

7月销量不达预期, 不改长期投资价值

——宇通客车(600066)公司点评

核心观点

事件:

公司发布7月产销数据: 7月份, 公司合计销售客车 3251 辆, 同比下滑 30.7%, 其中大客, 中客, 轻客同比增速分别为-37.6%, -31.7%, 48.3%, 大中客合计销售 2907 辆, 同比下滑 34.8%。1-7 月, 公司累计销售客车 2.8 万辆, 同比增长 6.6%, 大客, 中客, 轻客累计增速分别为 6.1%, 7.3%和 5.1%。

点评:

多原因导致销量低于预期。由于柴油车 7 月份起开始执行国四标准, 相应拔高了公司 5 月份和 6 月份的销量, 所以 7 月份出现下滑在预期之中, 不过下滑幅度仍超预期。除国四导致购买提前的影响外, 四部委在全国推广 3000~5000 台新能源公交车的补贴 5 月底用完, 6 月的情况显示脱离补贴之后的新能源公交推广非常困难, 预计 7 月存在同样的情况。另外, 去年 9 月份开始实行的机动车新国标导致去年 7 月份基数较高。

预计 8 月销量继续下滑。估计国四和新能源客车补贴退出的影响将会延续到 8 月份, 8 月公司销量同比继续下滑的可能性较大, 但环比可能转好, 9 月份是开学季, 有望迎来新一轮校车需求, 另外十一长假前部分客运公司存在客车购置需求, 预计 9 月份和四季度公司客车销量将恢复正常, 而由于去年 9 月和 10 月基数相对较低, 体现出来的同比增速可能会超预期。

客车行业最大的看点是新能源客车和黄标车淘汰: 1) 新能源客车在公交车领域的产业化进程加速, 2012 年宇通客车销售新能源客车超过 2000 辆, 市场份额近 40%, 主要是混合动力, 预计上半年公司新能源客车销量已经超过去年总量, 全年将翻倍。新能源客车加速推广有利于提升公司的单车收入, 盈利能力和估值水平; 2) 黄标车加速淘汰, 按照环保部的规划, 2012-2015 年, 重点区域需集中淘汰大中客黄标 35 万辆, 如果这一政策执行严格, 未来两年对客车需求总量的拉动至少在 30%以上。

维持“推荐”评级:

预计公司 2013-2015 年的 EPS 分别为 1.40 元, 1.62 元和 1.88 元, 对应 2013-2015 年动态估值分别为 13X、11X 和 9X, 7 月和 8 月销量不达预期可能压低公司股价, 但鉴于长期成长性, 维持“推荐”评级, 建议等待股价回调, 逢低买入。

提示风险: 原材料成本大幅提升, 政策带来销量波动等。

财务数据与估值

	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万)	19763	25296	29731	34585
同比增速(%)	16.72%	27.99%	17.54%	16.33%
净利润(百万)	1550	1789	2070	2393
同比增速(%)	31.18%	15.45%	15.70%	15.60%
EPS(元)	1.21	1.40	1.62	1.88
P/E	14.57	12.62	10.91	9.43

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	127370.99
流通A股(万股)	122264.96
52周内股价区间(元)	15.9-33.11
总市值(亿元)	223.92
总资产(亿元)	142.79
每股净资产(元)	10.37
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): 稳定中追求价值》2013-03-26
- 《国都证券-公司研究-公司点评-宇通客车(600066):2月销量略显疲软, 2013年增长无忧》2013-03-08
- 《国都证券-公司研究-公司点评-宇通客车(600066):12月销量再超预期, 继续推荐》2013-01-08

