

净利润大增52%,公交及出口业务 成增长新亮点

——宇通客车（600066）

2011年2月27日

推荐/维持

宇通客车

事件点评

银国宏

策略分析师

执业证书编号：S1480207120048

联系人：后立尧

010-66557343

hoully@dxzq.net.cn

事件：

2月24日，宇通客车（600066）发布了2010年年报，2010年公司营业收入达134.79亿元，同比增长53.48%；实现归属于上市公司股东的净利润8.6亿元，同比增长52.56%。

观点：

1. 2010年净利润同比增52.5%，公司送“10送3”红包

公司之前业绩预增公告是净利润同比增50%，根据公司年报，2010年公司实现归属于上市公司股东的净利润8.6亿元，同比增长52.56%，略微超出市场预期。公司同时公告2010年于经营活动产生的现金流量为13.18亿元，增幅高达1,706.41%。此外，2010年公司实际可分配利润为11.32亿元，为了回报投资者，公司拟每10股派发现金股利3元（含税），共计派发1.6亿元，这是宇通客车自2003年以来连续8年进行分红配股。

公司2010年净利润大增得益于去年汽车客车市场火爆行情带来公司客车销量的大幅增长，公司去年产量为41894辆，销量为41469辆，同比增长了46%，其中中高档车销量为31615辆，占76.2%，普挡车为9554辆。

表1：宇通客车2010年细分产品销量

| | 2010年销量(辆) | 销量同比增速 |
|------|------------|--------|
| 大型客车 | 17568 | 56.8% |
| 中型客车 | 19812 | 46.6% |
| 轻型客车 | 3789 | 8.8% |
| 总销量 | 41169 | 46% |

资料来源：东兴证券

2. “十二五”期间公交客车总需求达48万辆，市场空间大

公共出行比例低，公交出行发展空间大：据中国公路协会统计，目前，我国大城市公共交通的出行分担率平均约20%，中小城市公交分担率平均不到10%，与欧洲、日本等大城市40%~70%的出行比例相比还有很大差距。公交服务能力不足、高峰期运力紧张等问题较为突出，导致城市公共交通吸引力不大，公共交通在缓解城市拥堵、建设低碳交通等方面还没有发挥出应有的作用。

公交客车销量增速快，价格不断上涨，宇通稳坐第一把交椅：2010年，全国城市公交客车增幅为16.3%，其中11~12米大型公交客车增幅达到31.2%，增长数量为3577辆，是2010年度公交车增长数量最多的车型，占公交车市场总体增长数量的近41%。而国家经济好转，大中城市经济发展速度加快，为11~12米公交客车的增长提供了利好环境。从2006年到2010年，公交客车的单车销售均价逐年稳步上升，2010年公交客车单车平均销售价格又升高1.14万元，新能源客车销量增加，档次的提升也推动了公交客车平均价格的上

涨。另外,2010 年,我国出口公交客车平均价格为 37 万元,比上年同期的 30.3 万元增加 6.7 万元,也拉动了 2010 年公交客车单价的提升。2010 年,宇通客车公交客车销量最多,成为公交客车市场老大。苏州金龙销量第二,是公交客车市场老二,大金龙位于第四。“二龙一通”的公交客车市场份额超过行业三成,一跃成为公交客车市场霸主。其中 2010 年宇通客车在公交客车市场销量增幅高达 69%。

公交客车市场主要分为新增市场和更新市场两部分:在新增市场方面,根据《城市公共交通“十二五”发展规划纲要》,“十二五”期间全国将新增公交客车需求 20 万辆,更新需求 28 万辆,公交客车的总需求约为 48 万辆,平均年需求量将达到 9.6 万辆。在更新市场方面,截止 2010 年末,我国公交客车的市场保有量约 40 万辆。国家规定公交客车的报废年限为 10 年,但实际平均报废年限约 8 年,因此,“十二五”期间现有公交客车将有 70%需要更新,总量约为 28 万辆。另外,十二五期间,300 万人口以上城市的公交出行分担率要达到 35%以上,每万人公交车保有量要超过 15 辆,以北京市为例,截止 2010 年底,北京市人口总数超 2000 万(其中户籍人口 1246 万人),那么北京市公交车总量至少应为 3 万辆,而目前北京市公交车总数才为 2 万辆,还有 50%的增长空间。而且公交客车不受购置税优惠取消及机动车摇号等政策限制,未来增长空间大。

