

宇通客车 (600066.SH)

客车行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

市价（人民币）：21.71元

四季度业绩增速可能继续放缓

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	673.66
总市值(百万元)	153.12
年内股价最高最低(元)	26.64/17.55
沪深300指数	2341.59
上证指数	2132.76



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.654	2.272	1.987	2.243	2.585
每股净资产(元)	4.77	6.41	9.72	11.22	13.04
每股经营性现金流(元)	2.54	2.78	2.28	2.49	3.00
市盈率(倍)	13.13	9.55	10.92	9.68	8.40
行业优化市盈率(倍)	53.25	20.27	24.16	24.16	24.16
净利润增长率(%)	52.56%	37.43%	19.41%	12.85%	15.25%
净资产收益率(%)	34.63%	35.44%	20.45%	19.98%	19.83%
总股本(百万股)	519.89	519.89	709.86	709.86	709.86

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- **三季报业绩符合预期：**前三季度，公司实现营收133.09亿元，同比增长20.9%；实现归属母公司股东净利润9.73亿元，同比增长32.7%，对应摊薄后EPS为1.37元。第三季度，公司营收同比增长8.8%，归属母公司股东净利润同比增长23.1%，当季EPS为0.54元，符合预期。

经营分析

- **校车带动大中客行业增长，传统客车销量有所下滑：**根据中客网数据，2012年1-9月，客车行业累计销量增长6.2%，但增量主要由校车贡献，座位与公交累计销量分别下滑5.1%与3.7%，表明经济下滑已经影响到地方的公交与客运公司。第三季度，客车销量同比增长4.9%，但座位与公交同比分别下滑8.2%与5.0%；从当前看，经济仍未有显著改善迹象，地方财政依旧拮据，故我们预计传统客车第四季度销量仍将较为低迷，而校车的增量仅能推动行业低速增长。
- **传统客车低迷致第三季度销量增速有所放缓：**前三季度，公司累计销量为35,697辆，同比增长12.5%，超过大中客行业5.2%的增速水平；第三季度，公司销量同比增速为4.7%，较第二季度的12.2%有所放缓，主要受传统客车销量下滑16.0%所累。校车需求是公司主要增量来源，公司前三季度销售校车6,140辆，占国内校车总销量的31.2%，并给公司销量带来19.4%的增量，而其余车型销量则下滑6.8%。
- **原材料价格下降促毛利率逐季走高，第四季度或有一定压力：**第三季度，公司毛利率为19.19%，同比与环比分别提升1.6与0.1个百分点，略超市场预期。从车型结构看，第三季度校车的销量占比达到19.8%，而大客占比已从第二季度的47.6%下滑至43.6%，并不支持毛利率持续走高；原材料价格方面，第三季度橡胶价格同比与环比分别下滑31.4%与11.8%，钢材价格同比与环比分别下滑21.8%与13.9%，故预计原材料价格下降是毛利率提升的主要原因。第四季度，橡胶与钢材价格均已从底部开始回升，且去年第四季度原材料价格已处较低位置，故届时原材料成本方面将不能再为公司毛利率带来积极因素；若公司大客销量占比继续下滑，毛利率或将面临一定压力。

相关报告

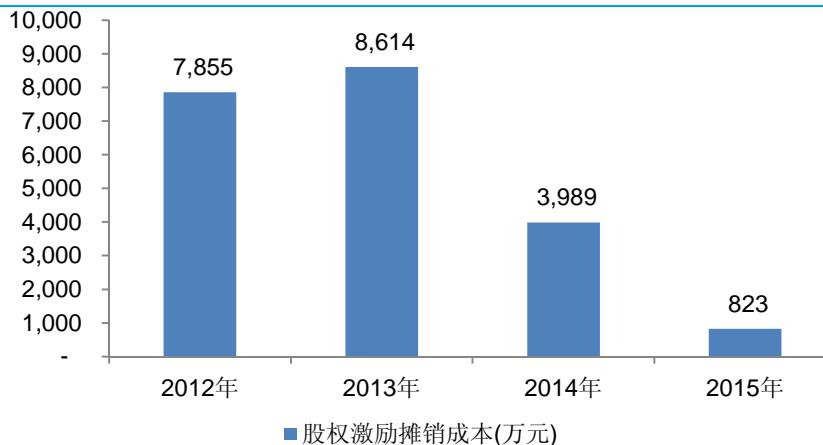
- 1.《校车及出口带动公司业绩高速增长》，2012.8.20
- 2.《校车订单带动一季度业绩快速增长》，2012.4.22
- 3.《车型结构持续提升,12年增长确定》，2012.3.27

吴文钊 分析师 SAC 执业编号：S1130511040006
(8621)61038231
wuwz@gjzq.com.cn

厉叶森 联系人
(8621)61038244
liym@gjzq.com.cn

- 股权激励费用已开始摊销，但对业绩影响有限：公司在 2012 年 6 月授予激励对象响应股份，根据公司会计处理准则 2012-2013 年将分别摊销 7,855 与 8,614 万元；因 2012 年仅有下半年进行费用摊销，故预计下半年对净利率的影响将在 0.6-0.8 个百分点，2013 年则将不足 0.4 个百分点，对各期的业绩影响有限。

图表1：公司股权激励各期摊销成本（万元）



来源：公司资料、国金证券研究所

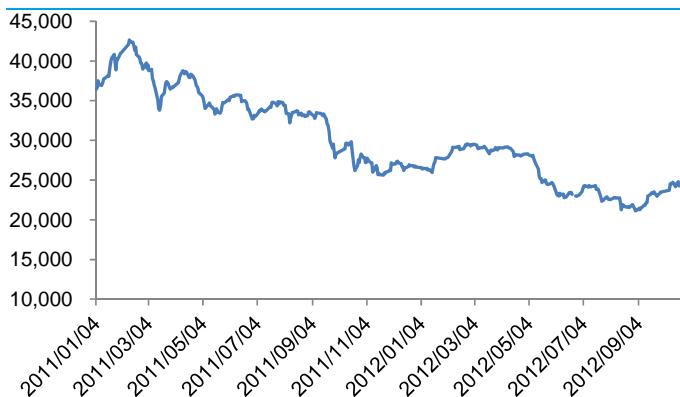
盈利预测

- 我们预测公司 2012-2014 年归属母公司股东净利润分别为 14.11 亿元、15.92 亿元、18.35 亿元，同比分别增长 19.41%、12.85%、15.25%，对应 2012-2014 年摊薄后 EPS 分别为 1.98、2.24、2.59 元。

投资建议

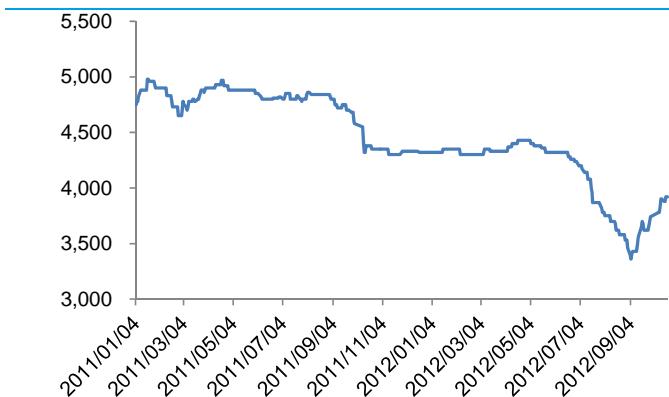
- 公司目前股价对应 2012 年 EPS 为 11.0 倍 PE，作为竞争力突出、业绩增长确定的优质企业，我们坚持看好公司中长期的发展空间，维持公司“买入”评级。从短期看，大中客行业销量已受到经济低迷的影响，公司 9 月销量亦已出现较大幅度下滑，而且由于公司去年四季度销量基数较高，我们预计公司第四季度增速将较低，短期内股价可能缺乏上涨动力。

