

进入估值和盈利同步提升阶段

研究结论

- **公路客运行业和旅游客运市场的旺盛需求是过去十年客车制造业高度景气的主要驱动因素。**过去十年，铁路客运能力增长严重滞后于经济增长，国家交通管理部门允许民营资本进入公路客运市场，加之高速公路通车里程的不断快速增加，国内公路客运行业迅速繁荣，为国内大中型客车制造业贡献了旺盛的需求；同时，随着城镇居民收入水平的不断提高，旅游需求快速释放，旅游客运车辆需求不断攀升，成为客车产品需求快速增长的另一个主要驱动力。
- **预期未来十年，专业校车需求的爆发式增长和公交车需求的快速增长驱动行业进入新一轮的景气周期。**中国潜在的专业校车需求量约为 100 万辆，潜在市场需求规模 4000 亿元人民币。由于国家监管不到位、运营机制不当和购买力不足等原因，目前国内专业校车产品的保有量可以忽略不计，而非专业校车产品在运营过程当中造成重大人员伤亡的恶性交通事故层出不穷。近期甘肃正宁县的校车事故有望刺激政府迅速拿出强有力的措施在全国范围内建立安全的校车运营体系，专业校车市场因此有望步入爆发式增长阶段。另外，随着私家车数量的不断增加，大量的城市交通状况不断变差，为缓解这种状态，各级政府不得不加快公共交通系统的建设；同时，在运行的存量公交车，由于满足的排放标准低，已经成为城市中大气污染物的主要来源，出于减排的迫切要求，城市存量公交车的更新速度有望加快。因而公交车的需求释放速度有望进一步加快。
- **大中型客车行业的生态环境不断优化，龙头企业的盈利能力不断提高。**由于过去三年，铁路客运能力不断提高，公路客运行业景气程度低迷，导致公路客运用车需求不振，大中型客车行业增长显著放缓，行业吸引力显著下降。行业新增产能稀少，鲜有新进入者，市场份额不断向龙头企业集中，龙头企业获得了产品定价权，单位产品的盈利能力不断提高。
- **投资评级。**宇通客车作为行业龙头企业，综合竞争优势明显。我们认为，市场目前给予公司的估值水平并没有考虑到专业校车市场即将爆发式增长和公交车市场快速增长为公司带来的盈利再次迅速增长的可能性，公司的估值水平有进一步提升的空间。我们预测公司 2011~2013 三年盈利复合增长率为 30%。考虑到大中型客车行业的市场竞争格局，行业发展趋势，公司的行业龙头的地位以及未来三年盈利再次高增长的可能性，我们认为给予公司 2012 年 15 倍的估值水平是合理的，相应的目标价为 32.55 元（考虑配股因素），目前股价为 22.26 元，配股后将下降（假设配股价为 14.50 元，按照目前的股价计算配股除权后的价格为 20.47 元），股价可能的上升空间较大，维持公司的买入评级。
- **风险因素。**1)、宏观经济景气程度下滑，公路客运市场需求进一步低迷；2)、专业校车市场启动速度低于预期；3)、公司产能瓶颈问题解决进度低于预期。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

秦绪文

8621-63325888 × 6097

qinxuwen@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209090198

联系人

王轶

8621-63325888 × 6129

wangyi1@orientsec.com.cn

朱达威

8621-63325888 × 6024

zhudawei@orientsec.com.cn

投资评级

买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 11 月 18 日)

22.26 元

目标价格

32.55 元

总股本/A 股 (万股)

51989/51989

A 股市值 (百万元)

11573

国家/地区

中国

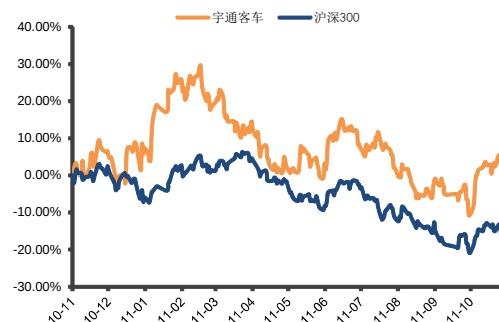
行业

汽车与零部件

报告发布日期

2011 年 11 月 20 日

股价表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

13.05

-4.22

7.25

相对表现 (%)

11.12

11.95

25.07

资料来源: WIND

财务预测

(百万元人民币)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	13479	15828	19750	24472
同比(%)	53.5%	17.4%	24.8%	23.9%
母公司股东净利润	860	1,084	1,467	1,873
同比(%)	52.6%	26.1%	35.2%	27.7%
毛利率(%)	17.33%	17.72%	18.25%	18.53%
净利率	6.36%	6.86%	7.43%	7.66%
ROE(%)	37.0%	36.8%	36.5%	35.0%
EPS(元)	1.65	2.09	2.82	3.60
P/E	12.72	10.08	7.46	5.84
P/B	4.40	3.21	2.37	1.80

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

正文目录

1、公路客运与旅游客运需求旺盛造就客车制造业的过去十年的繁荣	4
1.1、公路客运业的高度繁荣驱动大中客车需求快速增长	4
1.2、旅游市场繁荣进一步推动大中客需求快速增长	5
2、专业校车需求爆发式增长和公交车需求快速增长驱动客车行业进入新一轮的景气周期	5
2.1、未来三年专业校车市场有望步入爆发式增长阶段	5
2.1.1、中国的校车市场需求庞大	5
2.1.2、中国校车市场现状	6
2.1.3、美国校车市场现状	7
2.1.4、浙江德清校车运行模式：中国普及专业校车制度的典范	9
2.1.5、一系列的校车交通事故有望刺激政府加快建立专业校车运营体系	10
2.2、公交车市场需求释放速度有望加快	11
2.2.1、加快公共交通建设成为公交车市场新的增长推动力	11
2.2.2、节能减排将进一步推动老旧公交车更新换代	12
3、行业的竞争强度趋弱	12
3.1、行业新增产能有限，龙头企业产能紧张	12
3.2、大中型客车行业双寡头的市场格局不断强化	13
3.3、技术升级推动产品售价不断走高	14
4、宇通客车，进入估值和盈利同步提升阶段	14
4.1、综合竞争力强、盈利水平持续稳定增长	14
4.2、公司非常重视股东回报，分红优厚	15
4.3、产能问题解决，将充分受益于大中客行业新一轮增长	15
4.3.1、受产能问题困扰，今年整体市场份额有所下滑	15
4.3.2、产能问题解决，将受益于大中客行业新一轮行业景气周期	16
4.4、公司已经为中国专业校车市场的启动做好产品线储备	16
4.5、公司估值与投资建议	17
5、风险因素	17
附录：2010 年以来国内的重大校车安全事故汇总	18

图表目录

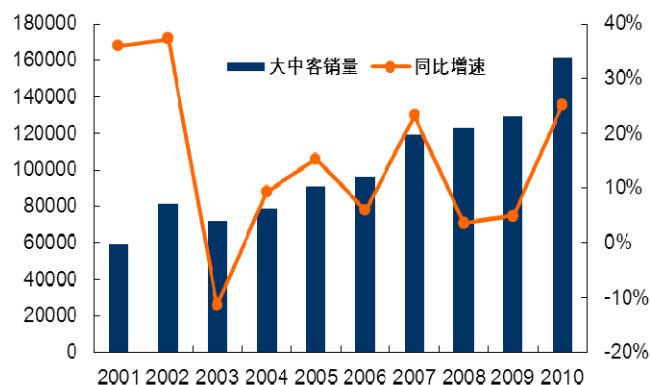
图 1 大中客行业销量及同比增速	4
图 2 按用途分类的大中客销量比重	4
图 3 全国旅客客运量及同比增速	4
图 4 不同形式的运输工具完成的客运量占比变化	4
图 5 国内旅游人数及同比增速	5
图 6 旅游客车（不含底盘）销量及同比增速	5
图 7 过去十年 0~14 岁人口数量及占总人口数量的比重	6
图 8 典型的中国“校车”工作图片	7
图 9 典型的美国校车图片	8
图 10 悍马撞击美国校车后的效果图	8
图 11 浙江德清的专业校车	10
图 12 甘肃庆阳校车事故中被撞的校车	11
图 13 公交车销量、同比增速及占比	11
图 14 全国及各地区万人公交车拥有量（标台）	11
图 15 国内大中客制造企业家数变化	12
图 16 宇通和金龙旗下三家公司的市场份额的变化趋势	13
图 17 大型客车产品销售均价的变化趋势（元/辆）	14
图 18 1994-2010 年公司归属股东的净利润变与 ROE 指标变化	15
图 19 宇通客车产品整体市场份额与 7 米以上产品的市场份额	16
图 20 宇通客车设计、制造的专业校车	17
表 1 年产销 3000 辆以上大中客企业的产能利用情况、扩产情况	13
表 2 公司过去 5 年来的 EPS、利润分配方案与分红率	15
附表：财务报表预测与比率分析	20

1、公路客运与旅游客运需求旺盛造就客车制造业的过去十年的繁荣

1.1、公路客运业的高度繁荣驱动大中客车需求快速增长

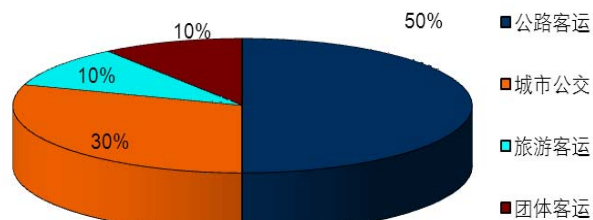
过去十年，中国的经济高速增长，人员流动强度和范围显著放大，产生了巨大的客运需求；而铁路客运能力增长严重滞后于经济增长，国家交通管理部门允许民营资本进入公路客运市场，加之高速公路通车里程的不断快速增加，国内公路客运行业迅速繁荣，为国内大中型客车制造业贡献了旺盛的需求。2001-2010 年，国内大中客行业销量年复合增长率达到 14.0%，除了 2003 年受 SARS 影响、2008 与 2009 年受国际金融危机影响外，其他年度均保持了较高的增速。

图 1 大中客行业销量及同比增速



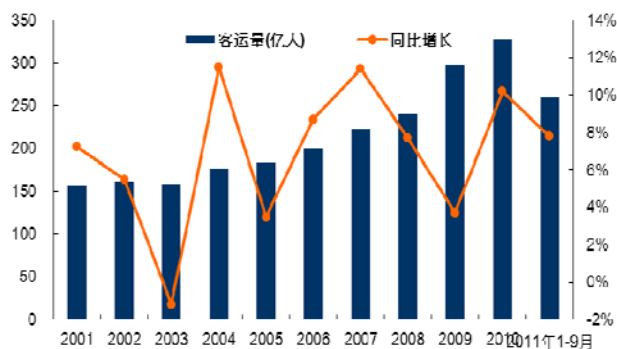
资料来源：汽车工业协会，东方证券研究所

图 2 按用途分类的大中客销量比重



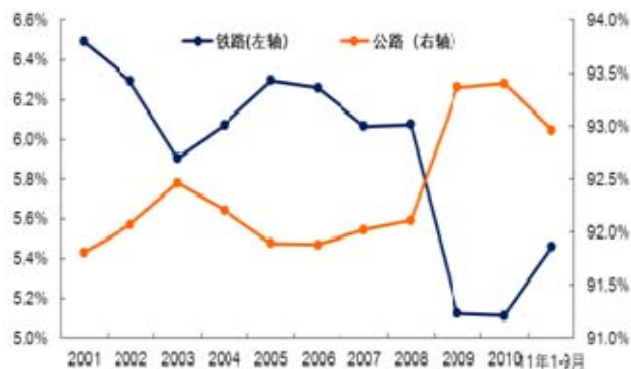
资料来源：东方证券研究所

图 3 全国旅客客运量及同比增速



资料来源：Wind, 东方证券研究所

图 4 不同形式的运输工具完成的客运量占比变化

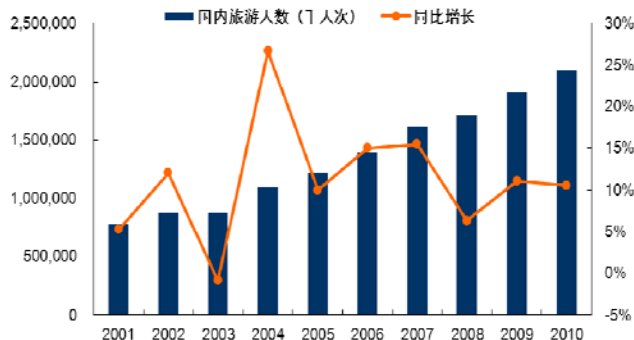


资料来源：Wind, 东方证券研究所

1.2、旅游市场繁荣进一步推动大中客需求快速增长

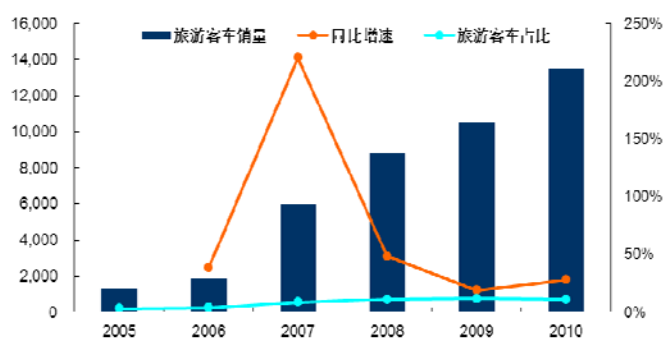
过去十年，随着城镇居民收入水平的不断提高，旅游需求快速释放，驱动旅游客运用车辆需求不断攀升。国内大中客整车（不含客车底盘）销量中，旅游客车销量的同比增速一直保持在 19% 以上，持续快于行业，是大中客行业需求快速增长的另一个主要驱动力。

