

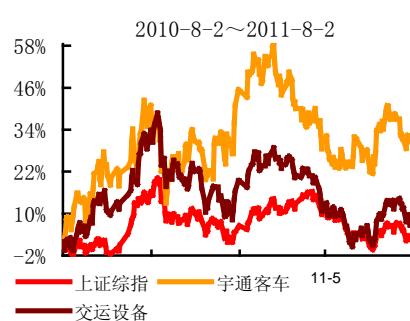
分析师: 曹鹤  
 执业证书编号: S0050510120002  
 Tel: 010-59355901  
 Email: caoh@chinans.com.cn  
 地址: 北京市金融大街 5 号新  
 盛大厦 7 层(100140)

**交运设备****投资评级**

本次评级:	中性
跟踪评级:	维持
目标价格:	24

**市场数据**

市价(元)	22.56
上市的流通 A 股(亿股)	5.20
总股本(亿股)	5.20
52 周股价最高最低(元)	17.01-27.45
上证指数/深证成指	2703.78/12002.42
2010 年股息率	4.10%

**52 周相对市场表现****相关研究**

- 2011.3.4 《分配不如预期 今年业绩下降  
 ——宇通客车 2010 年报点评》
- 2010.11.19 《行业大滑坡 重组是亮点—  
 汽车行业 2011 年投资策略报告》
- 2011.7.25 《汽车板块下一波反弹或在 9  
 月下旬-2011 年下半年汽车行业报告》

**宇通客车(600066.SH)****9 月下旬或再出现反弹行情****投资要点**

- 公司 2011 年 1-6 月销售客车 18368 辆, 同比增长 8.16%, 产品结构继续向大型、中型客车及中高档客车改进, 大中型客车销售同比增幅大大高于细分行业增长。其中, 大型客车销售 8242 辆, 同比增长 18.78%。
- 2011 年 1-6 月公司实现主营业务 64.06 亿元, 同比增长 15.94%; 实现净利润 42178 万元, 同比增长 16.63%; 实现每股收益 0.811 元, 加权平均净资产收益率 16.0%, 每股净资产 5.16 元, 每股经营活动产生的现金流量净额 1.03 元。基本财务指标和公司整个生产经营相适应。
- 预计公司 2011 年全年业绩将出现下降, 2011 年、2012 年每股收益分别为 1.47 元、1.69 元, 对应 8 月 2 日收盘价动态市盈率分别为 15.18 倍、13.20 倍, 给予“中性”评级。
- 结合整个汽车行业走势以及汽车板块运行特点, 汽车板块下一波反弹可能从 9 月下旬酝酿, 而宇通客车作为大中型客车行业的龙头企业, 能够超越整个汽车板块的涨幅, 下一阶段运行趋势可能是今后一段时间震荡下跌, 在 20 元附近筑底, 等待 9 月下旬汽车板块的整体反弹, 但出现 30%以上大行情的机会微乎其微。
- 风险提示: 公司下一步在节能与新能源客车领域投资 24.35 亿元, 郑州基地已经奠基, 一年后建成, 形成节能客车 6000 辆/年、新能源客车 4000 辆/年的产能, 但短期内会对一些财务指标产生较大的影响。

**公司财务数据及预测**

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	13478.50	13988.55	15765.10	18192.93
增长率(%)	53.48	6.5	12.7	15.4
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	859.66	765.96	880.85	1042.05
增长率(%)	52.56	-10.9	15.0	18.3
毛利率(%)	17.33	17.07	17.47	16.78
净资产收益率(%)	34.63	32.17	35.08	36.07
EPS(元)	1.65	1.47	1.69	2.00
P/E(倍)	13.64	15.18	13.20	11.16
P/B(倍)	5.05	4.97	5.12	5.45

来源: 公司年报、民族证券

## 一、公司2011年1-6月净利润同比增长16.63%

公司2011年1-6月销售客车18368辆，同比增长8.16%，其中大型客车、中型客车销售比重分别为44.87%、47.87%，同比分别增长18.78%、8.89%，分别高出细分行业16.08、6.03个百分点。公司中高档客车比重继续提高，保持在70%左右，毛利率17.17%，较2010年末期略微降低。

**表1：宇通客车2011年1-6月客车销售与细分行业比较**

单位：辆	销售量	同比增长(%)	行业增长率(%)
<b>公司客车</b>			
其中：大型客车	8242	18.78	2.7
中型客车	8793	8.89	2.86
轻型客车	1333	-32.30	16.38
<b>总计</b>	<b>18368</b>	<b>8.16</b>	<b>12.35</b>

