

华泰联合证券  
2012-05-03华泰联合证券  
HUATAI UNITED SECURITIES华泰联合证券  
HUATAI UNITED SECURITIES华泰联合证券  
证券研究报告华泰联合证券  
公司研究 / 公告点评

酌情消费品/汽车及零部件

## 宇通客车 (600066)

买入/维持评级

股价 : RMB25.6

## 分析师

姚宏光

SAC 执业证书编号:s1000510120005

(0755)8249 2723

yaohg@mail.hthsc.com.cn

## 联系人

丁云波

(0755)8249 2384

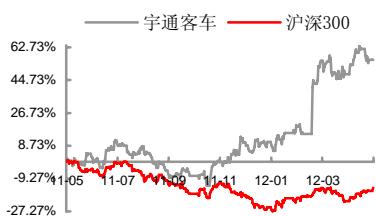
dingyunbo@mail.hthsc.com.cn

## 相关研究

## 基础数据

总股本 (百万股)	674
流通 A 股 (百万股)	674
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	17,246

## 最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

## 短期压力不掩长期投资价值

- 事件：公司 5 月 3 日发布公告称，拟通过向部分员工定向发行 3620 万股限制性股票的方式实施股权激励计划。其中，首次授予限制性股票 3267 万股，授予价格为每股 12.78 元；预留授予限制性股票 353 万股，授予价格为授予该部分限制性股票的董事会会议召开日前 20 个交易日均价的 50%。
- 股权激励影响公司短期的业绩。由于限制性股票授予价格仅为二级市场 20 日均价的 50%，且激励股权较重，预计产生的激励成本将在今后三年间对公司净利润产生 5%~10% 的负面影响。另外，由于此次股权激励计划是以 2011 年为基准年，采取逐年累计增长的指标作为限制性股票的解锁条件，因此，我们认为今后三年间公司的业绩仍然具有较高的可预测性。
- 激励范围较广，长期来看有利于提升公司治理水平、增强可持续成长能力。宇通客车此次股权激励对象共计 869 人，占员工总数的 10.7%，对于稳定技术骨干、中层管理人员具有积极的意义。而事实上，作为西方发达国家企业治理中常见的员工绩效激励手段，类似宇通客车所采用的股权激励方式对于企业成长性的推动作用，早已被普遍证明。
- 维持此前关于公司基本面的相关判断。1) 预计 2012 年公司各类客车销量合计在 54500 辆左右，同比增长 16.7%，市场份额有望进一步提升至 20.1% 左右；2) 受产品结构改善、部分原材料成本下降等因素的正面影响，预计公司 2012 年综合毛利率水平有望提升 0.2 个百分点至 18.4%。
- 下调盈利预测。考虑到股权激励的摊销成本及盈利目标，预计公司 12 年~13 年 EPS 分别为 1.87 元、2.32 元，对应 PE 分别为 13.1 倍、10.6 倍。
- 投资策略：在今年以来公司股价累计涨幅较大的背景下，受此次股权激励成本超预期的负面影响，市场对于公司投资价值的判断可能存在一定的分歧，短期获取超额收益的难度有所加大。我们基于对公司长期投资价值的看好，建议长线投资者逢低介入，维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济出现超预期的下滑；公司产能释放节奏低于预期。

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	16932	20081	24134
(+/-%)	25.6%	18.6%	20.2%
归属母公司净利润(百万元)	1181	1324	1647
(+/-%)	37.4%	12.1%	24.3%
EPS(元)	2.27	1.87	2.32
P/E(倍)	10.8	13.1	10.6

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

【限时促销】RICH 金股池：每周平均收益率均超大盘，购买则赠送：1、所有研究报告；2、彩信研报；3、邮箱研报；4、核心投资内参；5、QQ 群会员。  
 【研究创造价值，RICH 传递财富】全国免费咨询热线：400 668 0581；QQ：1078174455；MSN：18@181818.info；E\_mail：18@181818.info

## 附录

### 首次授予的限制性股票的解锁安排

表格 1：首次授予的限制性股票的解锁安排

解锁期	业绩指标	可解锁数量占首次授予的限制性股票数量比例
首次授予日起满 12 个月后至首次授予日起 24 个月内	以 2011 年为基准年, 2012 年营业收入增长率不低于 10%, 2012 年净利润增长率不低于 10%	40%
首次授予日起满 24 个月后至首次授予日起 36 个月内	以 2011 年为基准年, 2013 年营业收入增长率不低于 23%, 2013 年净利润增长率不低于 23%	30%
首次授予日起满 36 个月后至首次授予日起 48 个月内	以 2011 年为基准年, 2014 年营业收入增长率不低于 41%, 2014 年净利润增长率不低于 41%	30%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

### 预留部分的限制性股票的解锁安排

表格 2：首次授予的限制性股票的解锁安排

解锁期	业绩指标	可解锁数量占首次授予的限制性股票数量比例
自预留授予日起满 12 个月后至预留授予日起满 24 个月内	以 2011 年为基准年, 2013 年营业收入增长率不低于 23%, 2013 年净利润增长率不低于 23%	60%
自预留授予日起满 24 个月后至预留授予日起满 36 个月内	以 2011 年为基准年, 2014 年营业收入增长率不低于 41%, 2014 年净利润增长率不低于 41%	40%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