图表2：国内天然橡胶价格走势（元/吨）

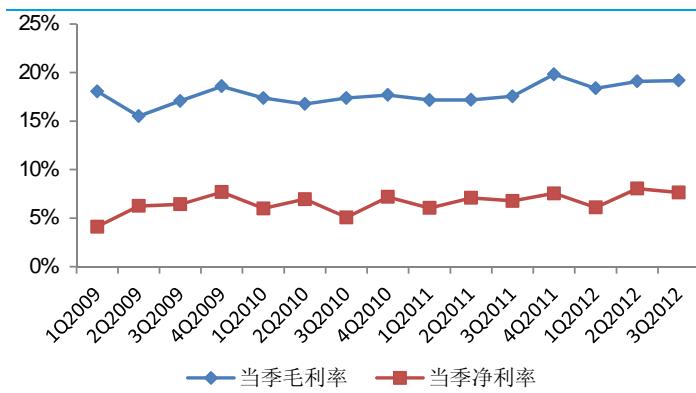


来源：WIND、国金证券研究所

图表3：国内钢材价格走势（元/吨）

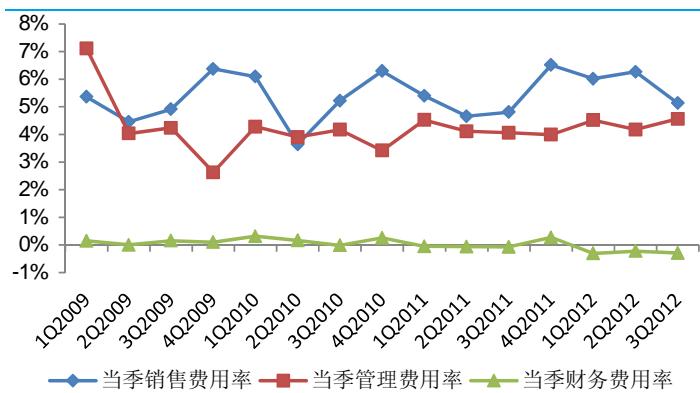


图表4：公司近年分季度毛利率与净利率

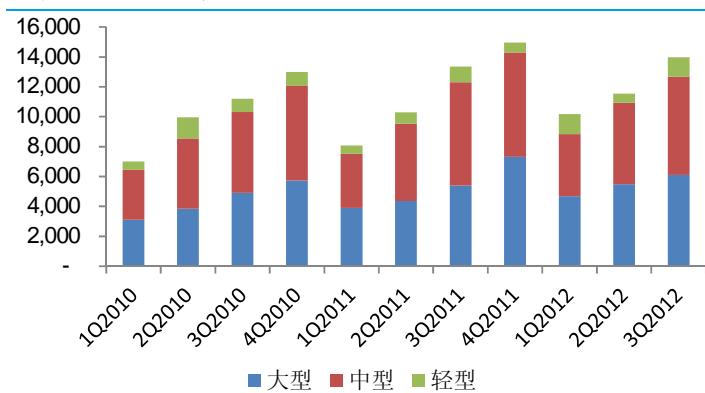


来源：公司资料、国金证券研究所

图表5：公司近年分季度三费比例

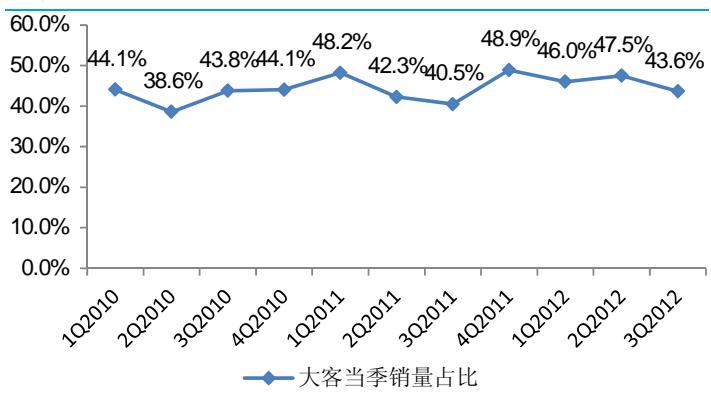


图表6：公司分车型各季度销量（辆）



来源：公司资料、国金证券研究所

图表7：公司各季度大客销量占比



图表8：宇通客车分业务业绩预测

项目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
客车						
平均售价 (万元/辆)	29.81	31.37	34.61	37.00	38.20	39.00
增长率 (YOY)	4.00%	5.27%	10.32%	5.50%	4.00%	3.00%
销售数量 (辆)	28,186	41,169	46,688	51,326	53,136	56,681
增长率 (YOY)	2.29%	46.06%	13.41%	9.93%	3.53%	6.67%
销售收入 (百万元)	8,401	12,917	16,161	18,991	20,298	22,106
增长率 (YOY)	6.38%	53.75%	25.11%	17.51%	6.88%	8.91%
毛利率	17.64%	17.57%	18.24%	18.90%	19.00%	19.20%
毛利 (百万元)	1,482.31	2,268.91	2,947.20	3,589.21	3,856.60	4,244.26
增长率 (YOY)	17.10%	53.07%	29.89%	21.78%	7.45%	10.05%
其他						
销售收入 (百万元)	381	562	771	926	1,111	1,333
增长率 (YOY)	-13.15%	47.54%	37.28%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	10.52%	11.95%	17.42%	17.10%	16.90%	16.70%
毛利 (百万元)	40.07	67.16	134.35	158.27	187.71	222.58
增长率 (YOY)	-12.53%	67.60%	100.05%	17.81%	18.60%	18.58%
销售总收入 (百万元)	8,782	13,479	16,932	19,916	21,409	23,438
销售总成本 (百万元)	7,259	11,142	13,850	16,169	17,364	18,971
毛利 (百万元)	1,522	2,336	3,082	3,747	4,044	4,467
平均毛利率	17.34%	17.33%	18.20%	18.82%	18.89%	19.06%

来源：公司资料、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	8,782	13,479	16,932	19,916	21,409	23,438
增长率	53.5%	25.6%	17.6%	7.5%	9.5%	
主营业务成本	-7,259	-11,142	-13,850	-16,169	-17,364	-18,971
