二线城市的拥堵问题导致对公交车队的更新扩大仍将加快。2009 年我国旅游人口达 19 亿人次、入境游人数稳步增长达到 1.2 亿人次，旅游出行将成为未来居民消费升级的重要组成部分。

图 16 我国国内旅游人数



资料来源：wind、中投证券研究所

图 17 我国入境游人数

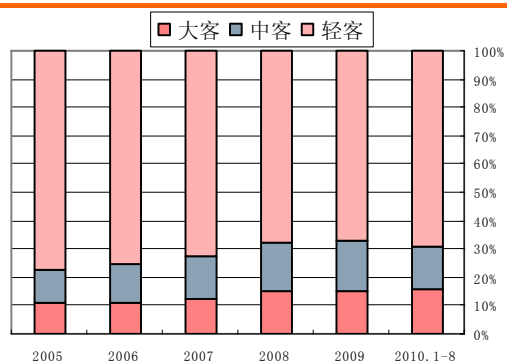


资料来源：wind、中投证券研究所

2.4 客车大型化和高档化趋势明显

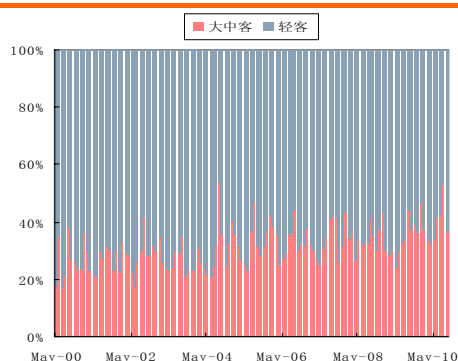
近年客车市场发展速度较为稳健，在众多汽车子行业中表现出较强的抗周期性，分享优秀客车公司的成长性，获得超额收益。今年 1-8 月份，大客增长势头 (+80.29%) 明显远超客车行业 (+30.93%) 和汽车行业增速 (+39.35%)，我们建议重点关注大中型客车的发展机遇。我们认为未来客车公司的市场机会，除了关注客车市场的成长机会，更重要来源于消费升级背景下的结构机会，定位中高档的大中客车增长将更为明确，具有核心竞争力的优质客车龙头公司将是较好的投资标的。

图 18 客车年度销量分类比例



资料来源：CAAM、中投证券研究所

图 19 日本大中型客车的销量比例持续扩大



资料来源：CEIC、中投证券研究所

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。

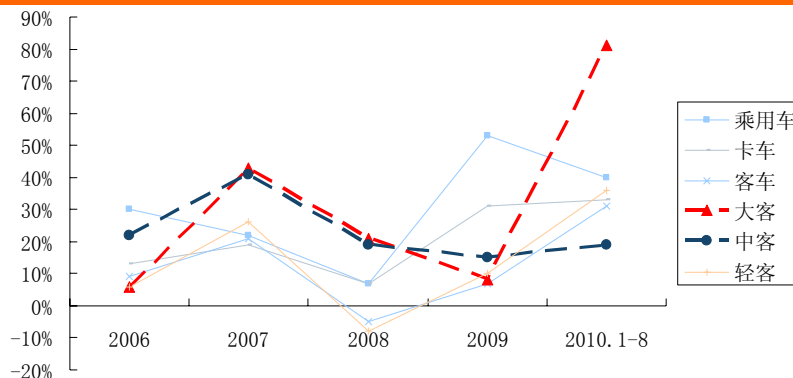
表 2 大中型客车市场划分（按用途）

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

居民出行特别是商务出行对交通工具的选择偏好有大型化和豪华化的趋势。从而长期支撑大中型客车市场的高速增长，预计 2010 年实现增长 50% 以上，2011 年增长 30% 以上，专注大中型客车的龙头公司将充分受益细分行业的增长机遇。

