

# 宇通客車 (600066.SH)

## A/H 股投資評等及目標價



買進  
600066.SH  
目標價：33.28元



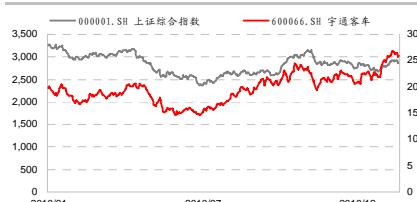
### 基本資料

股票信息	H股	A股
目前股價	26	
股票代碼	600066.SH	
日成交量 (百萬股)	6	
52周最高價/最低價	27.41/14.41	
發行股數(百萬股)	519.89	
其中：流通股(百萬股)	428.14	
第一大股東	鄭州宇通集團有限公司	

最近估值走勢	1-w	1-m	3-m	YTD
600066.SH	-3%	15%	21%	20%
000001.SH	-2%	5%	1%	3%

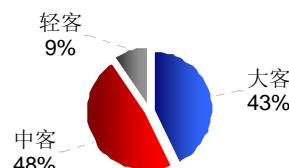
資料來源：元富上海

### 股價相對大盤表現



資料來源：元富上海

### 產品主結構



資料來源：元富上海

### 元富上海代表處

分析師：顏笠蕡 Stanley Yan  
電郵：halloween.sh@masterlink-cn.com

## 公司進入提價週期，盈利增長前景明朗

- **公司2010年度淨利潤同比增長52.56%，實現每股收益1.65元。**公司2010年度實現主營收入134.79億元，YoY+53.48%，實現歸屬於母公司所有者淨利潤8.6億元，YoY+52.56%，合每股收益1.65元；其中第四季度實現淨利潤3.14億元，YoY+38.76%，QoQ+70.19%，合每股收益0.60元，基本符合我們的預期。
- **公司銷量大幅增長是業績增長的主要原因。**公司2010年銷量為4.12萬輛，YoY+46.06%，增速高於行業，其中大客、中客銷量增速分別為56.90%、46.67%，大中客銷量占比上升至91%，市場佔有率上升至31.5%。我們預計公司2011年大中客銷量為4.48萬輛，YoY+8.82%，受制於產能瓶頸，公司大中客產品市占率將維持在31%左右。
- **公司產品進入持續提價週期，預計2011年產品均價上漲6%。**參考公司盯住毛利率的產品定價策略，在產能利用率飽和的基礎上，公司毛利率將維持高位，隨之產品售價處於具有持續性的上升週期，有望持續到2012年下半年新增產能達產後才會鬆動。我們預計公司2011年毛利率同比提升0.37個百分點，產品均價同比上漲6%。
- **評價及投資建議：**公司2013年合計產能將達到7萬輛，不過2011年產能瓶頸尚未緩解。我們預計公司2011年每股收益為2.08元，目前估值較低。考慮到公司訂單充足，大中客產品供不應求，產品銷量增速優於行業，市場佔有率持續上升，且公司已進入產品提價週期，盈利狀況有保障，我們上調目標價位至33.28元，維持“買進”評級不變。

### 主要財務分析

	2007	2008	2009	2010	2011(F)
主營業務收入	7,880.77	8,335.67	8,781.73	13,478.50	15,577.50
年增率 (%)	49.09%	5.77%	5.35%	53.48%	15.57%
主營業務利潤	525.44	294.03	606.76	992.50	1,182.51
年增率 (%)	70.65%	-44.04%	106.36%	63.57%	19.14%
淨利潤	376.96	531.04	563.49	859.66	1,082.90
年增率 (%)	66.56%	40.87%	6.11%	52.56%	25.97%
每股收益	0.94	1.02	1.08	1.65	2.08
市盈率 (倍)	36.66	8.82	18.44	12.72	12.48
市淨率 (倍)	4.87	2.75	4.78	4.40	4.46
股價/經營現金	39.51	(131.49)	(12.84)	174.42	45.09
ROA(%)	5.52%	11.19%	10.30%	12.61%	14.12%
ROE(%)	15.41%	30.81%	26.10%	34.48%	36.14%
現金股利率	1.66%	7.10%	3.21%	4.85%	5.00%

