



宇通客车（600066）：产能扩张+多元化战略，龙头地位稳固

近半年该股相对沪深300走势



基础数据

总股本（百万股）	519
实际流通 A 股（百万股）	428
实际流通 A 股市值（亿元）	134

研究员 刘洋
电话 (025) 83367888-3305
M S N liuyang200029@hotmail.com

研究员 尹建辉
投资咨询证书号 S0620207050048

● 内容提要

评级： 推荐

- **客车行业景气提升，客车行业龙头受益明显。**2011年在乘用车销量增速大幅下降的映衬中，客车行业依然保持稳定增长。我们认为2011年客车行业存在系统性机会，公司作为客车行业龙头，在大中客车领域占有率高达30%以上，将受益明显。
- **2011年公司产能利用率仍维持在高位。**2012年底公司产能可达5.5万辆，2015年公司预计产能达到7.5万台。但2011年产能释放空间有限，公司将科学的利用订单管理，来增加和平滑每月客车产量，我们预计2011年产量为4.4万辆，同比增长8%。
- **公司持有的可供出售金融资产有望在上半年销售，对2011年业绩有一定提振作用。**公司持有的金融资产目前账面盈利为1.497亿（2011.03.11），公司有望在上半年进行出售，如果出售则公司BPS将提高0.22元(摊薄后)。
- **公司2011投资逻辑按重要性排序：**客车行业存在系统性机会，公司为龙头企业，收益明显。《出售金融资产，11年业绩有望超预期。》2012、2013新增产能投产后，业绩将大幅提高。
- **盈利预测：**公司2011/12/13年EPS（摊薄后）分别为1.68元/2.10元/2.85元，目前对应的股价为25.86元(2011.3.11)，2011/2012 PE分别为15.3X和12.3X。基于公司的在客车行业的龙头地位以及行业增速水平，我们给予公司2011年19倍的PE，公司2011年的价格为31.92元，再加上可供出售的金融资产有望在上半年出售，获得BPS为0.22元，给予公司2.37倍的PB，因此公司2011年的目标价格为32.44元，我们给予“推荐”评级。
- **风险提示：**原材料成本大幅上涨将会对公司产生不利影响。

目录

1. 公司基本情况.....	- 3 -
1.1 公司产品和行业.....	- 3 -
1.2 公司股权结构.....	- 3 -
2. 行业发展前景与竞争格局.....	- 3 -
2.1 客车行业需求的驱动因素.....	- 3 -
2.11 城市化是客车发展的根本动力.....	- 3 -
2.12 政策给力，城市公共交通沐浴在春天里.....	- 4 -
2.13 旅游市场井喷、城乡客运蓬勃发展、大量厂区外移、与高铁的互补效应以及 消费升级等是拉动客车需求.....	- 5 -
2.14 出口复苏开辟第二市场.....	- 5 -
2.2 客车行业概况.....	- 6 -
3. 公司经营情况及竞争优势.....	- 6 -
3.1 公司经营情况.....	- 6 -
3.11 客车销量.....	- 6 -
3.12 公司收入.....	- 7 -
3.13 公司成本构成.....	- 8 -
3.14 2011 年公司产能瓶颈仍然存在.....	- 8 -
3.2 公司竞争优势.....	- 9 -
3.21 客车行业龙头，掌握定价权.....	- 9 -
3.22 高端产品占比增加，盈利能力提升.....	- 10 -
3.23 多元化战略，为公司盈利增长添加新引擎。.....	- 10 -
3.24 国外市场拓展顺利，出口客车量价齐升。.....	- 11 -
4. 财务分析	- 12 -
4.1 盈利能力分析.....	- 12 -
4.2 偿债能力分析.....	- 12 -
4.3 营运能力分析.....	- 12 -
4.4 期间费用率分析.....	- 13 -
5. 公司投资逻辑与估值.....	- 13 -
5.1 公司 2011 年投资逻辑：	- 13 -
5.2 盈利预测与估值.....	- 14 -

图目录

图 1: 公司股权结构.....	- 3 -
图 2: 我国城市化率和城镇人口.....	- 4 -
图 3: 我国客车出口及增速.....	- 5 -
图 4: 我国客车销量及增速.....	- 6 -
图 5: 我国客车结构.....	- 6 -
图 6: 公司客车销量及增速.....	- 6 -
图 7: 公司客车结构.....	- 6 -
图 8: 公司客车结构分析.....	- 7 -
图 9: 公司各类客车销售增速.....	- 7 -
图 10: 公司收入及增长率.....	- 7 -
图 11: 公司归属母公司净利润及增长率.....	- 7 -
图 12: 公司毛利率和净利率.....	- 8 -
图 13: 公司期间费用情况.....	- 8 -
图 14: 宇通客车成本构成.....	- 8 -
图 15: 公司产能.....	- 9 -
图 16: 公司大中客车市场占有率.....	- 9 -
图 17: 公司大中轻客车市场占有率(含非完整车辆).....	- 9 -
图 18: 客车行业主要公司盈利能力分析.....	- 10 -
图 19: 公司中高档客车占比和增速.....	- 10 -
图 20: 公司研发的校车.....	- 11 -
图 21: 公司客车出口情况.....	- 11 -
图 22: 宇通客车 历史 PE band	- 15 -
图 23: 宇通客车 历史 PB band	- 15 -

表目录

表 1 城市公共交通出行分担率.....	- 4 -
表 2 2009 年可比公司盈利能力对比.....	- 12 -
表 3 2009 年可比公司偿债能力对比.....	- 12 -
表 4 2009 年可比公司运营能力分析.....	- 12 -
表 5 2009 年可比公司期间费用对比.....	- 13 -
表 6 公司持有可出售金融资产情况.....	- 13 -
表 7 盈利预测.....	- 14 -
表 8 可比公司盈利预测及估值表.....	- 15 -
表 9 可比公司盈利预测及估值表.....	- 15 -

1. 公司基本情况

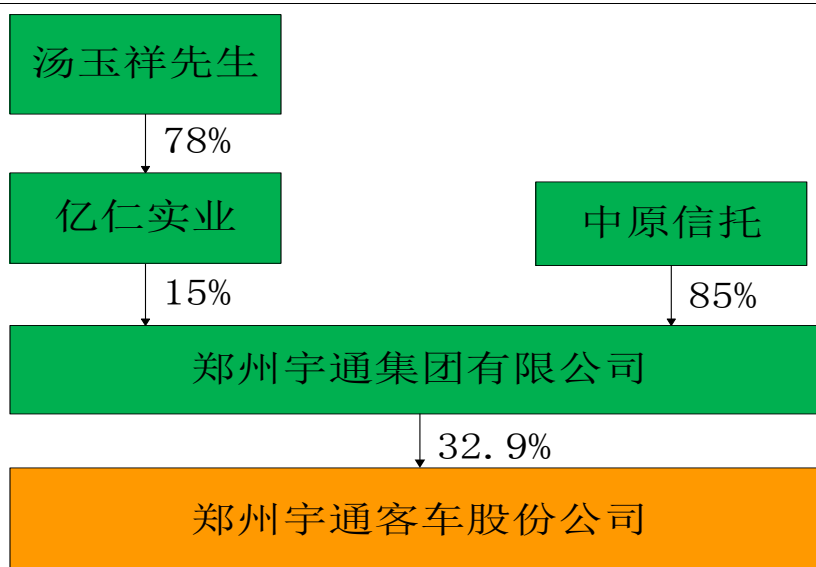
1.1 公司产品和行业

公司是国内最大的客车生产企业，2010 年中大客车市场份额高达 30%以上。公司在客车行业中拥有定价权，其净利率高达 6.36%，远高于行业平均水平。目前宇通已形成了 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。同时，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。

