

10年净利润预增50%,客车龙头或继续辉煌

——宇通客车（600066）

2011年1月27日

推荐/维持

宇通客车

事件点评

银国宏

策略分析师

执业证书编号：S1480207120048

后立尧(联系人)

机械行业分析师

010-66557343

hoully@dxzq.net.cn

事件：

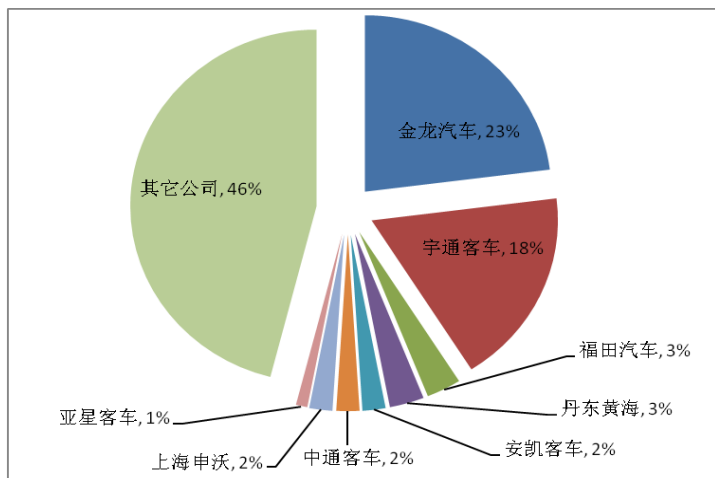
1月27日，宇通客车（600066）发布业绩公告，2010年预计归属于母公司所有者的净利润与上年同期相比增长50%以上，达到8.45亿元，对应2010年EPS约为1.625元。

观点：

1. 2010年净利润同比预增50%，主要得益于销量大增。

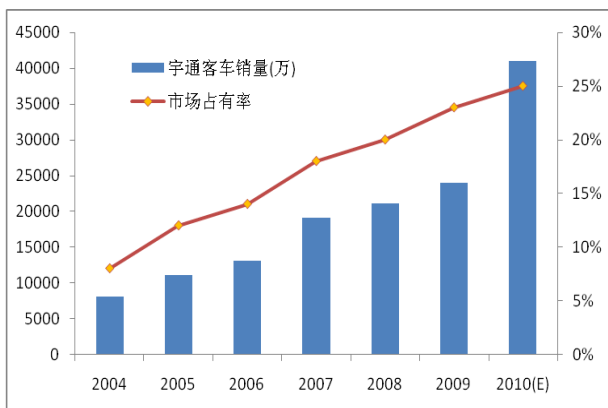
根据公司公告，2010年公司净利润预计同比增长50%以上达到8.45亿元，对应2010年EPS约为1.625元，稍微超过我们之前预测的1.611元。预计公司2010年营业收入将同比增长超44%达到126亿元。宇通客车业绩增长的主要原因是公司产品销售量同比大幅增长。根据公司1月6号发布的产销数据快报，宇通集团2010年客车产量突破4万辆达到4.18万辆，销量高达4.11万辆，客车行业产销量排名世界第一。其中2010年12当月公司产量同比增长46.3%达到5120辆，销量同比增长46.1%达到5626辆。2010年宇通客车的国内市场占有率可能超过25%，在细分的大中型客车市场，宇通客车与金龙汽车（苏州金龙、厦门金龙（俗称大金龙）、厦门金旅（小金龙））组成的“一通三龙”独领风骚，2009年市场占有率分别为18%和23%。另外，截至2010年，宇通客车已经连续8年保持业内销量第一。在传统客车领域方面，宇通客车在产量上已经排在了全球客车行业的第一。

图 1：2009 中国大中型客车市场份额情况

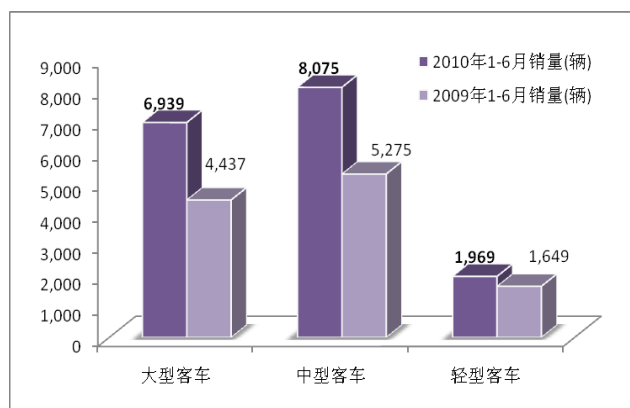


资料来源：东兴证券研究所

从公司细分产品来看,2010 年 1-6 月,宇通客车大型客车、中型客车及轻型客车销量分别为 6939 辆、8075 辆、1969 辆,同比分别增长 56.4%、53.1%及 19.4%。可以看出,公司大中型客车销量增加很快,目前大、中型客车分别占到宇通客车总销量的 40.9%和 47.5%,轻型客车只占到 11.6%。

