

宇通客车 (600066.SH) 客车行业

评级：买入 维持评级

公司点评

张锦
联系人
(8621)61038231
zhangjin@gjzq.com.cn董亚光
分析师 SAC 执业编号：S1130206110212

业绩同比增长，客车防御性特点凸显投资价值

事件

宇通客车于 2010 年 7 月 8 日发布公告：经公司财务中心初步测算，预计 2010 年 1-6 月归属于母公司所有者的净利润与上年同期相比增长 50%以上，据此计算我们预计 2010 年上半年公司 EPS 将在 0.555 元以上。

评论

公司业绩预增符合我们的预期：公司自 2010 年初以来产销状况一直维持在较好的水平，1-6 月客车销量累计同比增长 49.49%。客车作为一个以周期性更新为主要需求来源的行业，在经历了过去 2 年的低迷后，今年有望获得一个较为显著地同比增长；而就以宇通公司本身而言，2010 年也是公司在研发、生产、销售上同竞争对手拉开差距的一年。我们预计 2010 年大中型客车全行业同比增幅将在 10%-15%之间，而宇通公司客车销量有望达到 35000 辆，同比增长 24%以上。

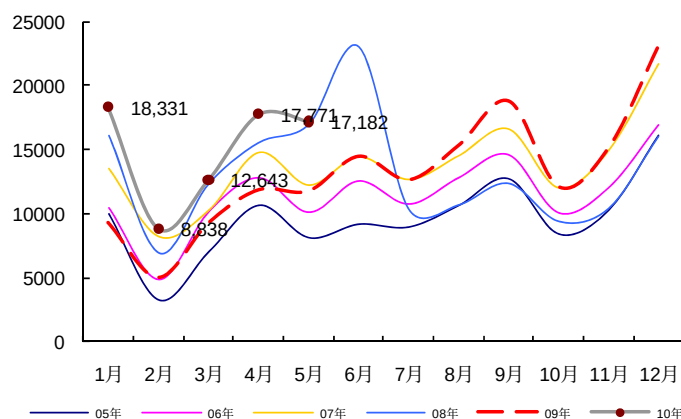
客车行业“防御性”特点凸显公司投资价值：2010 年上半年汽车各子行业均处在很高的景气水平上，但客车子行业“防御性”的特点使其高景气度更具含金量：客车销量的驱动因素包括居民出行量、地方政府支出、客运企业车辆更新周期等，与宏观经济关联相对汽车其他子行业较低，而客车企业轻资产的特性也决定其业绩波动性相对较低。此外，宇通公司本身经营稳健、现金管理能力强、分红比例高（按目前的股价水平计算，股息率达 6.27%）等特点也使其在目前的市场环境下更具投资价值。