1.2 公司股权结构

公司的控股股东为郑州宇通集团有限公司，持有公司32.90%的股权。最终实际控制人为中原信托。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告

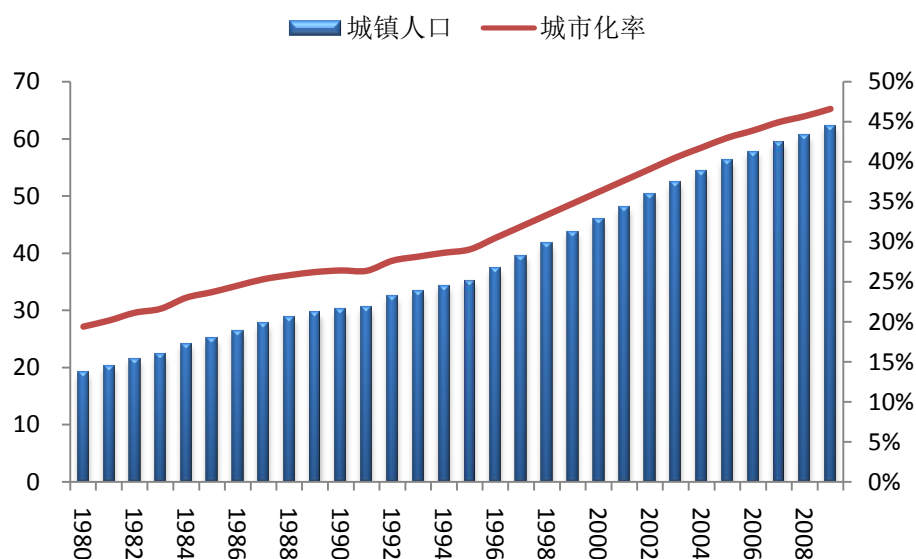
2. 行业发展前景与竞争格局

2.1 客车行业需求的驱动因素

2.1.1 城市化是客车发展的根本动力

随着我国城市化的进程的不断加快，城市规模与城市区域逐步扩大，大量工厂厂区外移，市区之间、众多的卫星城市与主城之间、城市之间以及农村与城市之间无不需客运来连接。城市化进程的快速发展是我国客车行业发展的根本动力。

图 2：我国城市化率和城镇人口



资料来源：WIND，南京证券研究所

2.12 政策给力，城市公共交通沐浴在春天里

“汽车下乡”、“以旧换新”、“购置税减征”等政策戛然而止，使得乘用车2011年风光不在，各大城市治堵方案中均表示要大力公共城市交通来缓解城市拥堵，这使得在2010年同比增长31.3%的客车行业，有望继续保持较高速度增长。城市公共交通具有高密度网络化、无缝连接转乘、高环保以及低廉的使用成本等特点，目前发达国家大城市公共交通出行分担率在40%-70%左右，而我国大城市公共交通分担率仅有20%，与国外有较大差距，也表明我国公共交通发展空间巨大。

表 1 城市公共交通出行分担率

城市人口规模	公共交通出行分担率	万人公交拥有量
300 万以上	35%以上	15 辆
100-300	25%	12 辆
100 以下	15%	10 辆

资料来源：南京证券研究所

《城市公共交通十二五发展规划纲要》提出，“十二五”期间，国内新增公交客车需求20万辆，另外按国家规定，公交客车的报废年限为10年，但实际平均报废年限约8年，根据有关统计数据，“十二五”期间现有公交客车将有70%需要更新，总量约为28万辆，这样新增及更新的公交车辆在“十二五”期间将有48万辆，年均需求近10万辆，而目前公交客车年销量最多只有4万多辆。

北京治堵方案中给予校车和班车以公交同等的交通优先权，可以在公交专用车道上行使，同时鼓励校车和班车运行，鉴于北京的政策示范效应，该政策将会对校车的销售产生促进作用。目前我国大约有9000万学生需要乘坐校车，专业校车市场容量将超过100万辆，每年更新规模也在10-15万辆左右，校车推广将至少带来400亿元的产业链。

2008年，全国专用校车(小学生和幼儿校车)的销量仅为150辆，2009年则接近900辆，未来几年我国校车市场将呈爆发性增长态势。

2.13 旅游市场井喷、城乡客运蓬勃发展、大量厂区外移、与高铁的互补效应以及消费升级等是拉动客车需求

《十二五旅游规划纲要》指出，我国旅游消费已经进入大众化时代，到2015年，国内旅游人数将达到约33亿人次，年均增长10%；入境过夜游年均增长8%。旅游客车的需求量与预期旅游人次的增长呈现正相关关系，旅游客车的数量将随着旅游人数的迅猛增长而增加，成为拉动客车增长的重要动力。

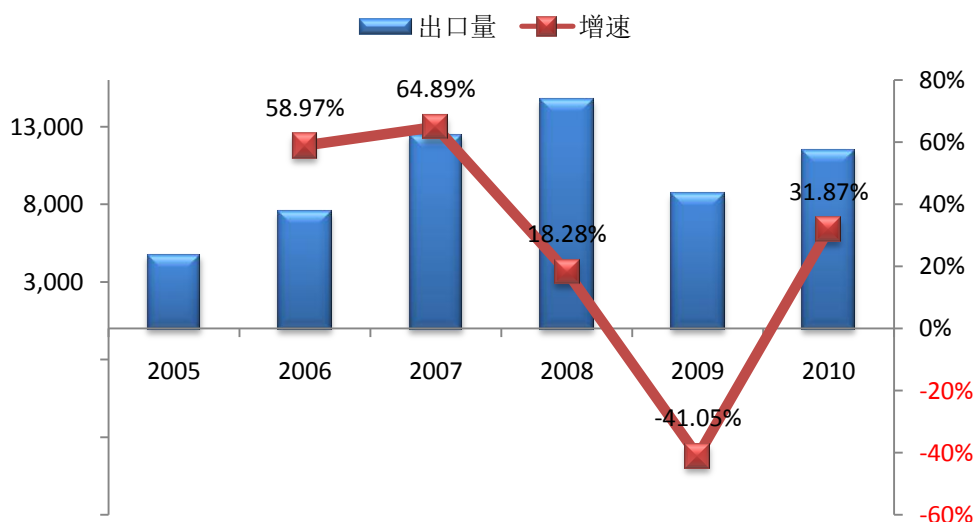
“十二五”期间，交通运输部将进一步加大政策和资金扶持力度，全力推进全国城乡客运一体化发展，鼓励有条件的地区开通公交化的城际客运班线，支持有条件的地区进一步推进农村客运公交化改造等，将成为拉动公交车和中短途客车发展的重要力量。如今6-7米为主体的农村公路客车，在客车细分行业中排名第二。预计6-7米城乡客运车将是未来5年客车市场增长点。

高铁对客车的替代影响被高估，高铁城际直达的特点为客车接驳和转运留下较大填补空间，并且高铁昂贵的定价限定了部分消费人群。我们认为高铁和公路客运之间更多的是互补而非替代关系，高铁的建设将增加中短途客车的需求。

2.14 出口复苏开辟第二市场

我国客车成本优势明显，生产灵活，随着各国经济逐渐走出低谷，汽车市场开始回暖，对大中型客车的需求将增加。目前我国已经成为世界最大的客车生产基地，2009年我国客车产量已占世界总产量的41.2%。2010年我国客车出口同比增长31.87%，随着各国经济的逐步回暖，我国客车出口逐步恢复到08年的水平。

图 3：我国客车出口及增速

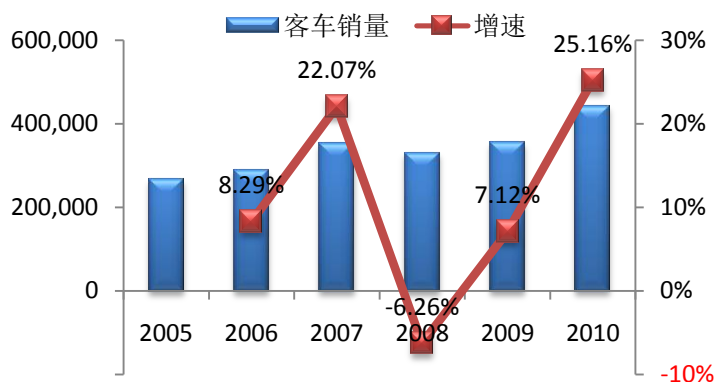


资料来源：公司公告，南京证券研究所

2.2 客车行业概况

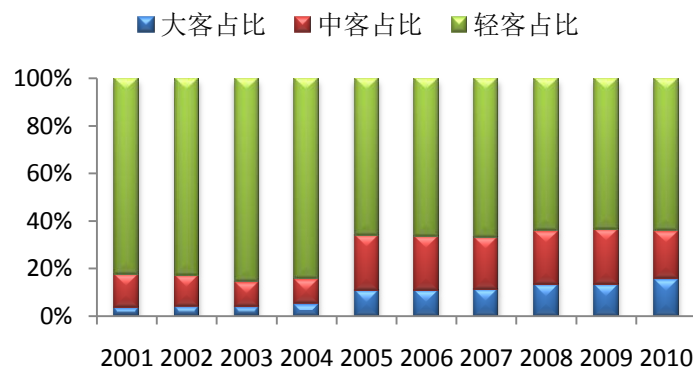
从2005年到2010年我国客车年复合增长率为10.69%，唯有2008年金融危机出现负增长，2010年客车销量同比增长25.16%。我国客车结构也有向大中客车转移的趋势，2001年我国大中客车占比分别为3.35%和14.14%，2010年中大客车占比增长到了15.52%和20.30%。

图 4：我国客车销量及增速



资料来源：CAAM，南京证券研究所

图 5：我国客车结构



资料来源：CAAM，南京证券研究所

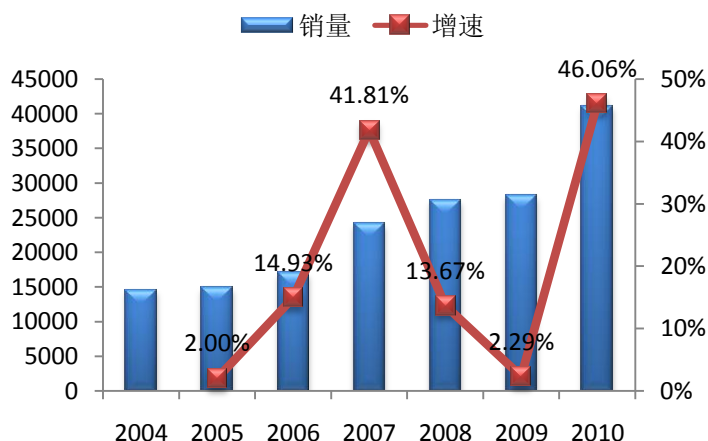
3. 公司经营情况及竞争优势

3.1 公司经营情况

3.1.1 客车销量

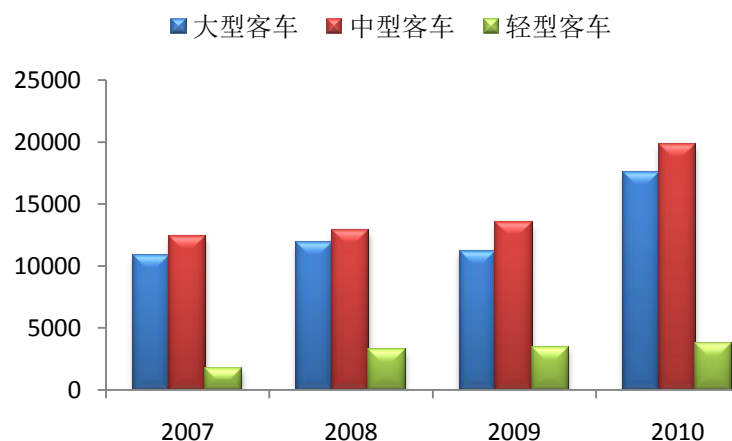
公司客车 2010 年销量为 41169 辆，同比增速高达 46.06%。从 2004 年到 2010 年，客车销辆复合增长率高达 18.89%。大中客车销量 2010 年占比高达 90.8%，其中大客车占比达到 42.67%，并有逐步上升的趋势。大客车行业占有率达到 25.55%，中客行业占有率 22.03%。从公司各客车销售增速上看，大中客车销售增速分别为 56.9%和 46.67%，远高于轻客 9.41%的增速，表明公司发展重点在大中型客车。

图 6：公司客车销量及增速



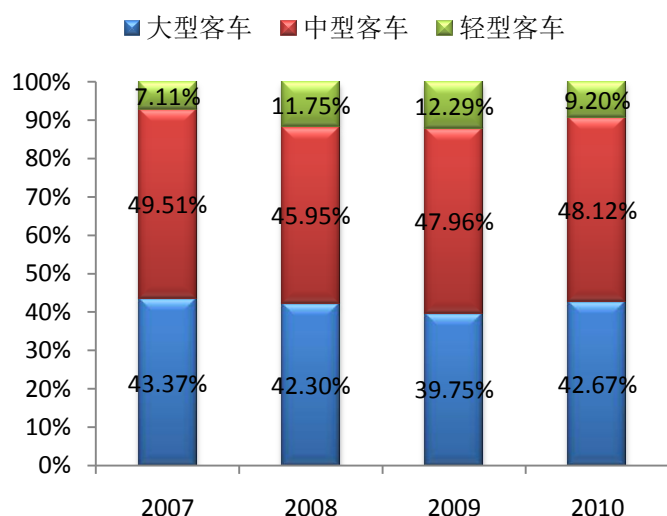
资料来源：CAAM，南京证券研究所

图 7：公司客车结构



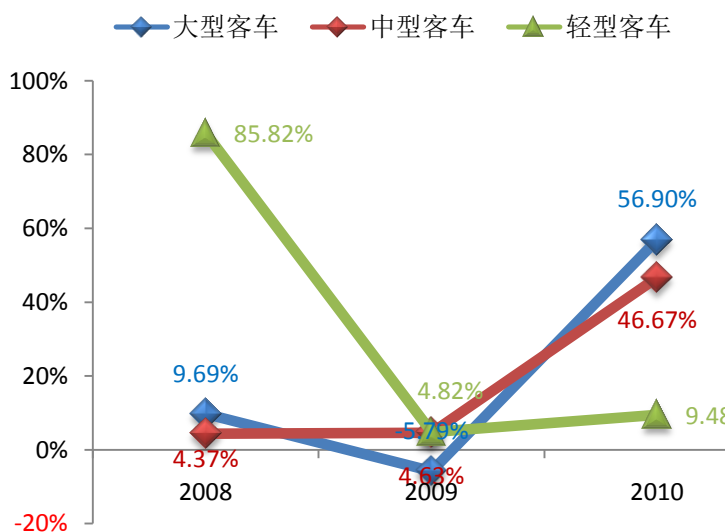
资料来源：CAAM，南京证券研究所

图 8：公司客车结构分析



资料来源：CAAM，南京证券研究所

图 9：公司各类客车销售增速

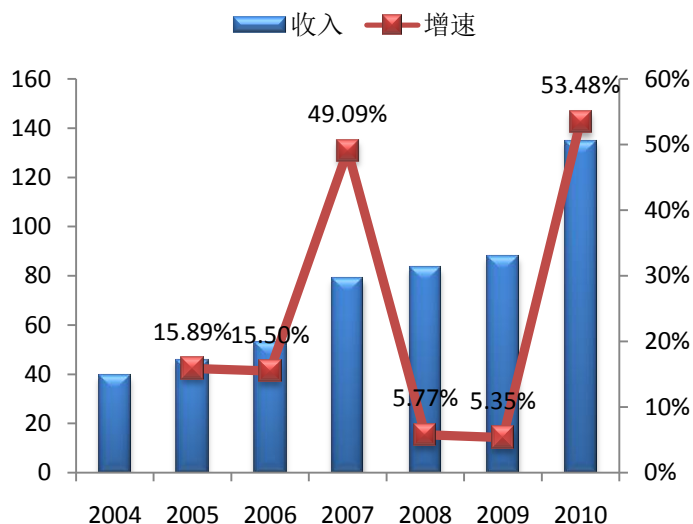


资料来源：CAAM，南京证券研究所

3.12 公司盈利能力

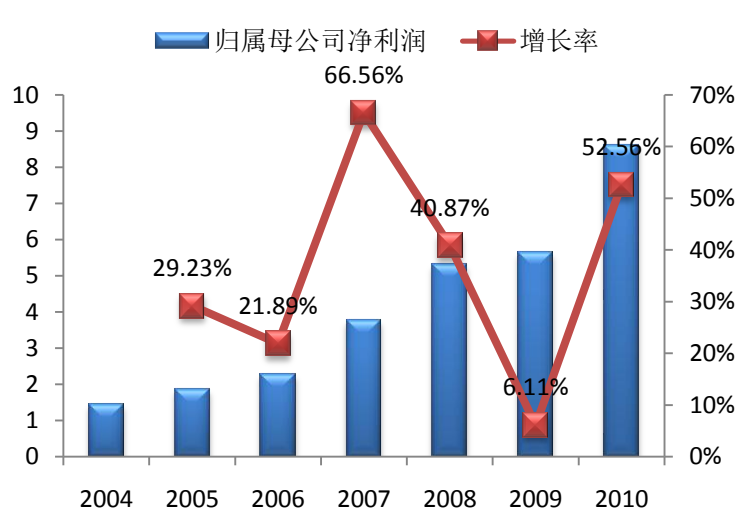
公司 2010 年营业收入达到 134.78 亿，同比增长 53.48%，归属母公司净利润同比增长 52.56%，扣除经常损益后归属母公司净利润同比增长达到 70.06%，表明公司主营业务净利率仍在提高。盈利能力的提高一是来自于公司单车附加值的提高，二是来自公司成本控制能力的不断提升，公司的期间费用呈逐步下降的趋势，2010 年期间费用仅为 9.35%。

图 10：公司收入及增长率



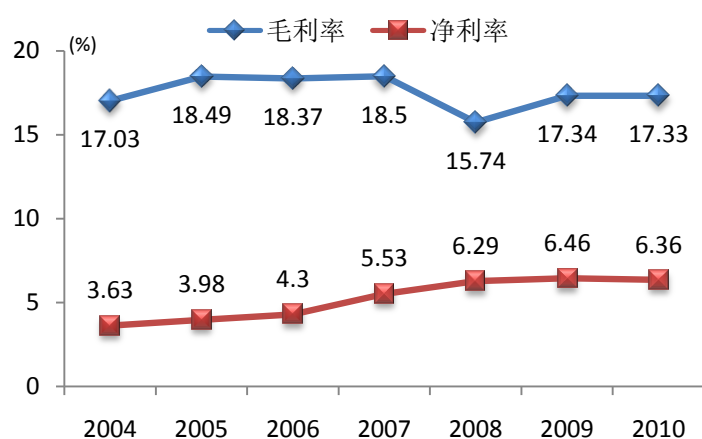
资料来源：wind，南京证券研究所

图 11：公司归属母公司净利润及增长率



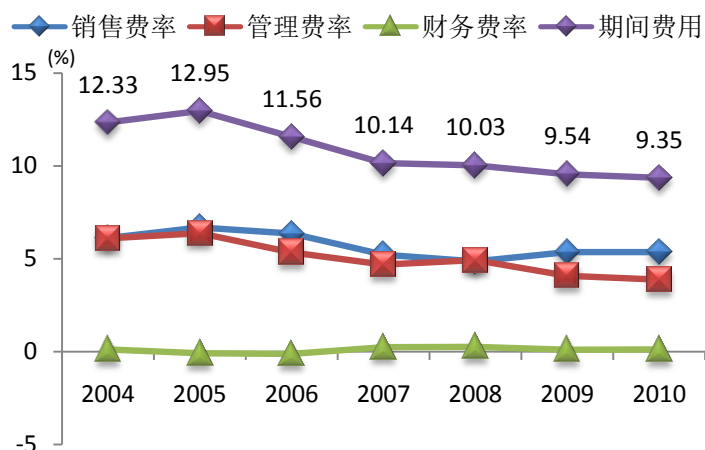
资料来源：wind，南京证券研究所

图 12：公司毛利率和净利率



资料来源：wind，南京证券研究所

图 13：公司期间费用情况

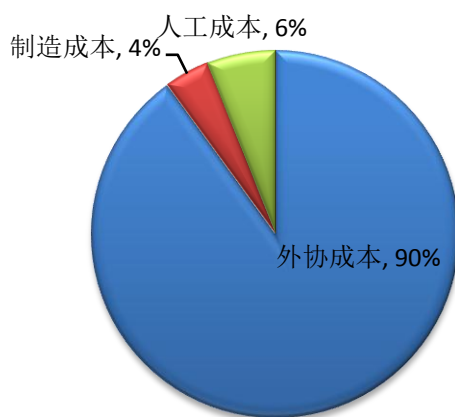


资料来源：wind，南京证券研究所

3.13 公司成本构成

公司客车成本中外协成本所占比例达到近90%，内部成本为10%，其中制造成本4%。人工成本大约占6%-7%，以前人工成本占比4%左右。从去年开始公司提高了工人的工资水平。总体来看整个客车行业对成本的控制能力较弱，只能在费用控制和提高附加值上深耕细作来提高盈利能力，公司在这方面具有绝对优势。

图 14：宇通客车成本构成



资料来源：南京证券研究所

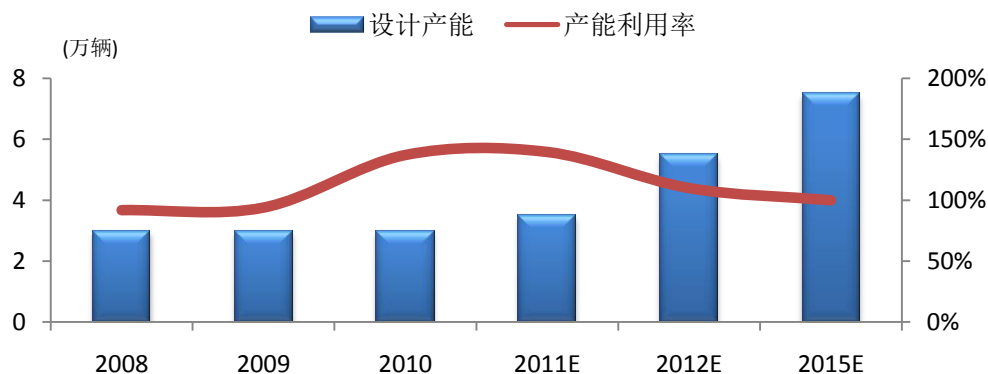
3.14 2011 年公司产能瓶颈仍然存在

公司目前产能为3万辆，而2010年销量已达到4.1万辆，2010年产能利用率高达137%，表明公司处于超负荷生产状态，产能瓶颈较为突出。目前公司新规划产能为4.5万辆，其中公交产能为2万辆，客车产能为2万台，专用车为5000辆。公交产能中，其中配股筹集25亿元将新建产能1万辆（新能源客车4000辆，节能型客车6000辆），后续还将增加1万辆的公交产能，预计2012年第四季度将会量产。专用车产能提升项目将新增5000辆的产能。客车产能由于建设用地审批方面原因，新产能投产需要更长时

间，因此我们认为到2012年底公司产能可达5.5万辆，2015年公司预计产能达到7.5万台。但由于大部分产能在2012年第四季度才能释放，所以2011年产能释放空间有限。公司将按科学的方法实行订单管理，根据预判市场需求，进行淡季预先生产，来满足旺季供不应求的情况，平滑和增加全年的总产量。（平常淡季日产量在100辆/天左右，旺季日产量最高可大180辆/天，2010年平均日产量121辆）。

面对供不应求的订单，公司将根据效益最大化来分配产能，高档客车毛利高达20%以上，公司产能将向大客车方向进行倾斜。

图 15：公司产能



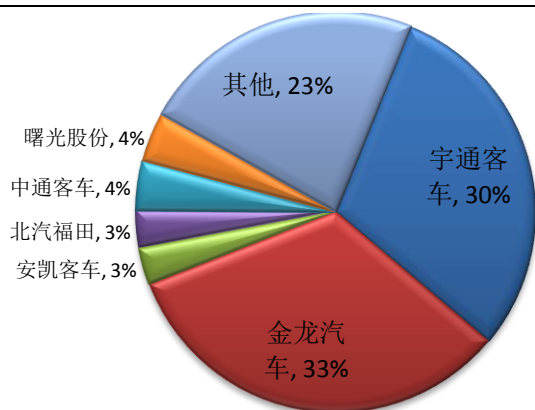
资料来源：南京证券研究所

3.2 公司竞争优势

3.2.1 客车行业龙头，掌握定价权

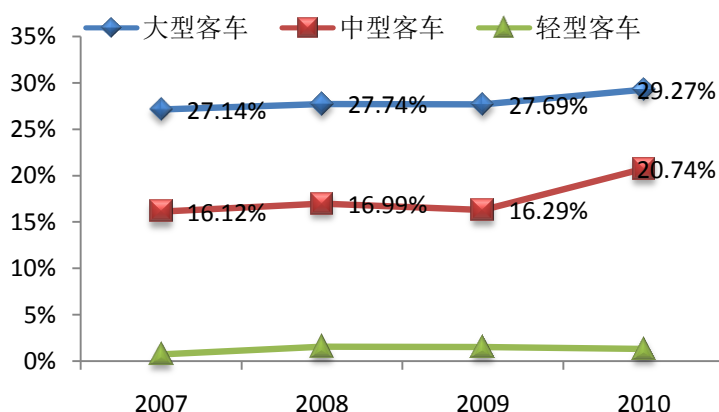
公司在大中客车领域占有率高达30%以上，大客车行业占有率达到29%，中客行业占比31%。大客车子行业中，客车市场占有率高达37%，目前占有率趋于稳定，毛利率在20%以上。旅游车、团体车毛利率也在20%左右，公交车毛利率较低，仅为10%左右。公司作为客车行业的龙头企业，还在客车定价权中占据主导优势，有利于公司的战略性发展。

图 16：公司大中客车市场占有率



资料来源：CAAM，南京证券研究所

图 17：公司大中轻客车市场占有率(含非完整车辆)



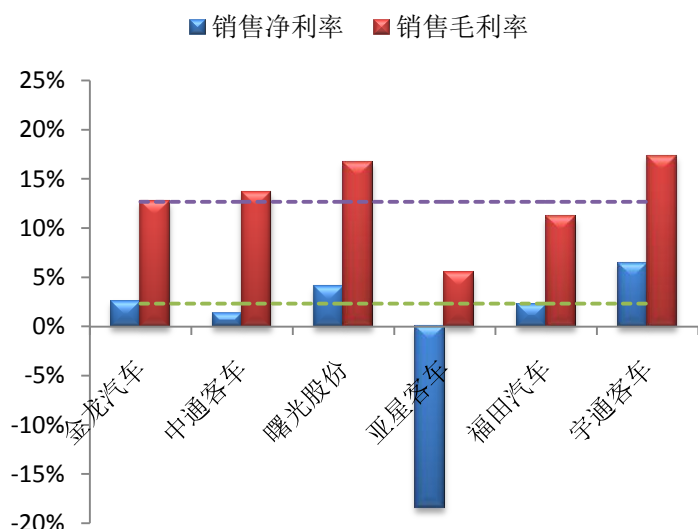
资料来源：CAAM，南京证券研究所

3.22 高端产品占比增加，盈利能力提升

2010年公司中高档产品占比达到76.79%，比2009年提升了6.34个百分点，中高档客车2010年销量增速达到59.22%，远高于普通客车14.69%的增速。我们预计公司在今后的将继续加大中高档客车的生产能力，尤其是在2011年产能捉襟见肘的情况下，公司将尽可能的加大中高档客车（毛利率20%）的生产，相应减少公交车的生产（毛利率仅10%），通过提高单车的盈利水平来继续维持公司营业收入和净利润较高的增长。

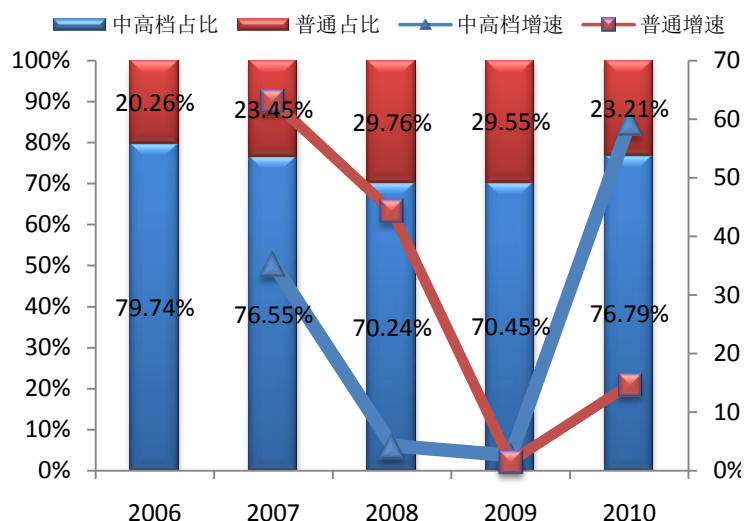
宇通客车销量毛利率高达17.34%，远高于行业的12.69%水平，净利率高达6.46%，远高于行业的2.31%水平。表明宇通客单车盈利能力强，附加值高。

图 18：客车行业主要公司盈利能力分析



资料来源：WIND，南京证券研究所

图 19：公司中高档客车占比和增速



资料来源：公司公告，南京证券研究所

3.23 多元化战略，为公司盈利增长添加新引擎。

公司并不是最先进入新能源客车市场的公司，它秉承客车龙头企业一贯的稳重作风，在充分看好新能源客车发展巨大潜力时，凭借自身的规模化生产，全国覆盖的营销网络等龙头优势，通过配股募集 25 亿资金将新建产能 1 万辆，其中新能源客车 4000 辆，节能型客车 6000 辆。预计 2012 年将会投产，届时新能源客车将成为公司盈利增长的新引擎。

根据测算我国校车潜在容量为100万辆，2008年全国专用校车(小学生和幼儿校车)的销量仅为150辆，2009年则接近900辆，未来几年我国校车市场将呈爆发性增长态势。公司作为客车行业龙头，加大校车的研发，成立了专门的校车研发团队。宇通校车的设计和性能要求参照美国校车安全标准，技术性能远高于国内要求。其校车已经成为行业校车标准的重要标的，2009年公司销售校车不到100台，2010年销售1000多台，2011年有望在2000台左右。目前宇通校车在前置发动机专业校车的市场占有率已经达到50%以上。公司有望凭借龙头地位和先进的技术标准，进军校车蓝海，为公司客车多元化战略开辟新的道路。

图 20：公司研发的校车

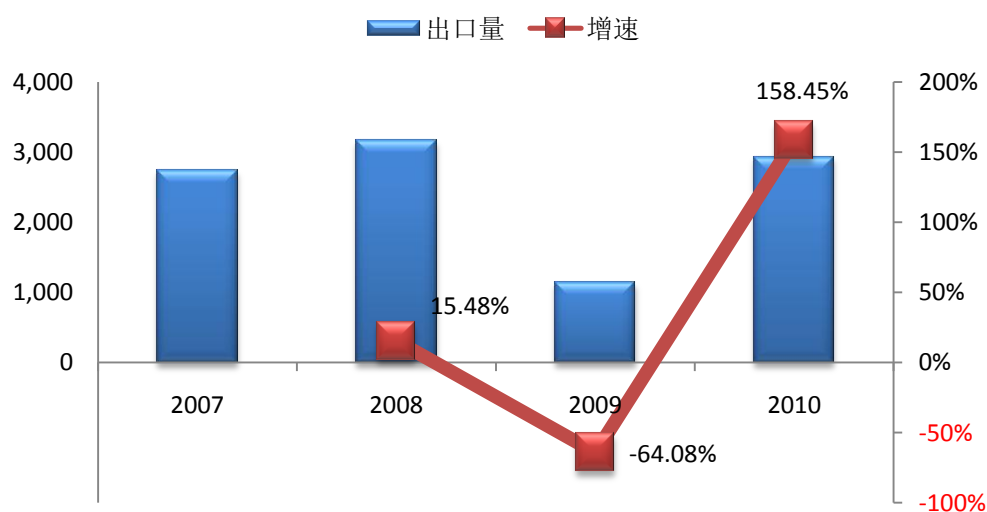


资料来源：公司网站

3. 24 国外市场拓展顺利，出口客车量价齐升。

公司 2010 年出口数量为 2936 辆，比 2009 年同比增长 148.45%，2010 年的出口收入为 9.35 亿元，同比增长 214.61%，平均每辆出口单价为 31.8 万元，同比增长 21.73%。表明公司在出口数量上不断增加的同时，出口单价也有较大幅度的提高。表明公司出口产品中高附加值的高端客车占比逐步提升。但是目前客车出口市场较为混乱，大量国内二线品牌客车依靠低价格，挤占国外市场。排挤公司部分市场份额。公司加大建设国外的营销售后网络，尽管对短期对净利率影响较大，但公司从长远规划，以建渠道、树品牌为主，扎扎实实为市场后续拓展打下基础。经过长期战略布局，宇通已取得欧盟 WTA 整车认证，开始正式进军欧洲市场。

图 21：公司客车出口情况



资料来源：公司公告，南京证券研究所

4. 财务分析

4.1 盈利能力分析

公司盈利能力在行业中处于最顶端，其中销售净利率高达6.46%，远高于2.31%的行业平均水平，位列可比公司的第一位。公司毛利率17.34%，加权ROE到达29.27%，ROIC达到17.65%，均明显高于行业的平均水平，表明公司盈利水平较高。

表 2 2009 年可比公司盈利能力对比

证券简称	销售净利率	销售毛利率	加权 ROE	ROIC
金龙汽车	2.60%	12.69%	10.45%	3.22%
中通客车	1.40%	13.64%	3.84%	2.02%
曙光股份	4.07%	16.73%	11.91%	4.89%
亚星客车	-18.39%	5.45%	-37.05%	-22.16%
福田汽车	2.31%	11.18%	29.29%	17.10%
中位数	2.31%	12.69%	10.45%	3.22%
宇通客车	6.46%	17.34%	29.27%	17.65%

资料来源：wind，南京证券研究所

4.2 偿债能力分析

公司流动比、速动比、资产负债率均达到平均水平，利息保障倍数位远高于行业平均水平，表明公司偿债能力强，应对不确定性风险的能力较高。

表 3 2009 年可比公司偿债能力对比

证券简称	流动比率	速动比率	已获利息倍数	资产负债率
金龙汽车	1.09	0.90	77.98	73.53%
中通客车	1.41	0.83	6.32	60.08%
曙光股份	1.02	0.85	7.36	71.69%
亚星客车	0.97	0.84	-21.13	71.32%
福田汽车	0.97	0.55	35.76	76.93%
中位数	1.02	0.84	7.36	71.69%
宇通客车	1.11	0.86	77.73	60.53%