资料来源：公司年报 民族证券

从宇通客车细分车型分析：（一）公司在大中型客车领域的龙头地位稳固，竞争优势主要在于长途客车、旅游客车市场。上半年大中型客车市场增长不力，但公司大中型客车销售增长大大高于细分行业平均增长水平，特别是大型客车销售增长高出细分行业平均增幅16个百分点。公司中高档客车占比一直保持在70%以上，可以取得稳定的毛利率，抵御行业增长不力以及原材料、劳动力成本上涨的压力，也反映了细分市场特点。（二）公司轻型客车遭遇滑铁卢。近年来公司经营领域延伸到轻型客车领域，产品线得以延长，能够更综合性的利用公司各项资源，但轻型客车领域竞争激烈，公司在轻型客车领域竞争不存在优势。究其原因，国内客车领域也已经进入到“品牌营销”的阶段，公司的品牌优势在大中型客车领域。上半年，客车产销增长主要区域在于轻型客车，而公司轻型客车产销却大幅下降，和细分行业形成鲜明对比。

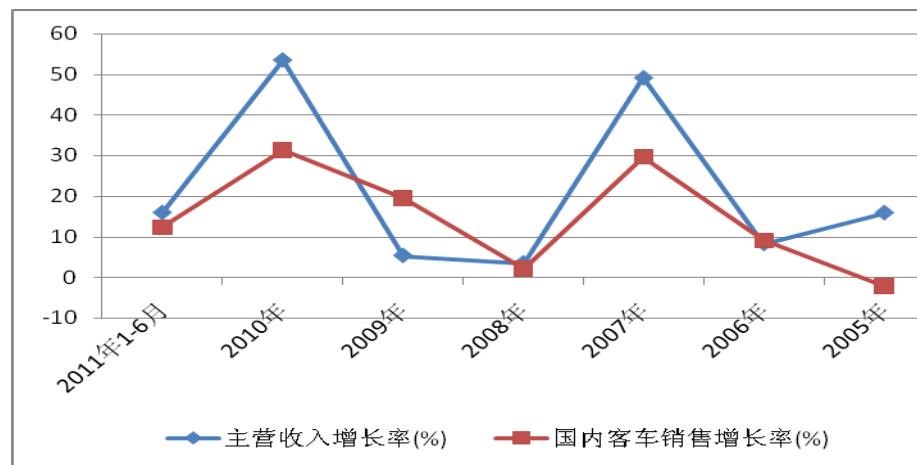
2011年1-6月公司实现主营业务64.06亿元，同比增长15.94%；实现净利润42178万元，同比增长16.63%；实现每股收益0.811元，加权平均净资产收益率16.0%，每股净资产5.16元，每股经营活动产生的现金流量净额1.03元。基本财务指标和公司整个生产经营基本适应。

## 二、公司财务指标良好

### 1、公司在大中型客车领域保持稳固的龙头地位和良好的成长性

公司在大中型客车领域的龙头地位稳固，公司多年来生产经营稳定，体现出了高于细分行业平均增长水平的高成长性。

**图1：宇通客车05-11年1-6月主营收入增长率与国内客车销售增长率比较**



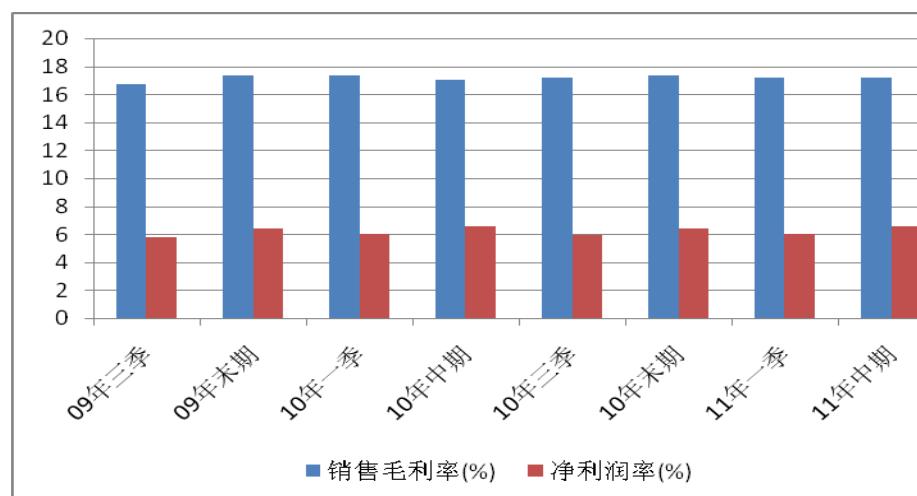
数据来源：公司年报 民族证券

从图1可以看出，宇通客车主营收入的增长在2005-2011年上半年期间，除2009年外，基本都保持和客车行业销售量增长的同步，多数年份大大高于客车销售量的增幅，体现了宇通客车在大中型客车领域的龙头地位，也体现了宇通客车良好的成长性。

