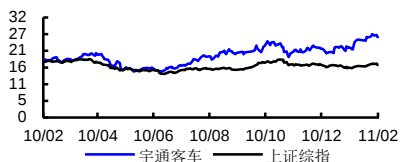


证券研究报告—动态报告
汽车汽配
汽车
宇通客车(600066)
推荐
2010 年年报点评

(维持评级)

2011 年 2 月 24 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本(百万股)	519.9/428.1
总市值(百万元)	13,517.2/11,131.8
沪深 300/深圳成指	2,862.63/12,492.71
12 个月最高/最低(元)	26.77/14.69

相关研究报告:

《宇通客车-600066-重构竞争结构,改善估值水平》——2011-1-9

《宇通客车-600066-产能紧绷,盈利乐观》——2010-11-22

《宇通客车-600066-2010 年三季报点评:行业需求旺盛,盈利显著增长》——2010-10-25

证券分析师: 左涛

电话: 021-60933164

E-mail: zuotao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120011

公司年报/半年报点评

份额提升 业绩靓丽

●2010 年业绩靓丽, 符合预期

2010 年公司分别实现收入、净利 134.78、8.60 亿元, 同比分别增长 53.5%、52.6%, 折合 EPS 1.65 元, 符合我们预期。每股经营性现金流净额为 2.53 元, 较去年同期增加 2.39 元。公司拟每 10 股派发现金股利 3 元(含税)。

●销量快速增长, 市场占有率提升, 产品结构优化

销量快速增长: 2010 年公司销售客车 4.1 万辆, 同比增长 46%, 其中大、中、轻客分别销售 1.8、2.0、0.4 万辆, 同比分别增长 57%、47%、9%, 大中客销量增速显著高于行业平均, 总体市场占有率较年初提高 2.2 个百分点至 19.4%;

产品结构优化: 从车型结构上看, 大中客占比达到 90.8%, 同比提升 3.1 个百分点; 从产品档次看, 中高档客车占比达到 76.8%, 同比提升 6.3 个百分点。

●2011 年公司产能紧绷, 盈利增速高于销量增速

公司目前设计产能 3 万辆, 4Q10 经过改造后, 日极限产能达到 180 台左右, 目前产能仍然紧绷。预计原规划的 2 万辆新产能要到 2012 年上半年方能投产, 配股项目新建产能 1 万辆, 其中新能源客车 4000 辆, 节能型客车(主要是公交车) 6000 辆, 2012 年底公司产能可达 5.5-6 万辆。但 2011 年产能释放有限, 公司将通过提高管理能力、合理分配订单满足市场需求。预计 2011 年大中客行业销量增速在 15%左右, 公司年销量增长 10%至 4.5 万辆, 产能利用率维持高位提高单产净利, 预计利润增速将高于销量增速;

●维持“推荐”评级, 上调公司 2012 年盈利预测

维持对公司“推荐”的评级, 维持 2011 年 1.95 (13x) 的 EPS 预测, 上调 2012 年 EPS 预测至 2.43 (11x) 元, 上调幅度为 10%。若考虑配股摊薄, 则 2011、2012 年 EPS 分别为 1.50 (17x)、1.87 (14x), 若公司新产能建设进度超预期, 则未来业绩仍可能超预期, 此外我们的模型假设公司毛利率基本保持稳定, 如行业需求超出预期, 公司毛利率改善, 公司业绩向上弹性较大。我们认为公司 2011 年合理估值对应摊薄后 20-22 倍 PE, 股价仍有上升空间。