资料来源：wind，南京证券研究所

4.3 营运能力分析

公司存货周转率、应收账款周转率、总资产周转率均超过可比公司中的平均水平，表明公司运营能力较强，资金使用率较高，处于行业中上游。

表 4 2009 年可比公司运营能力分析

证券简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
金龙汽车	6.68	6.62	1.34
中通客车	3.03	4.97	1.02
曙光股份	7.37	7.74	0.85
亚星客车	6.26	3.06	0.64
福田汽车	10.41	66.64	3.26
中位数	6.68	6.62	1.02

宇通客车

10.41

11.77

1.72

资料来源: wind, 南京证券研究所

4.4 期间费用率分析

公司成本控制能力强, 三项费用率均较低。期间费用率低于行业水平, 表明公司成本控制能力较强, 公司管理规范。

表 5 2009 年可比公司期间费用对比

	销售期间费用率	营业费率	管理费率	财务费率
金龙汽车	8.42%	4.98%	3.39%	0.04%
中通客车	11.51%	7.13%	3.83%	0.55%
曙光股份	11.73%	4.76%	6.12%	0.85%
亚星客车	17.30%	8.78%	7.50%	1.02%
福田汽车	7.58%	3.73%	3.73%	0.12%
中位数	11.51%	4.76%	3.83%	0.55%
宇通客车	9.53%	5.36%	4.08%	0.10%

资料来源: wind, 南京证券研究所

5. 公司投资逻辑与估值

5.1 公司 2011 年投资逻辑:

1. 2011年客车行业存在系统性机会, 公司作为龙头受益明显。2011年在乘用车销量增速大幅下降的映衬中, 客车行业依然保持稳定增长, 尤其是各大城市治堵方案中均表示要大力发展公共城市交通来缓解城市拥堵, 因此我们认为2011年客车行业存在系统性机会, 预计2011年全国大中客车销量增速仍将保持在15%以上, 其中团体车、公交车增速有望超过行业平均水平, 专用校车在国内刚刚起步, 发展空间巨大。公司作为客车行业龙头受益明显。

2. 公司持有的可供出售金融资产有望在上半年销售, 对2011年业绩有一定提振作用, 有望超出市场预期。公司持有的金融资产目前账面盈利为1.497亿(2011.03.11), 公司有望在上半年进行出售, 如果出售则公司每股净资产将提高0.22元(摊薄后), 2011中报有望超出市场预期。

表 6 公司持有可供出售金融资产情况

	认购价 (元)	公司持股数 (万股)	股价(元) (2011.03.11)	当期价值 (万元)	账面盈利 (万元)
中国平安	33.8	820	50.86	41705.2	13989.2
中国人寿	18.8	370	21.46	7940.2	984.2
合计				49645.4	14973.4

资料来源: 公司公告, 南京证券研究所

3. 2011年公司产能利用率仍将维持高位, 公司将科学的利用订单管理, 来增加和平滑每月客车产量, 我们预计2011年产量为4.4万辆, 同比增长8%, 公司在产能捉襟见肘的情况下, 将会向高毛利率的客运、团体、旅游等车倾斜, 来提高公司盈利能力。我们预测公司净利润增速将会快于营业收入增速, 整体毛利率水平有望进一步提高。

2012年下半年公司新建2.5万辆产能将陆续投产，2012和2013年业绩将有大幅度提升。

因此我们根据公司投资逻辑按重要性排序为：客车行业存在系统性机会，公司为龙头企业，收益明显》出售金融资产，11年业绩有望超预期》2012、2013业绩将大幅提高。

表 7 盈利预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
客车销量				
大客	17568	19500	24376	32420
增长率 YOY	56.90%	11%	25%	33%
占比	42.67%	44%	45%	47%
中客	19812	21100	25320	31143
增长率 YOY	46.67%	7%	20%	23%
占比	48.12%	47%	47%	45%
轻客	3789	3903	4293	4937
增长率 YOY	9.48%	3%	10%	15%
占比	9.20%	8%	8%	7%
总销量	41169	44503	53988	68500
增长率 YOY	46.06%	8%	21%	27%
客车收入	12916	14863	18448	25639
增长率 (YOY)	53.75%	15.07%	24.12%	38.98%
其他收入	561	900	1200	1450
总收入	13477	15763	19648	27089
增长率 (YOY)	53.48%	17%	25%	38%
总成本	11142	13029	16229	22174
毛利率%	17.3%	17.35%	17.40%	17.47%
营业税率	0.31%	0.31%	0.31%	0.31%
销售费率	5.35%	5.28%	5.24%	5.27%
管理费	3.88%	3.78%	3.70%	3.77%
所得税率	15%	15%	15%	15%
归属母公司净利润	860	1137	1417	1925
EPS	1.65	2.19	2.73	3.70
EPS (摊薄后)	1.27	1.68	2.10	2.85

5.2 盈利预测与估值

公司 2011/12/13 年 EPS (摊薄后) 分别为 1.68 元/2.10 元/2.85 元，目前对应的股价为 25.86 元(2011.3.11)，2011/2012 PE 分别为 15.3X 和 12.3X，处于历史低位水平。横向比较其它客车公司的估值水平，我们认为宇通客车的估值水平处于行业中下游，具有安全边际。基于公司的在客车行业的龙头地位以及行业增速水平，我们给予公司 2011 年 19 倍的 PE，公司 2011 年的价格为 31.92 元，再加上出售可供出售的金融资产获得 BPS 为 0.22 元，给予公司 2.37 倍的 PB，公司 2011 年的目标价格为 32.44 元，因此我们给予“推荐”评级。

表 8：可比公司盈利预测及估值表

代码	简称	总市值	收盘价	EPS			PE			PB			三年复合增长率	PEG	投资评级
			2011/2/25	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E			
600686.SH	金龙汽车	4962	11.21	0.59	0.73	0.83	19.04	15.45	13.57	2.40	2.01	1.87	18.47%	0.84	谨慎推荐
600303.SH	曙光股份	6512	22.67	0.72	0.89	1.17	31.66	25.49	19.46	3.33	2.79	2.46	27.57%	0.92	谨慎推荐
600166.SH	福田汽车	25158	23.85	1.85	2.11	2.45	12.93	11.29	9.72	2.89	2.37	2.32	15.33%	0.74	
中位数							19.04	15.45	13.57	2.89	2.37	2.32	18.47%	0.84	
600066.SH	宇通客车	13444	25.86	1.27	1.68	2.10	20.36	15.39	12.31	5.42	2.45	2.20	28.59%	0.54	