% 销售收入	82.7%	82.7%	81.8%	81.2%	81.1%	80.9%
毛利	1,522	2,336	3,082	3,747	4,044	4,467
% 销售收入	17.3%	17.3%	18.2%	18.8%	18.9%	19.1%
营业税金及附加	-39	-42	-82	-100	-107	-117
% 销售收入	0.4%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-470	-721	-928	-1,155	-1,242	-1,313
% 销售收入	5.4%	5.3%	5.5%	5.8%	5.8%	5.6%
管理费用	-358	-523	-699	-896	-953	-1,020
% 销售收入	4.1%	3.9%	4.1%	4.5%	4.5%	4.4%
息税前利润 (EBIT)	655	1,050	1,373	1,597	1,743	2,018
% 销售收入	7.5%	7.8%	8.1%	8.0%	8.1%	8.6%
财务费用	-9	-17	-9	44	57	74
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	-40	-40	-40	-110	-60	-73
公允价值变动收益	5	-5	0	0	0	0
投资收益	32	17	8	60	60	60
% 销售收入	4.8%	1.8%	0.6%	3.7%	3.3%	2.9%
营业利润	643	1,005	1,331	1,591	1,800	2,079
营业利润率	7.3%	7.5%	7.9%	8.0%	8.4%	8.9%
营业外收支	10	-31	22	24	24	24
税前利润	654	974	1,353	1,615	1,824	2,103
利润率	7.4%	7.2%	8.0%	8.1%	8.5%	9.0%
所得税	-86	-117	-171	-204	-230	-265
所得税率	13.2%	12.0%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
净利润	567	857	1,182	1,412	1,594	1,838
少数股东损益	4	-3	1	1	2	3
归属于母公司的净	563	860	1,181	1,411	1,592	1,835
净利润率	6.4%	6.4%	7.0%	7.08%	7.44%	7.83%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	567	857	1,182	1,412	1,594	1,838
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	229	236	264	409	370	406
非经营收益	-40	-14	-45	-1	-83	-83
营运资金变动	-684	239	45	-200	-110	-32
经营活动现金净流	72	1,318	1,446	1,620	1,770	2,128
资本开支	-245	-924	-991	-2,035	175	-26
投资	-161	314	-21	-25	-27	-30
其他	22	7	13	60	60	60
投资活动现金净流	-383	-603	-999	-2,001	208	4
股权募资	0	0	0	2,650	0	0
债权募资	1	13	-61	-191	0	0
其他	-490	-655	45	-1	-498	-522
筹资活动现金净流	-489	-641	-15	2,458	-498	-522
现金净流量	-800	74	432	2,077	1,480	1,610

