

强烈推荐-A (维持)

宇通客车 600066.SH

当前股价: 23.36 元

2011年11月29日

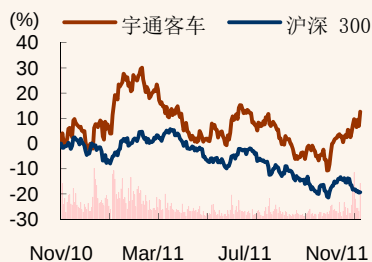
校车领域具备技术和产能储备

基础数据

上证综指	2383
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)	5.5
ROE(TTM)	36.4
资产负债率	63.4%
主要股东	郑州宇通集团公司
主要股东持股比例	32.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	11	9
相对表现	17	24	28



相关报告

- 1、《结构性调整保证增长与盈利的持续》2010/4/27
- 2、《产品结构优化保盈利，下半年行业逐步转暖》2011/8/1
- 3、《销售结构变化提升盈利能力》2011/10/25

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

唐楠

tangnan@cmschina.com.cn
S1090511080002

研究助理

方小坚

fangxj1@cmschina.com.cn

自“庆阳校车”事件后，温总理关于制定《校车安全条例》的讲话将校车规范正式提上了议事日程。我们认为在推动校车规范的过程中，公司作为最先布局和具备技术及渠道优势的公司，将受益最大。对应11年的PE、PB分别为11.2、3.6，看好公司销售结构改善，盈利能力持续提升，维持“强烈推荐-A”投资评级。

- **运营模式有待改善。**我国目前校车多为租赁形式，由于租车公司鱼龙混杂，在车况、驾驶员方面无法得到保证，车辆安全性也无法有效验证。从根本来说：校车的采购来源本身不达标，加上后期管理混乱，导致本来以安全性为第一标准的校车存在相当多隐患。
- **公权机构介入管理是大势所趋。**参考外国的校车运营：日本主要以学校运营为主，国家给予购车补贴；美国则有专门的运营公司进行校车租赁和运营，但是其管理机构包括联邦政府、州政府和学区。我国校车交由公权机构管理是大势所趋，此举必然导致校车质量整体升级；学区或者学校自身参与校车运营必然导致校车采购量增加。因此我们得出三个结论：1) 校车运营应专门化，由学校、学区或者成立专门的校车运营公司进行管理；2) 校车安全标准必然升级，传统客车将逐渐退出校车市场；3) 校车运营必然以政府机构、公共事业单位管理和政府补贴为支撑。
- **校车规范重在“特殊”二字。**校车作为专用交通工具，其特殊性在我国未得到凸显。对于校车安全标准的制定，必然突出其特殊性。而走在国内校车安全性研发、生产和销售前列的宇通客车将成为我国校车走向国际化规范的受益者，其覆盖6-10米ZK系列校车，除醒目外形外，其车型骨架与底盘，ABS配置，内部设计合理化等方面都参照欧美等国家进行过改良。我们认为宇通ZK系列具备校车应具备的“特殊”性，是国内校车领域的先驱，在此次校车行业规范过程中将具备话语权和第一批市场分享能力。
- **产能释放，业绩有保证。**公司5000台专用车产能明年初开始释放，市场原先对于专用车产能消化的疑虑将被打消。参照重庆的反应，我们认为校车将在国家引导规范和补贴，地方政府出资、补贴、采购和运营的模式下进行。

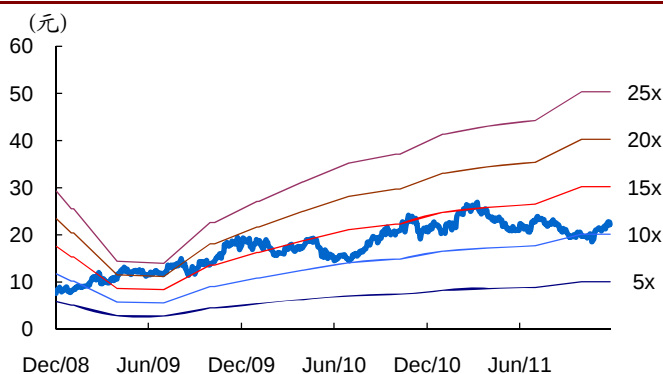
财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	8782	13479	15352	18192	21831
同比增长	5%	53%	14%	19%	20%
营业利润(百万元)	643	1005	1253	1488	1754
同比增长	2%	56%	25%	19%	18%
净利润(百万元)	563	860	1084	1287	1517
同比增长	6%	53%	26%	19%	18%
每股收益(元)	1.08	1.65	2.08	2.48	2.92
PE	21.6	14.1	11.2	9.4	8.0
PB	5.6	4.9	3.6	2.7	2.1