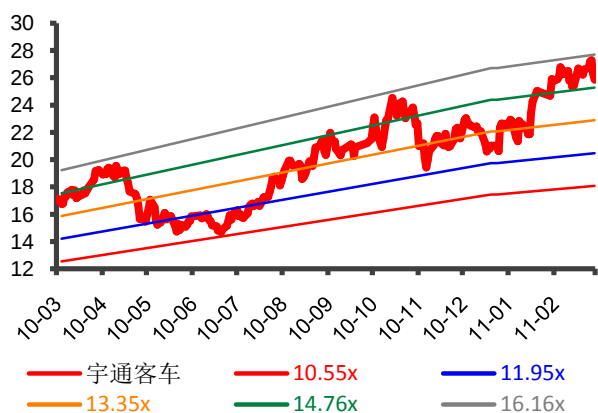
资料来源：wind，南京证券研究所

表 9：可比公司盈利预测及估值表

	EPS	BPS	估值方法	估值
公司主营业务	1.68		PE=19	31.92
可供出售金融资产		0.22	BP=2.37	0.52
合计				32.44

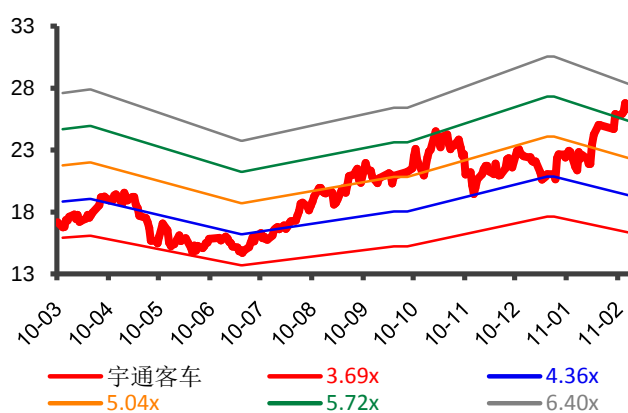
资料来源：wind，南京证券研究所

图 22：宇通客车 历史 PE band



资料来源：wind，南京证券研究所

图 23：宇通客车 历史 PB band



资料来源：wind，南京证券研究所

财务报表及预测											
利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	经营性现金净流量	81	1346	2158	1065	3523
营业收入	8782	13479	15764	19648	26868	经营性现金净流量	81	1346	2158	1065	3523
减：营业成本	7259	11142	13029	16229	22174	投资性现金净流量	-383	-603	-3500	-2000	-80
营业税金及附加	39	42	49	62	84	筹资性现金净流量	-489	-645	1889	807	-2700
营业费用	470	721	832	1030	1416	现金流量净额	-791	101	547	-129	744
管理费用	358	523	596	727	1013	收益率	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
财务费用	9	17	-18	21	41	毛利率	17.34%	17.33%	17.35%	17.40%	17.47%
资产减值损失	40	40	0	0	0	三费/销售收入	9.53%	9.35%	8.95%	9.05%	9.19%
加：投资收益	32	17	50	70	100	EBIT/销售收入	7.44%	7.14%	8.29%	8.50%	8.39%
公允价值变动损益	5	-5	0	0	0	EBITDA/销售收入	9.60%	8.59%	9.70%	9.65%	9.23%
其他经营损益	0	0	0	0	0	销售净利率	6.46%	6.36%	7.19%	7.19%	7.14%
营业利润	643	1005	1325	1650	2240	资产获利率	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
加：其他非经营损益	10	-31	0	0	0	ROE	25.99%	34.63%	20.75%	23.22%	27.72%
利润总额	654	974	1325	1650	2240	ROA	12.63%	15.25%	11.70%	12.24%	13.64%
减：所得税	86	117	191	237	321	ROIC	119.46%	70.09%	57.04%	30.81%	26.80%
净利润	567	857	1134	1413	1919	增长率	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
减：少数股东损益	4	-3	-3	-4	-6	销售收入增长率	5.35%	53.48%	16.96%	24.64%	36.75%
归属母公司股东净利润	563	860	1137	1417	1925	EBIT 增长率	1.47%	47.22%	35.83%	27.78%	34.96%
资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	EBITDA 增长率	9.18%	37.36%	32.05%	24.03%	30.80%
货币资金	487	564	1111	982	1726	净利润增长率	8.28%	51.04%	32.28%	24.59%	35.85%
应收和预付款项	1611	2485	3151	3549	4832	总资产增长率	13.97%	21.93%	77.07%	22.14%	21.14%
存货	758	1225	1546	1906	2810	资本结构	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他流动资产	309	0	0	0	0	资产负债率	57.99%	60.60%	50.94%	55.32%	58.05%
长期股权投资	83	83	133	203	303	投资资本/总资产	24.23%	31.08%	41.56%	52.81%	36.65%
投资性房地产	0	0	0	0	0	流动比率	1.14	1.20	1.07	0.89	1.01
固定资产和在建工程	1073	1146	4451	6252	6132	速动比率	0.87	0.86	0.79	0.62	0.71
无形资产和开发支出	226	221	195	168	142	股利支付率	55.36%	60.48%	56.18%	56.18%	56.18%
其他非流动资产	626	586	586	585	585	资产管理效率	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
资产总计	5175	6310	11172	13646	16531	总资产周转率	1.70	2.14	1.41	1.44	1.63
短期借款	0	0	0	1614	0	固定资产周转率	8.34	12.21	17.34	26.14	48.64
应付和预收款项	2769	3554	5412	5645	9296	应收账款周转率	5.88	8.13	7.43	7.59	6.98
长期借款	6	15	25	35	45	存货周转率	9.57	9.09	8.43	8.51	7.89
其他负债	226	255	255	255	255	业绩和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
负债合计	3001	3824	5692	7548	9596	EBIT	653.78	962.50	1307.36	1670.57	2254.67
股本	520	520	520	520	520	EBITDA	842.88	1157.77	1528.85	1896.22	2480.25
资本公积	459	433	2933	2933	2933	净利润	563.49	859.66	1137.18	1416.84	1924.72
留存收益	1189	1529	2027	2648	3492	EPS	1.08	1.65	2.19	2.73	3.70
归属母公司股东权益	2168	2482	5481	6101	6945	EPS(摊薄后)	0.83	1.27	1.68	2.10	2.85
少数股东权益	6	4	0	-4	-10	PE	23.86	15.64	11.82	9.49	6.99
股东权益合计	2174	2486	5481	6097	6935	PB	6.20	5.42	2.45	2.20	1.94
负债和股东权益合计	5175	6310	11172	13646	16531	EV/EBIT	19.17	13.43	9.64	8.71	5.57
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	EV/EBITDA	14.87	11.16	8.25	7.67	5.06

作者郑重声明：在本人所知情的范围内，本人所属机构以及财产上的利害关系人与本人所评价的证券没有利害关系。所有结论为一家之言，仅供参考，任何依据本产品做出的投资决策，风险自负。本刊内容版权所有，请勿公开引用。

独立性声明

南京证券行业投资评级的说明：

- 强烈推荐：预期未来 6 个月内该行业指数超越沪深 300 指数 20%以上；
- 推 荐：预期未来 6 个月内该行业指数超越沪深 300 指数 5%—20%；
- 中 性：预期未来 6 个月内该行业指数与沪深 300 指数相比涨幅在±5%之间；
- 回 避：预期未来 6 个月内该行业指数与沪深 300 指数相比跌幅大于 5%。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 强烈推荐：六个月内预计涨幅大于 30%；
- 推荐：六个月内预计涨幅为 10%-30%之间；
- 中性：六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间；
- 回避：六个月内预计涨幅为-10%及以下。