图 2: 宇通客车销量及市场占有率


资料来源: 东兴证券研究所

图 3: 宇通客车 2010 年 1-6 月分产品销量


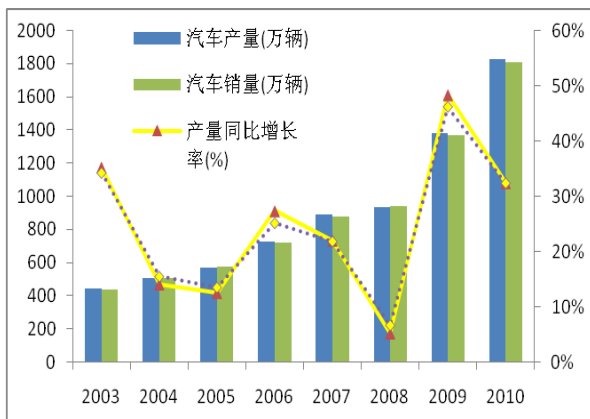
资料来源: 东兴证券研究所

2. 宇通客车投资看点:客车龙头+新能源客车概念+重卡及商务车增加赢利点

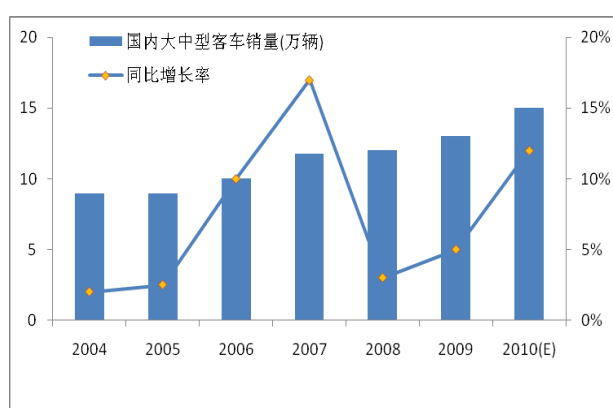
除了在传统客车领域做到行业第一之外,宇通客车今后发展思路是多点发力,打造客车+新能源客车+重卡的完整产业链,继续增强盈利能力。在新能源客车领域,1 月 8 日,公司通过配股融资约 25 亿元建设节能与新能源客车生产基地项目,生产规模为年产 6000 辆节能型客车(主要为公交客车)和 4000 辆新能源客车(混合动力、纯电动客车),项目达产后可为公司贡献 83.15 亿元的销售收入。另外,在重卡和商务车领域,公司从 2011 年 1 月 3 日起开始组建重卡及商务车业务团队,正式进军重卡和商务车领域。

3. 2011 年汽车行业有望超预期,客车行业或继续辉煌

2010 年,中国汽车行业实现了产销双丰收。根据中汽协的数据,2010 年中国汽车产销量双双超过 1800 万辆,分别为 1826.47 万辆和 1806.19 万辆,同比分别增长 32.44%和 32.37%。我们预计 2011 年中国汽车行业进入低速增长阶段,预计销量 15%左右,行业利润增长预计在 25%左右。

图 4: 中国汽车产销量统计图


资料来源: 东兴证券研究所

图 5: 国内大中型客车销量


资料来源: 东兴证券研究所

2010 年年底政策面冷风频吹,包括小排量汽车购置税优惠政策取消,北京市汽车限购令等政策的出台等,市场对车市销量的担忧蔓延到资本市场。资本市场上汽车板块从去年 11 月份就开始震荡下跌。目前汽车与汽车零部件行业上市公司平均市盈率已经降至 15 倍,低于交运设备行业整体平均市盈率(24 倍),投资机会显现。

根据我们最近走访福耀玻璃等汽车零部件企业来看,2011 年 1 月份订单还是比较饱满,并没有出现之前市场预期的紧缩现象。另外,多家汽车公司表态今年市场没有之前预想的悲观,尽管投资界对于 2011 年汽车销量预测比较谨慎,但是汽车厂商公布的 2011 年销售目标却透露着乐观的情绪。东风日产、马自达等为 2011 年制订的销量增长目标均超过 20%;奇瑞则将冲刺 30%。一汽丰田仍然是合资车企中最为谨慎的企业,2011 年的销量目标仅增长 10%;而 2010 年最为激进的比亚迪,由于主要车型受鼓励政策影响较大,2011 年销量不再激进,产销增长目标为 10%-15%。江淮汽车表示 2011 年车市保持平稳增长仍是有可靠保证的,江淮 2011 年的产销目标将在 2010 年的基础上增长 50%。而且,客车行业受政策影响要比小轿车小,我们预计 2011 年客车行业或将维持 2010 年的辉煌,大中型客车销量增速继续保持在 10%以上。

