

2011 年更注重“调结构”

——宇通客车（600066）动态点评

要点：

- 1月产销量分别同比增长4%、27%，符合预期。2011年1月，公司客车产量3437辆(+4%)，其中大、中、轻客分别为1761(+25%)、1430(-12%)、246(-12%)；销量4662辆(+27%)，其中大、中、轻客分别为2306(+50%)、2058(+14%)、298辆(-8%)。1月是大中客传统旺季，公司表现符合我们预期，预计1季度销量接近9000辆，同比增长28%。
- 2011年更注重“调结构”。2010年公司通过订单管理、调节生产节奏尽量释放产能，全年产能利用率达到137%，部分月度已选择性接受订单；2011年产能进一步偏紧下公司将更注重“调结构”，主要表现为高端车型占比增加、单车价格及附加值提升，注意到1月大客产销增速明显高于中客。我们小幅上调公司2011年销量预测至4.65万辆(+13%)，产品结构提升下，收入增速将高于销量增速，毛利率保持较高水平。
- 募投扩产打开新一轮成长空间，未来全面发力各细分市场。2010年公司大中客增速(+51%)超越行业1.2倍，市场份额达到24.9%，其中在客运市场的份额近40%；新增的2.5万台客车扩产项目预计于2012年4季度完成(1月26日通过的配股方案—1万台节能与新能源客车生产基地项目属于扩产规划的一部分)，届时年设计产能有望达到5.5万辆，新一轮的成长空间也将随之打开。目前国内大中客主要细分市场中，需求占比近4成的公交市场竞争仍较分散，且附加值偏低(毛利率一般低于客运6~8个百分点)，2010年公司公交车销量约8500辆(+55%)，市场份额接近17%。我们认为，新能源客车产业化项目有助于公司增强在公交市场中的地位和盈利能力，并推动估值水平上行；未来几年，大中客行业寡头的资金、规模、技术核心优势将持续扩大，公司有望在各个细分市场树立标杆，继续实现超越行业的成长。
- 看好中长期前景，维持“推荐”评级。小幅上调公司2010~2012年摊薄前EPS预测分别至1.67元(16X)、2.13元(12X)、2.6元(10X)。公司内生增长能力突出，我们看好其中长期前景，给予2011年目标价格30元(14X)，维持“推荐”评级。
- 风险提示：国内大中客行业景气回落；钢材等原材料成本大幅上涨。

报告日期：2011 年 02 月 15 日

分析师

冉飞

☎0755-83516212 ✉ ranf@cgws.com

执业证书编号：S1070510120001

投资评级：推荐（维持）

股本及行情数据 当前价格：25.89 元

总市值(百万元)	13459.95
流通市值(百万元)	11084.54
总股本(百万股)	519.89
流通股本(百万股)	428.14
12个月最高/最低(元)	26.58/14.41
十大流通股占总股本比	32.9%
大股东	宇通集团

公司盈利预测

	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	13231	15425	18126
(+/-%)	51%	17%	18%
净利润(百万元)	867	1108	1349
(+/-%)	54%	28%	22%
摊薄 EPS(元)	1.67	2.13	2.6
市盈率(倍)	16	12	10

公司股价表现图



相关报告

《大中客龙头加速领跑》	201007
《开源节流再创佳绩》	201008
《主业强劲，价值依旧》	201010
《新能源客车驶向产业化进程》	201101

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



表 1: 公司盈利预测表

利润表 (万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	878173	1323084	1542456	1812586	成长性				
营业总成本	817497	1222575	1418651	1660987	营业收入增长	5.4%	50.7%	16.6%	17.5%
营业成本	725935	1088963	1266292	1486109	营业成本增长	3.4%	50.0%	16.3%	17.4%
财务费用	852	80	140	121	营业利润增长	2.1%	59.3%	23.7%	21.9%
销售费用	47042	66154	75580	86098	利润总额增长	3.8%	53.0%	27.8%	21.7%
管理费用	35815	54246	63241	74316	净利润增长	6.1%	53.9%	27.8%	21.7%
投资净收益	3152	2500	3000	3000	盈利能力				
营业利润	64337	102509	126805	154598	毛利率	17.3%	17.7%	17.9%	18.0%
营业外收支	1040	-2500	1000	1000	销售净利率	6.4%	6.6%	7.2%	7.4%
利润总额	65378	100009	127805	155598	ROE	25.9%	33.3%	35.1%	35.2%
所得税	8631	13301	16998	20695	ROIC	70.3%	68.4%	68.3%	67.1%
少数股东损益	398	-9	-11	-13	营运效率				
净利润	56349	86717	110818	134917	销售费用/营业收入	5.4%	5.0%	4.9%	4.8%
资产负债表 (万元)					管理费用/营业收入	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
货币资金	71674	65640	104172	142455	投资收益/营业利润	4.9%	2.4%	2.4%	1.9%
应收帐款	94903	145539	185095	235636	所得税/利润总额	13.2%	13.3%	13.3%	13.3%
应收票据	54488	66154	77123	90629	应收帐款周转率	11.77	11.01	9.33	8.62
存货	75836	163344	189944	237777	存货周转率	10.41	9.11	7.17	6.95
流动资产合计	339512	533628	637084	794345	流动资产周转率	2.79	3.03	2.64	2.53
固定资产	107346	121769	142342	154316	总资产周转率	1.72	2.04	1.92	1.94
资产总计	550737	745035	857781	1006980	偿债能力				
短期借款	0	0	0	0	资产负债率	60.5%	65.0%	63.1%	61.9%
应付款项	244309	348468	373556	430972	流动比率	1.11	1.17	1.24	1.33
流动负债合计	306825	457773	513421	595175	速动比率	0.86	0.81	0.87	0.94
长期借款	579	579	2279	2279	每股指标 (元)				
负债合计	333350	484299	541647	623401	摊薄 EPS	1.08	1.67	2.13	2.60
股本	51989	51989	51989	51989	每股净资产	4.18	5.02	6.08	7.38
留存收益	164780	208138	263547	331005	每股经营现金流	0.14	1.86	1.87	2.86
少数股东权益	618	609	598	584	每股经营现金/EPS	0.1	1.1	0.9	1.1
权益合计	217387	260736	316134	383579	估值	2009A	2010E	2011E	2012E
负债和股东权益总计	550737	745035	857781	1006980	PE	23.9	15.5	12.1	10.0
现金流量表 (万元)					PEG	0.82	0.71	0.63	0.56
经营活动现金流	7295	96539	97241	148741	PB	6.2	5.2	4.3	3.5
其中营运资本减少	-67052	-10066	-39276	-37225	EV/EBITDA	16.26	10.64	8.72	6.52
投资活动现金流	-38319	-59216	-5000	-43000	EV/SALES	1.56	1.04	0.89	0.76
其中资本支出	-25019	-33000	-45000	-43000	EV/IC	10.32	9.58	7.16	6.22
融资活动现金流	-48864	-43358	-53709	-67459	ROIC/WACC	6.44	6.27	6.26	6.15
净现金总变化	-79917	-6035	38532	38282	REP	1.60	1.53	1.15	1.01

数据来源: wind、长城证券研究所 备注: 表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润; 不考虑配股摊薄因素。

研究员介绍:

冉飞: 汽车行业研究员, 2010年加入长城证券研究所。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩 骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>