

公司研究

公司点评

跟踪评级_维持: 短期_推荐, 长期_A

稳健客车龙头，价值投资的优质标的

——宇通客车(600066)公司点评

核心观点

1、6月份数据显示公司中客和轻客销量下滑，大客保持高速增长。公司6月份完成销量4120辆，环比增长6.5%，同比增长3.7%。分车型来看，大客销售1951辆(+22.6%)，依然保持着强劲的增长趋势，中客和轻客则分别销售1991辆(-7.4%)和178辆(-22.9%)。上半年，公司累计销售客车2.17万辆(+18.2%)，大中客市场份额提升至26.7%。

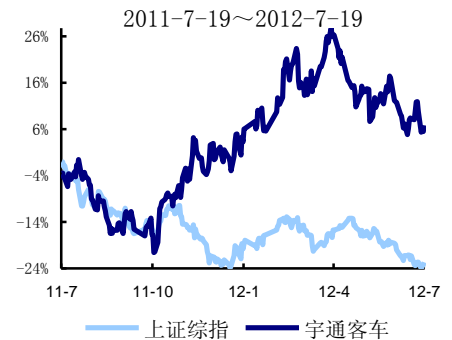
2、2季度收入增长有望超预期。一季度的情况显示，公司收入增速远高于销量增速，主要原因包括：1) 毛利率更高的大中客高速增长；2) 一季度校车订单集中；3) 出口委内瑞拉的订单提升平均价格。2季度，公司销量同比增长12.2%，虽然校车订单走弱，但依然有大部分出口委内瑞拉的订单保证单车价格，我们认为收入增速大幅高于销量增速的趋势能够延续，预计2季度收入增速会保持在30%以上。

3、股权激励调整方案鼓舞信心。公司股权激励方案做出积极调整：1) 首期股权解禁比例由40%降至20%；2) 提高了收入和利润的增长目标，2012年分别提升到16%和18%；3) 大幅降低股权激励成本。我们认为，修改方案从收入，成本和管理层约束三方面做出相关优化，将业绩负面影响降至最低程度，鼓舞市场信心。本次股权激励涉及面广，将极大激发技术人员和管理人员的工作热情，保持公司的持久竞争能力。

4、客车行业经营环境稳定，扩产提升市场份额。在城镇化进程持续推进，交通环境不断恶化和人民可支配收入稳定提高的大背景下，公交客车，公路客车和旅游客车将保持着每年10%以上的稳定增长态势。而校车和出口为客车行业带来的增量效应逐渐明显，公司作为传统龙头，在这两块新领地上依然保持出色的竞争力，上半年，公司在校车和出口领域皆处于第一的位置，份额分别为30.5%和17.1%。随着新学期开学临近，接下来的两三个月可能迎来校车销售的小高峰，保持公司全年校车销量6000辆的前期预测水平。

5、新产能进入释放期，助力公司提升市场份额。公司上半年已经完成5000辆专用车建设项目，配股建设的1万辆节能和新能源客车生产基地将于四季度投产，另外，公司还有远期2万辆的产能规划。预计公司今年的产能利用率仍将维持偏紧的状态，年底将达到4.5万辆的产能规模，新产能逐渐进入释放有助于公司进一步提升市场份额。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	67366.06
流通A股(万股)	45133.20
52周内股价区间(元)	18.4-27.27
总市值(亿元)	150.83
总资产(亿元)	78.60
每股净资产(元)	6.41
目标价	6个月 12个月

相关报告

- 《国都证券-公司研究-公司点评-宇通客车(600066):2012年继续高增长》 2012-03-28
- 《国都证券-公司研究-投资价值分析-宇通客车(600066):驭校车东风，保高速增长》 2012-01-05
- 《国都证券-公司研究-公司点评-宇通客车(600066):客车行业龙头，下游需求持续景气》 2011-08-03

财务数据与估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万)	16932	21022	25809	31642
同比增速(%)	24.36%	24.16%	22.77%	22.60%
净利润(百万)	1181	1353	1596	2003
同比增速(%)	36.00%	14.53%	17.98%	25.45%
EPS(元)	1.75	2.01	2.37	2.97
P/E	12.77	11.15	9.45	7.53

