

宇通客车 600066.SH

股价催化剂：高铁/铁路客运专线不断投入运营

事件：公司近日公布 2010 年中期业绩预增公告，预计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。我们预计 2010 年中期业绩为 0.65 元左右，同比增长 75.7%。

研究结论

- **公司产品销量的快速增长和销售结构的改善驱动业绩高速增长。**2010 年上半年，公司实现客车产品销售 16983 辆，同比增长 49.5%；产品销售结构上移，大中型客车车型的销量比重比 09 年同期提高 3 个百分点。我们认为这一趋势将在下半年得以延续。
- **铁路客运能力的提升并不是对公路客运的替代。**长期以来，中国铁路客运系统的建设严重滞后于国民经济的发展，铁路客运能力严重不足，公路客运不得不承担了客运大通道的职能。近年来，国家投入巨资进行铁路基础设施建设，铁路客运能力大幅度提升。市场普遍认为，铁路客运能力的提升，将大规模抢夺公路客运行业的客源，公路客运行业的景气程度将显著下降，从而对大中型客车产品的需求量显著下滑。我们认为，市场过于悲观，中国庞大的人口规模和过度分散的分布结构决定了中国的铁路无法单独完成对全社会的客运需求，铁路必须依靠公路来完成客流的聚集与疏散。
- **高速铁路/铁路客运专线的运行特点决定了公路服务于铁路大有可为。**高速铁路和铁路客运专线为保证运行效率，许多小站不再停车。这样，高铁和动车组不停的站点的所在地区的乘客要搭乘高铁或动车组，就必须搭乘公路客车到有高铁或动车组车站的地区。这为公路客运行业带来新增的客运需求。
- **铁路客运效率的提升提高人群的出行频次。**不同于航空客运，铁路客运能力的提升提高了社会上绝大部分人群的出行效率，理论上将带来社会人群出行频次的增加。由于中国的人口高度分散，人群不能只在铁路沿线活动，深入到更广大的地区，依然要靠公路来完成。人群出行频次的增加又为公路客运带来潜在的新增的客运需求。
- **高铁/铁路客运专线的票价高企将对价格敏感性客户形成挤出效应。**高速铁路/铁路客运专线建成后，将实现客货分离运输，这将显著增加铁路客运部门的折旧成本；高铁/铁路客运专线建设投入巨大，高铁/铁路客运专线运行效率高，乘坐舒适，票价较高是必然的。较高的票价将对原来乘坐铁路、对价格比较敏感的消费者形成挤出效应，这些消费者将重新选择公路客运工具出行。
- **投资评级。**预计公司 10 年、11 年分别实现每股收益 1.51 元、1.77 元，对应 10 年、11 年 PE 水平分别为 10.53 倍、9.00 倍；10 年、11 年 PB 水平分别为 3.34 倍、2.87 倍。由于目前行业平均估值水平约为 10 倍，公司作为业内客车龙头企业，给予 10 年 EPS15 倍市盈率，目标价 22.65 元，维持对公司买入的投资评级。
- **风险因素。**宏观经济景气程度低于预期，影响大中型客车产品的需求释放速度，海外大中型客车市场的景气复苏程度显著低于预期。

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。并请阅读报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

秦绪文

汽车行业高级分析师
8621-63325888 x 6097
qinxuwen@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860209090198

王 轶

汽车行业分析师
8621-63325888 x 6129
wangyi1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860109121343

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 7 月 7 日)	15.94 元
目标价格	22.65 元
总股本/A 股 (万股)	51989/51989
A 股市值 (百万元)	8287
国家/地区	中国
行业	汽车
报告日期	2010 年 7 月 7 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	(1.11)	(9.38)	28.71
相对表现 (%)	9.07	12.25	51.49

资料来源：WIND

财务预测

(百万元人民币)	2008	2009	2010E	2011E
主营业务收入	8,336	8,782	10,654	12,456
税前利润	105.73	86.31	107.91	126.17
归属母公司净利润	531	563	787	920
EBITDA	800	842	1,064	1,235
每股收益 (元)	1.02	1.08	1.51	1.77
净资产收益率	24.49%	29.30%	33.83%	34.28%
每股经营现金 (元)	1.85	0.14	2.11	2.65
市盈率 (X)	15.61	14.71	10.53	9.00
EV/EBITDA	4.09	11.14	6.47	5.03

