

销售结构上移驱动业绩高增长

事件

宇通客车发布 2011 年一季报：期内共实现营业收入 29.48 亿元，同比增长 25.1%，实现归属于母公司股东净利润 1.77 亿元，同比增长 25.6%，折合每股收益 0.34 元。公司一季度业绩基本符合我们的预期。

研究结论

- **销售结构上移推动营收增速显著高于销量增速。**一季度大中客行业销售状况依然良好，销量同比增长 18.2%，由于产能紧张，公司共销售客车 8078 辆，同比增长 15.2%，低于行业增速；但期内公司产品销售结构显著上移，其中售价较高的大客车销量为 3896 辆，销售比重达到 42.2%，较去年一季度上升了 3.5 个百分点，带动营业收入增长高达 25.1%，显著高于销量增速。
- **通过加强管理实现了成本上升背景下盈利水平的持续提升。**期内公司产品的综合毛利率为 17.2%，与去年同期相比下降 0.2 个百分点；期间费用率为 9.9%，较去年同期下降 0.8 个百分点，整体盈利能力同比有所提升。公司在原材料价格高位、当地用工成本大幅上升的背景下，通过加强内部管理、主动调整产品销售结构，实现了盈利水平的持续上升，再次体现了公司优秀经营管理能力。我们认为，由于目前公司产能较为紧张，在下游需求依然保持旺盛的背景下，公司将通过进一步加强管理、调整销售结构，实现全年盈利水平的快速增长。
- **公司将持续受益于大中客行业新一轮景气周期。**2011 年起高铁和城际客运专线开始大规模投入运营，短期内高票价将驱使部分价格敏感型的乘客重新选择公路客运出行，有利于带动公路客运行业景气程度的提升，进而拉动对公路客运用车的需求。长期看，高速铁路和城际客运专线的不断通车将带动全社会出行效率大幅提升，全社会出行频次将得到提高，为公路客运带来大量中短途的驳运需求；制造业西迁与城市制造业“退城进园”带来的全新的通勤车需求不断增长；大中城市为解决城市交通拥堵问题而加快公交系统的建设将有力促进公交车产品需求的快速释放。基于以上分析，我们认为，始于 09 年 4 季度的大中型客车行业的新一轮景气周期仍将在未来三年得到延续。公司新增产能将于 2012 年投产，产能问题的解决将保证未来公司充分受益于大中客行业的新一轮景气周期。
- **投资评级。**我们维持对大中客行业的看好评级，宇通客车作为行业龙头，将凭借产品明显的竞争优势，优秀的经营管理能力，持续受益于大中客行业的新一轮景气周期。我们维持 2011、2012 年 2.25 元、2.76 元的盈利预测，维持公司买入评级，目标价 33.75 元。
- **风险提示。**1) 宏观经济景气程度大幅下滑，客运市场需求转入低迷；2) 公司产能扩张进度低于预期。

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申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

秦绪文

汽车行业高级分析师

8621-63325888 × 6097

qinxuwen@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209090198

联系人

王轶

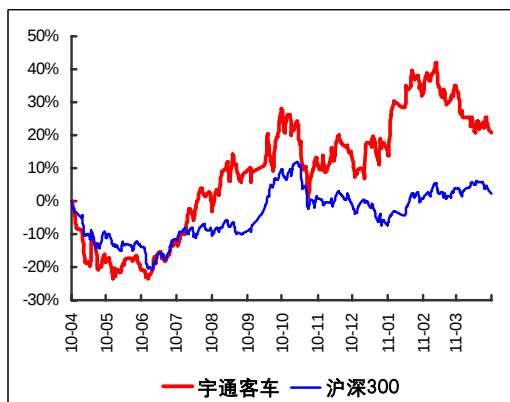
8621-63325888 × 6129

wangyi1@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 4 月 25 日)	23.22 元
目标价格	33.75 元
总股本/A 股 (亿股)	5.20
A 股市值 (亿元)	120.7
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2011 年 4 月 26 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测 单位：百万元

主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	13479	16096	18955	21614
同比(%)	53.5%	19.4%	17.8%	14.0%
母公司股东净利	860	1,169	1,437	1,651
同比(%)	52.6%	36.0%	22.9%	14.9%
毛利率(%)	17.33%	17.87%	18.11%	18.12%
净利率	6.4%	7.3%	7.6%	7.6%
ROE(%)	37.0%	39.1%	36.3%	35.0%
EPS(元)	1.65	2.25	2.76	3.18
P/E (倍)	14.0	10.3	8.4	7.3

