

证券研究报告

汽车

推荐 (维持)

证券分析师

王德安

投资咨询资格编号 S1060209080153
021-33830392
wangdean002@pingan.com.cn

余兵

投资咨询资格编号 S1060207120088
021-33830530
yubing006@pingan.com.cn

联系人

彭勇

一般证券从业资格编号 S1060111070097
021-33830523
pengyong060@pingan.com.cn

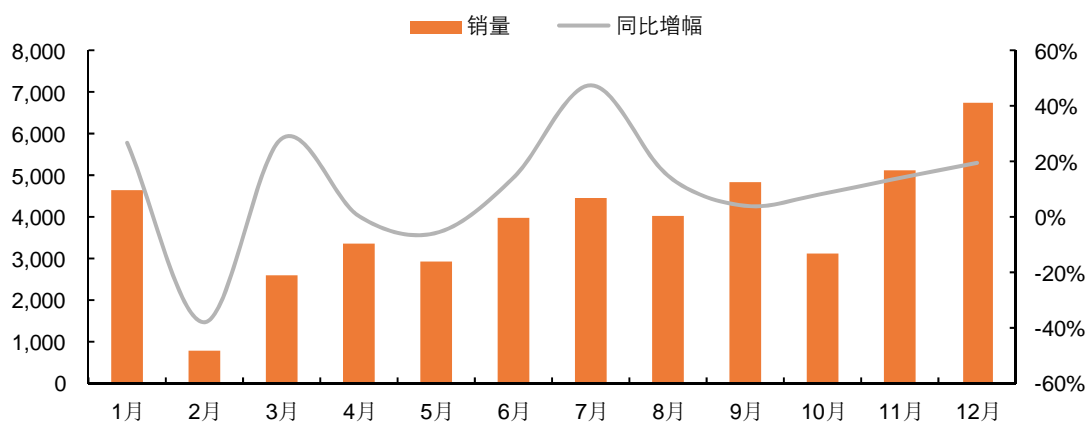
请通过合法途径获取本公司研究报告，
如经由未经许可的渠道获得研究报告，
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的
声明内容。

宇通客车 (600066)

2012 继续调结构、保增长

- **校车事件促使公司校车订单上升明显。**我们判断公司 2011 年校车销量增长迅速，预计销售各类校车 2000 余量，其中长头校车 600 多辆，是 2010 年的 10 倍。校车事件以后，政府越来越重视校车安全，公司近两个月团体校车订单明显增加。目前 8 条生产线中有 2 条在全线生产校车来满足需求。预计 2012 年公司长头校车订单会出现较大增长。
- **在产的校车安全性能仍需提升，才能达到《校车安全技术条件》（征求意见稿）要求。**公司现有校车订单中长头居多，该型校车较普通客车安全性能有一定提升，但据我们实地观察，大多仍未达到《校车安全技术条件》（征求意见稿）的要求。预计未来专用校车安全标准会在提高校车安全的大前提下，根据国情适当调整，不会完全按照征求意见稿执行。
- **专用车与普通客车分线生产有利于现有普通客车产能提升。**公司 5000 辆专用客车生产线已经投入运行，为公司在未来提高专业化服务，满足客户个性化需求上奠定基础。同时专用客车专线生产，有利于提高普通客车生产线生产效率。预计专用客车和普通客车生产分离后，公司单日最大产能可达 210 辆。
- **2012 年月度填平补齐应对产能紧张，预计新产能 4Q12 投产。**公司 2011 年 12 月创纪录的实现生产各型客车 6142 辆，基本接近最大月产量。由于客车大多为定制化生产，产能瓶颈对公司的销售有约束。剔除由于春运前销量大幅增长的 11 月和 12 月，2011 年月销量均在 5000 辆以下，公司现有产能基本能满足 2012 年前三季度的需求。预计公司年产 1 万辆节能与新能源客车生产基地将在 4Q12 投产，届时将极大缓解公司销售旺季产能不足问题。
- **调结构和保增长仍然是公司 2012 年主旋律。**由于产能紧张，公司 2011 年调整产品结构，增加大中客排产比例，从而提高了大中客市占率，并获得较高利润水平。虽然专用车和普通客车分线生产后，公司产能有提升，但仍偏紧，预计 2012 年还会继续保持大中客和公路客车排产比例，降低轻客和公交客车比例，继续提高利润水平。
- **盈利预测与投资评级。**考虑到公司大中客销量持续增长，我们略微上调了公司盈利预测，预计 2011~2013 年每股收益分别为 2.18 元、2.64 元和 3.10 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。

