

宇通客车 600066.SH

产能问题缓解，双引擎驱动业绩高增长

事件：宇通客车近日公布配股预案，公司拟以 2010 年 12 月 31 日公司总股本 519,891,723 股为基数，向全体股东每 10 股配售 3 股，计划募集资金约 25 亿元，用于节能与新能源客车的产能建设。

研究结论

- **看好公司配股项目的市场前景。**近年来，国家出台力度很大的补贴政策，在全国二十多个城市示范推广节能与新能源客车。经过近两年来的运行，中国的节能与新能源客车市场快速成长。特别是新能源客车，市场规模快速膨胀。2009 年，新能源客车在中国的销售规模大约在 3000 辆左右，预计 2010 年销量将超过 10000 辆。新能源客车市场快速成长的同时，产品的成熟度也在不断提高。良好的经济性、不断提高的产品质量、良好的环境效益，驱动客车用户，特别是公交车用户，对新能源客车产品的接受度不断提高，市场需求的规模不断扩大。在国家补贴政策的支持下，节能与新能源客车产品市场正进入快速增长阶段。
- **公司的节能与新能源客车业务将进入快速发展阶段。**如果公司本次配股项目能顺利实施，将提升公司的节能与新能源客车产品的产能，使公司有能力抓住节能与新能源客车市场快速成长的历史机遇，显著增厚公司的盈利水平。另外，对于公司而言，由于掌握新能源客车产品的电机控制技术和整车控制技术，公司的新能源客车产品的盈利水平有望显著高于现有的传统内燃机客车产品的盈利水平，为公司盈利的内涵式增长提供有力保障。
- **传统内燃机客车产品的产能瓶颈问题有望得到进一步的缓解。**无论是传统内燃机客车产品，还是新能源客车产品，底盘制造、车身焊接、车身涂装等关键工艺都是相同的。我们认为，如果配股项目顺利实施，则公司传统内燃机客车产品的产能高度紧张的局面也有望得到显著缓解，有利于公司抓住传统内燃机客车市场新一轮的景气周期的市场机遇。
- **公司的行业龙头地位有望得到进一步加强。**公司的生产工艺和技术水平，代表了国内最先进的大中型客车制造工艺和技术水平。客车行业的下游客户出于对运输安全和运行经济性的考量，正在不断将产品技术和制造工艺落后的小企业的产品剔除供应商清单，车辆更行需求和新增需求开始不断向以宇通为代表的龙头客车企业集中。在这样的行业背景下，龙头企业之间的竞争，开始演变成产能的竞争。如果配股项目顺利实施，则公司有产能基础抓住这一历史机遇，进一步巩固公司的行业龙头的地位。
- **投资评级。**我们看好公司的配股项目的市场前景，认为配股项目顺利实施后将对公司的盈利增长产生非常积极的驱动作用。继续维持对公司买入的投资评级，给予公司 2011 年 15 倍市盈率，6 个月目标价 33.75 元。
- **风险因素。**1) 宏观经济景气程度大幅下滑，客运市场需求低迷；2) 公司配股项目实施进度低于预期。

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

联系人

王轶

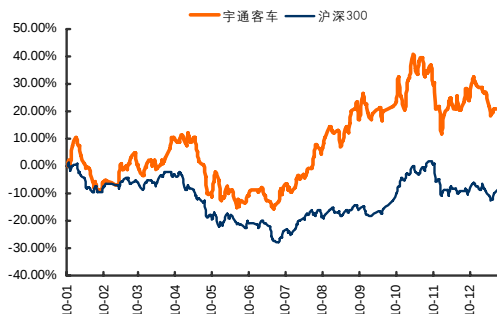
8621-63325888 x 6129

wangyi1@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 1 月 7 日)	22.63 元
目标价格	33.75 元
总股本/A 股 (万股)	51989/51989
A 股市值 (百万元)	11765
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2011 年 1 月 10 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	6.38	15.89	30.08
相对表现 (%)	7.27	7.14	39.13

