

宇通客车 (600066)

结构调整效果明显，收入和利润大幅增长

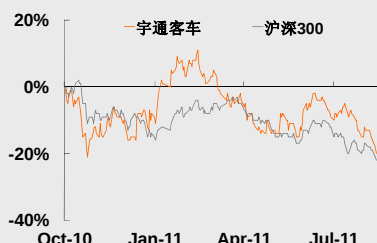
推荐 (维持)

现价：19.03 元

主要数据

行业	汽车
公司网址	www.yutong.com
大股东/持股	郑州宇通集团有限公司 /32.90%
实际控制人/持股	中原信托/27.97%
总股本(百万股)	520
流通 A 股(百万股)	520
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	98.94
流通 A 股市值(亿元)	98.94
每股净资产(元)	5.53
资产负债率(%)	60.7

行情走势图



相关研究报告

产品结构调整提升盈利能力 (2011.8.2)
产品结构调整和费用控制实现收入与利润同步增长 (2011.4.26)
客车龙头稳健经营，发展新能源客车增添新动力 (2011.2.23)
新能源客车业务拓展企业成长空间 (2011.1.9)

证券分析师

余兵 S1060207120088
021-33830523
yubing006@pingan.com.cn

王德安 S1060209080153
021-33830523
wangdean002@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

宇通客车披露 2011 年三季度报：7-9 月实现营业收入 46.0 亿元，同比增长 27.6%；净利润 3.11 亿元，同比增长 69.0%。第三季度每股收益 0.60 元；前三季度每股收益 1.41 元，每股净资产 5.53 元。

- **结构调整效果明显，收入和利润增长均高于销量增长。**受制于产能限制，公司加大产品结构调整力度，增加售价高和毛利率高的大中型客车产量，减少售价低和毛利率低的轻型客车产量，深度挖掘产能，公司收入和利润增长幅度均高于销量增长。3Q11 公司产销量一直维持在 4000 辆以上，最高月产量将近 4800 辆，基本达到公司产能极限。
- **销量增速好于竞争对手，同时 3Q11 客车售价回升。**2011 年 1-9 月销售各型客车 31718 辆，同比增长 12.6%，高于金龙系 7.7% 的增速。3Q11 和 2Q11 公司大中型客车占总销量比例相当，3Q11 客车出厂均价高于 2Q11。
- **费用率变化和营业外收支是导致公司净利润增长远高于收入增长主要原因。**公司 3Q11 毛利率只同比增加 0.17 个百分点，三项费用率合计同比减少 0.6 个百分点，三项费用率下降促进净利润增长。3Q10 公司有大额捐赠，而 3Q11 收到政府大额补贴。
- **客车市场景气度依旧。**2011 年 1-9 月客车行业销量同比增长 14%，明显好于乘用车、货车板块。由于公路客运出行方便、覆盖面广等优点，以及政府推进公共交通发展，旅游客运的增长，城市化进程推进，人们出行次数增加，客车市场空间仍然巨大。
- **盈利预测与投资评级。**提高公司盈利预测，预计 2011~2013 年每股收益分别为 2.05 元、2.43 元和 3.01 元，并维持“推荐”投资评级。
- **风险提示：**原材料成本、人工成本上升影响公司毛利率水平；国家行业政策调整影响公司产品销售。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	8,782	13,479	15,962	19,600	23,460
YoY(%)	5.4	53.5	18.4	22.8	19.7
净利润(百万元)	563	860	1,066	1,265	1,567
YoY(%)	6.1	52.6	24.1	18.6	23.9
毛利率(%)	17.3	17.3	17.5	17.3	17.5
净利率(%)	6.4	6.4	6.7	6.5	6.7
ROE(%)	26.0	34.6	31.5	30.7	30.7
EPS(摊薄/元)	1.08	1.65	2.05	2.43	3.01
P/E(倍)	17.6	11.5	9.3	7.8	6.3

图表1 主要客车企业销量 单位：辆

厂商	2011 年		2010 年		增长幅度	
	9 月	累计	9 月	累计	9 月	累计
全行业	22,658	169,231	21,197	148,401	6.9%	14.0%
宇通集团	4,860	31,718	4,672	28,179	4.0%	12.6%
金龙系合计	6,375	51,251	6,887	47,608	-7.4%	7.7%
其中:金龙联合	2,184	17,946	2,526	17,017	-13.5%	5.5%
苏州金龙	2,477	16,995	2,343	15,213	5.7%	11.7%
厦门金旅	1,714	16,310	2,018	15,378	-15.06%	6.06%

资料来源：中客网

图表2 宇通客车分车型销量 单位：辆

产品	2011 年		2010 年		增长幅度	
	9 月	累计	9 月	累计	9 月	累计
大型客车	2,202	13,646	2,083	11,843	5.7%	18.8%
中型客车	2,420	15,690	2,223	13,483	8.9%	8.9%
轻型客车	238	2,382	366	2,853	-35.0%	-32.3%
合计	4,860	31,718	4,672	28,179	4.0%	12.6%