宇通客车受益于公交客车市场规模扩大:《规划纲要》的目标是到“十二五”末,全国公共汽电车保有总量达 60 万辆,与 2010 年的 40 万辆相比新增约 20 万辆,将有效缓解城市公交运力不足的问题。目前公交客车的年销量还不到 6 万辆,增长空间十分可观,公交客车的市场份额将进一步扩大。而作为客车行业龙头的宇通客车,将充分受益于十二五期间公交客车市场规模扩大化。

表 2: 全国公交车车龄统计表

| 公交客车车龄 | 车辆数(辆) | 所占比例 |
|--------|--------|---------|
| 0~2 年 | 122503 | 30.14% |
| 3~7 年 | 215199 | 52.95% |
| 8~10 年 | 60418 | 14.87% |
| >10 年 | 8290 | 2.04% |
| 全国公交总数 | 406410 | 100.00% |

资料来源: 中国公路协会,东兴证券研究所

表 3: 十二五期间全国各类城市公交出行规划

| 城市人口规模 | 十二五期间公交出行分担率 | 万人公交拥有量 |
|-----------|-------------------|----------------------|
| 300 万以上 | 公交出行分担率达到 35%以上 | 万人公交车拥有量达到 15 辆以上 |
| 100-300 万 | 公共交通出行分担率达到 25%以上 | 万人公共交通工具拥有量达到 12 辆以上 |
| 100 万以下 | 公共交通出行分担率达到 15%以上 | 万人公交车拥有量达到 10 辆以上 |

资料来源: 东兴证券研究所

3. 出口业务成公司新增长点,十二五期间年出口目标 8000 辆

宇通客车一直致力于海外市场的开拓,2006-2008 年,宇通客车中标了联合国汽车采购大单,也是中国唯一中标联合国采购大单的客车企业。2009 年公司出口海外客车 1000 多辆,2010 年预计出口 3000 辆,包括出口古巴地区的 2000 辆,出口其它地区 1000 辆。2010 年公司的海外市场销售额实现了 9.3 亿元的营业收入,占总销售收入的 7%,同比增长了 214.61%。

公司在十二五期间的出口目标是争取达到 8000 辆。目前大中型客车国际销量大概是 20 万辆,其中中国能争取到的订单在 4 万辆左右,宇通客车计划占据 4 万辆其中 20%份额,即 8000 辆。由于国内客车产品性价

比优势突出, 国际订单向中国转移是大势所趋, 我们预计 2011 年客车行业及相关上市公司的出口将迎来显著的发展。随着全球经济的逐步回暖以及中国客车在国际市场上竞争力的不断提高, 宇通客车的出口业务将成为公司重要的新的利润增长点。

结论:

我们上调公司 10-12 年 EPS 分别至 1.65 元、2.06 元和 2.52 元, 当前股价对应 10-12 年 PE 分别为 15 倍、12 倍和 10 倍。公司目前股价为 25 元左右, PE 仅 15 倍左右, 鉴于公司 2010 年业绩超出预期, 公司作为公交客车行业第一, 将充分分享十二五期间 48 万辆公交客车市场大蛋糕, 另外, 2011 年的出口业务也会成为公司新的增长亮点, 随着公司 6000 辆节能型客车 (主要为公交客车) 和 4000 辆新能源客车 (混合动力、纯电动客车) 项目的稳步推进, 公司在国内客车市场的地位将得到进一步巩固, 市场份额还有上升的空间, 公司股价经过最近 1 周的调整已具有一定的估值吸引力, 我们给出公司的目标价是 30 元, 维持之前的“推荐”评级。

风险提示:

