

稳定增长，符合预期

增持维持

投资要点:

- 公司业绩与前期预期基本一致;
- 公司上半年销量稳定增长, 7 月份市场表现出色;
- 维持对公司的增持评级。

报告摘要:

- 公司业绩与前期预期一致。宇通客车 2011 年上半年共实现归属于上市公司股东的净利润 4.22 亿元, 基本每股收益 0.81 元, 同比增长 16.63%, 公司业绩基本符合前期市场预期;
- 2011 年上半年销量稳定增长。根据公司半年报数据, 上半年公司累计销售客车 18368 辆, 同比增长 8.16%, 大、中型客车销量较 2010 年同期分别增长 18.78% 和 8.89%, 在整个大中型客车行业增长乏力的背景下, 公司表现出了超出市场平均水平的增速;
- 7 月份市场表现出色。根据公司发布的产销快报, 受大单影响, 宇通客车 7 月份共实现客车销售 4462 辆, 同比增长 47.80%, 其中大中轻型客车同比分别增长 23.43%、59.24% 和 133.16%, 总体表现远好于市场平均水平;
- 出口业务进入调整期。2011 年上半年宇通客车出口业务进入稳步调整期, 公司上半年共出口客车 1150 辆, 同比下滑 35.90%, 收入下降 14.72%, 出口业务进入调整阶段;
- 我们维持对宇通客车的增持评级。我们认为公司在 2011 年下半年将继续保持现有的稳定增长的局面, 4 季度的销售旺季即将到来, 预计公司 2011-2013 年 EPS 将分别为 1.90、2.10 和 2.31 元, 维持原有的增持评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入 (百万元)	8782	13479	15096	16606	18266
同比增速	5.35%	53.48%	12.00%	10.00%	10.00%
净利润 (百万元)	563	860	988	1091	1198
同比增速	6.11%	52.56%	14.89%	10.43%	9.88%
基本每股收益	1.084	1.65	1.90	2.10	2.31

资料来源: 宏源证券, Wind 资讯

宏源汽车组

分析师:

祖广平 (S1180510120011)

电话: 010-88085610

Email: zuguangping@hysec.com

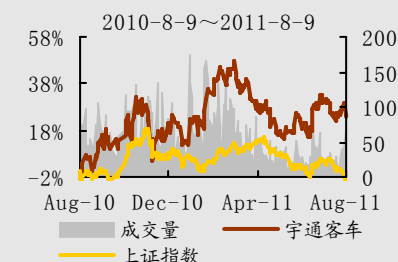
联系人:

