



宇通客车（600066）：产能瓶颈凸现，结构调整乃是今年看点

——4月销量数据点评

近半年该股相对沪深300走势



基础数据

总股本（百万股）	519
实际流通 A 股（百万股）	519
实际流通 A 股市值（亿元）	112

研究员 刘洋
电话 (025)83367888-3305
MSN liuyang200029@hotmail.com

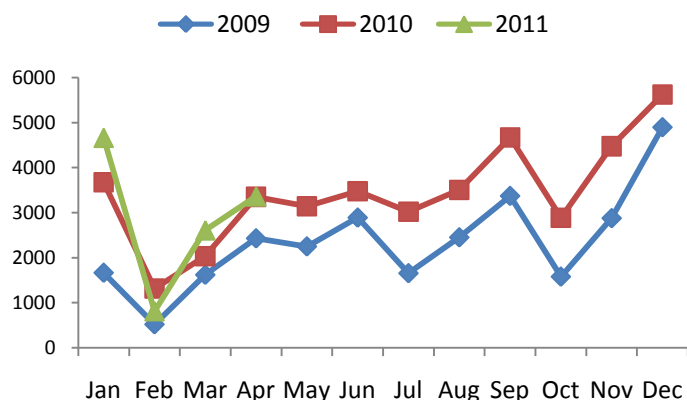
研究员 尹建辉
投资咨询证书号 S0620207050048

评级： 推荐

● 内容提要

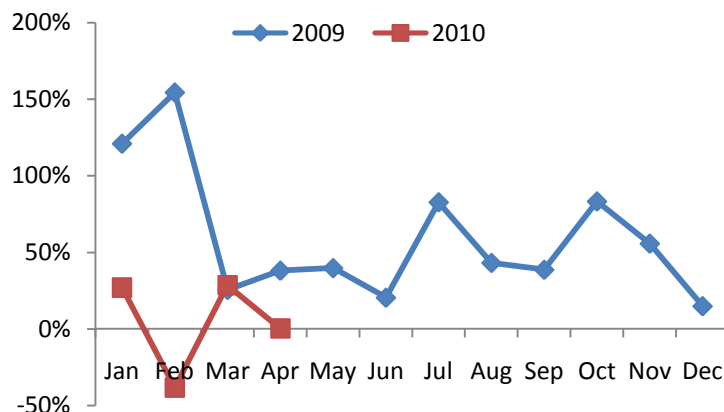
- 宇通客车公告显示4月份销量与去年同期基本持平，共销量3360辆，同比增长0.27%，环比增长28.93%；其中大型客车销量1420辆，同比增长2.97%，环比增长29.21%；中型客车销量1615辆，同比增长10.24%，环比增长26.67%，轻型客车销量325辆，同比增长-35.9%，环比增长40.09%。
- 2011年1-4月，公司客车总体销量11438辆，同比增长10.35%。其中大型客车销量为5316辆，同比增长18.9%；中型客车销量5232辆，同比增长8.28%；轻型客车销量890辆，同比增长-16.2%。
- 2011年公司产能利用率仍维持在高位，产能向高毛利率的大中客车倾斜。目前公司产能已经达到极限，公司尽可能满足大中客车的订单需求，限制部分轻型客车订单需求。1-4月份大中客车占比达到92.2%，高于2010年的90.8%的水平。4月份中型客车之所以增速较高，主要是由于公司接到的中型客车订单较多所致。5月份同比将可能出现负增长。我们认为公司自从去年产能就已经达到极限，到2012年底新产能投产前，公司总体销量同比增速将保持在10%以内。公司今年的看点就在于产品结构的调整。
- 产能瓶颈将持续到2012年。2012年底公司产能可达5.5万辆（原厂区3万+公交产能2万+专用车产能0.5万），2015年公司预计产能达到7.5万台（再加上2万新客车产能）。但2011年产能释放空间有限，公司将科学的利用订单管理，来增加和平滑每月客车产量，我们预计2011年产量为4.4万辆，同比增长8%。
- 盈利预测：公司2011/12/13年EPS（摊薄后）分别为1.68元/2.10元/2.85元，目前对应的股价为21.75元(2011.5.05)，2011/2012 PE分别为12.9X和10.3X。基于公司的在客车行业的龙头地位以及行业增速水平，我们给予公司2011年19倍的PE，公司2011年的价格为31.92元，再加上可供出售的金融资产有望在上半年出售，获得BPS为0.22元，给予公司2.37倍的PB，因此公司2011年的目标价格为32.44元，我们给予“推荐”评级
- 风险提示：原材料等成本大幅上涨将会对公司产生不利影响。