图 20 汽车各子行业增速对比（2006-2010.1-8）



资料来源: wind、中投证券研究所

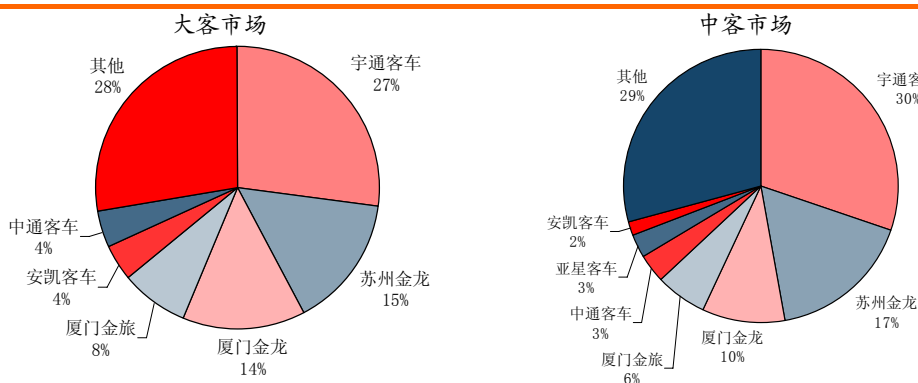
三、宇通公司的竞争优势

宇通客车已经成为我国客车领域, 包括其他领域公司学习的榜样: 优秀的管理、完善的股权治理结构、卓越的品牌价值、领先的市场份额、广阔的市场前景、持续的高分红。作为客车领域的龙头公司, 宇通客车将充分分享大中型客车的行业成长机遇。未来三年公司业绩增长确定, 面临行业景气、产品结构升级和经营费用下降的内生增长, 以产业链延伸、出口和新能源客车的外延增长的重大机遇, 是客车行业配置的首选品种

3.1 领跑行业来源于优势积淀和战略定位

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。公司利用大规模的资金投入, 在研发、生产、服务、管理诸方面培育综合竞争实力; 通过快速产品升级和市场反应速度实现产品结构优化; 利用国际合作, 奠定技术和产品基础, 积极拓展海外市场。

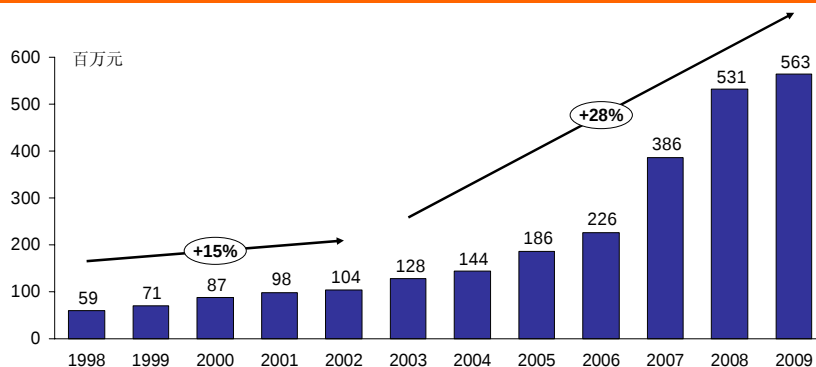
图 21 宇通客车在大、中型客车的市场份额 (2010.1-8) (剔除非完整客车部分)



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。公司积极利用资本市场的融资渠道、尝试多种渠道 (并购等) 开拓市场、耗资确立战略大计、导入 ERP (SAP) 改进生产效率、整合客车业务模式——大规模定制、引入轿车工业的生产工艺和营销模式——整车电泳和 4S 店销售、售后配件自营与专营, 多种技术和管理模式已成为行业追逐和模仿的标准。公司努力拓展新的盈利空间, 多重付出下, 实现公司业务的稳定增长, 公司十几年来净利润持续保持增长, 行业之唯一。

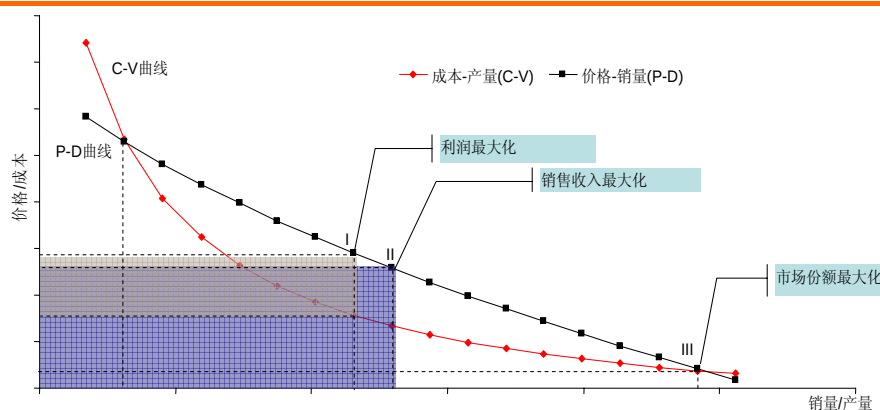
图 22 宇通客车连续十几年净利润保持增长, 行业之唯一



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）。

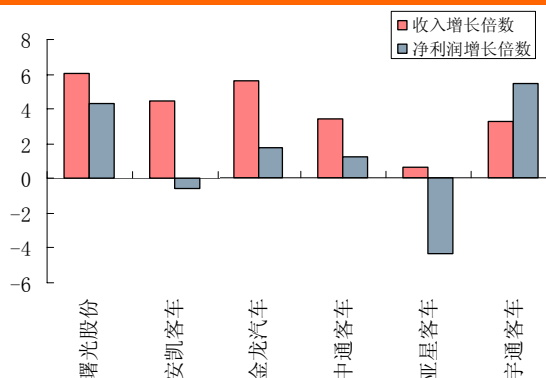
图 23 宇通客车追求盈利最大化策略



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 24 客车公司收入、净利润增长倍数对比（2002-2009）



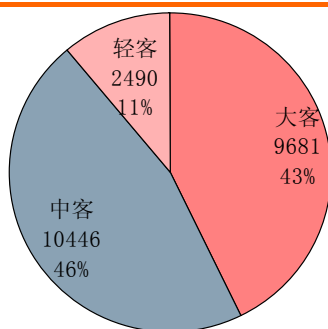
资料来源：wind，中投证券研究所

3.2 内生式增长：行业景气+定位中高档+运营费用持续下降

客车行业特别是大中客车未来三年将保持高景气态势，预计大中客车未来两年增速保持 20% 以上，宇通作为龙头，将获得稳健增长。公司 2010 年 1-9 月份分别实现大、中和轻型客车销量 11,843、13,483 和 2,853 辆，增速分别为 62.28%、48.39% 和 16.40%；预计 2010 年实现大、中和轻型客车销量增长 48%、43% 和 13%。根据未来两年公司的销量至少增长 15% 以上，具体数据将取决于公司的产能扩大速度（公司准备 2012 设计产能为 5 万辆）。

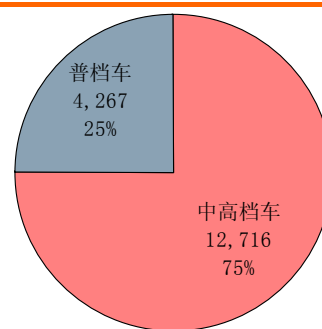
公司定位中高档大中型客车市场，产品构成中大中型客车占比达到 89%；公司超过 75% 的产品为中高档。公司 2010 年 1-8 月份大、中和轻型客车销量占比分别为 43%、46% 和 11%，优势在大中型客车；中高档客车和普档客车销量分别为 12,716 和 4,267 辆，占比分别为 75% 和 25%。

图 25 宇通客车产品构成



资料来源：CAAM、中投证券研究所

图 26 宇通客车产品定位中高档

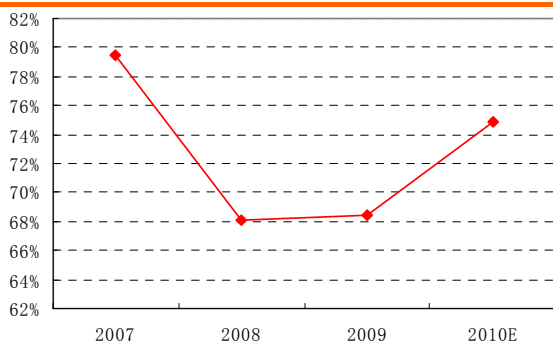


资料来源：CAAM、中投证券研究所

公司提前布局团体和专用车市场，未来客车用途面临多样化，挖掘大型集团的职工班车、大学城的校车、中小学生的校巴以及特殊市场需求的狭缝市场。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 年通过设立年的宇通专用车事业部，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。

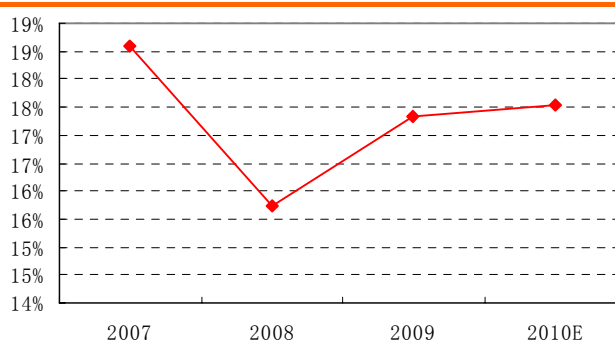
公司中高档客车占比的回升，直接带来公司毛利率的快速回升，盈利状态越来越好。公司积极拓展其在大中型客车市场份额，2010.1-8 月份接近 30%，并提升高中档产品份额至 75%，确保公司盈利能力，毛利率有金融危机期间的 15.74% 回升至目前的 17.40% 附近，未来两年随着行业景气加大和公司提升产品档次和服务质量，毛利率将可能回升至历史高水平 18% 以上。同时得益于定位中高端大中型客车战略的成功实施，公司盈利增速显著超越收入增速。