研究员: 肖世俊

电话: 010-84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号: S0940510120011

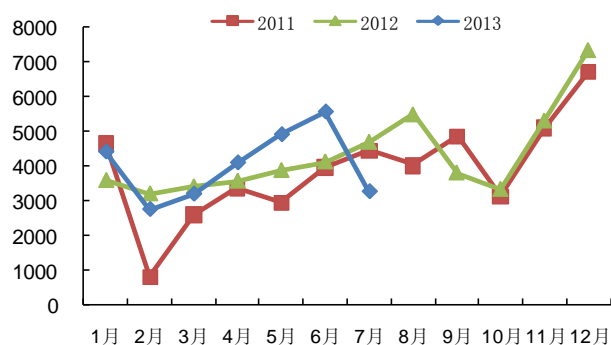
联系人: 丰亮

电话: 010-84183271

Email: fengliang@guodu.com

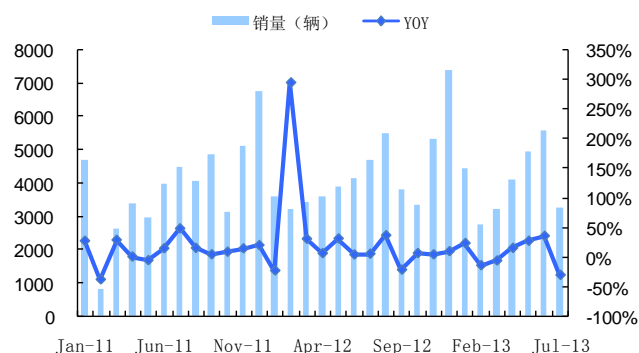
独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

图 1: 总销量月度走势



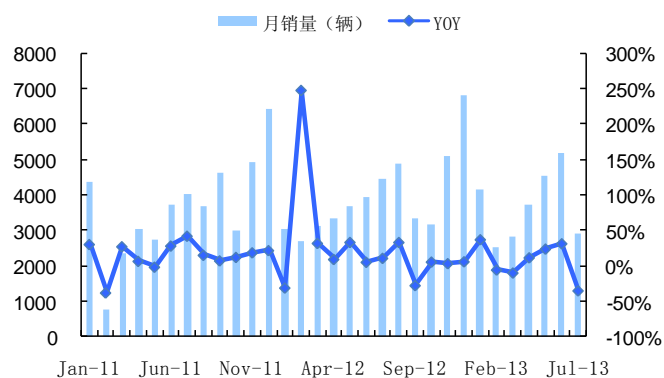
资料来源: 公司公告, 国都证券

图 2: 总销量月度走势



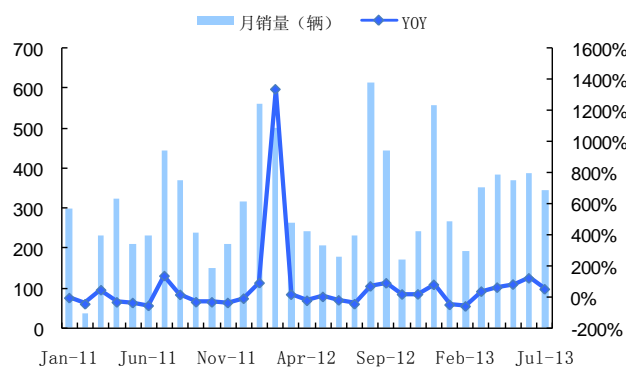
资料来源: 公司公告, 国都证券

图 3: 大中客销量月度走势



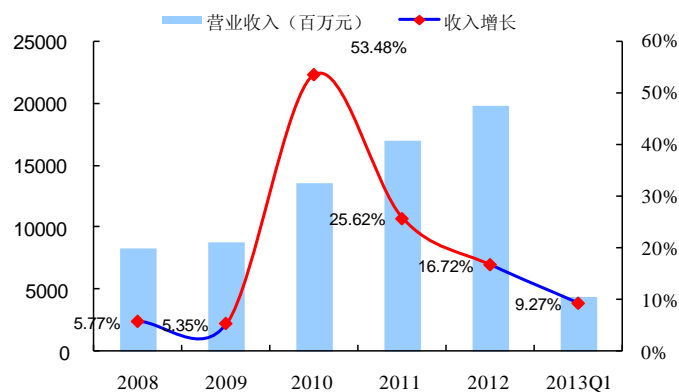
资料来源: 公司公告, 国都证券

图 4: 轻客销量月度走势



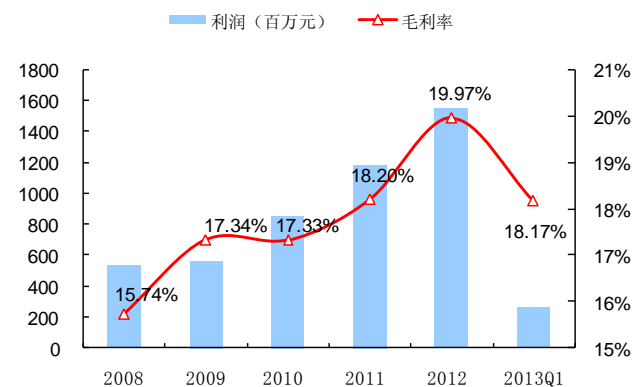
资料来源: 公司公告, 国都证券

图 5: 宇通客车营业收入快速增长



资料来源: WIND, 国都证券

图 6: 毛利率水平稳步提升



资料来源: WIND, 国都证券

表 1: 利润表简表 (分季度, 单位: 百万元)

项目	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1
营业收入	2947.96	3457.81	4603.77	5922.39	3969.35	4326.89	5012.76	6454.45	4337.34
营业成本	2442.08	2863.78	3795.94	4748.58	3240.05	3500.60	4050.98	5026.02	3549.46
销售费用	159.22	160.96	221.50	385.90	238.87	271.24	257.28	382.56	239.09
管理费用	133.45	142.24	186.88	236.42	179.20	180.75	228.75	291.81	239.54
财务费用	-1.49	-2.21	-3.21	16.18	-12.28	-9.78	-14.65	-1.12	-14.00
少数股东损益	0.88	0.68	0.45	-1.04	0.99	-0.28	-0.54	-0.11	0.51
净利润	177.23	244.55	311.45	448.17	241.36	348.33	383.35	576.68	265.45
EPS (元)	0.34	0.47	0.60	0.86	0.36	0.56	0.54	0.82	0.38

资料来源: Wind, 国都证券

表 2: 关键财务指标 (分季度)

项目	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1
毛利率	17.2%	17.2%	17.5%	19.8%	18.4%	19.1%	19.2%	22.1%	18.2%
销售费用率	5.4%	4.7%	4.8%	6.5%	6.0%	6.3%	5.1%	5.9%	5.5%
管理费用率	4.5%	4.1%	4.1%	4.0%	4.5%	4.2%	4.6%	4.5%	5.5%
财务费用率	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.3%	0.0%	-0.3%
费用率合计	9.9%	8.7%	8.8%	10.8%	10.2%	10.2%	9.4%	10.4%	10.7%
税率	11.4%	12.4%	12.3%	13.4%	13.3%	11.2%	12.4%	12.2%	12.0%
净利率	6.0%	7.1%	6.8%	7.6%	6.1%	8.0%	7.6%	8.9%	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	2012	2013E	2014E
大客	17568	20967	23505	26478	29655	33214
增速 (%)	56.90%	19.35%	12.10%	12.65%	12.00%	12.00%
中客	19812	22670	23969	26900	29590	31957
增速 (%)	46.67%	14.43%	5.73%	12.23%	10.00%	8.00%
轻客	3789	3051	4214	4500	5625	6750
增速 (%)	8.85%	-19.48%	38.12%	6.79%	25.00%	20.00%
合计	41169	46688	51688	57878	64870	71921
增速 (%)	46.06%	13.41%	10.71%	11.98%	12.08%	10.87%

资料来源: 公司公告, 国都证券

表 4：宇通客车（600066）盈利预测

利润表		单位: 百万元				
会计年度		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入		13615	16932	20257	24599	30178
	YOY%	55.04%	24.36%	19.64%	21.43%	22.68%
营业成本		11150	13850	16428	19924	24469
营业税金及附加		42	82	99	121	148
营业费用		830	928	1110	1353	1720
管理费用		523	699	960	1193	1458
财务费用		23	9	-51	49	75
资产减值损失		44.71	39.81	68.51	98.40	120.71
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	1661	1875	2200
	YOY%	57.63%	31.29%	24.79%	12.88%	17.31%
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	1662	1873	2207
所得税		117	171	209	232	277
净利润		866	1182	1453	1641	1930
少数股东损益		-3	1	2	0	1
归属母公司净利润		868.70	1181.41	1450.48	1641.18	1928.71
	YOY%	54.17%	36.00%	22.78%	13.15%	17.52%
EBITDA		1155	1544	1777	2029	2401
EPS（元/股）		1.23	1.68	2.06	2.33	2.73

资料来源：公司公告、国都证券

注：按照配股前的股本计算

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

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 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅在 5% 以上

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
肖世俊	研究管理、策略研究	xiaoshijun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
赵宪栋	传媒、建材、零售	zhaoxiandong@guodu.com	王树宝	煤炭、钢铁、公用事业	wangshubao@guodu.com
刘洵	IT	liuyun@guodu.com	王双	化工	wangshuang@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、新能源	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@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			