图 5 国内旅游人数及同比增速



资料来源：CEIC 东方证券研究所

图 6 旅游客车（不含底盘）销量及同比增速



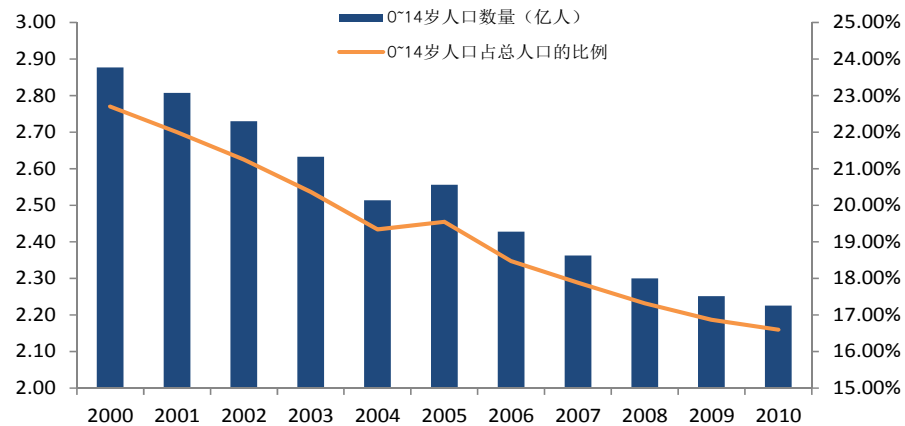
资料来源：CEIC，东方证券研究所

2、专业校车需求爆发式增长和公交车需求快速增长驱动客车行业进入新一轮的景气周期

2.1、未来三年专业校车市场有望步入爆发式增长阶段

2.1.1、中国的校车市场需求庞大

近几年来，因为学生数量减少和农村中小学布局的调整，我国很多地方“一村一校”变成了“一镇一校”。因为学校被合并，大部分农村中小学生学习路途变得更加遥远；在城市里则是为获取更好的师资力量而进行择校。农村的撤校并点和城市的择校驱动近年来中小学校车服务需求比以前更加迫切。

图 7 过去十年 0~14 岁人口数量及占总人口数量的比重


数据来源：CEIC 东方证券研究所

根据第六次全国人口普查的数据公告，截止到 2010 年 11 月 1 日零时，全国总人口约 13.4 亿，其中 0~14 岁的人口（处于幼儿园、小学和初中教育阶段的人口数）占比约为 16.6%，其中处于幼儿园、小学和初中教育在读状态的人口比例为 13.5%。则中国需要校车服务的人口数量约为 1.8 亿人。

考虑到中国各个地区经济发展现状，学校数量、交通状况、私家车拥有量等因素，我们假设最多 25% 的适龄儿童能享受到校车服务，按照每辆校车 45 个座位估算，则中国的潜在校车的需求量大约在 100 万辆左右。目前宇通客车等客车企业专业校车的报价水平约为 40 万元人民币，则中国专业校车市场的销售收入规模约为 4000 亿元人民币。

2.1.2、中国校车市场现状

● 现有校车产品几乎全部是非专用校车产品

2010 年 7 月，国家质检总局和国家标准委联合发布了《专用小学生校车安全技术条件》。该国家标准对专用校车的车身强度、内饰材料、座椅构造、被动安全防护设施和紧急情况下的应急装备等都做了非常详细的技术规定。符合该技术条件的客车产品，其安全性将明显高于市场上的普通客车产品。

但遗憾的是，由于没有国家职能部门监管，上述国家标准成了一纸空文。目前正在市场上运行的所谓校车产品，能够符合该技术条件的屈指可数。经济较为发达地区，绝大多数的校车产品是普通的小型客车，涂成专业校车所要求的黄色，写上“校车”的字样，车辆安全条件稍好，但经常严重超载；更有甚者，在经济欠发达地区，一些幼儿园、小学，为了节省运营成本，竟使用微型面包车、微型卡车做校车，并且常常是严重超载，安全性根本无从谈起。

今年 4 月，深圳共对全市 3540 余辆校车进行了全面检查登记，发现不合格的校车接近总数的三分之一。深圳尚且如此，其他经济欠发达的地区结果可想而知。

图 8 典型的中国“校车”工作图片

数据来源：百度图片 东方证券研究所

- **校车运营机制不当和缺乏监管是当前校车事故频发的根源**

目前，国内大部分地区的校车服务都是商业化运作的。由于该等客运服务运价低廉，大部分地区的政府没有针对校车服务的财政补贴。于是，这些校车服务提供商为了降低运营成本，争取利益最大化，置国家校车安全标准于不顾，使用各种廉价的车辆，严重超载运行。而且，《专用小学生校车安全技术条件》发布后，国家路政管理部门、交通管理部门和教育部门对国家标准的贯彻执行不力，对上述违法行为查处不严，导致大量的不符合标准的非专业校车产品长期违法严重超载运行。

2.1.3、美国校车市场现状

目前，美国每年大约有 50 万辆校车，运送约 2350 万学生上、下学，每年行程 40 亿英里，形成了较大规模的校车运输网络。据美国交通运输部统计，坐校车的安全系数是乘坐家庭轿车和公共汽车上学的 40 倍，校车百万公里事故发生率校车仅为 0.01，而火车为 0.04，飞机为 0.06，其他公路车辆为 0.96。校车事故发生率是所有交通工具中最低的。完善的法律、良好的运营机制，造就了美国安全、高效的校车运行体系。

