

增长超预期，结构趋优化

——宇通客车（600066）三季度财报点评

2011年10月25日

推荐/首次

宇通客车

财报点评

林阳	执业证书编号：S1480510120003
苏杨	suyang@dxzq.net.cn 010-66554030

事件：

宇通客车公布了三季报：前三季度实现营业收入110亿元、归属母公司股东净利润7.3亿元，同比分别增长20.55%和34.3%；前三季EPS为1.41元；三季度单季实现了加速增长，营业收入、净利润分别为46亿元、3.1亿元，同比增长27.63%和69%的超预期增长。

公司分季度财务指标

单季指标	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
营业收入(百万元)	2948.93	2357.32	3168.04	3607.13	4346.01	2947.96	3457.81	4603.77
同比增长率(%)	21.53%	78.29%	42.36%	57.84%	47.38%	25.06%	9.15%	27.63%
毛利率(%)	18.59%	17.38%	16.77%	17.38%	17.68%	17.16%	17.18%	17.55%
期间费用率(%)	9.10%	10.69%	7.71%	9.37%	9.82%	9.88%	8.70%	8.80%
营业利润率(%)	8.69%	6.37%	8.00%	7.26%	7.81%	6.78%	7.90%	7.72%
净利润(百万元)	226.79	141.56	220.41	182.90	312.25	178.11	245.22	311.91
同比增长率(%)	79.53%	160.15%	58.41%	24.31%	37.68%	25.82%	11.26%	70.53%
EPS(元, 季度)	0.43	0.27	0.42	0.35	0.60	0.34	0.47	0.60
资产负债率(%)	60.53%	58.08%	67.22%	72.51%	63.43%	60.64%	60.70%	63.37%
净资产收益率	10.43%	6.23%	11.43%	8.59%	12.64%	6.79%	9.11%	10.82%
总资产收益率	4.02%	2.59%	3.89%	2.66%	4.27%	2.65%	3.63%	4.24%

评论：

积极因素：

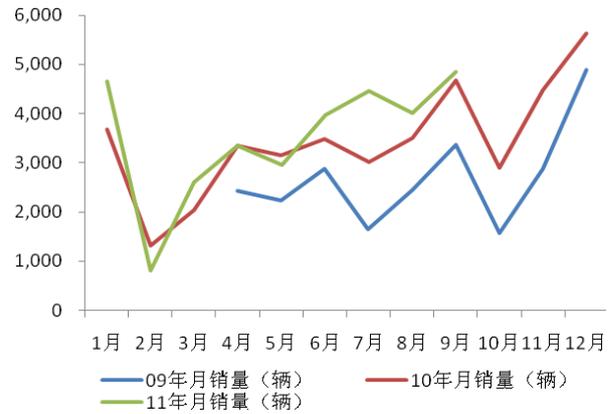
- **销量增长触底反弹。**公司销量增长从三季度开始迅速复苏，在二季度随行业进入谷底后，三季度迅速反弹，前三季度销售各类客车31718辆，同比增12.56%，比上半年8.16%的同比增速提升了4.4个百分点。3季度单季销量13350辆，同比增长19.24%，环比增长29.74%。

图 1：公司客车单季度销量（辆）



资料来源：公司披露，东兴证券整理

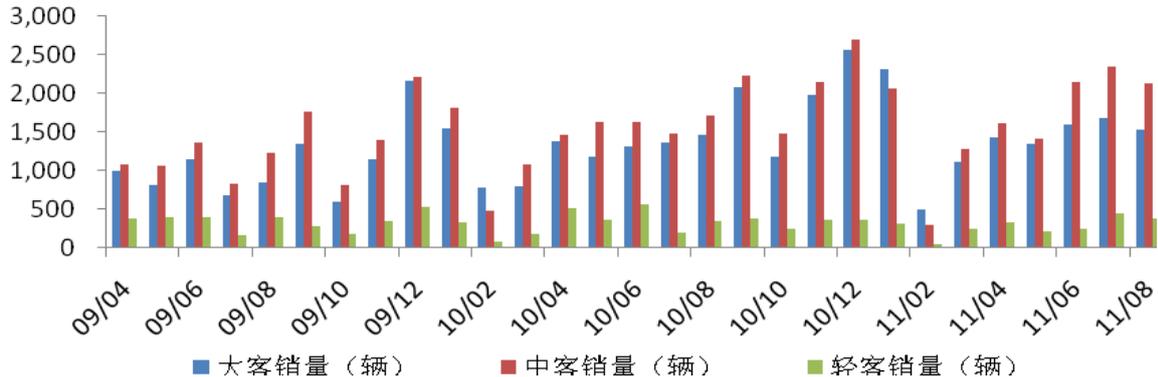
图 2：公司客车 09 年以来历年月销量



资料来源：公司披露，东兴证券整理

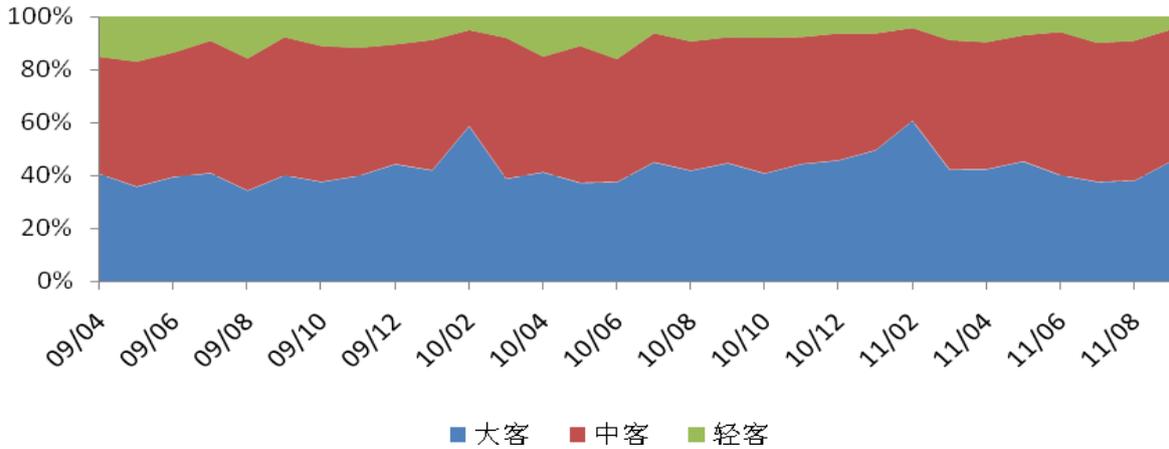
- **提价和产品结构优化因素促进利润实现快于收入增长。** 营业利润35.8%和归属母公司股东净利润69%的增速均大幅领先27.63%的收入增速。其动因在于：（1）**大中客发力，产品结构优化。** 1-9月，公司客车销售呈现明显的结构优化趋势。细分产品中，大客、中客、轻客增速分别为15.22%、16.37%和-16.51%，销量增长完全向大中客倾斜。（2）**突出的成本消化能力有效化解了成本上涨的压力。** 公司身为行业龙头，保持了很强的成本消化能力。在今年钢材价格大幅上涨，行业陷入低谷的情况下，公司仍然实现了价格上调，使得利润增速快于收入增长。毛利率呈上升趋势。