资料来源：招商证券

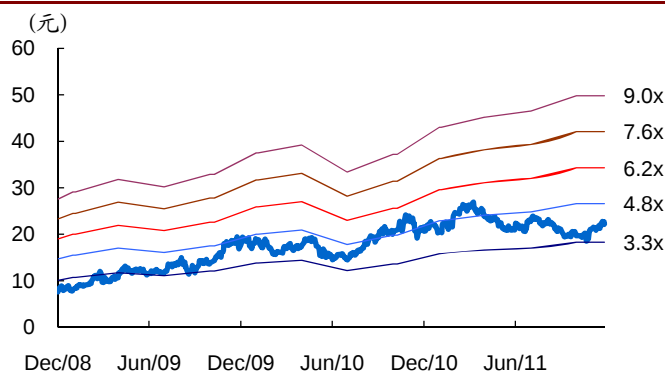
- **校车安全利好每一个人，包括政策的制定者。**校车治理投入相比较小，操作简单，除了资金外不涉及其余问题，同时能够创造出巨大良好的社会效应。由此我们判断地方政府和中央政府都会乐于积极推进校车行业规范，推行校车治理方案，校车专门运营公司将相继成立，校车采购将进入阶段性黄金期。在此暂不对校车年均采购增速做判断，这取决于政策规范推行和执行力度，但我们对此持乐观态度。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级：**盈利预测中已经计算公司新增 5000 台专用车产能，预计未来原材料维持稳定波动。预估每股收益 11 年 2.08 元，对应 PE、PB 分别为 11.2、3.6，看好公司产品结构升级，产能释放，校车销售和市场占有能力，认为公司的盈利能力将持续提升，维持“强烈推荐-A”投资评级。

图 1: 宇通客车历史 PE Band



资料来源：港澳资讯，招商证券研发中心

图 2: 宇通客车历史 PB Band



资料来源：港澳资讯，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	6200	7966	10433
现金	717	918	2658	3890	5667
交易性投资	309	0	650	650	650
应收票据	545	446	461	546	655
应收款项	949	1211	1018	1206	1447
其它应收款	32	111	77	91	109
存货	758	1225	1210	1433	1724
其他	86	717	127	150	181
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	8588	10562	13020
流动负债	3068	4018	5050	5893	6989
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1106	1234	2026	2401	2889
预收账款	132	299	253	300	361
其他	1830	2485	2770	3192	3740
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	5174	6018	7114
股本	520	520	520	520	520
资本公积金	459	433	433	433	433
留存收益	1189	1529	2457	3588	4949
少数股东权益	6	4	4	4	4
母公司所有者权益	2168	2482	3410	4541	5902
负债及权益合计	5507	6797	8588	10562	13020

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	73	1318	3156	1874	2215
净利润	563	860	1084	1287	1517
折旧摊销	0	0	247	290	309
财务费用	0	0	(5)	(9)	(14)
投资收益	0	0	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	0	0	1856	288	379
其它	(491)	458	(22)	23	27
投资活动现金流	(383)	(603)	(1124)	(500)	(300)
资本支出	0	0	(500)	(500)	(300)
其他投资	(383)	(603)	(624)	0	0
筹资活动现金流	(489)	(645)	(291)	(142)	(137)
借款变动	0	0	(5)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(156)	(156)	(156)
其他	(489)	(645)	(130)	14	19
现金净增加额	(799)	70	1741	1232	1777

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	15352	18192	21831
营业成本	7259	11142	12665	15009	18054
营业税金及附加	39	42	61	73	87
营业费用	470	721	737	873	1048
管理费用	358	523	645	764	906
财务费用	9	17	(5)	(9)	(14)
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	1253	1488	1754
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	1253	1488	1754
所得税	86	117	169	201	237
净利润	567	857	1084	1287	1517
少数股东损益	4	(3)	0	0	0
母公司所有者净利润	563	860	1084	1287	1517
EPS (元)	1.08	1.65	2.08	2.48	2.92

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	5%	53%	14%	19%	20%
营业利润	2%	56%	25%	19%	18%
净利润	6%	53%	26%	19%	18%
获利能力					
毛利率	17.3%	17.3%	17.5%	17.5%	17.3%
净利率	6.4%	6.4%	7.1%	7.1%	7.0%
ROE	26.0%	34.6%	31.8%	28.3%	25.7%
ROIC	26.0%	35.9%	31.5%	28.1%	25.4%
偿债能力					
资产负债率	60.5%	63.4%	60.2%	57.0%	54.6%
净负债比率	0.1%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.4	1.5
速动比率	0.9	0.8	1.0	1.1	1.2
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	10.4	11.4	11.4
应收帐款周转率	11.8	12.5	13.8	16.4	16.5
应付帐款周转率	6.2	9.5	7.8	6.8	6.8
每股资料(元)					
每股收益	1.08	1.65	2.08	2.48	2.92
每股经营现金	0.14	2.53	6.07	3.60	4.26
每股净资产	4.17	4.77	6.56	8.73	11.35
每股股利	1.60	2.60	0.30	0.30	0.30
估值比率					
PE	21.6	14.1	11.2	9.4	8.0
PB	5.6	4.9	3.6	2.7	2.1
EV/EBITDA	28.1	22.8	15.8	13.3	11.5

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。

唐楠，上海财经大学硕士，3年汽车供应链产业从业经验，2年汽车行业研究经验，专注于从事汽车及配件领域研究，挖掘汽车配件强势企业。

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。