

评级：买入 维持评级

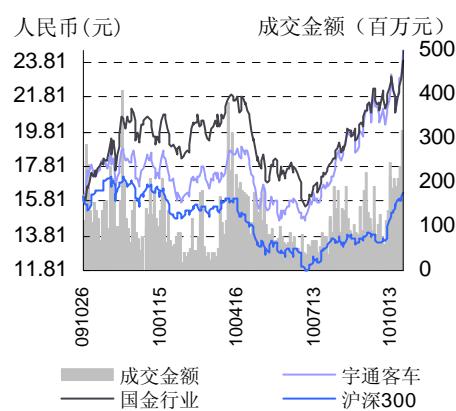
业绩点评

市价(人民币)：24.51元
目标(人民币)：30.00元

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)	428.14
总市值(百万元)	12,742.55
年内股价最高最低(元)	24.51/14.69
沪深300指数	3481.08
上证指数	3051.42



公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	1.021	1.084	1.579	1.744	2.017
每股净资产(元)	3.23	4.17	5.05	6.06	7.30
每股经营性现金流(元)	1.86	0.14	3.98	1.89	2.86
市盈率(倍)	8.81	18.44	15.53	14.06	12.15
行业优化市盈率(倍)	14.67	37.44	37.44	37.44	37.44
净利润增长率(%)	40.87%	6.11%	45.64%	10.46%	15.68%
净资产收益率(%)	31.63%	25.99%	31.27%	28.79%	27.62%
总股本(百万股)	519.89	519.89	519.89	519.89	519.89

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 宇通客车公布2010年3季度报告：2010年1-9月公司实现销售收入9,132百万元，较去年同期增长56.6%，实现归属母公司净利润546百万元，同比增长61.8%，对应2010年1-9月EPS为1.05元，其中3季度单季EPS为0.35元，略低于我们和市场普遍的预期。

经营分析

- **捐资带来的非经常损益是公司业绩低于预期的主要原因：**2010年3季度公司产生营业外支出52百万元，占同期公司营业利润的19.7%，主要是公司报告期内捐赠支出增加所致（根据公开新闻报道，7月份，宇通客车公司连同河南天瑞集团共向河南省文化厅所属文艺院团捐款6,000万元和8辆豪华客车，8月份，宇通客车公司向郑州市政府捐赠20辆豪华公交车，价值超过1,600万元）。
- **公司4季度业绩仍有望超预期：**除去非经常损益，公司主营业务3季度的盈利水平仍保持稳定：单季17.4%的毛利率较2季度提高0.6个百分点，费用率同上半年水平也大体相当；从历史数据来看，4季度（尤其是12月份）是客车销售旺季，如公司的经营保持正常，我们预计公司4季度的单季EPS有望超过0.5元，全年业绩有望接近1.6元。
- **产能限制有可能给公司2011年业绩增长带来一定瓶颈：**受益于在世博、亚运等赛会的集中，2010年客车行业整体销量增速有望超过25%；虽然11年客车市场难以持续10年的增速，但宇通公司凭借行业内的领先优势仍有希望进一步扩大市场份额；我们认为2011年公司业绩潜在瓶颈主要在产能方面：目前公司单月极限产能为4,500-4,800辆，尽管十八里河原厂区东边和北边新厂房的征地建设工作仍在稳步推进中，但我们认为2011年9月和12月等月份公司仍有可能面临一定产能限制。

盈利调整

- 我们上调公司2010-2012年EPS预测至1.579、1.744和2.017元。

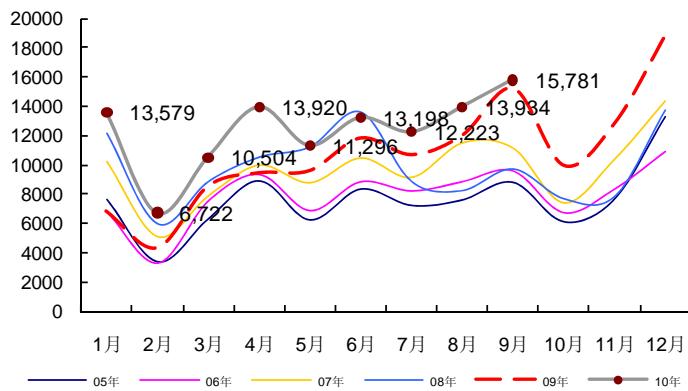
投资建议

- 我们上调公司股票未来6-12个月的目标价至30元，对应10-12年动态市盈率分别为19、17和15倍；值得强调的是，在目前资本市场对2011年汽车行业仍有一定分歧的情况下，宇通客车公司业绩稳健、分红率高的特点凸显出较高的投资价值。

张锦 联系人
(8621)61038231
zhangjin@gjzq.com.cn

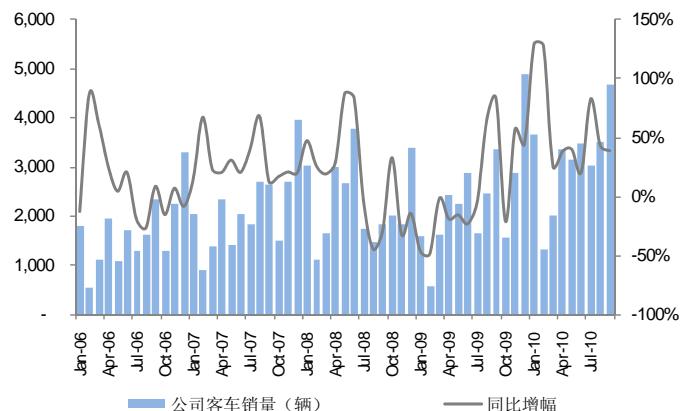
董亚光 分析师 SAC执业编号：S1130206110212

图表1：大中型客车月度销量变化（汽协口径）

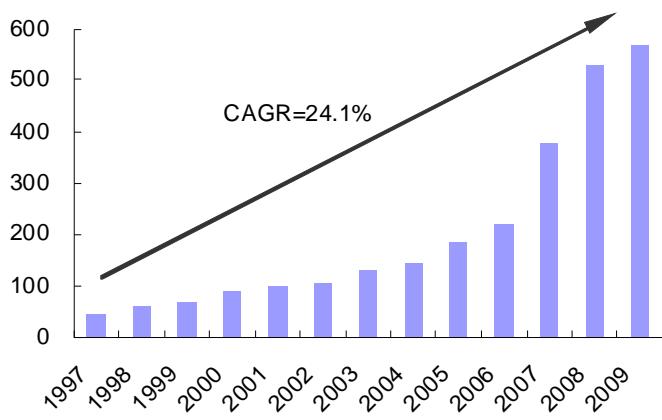


来源：中汽协，公司公告，国金证券研究所

图表2：宇通客车公司月度销量变化

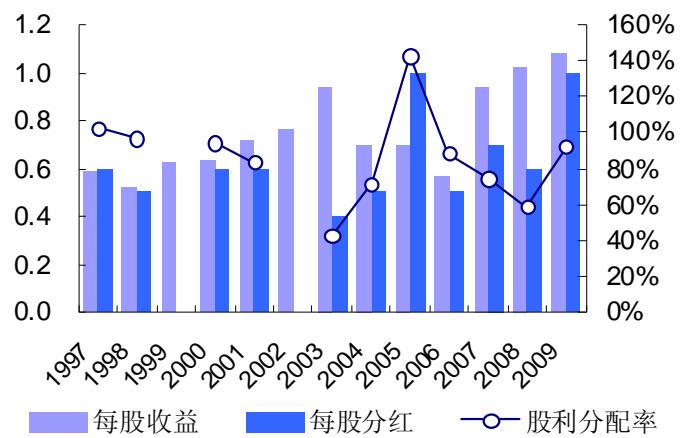


图表3：公司连续12年取得业绩同比正增长（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：公司一贯坚持较高的分红政策（元）



图表5：公司分季度财务指标分析

单位：人民币百万元												
会计年度截止日：12/31	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	3Q2010	
营业收入	1,728.78	2,540.57	1,639.72	2,426.60	1,322.18	2,225.32	2,285.30	2,948.93	2,357.32	3,168.04	3,607.13	
增长率 (YOY)	41.82%	58.22%	-16.62%	-21.46%	-23.52%	-12.41%	39.37%	21.53%	78.29%	42.36%	57.84%	
营业成本	1,444.69	2,200.46	1,425.97	1,952.89	1,083.32	1,880.13	1,895.12	2,400.78	1,947.67	2,636.88	2,980.32	
% 营业收入	83.6%	86.6%	87.0%	80.5%	81.9%	84.5%	82.9%	81.4%	82.6%	83.2%	82.6%	
增长率 (YOY)	42.96%	63.04%	-14.93%	-18.16%	-25.01%	-14.56%	32.90%	22.93%	79.79%	40.25%	57.26%	
毛利	284.09	340.11	213.75	473.71	238.86	345.19	390.18	548.15	409.65	531.17	626.80	
% 营业收入	16.4%	13.4%	13.0%	19.5%	18.1%	15.5%	17.1%	18.6%	17.4%	16.8%	17.4%	
增长率 (YOY)	36.30%	32.83%	-26.41%	-32.64%	-15.92%	1.49%	82.54%	15.71%	71.50%	53.88%	60.64%	
销售费用	86.05	85.24	84.35	149.71	70.89	99.20	112.31	188.01	143.67	115.31	188.30	
% 营业收入	5.0%	3.4%	5.1%	6.2%	5.4%	4.5%	4.9%	6.4%	6.1%	3.6%	5.2%	
增长率 (YOY)	12.58%	1.34%	-6.10%	-6.79%	-17.61%	16.38%	33.14%	25.58%	102.67%	16.24%	67.67%	
管理费用	126.88	94.74	91.74	96.70	94.10	89.79	96.83	77.43	100.85	123.62	150.37	
% 营业收入	7.3%	3.7%	5.6%	4.0%	7.1%	4.0%	4.2%	2.6%	4.3%	3.9%	4.2%	
增长率 (YOY)	84.88%	8.74%	-3.22%	-18.83%	-25.84%	-5.23%	5.55%	-19.92%	7.18%	37.68%	55.30%	
EBIT	63.92	150.57	36.30	215.48	64.58	147.49	171.08	271.75	156.14	283.77	275.94	
% 营业收入	3.7%	5.9%	2.2%	8.9%	4.9%	6.6%	7.5%	9.2%	6.6%	9.0%	7.6%	
增长率 (YOY)	12.43%	89.37%	-63.86%	-40.40%	1.03%	-2.05%	371.35%	26.11%	141.77%	92.40%	61.29%	
财务费用	6.67	2.92	-1.85	12.97	1.97	0.07	3.52	2.96	7.39	5.24	-0.56	
% 营业收入	0.4%	0.1%	-0.1%	0.5%	0.1%	0.0%	0.2%	0.1%	0.3%	0.2%	0.0%	
增长率 (YOY)	-1705.73%	-48.88%	-122.62%	184.36%	-70.47%	-97.44%	-290.31%	-77.17%	275.63%	6940.82%	-115.94%	
投资收益（损失以“-”号填列）	278.03	16.93	83.70	-25.66	-0.03	16.20	5.33	10.02	2.54	3.40	3.65	
% 税前利润	83.0%	10.1%	-207.7%	-15.4%	0.0%	10.1%	3.1%	3.9%	1.6%	1.3%	1.7%	
增长率 (YOY)	7233.12%	72.15%	715.36%	-201.02%	-100.01%	-4.31%	-93.63%	-139.04%	-8993.73%	-79.01%	-31.50%	
营业利润（亏损以“-”号填列）	334.64	165.68	-39.68	169.54	59.42	156.84	170.85	256.26	150.20	253.37	261.77	
% 营业收入	19.4%	6.5%	-2.4%	7.0%	4.5%	7.0%	7.5%	8.7%	6.4%	8.0%	7.3%	
增长率 (YOY)	414.48%	120.11%	-141.88%	-52.25%	-82.24%	-5.34%	-530.62%	51.15%	152.79%	61.55%	53.21%	
利润总额（亏损总额以“-”号填列）	334.87	168.40	-40.30	166.86	61.84	161.07	171.15	259.72	159.09	257.25	213.77	
% 营业收入	19.4%	6.6%	-2.5%	6.9%	4.7%	7.2%	7.5%	8.8%	6.7%	8.1%	5.9%	
增长率 (YOY)	410.07%	115.86%	-142.53%	-53.57%	-81.53%	-4.35%	-524.68%	55.65%	157.28%	59.72%	24.90%	
减：所得税费用	81.38	24.95	-18.35	17.74	7.42	21.93	24.02	32.94	17.53	36.85	30.87	
% 税前利润	24.3%	14.8%	45.5%	10.6%	12.0%	13.6%	14.0%	12.7%	11.0%	14.3%	14.4%	
增长率 (YOY)	245.97%	2.96%	-155.41%	-78.12%	-90.88%	-12.12%	-230.89%	85.62%	136.20%	68.05%	28.53%	
合并报表的净利润	253.48	143.45	-21.95	149.12	54.41	139.14	147.13	226.79	141.56	220.41	182.90	
% 营业收入	14.7%	5.6%	-1.3%	6.1%	4.1%	6.3%	6.4%	7.7%	6.01%	6.96%	5.1%	
增长率 (YOY)	501.70%	166.73%	-135.61%	-46.42%	-78.53%	-3.00%	-770.31%	52.09%	160.15%	58.41%	24.31%	
净利润（归属于母公司所有者的净利润）	253.65	143.02	-21.57	155.94	54.89	137.41	145.10	226.08	141.12	220.52	184.32	
增长率 (YOY)	470.10%	137.71%	-133.58%	-25.06%	-78.36%	-3.92%	-772.87%	44.98%	157.08%	60.48%	27.03%	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表6：公司三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	7,881	8,336	8,782	13,089	13,890	16,207							
增长率	5.8%	5.4%	49.0%	6.1%	16.7%								
主营业务成本	-6,423	-7,024	-7,259	-10,807	-11,469	-13,394							
%销售收入	81.5%	84.3%	82.7%	82.6%	82.6%	82.6%							
毛利	1,458	1,312	1,522	2,282	2,421	2,814							
%销售收入	18.5%	15.7%	17.3%	17.4%	17.4%	17.4%							
营业税金及附加	-79	-30	-39	-59	-63	-73							