投资建议

我们维持对宇通客车 2010-2012 年 EPS1.291、1.486 和 1.703 元的预测，维持“买入”评级。出口与新能源客车则是公司潜在的超预期因素。

图表1：国内客车销量月度变化

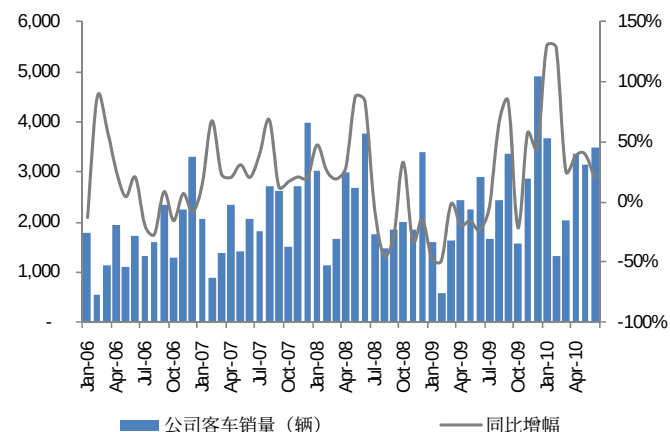
单位：辆



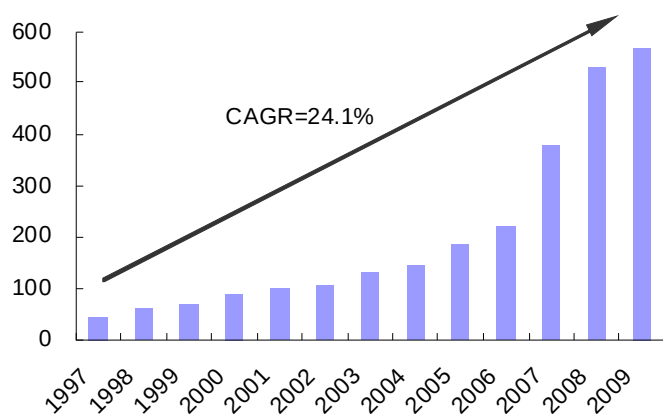
来源：中客网，公司公告，国金证券研究所

图表2：宇通公司客车销量月度变化

单位：辆

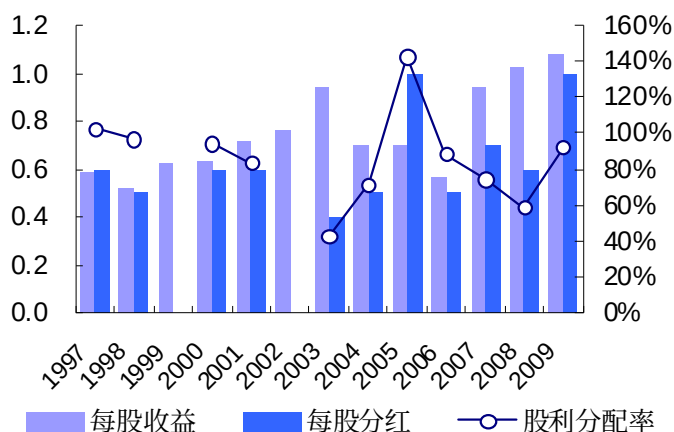


图表3：公司连续12年取得业绩同比正增长（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：公司一贯坚持较高的分红政策（元）



图表5：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	7,881	8,336	8,782	10,925	12,529	14,208
增长率		5.8%	5.4%	24.4%	14.7%	13.4%
主营业务成本	-6,423	-7,024	-7,259	-9,064	-10,382	-11,760
% 销售收入	81.5%	84.3%	82.7%	83.0%	82.9%	82.8%
毛利	1,458	1,312	1,522	1,861	2,147	2,448
% 销售收入	18.5%	15.7%	17.3%	17.0%	17.1%	17.2%
营业税金及附加	-79	-30	-39	-49	-56	-64
% 销售收入	1.0%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-411	-405	-470	-568	-652	-739
% 销售收入	5.2%	4.9%	5.4%	5.2%	5.2%	5.2%
管理费用	-370	-410	-358	-481	-551	-625
% 销售收入	4.7%	4.9%	4.1%	4.4%	4.4%	4.4%
息税前利润 (EBIT)	598	466	655	763	888	1,020
% 销售收入	7.6%	5.6%	7.5%	7.0%	7.1%	7.2%
财务费用	-18	-21	-9	-11	-12	-14
% 销售收入	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-55	-152	-40	0	0	0
公允价值变动收益	15	-17	5	0	0	0
投资收益	49	353	32	33	35	36
% 税前利润	8.2%	56.0%	4.8%	4.2%	3.8%	3.5%
营业利润	590	630	643	786	910	1,043
% 营业收入	7.5%	7.6%	7.3%	7.2%	7.3%	7.3%
营业外收支	8	0	10	0	0	0
税前利润	598	630	654	786	910	1,043
% 营业收入	7.6%	7.6%	7.4%	7.2%	7.3%	7.3%
所得税	-162	-106	-86	-110	-132	-156
% 税前利润	27.1%	16.8%	13.2%	14.0%	14.5%	15.0%
净利润	436	524	567	676	778	886
少数股东损益	59	-7	4	5	5	1
归属于母公司的净利润	377	531	563	671	773	885
% 营业收入	4.8%	6.4%	6.4%	6.1%	6.2%	6.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	436	524	567	676	778	886
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	130	264	229	203	185	176
非经营收益	-44	-277	-40	-56	-34	-36
营运资金变动	64	457	-684	704	26	198
经营活动现金净流	586	968	72	1,527	955	1,225
资本开支	-233	-558	-245	-342	-155	-175
投资	-555	705	-161	-61	-65	-70
其他	-3	-32	22	33	35	36
投资活动现金净流	-792	115	-383	-370	-186	-209
股权募资	0	0	0	0	-318	0
债权募资	791	-761	1	-149	0	0
其他	-229	-333	-490	0	-364	-383
筹资活动现金净流	562	-1,094	-489	-149	-682	-383
现金净流量	356	-11	-800	1,007	87	634

