

宇通客车 (600066)

公司研究/调研报告

公交市场给力，淡季不淡

—宇通客车 (600066) 调研简报

民生精品—调研报告/汽车行业

2011年06月28日

一、事件概述

6月24日我们拜访了宇通客车 (600066)，就公司近期的经营情况与董事会办公室进行了深入交流。

二、分析与判断

➤ “十二五”期间公交车将迎来一轮新的发展机遇，行业年均增长60%。

当前，我国正处于城镇化的快速发展阶段。目前公交基础设施建设明显滞后，《城市公共交通“十二五”发展规划纲要》提出实施公共交通优先发展战略，提高公共交通出行分担比率，目标是至“十二五”末，全国公共汽电车保有总量达60万辆，较2010年新增约20万辆。新增公交车需求20万辆，再加上更新需求的28万辆，“十二五”期间公交车的总需求约为48万辆，平均年需求量将达到9.6万辆，而目前公交车的年销量还不到6万辆，未来五年公交车市场年均增长60%。公司作为客车市场龙头，将首先受益。

➤ 排产紧密，淡季不淡。

公司近期排产紧密，月排产4千辆以上，淡季不淡，主要是公交订单及出口同比大幅增长。公司看好未来公交市场空间，我们预计今年公交行业增速为15%。四季度客车行业将迎来旺季，预计2011年公司客车销量达4.8万辆，同比增长17%。

➤ 2012年产能释放，公司销量将呈跳跃式增长。

产能瓶颈一直以来制约公司客车销量的增长。目前公司设计产能3万台，极限产能为5千多台每月，2010年克服产能压力销售4.1万辆客车。公司未来新规划产能为4.5万辆，其中2011年底将有5000辆专用车达产；2012年4季度10000辆新能源客车、10000辆公交车将达产；另外还有20000辆客运车在用地审批过程中。即至2012年产能为5.5万辆，将大大缓解产能压力。

➤ 人工成本上升，公司力保毛利率稳定。

由于工资上涨及增加招工量，公司人工成本有较大幅度的提升，一季度毛利率为17.16%，低于去年同期的17.38%，二季度仍有下降趋势。但是由于采购成本下降，公司产品结构优化，将避免毛利率下滑，维持盈利增长稳定。

➤ 新能源汽车业务推进提速。

2010年公司新能源客车产量不足100辆，基本不贡献利润。2011年公司或生产500-1000辆。公司规划的1万辆新能源汽车将在2012年四季度投产，届时将分享政策强力推动的新能源汽车市场。

三、盈利预测与投资建议

公司是客车行业龙头，业绩增长明确。预计11-13年公司EPS分别为2.04元、2.49元、3.03元，对应11-13年的动态市盈率为11、9、8倍。给予公司强烈推荐评级，目标价28元。

四、风险提示：

出口复苏低于预期；原材料价格上涨超预期；产能释放慢于预期。

强烈推荐

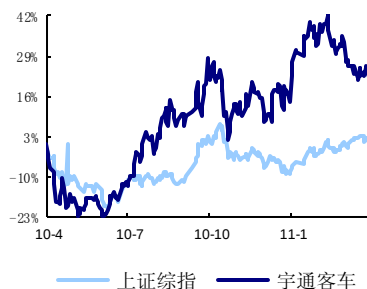
上调评级

合理估值：28元

交易数据 (2011-06-28)

收盘价 (元)	22.69
近12个月最高/最低	27.45/20
总股本 (百万股)	520
流通股本 (百万股)	520
流通股比例%	100
总市值 (亿元)	118
流通市值 (亿元)	118

该股与上证综指一年走势比较



分析师

分析师：刘芬

执业证书编号：S0940511040002

电话：(86755)22662076

Email: liufen@mszq.com

相关研究

- 《销售规模提升，产品结构优化》 2010.08.10
- 《出口复苏促进增长》 2010.08.02
- 《受益大中型客车行业高成长》 2011.04.27

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	13479	16309	19571	23485
增长率(%)	53.48%	21.00%	20.00%	20.00%
归属母公司股东净利润(百万元)	860	1059	1293	1574
增长率(%)	52.56%	23.20%	22.07%	21.75%
每股收益(元)	1.65	2.04	2.49	3.03
PE	13.79	11.19	9.17	7.53
PB	4.78	3.50	2.64	2.03

