



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2010年1月6日

汽车及零部件

研究部

陈鹏扬

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080210090002

chenpy@cicc.com.cn

张涵一

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080208120091

zhanghy2@cicc.com.cn

郑栋 CFA

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080208030081

zhengd@cicc.com.cn

推荐

宇通客车 (600066.CH)

销量业绩稳定增长, 校车市场打开成长空间

主要财务信息

(人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	7,881	8,336	8,782	13,116	15,348	18,106
(+/-)	59%	6%	5%	49%	17%	18%
主营业务利润	1,379	1,282	1,483	2,216	2,587	3,027
(+/-)	58%	-7%	16%	49%	17%	17%
净利润	377	531	563	842	1,065	1,237
(+/-)	71%	41%	6%	49%	27%	16%
每股盈利 (元)	0.73	1.02	1.08	1.62	2.05	2.38
(+/-)	71%	41%	6%	49%	27%	16%
市盈率	28.5	20.2	19.0	12.7	10.1	8.7
市净率	4.0	6.4	4.9	4.6	4.3	3.9
EV/EBITDA	15.4	16.1	12.0	7.5	6.0	4.8
净资产收益率	14.2%	31.6%	26.0%	36.4%	42.6%	45.5%
ROCE	15.5%	20.1%	26.4%	32.8%	37.6%	39.4%
现金分红收益率	3.4%	2.9%	4.8%	6.5%	8.2%	9.5%
每股经营现金流 (元)	1.1	1.9	0.1	3.5	2.8	3.3
股价/经营现金	18.2	11.1	147.0	5.9	7.4	6.3

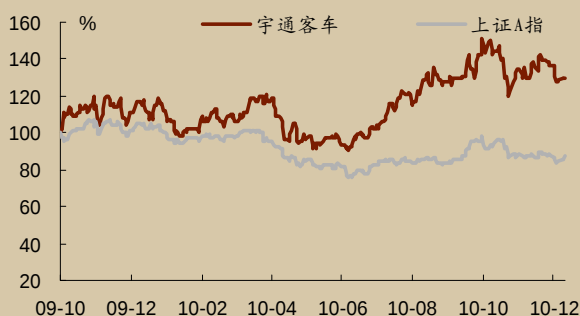
股票信息

	A股
当前股价	人民币20.63
股票代码	600066.CH
日成交量 (百万股)	0.5
52周最高价/最低价	人民币24.68/14.41
发行股数 (百万股)	520
其中: 流通股 (百万股)	428
总市值 (百万元)	12743
主要股东 (持股比例)	郑州宇通集团有限公司 (32.9%)

最近估值走势

	上周	1个月	3个月	年初至今
[600066.CH]	-6.53	-1.48	-1.29	-1.90
[A股指数]	+3.85	-0.14	+6.88	+2.85
[中金汽车指数]	+4.66	-12.66	+9.94	+4.11

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

公司近况:

公司公告 12 月汽车销售 5626 台, 同比和环比分别增 15%和 25%; 全年销售 4.17 万辆, 同比增长 46%。

评论:

4 季度旺销好于预期。4 季度, 公司客车合计销售 1.30 万辆, 同比和环比分别增长 39%和 16%; 其中大中客合计销售 1.21 万辆, 同比和环比分别增长 45%和 17%。

2011 年产能压力较大, 利润率维持高位。公司今年 4.12 万的销量基本靠加班加点完成, 新建产能要到 2012 年上半年才能投产, 2011 年公司产能将依旧处于偏紧状态, 预计全年实现销量 4.7 万辆, 同比增长 15%; 产能利用率提升预计将带来盈利能力小幅提升。

大城市治堵推升客车需求, 校车市场打开成长空间。在北京出台治堵政策之后, 国内主要城市对公共交通支持力度将加大, 有利于大中客需求提升。同时, 校车市场在一线城市有望率先打开, 公司在校车市场耕耘多年, 凭借专业化产品及品质优势, 有望占据较大市场份额, 提供新的增长点。

2011 年客运专线集中投放, 但负面影响预计小于预期。尽管 2011 年客运专线会集中投放, 但从沪宁及武广线运营来看, 其首先将挤压所在线路动车组及普快车次, 然后更多是对航空客运产生替代; 由于票价相对较高, 对公路客运替代效应相对较小。这其中, 我们判断对公路客运影响较大的仅为类似湖北省内的此前没有动车组、后面新建的如武汉—宜昌等线路的客运专线。

估值与建议:

基于公司销量好于预期, 我们上调公司 2010 年和 2011 年盈利预测至每股 1.62 元和 2.05 元, 上调幅度分别为 1%和 10%。目前股价对应公司 2010/2011 年 PE 分别 13 倍和 10 倍, 估值处于行业中低端。考虑到公司作为大中客龙头行业地位较强, 销量及盈利增长稳健, 且后续校车及专用车市场空间打开有望进一步打开公司成长空间, 我们维持对公司推荐投资评级。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 季度盈利分析

	季度数据								前三季度数据			
利润表 (百万元)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	QoQ	YoY	1-3Q09	1-3Q10	YoY
主营业务收入	1,322	2,225	2,285	2,949	2,357	3,168	3,607	14%	58%	5,833	9,132	57%
主营业务成本	1,083	1,880	1,895	2,401	1,948	2,637	2,980	13%	57%	4,859	7,565	56%
主营业务利润	230	336	380	537	401	523	615	18%	62%	946	1,538	63%
销售费用	71	99	112	188	144	115	188	63%	68%	282	447	58%
管理费用	94	90	97	77	101	124	150	22%	55%	281	375	34%
EBIT	61	141	166	247	158	257	258	0%	55%	368	673	83%
财务费用	2	0	4	3	7	5	-1	n.m.	n.m.	6	12	117%
营业利润	59	141	162	244	151	252	258	2%	59%	362	661	82%
投资收益	-0	16	5	10	3	3	4	7%	-32%	21	10	-55%
税前利润	62	161	171	260	159	257	214	-17%	25%	394	630	60%
净利润	55	137	145	226	141	221	184	-16.4%	27.0%	337	546	62%
每股收益 (元)	0.11	0.26	0.28	0.43	0.27	0.42	0.35	-16%	27%	0.65	1.05	62%
主要比率												
毛利率	18.1%	15.5%	17.1%	18.6%	17.4%	16.8%	17.4%	0.6%	0.3%	16.7%	17.2%	0.5%
营业利润率	4.5%	6.3%	7.1%	8.3%	6.4%	8.0%	7.2%	-0.8%	0.1%	6.2%	7.2%	1.0%
净利润率	4.2%	6.2%	6.3%	7.7%	6.0%	7.0%	5.1%	-1.9%	-1.2%	5.8%	6.0%	0.2%
销售费用率	5.4%	4.5%	4.9%	6.4%	6.1%	3.6%	5.2%	1.6%	0.3%	4.8%	4.9%	0.1%
管理费用率	7.1%	4.0%	4.2%	2.6%	4.3%	3.9%	4.2%	0.3%	-0.1%	4.8%	4.1%	-0.7%
EBIT利润率	4.6%	6.3%	7.3%	8.4%	6.7%	8.1%	7.1%	-1.0%	-0.1%	6.3%	7.4%	1.1%
有效所得税率	12.0%	13.6%	14.0%	12.7%	11.0%	14.3%	14.4%	0.1%	0.4%	13.5%	13.5%	0.0%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 2: 公司季度销量走势

辆	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	QoQ	YoY	2010YTD	YoY
销售量	3532	7829	7474	9351	7014	9969	11196	12990	16.0%	38.9%	41169	46.1%
大型	1461	2976	2861	3899	3092	3847	4904	5725	16.7%	46.8%	17568	56.9%
中型	1578	3697	3811	4422	3367	4708	5408	6329	17.0%	43.1%	19812	46.7%
小型	493	1156	802	1030	555	1414	884	936	5.9%	-9.1%	3789	8.8%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 3: 历史和预测的财务指标

损益表 (百万元)	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入净额	4,576	4,955	7,881	8,336	8,782	13,116	15,348	18,106
主营业务利润	825	873	1,379	1,282	1,483	2,216	2,587	3,027
营业费用	-306	-335	-411	-405	-470	-643	-737	-887
管理费用	-291	-281	-370	-410	-358	-538	-614	-724
资产减值损失		-	-55	-152	-40	-40	-20	-20
财务费用	5	10	-18	-21	-9	-9	-7	-7
营业利润	259	309	525	294	607	988	1,209	1,412
投资收益		13	49	353	32	32	32	32
税前利润	270	326	598	630	654	990	1,256	1,458
所得税	-89	-101	-162	-106	-86	-149	-188	-219
净利润	186	221	377	531	563	842	1,065	1,237
现金流量表 (百万元)								
经营活动现金流净额	506	942	590	964	73	1,823	1,458	1,694
投资活动现金流净额	-109	-609	-792	115	-383	-150	-150	-150
融资活动现金流净额	-151	-229	562	-1,093	-489	-426	-599	-784
资产负债表 (百万元)								
流动资产	2,094	2,795	4,362	2,895	3,395	5,157	6,363	7,736
流动负债	1,396	2,193	4,436	2,854	3,068	4,601	5,541	6,623
长期负债	24	44	241	130	232	334	437	539
股东权益	1,279	1,247	2,658	1,679	2,168	2,315	2,501	2,718
总资产	2,788	3,600	7,896	4,685	5,507	7,290	8,521	9,924
财务指标								
毛利率	18.5%	18.4%	18.5%	15.7%	17.3%	17.3%	17.2%	16.7%
息税前利润率	5.6%	6.0%	7.6%	5.6%	7.5%	7.9%	8.1%	7.9%
净利润率	4.1%	4.5%	4.8%	6.4%	6.4%	6.4%	6.9%	6.8%
净资产收益率	14.5%	17.7%	14.2%	31.6%	26.0%	36.4%	42.6%	45.5%
总资产收益率	6.9%	6.9%	7.3%	7.7%	11.1%	13.2%	13.5%	13.4%
总资产负债率	50.9%	62.2%	64.2%	63.7%	60.5%	68.2%	70.5%	72.5%
流动比率	1.5	1.3	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2
速动比率	1.0	0.9	0.6	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0
应收帐款周转期	33.2	34.9	42.3	45.6	47.9	47.9	47.9	47.9
存货周转期	76.4	70.5	66.5	55.6	35.1	35.1	35.1	35.1
分红比例	55.2%	90.6%	96.5%	58.7%	92.3%	82.5%	82.5%	82.5%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED