

LNG和出口销量快速增长

——宇通客车（600066）中报点评

2012年8月21日

强烈推荐/维持

宇通客车

财报点评

王明德

执业证书编号：S1480511100001

张洪磊

zhanghl@dxzq.net.cn 010-66554014

事件：

公司2012年上半年实现营业收入82.96亿元，同比增长27.11%，实现利润总额6.71亿元，同比增长34.75%；归属于上市公司股东净利润为净利5.9亿元，同比增长34.34%。上半年基本上每股收益0.92元，同比增长20.45%。

公司分季度财务指标

指标	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
营业收入（百万元）	4346.01	2947.96	3457.81	4603.77	5922.39	3969.35	4326.89
增长率（%）	47.38	25.06	9.15	27.63	36.27	34.65	25.13
毛利率（%）	17.68	17.16	17.18	17.55	19.82	18.37	19.10
期间费用率（%）	9.82	9.88	8.70	8.80	10.78	10.22	10.22
营业利润率（%）	7.81	6.78	7.90	7.72	8.49	7.04	8.84
净利润（百万元）	312.25	178.11	262.38	311.91	477.14	242.35	348.05
增长率（%）	37.68	25.82	19.04%	70.53	43.20	36.06	32.65
每股盈利（季度，元）	0.60	0.34	0.47	0.60	0.86	0.36	0.56
资产负债率（%）	63.43	60.64	60.70	63.37	57.54	48.08	50.96
净资产收益率（%）	13.49	6.99	9.91	11.21	14.40	5.32	5.89
总资产收益率（%）	5.07	2.75	3.89	4.10	6.11	2.76	2.89

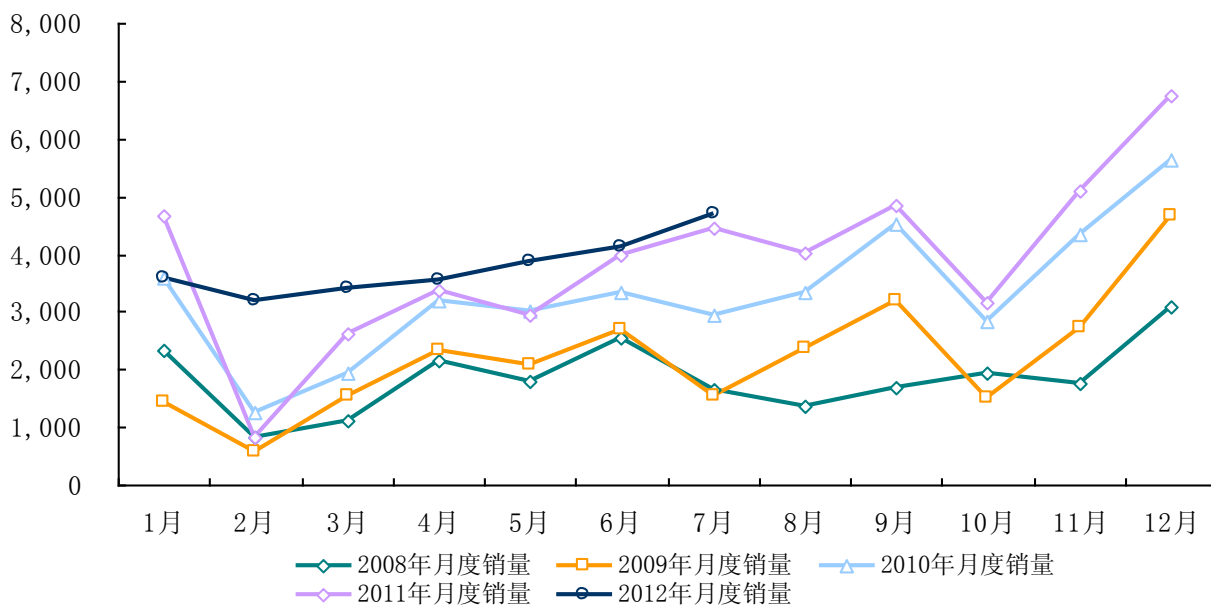
评论：

积极因素：

- **公司立足技术和服务，龙头地位不断加强。**上半年公司销量增长超过18%，而大中客车行业只增长不到9个百分点，公司龙头地位继续加强。公司技术领先，车型更加舒适、节能，公司研发的热管理系统可节能5%左右。公司销售以直销为主，介入客户车辆的整个生命周期管理，向客户输送先进的管理。客车市场客户多为机构且数量众多，整个市场有多于5万家客户，客户需求差异化大，公司关注客户的价值链全过程，针对不同客户需求提供差异化的产品和服务，提升了客户粘性，并相应提升了公司的定价能力。
- **产品结构提升，原材料价格持续走低，毛利率提升可持续。**公司2季度单季毛利率达到19.10%，同比提升近两个百分点，环比也提升0.73个百分点，主要原因是今年以来公司的产品结构提升明显且钢材等原材料价格都出现了明显下降。1-6月份，公司大客车销量同比增长39.20%，远高于公司整体销量增速18.24%。7月份，公司大客车销量同比增速仍然高达39%，产品结构有望继续提升，目前钢材等原材料价格仍无止跌

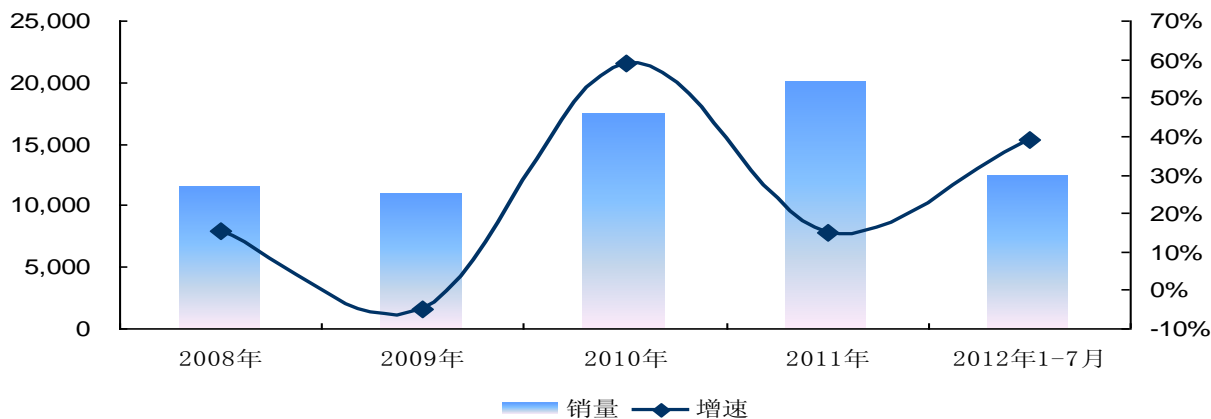
企稳迹象,公司的毛利率有望继续提升。

图 1: 2008 年至今公司月度销量



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 2: 2008 年至今公司大客车销量及增速

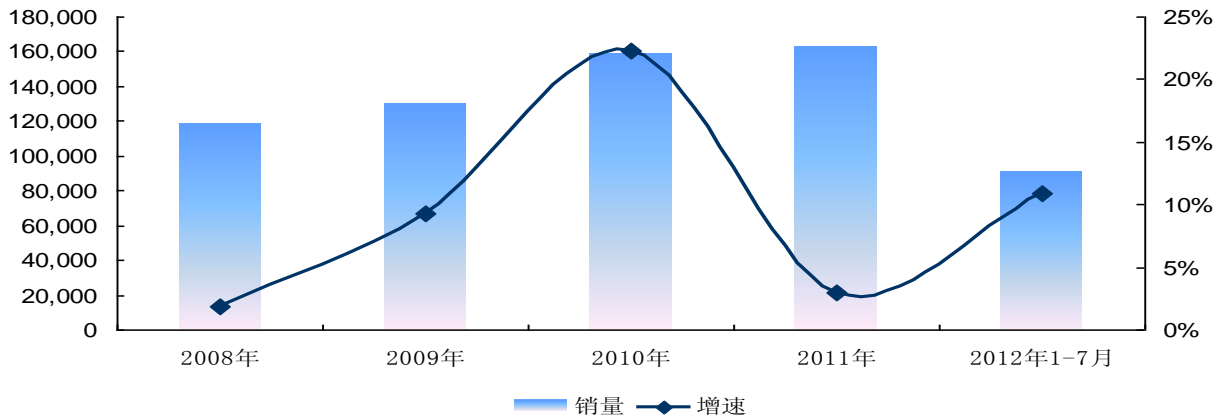


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **LNG车型和出口销量快速增长。**去年公司销售LNG车型4,000辆, 预计今年同比可增长50%以上, 在国内加气站建设不断加速加气越来越方便的背景下, 预计未来两年LNG车型销量仍可保持高速增长。公司深耕出口, 培育重点市场, 增长稳定扎实, 预计今年出口销量可达到6,000辆, 同比增长40%左右, 目前古巴和委内瑞拉市场都在培育。并且出口车型单价较高, 毛利率也较高。

