

旺季完美收官 稳定增长持续

——宇通客车（600006）12月产销数据点评

2011年1月7日

强烈推荐/维持

宇通客车

事件点评

王明德	执业证书编号：S1480511100001
苏杨	suyang@dxzq.net.cn 010-66554030

事件：

宇通客车发布了12月产销数据。

观点：

1. 12月销量6730辆，站上月度销量新高点。

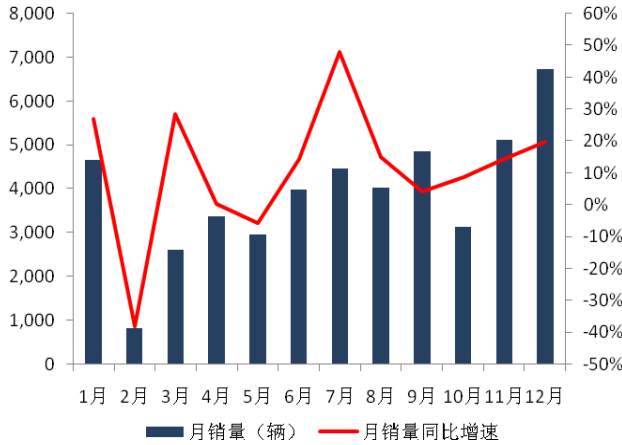
宇通客车12月分别实现产销6142和6730辆，均为历史新高。同比增速分别为19.96%和19.62%，销量增速较上月提升5.48个百分点，为近5个月来新高。其中：大型客车产销3128和3245辆，同比增长29.26%和26.36%；中型客车产销2704和3169辆，同比增长15.6%和17.46%；轻型客车产销310辆和316辆，同比下滑14.13%和12.22%。

表 1：宇通客车 12月产销情况表

产品	2011年12月份（辆）	同比增速	环比增速	年度（辆）	同比
总产量	6,142	19.96%	14.35%	45,895	9.55%
大型	3,128	29.26%	15.77%	20,694	16.00%
中型	2,704	15.60%	10.01%	22,197	9.38%
轻型	310	-14.13%	46.92%	3,004	-20.13%
总销量	6,730	19.62%	31.70%	46,688	13.41%
大型	3,245	26.36%	19.00%	20,964	19.33%
中型	3,169	17.46%	45.70%	22,670	14.43%
轻型	316	-12.22%	51.92%	3,054	-19.40%

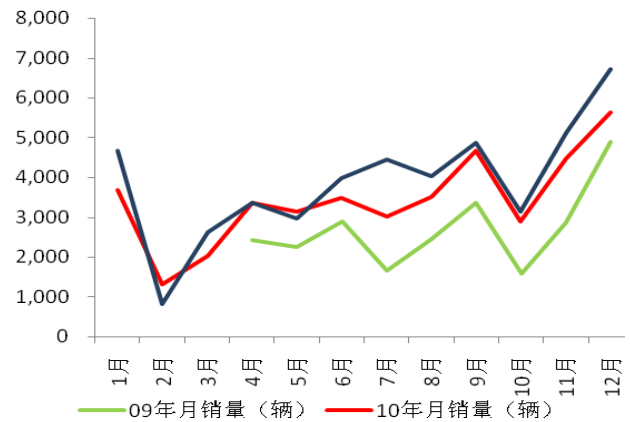
资料来源：公司公告，东兴证券研究所整理

图 1：宇通客车 2011 年月度销量（辆）及增速



资料来源：公司披露，东兴证券整理

图 2：宇通客车历年月度销量（辆）

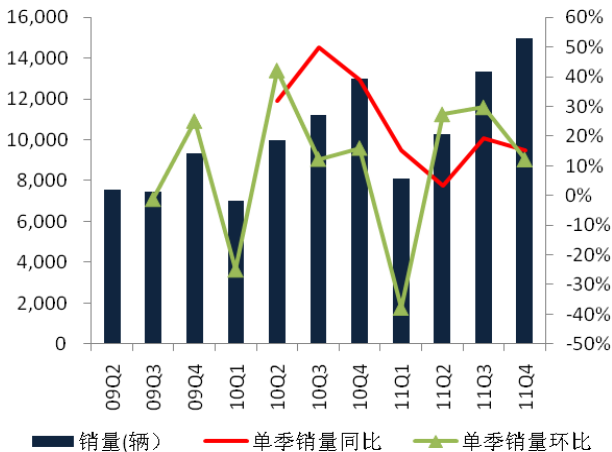


资料来源：公司披露，东兴证券整理

2. 销售旺季完美收官，全年稳定增长。

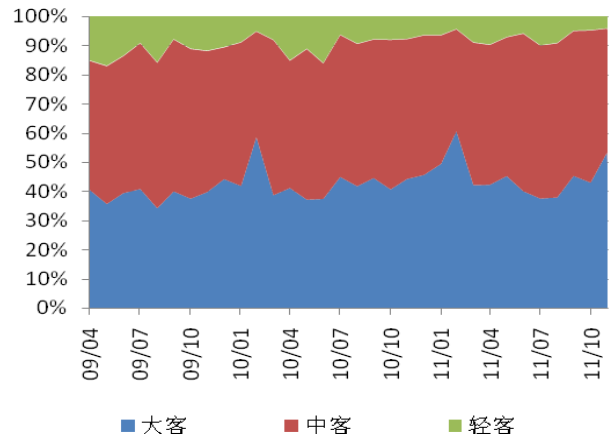
宇通四季度单季客车产销为 14970 辆，单季同比增速为 15.24%，仅次于第三季度的 19.24%。单季环比增速 12.13%，在销售旺季实现完美收官。2012 年实现客车产销 45895 和 46688 辆，实现稳定增长，同比增速分别为 9.55%和 13.41%。