于军华

电话: 010-88085257

Email: yujunhua@hysec.com

市场表现



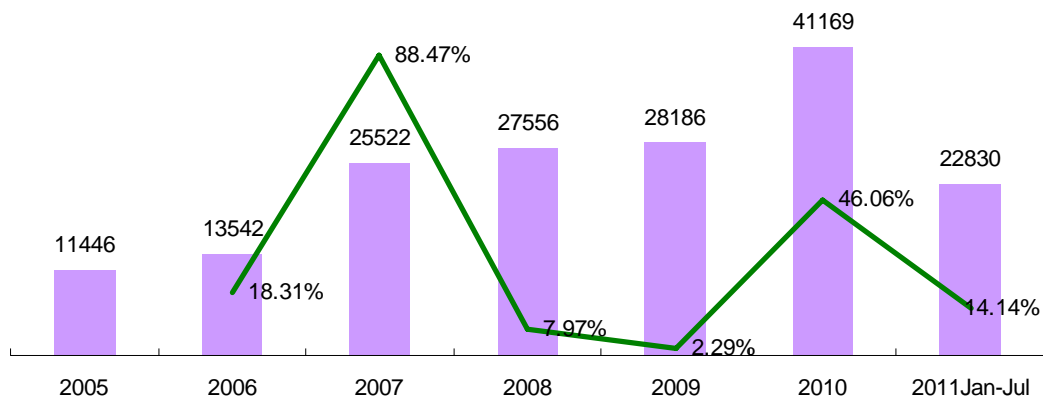
相关研究

1 《宏源证券*年报简评*宇通客车: 业绩符合预期, 未来增长稳定*600066*汽车行业*于军华》, 2011.2

2 《宏源证券*季报简评*宇通客车: 客车龙头股不改本色, 地位稳固*600066*汽车行业*于军华、陈盛军》, 2010.10

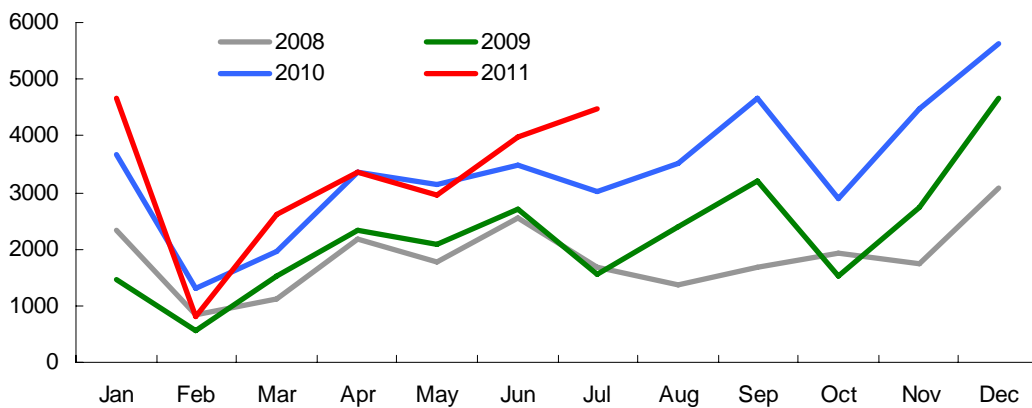
3 《宏源证券*行业简评*治堵草案迎来校车春天, 长期利好客车行业**汽车行业*于军华》, 2010.12

图 1: 宇通客车年度销量(辆)及同比增速^①



资料来源: 宏源证券, 宇通客车, CAAM

图 2: 宇通客车分月度客车销量^② (辆)

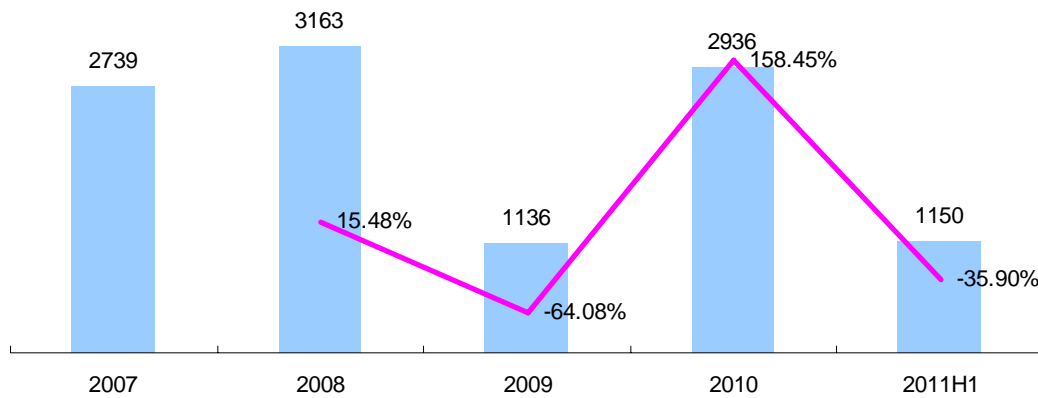


资料来源: 宏源证券, CAAM

^① 宇通客车 2007-2011 年数据来自于公告数据, 2005-2006 年数据来自于汽车工业协会, 两者口径存在些微差异;