图表1 宇通客车2011年月度销量及同比增幅 单位：辆



资料来源：公司公告

图表2 宇通客车历年销量及预测

车型	2009A	2010A	2011A	2012E
大型客车				
销量	11,197	17,566	20,986	24,800
YoY	-5.9%	56.9%	19.5%	18.2%
市占率	21.4%	24.8%	26.3%	27.0%
中型客车				
销量	13,508	19,812	22,664	26,400
YoY	9.2%	46.7%	14.4%	16.5%
市占率	21.8%	27.3%	28.3%	29.0%
轻型客车				
销量	3,481	3,791	3,038	3,300
YoY	6.0%	8.9%	-19.9%	8.6%
市占率	7.1%	5.5%	3.7%	3.1%

资料来源：中客网，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	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	3395	4628	6913	8634	10895	营业收入	8782	13479	16948	19893	24079
现金	717	918	2565	3376	4545	营业成本	7259	11142	13982	16352	19865
应收账款	949	1211	1556	1867	2227	营业税金及附加	39	42	62	72	85
其他应收款	32	111	104	126	158	营业费用	470	721	893	1056	1277
预付账款	86	717	527	691	882	管理费用	358	523	698	803	972
存货	758	1225	1466	1741	2116	财务费用	9	17	-5	-8	-11
其他流动资产	854	446	696	833	967	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	1315	1586	1860
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	8865	10417	12483	利润总额	654	974	1303	1572	1844
流动负债	3068	4018	5140	5866	6956	所得税	86	117	172	201	236
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	567	857	1131	1371	1608
应付账款	1106	1234	1896	2128	2557	少数股东损益	4	-3	-1	-1	-2
其他流动负债	1962	2784	3244	3738	4399	归属母公司净利润	563	860	1133	1371	1610
非流动负债	265	293	267	287	293	EBITDA	841	1217	1506	1775	2047
长期借款	6	15	21	28	35	EPS (元)	1.08	1.65	2.18	2.64	3.10
其他非流动负债	259	278	246	259	258						
负债合计	3334	4311	5407	6153	7249	主要财务比率					
少数股东权益	6	4	2	2	0	会计年度	2009A	2010A	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%	25.7%	17.4%	21.0%
留存收益	1189	1529	2506	3315	4291	营业利润	2.1%	56.1%	30.9%	20.6%	17.3%
归属母公司股东权益	2168	2482	3456	4262	5235	归属于母公司净利润	6.1%	52.6%	31.8%	21.1%	17.4%
负债和股东权益	5507	6797	8865	10417	12483	获利能力					
						毛利率(%)	17.3%	17.3%	17.5%	17.8%	17.5%
						净利率(%)	6.4%	6.4%	6.7%	6.9%	6.7%
现金流量表						ROE(%)	26.0%	34.6%	32.8%	32.2%	30.8%
						ROIC(%)	26.0%	36.0%	32.7%	32.1%	30.6%
						偿债能力					
经营活动现金流	73	1318	1774	1361	1772	资产负债率(%)	60.5%	63.4%	61.0%	59.1%	58.1%
净利润	567	857	1131	1371	1608	净负债比率(%)	0.17%	0.45%	0.43%	0.50%	0.52%
折旧摊销	189	195	195	197	198	流动比率	1.11	1.15	1.34	1.47	1.57
财务费用	9	17	-5	-8	-11	速动比率	0.85	0.84	1.05	1.17	1.25
投资损失	-32	-17	-22	-20	-21	营运能力					
营运资金变动	-684	239	409	-199	-33	总资产周转率	1.7	2.2	2.2	2.1	2.1
其他经营现金流	24	26	65	21	31	应收账款周转率	11.2	11.8	11.6	11.0	11.1
投资活动现金流	-383	-603	21	-4	13	应付账款周转率	6.2	9.5	8.9	8.1	8.5
资本支出	250	926	0	0	0	每股指标 (元)					
长期投资	-161	314	-21	15	-4	每股收益(最新摊薄)	1.08	1.65	2.18	2.64	3.10
其他投资现金流	-294	637	-0	11	9	每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	2.53	3.41	2.62	3.41
筹资活动现金流	-489	-645	-148	-546	-616	每股净资产(最新摊薄)	4.17	4.77	6.65	8.20	10.07
短期借款	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款	1	9	6	7	7	P/E	22.4	14.7	11.2	9.2	7.8
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	5.8	5.1	3.7	3.0	2.4
资本公积增加	237	-25	0	0	0	EV/EBITDA	13.2	9.1	7.4	6.2	5.4
其他筹资现金流	-726	-628	-154	-553	-622						
现金净增加额	-799	73	1648	810	1169						

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 2012 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