

强烈推荐-A (维持)

宇通客车 600066.SH

当前股价: 23.22 元

2011 年 4 月 26 日

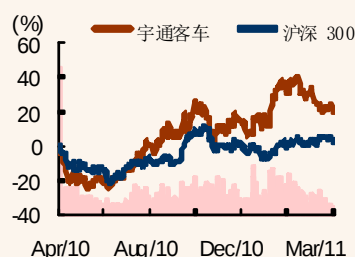
结构性调整保证增长与盈利的持续

基础数据

上证综指	2965
总股本(万股)	51989
已上市流通股(万股)	51989
总市值(亿元)	121
流通市值(亿元)	121
每股净资产(MRQ)	4.8
ROE(TTM)	35.8
资产负债率	63.4%
主要股东	郑州宇通集团
主要股东持股比例	32.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	1	19
相对表现	-7	8	17



宇通客车 1-3 月份实现销售收入 29.5 亿元, 同比增长 25%, 实现归属于母公司所有者净利润 1.77 亿元, EPS0.34 元, 同比增长 25.6%。我们认为公司销售收入增长、利润率水平平均好过多数汽车制造企业, 维持 2011EPS2.07 元预测, 而造成目前这种优于行业表现的原因为其自身产品结构的调整与优化。继续维持“强烈推荐-A”投资评级。

- **产品销售结构有优化, 保证销售收入的增长。** 1-3 月份, 公司客车销售 8078 辆, 同比增长 15.2%, 其中大型客车销售 3896 辆, 同比增长 26%, 在产品产能受限情况下, 公司产品结构的优化保证了其销售收入快速的增加, 同时也体现出公司在大型客车方面竞争的优越性。
- **产品结构的优化能有效避免原材料价格上涨带来的毛利率下降。** 比较 2010 年 1Q 与 2011 年 1Q 的情况, 原材料以及人工成本都有较大幅度的提升, 正是在产品结构上的优化, 公司毛利率以及净利润均维持在去年同期相等的水平, 2011 年 1Q 毛利率 17.16%, 略低与去年的 17.38%, 净利润率 6.04% 好于去年同期 6.01%。二季度我们认为在规模上的增加以及结构的持续优化, 公司产品毛利率以及净利润率仍然可以维持, 即使下降, 幅度也在可控范围之内。
- **财务状况健康, 可以保证公司健康运营。** 2011 年 1Q 末资产负债率 60%, 较年初下降 3 个百分点, 而在公司的合并资产负债表里面, 其一年内到期非流动负债不过 852 万, 长期借款 993 万低于年初 1467 万元, 在今年存款准备金率上调、加息的预期情况下, 公司在财务方面有足够的准备。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级:** 我们认为, 2011 年公司可以通过有效的产品结构调整来保证盈利的平稳增长, 而 2012 年公司产能将逐步释放, 从而保证其未来的成长性。维持 2011、2012 年 2.07、2.43EPS, 目前股价 23.2 元, 对应 2011、2012 年 PE 分别为 11.4、9.5 倍, 考虑其业绩的稳定性以及成长的确定性, 维持强烈推荐-A 投资评级。
- **风险提示:** 原材料价格上涨幅度过快, 人民币大幅度升值。

汪刘胜

0755-25310137

wangls@cmschina.com.cn

S1090511040037

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	8782	13479	15520	18062	21030
同比增长	5%	53%	15%	16%	16%
营业利润(百万元)	643	1005	1242	1460	1715
同比增长	2%	56%	24%	18%	17%
净利润(百万元)	563	860	1074	1263	1484
同比增长	6%	53%	25%	18%	17%
每股收益(元)	1.08	1.65	2.07	2.43	2.85
PE	24.0	15.7	12.6	10.7	9.1
PB	6.2	6.6	4.6	3.3	2.5

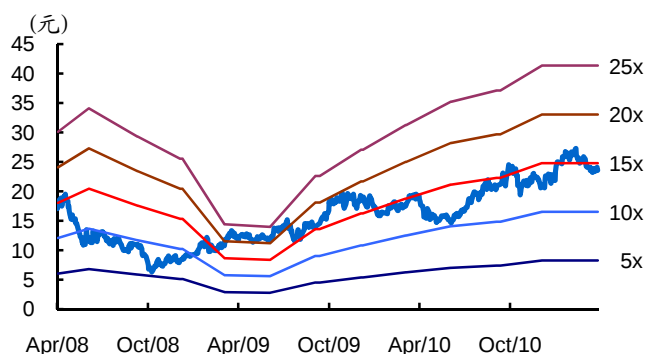
资料来源: 招商证券

表 1: 单季度业绩回顾

单位: 百万元	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1
一、营业总收入	1322	2225	2285	2949	2357	3168	3607	4346	2948
二、营业总成本	1263	2085	2123	2705	2207	2916	3349	4014	2753
其中: 营业成本	1083	1880	1895	2401	1948	2637	2980	3578	2442
营业税金及附加	9	9	10	11	9	8	12	13	18
营业费用	71	99	112	188	144	115	188	273	159
管理费用	94	90	97	77	101	124	150	149	133
财务费用	2	0	4	3	7	5	-1	5	-1
资产减值损失	3	7	5	24	-2	26	18	-3	1
三、其他经营收益	0	16	9	12	0	1	4	8	5
公允价值变动收益	0	0	3	2	-3	-2	0	0	0
投资收益	0	16	5	10	3	3	4	8	5
四、营业利润	59	157	171	256	150	253	262	339	200
加: 营业外收入	4	5	3	5	9	7	4	6	3
减: 营业外支出	2	1	2	1	0	3	52	2	2
五、利润总额	62	161	171	260	159	257	214	344	201
减: 所得税	7	22	24	33	18	37	31	31	23
六、净利润	54	139	147	227	142	220	183	312	178
减: 少数股东损益	0	2	2	1	0	0	-1	-1	1
七、归属母公司所有者净利润	55	137	145	226	141	221	184	314	177
EPS (元)	0.11	0.26	0.28	0.43	0.27	0.42	0.35	0.60	0.34
毛利率	18.1%	15.5%	17.1%	18.6%	17.4%	16.8%	17.4%	17.7%	17.2%
营业利润率	4.5%	7.0%	7.5%	8.7%	6.4%	8.0%	7.3%	7.8%	6.8%
净利率	4.1%	6.3%	6.4%	7.7%	6.0%	7.0%	5.1%	7.2%	6.0%
营业费率	5.4%	4.5%	4.9%	6.4%	6.1%	3.6%	5.2%	6.3%	5.4%
管理费率	7.1%	4.0%	4.2%	2.6%	4.3%	3.9%	4.2%	3.4%	4.5%
实际税率	12.0%	13.6%	14.0%	12.7%	11.0%	14.3%	14.4%	9.1%	11.4%

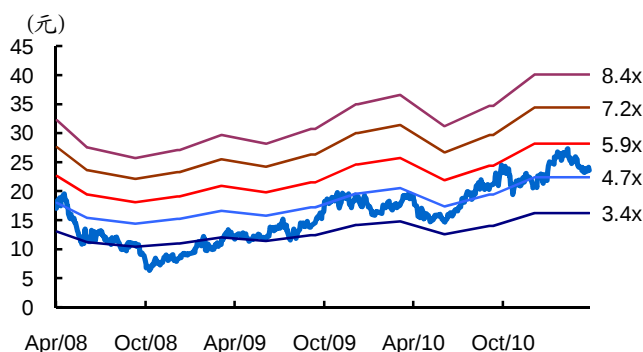
资料来源: 公司报表, 招商证券

图 1: 宇通客车历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 宇通客车历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3395	4628	6249	7900	10115
现金	717	918	2673	3847	5504
交易性投资	309	0	650	650	650
应收票据	545	446	466	542	631
应收款项	949	1211	1029	1197	1394
其它应收款	32	111	78	90	105
存货	758	1225	1225	1425	1658
其他	86	717	128	149	174
非流动资产	2112	2169	2388	2596	2587
长期股权投资	83	83	83	83	83
固定资产	1053	1104	1371	1599	1607
无形资产	221	221	199	179	161
其他	755	761	735	735	735
资产总计	5507	6797	8637	10497	12702
流动负债	3068	4018	5108	5861	6738
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1106	1234	2053	2387	2777
预收账款	132	299	257	298	347
其他	1830	2485	2799	3175	3614
长期负债	265	293	125	125	125
长期借款	6	15	15	15	15
其他	259	278	110	110	110
负债合计	3334	4311	5233	5985	6863
股本	520	520	520	520	520
资本公积金	459	433	433	433	433
留存收益	1189	1529	2447	3555	4882
少数股东权益	6	4	4	4	4
母公司所有者权益	2168	2482	3401	4508	5836
负债及权益合计	5507	6797	8637	10497	12702

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	73	1318	3166	1816	2095
净利润	563	860	1074	1263	1484
折旧摊销			247	290	309
财务费用			(5)	(9)	(13)
投资收益			(5)	(5)	(5)
营运资金变动			1875	255	298
其它	(491)	458	(20)	21	22
投资活动现金流	(383)	(603)	(1124)	(500)	(300)
资本支出			(500)	(500)	(300)
其他投资	(383)	(603)	(624)	0	0
筹资活动现金流	(489)	(645)	(286)	(142)	(138)
借款变动					
普通股增加					
资本公积增加					
股利分配			(156)	(156)	(156)
其他	(489)	(645)	(130)	14	18
现金净增加额	(799)	70	1756	1174	1657

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	8782	13479	15520	18062	21030
营业成本	7259	11142	12829	14918	17356
营业税金及附加	39	42	62	72	84
营业费用	470	721	745	867	1009
管理费用	358	523	652	759	883
财务费用	9	17	(5)	(9)	(13)
资产减值损失	40	40	0	0	0
公允价值变动收益	5	(5)	0	0	0
投资收益	32	17	5	5	5
营业利润	643	1005	1242	1460	1715
营业外收入	17	26	0	0	0
营业外支出	6	57	0	0	0
利润总额	654	974	1242	1460	1715
所得税	86	117	168	197	232
净利润	567	857	1074	1263	1484
少数股东损益	4	(3)	0	0	0
母公司所有者净利润	563	860	1074	1263	1484
EPS (元)	1.08	1.65	2.07	2.43	2.85

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	5%	53%	15%	16%	16%
营业利润	2%	56%	24%	18%	17%
净利润	6%	53%	25%	18%	17%
获利能力					
毛利率	17.3%	17.3%	17.3%	17.4%	17.5%
净利率	6.4%	6.4%	6.9%	7.0%	7.1%
ROE	26.0%	42.0%	36.2%	31.0%	27.5%
ROIC	26.0%	43.5%	35.8%	30.7%	27.2%
偿债能力					
资产负债率	60.5%	63.4%	60.6%	57.0%	54.0%
净负债比率	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.3	1.5
速动比率	0.9	0.8	1.0	1.1	1.3
营运能力					
资产周转率	1.6	2.0	1.8	1.7	1.7
存货周转率	10.4	11.2	10.5	11.3	11.3
应收帐款周转率	11.8	12.5	13.9	16.2	16.2
应付帐款周转率	6.2	9.5	7.8	6.7	6.7
每股资料(元)					
每股收益	1.08	1.65	2.07	2.43	2.85
每股经营现金	0.14	2.53	6.09	3.49	4.03
每股净资产	4.17	3.94	5.71	7.84	10.39
每股股利	1.60	2.60	0.30	0.30	0.30
估值比率					
PE	24.0	15.7	12.6	10.7	9.1
PB	6.2	6.6	4.6	3.3	2.5
EV/EBITDA	20.3	16.4	11.3	9.6	8.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

汪刘胜，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究4年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；并入围新财富最佳分析师评选。2009年获水晶球奖项，新财富最佳分析师上榜，2010年获水晶球奖项并获得新财富最佳分析师第三名。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。