

9月销量大幅超预期

宇通客车公布 2010 年 9 月销售数据: 9 月公司共销售客车 4672 辆, 其中大型客车 2083 辆, 中型客车 2223 辆、轻型客车 366 辆, 9 月总销量同比增长 38.4%, 环比增长 33.3%; 2010 年 1-9 月, 公司累计共销售客车 28179 辆, 同比增长高达 49.6%。公司 9 月客车销量大幅超过市场预期。

研究结论

- **9 月销量大幅超过市场预期, 预计全年实现高增长。**9 月公司共销售客车 4672 辆, 仅次于 2009 年 12 月的历史单月最高销量 4899 辆, 大幅超过市场预期。由于每年 4 季度是大中客行业的传统销售旺季, 根据历史数据, 宇通客车 2005-2009 年 4 季度销量环比 3 季度的销量增速在 14.2%-42.4%之间, 平均值为 26.6%, 我们判断公司 2010 年第 4 季度环比增速超过 20%的概率非常大。预计全年公司客车销量可达到 4.2 万辆, 同比增长 49.2%。
- **大中客行业进入新一轮景气周期, 维持看好评级。**一方面, 我们认为未来大中客市场的成长性依然具有吸引力: 1) 人口高度分散、较高的公路密度和较低的铁路密度决定了中国的陆路客运始终无法摆脱对公路的依赖; 2) 高铁时代的铁路客运对公路客运具有正面促进作用, 短期看是因为高铁性价比比较差, 对价格敏感的消费者回流公路客运, 长期看, 高铁客运的性价比将必然提高, 带动全社会出行频次增加, 为公路客运创造更多的需求, 公路客运景气程度的再次提升将产生旺盛的客车产品需求; 3) 铁路客运和公路客运的重新定位驱动公路客运行业的装备换代升级, 为大中客制造业带来新增的高端需求; 4) 公交车节能减排、城市化进程不断推进将产生大量的城市公交车更新换代和新增需求; 5) 海外市场需求快速复苏。另一方面, 铁路客运的舒适性、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与配置的提升, 产品价格逐年提高, 为大中客制造企业提高盈利水平注入强劲动力。我们维持对大中客行业的看好评级。
- **上调宇通客车 2010-2011 年盈利预测。**在大中客行业景气程度上升的背景下, 宇通客车产品的竞争优势将使其能充分受益于行业下游需求的旺盛与产品销售结构的上移。我们认为, 由于公司的产能瓶颈在 2011 年底前一直存在, 在下游需求旺盛的情况下, 公司具有较强的议价能力, 并将选择盈利能力较高的订单进行生产, 预计 2010-2011 年公司盈利能力将有明显提升。我们上调公司 2010、2011 年盈利预测, 预计 2010、2011 年分别实现每股收益 1.79 元、2.25 元。
- **投资评级。**我们维持对大中客行业的看好评级, 宇通客车作为行业龙头, 产品竞争优势明显, 销售网络控制能力强。目前股价对应 2011 年市盈率仅 9.5 倍。给予 2011 年 15 倍市盈率, 目标价 33.75 元, 维持买入评级。
- **风险因素。**1) 宏观经济景气程度下滑, 客运市场需求低迷; 2) 海外市场需求景气程度再次大幅下降; 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。并阅读本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

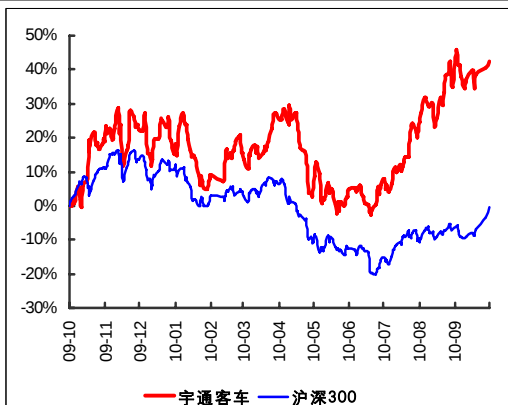
wangyi1@orientsec.com.cn

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 10 月 11 日)	21.51 元
目标价格	33.75 元
总股本/A 股 (万股)	51989/51989
A 股市值 (百万元)	11183
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告日期	2010 年 10 月 12 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-2.0	32.1	42.5
相对表现 (%)	-7.8	15.1	43.1

资料来源: WIND

财务预测

(百万元人民币)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	8,782	13,672	15,876	18,539
利润总额	86	139	175	201
归属母公司净利润	563	930	1,171	1,342
EBITDA	842	1,263	1,541	1,761
每股收益(元)	1.08	1.79	2.25	2.58
净资产收益率	29.3%	39.6%	43.4%	44.5%
每股经营现金流(元)	0.14	2.50	4.22	2.30
市盈率(X)	19.8	12.0	9.5	8.3
EV/EBITDA	11.1	7.7	5.8	5.1

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

利润表					现金流量表				
(百万元人民币)					(百万元人民币)				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	8,782	13,672	15,876	18,539	经营活动现金流	73	1,301	2,194	1,196
营业成本	7,259	11,304	13,039	15,245	税后利润	563	930	1,171	1,342
营业税金及附加	39	46	56	65	经常性非现金支出	248	281	287	329
销售费用	470	662	765	890	非经常性现金支出	(58)	(7)	(31)	(31)
管理费用	358	558	667	778	营运资金变动	(684)	97	764	(445)
财务费用	9	17	11	11	少数股东损益	4	1	2	2
资产减值损失	40	48	48	63	投资活动现金流	(383)	(73)	(546)	(123)
总投资收益	32	13	22	22	资本开支	(245)	(265)	(565)	(242)
营业利润	643	1,044	1,323	1,518	投资与投资收益	(139)	193	19	119
非经常性损益	10	26	26	26	筹资活动现金流	(489)	(487)	(893)	(1,051)
利润总额	654	1,070	1,349	1,544	贷款增加	1	50	(50)	0
所得税	86	139	175	201	支付股利利息	(334)	(537)	(843)	(1,051)
净利润	567	931	1,173	1,344	其他融资	(155)	0	0	0
少数股东损益	4	1	2	2	现金净流量	(799)	742	755	22
归属母公司净利润	563	930	1,171	1,342	现金期初余额	1,360	561	1,303	2,058
EPS (元/股)	1.08	1.79	2.25	2.58	现金期末余额	561	1,303	2,058	2,080

资产负债表					比率分析				
(百万元人民币)									
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产合计	3,395	5,612	6,325	7,592	增长能力				
货币资金	717	1,459	2,214	2,235	营收增长率(%)	5.35%	55.69%	16.12%	16.77%
应收账款及票据	1,526	2,372	2,737	3,179	EBITDA 增长率(%)	5.15%	50.10%	21.98%	14.30%
存货	758	1,537	1,109	1,985	EBIT 增长率(%)	-2.99%	61.13%	25.05%	14.78%
交易性金融资产	309	109	109	9	净利润增长率(%)	8.27%	63.98%	26.10%	14.51%
非流动资产合计	2,112	2,114	2,450	2,439	盈利能力				
长期投资	83	83	83	83	毛利率(%)	17.34%	17.32%	17.87%	17.77%
固定资产	1,053	970	1,017	1,104	净利率(%)	6.46%	6.81%	7.39%	7.25%
在建工程	20	160	455	363	EBITDA 利润率(%)	9.59%	9.24%	9.71%	9.50%
可供出售金融资产	569	519	519	519	ROA(%)	11.14%	14.06%	14.22%	14.29%
无形资产	221	216	210	205	ROE(%)	29.3%	39.6%	43.4%	44.5%
开发支出	0	0	0	0	ROIC(%)	45.21%	46.85%	51.05%	49.66%
资产总计	5,507	7,726	8,776	10,030	偿债能力				
流动负债合计	3,068	4,876	5,634	6,585	资产负债率(%)	60.5%	67.2%	67.2%	68.3%
循环借款	0	0	0	0	流动比率(倍)	1.11	1.15	1.12	1.15
应付账款及票据	2,443	4,013	4,629	5,412	速动比率(倍)	0.86	0.84	0.93	0.85
预收账款	132	205	238	278	营运能力				
其他应付款	194	339	391	457	总资产周转率	1.72	2.07	1.92	1.97
非流动负债合计	265	315	265	265	应收账款周转率	3.66	3.40	3.00	3.01
长期贷款	6	56	6	6	存货周转率	10.41	9.85	9.86	9.85
应付债券	0	0	0	0	应付账款周转率	2.98	3.50	3.02	3.04
负债合计	3,334	5,191	5,900	6,850	价值评估				
股本	520	520	520	520	P/B(倍)	5.2	4.4	3.9	3.5
资本公积	459	409	409	409	P/E(倍)	19.8	12.0	9.5	8.3
未分配利润	871	1,188	1,411	1,578	EV/收入(倍)	1.07	0.71	0.56	0.48
股东权益合计	2,174	2,534	2,876	3,180	EV/EBITDA(倍)	11.14	7.65	5.75	5.08
负债和股东权益	5,507	7,726	8,776	10,030	EV/EBIT(倍)	14.36	9.20	6.74	5.93

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