資料來源：元富上海



預計 2011 年整體客車銷量為 38 萬輛，YoY+6.70%，大客銷量增速為 13.49%，優於整體客車行業

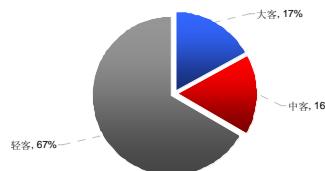
2010 年整體客車累計銷量為 35.61 萬輛，YoY+31.37%，其中大客、中客、輕客銷量增速分別為 51.97%、18.77%、30.33%。2011 年一月份客車銷量為 3.72 萬輛，YoY+17.85%，其中大客銷量增速為 31.73%，仍然領先行業整體水準。我們認為，高鐵網路帶來的城際間的短途客運接駁以及新能源客車產業化發展將對客車需求產生正面促進作用，尤其是運載能力大、經濟特性強的大客有望優於行業。我們預計 2011 年客車銷量為 38 萬輛，YoY+6.70%，預計大客銷量增速為 13.49%。

商用車市場銷量統計表（單位：萬輛）

	2011-1	YoY	MoM	2010	YoY	2011E	YoY
客車	3.72	17.85%	8.12%	35.61	31.37%	38	6.70%
大客	0.66	31.73%	-22.14%	5.99	51.97%	6.8	13.49%
中客	0.63	8.72%	-15.07%	5.87	18.77%	6.2	5.68%
輕客	2.43	17.04%	31.19%	23.76	30.33%	25	5.24%

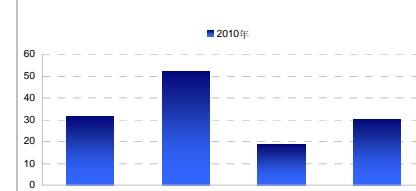
資料來源：元富上海、Wind

客車銷量結構



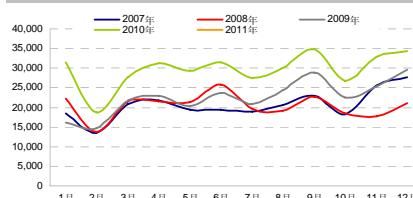
資料來源：元富上海

2010 年客車銷量增速



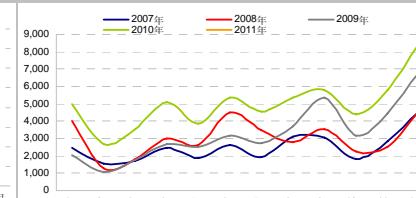
資料來源：元富上海

客車單月銷量



資料來源：元富上海、Wind

大客單月銷量



資料來源：元富上海、Wind



**公司 2010 年度實現淨利潤 8.6 億元，YoY+52.56%，合每股收益 1.65 元，擬 10 派 3 元**

公司 2010 年度業績報告顯示，2010 年實現主營收入 134.79 億元，YoY+53.48%；實現歸屬於母公司所有者淨利潤 8.6 億元，YoY+52.56%；合每股收益 1.65 元。其中，公司第四季度單季實現營收 43.46 億元，YoY+47.38%，QoQ+20.48%；實現淨利潤 3.14 億元，YoY+38.76%，QoQ+70.19%，合每股收益 0.60 元，基本符合我們的預期。公司業績大幅增長的主要原因在於銷量大幅增長。公司 2010 年的分紅預案為每 10 股派現金紅利 3 元（含稅）。

宇通客車業績摘要（單位：億元）

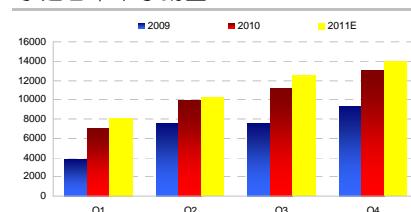
	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	YoY	QoQ	2010	YoY
主營收入	23.57	31.68	36.07	43.46	47.38%	20.48%	134.79	53.48%
淨利潤	1.41	2.21	1.84	3.14	38.76%	70.19%	8.6	52.56%
每股收益	0.27 元	0.42 元	0.35 元	0.60 元	39.53%	71.43%	1.65 元	52.78%