资料来源：公司报告，东方证券研究所

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	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	13,479	16,096	18,955	21,614	经营活动现金流	1,318	1,810	1,801	2,289
营业成本	11,142	13,219	15,522	17,697	税后利润	860	1,169	1,437	1,651
营业税金及附加	42	50	59	67	经常性非现金支出	263	316	423	528
销售费用	721	884	1,019	1,136	非经常性现金支出	(42)	(19)	(19)	(19)
管理费用	523	625	736	852	营运资金变动	239	343	(41)	129
财务费用	17	13	9	10	少数股东损益	(3)	0	0	0
资产减值损失	40	25	32	34	投资活动现金流	(603)	(1,422)	(1,565)	(359)
总投资收益	12	21	21	21	资本开支	(924)	(1,443)	(1,585)	(380)
营业利润	1,005	1,300	1,600	1,838	投资与投资收益	321	21	21	21
营业外净收入	-31	28	33	38	筹资活动现金流	(645)	(180)	(540)	(1,061)
利润总额	974	1,328	1,633	1,876	贷款增加	13	0	0	0
所得税	117	159	196	225	支付股利利息	(530)	(169)	(529)	(1,050)
净利润	857	1,169	1,437	1,651	其他融资	(128)	(11)	(11)	(11)
少数股东损益	(3)	0	0	0	现金净流量	73	207	(303)	869
归属母公司净利润	860	1,169	1,437	1,651	现金期初余额	561	634	842	538
EPS (元/股)	1.65	2.25	2.76	3.18	现金期末余额	634	842	538	1,407

资产负债表					比率分析				
(百万元人民币)									
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产合计	4,628	5,056	5,268	6,522	增长能力				
货币资金	918	1,125	822	1,690	营收增长率(%)	53.48%	19.42%	17.76%	14.03%
应收账款及票据	1,768	2,154	2,633	3,000	EBITDA 增长率(%)	47.49%	31.08%	25.93%	17.25%
存货	1,225	1,249	1,658	1,655	EBIT 增长率(%)	61.04%	28.86%	23.40%	15.06%
交易性金融资产	0	0	0	0	净利润增长率(%)	52.56%	35.96%	22.95%	14.89%
非流动资产合计	2,169	3,331	4,531	4,425	盈利能力				
长期投资	83	83	83	83	毛利率(%)	17.33%	17.87%	18.11%	18.12%
固定资产	1,104	1,551	2,165	2,415	净利率(%)	6.36%	7.26%	7.58%	7.64%
在建工程	42	621	835	418	EBITDA 利润率(%)	8.83%	9.69%	10.36%	10.65%
可供出售金融资产	539	539	539	539	ROA(%)	13.93%	15.40%	15.80%	15.92%
无形资产	221	403	774	835	ROE(%)	37.0%	39.1%	36.3%	35.0%
开发支出	0	0	0	0	ROIC(%)	42.3%	38.0%	35.8%	35.6%
资产总计	6,797	8,387	9,799	10,947	偿债能力				
流动负债合计	4,018	4,591	5,085	5,622	资产负债率(%)	63.4%	58.3%	54.9%	54.1%
循环借款	0	0	0	0	流动比率(倍)	1.15	1.10	1.04	1.16
应付账款及票据	3,027	3,569	3,880	4,247	速动比率(倍)	0.85	0.83	0.71	0.87
预收账款	299	322	379	432	营运能力				
其他应付款	228	264	310	354	总资产周转率	2.19	2.12	2.08	2.08
非流动负债合计	293	298	298	298	应收账款周转率	3.98	4.00	3.87	3.75
长期贷款	15	19	19	19	存货周转率	11.23	10.69	10.68	10.68
应付债券	0	0	0	0	应付账款周转率	4.07	4.01	4.17	4.35
负债合计	4,311	4,888	5,383	5,920	价值评估				
股本	520	520	520	520	P/B(倍)	4.9	3.5	2.7	2.4
资本公积	433	433	433	433	P/E(倍)	14.0	10.3	8.4	7.3
未分配利润	1,124	2,020	2,794	3,240	EV/收入(倍)	0.83	0.68	0.59	0.48
股东权益合计	2,486	3,499	4,416	5,027	EV/EBITDA(倍)	9.39	7.03	5.74	4.52
负债和股东权益	6,797	8,387	9,799	10,947	EV/EBIT(倍)	11.23	8.56	7.13	5.72

资料来源：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