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	717	918	1,171	3,248	4,728	6,338
应收账款	1,526	1,768	2,038	2,148	2,272	2,446
存货	758	1,225	1,122	1,289	1,370	1,481
其他流动资产	394	717	1,148	1,374	1,476	1,613
流动资产	3,395	4,628	5,479	8,059	9,846	11,878
% 总资产	61.6%	68.1%	69.7%	66.4%	72.9%	77.8%
长期投资	652	622	402	428	455	485
固定资产	1,073	1,146	1,312	2,444	1,965	1,665
% 总资产	19.5%	16.9%	16.7%	20.1%	14.6%	10.9%
无形资产	226	221	493	1,121	1,139	1,156
非流动资产	2,112	2,169	2,381	4,085	3,652	3,398
% 总资产	38.4%	31.9%	33.6%	27.1%	22.2%	
资产总计	5,507	6,797	7,860	12,145	13,498	15,276
短期借款	0	5	14	0	0	0
应付账款	2,769	3,554	3,513	3,963	4,162	4,547
其他流动负债	376	560	808	1,268	1,350	1,454
流动负债	3,145	4,119	4,335	5,232	5,512	6,001
长期贷款	6	15	10	10	10	10
其他长期负债	182	178	177	0	0	0
负债	3,334	4,311	4,522	5,242	5,523	6,012
普通股股东权益	2,168	2,482	3,333	6,897	7,967	9,254
少数股东权益	6	4	5	6	8	11
负债股东权益合计	5,507	6,797	7,860	12,145	13,498	15,276

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	1.084	1.654	2.272	1.987	2.243	2.585
每股净资产	4.170	4.775	6.411	9.716	11.223	13.036
每股经营现金净流	0.139	2.536	2.782	2.282	2.494	2.998
每股股利	1.000	0.300	0.300	0.700	0.735	0.772
回报率						
净资产收益率	25.99%	34.63%	35.44%	20.45%	19.98%	19.83%
总资产收益率	10.23%	12.65%	15.03%	11.62%	11.79%	12.01%
投入资本收益率	25.69%	36.47%	35.66%	20.19%	19.08%	19.01%
增长率						
主营业务收入增长率	5.35%	53.48%	25.62%	17.62%	7.49%	9.48%
EBIT增长率	40.45%	60.27%	30.77%	16.32%	9.17%	15.76%
净利润增长率	6.11%	52.56%	37.43%	19.41%	12.85%	15.25%
总资产增长率	17.56%	23.42%	15.64%	54.51%	11.14%	13.18%
资产管理能力						
应收账款周转天数	31.0	29.2	31.0	32.0	32.0	32.0
存货周转天数	35.1	32.5	30.9	30.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	59.0	38.3	36.5	35.0	33.0	33.0
固定资产周转天数	43.8	29.9	21.8	28.3	28.4	25.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-46.90%	-36.14%	-34.34%	-46.90%	-59.16%	-68.30%
EBIT利息保障倍数	76.9	62.9	148.1	-36.0	-30.7	-27.3
资产负债率	60.53%	63.43%	57.54%	43.16%	40.92%	39.35%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	4	9	33	70
买入	0	2	7	13	25
持有	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	1.33	1.48	1.37	1.32
评分	0	1.25	1.24	1.22	1.22

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-10-26	增持	21.24	30.00 ~ 30.00
2 2011-08-02	增持	20.12	N/A
3 2012-03-27	增持	24.68	N/A
4 2012-04-22	增持	26.33	N/A
5 2012-08-20	买入	22.20	N/A

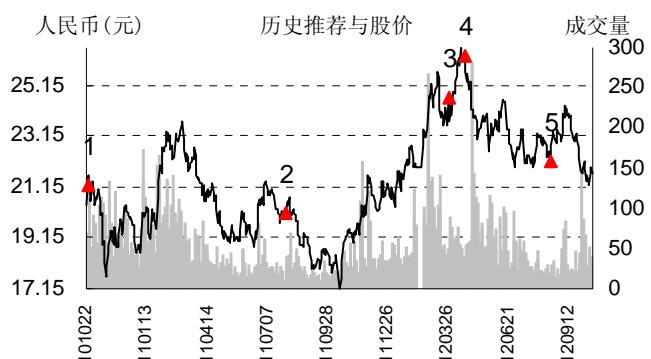
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 强买； 1.01~2.0 = 买入； 2.01~3.0 = 持有
3.01~4.0 = 减持； 4.01~5.0 = 卖出


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979
传真：010-6621 5599-8803
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015
传真：0755-33516020
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518026
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B