研究员: 肖世俊

电话: 010-84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号: S0940510120011

联系人: 丰亮

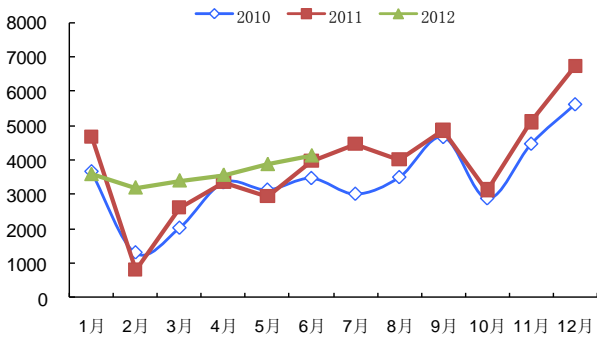
电话: 010-84183271

Email: fengliang@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

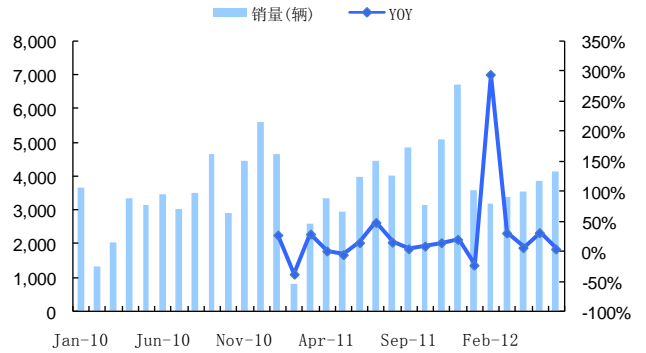
盈利预测: 考虑到股权激励成本, 我们适当调低之前的盈利预期, 我们预计公司 2012 年, 2013 年和 2014 年的 EPS 分别为 2.01 元, 2.37 元和 2.97 元, 对应动态估值分别为 11.2X、9.5X 和 7.5X, 股权激励短期内小幅影响公司业绩, 长期来看将提升公司的持续竞争力, 公司在出口市场和校车市场的龙头地位得到巩固, 未来将延续在传统客车市场的强势地位, 继续给予公司“推荐-A”的评级。提示宏观经济硬着陆和校车需求低于预期的风险。