資料來源：元富上海、公司公告

**公司 2010 年產銷增速優於行業，然產能瓶頸尚未緩解，預計 2011 年銷量為 4.48 萬輛，YoY+8.82%**

公司 2010 年累計產量為 4.19 萬輛，YoY+46.35%；累計銷量為 4.12 萬輛，YoY+46.06%，增速高於客車行業 31.37% 的整體水準；產銷比率為 98.27%。其中，公司第四季度單季銷量為 1.3 萬輛，YoY+38.92%，QoQ+16.02%。2011 年一月份公司銷量為 4662 輛，YoY+26.93%，MoM-17.13%。我們認為，由於新增產能尚未達產，而訂單又保持充足，公司產能利用率幾近飽和的現狀在 2011 年難有改善，而產能瓶頸或將影響公司部分訂單延遲交付甚至訂單流失，因此公司 2011 年銷量可能難以實現大幅增長。我們預計公司 2011 年銷量為 4.48 萬輛，YoY+8.82%。

宇通客車單季銷量



資料來源：元富上海

宇通客車產銷比率



資料來源：元富上海

宇通客車單季銷量統計表（單位：輛）

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	YoY	QoQ	2010	YoY
大客	3092	3847	4904	5725	46.83%	16.74%	17568	56.90%
中客	3367	4708	5408	6329	43.13%	17.03%	19812	46.67%
輕客	555	1414	884	936	-9.13%	5.88%	3789	8.85%
合計	7014	9969	11196	12990	38.92%	16.02%	41169	46.06%

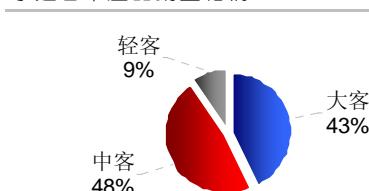
資料來源：元富上海、公司公告



公司大中客產品供不應求，銷量增  
速優於行業，市場佔有率上升至  
31.5%

公司大中客訂單應接不暇，產品供不應求，為了優先滿足大中客的生產需求，公司甚至主動放棄部分輕客訂單。而公司大中客產品的市場表現亦異常優異。2010 年公司大客、中客銷量增速分別為 56.90%、46.67%，均超過所在子行業的平均水準。在此基礎上，公司大中客產品銷量占比由 83%上升至 91%；市場佔有率由 27.8%上升至 31.5%。我們認為，受到產能限制，公司 2011 年大中客市場佔有率將維持在 31%左右，待 2012 年新增產能釋放後，其市占率將重回上升趨勢。

宇通客車產品銷量結構



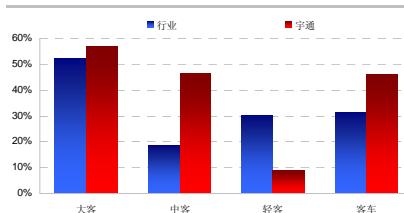
資料來源：元富上海

宇通客車產品銷量占比



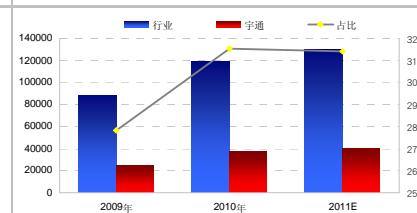
資料來源：元富上海

宇通客車產品銷量增速與行業對比



資料來源：元富上海

宇通客車大中客產品市占率提升



資料來源：元富上海

公司產品進入持續提價週期，預計  
2011 年產品均價上漲 6%

由於產能利用率幾近飽和，公司 2010 年毛利率為 17.30%，與上一年度基本持平。其中，公司第四季度單季毛利率為 17.68%，與上一年度同期相比下降 0.91 個百分點，與上一季度相比提升 0.3 個百分點。由於公司採取以毛利率作為產品售價導向的定價策略，考慮到公司產能瓶頸尚未緩解，在產能利用率維持飽和狀態的基礎上，公司毛利率水準持續穩定在較高水準，隨之公司產品進入提價週期。2010 年公司產品均價與上一年度相比上漲 4%。我們認為，在產能利用率飽和的前提下，公司產品提價將有利於提升毛利率水準，而毛利率水準上升反過來又為公司下一輪產品提價創造了客觀條件，因此公司產品定價目前處於一個具有持續性的上升週期之中，這種漲價趨勢至少可以維持到公司新增產能達產後才會鬆動。我們預計公司 2011 年毛利率為 17.67%，與上一年度相比提升 0.37 個百分點，由此預計公司產品 2011 年平均售價將同比上漲 6%。