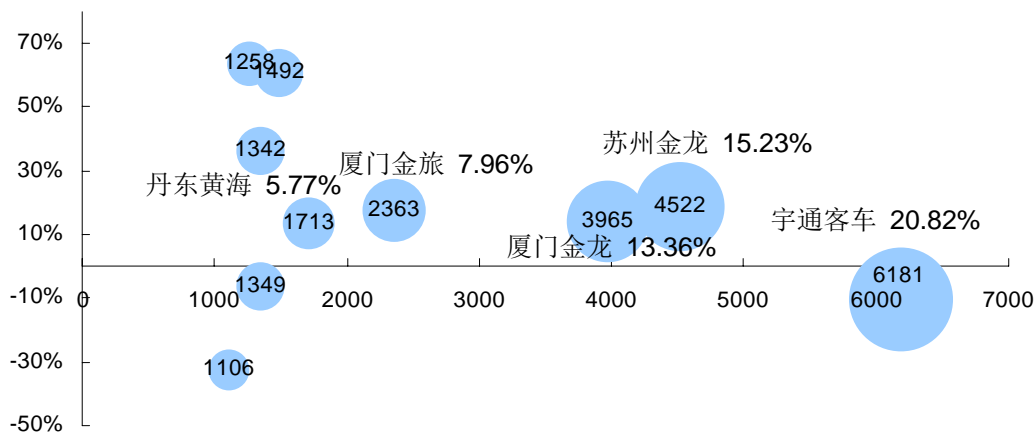
^② 2010、2011 年分月度销量来自于公司定期销量快报, 2008-2009 分月度数据来自于汽车工业协会;

图 3: 宇通客车分年度客车出口量（辆）和同比增速



资料来源: 宏源证券、海关

图 4: 2011H1 中国大型客车销量（辆），同比增速及市场份额^③



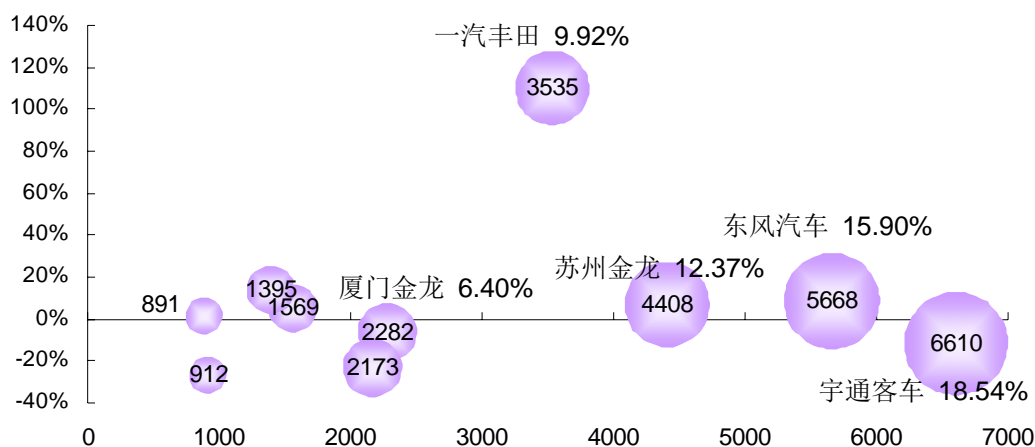
资料来源: 宏源证券、CAAM

^③ 该处数据来自于汽车工业协会，包括大型客车以及大型客车非完整车辆两部分，其中纵轴为同比增速，图内标注为市场份额；

表 1: 2011H1 年大型客车分厂商情况^①

厂商	销量	同比增速	2011H1 市场份额	2010 市场份额
郑州宇通	6181	-10.20%	20.82%	25.38%
苏州金龙	4522	18.84%	15.23%	12.24%
厦门金龙	3965	14.07%	13.36%	11.58%
厦门金旅	2363	17.74%	7.96%	6.57%
丹东黄海	1713	13.37%	5.77%	5.73%
中通客车	1492	60.60%	5.03%	3.76%
安徽安凯	1349	-6.06%	4.54%	4.20%
东风汽车	1342	36.24%	4.52%	3.10%
一汽集团	1258	63.80%	4.24%	4.56%
上海申沃	1106	-32.60%	3.73%	4.22%