## 2、公司盈利能力较强，且保持稳定

公司生产经营稳定，成本、费用控制有力，净利润同比增幅和主营收入同比增幅相当。2011年上半年销售毛利率17.17%，略微低于2010年全年水平。净利润率6.58%，略高于2010年的水平。加权净资产收益率16.0%，略低于2010年同期水平。从大中型客车行业的盈利能力分析，宇通客车的销售毛利率、销售净利率以及整体经营的净利润率也位居行业的前列。

**图2：宇通客车09年三季度-11年中期销售毛利率、净利润率比较**



数据来源：公司年报 民族证券

## 3、公司偿债能力较强

公司2011年1-6月每股收益0.811元，每股经营活动产生的净现金流1.03元，资产负债率60.78%，流动比率1.15，速动比率0.88，保持较强的短期偿债能力。应收账款13.73亿元，应付账款26.68亿元，货币资金6.18亿元，货币资金的减少主要是因为预付土地款项，虽然应收应付合理，但有些风险。公司中期应付账款基本大于应收账款20-40%比例，但年末

基本相当，这基本属于整车企业的经营特点。

#### 4、利润构成合理

公司 2011 年 1-6 月利润总额 4.81 亿元，利润构成中，主营利润占 98.31%，投资收益占 1.17%，营业外收支净额占 1.69%。去年末期，营业外收支净额亏损 3077 万元，已经处理完毕。

### 三、公司节能与新能源客车项目投资面临风险

公司 2010 年股东大会已通过 10 配 3，募集资金不超过 25 亿元的配股方案，方案一年内有效。公司下一步在节能与新能源客车领域投资 24.35 亿元，郑州基地已经奠基，一年后建成，形成节能客车 6000 辆/年、新能源客车 4000 辆/年的产能，但短期内会对一些财务指标产生较大的影响。

宇通的此项投资无论是在其历史上还是目前新能源汽车行业的投资上，都可以算是一笔较大的投资，公司在“节能与新能源客车”上投资，优势在于公司享有在大中型客车领域的龙头地位以及将来投产后的“规模经济”，劣势在于电动客车在今后的几年应用领域主要在城市公交客车，而宇通在城市公交客车领域居于劣势。虽然公司遵循“节能-新能源”的路线，但仍然存在一定的不确定性。

### 四、公司2011年业绩可能出现10%左右的下降

预计 2011 年客车行业增速下调，全年增幅 10%左右，但增长主力在轻型客车。根据我们对未来的 3 年客车业的走势以及宇通的市场占有率变化趋势分析，宇通客车凭借在大中型客车领域的龙头地位，可以取得高出细分行业的增长，但 2011 年全年总体业绩预计将出现 10%左右的下降。

### 五、公司投资评级“中性”及可能的走势

预计公司 2011 年全年业绩将出现下降，不考虑配股可能实施的影响，2011 年、2012 年每股收益分别为 1.47 元、1.69 元，对应 8 月 2 日收盘价动态市盈率分别为 15.18 倍、13.20 倍，在整个汽车板块的估值中优势不大，总体给予“中性”评级。

结合整个汽车行业走势以及汽车板块运行特点，汽车板块下一波反弹可能从 9 月下旬酝酿，而宇通客车作为大中型客车行业的龙头公司，能够超越整个汽车板块的涨幅，下一阶段运行趋势可能是今后一段时间震荡下跌，在 20 元附近筑底，等待 9 月下旬汽车板块的整体反弹，但出现 30%以上大行情的机会微乎其微。

## 分析师简介

曹鹤：首席汽车行业分析师，1965年11月出生 汉族 1992年9月-1995年7月，中国人民大学外经所企业管理专业毕业，获经济学硕士学位，论文题目《“入关”对汽车行业的机遇与挑战》。之后进入中国汽车工业总公司工作，先后任总经理秘书、二级公司副总经理。1998年9月-2001年7月，中国人民大学工商管理学院投资专业毕业，获经济学博士学位，论文题目《中国汽车产业投资论》。2000年9月进入中国民族国际信托投资公司，供职于研究发展中心。现职务为副总经理。先后在《中国证券报》、《经济观察报》、《证券市场周刊》、《证券导刊》等主要报刊杂志发表文章30余篇，20余万字。经常接受专业媒体专访、采访。对汽车行业及上市公司的研究和预测已经是炉火纯青。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，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。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

本报告中的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。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn

姚丽

010—59355950

13911571192

yaol@chinans.com.cn