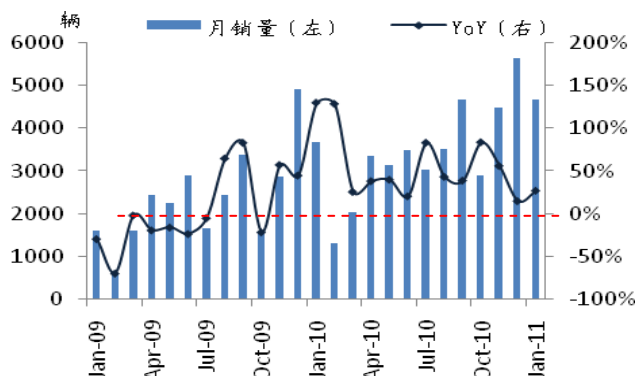
盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入(百万元)	8,781.73	13,478.50	14,759	17,268
(+/-%)	5.35%	53.48%	9.5%	17.0%
净利润(百万元)	563.49	859.66	1016	1265
(+/-%)	6.11%	52.56%	18.2%	24.5%
每股收益(元)	1.08	1.65	1.95	2.43
EBIT Margin			8.5%	8.7%
净资产收益率(ROE)	25.99%	34.63%	35.2%	37.3%
市盈率(PE)	23.99	15.72	13.3	10.7
EV/EBITDA			12.8	10.7
市净率(PB)	6.24	5.45	4.7	4.0

独立性声明:

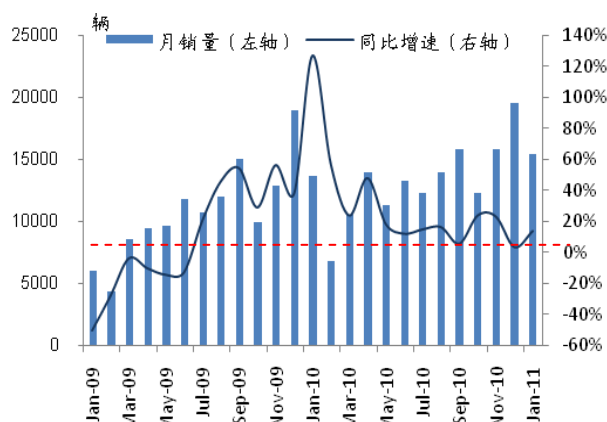
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

图 1: 公司月销量及同比增速 (2009.1-2011.1)



资料来源: 中客网, 国信证券经济研究所

图 2: 大中客行业月销量及同比增速 (2009.1-2011.1)



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

表 1: 分车型销量表现 (2005-1H09)

		2005	2006	2007	2008	2009	2010
郑州宇通	大客	8996	7485	10854	11904	11197	17566
	中客	9218	10671	12910	12369	13508	19812
	轻客	2100	2159	1758	3283	3481	3791
	合计	20314	20315	25522	27556	28186	41169
大金龙	大客	3972	4411	6885	6960	6127	7968
	中客	3179	5469	5092	4485	4619	5191
	轻客	0	66	541	1764	4598	10449
	合计	7151	9946	12518	13209	15344	23608
小金龙	大客	2997	4095	4516	3527	2527	4519
	中客	3897	3611	3485	3165	3009	3430
	轻客	8282	9989	17160	9526	10021	13278
	合计	15176	17695	25161	16218	15557	21227
苏州金龙	大客	1040	1348	1936	2703	3140	8421
	中客	7056	8771	10789	10586	9811	9248
	轻客	2062	3151	3346	3132	2171	3089
	合计	10158	13270	16071	16421	15122	20758
行业总计	大客	33857	40271	51658	57812	52210	70880
	中客	48332	59547	64910	63061	62076	72492
	轻客	34085	40746	51077	41425	49332	68428
	合计	116274	140564	167645	162298	163618	211800

数据来源: 中国客车信息网 国信证券经济研究所

表 2：市场份额变动

		2005	2006	2007	2008	2009	2010
郑州宇通	大客	26.60%	18.60%	21.00%	20.60%	21.45%	24.78%
	中客	19.10%	17.90%	19.90%	19.60%	21.76%	27.33%
	轻客	6.20%	5.30%	3.40%	7.90%	7.06%	5.54%
	合计	17.50%	14.50%	15.20%	17.00%	17.23%	19.44%
大金龙	大客	11.70%	11.00%	13.30%	12.00%	11.74%	11.24%
	中客	6.60%	9.20%	7.80%	7.10%	7.44%	7.16%
	轻客	0.00%	0.20%	1.10%	4.30%	9.32%	15.27%
	合计	6.20%	7.10%	7.50%	8.10%	9.38%	11.15%
小金龙	大客	8.90%	10.20%	8.70%	6.10%	4.84%	6.38%
	中客	8.10%	6.10%	5.40%	5.00%	4.85%	4.73%
	轻客	24.30%	24.50%	33.60%	23.00%	20.31%	19.40%
	合计	13.10%	12.60%	15.00%	10.00%	9.51%	10.02%
苏州金龙	大客	3.10%	3.30%	3.70%	4.70%	6.01%	11.88%
	中客	14.60%	14.70%	16.60%	16.80%	15.80%	12.76%
	轻客	6.00%	7.70%	6.60%	7.60%	4.40%	4.51%
	合计	8.70%	9.40%	9.60%	10.10%	9.24%	9.80%
金龙合计	大客	23.70%	24.50%	25.80%	22.80%	22.59%	29.50%
	中客	29.20%	30.00%	29.80%	28.90%	28.09%	24.65%
	轻客	30.30%	32.40%	41.20%	34.80%	34.03%	39.19%
	合计	27.90%	29.10%	32.10%	28.20%	28.13%	30.97%

数据来源：中国客车信息网，国信证券经济研究所

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)				利润表 (百万元)			
	2010	2011E	2012E		2010	2011E	2012E
现金及现金等价物	918	800	913	营业收入	13479	14759	17268
应收款项	1768	2022	2365	营业成本	11142	12075	14131
存货净额	1225	1144	1335	营业税金及附加	42	74	86
其他流动资产	717	148	173	销售费用	721	767	881
流动资产合计	4628	4981	5654	管理费用	523	583	672
固定资产	1146	2485	3252	财务费用	17	13	13
无形资产及其他	221	213	206	投资收益	17	30	33
投资性房地产	720	720	0	资产减值及公允价值变动	(45)	(35)	(35)
长期股权投资	83	83	83	其他收入	0	0	0
资产总计	6797	8482	9195	营业利润	1005	1242	1483
短期借款及交易性金融负债	5	415	0	营业外净收支	(31)	(50)	0
应付款项	3027	4084	4576	利润总额	974	1192	1483
其他流动负债	986	796	928	所得税费用	117	179	223
流动负债合计	4018	5295	5504	少数股东损益	(3)	(3)	(4)
长期借款及应付债券	15	18	18	归属于母公司净利润	860	1016	1265
其他长期负债	278	278	278				
长期负债合计	293	296	296	现金流量表 (百万元)			
负债合计	4311	5591	5799		2010	2011E	2012E
少数股东权益	4	2	1	净利润	860	1016	1265
股东权益	2482	2889	3395	资产减值准备	1	(40)	0
负债和股东权益总计	6797	8482	9195	折旧摊销	195	231	306
				公允价值变动损失	45	35	35
				财务费用	17	13	13
				营运资本变动	(361)	1223	783
				其它	(2)	39	(1)
				经营活动现金流	739	2504	2388
				资本开支	(213)	(1557)	(1101)
				其它投资现金流	309	(868)	0
				投资活动现金流	95	(2425)	(1101)
				权益性融资	0	0	0
				负债净变化	9	3	0
				支付股利、利息	(530)	(610)	(759)
				其它融资现金流	409	410	(415)
				融资活动现金流	(633)	(197)	(1174)
				现金净变动	201	(118)	113
				货币资金的期初余额	717	918	800
				货币资金的期末余额	918	800	913
				企业自由现金流	668	968	1262
				权益自由现金流	1086	1370	836

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	闫 莉	010-88005316
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	吴土金	0755-82130833-1332
		刘子宁	021-60933145		
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343				
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	邱 斌	0755-82130532	杜佐远	0755-82130473
		罗 洋	0755-82150633		
		吴琳琳	0755-82130833-1867		
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
严蓓娜	021-60933165	杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	陈财茂	021-60933163	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
				邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528
康 亢	010-66026337	程景佳	010-88005326	林晓明	0755-25472656
刘舒宇	0755-82133568	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
彭甘霖	0755-82133259	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
李 腾	0755-82130833-6223				
刘 洋	0755-82150566				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						严小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	