资料来源：宏源证券、CAAM

图 5: 2011H1 中国中型客车销量（辆），同比增速以及市场份额^②


资料来源：宏源证券、CAAM

^① 该数据来自于汽车工业协会，与客车信息统计网略有差异，主要体现在非完整车辆部分；

^② 该处数据来自于汽车工业协会，包括中型客车以及中型客车非完整车辆两部分，其中纵轴为同比增速，图内标注为市场份额；

表 2：2011H1 年中型客车分厂商情况^⑥

厂商	销量	同比增速	2011H1 市场份额	2010 市场份额
郑州宇通	6610	-12.04%	18.54%	20.75%
东风汽车	5668	8.92%	15.90%	12.05%
苏州金龙	4408	7.02%	12.37%	10.29%
一汽丰田	3535	109.67%	9.92%	6.38%
厦门金龙	2282	-6.40%	6.40%	5.78%
安徽江淮	2173	-23.32%	6.10%	6.04%
厦门金旅	1569	5.23%	4.40%	3.81%
南汽集团	1395	14.25%	3.91%	3.40%
保定长安	912	-26.86%	2.56%	2.76%
中通客车	891	1.83%	2.50%	2.09%

资料来源：宏源证券，CAAM

^⑥ 该数据来自于汽车工业协会，与客车信息统计网略有差异，主要体现在非完整车辆部分。

表 3: 宇通客车预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	564	3298	2104	4947	营业收入	13479	15096	16606	18266
应收和预付款项	2485	1724	2906	2187	营业成本	11142	12469	13716	15088
存货	1225	1427	1491	1718	营业税金及附加	42	47	52	57
其他流动资产	0	0	0	0	营业费用	721	793	863	950
长期股权投资	83	98	112	125	管理费用	523	586	645	709
投资性房地产	0	0	0	0	财务费用	17	18	23	27
固定资产和在建工程	1146	905	662	419	资产减值损失	40	42	43	44
无形资产和开发支出	221	195	168	142	投资收益	17	15	14	13
其他非流动资产	586	586	585	585	公允价值变动损益	-5	0	0	0
资产总计	6310	8232	8028	10124	他经营损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	营业利润	1005	1156	1277	1403
应付和预收款项	3554	5047	4369	5943	其他非经营损益	-31	0	0	0
长期借款	15	15	15	15	利润总额	974	1156	1277	1403
其他负债	255	255	255	255	所得税	117	171	189	209
负债合计	3824	5316	4638	6212	净利润	857	985	1087	1195
股本	520	520	520	520	少数股东损益	-3	-3	-3	-4
资本公积	433	433	433	433	归属母公司股东净利润	860	988	1091	1198
留存收益	1529	1962	2440	2965	EPS (元) ^①	1.65	1.90	2.10	2.31
归属母公司股东权益	2482	2915	3393	3918	主要财务比率				
少数股东权益	4	1	-3	-6	成长能力				
股东权益合计	2486	2916	3390	3912	销售收入增长率	53.48%	12.00%	10.00%	10.00%
负债和股东权益合计	6310	8232	8028	10124	净利润增长率	51.04%	14.88%	10.43%	9.88%
现金流量表					获利能力				
经营活动现金流量净额	1346	3247	-641	3438	毛利率	17.33%	17.40%	17.40%	17.40%
税后经营利润	847	970	1073	1182	销售净利率	6.36%	6.52%	6.55%	6.54%
折旧与摊销	195	226	226	226	ROE	34.63%	33.88%	32.15%	30.59%
资产减值损失	40	42	43	44	偿债能力				
利息费用	27	-43	-60	-78	资产负债率	60.60%	64.58%	57.77%	61.36%
存货的减少	-474	-201	-64	-228	流动比率	1.20	1.28	1.49	1.49
经营性应收项目的减少	-322	761	-1181	718	速动比率	0.86	0.99	1.15	1.20
经营性应付项目的增加	1036	1493	-678	1574	营运能力				
投资活动现金流量净额	-603	0	0	0	总资产周转率	2.14	1.83	2.07	1.80
筹资活动现金流量净额	-645	-512	-553	-595	应收账款周转率	8.13	7.70	8.23	7.75
现金流量净额	101	2734	-1194	2843	存货周转率	9.09	8.74	9.20	8.78

资料来源: 宏源证券 (根据 Wind 模型调整)

^① 以上每股指标系指定预测日期对应的总股本计算。

联系人简介:

于军华: 宏源证券研究所汽车行业研究员, 中国人民大学经济学硕士, CPA, CFA L3 Candidate, 原国家信息中心汽车行业分析师, 5 年汽车咨询行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 上海汽车、华域汽车、福耀玻璃、中国重汽、潍柴动力、一汽轿车、长安汽车、宇通客车、安凯客车、江淮汽车等

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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。