- **美国校车的安全性极佳**

在美国，联邦政府和各州专为校车制定的法律就多达 500 多项。这其中包括对校车坚固性和安全性的规定，包括校车翻滚时的保护、车身连接部分的强度等，这些规定可具体阐述为：校车需采用卡车类的较高的承载式大梁底盘,并使用卡车的钢板悬挂；不可使用一体式大侧窗以保证侧翻时的刚性和防止车厢被撕裂；前置发动机，提高防撞性能并避免可能存在的油料燃烧；车顶灯为标准交通红绿灯信号灯；车尾设有逃生门等，另外，在内部结构上以校车座椅为例，座椅必须全部朝前，高靠背，使用坚固材料制作;座椅应具备坚固贴身的形制，靠背能吸收撞车时的冲击能量，其目的是要求在发生事故时学生即使未扣紧安全带也可获得必要保护。通过《联邦机动车安全标准》，联邦政府管制了校车的生产标准，以保证出厂校车能达到严格的安全水平。

图 9 典型的美国校车图片



数据来源：百度图片 东方证券研究所

图 10 悍马撞击美国校车后的效果图



数据来源：百度图片

- **美国校车运营安全有充分的法律、制度保障举措**

美国于 1992 年颁布实施的《公路安全方案》，对校车的管理、校车设计和生产进行严格规范；校车拥有优先级最高的路权；校车司机必须是经过特殊培训的、具有商务驾驶执照的专业司机。校车司机直接受雇于学区或通过汽车公司间接受雇于学区，对其职责有详细的规定。司机多从公交司机中遴选，必须获得载人商用车驾驶执照，然后通过校车驾驶资格考试，还需要接受毒品和酒精测试，以及严格的犯罪背景审查。

除了“结实”外，安检机制也是美国校车高安全系数的一大因素，校车每天都要接受上班前和下班前两次检查，而且州政府每月都要对每辆校车进行深度检查，单车检查时间超过一小时。所以校车行业是美国少数几个为政府严格管制的行业。政府在这个行业中涉入极深，远远胜过其他行业，对该行业的立法也多过其他行业。联邦机动车运输安全管理局是管理校车安全事务的主要执法部门，它要尽力确保校车在运营中不发生伤亡事故。国家公路交通安全管理局则是最为关键的学校运输安全管理当局，它每年都会修改或新制定各项规章和标准。

- **美国校车体系的运营机制**

美国校车的运营模式是政府提供补贴，学生免费乘坐校车，专业校车公司负责运营、政府和学校负责监督、管理的模式。美国全国大约有 4350 万从幼儿园到十二年级的学生。其中 54% 坐校车上学，人数为 2350 万。美国联邦政府和州政府的教育专项经费每年为每个学生支付校车费用 520 美元，专业校车公司通过参与招标拍卖获取校车线路经营权，严格按照联邦政府和州政府的法律规定运营特定的校车线路。这样既引进了竞争机制，又使服务质量得到保证，学校也没有额外负担。

2.1.4、浙江德清校车运行模式：中国普及专业校车制度的典范

今年 8 月，教育部指定，包括浙江省湖州市德清县、山东省威海市和滨州市无棣县、辽宁省本溪市桓仁县、黑龙江省鸡西市、陕西省西安市阎良区六个地区开展中小学校车运营管理试点工作。

以德清为例，2009 年，德清县政府决定由财政斥资 2000 万元，购买 79 辆专业校车专门接送小学生，全县实现国标校车全覆盖。同时积极开展校车的规范运营管理工作：按照国家标准规定，招聘专职司机和跟车看护员；成立了专门的管理公司——德清永安学生交通管理服务有限公司，由该公司负责运营；先后出台了《德清县学生接送工作管理办法》、《德清县学生接送车优先便利通行实施办法》等规范性文件，赋予校车优先通行权；县财政每年补贴该公司 400 多万元，学生每人每次乘车支付 1 元钱，贫困学生免费。

图 11 浙江德清的专业校车

数据来源：中新网 东方证券研究所

2.1.5、一系列的校车交通事故有望刺激政府加快建立专业校车运营体系

2010 年以来，国内共发生十四起重大校车交通事故，共造成 71 死亡，48 人重伤，86 人轻伤，给受害学生的家庭造成巨大的精神打击，社会影响非常恶劣。特别是今年 11 月 16 日，甘肃省庆阳市正宁县榆林子镇，一辆额定载客 9 人，实载 64 人的面包车，在接送孩子上幼儿园时与一辆卡车相撞，导致 19 名幼儿、2 名成人遇难，18 人重伤，26 人轻伤。该事故造成的死伤人数之多，社会影响之大，为近年来所罕见。

事故发生后，甘肃省正宁县人民检察院对涉事幼儿园的董事长李军刚以涉嫌交通肇事罪批准逮捕；正宁县委常委、常务副县长刘光润，正宁县副县长戴彩燕，教育局局长雷会宁和交警队长苟邵波被停职调查；同时，庆阳市政府决定在计划投资 5.8 亿元的基础上，再贷款 1 亿元，为每个乡镇建设一所中心幼儿园，配备一辆标准化校车，停止 2012 年公车更新计划，并将预算资金全部用于购置标准化校车。

目前，中国大部分城镇地区的校车安全隐患突出，类似甘肃庆阳的校车安全事故随时有可能发生。该事件的处理结果将对广大中小学及幼儿园管理当局产生极大的震慑作用，敦促其尽快淘汰不专业的校车，转而购买专业的校车，加强运营管理，杜绝安全隐患。该校车事故也将将在很大程度上刺激各级地方官员，迅速采取措施按照《专用小学生校车安全技术条件》的规定，着手建立规范、安全的覆盖全国的校车运营体系。我们不应该忽视政府在集中力量办大事方面的巨大能量，专业校车市场有望在近期快速启动。

图 12 甘肃庆阳校车事故中被撞的校车



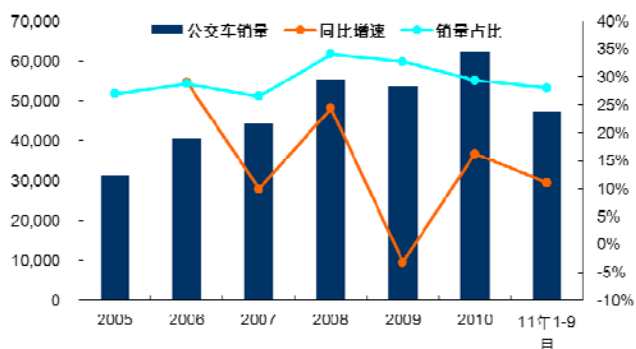
数据来源：中国广播网 东方证券研究所

2.2、公交车市场需求释放速度有望加快

2.2.1、加快公共交通建设成为公交车市场新的增长推动力

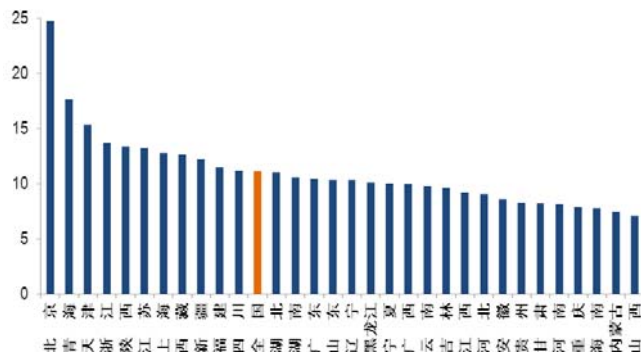
目前公交车占大中客行业销量的比重在 30%左右。由于我国城市公共交通建设发展的滞后，随着汽车销量的快速增长，交通拥堵问题日趋严重，不少城市开始出台各种治堵的策略，其中最普遍、并且最关键的一条就是“加快公共交通建设”。截止 2009 年，全国每万人公交车拥有量仅为 11.1 标准台，远低于发达国家的 18 标准台，我们认为，未来十年，城市公交车需求的迅速增加将成为大中客行业新一轮快速增长的主要推动力。