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析

损益表 (百万元人民币)					现金流量表 (百万元人民币)				
会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E	会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入	8,336	8,782	10,654	12,456	经营活动现金流	964	73	1,097	1,378
营业成本	7,024	7,259	8,780	10,281	税后利润	531	563	787	920
主营业务税金及附加	30	39	43	50	经常性非现金支出	306	248	218	240
销售费用	405	470	562	623	非经常性非现金支出	(323)	(58)	(30)	(34)
管理费用	410	358	429	494	营运资金变动	457	(684)	118	247
财务费用	21	9	(7)	(4)	少数股东损益	(7)	4	4	5
资产减值损失	152	40	9	20	投资活动现金流	115	(383)	(99)	(193)
投资收益	353	32	19	23	资本开支	(558)	(245)	(215)	(215)
营业利润	630	643	869	1,027	投资与投资收益	673	(139)	116	22
非经常性损益	(0)	10	30	24	筹资活动现金流	(1,093)	(489)	(463)	(566)
税前利润	630	654	899	1,051	贷款增加	(761)	1	50	(50)
所得税	106	86	108	126	支付股利利息	(332)	(334)	(513)	(516)
净利润	524	567	791	925	其他融资	0	(155)	0	0
少数股东损益	(7)	4	4	5	现金净流量	(15)	(799)	535	619
归属母公司净利润	531	563	787	920	现金期初余额	1,263	1,360	561	1,096
EPS (元/股)	1.02	1.08	1.51	1.77	现金期末余额	1,360	561	1,096	1,716

资产负债表 (百万元人民币)					比率分析				
会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E	会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
流动资产合计	2,895	3,395	4,438	5,451	增长能力				
货币资金	1,360	717	1,252	1,871	营收增长率(%)	5.77%	5.35%	21.32%	16.92%
应收账款及票据	781	1,526	1,853	2,168	EBITDA 增长率(%)	17.81%	5.15%	26.38%	16.09%
存货	636	758	1,019	1,080	EBIT 增长率(%)	14.27%	-2.99%	30.49%	18.92%
交易性金融资产	50	309	209	209	净利润增长率(%)	20.25%	8.27%	39.45%	16.92%
非流动资产合计	1,789	2,112	2,163	2,154	盈利能力				
长期投资	133	83	83	83	毛利率(%)	15.74%	17.34%	17.59%	17.46%
固定资产	751	1,053	977	947	净利率(%)	6.29%	6.46%	7.43%	7.43%
在建工程	267	20	104	129	EBITDA 利润率(%)	9.60%	9.59%	9.99%	9.91%
可供出售金融资产	305	569	619	619	ROA(%)	8.33%	11.14%	13.07%	13.03%
无形资产	235	221	216	210	ROE(%)	24.5%	29.3%	33.8%	34.3%
开发支出	0	0	0	0	ROIC(%)	12.57%	45.21%	43.99%	43.24%
资产总计	4,685	5,507	6,601	7,605	偿债能力				
流动负债合计	2,854	3,068	3,791	4,439	资产负债率(%)	63.7%	60.5%	62.2%	61.9%
循环借款	0	0	0	0	流动比率(倍)	1.01	1.11	1.17	1.23
应付账款及票据	2,431	2,443	3,117	3,650	速动比率(倍)	0.79	0.86	0.90	0.98
预收账款	70	132	160	187	营运能力				
其他应付款	210	194	263	308	总资产周转率	1.33	1.72	1.76	1.75
非流动负债合计	130	265	315	265	应收账款周转率	3.84	3.66	3.06	3.01
长期贷款	5	6	56	6	存货周转率	6.56	10.41	9.88	9.80
应付债券	0	0	0	0	应付账款周转率	2.73	2.98	3.16	3.04
负债合计	2,984	3,334	4,106	4,704	价值评估				
股本	520	520	520	520	P/B(倍)	4.9	3.8	3.3	2.9
资本公积	222	459	509	509	P/E(倍)	15.6	14.7	10.5	9.0
未分配利润	677	871	1,060	1,368	EV/收入(倍)	0.39	1.07	0.65	0.50
股东权益合计	1,701	2,174	2,495	2,901	EV/EBITDA(倍)	4.09	11.14	6.47	5.03
负债和股东权益	4,685	5,507	6,601	7,605	EV/EBIT(倍)	4.87	14.36	8.08	6.14

资料来源：东方证券研究所

附图：宇通客车近期资金流向



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，未给予投资评级等相关信息。

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