消极因素:

- **下半年客车行业整体增速将继续回落。**6、7月份以后，受国内宏观经济形势持续走弱的影响，整个客车行业增速回落，我们认为由于去年下半年基数较高且校车已经在上半年集中采购过，并且国内宏观经济仍无明确见底信号，预计下半年客车行业增速将继续回落，公司的收入增速也将有所放缓。

图 3：2008 年至今国内大中客车（含底盘）销量及增速


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

业务展望：

- **长期来看下游需求增长确定，看好公司的持续增长：**公交车还会加速更新，旅游车还有较大空间，客运车会保持稳定的状态，而校车市场才刚刚开始需求将持续快速增长。

盈利预测与投资评级：

我们认为公司龙头地位稳固、技术和服务能力雄厚，可在享受行业增长的同时继续提升市场份额。预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 2.10、2.47 和 2.80 元，对应 PE 分别为 11、9 和 8 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

- 1) 下半年客车需求下降幅度超预期；
- 2) 校车市场发展低于预期。

表 1：投资组合盈利预测和估值

万元	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	13,478.50	16,931.93	20,360.55	23,370.28
(+/-)%	53.48%	25.62%	20.25%	14.78%
经营利润 (EBIT)	1021.26	1340.68	1673.06	1971.66
(+/-)%	56.66%	31.28%	24.79%	17.85%
净利润	857.12	1,182.38	1,481.68	1,745.10
(+/-)%	51.04%	37.95%	25.31%	17.78%
每股净收益 (元)	1.65	2.27	2.10	2.47

资料来源：东兴证券

利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	13,478.50	16,931.93	20,360.55	23,370.28	26,465.28
营业收入增长率	53.48%	25.62%	20.25%	14.78%	13.24%
营业成本	11,142.43	13,850.38	16,500.19	19,011.72	21,598.32
营业费用	720.78	927.57	1,176.84	1,285.37	1,429.13
管理费用	523.43	699.00	855.14	923.13	1,005.68
财务费用	16.70	9.26	6.11	6.90	7.94
资产减值损失	40.38	39.81	63.69	73.24	76.91
营业利润	1,004.56	1,331.41	1,666.96	1,964.75	2,228.22
EBITDA	1,216.26	1,564.68	2,039.93	2,256.29	2,523.54
归属母公司净利润	859.66	1,181.41	1,480.66	1,743.87	1,977.16
净利润增长率	52.56%	37.43%	25.33%	17.78%	13.38%
EPS (元)	1.65	2.27	2.10	2.47	2.80
资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	917.79	1,171.00	3,699.95	3,964.50	4,288.18
应收账款	1,210.82	1,661.26	2,008.16	2,240.99	2,537.77
预付款项	716.75	1,147.86	1,642.87	2,213.22	2,861.17
存货	1,225.35	1,121.60	1,356.18	1,562.61	1,775.20
非流动资产	2,169.26	2,381.38	2,636.08	3,304.54	3,942.33
资产总计	6,797.04	7,860.07	11,815.40	13,827.80	16,018.37
应付账款	1,233.93	1,538.31	1,808.24	2,083.48	2,366.94
预收款项	298.99	737.34	991.84	1,283.97	1,614.79
流动负债	4,018.28	4,176.67	4,798.34	5,605.81	6,467.29
非流动负债	292.89	345.63	302.61	317.25	328.07
少数股东权益	3.63	4.60	5.63	6.86	8.33
母公司股东权益	2,482.24	3,333.16	6,708.81	7,897.89	9,214.67
ROIC	59.80%	55.61%	48.31%	43.59%	39.50%
现金流量表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	857.12	1,182.38	1,481.68	1,745.10	1,978.63
折旧摊销	195.00	224.00	366.87	317.13	349.13
经营活动产生现金流	1,066.71	1,446.26	1,355.54	1,884.84	2,058.08
投资活动产生现金流	-610.02	-999.13	-661.31	-1,073.24	-1,076.91
融资活动产生现金流	-403.12	-9.68	1,834.72	-547.05	-657.49
现金净增 (减)	53.57	437.45	2,528.95	264.55	323.69

资料来源：东兴证券

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

张洪磊

对外经贸大学金融学硕士，工学学士，具有四年汽车行业从业经验，2012年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。