图 27 提升高中档产品份额



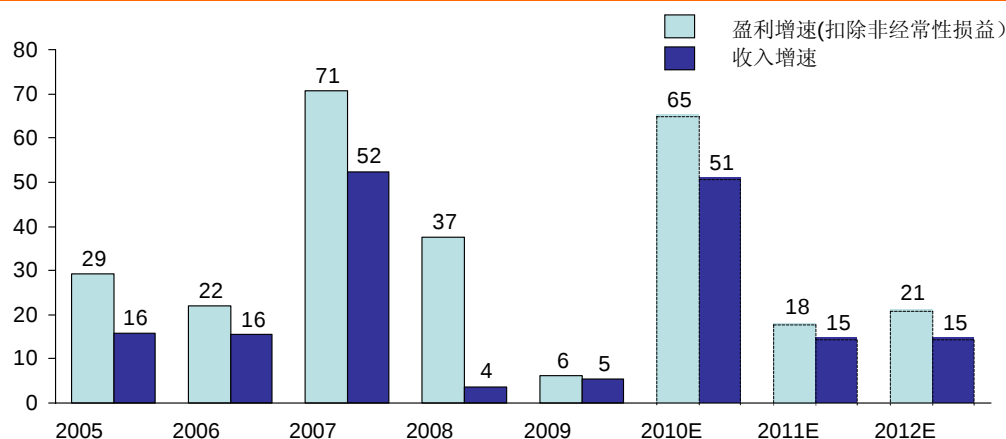
资料来源：wind、公司公告、中投证券研究所

图 28 毛利率有望稳步回升



资料来源：公司公告、中投证券研究所

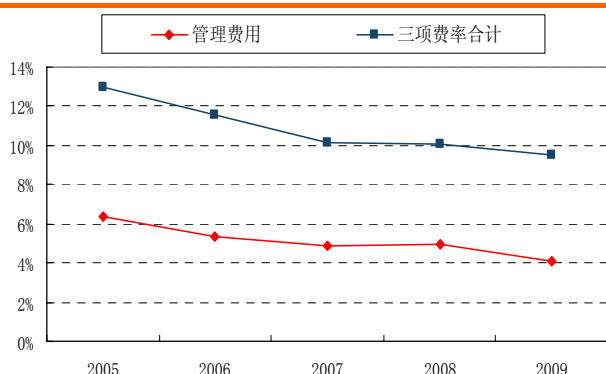
图 29 宇通客车的盈利增速长期超越收入增速



资料来源: wind、中投证券研究所

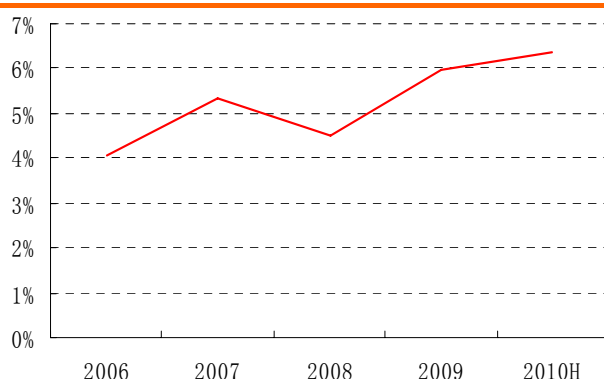
公司向国际先进公司学习,积极挖掘管理效率潜力,三项费用率下降为业绩增色。公司 2009 年管理费用率为 4.08%,同比下降 12.66%,三项费用率合计为 9.88%,同比下降 1.52%;2010 年公司管理费用率和三项费用率仍有下降潜力,增色公司业绩。预计今年净利润率将上升至 7%附近,这一比率的提升充分反映了出色的成本控制和他管理能力,在市场规模扩大的同时保证公司盈利能力。