图 13 公交车销量、同比增速及占比



资料来源：中客网，东方证券研究所

图 14 全国及各地区万人公交车拥有量（标台）



资料来源：国家统计局，东方证券研究所

2.2.2、节能减排将进一步推动老旧公交车更新换代

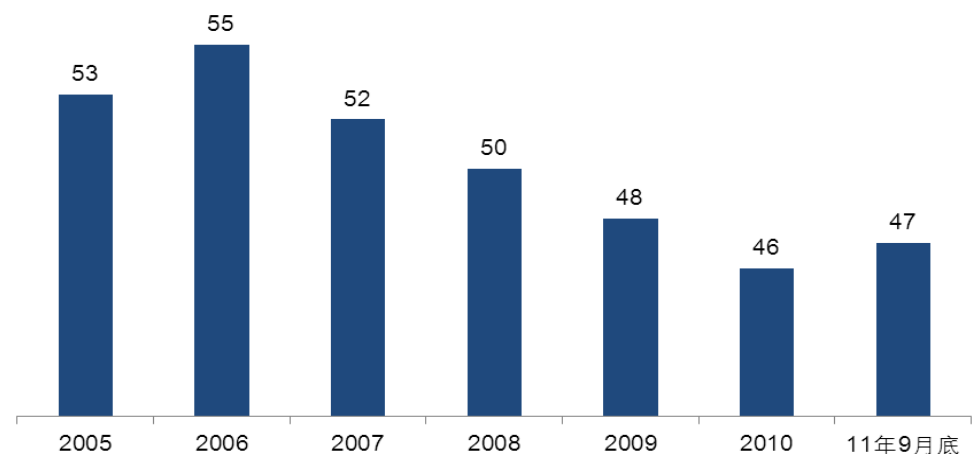
国家已经将氮氧化物纳入污染物排放总量控制体系。根据规划，十二五期间氮氧化物排放将减少 10%；而作为十二五规划第一年的 2011 年，上半年氮氧化物排放量却同比上升了 6.17%，与 2011 年减排 1.5% 的目标相差较大。由于国内大多数公交车使用大排量柴油发动机，在行驶过程中由于频繁靠站和等待红绿灯，怠速时间长，因燃烧不充分而产生的尾气污染尤为严重，已成为城市空气污染的主要来源之一。目前，城市空气污染问题已经引起社会各界的关注，由于城市公交车的更新对改善城市空气质量水平意义重大，我们认为，淘汰排放标准低下的老旧公交车将成为治理城市空气污染的重要措施之一，未来存量公交车的加速更新替换将进一步推动公交车销量快速增长。

3、行业的竞争强度趋弱

3.1、行业新增产能有限，龙头企业产能紧张

2009 年以来，由于铁路客运能力不断提高、海外客车需求受到国际金融危机的影响，大中客行业出现了阶段性的调整，销量增速明显放缓，行业整体盈利能力下滑，大量的地方性客车制造企业不断倒闭，客车制造企业数量逐年减少。行业景气程度的下滑也抑制了企业扩产的冲动和潜在竞争者的进入，整体产能没有明显的扩张，仅有个别产能较为紧张的企业如宇通客车有进一步扩产的行为。我们认为，与乘用车行业及重卡行业不同，由于新增产能有限，未来三年大中客行业供需仍将处于相对均衡的状态，竞争压力不大，不存在价格下行的压力。

图 15 国内大中客制造企业家数变化



数据来源：中客网，东方证券研究所

目前从年产销 3000 辆以上的 9 家大中客企业的产能利用情况来看，仅有宇通客车、厦门金旅、中通客车产能较为紧张，其中龙头企业宇通客车的产能利用率已高达 138%。目前，国内客车制造业仅有宇通客车、中通客车与安凯客车进行了有限的产能扩建。

表 1 年产销 3000 辆以上大中客企业的产能利用情况、扩产情况

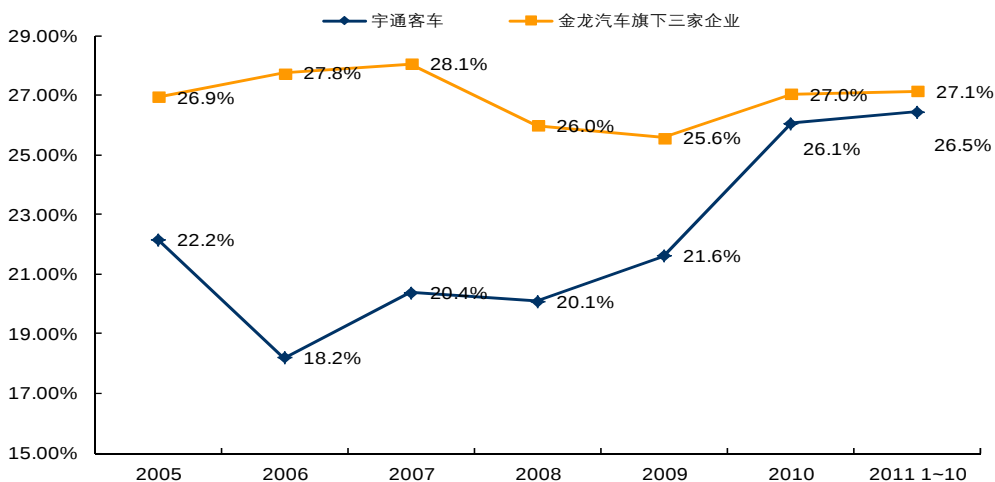
	设计产能 (辆)	11 年 1-9 月 产量 (辆)	产能利用率	新建产能 (辆)	投产时间
宇通客车	30000	31132	138%	15000	2012 年 10 月
厦门金龙	50000	17946	48%	-	
苏州金龙	40000	16443	55%	-	
厦门金旅	22000	16792	102%	-	
中通客车	10000	7405	99%	20000	2012 年
河南少林	20000	6969	46%	-	
江淮客车	7000	4492	86%	-	
安凯客车	8500	3549	56%	6000	2014 年
黄海客车	14000	2881	27%	-	

