

宇通客车 (600066.sh)

市场份额提升明显，毛利率维持稳定

杨华超 分析师

电话: 021-68828289

eMail: yhc2@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260210030006

汤俊 分析师

020-87555888-628

tj5@gf.com.cn

S0260209080527

近日公司披露 2010 年报: 2010 年公司实现营业收入 134.79 亿元, 同比增长 53.48%; 实现净利润 8.60 亿元, 同比增长 70.06%, 实现每股收益 1.65 元, 拟以 2010 年总股本 5.2 亿股为基数, 每 10 股派发 3 元现金红利。

销售规模大幅增长，市场份额提升明显

2010 年公司销售客车 4.12 万辆, 同比增长 46.06%; 其中, 大中客销售 3.74 万辆, 同比增长 51.30%。公司大中客的市场份额达到 26.08%, 相对上年提高了 4.46 个百分点。我们认为在大中客行业竞争日益激烈的背景下, 公司的市场份额有望进一步提升。

公交车比例略有提高，毛利率维持稳定

2010 年公司大中客公交车销售 9623 辆, 同比增长 68.97%, 其产品结构比例略有上升。公交车的毛利率水平相对较低, 但是公司 2010 年的毛利率水平为 17.33%, 维持去年同期的水平, 因此, 我们认为规模效应下, 公司细分产品的毛利率水平相对去年应有所提升。

盈利预测与投资评级

我们预计 2011-2013 年公司 1.88 元、2.14 元、2.41 元。我们认为大中客行业的增长主要来自于公共交通推行带来的公交车市场的增长, 传统的公路客运市场会受到高铁等客运工具的冲击, 我们维持“持有”评级。

风险提示

原材料价格上涨超出预期。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	8781.73	13478.50	15187.26	16786.36	18681.27
增长率(%)	5.35%	53.48%	12.68%	10.53%	11.29%
EBITDA(百万元)	844.00	1244.85	1481.67	1696.96	1925.85
净利润(百万元)	563.49	859.66	977.13	1110.75	1255.55
增长率(%)	6.11%	52.56%	13.66%	13.68%	13.04%
每股收益(元)	1.08	1.65	1.88	2.14	2.42
市盈率	18.44	12.72	13.83	12.17	10.77
市净率	4.79	4.40	4.22	3.34	2.68
EV/EBITDA	11.47	8.06	7.23	5.64	4.38

数据来源: 郑州宇通客车股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	25.79
目标价格(元)	28.20
前次评级	持有

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	14.12%	20.18%	55.23%
沪深 300	6.04%	1.82%	-1.10%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

519.89/428.14

主要股东:

郑州宇通集团有限公司

主要股东持股比例

32.90%

财务比率

ROE	25.99%
ROA	13.00%
资产负债率	60.53%
每股净资产(元)	4.17

2009 年报数据

图1：公司销量与毛利率的变化情况（单位：辆）

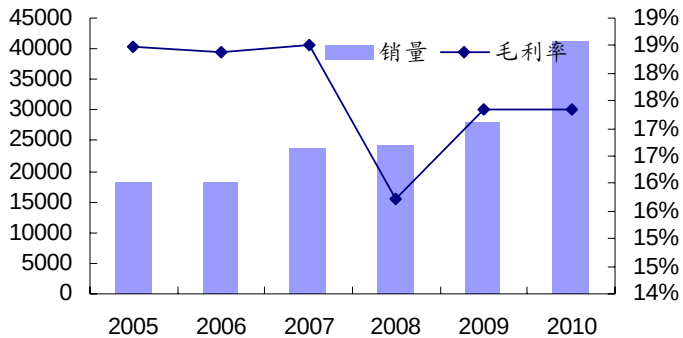
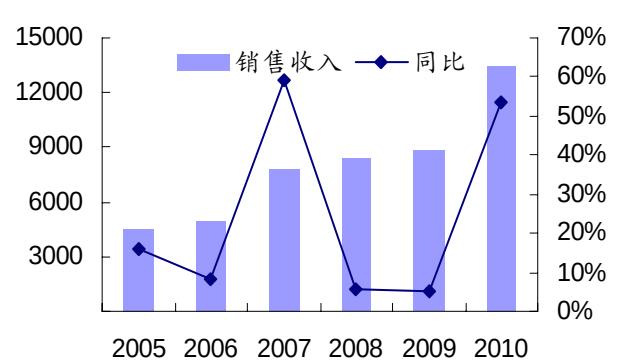