图 30 宇通客车的管理费用率和三项费用率持续下降



资料来源: wind、公司公告、中投证券研究所

图 31 扣除非经常损益后净利润率



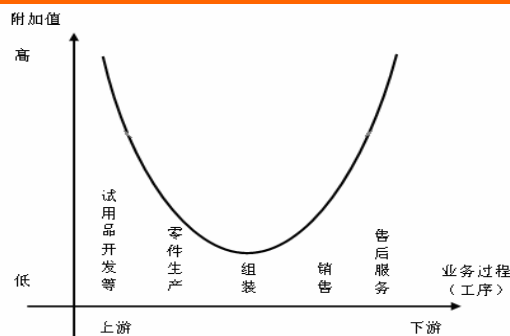
资料来源: wind、中投证券研究所

3.3 外延式增长: 产业链延伸+出口市场+新能源客车

宇通客车挑起整合行业大旗,尝试将客车产业链向上下游延伸,包括底盘和零部件的自产、汽车服务和配件专营,效果逐渐显现,未来的空间巨大。客车行业经过充分竞争,面临终端个性化要求高、缺乏核心技术和产业链价值空间小等弊端,处于汽车产业链微笑曲线的利润最薄的中段。在汽车产业链利润分割中,主要是零部件、整车制造销售和汽车服务。就汽车市场的盈利模式来看,在一个完全成熟的国际化汽车市场汽车的制造销售和零部件供应利润约各占整个汽车业利润的 20%,而其售后维修保养等服务领域的利润将占到约 60%。宇通客车通过提升自身的技术实力,完善底盘和整车的自主开发能力,提升核心零部件的自产能力,从而延伸上游产业链,这也为未来的配件专营市场打下坚实基础。目前公司经营 8 家独资 4S 中心店,为用户及服务网络提供全方位的服务和技术支持;同时,在全国建立 100 多家配件中心库,逐渐形成完善的配件供应网络。全国范围内建立的 500 多家特约服务网点,服务网点的

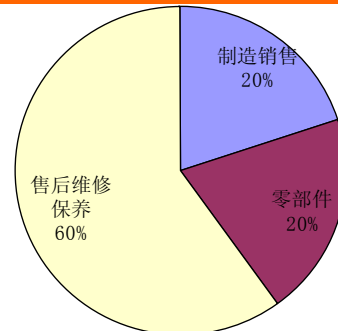
平均服务半径小于 90 公里，为用户打造全面、周密、高效的服务保障网。我们看好公司未来在适当的市场规模和品牌价值基础上实现在客车市场的产业链梦想。

图 32 汽车产业链的微笑曲线



资料来源：中投证券研究所

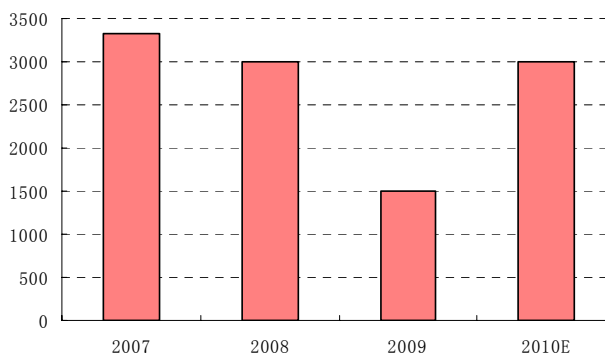
图 33 汽车产业链利润简单分割



资料来源：中投证券研究所

随着中国客车企业的技术升级和海外市场客车市场的成长，出口业务将持续贡献业绩。根据我们的分析，宇通客车在大中客车出口市场份额接近 18% 左右，具有明显的优势，公司产品远销古巴、俄罗斯、伊朗、沙特以及香港、澳门等海外市场，已是世界级品牌。近年客车市场出口回暖明显，2010 年预计公司出口销量 3000 辆左右。目前对应的海外市场主要是公交新增需求旺盛和更新需求大的国家，该市场需求产生大额订单的可能性较高，随着公司加大市场开拓和品牌知名度的提升，未来出口市场将逐渐稳定并为公司持续贡献额外增长。

图 34 宇通客车出口销量（年）



资料来源：公司公告、中投证券研究所

未来节能减排需求将成为交通领域的重要课题，新能源客车将成为节能减排技术的桥头兵。新能源客车的应用和市场化将是未来最值得期待的新能源应用，我国汽车保有量持续增长，汽车对石油的需求持续增长，将加大我国的石油供应风险和 CO2 减排压力。公司积极参与油电混合和纯电动客车的开发和试运行，积极参与开发对应的油电混合控制系统及电池管理系统。