图 3：公司分车型月度销量（辆）



资料来源：公司披露，东兴证券整理

图 4：公司分车型月度销量占比



资料来源：公司披露，东兴证券整理

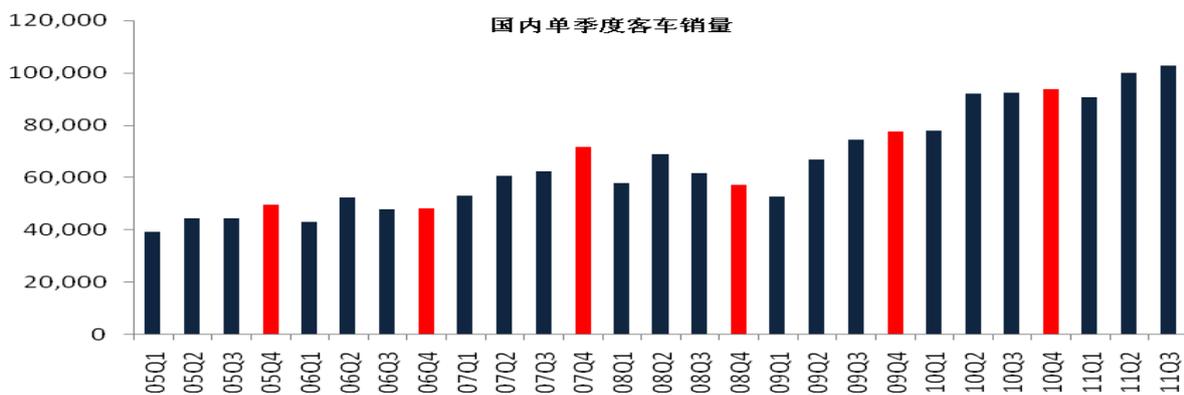
消极因素：

- 产能偏紧制约公司产销量增长。受制于产能瓶颈，公司今年放弃了部分订单。但预计明年产能将逐步释放。

业务展望：

- 销售旺季和钢价回调因素有望使四季度业绩增长继续超预期。（1）四季度是大中客的传统销售旺季，销量的环比上涨比较确定。（2）连续上涨的钢价在近期出现回调，公司的原材料成本在四季度有望明显下降，进一步推升公司的毛利率。

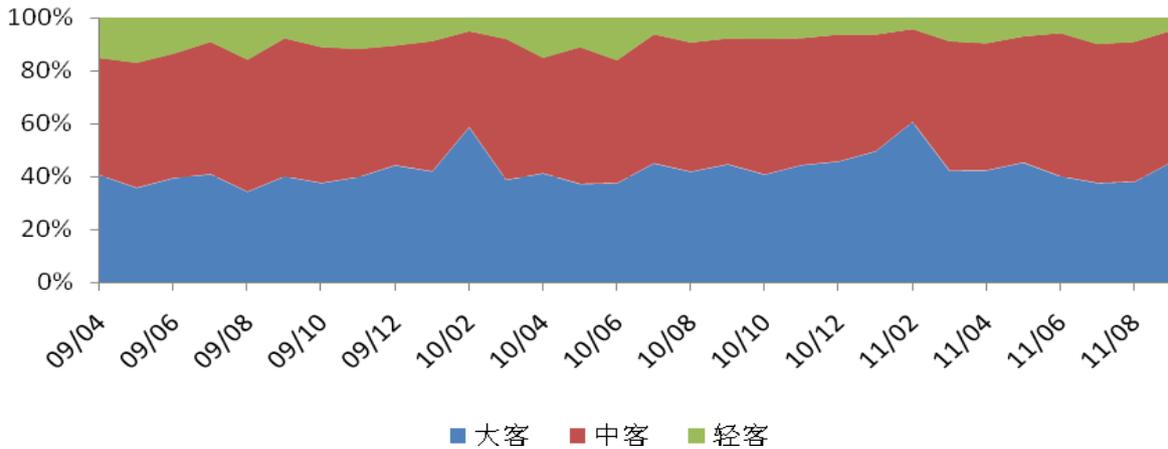
图 5：客车行业第四季度是传统销售旺季



资料来源：公司披露，东兴证券整理

- **强者恒强，公司市占率处于上升通道。**客车行业目前正在呈现强者恒强的局面，公司身为行业龙头将是行业集中度提升的最大收益者，今年以来公司的市占率提升显著。行业目前仍处于集中度提升的通道中，预计公司仍将维持明显快于客车行业的增长。

