

宇通客车（600066） 汽车制造

—受益于行业复苏的龙头企业

投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 18.44 元

事件：

宇通客车（600066）发布 2010 年度半年报，报告期内，公司实现营业收入 55.25 亿元，同比增长 55.75%；实现营业利润、利润总额和归属于上市公司股东的净利润分别为 4.04 亿元、4.16 亿元和 3.62 亿元，同比分别增长 86.62%、86.78%和 88.06%；实现 EPS 为 0.70 元。

结论：

上调 2010-2012 年 EPS 分别为 1.51 元、1.67 元和 1.85 元，考虑到公司在大中客行业中的龙头地位和大中客相对较弱的周期性，维持“推荐”的投资评级。

正文：

●行业回暖，二季度营业收入创新高

2010 年上半年国内大中客销售 6.9 万辆，同比增长 39.6%，客车出口也恢复至金融危机前的水平，每月千辆左右，客车行业已全面复苏。公司受益于行业发展，上半年销售客车 16983 辆，同比增长 49%；其中，中高档车销售 12716 辆，同比增长 63.47%。公司产品销量增幅高于行业增幅，市场份额提升。由此，公司第二单季度营业收入创出新高，为 31.68 亿元，净利 2.21 亿元，为仅次于 2009 年第四单季度的次新高。预计，随着下半年特别是第四季度客车销售旺季的到来，公司的季度收入还将被刷新。

●毛利率小幅上升 0.57 个百分点

公司上半年的中高档车和普档车的销量增幅分别为 63.47%和 19.12%，可以看出，公司产品的销量结构有所上升，可以理解成毛利率小幅上升的原因。2010 年上半年公司产品的综合毛利率为 17.03%，比去年同期上升 0.57 个百分点。公司产品作为行业龙头，产品议价能力较强，在销量不出现大副下降的情况下，产品的综合毛利率基本在 16.5-17.5%之间，盈利能力稳定。

●大中客细分行业将稳健发展

市场认为高铁对大中客的影响我们认为过于悲观，从刚刚运行的沪宁高铁二等座 146 元和一等座 233 元的票价来看，我们认为高铁的竞争优势大

2010 年 8 月 10 日

联系方式

研究员： 闻祥
执业证书编号： S0020209020737
电 话： 021-51097188-1870
电 邮： wenxiang@gyzq.com.cn
联系人： 赵喜娟
电 话： （86-21）51097188-1952
电 邮： zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址： 中国安徽省合肥市寿春路
179 号（230001）

打折扣，高铁和城际铁路高票价会让公路客流运输占比保持稳定。城市公交、城乡短途运输、旅游客车是大中客的主要驱动力量，未来看，这三者均将保持稳定增长，大中客行业的出口恢复更加促进该行业的发展。公司作为大中客细分行业的龙头企业，将充分受益于行业发展。

●维持“推荐”的投资评级

上调 2010-2012 年 EPS 分别为 1.51 元、1.67 元和 1.85 元，考虑到公司在大中客行业中的龙头地位和大中客相对较弱的周期性，维持“推荐”的投资评级。

表 1：盈利预测与估值（单位：百万元）

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3395	5267	6069	7035	营业收入	8782	11680	13315	14646
现金	717	1752	2139	2720	营业成本	7259	9671	11051	12156
应收账款	949	1661	1893	2083	营业税金及附加	39	42	48	53
其他应收款	32	131	149	164	营业费用	470	555	632	696
预付账款	86	193	221	243	管理费用	358	475	542	596
存货	758	1013	1053	1159	财务费用	9	17	9	9
其他流动资产	854	517	613	666	资产减值损失	40	40	40	40
					公允价值变动收				
非流动资产	2112	1873	1702	1532	益	5	-3	0	0
长期投资	83	84	84	84	投资净收益	32	12	12	12
固定资产	1053	894	729	560	营业利润	643	889	1004	1108
无形资产	221	213	204	195	营业外收入	17	18	0	0
其他非流动资									
产	755	682	686	693	营业外支出	6	5	0	0
资产总计	5507	7140	7771	8566	利润总额	654	902	1004	1108
流动负债	3068	4442	4774	5241	所得税	86	118	132	145
短期借款	0	40	0	0	净利润	567	784	872	963
应付账款	1106	1837	1989	2188	少数股东损益	4	1	2	3
其他流动负债	1962	2564	2784	3053	归属母公司净利润	563	783	870	959
非流动负债	265	263	278	296	EBITDA	841	1086	1195	1300
长期借款	6	6	6	6	EPS（元）	1.08	1.51	1.67	1.85
其他非流动负									
债	259	258	272	290					
负债合计	3334	4705	5051	5536	主要财务比率				
少数股东权益	6	7	9	12	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	520	520	520	520	成长能力				
资本公积	459	459	459	459	营业收入	5.4%	33.0%	14.0%	10.0%
留存收益	1189	1452	1735	2042	营业利润	2.1%	38.2%	12.9%	10.4%
归属母公司股东权益	2168	2428	2711	3018	归属于母公司净利润	6.1%	38.9%	11.2%	10.2%
负债和股东权益	5507	7140	7771	8566	获利能力				
					毛利率(%)	17.3%	17.2%	17.0%	17.0%
现金流量表					净利率(%)	6.4%	6.7%	6.5%	6.6%
					ROE(%)	26.0%	32.2%	32.1%	31.8%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	109.2%	970.9%	-848.6%	-251.2%
经营活动现金流	73	1190	1043	1233	偿债能力				
净利润	567	784	872	963	资产负债率(%)	60.5%	65.9%	65.0%	64.6%
折旧摊销	189	180	182	183	净负债比率(%)	0.17%	0.97%	0.11%	0.10%
财务费用	9	17	9	9	流动比率	1.11	1.19	1.27	1.34
投资损失	-32	-12	-12	-12	速动比率	0.85	0.95	1.04	1.11
营运资金变动	-684	184	-13	84	营运能力				
其他经营现金					总资产周转率	1.72	1.85	1.79	1.79
流	24	37	4	6	应收账款周转率	11	8	7	7
投资活动现金流	-383	342	-20	10					
资本支出	250	0	0	0					

长期投资	-161	-68	0	0	应付账款周转率	6.18	6.57	5.78	5.82
其他投资现金									
流	-294	274	-20	10	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-489	-497	-636	-662	每股收益(最新摊薄)	1.08	1.51	1.67	1.85
					每股经营现金流(最新摊薄)				
短期借款	0	40	-40	0	薄)	0.14	2.29	2.01	2.37
长期借款	1	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.17	4.67	5.21	5.80
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	237	0	0	0	P/E	16.77	12.07	10.86	9.85
其他筹资现金									
流	-726	-537	-597	-662	P/B	4.36	3.89	3.49	3.13
现金净增加额	-799	1035	387	581	EV/EBITDA	9	7	6	6

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	8782	11680	13315	14646
收入同比(%)	5%	33%	14%	10%
归属母公司净利润				
润	563	783	870	959
净利润同比(%)	6%	39%	11%	10%
毛利率(%)	17.3%	17.2%	17.0%	17.0%
ROE(%)	26.0%	32.2%	32.1%	31.8%
每股收益(元)	1.08	1.51	1.67	1.85
P/E	16.77	12.07	10.86	9.85
P/B	4.36	3.89	3.49	3.13
EV/EBITDA	9	7	6	6

数据来源: 国元证券研究中心

国元证券投资评级体系:

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn