

宇通客车 (600066)

买入/维持评级

股价: RMB24.15

分析师

姚宏光
SAC 执业证书编号:s1000510120005
(0755)8249 2723
yaohg@mail.htlhsc.com.cn

联系人

丁云波
(0755)8249 2384
dingyunbo@mail.htlhsc.com.cn

仍是理想的价值配置品种

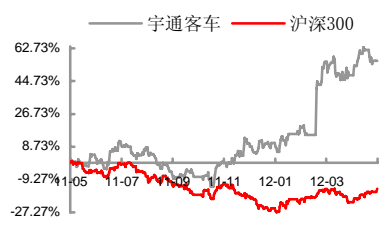
- 事件: 公司 6 月 12 日公告了限制性股票激励计划(草案)修订稿, 调整内容主要涉及业绩指标、激励成本的会计核算与摊销分期。此外, 在股权激励授予价格方面, 虽然 5 月 9 日公司进行了分红除息, 按照原方案, 首次授予价格应调整为 12.48 元, 但公司经过综合衡量, 首次授予部分股票价格仍维持 12.78 元。其他诸如股票发行数量等未作调整, 仍为 3620 万股限制性股票, 其中, 首次授予部分为 3267 万股, 预留授予部分为 353 万股。
- 限制性股票的解锁业绩指标是市场评估公司未来经营前景的重要参考指标, 提高股权激励的解锁业绩指标有利于增强市场信心。在修订稿中, 以 11 年为基准年, 12 年~14 年的营收增速指标分别上调了 6~9 个百分点, 扣非后的净利润增速指标分别上调了 7~9 个百分点。
- 股权激励成本的会计处理变动缓解业绩压力。随着公司新建产能的陆续投产, 我们估计公司今明两年的新增折旧摊销分别在 1.65 亿元、4.96 亿元左右, 大幅增加的折旧压力使得市场对公司的业绩预期有所改变。根据修订稿, 通过调整成本估算方法与摊销分期, 预估总成本下降 54%至 2.13 亿元, 今明两年成本分别下降 53%、44%至 0.79 亿元、0.86 亿元。
- 公司的成长逻辑与属性没有改变。长期来看, 中国客车行业的稳定增长、市场格局不断优化、宇通客车良好的公司治理结构仍是我们看好公司成长性的关键逻辑, 同时我们认为公司基于市场需求的产能扩张计划也并没有改变其内生增长的属性。短期我们维持 12 年公司各类客车销量合计在 54500 辆左右(同比增长 16.7%)的判断, 考虑产品盈利结构、原材料价格下降等因素, 预计 12 年综合毛利率有望提升 0.2 个百分点至 18.4%。
- 投资策略: 考虑调整后的股权激励摊销成本及盈利目标, 预计公司 12 年~13 年 EPS 分别为 2.03 元、2.30 元, 对应 PE 分别为 12.0 倍、10.5 倍。我们认为短期的调整之后, 市场会重新评估公司的投资价值。基于对公司长期成长逻辑与属性的判断, 我们认为公司仍是理想的价值配置品种, 贴上“带轮子的巴菲特价值投资股”的标签并非过誉, 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。

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

| 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 | 1427 | 1635 |
| (+/-%) | 37.4% | 20.8% | 14.6% |
| EPS(元) | 2.27 | 2.02 | 2.30 |
| P/E(倍) | 10.8 | 12.0 | 10.5 |

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

附录（股权激励方案调整前后对比）

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 | |
|-------------------------------|---|---|----------------------|-----|
| | 调整前 | 调整后 | 调整前 | 调整后 |
| 首次授予日起满 12 个月后至自首次授予日起 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% | 以 2011 年为基准年, 2012 年营业收入增长率不低于 16%, 2012 年净利润增长率不低于 18% | 40% | 20% |
| 首次授予日起满 24 个月后至自首次授予日起 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% | 以 2011 年为基准年, 2013 年营业收入增长率不低于 30%, 2013 年净利润增长率不低于 30% | 30% | 40% |
| 首次授予日起满 36 个月后至自首次授予日起 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% | 以 2011 年为基准年, 2014 年营业收入增长率不低于 50%, 2014 年净利润增长率不低于 50% | 30% | 40% |