图 6：宇通客车单季度市场占有率



资料来源：公司披露，东兴证券整理

- **大中客的发展符合城市化和治堵的趋势，行业乃至公司仍然具有长期较快增长的前景。**中国目前处于城镇化的进程中，未来城市人口将持续增加。目前部分大中城市已经面临严重的治堵问题，随着城镇化进程的推进和乘用车的普及，城市交通的拥堵程度和拥堵城市的数量都将不断增长。而治堵的主要措施之一就是促进公共交通的发展，大中客作为公共交通的主要途径，其未来增长将具有长期持续性和稳定性。

盈利预测和投资建议：

- 预计公司2011-2013年EPS分别为2.12、2.61和2.98，对应PE分别为9、8和7倍。考虑到增长的稳定性和行业龙头的地位，目前估值优势明显，具有很好的防御性，给予“推荐”评级。

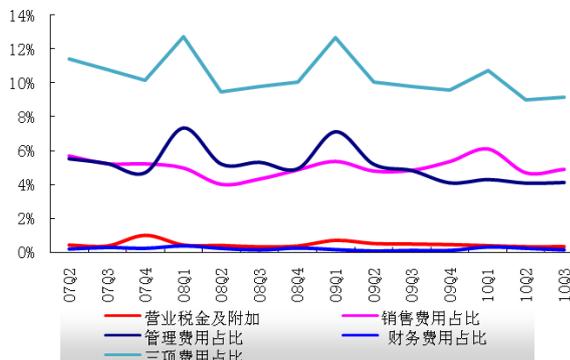
表 1：盈利预测及相关指标

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万元）	8,781.73	13,478.50	16,300.90	19,310.04	21,965.17
主营收入增长率	5.35%	53.48%	20.94%	18.46%	13.75%
EBITDA（百万元）	836.77	1,216.47	1,574.84	1,966.82	2,281.71
EBITDA 增长率	8.05%	45.38%	29.46%	24.89%	16.01%
净利润（百万元）	563.49	859.66	1,102.17	1,356.92	1,549.28
净利润增长率	6.11%	52.56%	28.21%	23.11%	14.18%
EPS（元）	1.080	1.650	2.120	2.610	2.980