### 上述两表相关注释

- 1、“营业收入”、“净利润”是指经审计的公司合并利润表里的“营业收入”及“归属于公司股东的扣除非经常性损益的净利润”；
- 2、各年度归属于公司股东的净利润及归属于公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负。

## 股权激励对象及分配情况

表格 3：股权激励对象及分配情况

类别	姓名	职务	获授股票数量（万股）	获授股票占标的股票总数的比例	获授股票占公司总股本的比例
董事、高管	牛波	董事、总经理	100.00	2.76%	0.15%
	朱中霞	董事、总会计师	100.00	2.76%	0.15%
	于莉	董事、董秘	50.00	1.38%	0.07%
	韩军	董事、销售负责人	20.00	0.55%	0.03%
	杨祥盈	董事	12.00	0.33%	0.02%
	王文兵	副总经理	60.00	1.66%	0.09%
	王献成	副总经理	40.00	1.11%	0.06%
重要管理人员	共 255 人		1598.40	44.15%	2.37%
核心技术人员和业务骨干	共 607 人		1286.60	35.55%	1.91%
预留部分限制性股票			353.00	9.75%	0.52%
合计			3620.00	100.00%	5.37%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

## 风险提示

宏观经济出现超预期的下滑；公司产能释放节奏低于预期。

**盈利预测**

资产负债表			利润表			单位:百万元	
会计年度	2011	2012E	2013E	会计年度	2011	2012E	2013E
流动资产	5479	10372	11746	营业收入	16932	20081	24134
现金	1171	4747	4941	营业成本	13850	16386	19654
应收账款	1661	2540	3095	营业税金及附加	82	90	109
其他应收款	207	188	233	营业费用	928	1094	1315
预付账款	1148	819	983	管理费用	699	990	1201
存货	1122	1475	1769	财务费用	9	-47	-83
其他流动资产	170	602	724	资产减值损失	40	60	60
非流动资产	2381	2796	3032	公允价值变动收	0	0	0
长期投资	85	85	85	投资净收益	8	25	25
固定资产	1011	1290	1515	营业利润	1331	1532	1905
无形资产	493	485	477	营业外收入	68	37	43
其他非流动资	793	936	955	营业外支出	46	36	46
资产总计	7860	13168	14778	利润总额	1353	1533	1902
流动负债	4177	5538	6496	所得税	171	193	236
短期借款	10	0	0	净利润	1182	1340	1666
应付账款	1538	1802	2162	少数股东损益	1	15	19
其他流动负债	2628	3735	4334	归属母公司净利	1181	1324	1647
非流动负债	346	346	346	EBITDA	1565	1700	2116
长期借款	10	10	10	EPS (元)	2.27	1.87	2.32
其他非流动负	335	335	335				
负债合计	4522	5883	6842				
少数股东权益	5	20	39				
股本	520	706	710				
资本公积	276	2697	2738				
留存收益	2537	3861	4449				
归属母公司股	3333	7265	7897				
负债和股东权	7860	13168	14778				
现金流量表			单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E			2011	2012E
经营活动现金	1446	1547	1636				
净利润	1182	1340	1666				
折旧摊销	224	215	294				
财务费用	9	-47	-83				
投资损失	-8	-25	-25				
营运资金变动	45	-19	-182				
其他经营现金	-7	83	-33				
投资活动现金	-999	-611	-511				
资本支出	992	630	530				
长期投资	-36	0	0				
其他投资现金	-43	19	19				
筹资活动现金	-10	2640	-931				
短期借款	10	-10	0				
长期借款	-4	0	0				
普通股增加	0	186	4				
资本公积增加	-157	2421	42	P/E	10.69	12.96	10.47
其他筹资现金	142	43	-976	P/B	3.79	2.36	2.18
现金净增加额	432	3576	194	EV/EBITDA	9	9	7

数据来源：华泰联合证券研究所



### 华泰联合证券评级标准：

时间段	报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数	沪深 300 (以下简称基准)
<b>股票评级</b>	
买入	股价超越基准 20%以上
增持	股价超越基准 10%-20%
中性	股价相对基准波动在±10% 之间
减持	股价弱于基准 10%-20%
卖出	股价弱于基准 20%以上
<b>行业评级</b>	
增持	行业股票指数超越基准
中性	行业股票指数基本与基准持平
减持	行业股票指数明显弱于基准

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
 邮政编码：518048  
 电 话：86 755 8249 3932  
 传 真：86 755 8249 2062  
 电子邮件：[lzrd@mail.hthsc.com.cn](mailto:lzrd@mail.hthsc.com.cn)

### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
 邮政编码：200120  
 电 话：86 21 5010 6028  
 传 真：86 21 6849 8501  
 电子邮件：[lzrd@mail.hthsc.com.cn](mailto:lzrd@mail.hthsc.com.cn)

### 免责申明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供投资建议。