宇通客車單季毛利率



資料來源：元富上海、公司公告

宇通客車產品均價不斷上升



資料來源：元富上海

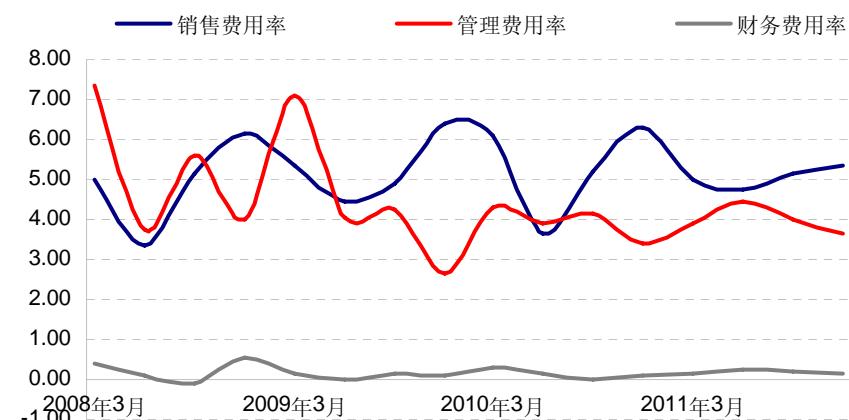
### 預計公司 2013 年起產能合計將達 7 萬輛，然 2011 年產能瓶頸尚未緩解

公司現有流水線的設計產能原本只有 3 萬輛，通過多次技改目前產能提高至 4 萬輛以上，按原設計產能計算的產能利用率高達 137%，最高日產量一度達到 185 輛/天。為了滿足生產需要，公司 2010 年起新建一個設計年產能為 2 萬輛大中客產品的生產基地，預計將於 2012 年下半年陸續達產。此外，公司通過資本市場募集資金 25 億元投入節能與新能源客車生產基地專案，設計年產能為 1 萬輛，同樣預計將於 2012 年下半年陸續達產。據此，我們判斷，公司從 2013 年起將擁有合計超過 7 萬輛的年產能，屆時將有效緩解其產能瓶頸，考慮到公司目前訂單充足產品供不應求，新增產能達產後其大中客產品市場佔有率有望進一步獲得顯著提升。

### 公司營業費用率略有上升，費用控制情況尚屬理想

公司 2010 年三項營業費用率合計為 9.40%，與上一年度相比下降 0.48 個百分點，表明公司經營效率穩中有升。其中，公司第四季度單季營業費用率為 9.82%，與上一年度同期相比上升 0.72 個百分點，系管理費用同比大幅增長 92% 所致，與上一季度相比上升 0.45 個百分點，總體費用控制情況尚屬理想。我們預計公司 2011 年營業費用率為 9.26%，與上一年度基本持平。