图 1: 月度客车销量及增速



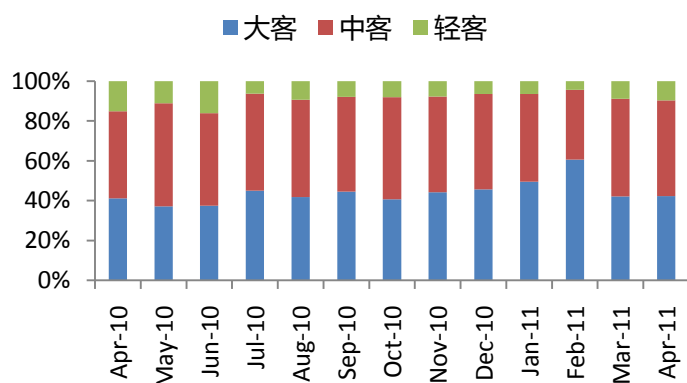
资料来源: 公司公告 南京证券研究所

图 2: 月度客车同比增速



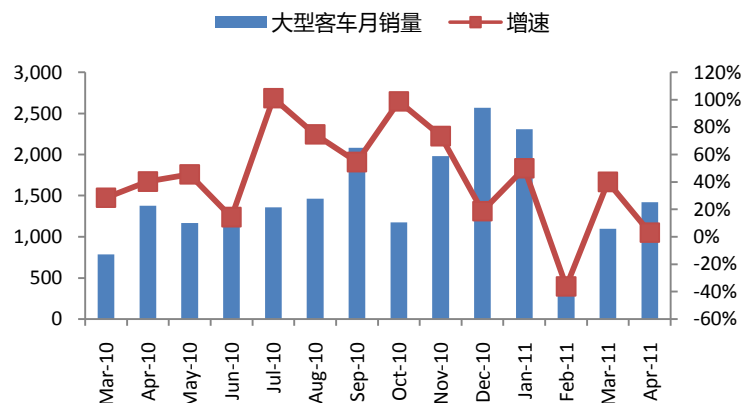
资料来源: 公司公告, 南京证券研究所

图 3: 月度客车销量及增速



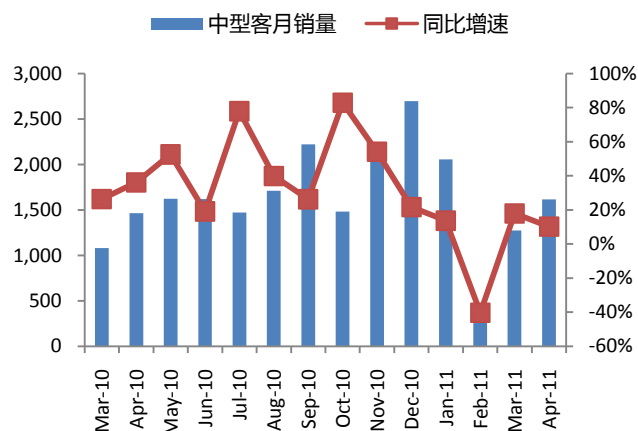
资料来源: 公司公告 南京证券研究所

图 4: 月度客车同比增速



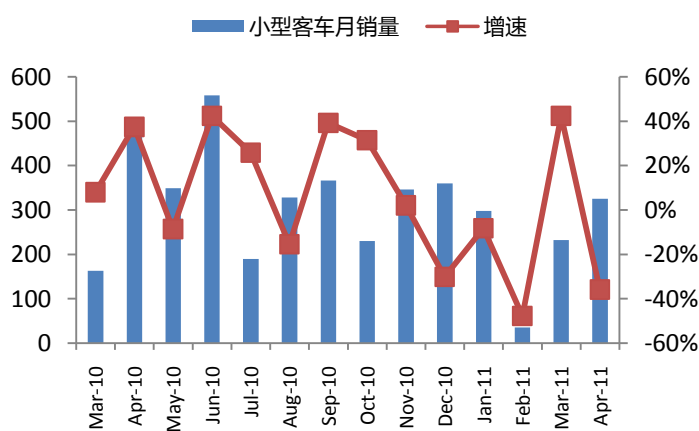
资料来源: 公司公告, 南京证券研究所

图 5: 月度中型客车销量及增速



资料来源: 公司公告 南京证券研究所

图 6: 月度轻型客车销量及增速



资料来源: 公司公告, 南京证券研究所

	2011 年销量		2010 年销量		2011 年同比增速			4 月环比增速	
	4 月	1-4 月累计	4 月	1-4 月累计	4 月	3 月	1-4 月累计	2011	2010
大型客车	1420	5316	1379	4471	2.97%	40.00%	18.90%	29.21%	75.67%
中型客车	1615	5232	1465	4832	10.24%	17.95%	8.28%	26.67%	35.52%
轻型客车	325	890	507	1062	-35.90%	42.33%	-16.20%	40.09%	211.04%
合计	3360	11438	3351	10365	0.27%	28.44%	10.35%	28.93%	65.16%