%销售收入	1.0%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%							
营业费用	-411	-405	-470	-681	-726	-843							
%销售收入	5.2%	4.9%	5.4%	5.2%	5.2%	5.2%							
管理费用	-370	-410	-358	-537	-569	-665							
%销售收入	4.7%	4.9%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%							
息税前利润 (EBIT)	598	466	655	1,006	1,063	1,234							
%销售收入	7.6%	5.6%	7.5%	7.7%	7.7%	7.6%							
财务费用	-18	-21	-9	-13	-13	-16							
%销售收入	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%							
资产减值损失	-55	-152	-40	0	0	0							
公允价值变动收益	15	-17	5	0	0	0							
投资收益	49	353	32	16	17	17							
%税前利润	8.2%	56.0%	4.8%	1.6%	1.6%	1.4%							
营业利润	590	630	643	1,009	1,066	1,235							
营业利润率	7.5%	7.6%	7.3%	7.7%	7.7%	7.6%							
营业外收支	8	0	10	-49	0	0							
税前利润	598	630	654	960	1,066	1,235							
利润率	7.6%	7.6%	7.4%	7.3%	7.7%	7.6%							
所得税	-162	-106	-86	-134	-155	-185							
所得税率	27.1%	16.8%	13.2%	14.0%	14.5%	15.0%							
净利润	436	524	567	825	912	1,050							
少数股东损益	59	-7	4	5	5	1							
归属于母公司的净	377	531	563	821	907	1,049							
净利润率	1.9%	2.6%	2.3%	4.8%	5.4%	6.0%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	436	524	567	825	912	1,050							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
非现金支出	130	264	229	203	185	176							
非经营收益	-44	-277	-40	59	-16	-17							
营运资金变动	64	457	-684	981	-101	279							
经营活动现金净流	586	968	72	2,069	980	1,489							
资本开支	-233	-558	-245	-618	-155	-175							
投资	-555	705	-161	-61	-65	-70							
其他	-3	-32	22	16	17	17							
投资活动现金净流	-792	115	-383	-664	-204	-228							
股权募资	0	0	0	0	0	0							
债权募资	791	-761	1	3	0	0							
其他	-229	-333	-490	0	-364	-383							
筹资活动现金净流	562	-1,094	-489	2	-364	-383							
现金净流量	356	-11	-800	1,408	412	879							
每股指标								2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益								0.943	1.021	1.084	1.579	1.744	2.017
每股净资产								6.647	3.230	4.170	5.048	6.057	7.302
每股经营现金净流								1.465	1.863	0.139	3.980	1.885	2.864
每股股利								0.700	0.600	1.000	0.700	0.735	0.772
回报率													
净资产收益率								14.18%	31.63%	25.99%	31.27%	28.79%	27.62%
总资产收益率								4.77%	11.34%	10.23%	10.40%	10.64%	10.50%
投入资本收益率								10.62%	22.74%	25.69%	32.16%	28.24%	27.11%
增长率													
主营业务收入增长率								59.06%	5.77%	5.35%	49.05%	6.12%	16.69%
EBIT增长率								100.00%	-22.07%	40.45%	53.58%	5.71%	16.02%
净利润增长率								70.77%	40.87%	6.11%	45.64%	10.46%	15.68%
总资产增长率								119.33%	-40.67%	17.56%	43.34%	7.94%	17.23%
资产管理能力													
应收账款周转天数								31.5	34.5	31.0	31.5	31.5	31.5
存货周转天数								66.5	55.6	35.1	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数								67.4	70.5	59.0	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数								23.8	32.9	43.8	32.7	31.8	28.2
偿债能力													
净负债/股东权益								-16.38%	-82.62%	-46.90%	-92.70%	-90.72%	-98.77%
EBIT利息保障倍数								33.2	22.5	76.9	79.2	78.9	78.4
资产负债率								64.18%	63.69%	60.53%	66.62%	62.86%	61.82%

来源：公司公告，国金证券研究所

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	5	6	20	25
买入	1	4	6	20	25
持有	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.50	1.50	1.52	1.53

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 2008-10-27	买入	8.54	N/A
2 2009-04-06	买入	11.80	N/A
3 2009-10-27	买入	16.31	22.00 ~ 22.00
4 2010-07-08	买入	15.60	N/A
5 2010-08-10	买入	18.12	26.00 ~ 26.00

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、复印件或复制品，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信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惟一因素。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或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：200011
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：(8610)-66215599-8832
传真：(8610)-61038200
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：(86755)-82805115
传真：(86755)-61038200
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室