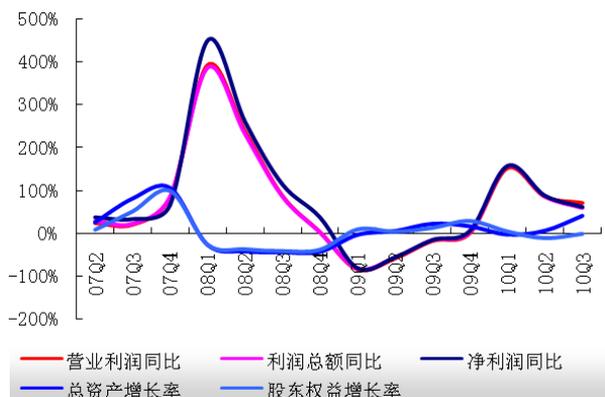
➤ 资料来源：东兴证券

图 7: 收入变动情况

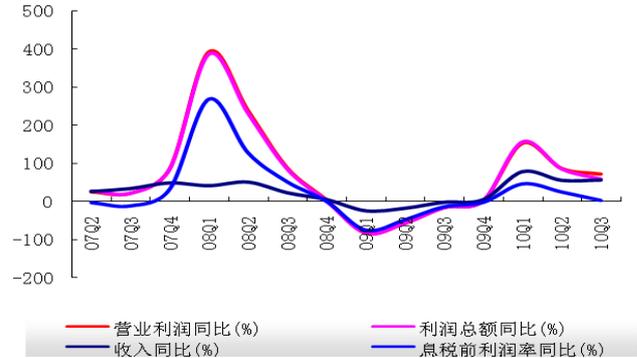

资料来源: 公司披露, 东兴证券整理

图 9: 税金及各项费用占比变化情况


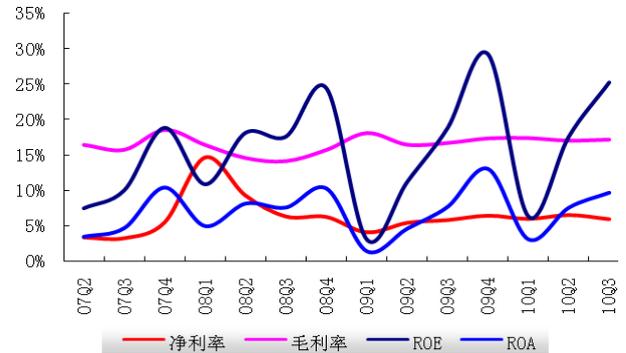
资料来源: 公司披露, 东兴证券整理

图 11: 公司成长能力变动情况


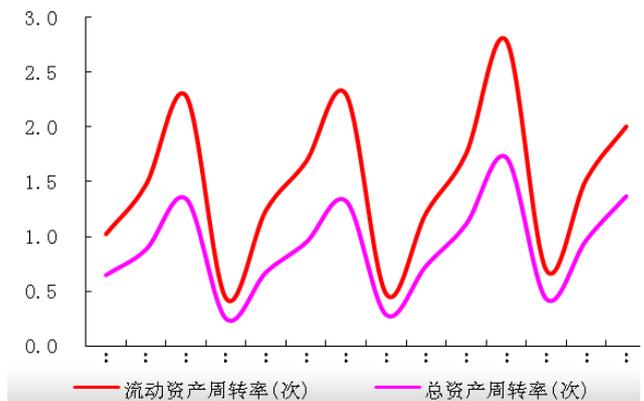
资料来源: 公司披露, 东兴证券整理

图 13: 现金流变动情况
图 8: 营业利润等指标变动情况


资料来源: 公司披露, 东兴证券整理

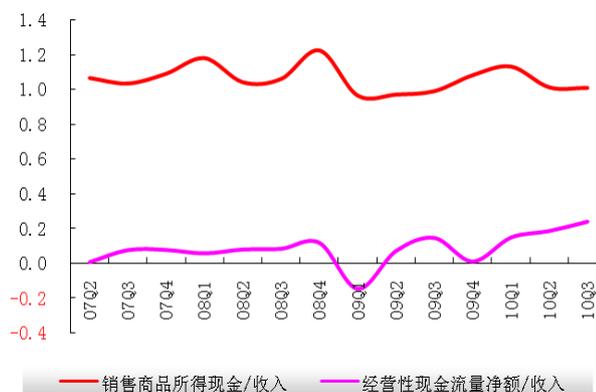
图 10: 盈利质量与盈利能力变动情况


资料来源: 公司披露, 东兴证券整理

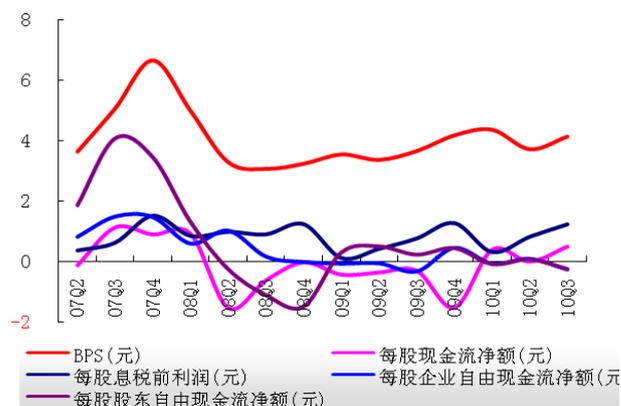
图 12: 运营能力变化情况


资料来源: 公司披露, 东兴证券整理

图 14: 每股财务指标变动情况



资料来源：公司披露，东兴证券整理



资料来源：公司披露，东兴证券整理

分析师简介

林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业首席分析师，研究所基础工业组负责人，12年证券工作经验。

联系人简介

苏杨

英国里丁大学国际证券投资银行专业，硕士学位，2010年加盟东兴证券研究所，2011年6月开始从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；
- 看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。