数据来源：中客网，东方证券研究所

3.2、大中型客车行业双寡头的市场格局不断强化

随着消费者对客车安全性、舒适性要求的不断提升，客车行业的品牌效应逐步凸显。以宇通、三家金龙为首的行业龙头，在产品、营销和售后服务等方面的竞争力不断增强，市场份额不断向宇通与三家金龙集中，大中型客车行业双寡头垄断的格局正在形成。所以，宇通公司、三家金龙公司已经具备了行业定价权，这两家龙头企业的价格策略基本上决定了行业产品的价格走势。随着这两家龙头公司的产销规模不断扩大，规模效应不断凸显，产品开发能力不断提高。在产品成本和新产品开发方面，行业内其他企业越来越难和这两家企业竞争，只能不断走向没落，最终退出客车市场，双寡头的份额将不断提高，定价能力有进一步提升的空间。

图 16 宇通和金龙旗下三家公司的市场份额的变化趋势

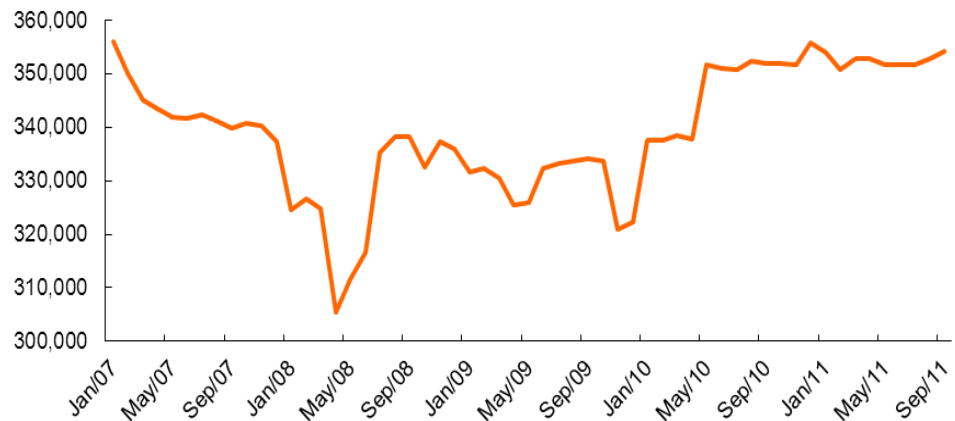


数据来源：中客网，东方证券研究所

3.3、技术升级推动产品售价不断走高

近些年来，由于动车组的开通，公路与铁路之间的竞争趋于激烈，铁路客运舒适性、安全性、经济性不断提高，客观上也带动了公路客运车辆各项性能的提升。公路客运用大中客产品的舒适性、安全性、燃油经济性在不断改进、轻量化车身、航空级座椅等产品技术和配置在大中型客车上不断得到应用，推动大中型客车产品的价格逐年提高。

图 17 大型客车产品销售均价的变化趋势（元/辆）

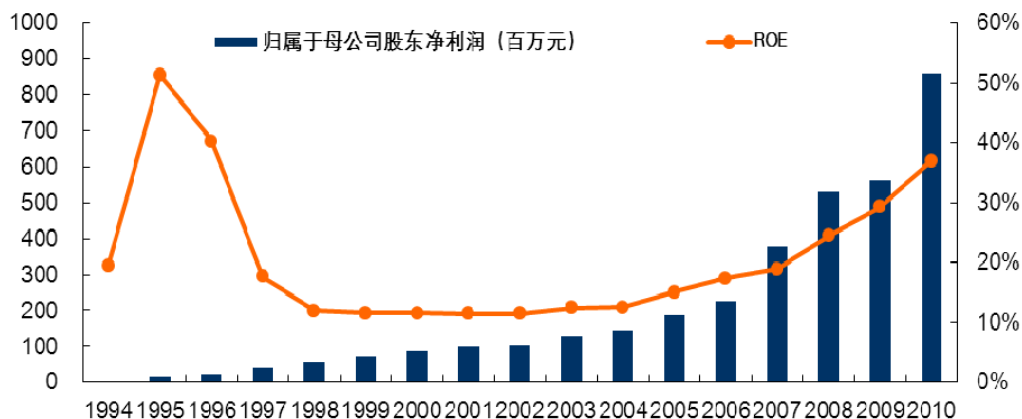


数据来源：CEIC，东方证券研究所

4、宇通客车，进入估值和盈利同步提升阶段

4.1、综合竞争力强、盈利水平持续稳定增长

宇通客车 1993 年成立，1997 年上市，从 1994 年的盈利 255 万元到 2010 年的盈利 8.6 亿元，16 年复合增长率高达 43.9%，也是汽车行业唯一一家盈利水平连续 16 年正增长的企业。这 16 年中，大中客行业也曾出现过周期性波动，而宇通客车能够取得如此傲人的业绩，正是其强大的综合竞争力的表现。公司的强大的竞争力和卓越的盈利能力来源于：1) 公司拥有非常优秀的管理团队；2) 产品开发能力强，制造工艺先进，产品质量过硬；3) 坚持直销的销售模式，对市场的掌控能力非常强；4) 规模优势和行业龙头的定价权。

图 18 1994-2010 年公司归属股东的净利润变与 ROE 指标变化


数据来源：公司财报，东方证券研究所

4.2、公司非常重视股东回报，分红优厚

公司历来重视股东回报，多年来坚持高分红率的政策。1997-2010 年，公司的平均分红率高达 69%；在过去的五个财年，除了 2010 年因有融资需求分红率较低外，其他年度分红率均在 55% 以上，高居汽车行业上市公司之首。