图 1: 总销量月度走势



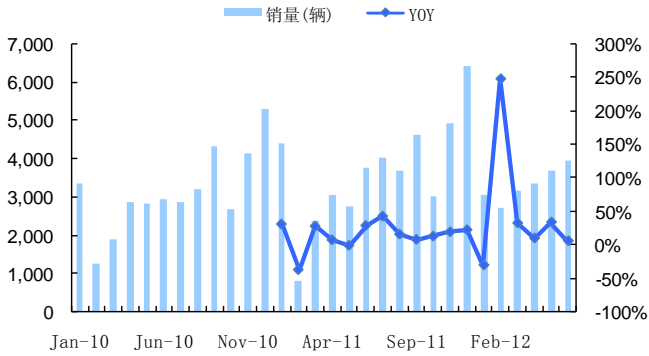
资料来源: 公司公告, 国都证券

图 2: 总销量月度走势



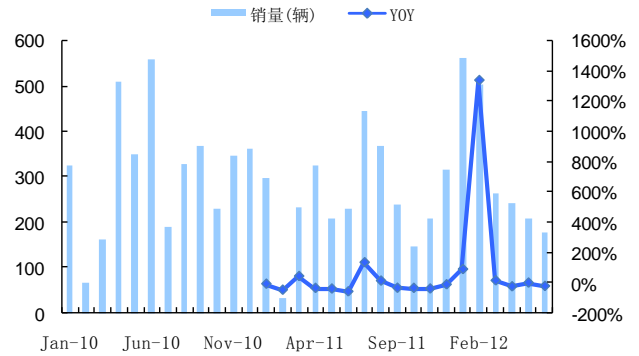
资料来源: 公司公告, 国都证券

图 3: 大中客销量月度走势



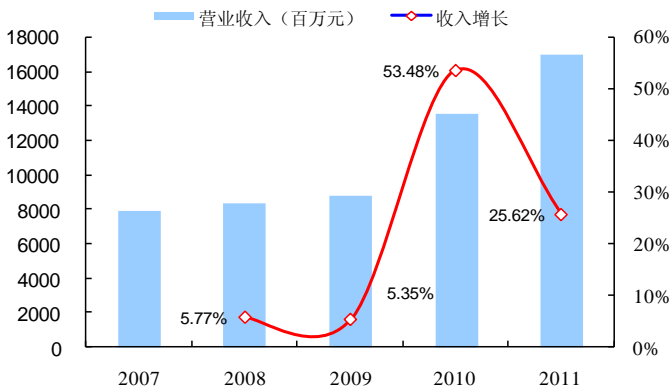
资料来源: 公司公告, 国都证券

图 4: 轻客销量月度走势



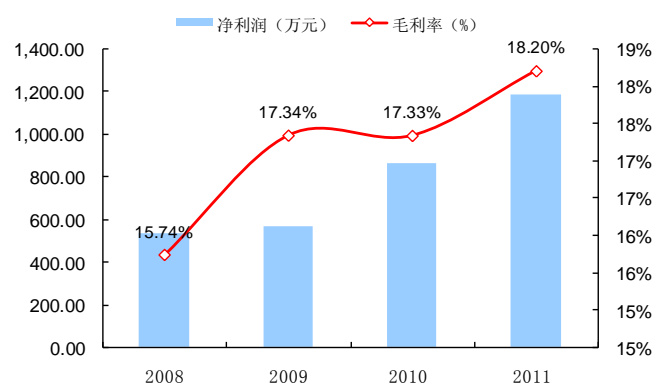
资料来源: 公司公告, 国都证券

图 5: 近两年宇通客车营业收入高速增长



资料来源: 公司公告, 国都证券

图 6: 毛利率水平稳步提升



资料来源: 公司公告, 国都证券

表 1: 利润表简表 (分季度, 单位: 百万元)

项目	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1
营业收入	2357.32	3168.04	3607.13	4346.01	2947.96	3457.81	4603.77	5922.39	3969.35
营业成本	1947.67	2636.88	2980.32	3577.57	2442.08	2863.78	3795.94	4748.58	3240.05
销售费用	143.67	115.31	188.30	273.49	159.22	160.96	221.50	385.90	238.87
管理费用	100.85	123.62	150.37	148.58	133.45	142.24	186.88	236.42	179.20
财务费用	7.39	5.24	-0.56	4.62	-1.49	-2.21	-3.21	16.18	-12.28
少数股东损益	0.44	-0.11	-1.42	-1.45	0.88	0.68	0.45	-1.04	0.99
净利润	141.12	220.52	184.32	313.70	177.23	244.55	311.45	448.17	241.36
EPS (元)	0.27	0.42	0.35	0.60	0.34	0.47	0.60	0.86	0.36

资料来源: Wind, 国都证券

表 2: 关键财务指标 (分季度)

项目	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1
毛利率	17.4%	16.8%	17.4%	17.7%	17.2%	17.2%	17.5%	19.8%	18.4%
销售费用率	6.1%	3.6%	5.2%	6.3%	5.4%	4.7%	4.8%	6.5%	6.0%
管理费用率	4.3%	3.9%	4.2%	3.4%	4.5%	4.1%	4.1%	4.0%	4.5%
财务费用率	0.3%	0.2%	0.0%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.3%	-0.3%
费用率合计	10.7%	7.7%	9.4%	9.8%	9.9%	8.7%	8.8%	10.8%	10.2%
税率	11.0%	14.3%	14.4%	9.1%	11.4%	12.4%	12.3%	13.4%	13.3%
净利率	6.0%	7.0%	5.1%	7.2%	6.0%	7.1%	6.8%	7.6%	6.1%

资料来源: Wind, 国都证券

表 3: 销量预测简表 (辆)

项目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
大客	11197	17568	20967	25160	29689	34143
增速 (%)	-5.79%	56.90%	19.35%	20.00%	18.00%	15.00%
中客	13508	19812	22670	25164	27680	30448
增速 (%)	9.21%	46.67%	14.43%	11.00%	10.00%	10.00%
轻客	3481	3789	3051	3966	4958	6197
增速 (%)	5.42%	8.85%	-19.48%	30.00%	25.00%	25.00%
合计	28186	41169	46688	54290	62327	70788
增速 (%)	2.29%	46.06%	13.41%	16.28%	14.80%	13.57%

资料来源: 公司公告, 国都证券

表 4: 宇通客车 (600066) 盈利预测

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	13615	16932	21022	25809	31642
YOY%	55.04%	24.36%	24.16%	22.77%	22.60%
营业成本	11150	13850	17168	21051	25807
营业税金及附加	42	82	103	126	155
营业费用	830	928	1156	1419	1740
管理费用	523	699	961	1248	1464
财务费用	23	9	32	52	79
资产减值损失	44.71	39.81	71.10	103.23	126.57
公允价值变动收益	-5.12	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	17.18	7.93	19.32	14.81	14.02
营业利润	1014	1331	1550	1824	2285
YOY%	57.63%	31.29%	16.41%	17.71%	25.23%
营业外收入	26	68	37	43	49
营业外支出	57	46	36	46	43
利润总额	983	1353	1550	1822	2291
所得税	117	171	195	225	287
净利润	866	1182	1355	1596	2004
少数股东损益	-3	1	2	0	2
归属母公司净利润	868.70	1181.41	1353.10	1596.35	2002.56
YOY%	54.17%	36.00%	14.53%	17.98%	25.45%
EBITDA	1151	1314	1634	1947	2442
EPS (元/股)	1.29	1.75	2.01	2.37	2.97

资料来源: 公司公告、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张崴	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com	赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			