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	1,263	1,360	717	1,724	1,811	2,445
应收款项	1,302	781	1,526	1,351	1,549	1,757
存货	1,504	636	758	993	1,138	1,289
其他流动资产	292	118	394	433	465	498
流动资产	4,362	2,895	3,395	4,501	4,963	5,989
% 总资产	55.2%	61.8%	61.6%	66.3%	68.3%	71.8%
长期投资	2,615	438	652	698	747	800
固定资产	734	1,019	1,073	1,293	1,279	1,292
% 总资产	9.3%	21.7%	19.5%	19.0%	17.6%	15.5%
无形资产	96	244	226	203	187	173
非流动资产	3,534	1,789	2,112	2,287	2,305	2,357
% 总资产	44.8%	38.2%	38.4%	33.7%	31.7%	28.2%
资产总计	7,896	4,685	5,507	6,788	7,268	8,346
短期借款	726	0	0	0	0	0
应付款项	3,447	2,710	2,769	3,596	4,119	4,666
其他流动负债	262	144	376	700	579	625
流动负债	4,436	2,854	3,145	4,296	4,699	5,291
长期贷款	160	5	6	6	6	6
其他长期负债	471	124	182	0	0	0
负债	5,067	2,984	3,334	4,302	4,704	5,297
普通股股东权益	2,658	1,679	2,168	2,475	2,548	3,032
少数股东权益	170	22	6	11	16	18
负债股东权益合计	7,896	4,685	5,507	6,788	7,268	8,346

比率分析

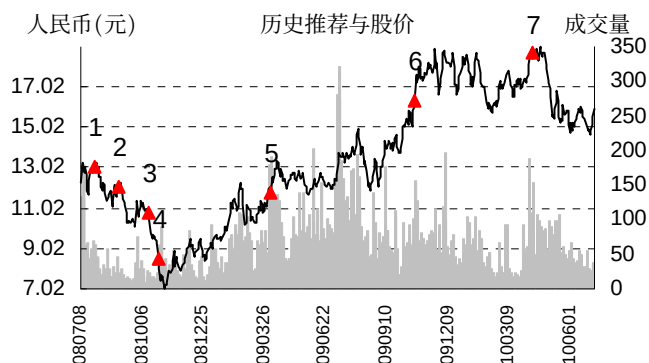
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.943	1.021	1.084	1.291	1.486	1.703
每股净资产	6.647	3.230	4.170	4.760	4.900	5.831
每股经营现金净流	1.465	1.863	0.139	2.937	1.837	2.356
每股股利	0.500	0.700	0.600	0.700	0.735	0.772
回报率						
净资产收益率	14.18%	31.63%	25.99%	27.11%	30.34%	29.20%
总资产收益率	4.77%	11.34%	10.23%	9.89%	10.63%	10.61%
投入资本收益率	10.62%	22.74%	25.69%	26.35%	29.54%	28.39%
增长率						
主营业务收入增长率	59.06%	5.77%	5.35%	24.41%	14.68%	13.40%
EBIT增长率	100.00%	-22.07%	40.45%	16.56%	16.29%	14.93%
净利润增长率	70.77%	40.87%	6.11%	19.08%	15.17%	14.55%
总资产增长率	119.33%	-40.67%	17.56%	23.24%	7.08%	14.82%
资产管理能力						
应收账款周转天数	31.5	34.5	31.0	31.5	31.5	31.5
存货周转天数	66.5	55.6	35.1	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	67.4	70.5	59.0	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	23.8	32.9	43.8	39.2	35.2	32.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.38%	-82.62%	-46.90%	-82.17%	-83.69%	-91.71%
EBIT利息保障倍数	33.2	22.5	76.9	72.0	73.0	74.0
资产负债率	64.18%	63.69%	60.53%	63.38%	64.72%	63.46%

来源：公司公告，国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2008-07-27	买入	13.06	N/A
2	2008-08-26	买入	12.12	N/A
3	2008-10-14	买入	10.78	N/A
4	2008-10-27	买入	8.54	N/A
5	2009-04-06	买入	11.80	N/A
6	2009-10-27	买入	16.31	22.00~22.00
7	2010-04-11	买入	18.74	26.00~26.00

来源：国金证券研究所


投资评级的说明：

强买：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 10%—20%；
 持有：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -10%—10%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 10%—20%；
 卖出：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室