4. 春节效益或使宇通客车股价冲新高

另外,随着春节临近,春运压力增加、飞机票昂贵、火车票一票难求的现状推动客车运输量飞速增,客车订单增加也会对公司构成热点性利好。2011 年春运从 1 月 19 日开始至 2 月 27 日结束为期 40 天。1 月 19 日至 26 日,春运前 8 天,铁路发送旅客 4133.2 万人,同比增长 562.8 万人,增幅达 15.8%,但仍是供不应求。2011 年 1 月 26 日,全国公路客运送送旅客已超过 5 亿人次,交通运输部道路运输司监测显示,未来一周,客流将以五六十万人次的幅度继续增长,本月底达到最高峰。春运第八天,全国道路运输客流量达到 7105 万人次,比前一天日增长 55 万人次,这已是 3 天来道路春运客流增幅连续第三天超过 13%。

结论:

我们上调公司 10-12 年 EPS 分别至 1.625 元、2.01 元和 2.42 元,当前股价对应 10-12 年 PE 分别为 14 倍、11.2 倍和 9.32 倍。公司目前股价为 23 元左右,PE 仅 14 倍左右,低于行业均值 15 倍,被低估的可能仍然很大,我们维持之前的“推荐”评级。

表 1: 宇通客车盈利预测表

万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	8,335.67	8,781.73	12,610.00	14,200.00	16,500.00
主营收入增长率	5.77%	5.35%	43.59%	12.61%	16.20%
EBITDA(百万元)	774.40	836.77	1,098.67	1,340.96	1,590.56
EBITDA 增长率	10.85%	8.05%	31.30%	22.05%	18.61%
净利润(百万元)	531.04	563.49	844.69	1,049.09	1,261.25
净利润增长率	40.87%	6.11%	49.90%	24.20%	20.22%
ROE	31.63%	25.99%	28.95%	27.22%	25.32%
EPS(元)	1.020	1.080	1.625	2.018	2.426
P/E	22.16	20.93	13.91	11.20	9.32
P/B	7.00	5.42	4.03	3.05	2.36
EV/EBITDA	13.42	13.19	13.69	8.39	6.59

资料来源: 东兴证券

表 2：宇通客车资产负债表

资产负债表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%	2012E	增长率%
货币资金	1,360.47	716.74	2,476.60	245.54%	2,730.66	10.26%	3,280.20	20.12%
交易性金融资产	50.02	308.64	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	542.89	949.03	1,381.92	45.61%	1,167.12	-15.54%	904.11	-22.54%
预付款项	68.08	85.64	230.41	169.03%	393.42	70.75%	582.84	48.15%
存货	635.99	758.36	2,832.93	273.56%	2,871.12	1.35%	2,965.48	3.29%
流动资产合计	2,895.49	3,395.12	9,471.20	178.97%	8,064.50	-14.85%	8,928.04	10.71%
非流动资产	1,789.19	2,112.26	2,994.22	41.75%	1,875.87	-37.35%	2,056.05	9.61%
资产总计	4,684.67	5,507.37	12,465.42	126.34%	9,940.36	-20.26%	10,984.09	10.50%
短期借款	0.00	0.00	5,397.77	N/A	1,369.22	-74.63%	603.76	-55.91%
应付帐款	1,241.27	1,106.20	1,133.17	2.44%	957.04	-15.54%	741.37	-22.54%
预收款项	69.66	132.28	144.89	9.53%	159.09	9.80%	175.59	10.37%
流动负债合计	2,854.02	3,068.25	9,002.91	193.42%	5,041.04	-44.01%	4,407.10	-12.58%
非流动负债	129.63	265.26	537.27	102.54%	1,037.27	93.06%	1,587.27	53.02%
少数股东权益	21.90	6.18	7.18	16.19%	8.18	13.93%	9.18	12.23%
母公司股东权益	1,679.13	2,167.69	2,918.07	34.62%	3,853.88	32.07%	4,980.55	29.23%
净营运资本	41.47	326.87	468.29	43.27%	3,023.46	545.64%	4,520.94	49.53%
投入资本 IC	(664.39)	(370.72)	6,209.16	N/A	3,363.15	-45.84%	3,726.07	10.79%

资料来源：东兴证券

分析师简介

后立尧

清华大学工科学士，韩国 POSTECH 大学管理学硕士，2007 年起从事行业研究员工作，2010 年加盟东兴证券研究所，从事机械行业（军工/高铁/船舶/汽车等）研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。