资料来源：公司公告

图表3 宇通客车单季度业绩 单位：万元、辆

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	同比增长	环比增长
营业总收入	235,732	316,804	360,713	434,601	294,796	345,781	460,377	27.6%	33.1%
营业成本	194,767	263,688	298,032	357,757	244,208	286,378	379,594	27.4%	32.6%
销量	7,014	9,969	11,196	12,990	8,078	10,290	13,350	19.2%	29.7%
均价	33.6	31.8	32.2	33.5	36.5	33.6	34.5	7.1%	2.6%
净利润	14,112	22,052	18,432	31,370	17,723	24,455	31,145	69.0%	27.4%
EPS (元)	0.27	0.42	0.36	0.60	0.34	0.47	0.60	69.0%	27.7%
								同比增加 百分点	环比增加 百分点
毛利率	17.38%	16.77%	17.38%	17.68%	17.16%	17.18%	17.55%	0.17	0.37
销售费用率	6.10%	3.60%	5.20%	6.30%	5.40%	4.65%	4.81%	-0.39	0.16
管理费用率	4.30%	3.90%	4.20%	3.40%	4.50%	4.11%	4.06%	-0.14	-0.05
财务费用率	0.30%	0.20%	0.00%	0.10%	-0.10%	-0.06%	-0.07%	-0.07	-0.01
三项费用合计	10.70%	7.70%	9.40%	9.80%	9.90%	8.70%	8.80%	-0.60	0.10
净利率	6.00%	7.00%	5.10%	7.20%	6.00%	7.07%	6.77%	1.67	-0.30

资料来源：公司公告、平安证券研究所

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2009A	2010 A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2009A	2010 A	2011E	2012E	2013E
流动资产	3395	4628	6581	8446	10598	营业收入	8782	13479	15962	19600	23460
现金	717	918	2486	3250	4412	营业成本	7259	11142	13169	16209	19355
应收账款	949	1211	1465	1839	2170	营业税金及附加	39	42	58	71	83
其他应收款	32	111	98	124	154	营业费用	470	721	841	1041	1244
预付账款	86	717	497	685	860	管理费用	358	523	658	791	947
存货	758	1225	1381	1726	2061	财务费用	9	17	-4	-8	-11
其他流动资产	854	446	655	821	942	资产减值损失	40	40	20	50	48
非流动资产	2112	2169	1952	1783	1589	公允价值变动收益	5	-5	-4	-3	-3
长期投资	83	83	91	87	88	投资净收益	32	17	22	20	21
固定资产	1053	1104	941	766	584	营业利润	643	1005	1239	1464	1811
无形资产	221	221	231	229	230	营业外收入	17	26	20	21	22
其他非流动资产	755	761	688	700	687	营业外支出	6	57	32	36	38
资产总计	5507	6797	8533	10229	12187	利润总额	654	974	1227	1450	1795
流动负债	3068	4018	4874	5818	6793	所得税	86	117	162	185	230
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	567	857	1065	1264	1565
应付账款	1106	1234	1786	2109	2491	少数股东损益	4	-3	-1	-1	-2
其他流动负债	1962	2784	3088	3709	4302	归属母公司净利润	563	860	1066	1265	1567
非流动负债	265	293	267	287	293	EBITDA	841	1217	1429	1653	1999
长期借款	6	15	21	28	35	EPS (元)	1.08	1.65	2.05	2.43	3.01
其他非流动负债	259	278	246	259	258						
负债合计	3334	4311	5141	6105	7086	主要财务比率					
少数股东权益	6	4	2	2	0	会计年度	2009A	2010 A	2011E	2012E	2013E
股本	520	520	520	520	520	成长能力					
资本公积	459	433	433	433	433	营业收入	5.4%	53.5%	18.4%	22.8%	19.7%
留存收益	1189	1529	2440	3175	4158	营业利润	2.1%	56.1%	23.3%	18.2%	23.7%
归属母公司股东权益	2168	2482	3389	4122	5101	归属于母公司净利润	6.1%	52.6%	24.1%	18.6%	23.9%
负债和股东权益	5507	6797	8533	10229	12187	获利能力					
						毛利率(%)	17.3%	17.3%	17.5%	17.3%	17.5%
现金流量表						净利率(%)	6.4%	6.4%	6.7%	6.5%	6.7%
单位:百万元						ROE(%)	26.0%	34.6%	31.5%	30.7%	30.7%
会计年度	2009A	2010 A	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	109.2%	94.4%	327.9%	453.9%	1529.2%
经营活动现金流	73	1318	1695	1282	1715	偿债能力					
净利润	567	857	1065	1264	1565	资产负债率(%)	60.5%	63.4%	60.3%	59.7%	58.1%
折旧摊销	189	195	195	197	198	净负债比率(%)	0.17%	0.45%	0.45%	0.50%	0.53%
财务费用	9	17	-4	-8	-11	流动比率	1.11	1.15	1.35	1.45	1.56
投资损失	-32	-17	-22	-20	-21	速动比率	0.85	0.84	1.06	1.15	1.25
营运资金变动	-684	239	406	-178	-45	营运能力					
其他经营现金流	24	26	56	28	28	总资产周转率	1.7	2.2	2.1	2.1	2.1
投资活动现金流	-383	-603	21	-4	13	应收账款周转率	11.2	11.8	11.3	11.2	11.1
资本支出	250	926	0	0	0	应付账款周转率	6.2	9.5	8.7	8.3	8.4
长期投资	-161	314	-21	15	-4	每股指标 (元)					
其他投资现金流	-294	637	-0	11	9	每股收益(最新摊薄)	1.08	1.65	2.05	2.43	3.01
筹资活动现金流	-489	-645	-148	-514	-567	每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	2.53	3.26	2.47	3.30
短期借款	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.17	4.77	6.52	7.93	9.81
长期借款	1	9	6	7	7	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	17.6	11.5	9.3	7.8	6.3
资本公积增加	237	-25	0	0	0	P/B	4.6	4.0	2.9	2.4	1.9
其他筹资现金流	-726	-628	-154	-521	-574	EV/EBITDA	9.9	6.8	5.8	5.0	4.2
现金净增加额	-799	73	1568	765	1161						

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257