公司开发的纯电动大巴参与示范运营新乡至郑州的公交，成为河南省第一辆投入运营的 10 米以上纯电动客车，拉开了河南省纯电动车示范运行序幕；公司投入 10 台混合电动客车实施郑开城际线路示范运营，实现节油 17% 以上、热效率提高 10% 以上、废气排放降低 30% 以上，这也是行业内首次把混合动力客车投入城际公交线路运营。相应示范的运营，为公司进一步拓展新能源电动客车市场奠定了坚实的基础。

郑州市已入围城市“十城千辆”第二批城市，公司作为当地主流客车供应企业，积极参与新能源客车大规模示范项目的竞标，公司中标概率较大。公司作为客车领域的龙头，未来新能源客车市场得到大规模市场应用，公司将最早实现盈利，拓宽公司新的利润来源。

四、盈利预测及投资建议

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。由于行业重回上升通道，出口市场持续复苏，2010 年增速超过 50%，预计全年产销接近 14 万辆，2011 年增速超过 30%，产销接近 17 万辆。2010 年宇通客车业绩受产能限制影响，公司为缓解产能压力，决定在郑州十八里河原有厂区周边建设新厂房以扩大产能，目前处于征地阶段。新增客车产能 2 万台/年，预计于 2012 年完全达产。

提升高中档产品份额，保证产品盈利能力。2010 年 1-9 月宇通客车已完成 28,179 辆，考虑年底交货，通常销量环比将大幅上升，预计 2010 年全年实现销量接近 40,000 辆。未来两年新产能陆续达产，同时公司继续提升高中档产品份额，巩固产品竞争力，确保毛利率水平和单车利润水平。

公司改善管理，降低管理费用和营业费用为公司业绩增色。公司通过推进管理信息平台项目和流程持续改进工作，进一步深入推动公司各体系的管理转型工作，通过企业管理架构的搭建，完成系统的流程梳理并建立创新支持机制。通过管理创新项目，充分发挥需求管理、客户管理、售后服务提升、先进订单系统、管理信息平台等项目的效果，使其能够有效促进公司管理提升和业绩增长。公司三项费用率持续下降，2009 年三项费用率 9.53%，预计 2010 年继续下降至 9.5%以下。

公司资金充足，持有部分金融股权和创投资产，或进一步增加公司业绩看点。公司目前分别持有 0.11%和 0.01%的中国平安和中国人寿的二级市场流通股，账面价值约合 5 亿元。下半年以来证券市场回暖，该部分资产获得增值和兑现的可能性增大，有望为公司业绩增色。

我们预测公司 10-12 年实现销售客车 39,822、45,598 和 54,285 辆，收入 129、148 和 177 亿元，归属母公司利润 9.11、10.74 和 13.52 亿元，10-12 年 EPS 为 1.75、2.07 和 2.60 元。目前公司股价 23.09 元，对应 10-12 年 PE 为 13.17、11.18 和 8.88，客车行业 10-12 年平均 PE 为 38、28 和 15。公司目前估值低、亮点多，建议给予高度关注，6-12 个月目标价 32 元。

表 3 宇通客车主要分公司盈利预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入（百万元）	8,335.67	8,781.73	12,934.75	14,835.63	17,716.22
销售成本（百万元）	7,024.01	7,259.35	10,684.10	12,224.56	14,527.30
营业收入增速	3.51%	5.35%	47.29%	14.70%	19.42%
毛利率	15.74%	17.34%	17.03%	17.01%	17.00%
净利润（百万元）	531.04	563.49	911.35	1,073.72	1,352.44

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 4 宇通客车及其各公司销量预测

销量（辆）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
-------	-------	-------	-------	-------	-------

大客	11,567	11,197	16,572	19,057	22,869
中客	9,042	13,508	19,316	22,214	26,657
轻客	1,611	3,481	3,934	4,327	4,760
合计	22,220	28,186	39,822	45,598	54,285

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

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

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	5507	7083	8045	9750
流动负债	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
非流动负债	265	25	25	25
长期借款	6	6	6	6
其他	259	19	19	19
负债合计	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
负债和股东权益	5507	7083	8045	9750

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	-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
现金净增加额	-799	1583	643	958

利润表

会计年度	2009	2010	2011	2012
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

主要财务比率

会计年度	2009	2010	2011	2012
成长能力				
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
获利能力				
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.	1214
偿债能力				
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
营运能力				
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
每股指标 (元)				
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
估值比率				
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 年获得清华大学汽车工程系硕士, 2006 年获得清华大学汽车工程系学士学位。

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。未经中投证券事先书面同意, 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