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	13,485	16,014	18,823
利润总额	86	139	175	214
归属母公司净利润	563	929	1,170	1,433
EBITDA	842	1,312	1,539	1,866
每股收益(元)	1.08	1.79	2.25	2.76
净资产收益率	29.3%	39.6%	43.4%	46.8%
每股经营现金(元)	0.14	2.48	4.14	2.66
市盈率(X)	20.88	12.67	10.06	8.21
EV/EBITDA	11.14	7.82	6.17	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

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	13,485	16,014	18,823	经营活动现金流	73	1,289	2,150	1,385
营业成本	7,259	11,095	13,139	15,387	税后利润	563	929	1,170	1,433
营业税金及附加	39	45	54	64	经常性非现金支出	248	280	288	329
销售费用	470	645	775	903	非经常性现金支出	(58)	(7)	(31)	(31)
管理费用	358	551	697	802	营运资金变动	(684)	88	723	(346)
财务费用	9	17	11	11	少数股东损益	4	(2)	0	0
资产减值损失	40	47	49	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	1,093	1,321	1,623	投资与投资收益	(139)	193	19	119
非经常性损益	10	(27)	24	24	筹资活动现金流	(489)	(487)	(893)	(1,051)
利润总额	654	1,066	1,345	1,647	贷款增加	1	50	(50)	0
所得税	86	139	175	214	支付股利利息	(334)	(537)	(843)	(1,051)
净利润	567	927	1,170	1,433	其他融资	(155)	0	0	0
少数股东损益	4	(2)	0	0	现金净流量	(799)	729	712	211
归属母公司净利润	563	929	1,170	1,433	现金期初余额	1,360	561	1,291	2,002
EPS (元/股)	1.08	1.79	2.25	2.76	现金期末余额	561	1,291	2,002	2,213

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	5,520	6,360	7,742	增长能力				
货币资金	717	1,446	2,158	2,368	营收增长率(%)	5.35%	53.56%	18.75%	17.54%
应收账款及票据	1,526	2,339	2,762	3,230	EBITDA 增长率(%)	5.15%	55.91%	17.29%	21.22%
存货	758	1,494	1,174	1,950	EBIT 增长率(%)	-2.99%	68.63%	19.32%	22.90%
交易性金融资产	309	109	109	9	净利润增长率(%)	8.27%	63.36%	26.22%	22.47%
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%	17.72%	17.95%	18.25%
固定资产	1,053	970	1,017	1,104	净利率(%)	6.46%	6.87%	7.31%	7.61%
在建工程	20	160	455	363	EBITDA 利润率(%)	9.59%	9.73%	9.61%	9.91%
可供出售金融资产	569	519	519	519	ROA(%)	11.14%	14.11%	14.23%	15.09%
无形资产	221	216	210	205	ROE(%)	29.3%	39.6%	43.4%	46.8%
开发支出	0	0	0	0	ROIC(%)	45.21%	48.78%	51.12%	51.48%
资产总计	5,507	7,634	8,811	10,181	偿债能力				
流动负债合计	3,068	4,788	5,676	6,653	资产负债率(%)	60.5%	66.8%	67.4%	68.0%
循环借款	0	0	0	0	流动比率(倍)	1.11	1.15	1.12	1.16
应付账款及票据	2,443	3,939	4,664	5,462	速动比率(倍)	0.86	0.84	0.91	0.87
预收账款	132	202	240	282	营运能力				
其他应付款	194	333	394	462	总资产周转率	1.72	2.05	1.95	1.98
非流动负债合计	265	315	265	265	应收账款周转率	3.66	3.38	3.04	3.02
长期贷款	6	56	6	6	存货周转率	10.41	9.85	9.85	9.85
应付债券	0	0	0	0	应付账款周转率	2.98	3.48	3.05	3.04
负债合计	3,334	5,103	5,941	6,918	价值评估				
股本	520	520	520	520	P/B(倍)	5.4	4.7	4.1	3.6
资本公积	459	409	409	409	P/E(倍)	20.9	12.7	10.1	8.2
未分配利润	871	1,187	1,408	1,658	EV/收入(倍)	1.07	0.76	0.59	0.50
股东权益合计	2,174	2,531	2,869	3,262	EV/EBITDA(倍)	11.14	7.82	6.17	5.03
负债和股东权益	5,507	7,634	8,810	10,181	EV/EBIT(倍)	14.36	9.33	7.24	5.82

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