资料来源: 民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E	单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4627.78	6006.17	8030.52	10143.81	营业收入	13478.50	16308.99	19570.78	23484.94
现金	917.79	2359.69	2849.23	4731.78	营业成本	11142.43	13482.34	16178.81	19414.58
应收账款	1210.82	1402.60	1733.50	2029.82	营业税金及附加	42.29	51.17	61.40	73.68
其它应收款	110.97	61.81	145.53	103.28	营业费用	720.78	872.14	1046.57	1255.88
预付账款	716.75	254.15	910.93	487.16	管理费用	523.43	633.35	760.02	912.02
存货	1225.35	1174.94	1705.40	1751.00	财务费用	16.70	2.75	-17.79	-43.29
其他	446.10	752.99	685.92	1040.77	资产减值损失	40.38	48.86	58.63	70.36
非流动资产	2169.26	2229.58	2287.02	2355.00	公允价值变动收益	-5.12	-5.12	-5.12	-5.12
长期投资	83.09	83.09	83.09	83.09	投资净收益	17.18	17.18	17.18	17.18
固定资产	1104.11	1130.92	1148.75	1167.50	营业利润	1004.56	1230.45	1495.21	1813.78
无形资产	220.69	255.59	295.26	342.86	营业外收入	25.87	25.87	25.87	25.87
其他	761.35	759.98	759.92	761.54	营业外支出	56.64	56.64	56.64	56.64
资产总计	6797.04	8235.75	10317.54	12498.81	利润总额	973.79	1199.67	1464.44	1783.01
流动负债	4018.28	4559.45	5547.00	6396.05	所得税	116.67	143.74	175.46	213.63
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	857.12	1055.94	1288.98	1569.38
应付账款	1233.93	1597.62	1800.24	2277.20	少数股东损益	-2.55	-3.14	-3.83	-4.67
其他	2784.35	2961.83	3746.76	4118.85	归属母公司净利润	859.66	1059.08	1292.81	1574.05
非流动负债	292.89	290.45	287.87	285.25	EBITDA	1140.23	1373.98	1653.80	1989.26
长期借款	14.67	12.24	9.66	7.04	EPS (元)	1.65	2.04	2.49	3.03
其他	278.21	278.21	278.21	278.21					
负债合计	4311.17	4849.91	5834.87	6681.30	主要财务比率				
少数股东权益	3.63	0.49	-3.34	-8.01		2010	2011E	2012E	2013E
股本	2482.24	3385.35	4486.02	5825.51	成长能力				
资本公积金	6797.04	8235.75	10317.54	12498.81	营业收入	53.48%	21.00%	20.00%	20.00%
留存收益					营业利润	56.14%	22.49%	21.52%	21.31%
归属母公司股东权益			单位:百万		归属母公司净利润	52.56%	23.20%	22.07%	21.75%
负债和股东权益	2010	2011E	2012E	2013E	获利能力				
					毛利率	17.33%	17.33%	17.33%	17.33%
现金流量表					净利率	6.36%	6.47%	6.59%	6.68%
单位: 百万元	195.27	226.65	273.27	328.87	ROE	34.48%	31.19%	28.75%	26.98%
经营活动现金流	16.70	2.75	-17.79	-43.29	ROIC	30.23%	27.66%	25.59%	24.01%
净利润	-17.18	-17.18	-17.18	-17.18	偿债能力				
折旧摊销	-394.97	606.37	-547.39	618.17	资产负债率	63.43%	58.89%	56.55%	53.46%
财务费用	-30.73	5.12	5.12	5.12	净负债比率	0.45%	0.32%	0.22%	0.16%
投资损失	99.06	-274.91	-318.64	-384.78	流动比率	1.15	1.32	1.45	1.59
营运资金变动	48.44	60.33	57.44	67.97	速动比率	0.85	1.06	1.14	1.31
其它	0.10	0.00	0.00	0.00	营运能力				
投资活动现金流	147.61	-214.58	-261.20	-316.81	总资产周转率	2.19	2.17	2.11	2.06
资本支出	-524.23	-162.83	-176.82	-193.73	应收帐款周转率	12.48	12.48	12.48	12.48
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	应付帐款周转率	9.52	9.52	9.52	9.52
其他	12.35	-2.43	-2.58	-2.61	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-536.58	-160.39	-174.23	-191.12	每股收益	1.65	2.04	2.49	3.03
短期借款	201.04	1441.90	489.54	1882.55	每股经营现金	0.32	0.22	0.19	0.16
长期借款					每股净资产	4.78	6.51	8.62	11.19
普通股增加					估值比率				
资本公积增加			单位:百万		P/E	13.79	11.19	9.17	7.53
其他	2010	2011E	2012E	2013E	P/B	4.78	3.50	2.64	2.03
现金净增加额	13478.50	16308.99	19570.78	23484.94	EV/EBITDA	9.83	7.10	5.60	3.71

资料来源：民生证券研究所

分析师与联系人简介

刘芬，天津大学汽车发动机专业工科学士，中山大学经济学硕士。曾就职于国都证券，多年汽车行业研究经历。2011年加入民生证券，主要研究汽车行业。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 518040

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 200120

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。