图2：历年公司销售收入变化情况（单位：百万元）



数据来源：公司公告，中客网

表 1：宇通客车与金龙汽车大中客的市场份额

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
宇通	22.16%	18.19%	20.39%	20.08%	21.62%	26.08%
金龙	26.94%	27.76%	28.05%	26.00%	25.58%	27.05%
合计	49.10%	45.94%	48.44%	46.08%	47.20%	53.13%

数据来源：中客网

表 2：宇通客车大中客细分产品的市场份额变化

	2007	2008	2009	2010
公交	8.01%	10.42%	11.42%	16.94%
客运	27.36%	27.70%	29.50%	32.08%

数据来源：中客网

资产负债表

单位：百万元

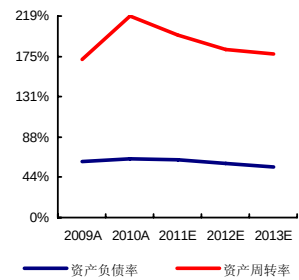
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	3,395	4,628	6,595	8,063	9,684
货币资金	717	918	2,824	3,963	5,098
应收及预付	1,611	2,485	2,363	2,732	3,049
存货	758	1,225	1,408	1,369	1,538
其他流动资产	309	0	0	0	0
非流动资产	2,112	2,169	1,931	1,746	1,555
长期股权投资	83	83	83	83	83
固定资产	1,053	1,104	1,069	983	831
在建工程	20	42	-20	-116	-161
无形资产	226	221	260	257	264
其他长期资产	729	719	539	539	539
资产总计	5,507	6,797	8,527	9,810	11,240
流动负债	3,068	4,018	5,306	5,735	6,166
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	3,068	4,014	5,306	5,735	6,166
其他流动负债	0	5	0	0	0
非流动负债	265	293	15	15	15
长期借款	6	15	15	15	15
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	259	278	0	0	0
负债合计	3,334	4,311	5,321	5,749	6,180
股本	520	520	520	520	520
资本公积	459	433	433	433	433
留存收益	1,189	1,529	2,246	3,097	4,093
归属母公司股东权益	2,168	2,482	3,199	4,050	5,046
少数股东权益	6	4	7	10	14
负债和股东权益	5,507	6,797	8,527	9,810	11,240

利润表

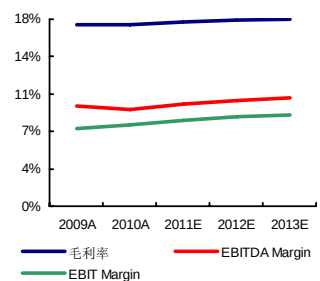
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	8782	13479	15187	16786	18681
营业成本	7259	11142	12517	13804	15347
营业税金及附加	39	42	46	50	56
销售费用	470	721	805	881	971
管理费用	358	523	570	621	673
财务费用	9	17	19	20	21
资产减值损失	40	40	21	16	17
公允价值变动收益	5	-5	0	0	0
投资净收益	32	17	8	8	9
营业利润	643	1005	1217	1402	1605
营业外收入	17	26	23	25	28
营业外支出	6	57	15	17	19
利润总额	654	974	1225	1410	1615
所得税	86	117	245	296	355
净利润	567	857	980	1114	1259
少数股东损益	4	-3	3	3	4
归属母公司净利润	563	860	977	1111	1256
EBITDA	844	1245	1482	1697	1926
EPS (元)	1.08	1.65	1.88	2.14	2.42

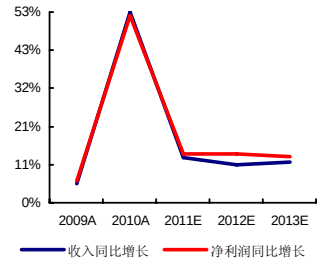
资产负债率趋势



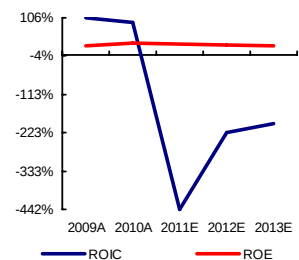
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

