

公司研究

汽车行业-大中客车

评级：持有

信达证券股份有限公司

北京市西城区闹市口大街 9 号
院 1 号楼 6 层

分析师：邢海芝

投资咨询执业证书编号：

S1500510120007

010-63081259

xinghai@cindasc.com

联系人：张华

010-63081254

zhanghuac@cindasc.com

最新价： 25.33 元

目标价： 元

基本数据

52 周内股价波动区间(元) 14.41-27.41

最近一月涨跌幅(%) 25.33

总股本(万股) 51989

流通 A 股比例(%) 82.35

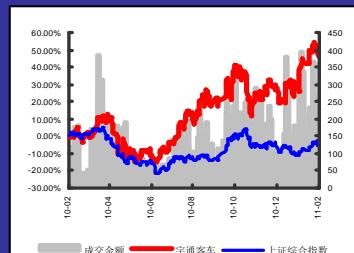
总市值(亿元) 131.74

每股净资产 4.77

总资产(亿元) 67.97

第一大流通股东(%) 32.90

最近一年市场表现



宇通客车(600066)：

产能扩张背后或面临短期业绩压力

公司年报点评

2011 年 02 月 24 日

投资要点：

- ◆ 受行业景气性恢复增长影响，公司 10 年销量增长达到 46.06%，收入、利润增长分别也达到了 53.48% 和 52.56%，ROE 水平由 09 年的 29.30% 提高到 36.98%。
- ◆ 公司产品结构向中高端升级取得明显改善，但受制于销售价格下降等因素，整体毛利润率优势并未有所提高。
- ◆ 公司 10 年盈利能力略有提高，扣除非经常性损益后的净利润实际增长达到 70.06%，这主要是销量增长带来的规模化效应所致。
- ◆ 我们认为，未来公司的产能和技术提升方面将不得不由收获阶段转向播种阶段。11 年，公司将围绕客车以及相关专用车、新能源客车等继续扩大产能，到 2012 年底再增加 2.5 万辆产能，从而使得其业绩增长具有翻番的潜力。
- ◆ 公司战略目标进一步清晰化，也使得其业绩增长具有了坚实的生产、技术、管理等基础，但持续大幅增长将受制于需求的因素不再现实。
- ◆ 预计 11 年公司产能制约情况依然存在，而配股资金一方面能够保证产能建设需要，但其所涉及项目同时也为公司短期业绩带来压力。
- ◆ 公司风险主要在于公司现行治理及股东结构下，其经营决策以及关联交易等事项对公司业绩的不确定性影响依然存在。

预计配股价格在 16 元左右，建议参与配股。

财务摘要 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	13478	13500	15120	19656
(+/-)	53.48	0.16	12.0	30.0
净利润	860	774	868	1085
(+/-)	70.06	-12.64	12.14	25.0
每股收益(元)	1.65	1.20 (考虑配股)	1.28	1.61
PE	15.7	21.7	20	16.1

受行业景气性恢复增长影响，公司 10 年销量增长达到 46. 06%，收入、利润增长分别也达到了 53. 48%和 52. 56%，ROE 水平由 09 年的 29. 30%提高到 36. 98%。

10 年，大中客车行业重新进入了周期性增长阶段，全行业同比增长幅度达到 22. 90%，作为行业龙头的宇通客车 10 年大中客共计销售达到了 37380 辆，同比更是增长了 51. 31%。轻客方面，公司增长相对滞后甚至是有所缩减。10 年，轻客行业同比增长 26. 42%，而公司增长只有 8. 85%。总体来看，10 年公司共实现各类大、中、轻型客车共计 41169 辆，同比大幅增长 46. 06%。

受此影响，公司 10 年共实现营业收入 134. 78 亿元，实现归属于母公司净利润 8. 60 亿元，同比分别增长了 53. 48%和 52. 56%，实现每股收益也达到了 1. 65 元。藉由收入水平的提高，公司 10 年 ROE 水平由 09 年的 29. 30%大幅提高到 36. 98%。

公司产品结构向中高端升级取得明显改善，但受制于销售价格下降等因素，整体毛利润率优势并未有所提高。

从业务结构上看，随着公司高档线二期改造项目在 09 年 7 月底全部完成（高档客车也增加了 2 万台左右每年的产能），公司在调整产品结构即提高中高档车比重，缩小轻客业务方面已取得实质性进展。10 年，公司 41169 辆客车产品中，中高档车达到 31615 辆，占比有上年的 70. 44%提高到 76. 74%。另外，轻客销售 10 年只有 3789 辆，其在总客车销量中的占比也由上年的 12. 35%降到 9. 20%左右。