图 3：宇通客车 2011 年单季度销量（辆）及增速



资料来源：公司披露，东兴证券整理

图 4：宇通客车大、中、轻客月销量占比

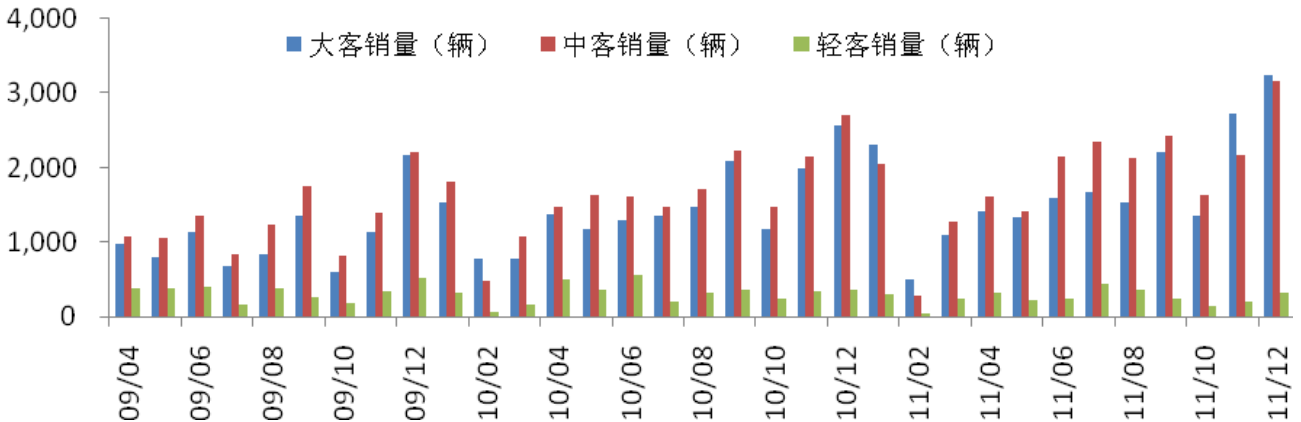


3. 在产能偏紧的情况下，主动调整产品结构得力。

由于今年公司产能（利用率达 138%）严重偏紧，公司不得不主动调整了产品结构，把资源更多的用在大中客尤其是大客上。我们认为这一主动性措施是在有限条件下去主动实现利益最大化，使得产品均价显著提升，收入增速要远快于销量增速，体现了公司良好的管理水平。

全年分产品来看，其中：大型客车产销 20694 和 20964 辆，同比增长 16%和 19.33%；中型客车产销 22197 和 22670 辆，同比增长 9.38%和 14.43%；轻型客车产销 310 辆和 316 辆，同比下滑 20.13%和 19.4%。在公司主动调整下，大、中、轻客 2011 年销量占比分别为 44.9%、48.56%和 6.54%，大、中客占比较 2010 年分别提升 2.23 和 0.43 个百分点。大、中客 12 月单月占比分别为 48.22%和 47.09%。

公司在产能偏紧、产能利用率高达 138%的情况下，合理调整产品结构，主动提升大中客尤其是大客占比。大中客轻客的月销量同比增速分别为 37.59%、1.21%和-39.88%。大客的环比增速高达 102.60%，占比提升显著。

图 5:


资料来源：公司披露，东兴证券整理

4. 标准制定者风范尽显，校车先发优势占尽。

12月27日工信部在其官方网站就《校车安全技术条件》、《校车座椅系统及其车辆固定件的强度》、《幼儿校车安全技术条件》、《幼儿校车座椅系统及其车辆固定件的强度》四项强制性国家标准公开征求意见。新标准一切围绕“安全”，突出安全，不体现与安全无关的内容；标准制定时参考美国联邦的校车安全标准和美国部分州的校车法规，及欧洲客车标准，同时考虑中国比国外更加复杂的道路使用情况，制定适合中国特色的校车标准。

标准中校车应为两厢式结构，至少一半以上的发动机长度应位于前风窗玻璃最前点以前。这也意味着以后合格的校车将全部为长头校车。

标准设定参考美式标准体现了标准变得更为严格，标准越严苛，未来的市场份额就将越集中与少数具有技术优势的企业。所有标准除通过速度“限速不应超过 60km/h”外几乎全部与宇通客车的标准一致。标准的内容意味着宇通客车作为行业龙头，在行业变革的过程中将充分享受标准制定者的先发优势。

1月份四项标准的正式文件即将讨论出台，如果能够基本延续征求意见稿的标准，那么意味着宇通在对新校车标准上将具有其他企业难以企及的反应速度。

结论:

综合来看，宇通客车在 2011 年汽车行业不景气的情况和自身产能瓶颈的约束下，保持了稳定的增长态势，而良好的管理能力则保障了有限资源下的充分结构优化，可以预见，公司在今年专用车产能释放后，将迅速完成产能消化，实现显著增长。而在校车事件中，行业龙头作为标准制定者的优势已经真正开始得到体现。我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 2.12、2.61 和 2.98 元，对应 PE 分别为 11 倍、9 倍和 8 倍，维持“强烈推荐”的评级。

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

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

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。