表 2 公司过去 5 年来的 EPS、利润分配方案与分红率

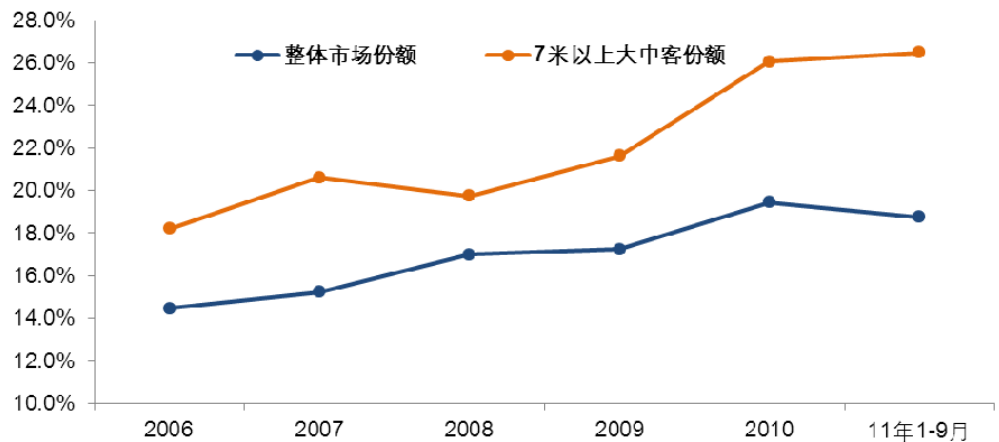
	2006	2007	2008	2009	2010
EPS (元/股)	0.57	0.94	1.02	1.08	1.65
分红方案	10 派 5	10 派 7、 转增 3	10 派 6	10 派 10	10 派 3
分红率	88.4%	74.3%	58.7%	92.3%	18.1%

数据来源：公司报告，东方证券研究所

4.3、产能问题解决，将充分受益于大中客行业新一轮增长

4.3.1、受产能问题困扰，今年整体市场份额有所下滑

过去几年，宇通客车无论是整体市场份额、还是在 7 米以上长度的大中客产品市场份额均呈稳中攀升的态势。但公司设计产能仅为 3 万台，2010 年产品销量已达到 4.1 万台，产能问题日趋严重，特别是 2011 年以来，大中客行业依旧保持快速增长，前 3 季度实现 14% 的同比增长，而宇通客车由于产能紧张，不得不对订单进行结构性的调整，舍弃了部分中轻型产品，导致公司整体市场份额有所下滑。产能问题已经成为公司当前面临的最大的发展瓶颈。

图 19 宇通客车产品整体市场份额与 7 米以上产品的市场份额


数据来源：中客网 东方证券研究所

4.3.2、产能问题解决，将受益于大中客行业新一轮行业景气周期

2012 年，公司 5000 台的专用车产能投入使用，通过不断的技术改造，预计可将 2012 年前 9 个月最大单月产能提升到 5000 台，2012 年 10 月开始，配股项目的 1 万台产能投入使用，预计 2012 年 4 季度的单月产能有望超过 6000 台，2012 年的极限产能可达 65000 台；2013 年，配股项目产能将充分发挥作用，未来三年产能紧张的问题将大为缓解，使公司有能力在专业校车市场爆发式增长和公交车市场快速增长驱动下的新一轮的行业景气周期中大有作为。

4.4、公司已经为中国专业校车市场的启动做好产品线储备

宇通公司早在 2007 年 3 月就推出了自己的首款校车产品“阳光巴士”，2009 年 5 月，参照美国校车标准研发设计的专业校车参展在广东佛山举办的首届教博会。该款专业校车产品不仅符合《专用小学生校车安全技术条件》，而且结合中国的国情，广泛吸收、借鉴了美国校车产品的设计、制造经验，产品的安全性大大提高。

图 20 宇通客车设计、制造的专业校车

数据来源：宇通公司网站

4.5、公司估值与投资建议

我们研究认为,市场目前给予公司的估值水平并没有考虑到专业校车市场即将爆发式增长和公交车市场快速增长为公司带来的盈利再次迅速增长的可能性。我们预测公司 2011-2013 年每股收益分别为 2.09 元、2.82 元、3.60 元;若考虑 10 配 3 的配股因素,每股收益分别为 1.61 元、2.17 元与 2.77 元,相应的动态市盈率分别为 13.83 倍、10.26 倍和 8.04 倍,2011~2013 三年盈利复合增长率为 30%。考虑到未来三年公司盈利继续高增长的可能性,我们认为公司的估值水平有进一步提升的空间。

考虑到大中型客车行业的市场竞争格局,行业发展趋势,公司的行业龙头的地位以及未来三年盈利再次高增长的可能性,我们认为给予公司 2012 年 15 倍的估值水平是合理的,相应的目标价为 32.55 元(考虑配股因素),目前股价为 22.26 元,配股后将下降(假设配股价为 14.50 元,按照目前的股价计算配股除权后的价格为 20.47 元),股价上升空间较大,继续维持对公司的买入评级。

5、风险因素

- 1)、宏观经济景气程度大幅下降,公路客运市场需求进一步低迷
- 2)、公司产能建设进度低于预期
- 3)、专业校车市场启动速度低于预期

附录：2010 年以来国内的重大校车安全事故汇总

- 1、2011 年 11 月 16 日，甘肃庆阳榆林子镇，一辆额定载客 9 人，实载 64 人的面包车在接送孩子上幼儿园时与一辆卡车相撞，导致 19 名幼儿、2 名成人遇难，18 人重伤，26 人轻伤。
- 2、2011 年 10 月 11 日，陕西省铜川市新区野狐坡村，一辆运送苹果的货车失去控制，将一辆接送学生的微型面包车撞飞，事故造成 1 人死亡，5 人重伤，8 人轻伤。
- 3、2011 年 9 月 26 日，山西省介休市灵石县冷泉村一辆接送学生的微型面包车与一辆大货车相撞。导致 7 名初中生死亡、2 人重伤、3 人轻伤。
- 4、2011 年 9 月 13 日，荆州市两名年龄不到 4 岁的幼儿，被幼儿园校车接到幼儿园门口后，竟被司机和接车老师遗忘在校车上。当日，荆州市的气温高达 31℃。在校车内闷了 8 个小时后，两名幼儿的遗体才被发现。
- 5、2011 年 8 月 29 日，海南省三亚市一名 3 岁男童早上 7 时许乘接送车抵达幼儿园后，因睡着而未被司机、老师清点到，以致被遗忘在校车内 9 小时。直到下午 4 时 30 分左右被发现时，男童已经停止呼吸。
- 6、2011 年 7 月 20 日 7 时 10 分，大连市开金州新区金石滩凉水湾路段，一辆载着 17 个孩子的轻型封闭货车与迎面而来的奔驰车相撞，车上的 17 个孩子均不同程度受伤。此车是幼儿园园长为了接送孩子而雇来的“黑校车”。
- 7、2011 年 4 月 14 日 19 时，新疆维吾尔自治区化肥厂厂区外 1 公里处，1 辆搭载着 6 名学生、1 名教师、1 名学龄前女童的微型面包车，在由南向北驶往 312 国道途中突然滑出公路，多次翻滚后造成驾驶员和车内的两人当场身亡，并有 6 人不同程度受伤。
- 8、2011 年 3 月，在北京门头沟地区，一辆核定载客 49 人的客车，载着 81 名幼儿园师生，以 98 公里的时速撞上路边的施工围挡，造成一名男童死亡。此客车系某汽车租赁公司所有，而 34 岁的肇事司机竟有 10 年的吸毒史。
- 9、2010 年 12 月 27 日，湖南衡南县松江镇东塘村一辆严重超载 20 名小学生的三轮摩托车冲到桥下，造成 14 名学生死亡、6 名学生重伤。
- 10、2010 年 7 月，湖北潜江市老新镇一辆塞满 23 名小学生的面包车与一辆卡车迎面相撞，致 10 多名学生及司机受伤，其中 3 名学生伤势较重。该面包车核载 7 人，是一辆新车，司机周某没有办理校车的相关手续。
- 11、2010 年 6 月 24 日，辽宁锦州市黑山县胡家镇东岔村，一辆由学生家长包租的校车被撞，造成司机和两名儿童死亡，另有七名儿童受伤。
- 12、2010 年 5 月 21 日 10 时许，甘肃境内连霍高速公路柳忠段东岗收费站一公里处发生一起车辆连环相撞事故，其中一辆车为某小学校车。该事故导致包括 5 名学生及 1 名司机在内的 8 人不幸身亡，另有 3 名学生受伤。

13、2010 年 5 月 19 日上午，广东省潮州市潮安县磷溪镇一名 4 岁小女孩被村内一家幼儿园的园长接到幼儿园后，被“遗忘”在车内 6 个小时，后经法医鉴定为窒息死亡。经查，这家幼儿园用的是私家车接送孩子，是一家无证幼儿园。

14、2010 年 4 月 6 日，广东省汕头市某技工学校校车与一辆散装水泥罐车和一小轿车发生连环碰撞，造成 10 人死亡，28 人受伤（其中 14 人重伤）的惨剧。

15、2010 年 2 月 26 日下午，江苏省如皋市郭园镇发生一起惨剧，7 座的校车内竟被塞进了 26 个孩子。上车 10 分钟后，4 岁女孩吴忆罗因车厢内拥挤发生呼吸困难，最终不治身亡。

附表：财务报表预测与比率分析

利润表					现金流量表				
(百万元人民币)					(百万元人民币)				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	13,479	15,828	19,750	24,472	经营活动现金流	1,318	1,741	1,744	2,597
营业成本	11,142	13,023	16,146	19,938	税后利润	860	1,084	1,467	1,873
营业税金及附加	42	60	68	85	经常性非现金支出	263	311	423	531
销售费用	721	862	1,071	1,327	非经常性现金支出	(42)	(14)	(19)	(19)
管理费用	523	653	809	1,002	营运资金变动	239	358	(127)	212
财务费用	17	8	7	8	少数股东损益	(3)	2	0	0
资产减值损失	40	25	33	39	投资活动现金流	(603)	(1,427)	(1,565)	(359)
总投资收益	12	16	21	21	资本开支	(924)	(1,443)	(1,585)	(380)
营业利润	1,005	1,213	1,635	2,093	投资与投资收益	321	16	21	21
营业外净收入	(31)	21	31	36	筹资活动现金流	(645)	(175)	(278)	(435)
利润总额	974	1,234	1,666	2,129	贷款增加	13	0	0	0
所得税	117	148	200	255	支付股利利息	(530)	(164)	(267)	(424)
净利润	857	1,086	1,467	1,873	其他融资	(128)	(11)	(11)	(11)
少数股东损益	(3)	2	0	0	现金净流量	73	139	(98)	1,803
归属母公司净利润	860	1,084	1,467	1,873	现金期初余额	561	634	774	675
EPS (元/股)	1.65	2.09	2.82	3.60	现金期末余额	634	774	675	2,478

资产负债表					比率分析				
(百万元人民币)									
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产合计	4,628	4,905	5,681	8,295	增长能力				
货币资金	918	1,057	959	2,761	营收增长率(%)	53.48%	17.43%	24.78%	23.91%
应收账款及票据	1,768	2,116	2,748	3,411	EBITDA 增长率(%)	47.49%	24.48%	35.01%	27.91%
存货	1,225	1,211	1,814	1,923	EBIT 增长率(%)	61.04%	20.96%	34.41%	28.29%
交易性金融资产	0	0	0	0	净利润增长率(%)	52.56%	26.15%	35.23%	27.74%
非流动资产合计	2,169	3,331	4,531	4,425	盈利能力				
长期投资	83	83	83	83	毛利率(%)	17.33%	17.72%	18.25%	18.53%
固定资产	1,104	1,551	2,165	2,415	净利率(%)	6.36%	6.86%	7.43%	7.66%
在建工程	42	621	835	418	EBITDA 利润率(%)	8.83%	9.36%	10.12%	10.45%
可供出售金融资产	539	539	539	539	ROA(%)	13.93%	14.45%	15.90%	16.34%
无形资产	221	403	774	835	ROE(%)	37.0%	36.8%	36.5%	35.0%
开发支出	0	0	0	0	ROIC(%)	42.3%	36.6%	34.8%	32.9%
资产总计	6,797	8,237	10,212	12,719	偿债能力				
流动负债合计	4,018	4,523	5,292	6,342	资产负债率(%)	63.4%	58.5%	54.7%	52.2%
循环借款	0	0	0	0	流动比率(倍)	1.15	1.08	1.07	1.31
应付账款及票据	3,027	3,516	4,036	4,785	速动比率(倍)	0.85	0.82	0.73	1.00
预收账款	299	317	395	489	营运能力				
其他应付款	228	260	323	399	总资产周转率	2.19	2.11	2.14	2.13
非流动负债合计	293	298	298	298	应收账款周转率	3.98	3.97	3.97	3.89
长期贷款	15	19	19	19	存货周转率	11.23	10.69	10.67	10.67
应付债券	0	0	0	0	应付账款周转率	4.07	3.98	4.28	4.52
负债合计	4,311	4,821	5,590	6,639	价值评估				
股本	520	520	520	520	P/B(倍)	4.40	3.21	2.37	1.80
资本公积	433	433	433	433	P/E(倍)	12.72	10.08	7.46	5.84
未分配利润	1,124	1,944	3,004	4,274	EV/收入(倍)	0.74	0.67	0.54	0.36
股东权益合计	2,486	3,416	4,622	6,080	EV/EBITDA(倍)	8.43	7.11	5.32	3.45
负债和股东权益	6,797	8,237	10,212	12,719	EV/EBIT(倍)	10.09	8.76	6.58	4.26

资料来源：公司财务报告，东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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