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：预留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 | |
|-------------------------------|---|---|----------------------|-----|
| | 调整前 | 调整后 | 调整前 | 调整后 |
| 首次授予日起满 12 个月后至自首次授予日起 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% | 以 2011 年为基准年, 2013 年营业收入增长率不低于 30%, 2013 年净利润增长率不低于 30% | 60% | 60% |
| 首次授予日起满 24 个月后至自首次授予日起 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% | 以 2011 年为基准年, 2014 年营业收入增长率不低于 30%, 2014 年净利润增长率不低于 30% | 40% | 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中的“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。

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 | | | | 单位:百万元 | | | |
| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E |
| 流动资产 | 5479 | 10476 | 11780 | 营业收入 | 16932 | 20081 | 24134 |
| 现金 | 1171 | 4851 | 4963 | 营业成本 | 13850 | 16386 | 19742 |
| 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 | 987 | 管理费用 | 699 | 872 | 1127 |
| 存货 | 1122 | 1475 | 1777 | 财务费用 | 9 | -48 | -85 |
| 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 | 1651 | 1891 |
| 无形资产 | 493 | 485 | 477 | 营业外收入 | 68 | 37 | 43 |
| 其他非流动资产 | 793 | 936 | 955 | 营业外支出 | 46 | 36 | 46 |
| 资产总计 | 7860 | 13272 | 14812 | 利润总额 | 1353 | 1652 | 1889 |
| 流动负债 | 4177 | 5538 | 6520 | 所得税 | 171 | 208 | 234 |
| 短期借款 | 10 | 0 | 0 | 净利润 | 1182 | 1444 | 1654 |
| 应付账款 | 1538 | 1802 | 2172 | 少数股东损益 | 1 | 17 | 19 |
| 其他流动负债 | 2628 | 3735 | 4348 | 归属母公司净利 | 1181 | 1427 | 1635 |
| 非流动负债 | 346 | 346 | 346 | EBITDA | 1565 | 1818 | 2101 |
| 长期借款 | 10 | 10 | 10 | EPS (元) | 2.27 | 2.02 | 2.30 |
| 其他非流动负 | 335 | 335 | 335 | | | | |
| 负债合计 | 4522 | 5883 | 6866 | 主要财务比率 | | | |
| 少数股东权益 | 5 | 21 | 40 | 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E |
| 股本 | 520 | 706 | 710 | 成长能力 | | | |
| 资本公积 | 276 | 2697 | 2738 | 营业收入 | 25.6% | 18.6% | 20.2% |
| 留存收益 | 2537 | 3964 | 4458 | 营业利润 | 32.5% | 24.0% | 14.5% |
| 归属母公司股 | 3333 | 7367 | 7906 | 归属母公司净利 | 37.4% | 20.8% | 14.6% |
| 负债和股东权 | 7860 | 13272 | 14812 | 获利能力 | | | |
| | | | | 毛利率(%) | 18.2% | 18.4% | 18.2% |
| | | | | 净利率(%) | | | 7.0% |
| | | | | ROE(%) | 35.4% | 19.4% | 20.7% |
| | | | | ROIC(%) | 34.9% | 19.0% | 20.0% |
| | | | | 偿债能力 | | | |
| | | | | 资产负债率(%) | 57.5% | 44.3% | 46.4% |
| | | | | 净负债比率(%) | 0.55% | 0.18% | 0.15% |
| | | | | 流动比率 | 1.31 | 1.89 | 1.81 |
| | | | | 速动比率 | 1.04 | 1.63 | 1.53 |
| | | | | 营运能力 | | | |
| | | | | 总资产周转率 | 2.31 | 1.90 | 1.72 |
| | | | | 应收账款周转率 | 12 | 9 | 8 |
| | | | | 应付账款周转率 | 9.99 | 9.81 | 9.94 |
| | | | | 每股指标(元) | | | |
| | | | | 每股收益(最新) | 1.67 | 2.02 | 2.32 |
| | | | | 每股经营现金流 | 2.05 | 2.34 | 2.31 |
| | | | | 每股净资产(最 | 4.72 | 10.43 | 11.19 |
| | | | | 估值比率 | | | |
| | | | | P/E | 10.69 | 12.03 | 10.55 |
| | | | | P/B | 3.79 | 2.33 | 2.18 |
| | | | | EV/EBITDA | 9 | 8 | 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)

股票评级

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

行业评级

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.htlhsc.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.htlhsc.com.cn

免责声明

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了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的投资建议。

©版权所有 2012年 华泰联合证券有限责任公司