但从估算的单车销售价格来看，公司 09 年、10 年单车平均销售单价分别为 29. 80 万元/辆和 31. 37 万元/辆，这也说明公司尽管提高了产品中高端比重，但整体产品价格也受市场竞争影响有所下行。

就毛利润率水平来看，近年公司尽管产品结构一直向中高端转移，但毛利润率水平基本维持稳定。08-10 年分别为 15. 74%、17. 34%和 17. 33%，这主要是由于宇通产品在大中客车行业中对比本身就具有毛利润率较高的优势，平均高出行业平均水平约 5 个百分点，因此进一步提升的空间就不大。在向中高端市场延伸过程中，其毛利润优势已逐渐减弱，特别是在行业竞争持续加大带来的价格下降背景下更是如此。

公司 10 年盈利能力略有提高，扣除非经常性损益后的净利润实际增长达到 70. 06%，这主要是销量增长带来的规模化效应所致。

公司 10 年非经常性损益约为 -2800 万，其中影响较大的主要有计入当期损益的政府补助约 2500 万元、捐赠支出约 5400 万元。实际扣除非经常性损益因素，公司实际净利润约为 8.88 亿元，同比增长 70.06%。利润水平增幅大约收入增幅主要是管理费用比相对降低，由 09 年的 4.08% 降低到 3.88%，这主要反映了销量增长下的规模化效应。

我们认为，未来公司的产能和技术提升方面将不得不由收获阶段转向播种阶段。11 年，公司将围绕客车以及相关专用车、新能源客车等继续扩大产能，到 2012 年底再增加 2.5 万辆产能，从而使得其业绩增长具有翻番的潜力。

宇通作为国内大中客车行业龙头，产能释放目前已达到极限，未来将不得不加快其新产能的建设。

根据公告，公司决定 2010 年开始进行增加年产 2 万辆客车的技术改造建设项目，截止 10 年底已预付土地款 6 亿元，11 年按公司公告似乎还需要支出 6.55 亿元用于征地项目。同时，公司还计划总投资 16.97 亿元用于建设 5000 辆产能项目（单车投资达到 34 万元/辆），其中一期计划投资 5.35 亿元。另外，公司已通过 25 亿元的配股方案，主要用于 2 万辆产能扩产项目中的 1 万辆（单车投资超过 25 万元/辆）的节能型客车（6000 辆）与新能源客车（4000 辆）项目。

上述项目预计在 2012 年底逐步建设完成，建设完成后将极大提升公司未来的持续增长能力，其带来的赢利也将使公司业绩在目前基础上具有再翻一番的潜力。

公司战略目标进一步清晰化，也使得其业绩增长具有了坚实的生产、技术、管理等基础，但持续大幅增长将受制于需求的因素不再现实。

公司作为大中客车行业龙头，其整体业务及业绩增长与所属行业基本一致，即在经历 08 年、09 年的行业低谷阶段后，10 年重新进入了景气性恢复增长阶段。而其相对行业整体水平的超额增长，我们认为主要是，相对于竞争对手，公司整体对市场的反应能力、把握细分市场能力和综合营销能力等优势较强。特别是公司生产在经过了前期一系列投入后，包括整车电泳生产线及附属项目、高档线二期改造项目、新增大型设备项目等，其生产保障能力、组织能力以及产品质量等都有大幅提升，这为公司前期的销量快速增长提供了重要支撑。

公司前期特别是 07 年、08 年有过多元化尝试，包括涉足房地产以及投资等业务，这也使得其在当期的利润波动较大，其增幅高于收入增长。多元化发展

特别是非相关多元化以及由此的利润大幅波动，使得市场对其估值也发生较大差异和波动。

进入09年后，公司战略目标进一步清晰，即明确了“巩固中国客车第一品牌，成为国际主流客车供应商”。在此之下，公司增加了高档客车产能以及试验中心等建设，目前这些建设都已开始体现出效益。

但另一方面，实际上，我们认为国内大中客车行业在经历了国内高速路建设高峰期后，其单纯的新增需求已趋于饱和和平稳，未来的需求主要来自于新增更新换代需求以及出口等，因此，中长期来看，大中客车行业增长将是稳步的，不会有太大的波动。但另一方面，由于国家大力扶植节能型和新能源客车，因此，在未来的替代消费中，掌握节能和新能源技术的企业将有可能获得超越市场平均水平的增长。

宇通客车在新能源方面，发展势头似乎并未有其它如金龙、中通、福田等快，但在近期公告中我们也首次看到了其在这方面的努力和战略规划，不过，我们对其这一部分的增长还需要进一步观察。