财务报表及预测

利润表	2009 A	2010 A	2011 E	2012 E	2013 E	经营性现金净流 量	81	1346	2158	1065	3523
营业收入	8782	1347 9	1576 4	1964 8	2686 8	经营性现金净流 量	81	1346	2158	1065	3523
减: 营业成本	7259	1114 2	1302 9	1622 9	2217 4	投资性现金净流 量	-383	-603	-3500	-2000	-80
营业税金及附加	39	42	49	62	84	筹资性现金净流 量	-489	-645	1889	807	-2700
营业费用	470	721	832	1030	1416	现金流量净额	-791	101	547	-129	744
管理费用	358	523	596	727	1013	收益率	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
财务费用	9	17	-18	21	41	毛利率	17.34%	17.33%	17.35%	17.40%	17.47%
资产减值损失	40	40	0	0	0	三费/销售收入	9.53%	9.35%	8.95%	9.05%	9.19%
加: 投资收益	32	17	50	70	100	EBIT/销售收入	7.44%	7.14%	8.29%	8.50%	8.39%
公允价值变动损益	5	-5	0	0	0	EBITDA/销售收入	9.60%	8.59%	9.70%	9.65%	9.23%
其他经营损益	0	0	0	0	0	销售净利率	6.46%	6.36%	7.19%	7.19%	7.14%
营业利润	643	1005	1325	1650	2240	资产获利率	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
加: 其他非经营损益	10	-31	0	0	0	ROE	25.99%	34.63%	20.75%	23.22%	27.72%
利润总额	654	974	1325	1650	2240	ROA	12.63%	15.25%	11.70%	12.24%	13.64%
减: 所得税	86	117	191	237	321	ROIC	119.46 %	70.09%	57.04%	30.81%	26.80%
净利润	567	857	1134	1413	1919	增长率	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
减: 少数股东损益	4	-3	-3	-4	-6	销售收入增长率	5.35%	53.48%	16.96%	24.64%	36.75%
归属母公司股东净利 润	563	860	1137	1417	1925	EBIT 增长率	1.47%	47.22%	35.83%	27.78%	34.96%
资产负债表	2009 A	2010 A	2011 E	2012 E	2013 E	EBITDA 增长率	9.18%	37.36%	32.05%	24.03%	30.80%
货币资金	487	564	1111	982	1726	净利润增长率	8.28%	51.04%	32.28%	24.59%	35.85%
应收和预付款项	1611	2485	3151	3549	4832	总资产增长率	13.97%	21.93%	77.07%	22.14%	21.14%
存货	758	1225	1546	1906	2810	资本结构	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他流动资产	309	0	0	0	0	资产负债率	57.99%	60.60%	50.94%	55.32%	58.05%
长期股权投资	83	83	133	203	303	投资资本/总资产	24.23%	31.08%	41.56%	52.81%	36.65%
投资性房地产	0	0	0	0	0	流动比率	1.14	1.20	1.07	0.89	1.01
固定资产和在建工程	1073	1146	4451	6252	6132	速动比率	0.87	0.86	0.79	0.62	0.71
无形资产和开发支出	226	221	195	168	142	股利支付率	55.36%	60.48%	56.18%	56.18%	56.18%
其他非流动资产	626	586	586	585	585	资产管理效率	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
资产总计	5175	6310	1117 2	1364 6	1653 1	总资产周转率	1.70	2.14	1.41	1.44	1.63
短期借款	0	0	0	1614	0	固定资产周转率	8.34	12.21	17.34	26.14	48.64
应付和预收款项	2769	3554	5412	5645	9296	应收账款周转率	5.88	8.13	7.43	7.59	6.98
长期借款	6	15	25	35	45	存货周转率	9.57	9.09	8.43	8.51	7.89
其他负债	226	255	255	255	255	业绩和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
负债合计	3001	3824	5692	7548	9596	EBIT	653.78	962.50	1307.3 6	1670.5 7	2254.6 7

作者郑重声明：在本人所知情的范围内，本人所属机构以及财产上的利害关系人与本人所评价的证券没有利害关系。所有结论为一家之言，仅供参考，任何依据本产品做出的投资决策，风险自负。本刊内容版权所有，请勿公开引用。

独立性声明

股本	520	520	520	520	520	EBITDA	842.88	1157.77	1528.85	1896.22	2480.25
资本公积	459	433	2933	2933	2933	净利润	563.49	859.66	1137.18	1416.84	1924.72
留存收益	1189	1529	2027	2648	3492	EPS	1.08	1.65	2.19	2.73	3.70
归属母公司股东权益	2168	2482	5481	6101	6945	EPS(摊薄后)	0.83	1.27	1.68	2.10	2.85
少数股东权益	6	4	0	-4	-10	PE	23.86	15.64	11.82	9.49	6.99
股东权益合计	2174	2486	5481	6097	6935	PB	6.20	5.42	2.45	2.20	1.94
负债和股东权益合计	5175	6310	11172	13646	16531	EV/EBIT	19.17	13.43	9.64	8.71	5.57
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	EV/EBITDA	14.87	11.16	8.25	7.67	5.06

南京证券行业投资评级的说明：

- 强烈推荐：预期未来 6 个月内该行业指数超越沪深 300 指数 20%以上；
- 推 荐：预期未来 6 个月内该行业指数超越沪深 300 指数 5%--20%；
- 中 性：预期未来 6 个月内该行业指数与沪深 300 指数相比涨幅在 ± 5%之间；
- 回 避：预期未来 6 个月内该行业指数与沪深 300 指数相比跌幅大于 5%。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 强烈推荐：六个月内预计涨幅大于 30%；
- 推荐：六个月内预计涨幅为 10%-30%之间；
- 中性：六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间；
- 回避：六个月内预计涨幅为-10%及以下。