公司新能源客车项目进度缓慢带来的风险及经济不景气影响客车销售。

表 4: 宇通客车盈利预测表

| 万元 | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 主营收入 (百万元) | 8,335.67 | 8,781.73 | 13,478.00 | 15,500.00 | 18,000.00 |
| 主营收入增长率 | 5.77% | 5.35% | 53.48% | 15.00% | 16.13% |
| EBITDA (百万元) | 774.40 | 836.77 | 1,157.77 | 1,369.06 | 1,652.56 |
| EBITDA 增长率 | 10.85% | 8.05% | 38.36% | 18.25% | 20.71% |
| 净利润 (百万元) | 531.04 | 563.49 | 859.60 | 1,072.98 | 1,313.95 |
| 净利润增长率 | 40.87% | 6.11% | 52.55% | 24.82% | 22.46% |
| ROE | 31.63% | 25.99% | 37.60% | 35.50% | 34.90% |
| EPS (元) | 1.020 | 1.080 | 1.653 | 2.064 | 2.527 |
| P/E | 24.94 | 23.56 | 15.39 | 12.33 | 10.07 |
| P/B | 7.88 | 6.10 | 4.51 | 3.40 | 2.61 |
| EV/EBITDA | 15.33 | 14.96 | 14.51 | 9.37 | 7.27 |

资料来源: 东兴证券

表 5: 宇通客车资产负债表

| 资产负债表 (百万元) | 2008A | 2009A | 2010E | 增长率% | 2011E | 增长率% | 2012E | 增长率% |
|----------------|----------|----------|-----------|---------|-----------|---------|-----------|---------|
| 货币资金 | 1,360.47 | 716.74 | 2,647.08 | 269.32% | 2,980.65 | 12.60% | 3,578.40 | 20.05% |
| 交易性金融资产 | 50.02 | 308.64 | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A |
| 应收帐款 | 542.89 | 949.03 | 1,477.04 | 55.64% | 1,273.97 | -13.75% | 986.30 | -22.58% |
| 预付款项 | 68.08 | 85.64 | 241.63 | 182.14% | 420.22 | 73.91% | 627.37 | 49.29% |
| 存货 | 635.99 | 758.36 | 3,052.60 | 302.53% | 3,145.44 | 3.04% | 3,242.96 | 3.10% |
| 流动资产合计 | 2,895.49 | 3,395.12 | 9,977.97 | 193.89% | 8,737.85 | -12.43% | 9,648.20 | 10.42% |
| 非流动资产 | 1,789.19 | 2,112.26 | 2,994.22 | 41.75% | 1,875.87 | -37.35% | 2,056.05 | 9.61% |
| 资产总计 | 4,684.67 | 5,507.37 | 12,972.19 | 135.54% | 10,613.71 | -18.18% | 11,704.25 | 10.27% |

| | | | | | | | | |
|---------|----------|----------|----------|---------|----------|---------|----------|---------|
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 5,665.41 | N/A | 1,722.77 | -69.59% | 950.74 | -44.81% |
| 应付帐款 | 1,241.27 | 1,106.20 | 1,221.04 | 10.38% | 1,048.48 | -14.13% | 810.74 | -22.67% |
| 预收款项 | 69.66 | 132.28 | 145.76 | 10.19% | 161.26 | 10.63% | 179.26 | 11.16% |
| 流动负债合计 | 2,854.02 | 3,068.25 | 9,499.87 | 209.62% | 5,683.26 | -40.18% | 5,049.10 | -11.16% |
| 非流动负债 | 129.63 | 265.26 | 537.27 | 102.54% | 1,037.27 | 93.06% | 1,587.27 | 53.02% |
| 少数股东权益 | 21.90 | 6.18 | 4.18 | -32.38% | 5.18 | 23.94% | 6.18 | 19.32% |
| 母公司股东权益 | 1,679.13 | 2,167.69 | 2,931.38 | 35.23% | 3,888.51 | 32.65% | 5,062.21 | 30.18% |
| 净营运资本 | 41.47 | 326.87 | 478.10 | 46.27% | 3,054.58 | 538.90% | 4,599.10 | 50.56% |
| 投入资本 IC | (664.39) | (370.72) | 6,316.63 | N/A | 3,498.34 | -44.62% | 3,853.50 | 10.15% |

资料来源：东兴证券

联系人简介

后立尧

清华大学工科学士，韩国 POSTECH 大学管理学硕士，2007 年起从事行业研究工作，2010 年加盟东兴证券研究所，从事机械行业（军工/高铁/船舶/汽车等）研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。