预计11年公司产能制约情况依然存在，而配股资金一方面能够保证产能建设需要，但其所涉及项目同时也为公司短期业绩带来压力。

但大中客行业作为汽车行业同样具有需求周期性以及重资产型等特征，这也决定了其业绩增长也具有波动性特征，简单以成长预期来预测公司业绩未必符合实际。就短期来看，特别是11年、12年，公司产能制约情况将一直存在，也就是说公司销量进一步增大的潜力应该不存在，因此2011年预计公司实现营业收入将于10年基本持平。

同时，随着诸多建设项目的展开，预计公司成本费用会有所上升，加之配股带来的稀释作用，公司资产回报能力将有所降低，每股收益水平也将有所降低，相对估值水平将有所提高。

公司风险主要在于公司现行治理及股东结构下，其经营决策以及关联交易等事项对公司业绩的不确定性影响依然存在。

公司是较早实施MBO的上市公司之一，同时大股东宇通集团旗下除了上市公司宇通客车之外，还有宇通重工、零部件公司以及投资公司等。大股东本身作为实业公司也具有积极拓展相关新业务的意愿，加之上市公司良好业绩和现金流量，使得上市公司一直具有分红的能力和动力。但同时，由于业务的协同，也使得二者之间的关联交易无法完全杜绝，上市公司的独立性难以从体制上得到根本保证，

这也增加了其业绩增长的不确定性因素。

图表 1: 宇通客车客车产品销量及增长变化

	10 年, 万辆	09 年, 万辆	增长, %	同期行业增长, %
客车销量	41169	28186	46.06	25.14
其中: 中高档车	31615	19856	59.22	
普档车	9554	8330	14.69	
大型客车	17568	11197	56.90	45.87
中型客车	19812	13508	46.67	9.68
轻型客车	3789	3481	8.85	26.42

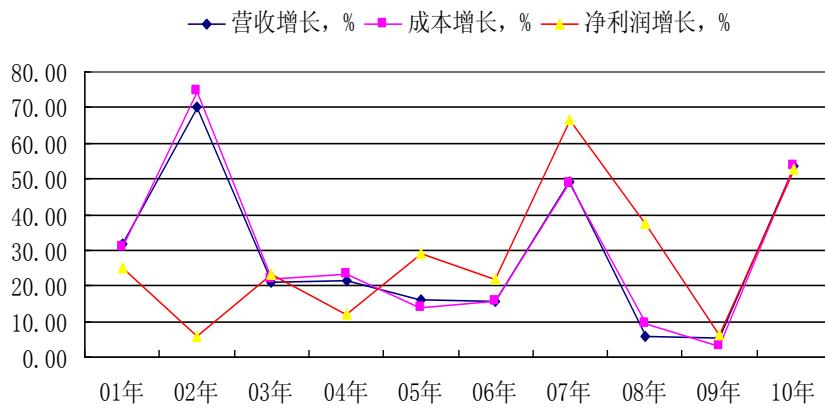
数据来源: 公司公告, 协会。

图表 2: 宇通客车近年成本费用比变化 (%)

	08 年	09 年	10 年
营业成本/营业收入	84.26	82.66	82.67
销售费用/营业收入	4.86	5.36	5.35
管理费用/营业收入	4.92	4.08	3.88
财务费用/营业收入	0.25	0.10	0.13
三项费用合计/营业收入	10.03	9.54	9.36
资产减值损失/营业收入	1.82	0.45	0.30
所得税/利润总额	16.79	13.20	11.98

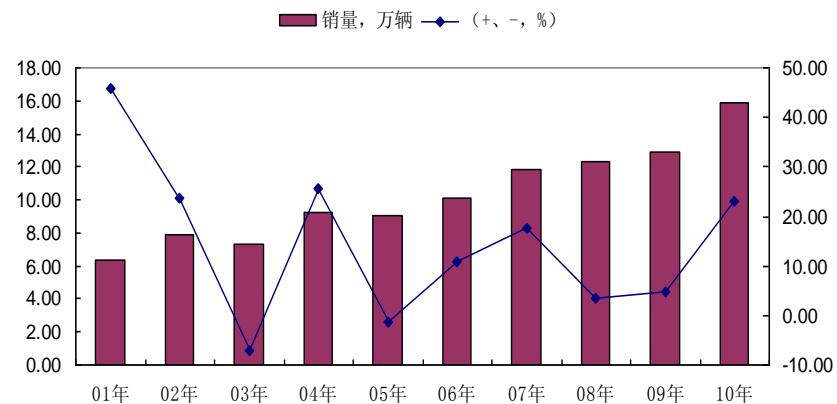
来源: 公司公告, Wind。

图表 3: 宇通客车业绩指标增长情况



数据来源: 协会。

图表 4: 大中客车行业历年销量合计及增长情况



数据来源：协会。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载的资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼信达金融中心 6 层研发开发中心

邮编：100031

传真：0086 10 63081102