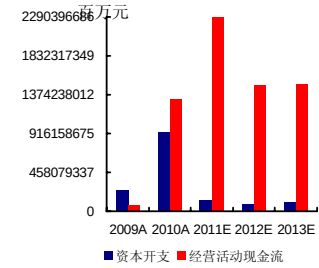
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	73	1,318	2,287	1,479	1,494
净利润	567	857	980	1,114	1,259
折旧摊销	189	195	232	267	291
营运资金变动	-684	239	963	98	-56
其它	1	26	113	0	0
投资活动现金流	-383	-603	-125	-80	-98
资本支出	-245	-924	-133	-88	-107
投资变动	-157	321	8	8	9
其他	18	0	0	0	0
筹资活动现金流	-489	-641	-256	-261	-261
银行借款	523	20	0	0	0
债券融资	-522	-7	-255	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-490	-655	-1	-261	-261
现金净增加额	-799	73	1,907	1,138	1,135
期初现金余额	1,360	717	918	2,824	3,963
期末现金余额	561	790	2,824	3,963	5,098

主要财务比率

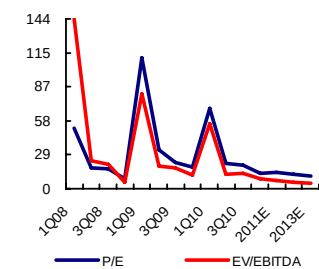
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	5.4%	53.5%	12.7%	10.5%	11.3%
营业利润	2.1%	56.1%	21.2%	15.1%	14.5%
归属于母公司净利润	6.1%	52.6%	13.7%	13.7%	13.0%
获利能力					
毛利率	17.3%	17.3%	17.6%	17.8%	17.8%
净利率	6.5%	6.4%	6.5%	6.6%	6.7%
ROE	26.0%	34.6%	30.5%	27.4%	24.9%
ROIC	106.2%	93.0%	-442.4%	-221.4%	-197.4%
偿债能力					
资产负债率	60.5%	63.4%	62.4%	58.6%	55.0%
净负债比率	-46.9%	-36.1%	-87.6%	-97.2%	-100.5%
流动比率	1.11	1.15	1.24	1.41	1.57
速动比率	0.83	0.67	0.91	1.08	1.22
营运能力					
总资产周转率	1.72	2.19	1.98	1.83	1.77
应收账款周转率	11.77	12.48	11.55	11.92	11.97
存货周转率	10.41	11.23	8.89	10.08	9.98
每股指标 (元)					
每股收益	1.08	1.65	1.88	2.14	2.42
每股经营现金流	0.14	2.53	4.40	2.85	2.87
每股净资产	4.17	4.77	6.15	7.79	9.71
估值比率					
P/E	18.4	12.7	13.8	12.2	10.8
P/B	4.8	4.4	4.2	3.3	2.7
EV/EBITDA	11.5	8.1	7.2	5.6	4.4

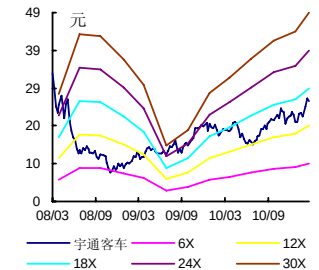
资本支出与经营活动现金流



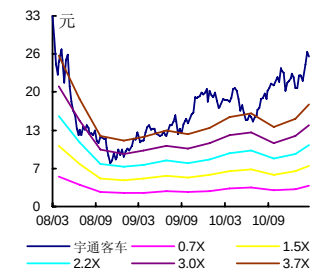
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发汽车行业研究小组

杨华超，分析师，上海交通大学企业管理学博士，曾在上汽集团、德尔福、英格索兰、光大证券等公司任职，2010 年进入广发证券发展研究中心。

黎韦清，分析师，南开大学经济学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

汤 俊，分析师，武汉理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

宇通客车(600066.sh)季报点评_季报点评	汤俊	2010-10-26
宇通客车(600066.sh)_中报点评	汤俊	2010-08-10
宇通客车(600066.sh)_公司跟踪研究报告	汤俊	2009-11-16

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。