宇通客車三項營業費用率均處於合理區間



資料來源：元富上海、Wind

**我們對公司 2011 年每股收益預期上調至 2.08 元，目標價位上調至 33.28 元，維持“買進”評級**

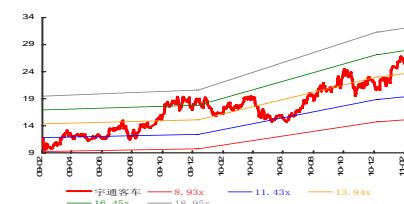
**股價相對大盤表現**



資料來源：元富上海

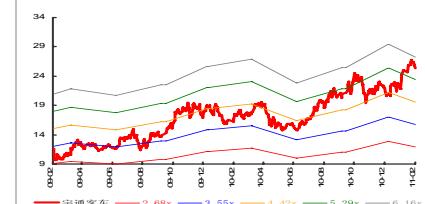
公司作為客車行業領頭羊，訂單充足，大中客產品供不應求，產品銷量增速優於行業，市場佔有率持續上升。我們對公司 2011 年業績預期如下：1) 完成銷量 4.48 萬輛，YoY+8.82%，產品平均售價上漲 6%；2) 實現營收 155.78 億元，YoY+15.57%；3) 實現歸屬於母公司所有者淨利潤 10.83 億元，YoY+25.97%；4) 合每股收益 2.08 元，上調 1.46%，對應動態市盈率為 12.5 倍，靜態市盈率 15.76 倍，估值處於汽車行業較低水準。考慮到公司產能擴張項目對資金需求較大，公司 2010 年度擬每 10 股派現金股利 3 元，分紅比率下滑 18%，低於市場預期，可能影響短期股價表現。綜合來看，我們認為，儘管公司產能瓶頸短期難以緩解，不過藉此進入產品提價週期，其盈利狀況較有保障，建議給予其 16 倍市盈率，對應目標價位上調至 33.28 元，維持“買進”評級不變。

**宇通客車市盈率對比**



資料來源：元富上海、Wind

**宇通客車市淨率對比**



資料來源：元富上海、Wind

**宇通客車年銷量統計表（單位：輛）**

	2009	2010	YoY	2011E	YoY
大客	11197	17568	56.90%	19236	9.49%
中客	13508	19812	46.67%	21604	9.05%
輕客	3481	3789	8.85%	3960	4.51%
合計	28186	41169	46.06%	44800	8.82%

資料來源：元富上海

## 損益表

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11(F)	2Q11(F)	3Q11(F)	4Q11(F)	2008	2009	2010	2011(F)
營業收入	2,357	3,168	3,607	4,346	2,779	3,495	4,349	4,955	8,336	8,782	13,479	15,578
營業成本	1,948	2,637	2,980	3,578	2,296	2,895	3,575	4,047	7,024	7,259	11,142	12,813
營業毛利	410	531	627	768	483	600	774	908	1,312	1,522	2,336	2,765
營業費用	259	279	369	437	279	363	453	487	1,018	916	1,344	1,582
<b>營業利潤</b>	<b>151</b>	<b>252</b>	<b>258</b>	<b>332</b>	<b>204</b>	<b>237</b>	<b>321</b>	<b>421</b>	<b>294</b>	<b>607</b>	<b>992</b>	<b>1,183</b>
營業外收入	9	8	7	14	11	15	31	19	346	53	38	77
營業外支出	0	3	52	2	4	1	23	2	10	6	57	30
<b>利潤總額</b>	<b>159</b>	<b>257</b>	<b>214</b>	<b>344</b>	<b>212</b>	<b>251</b>	<b>329</b>	<b>437</b>	<b>630</b>	<b>654</b>	<b>974</b>	<b>1,229</b>
所得稅	18	37	31	31	21	30	38	46	106	86	117	135
少數股東損益	0	0	-1	-1	2	2	5	3	-7	4	-3	12
歸屬母公司淨利潤	141	221	184	314	189	219	286	388	531	563	860	1,083
<b>每股收益</b>	<b>0.27</b>	<b>0.42</b>	<b>0.35</b>	<b>0.60</b>	<b>0.36</b>	<b>0.42</b>	<b>0.55</b>	<b>0.75</b>	<b>1.02</b>	<b>1.08</b>	<b>1.65</b>	<b>2.08</b>
QoQ/YoY(%)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11(F)	2Q11(F)	3Q11(F)	4Q11(F)	2008	2,009	2,010	2011(F)
營業收入	(20.06)	34.39	13.86	20.48	(36.06)	25.76	24.42	13.95	5.77	5.35	53.48	15.57
營業利潤	(38.38)	67.44	2.35	28.49	(38.38)	16.02	35.18	31.22	(44.04)	106.36	63.57	19.14
利潤總額	(38.75)	61.71	(16.90)	60.77	(38.25)	18.24	31.10	32.96	5.35	3.80	48.95	26.25
歸屬母公司淨利潤	(37.58)	56.26	(16.41)	70.19	(39.64)	15.49	30.99	35.60	40.87	6.11	52.56	25.97
各項比率	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11(F)	2Q11(F)	3Q11(F)	4Q11(F)	2008	2,009	2,010	2011(F)
毛利率	17.38	16.77	17.38	17.68	17.38	17.17	17.79	18.32	15.74	17.34	17.33	17.75
營業利潤率	6.39	7.96	7.16	7.63	7.35	6.78	7.37	8.49	3.53	6.91	7.36	7.59
總利潤率	6.75	8.12	5.93	7.91	7.64	7.18	7.56	8.83	7.56	7.44	7.22	7.89
歸屬母公司淨利率	5.99	6.96	5.11	7.22	6.81	6.26	6.59	7.84	6.37	6.42	6.38	6.95

資料來源：元富上海

## 資產負債表

Year-end Dec. 31	百萬元				現金流量表				百萬元					
	2008	2009	2010	2011(F)	Year-end Dec. 31	2008	2009	2010	2011(F)	Year-end Dec. 31	2008	2009	2010	2011(F)
貨幣資產	1,360	717	918	1,218	淨利潤	545	565	864	1,094	來自營運之現金流量	944	62	1,307	1,352
短期投資	50	309	0	79	折舊與攤銷	128	189	195	200	資本支出	565	250	926	468
應收帳款	733	1,494	1,657	1,731	投資收入	(353)	(32)	(17)	(34)	長投增減	2,167	3,315	3,547	3,056
存貨	636	758	1,225	1,281	營運資金變化	478	(676)	256	(3)	其他	145	16	9	95
其他流動資產	116	117	828	823	來自投資之現金流量	115	(383)	(603)	(542)	來自融資之現金流量	(761)	1	13	10
流動資產	2,895	3,395	4,628	5,132	資本增減	565	250	926	468	借款增(減)	(1,488)	(3,448)	(3,224)	(3,130)
長期投資	133	83	83	227	現金股利支出	332	334	530	520	匯率調整	(1)	(0)	3	(1)
固定資產	751	1,053	1,104	1,372	其他	0	155	128	0	本期產生之現金流量	(1,093)	(489)	(645)	(510)
其他資產	905	976	982	1,019	Ratio Analysis	(36)	(810)	63	300	普通股股本	520	520	520	520
<b>總資產</b>	<b>4,685</b>	<b>5,507</b>	<b>6,797</b>	<b>7,750</b>	資本支出現金流量	545	565	864	1,094	資本公積金	221	459	433	433
短期借款	0	0	0	0	投資收入現金流量	128	189	195	200	累計留存收益	938	1,167	1,497	2,060
應付帳款	2,431	2,443	3,027	3,125	現金股利支出現金流量	332	334	530	520	少數股權	22	6	4	15
其他流動負債	423	625	991	1,277	其他現金流量	0	155	128	0	<b>股東權益</b>	<b>1,701</b>	<b>2,174</b>	<b>2,486</b>	<b>3,028</b>
流動負債	2,854	3,068	4,018	4,402	Ratio Analysis	545	565	864	1,094	ROA(%)	11.19%	10.30%	12.61%	14.12%
長期負債	5	6	15	20	資本支出現金流量	128	189	195	200	ROE(%)	30.81%	26.10%	34.48%	36.14%
其他長期負債	124	259	278	300	投資收入現金流量	332	334	530	520	ROCE(%)	99.82%	107.95%	160.34%	202.74%
<b>總負債</b>	<b>2,984</b>	<b>3,334</b>	<b>4,311</b>	<b>4,722</b>	現金股利支出現金流量	332	334	530	520	本報告僅供元富投顧內部同仁及客戶參考，所載資料乃秉持誠信原則所提供之報告，並取自相信為可靠及準確之資料來源。未經元富證券(香港)上海代表處事先書面明文批准，不得更改或以任何方式傳送、複印或派發此報告的材料、內容或其複印本予任何其他人。本公司已力求本刊內容之正確，惟純屬研究僅供參考，本公司不負任何法律責任；使用本資訊，投資人宜審慎考量投資風險。				

資料來源：元富上海

公司評級	定義	產業評級	定義	免責宣言
<b>強力買進</b>	預計公司股價在未來六個月內漲幅大於 50%	<b>正 向</b>	行業將超越行業指數表現 20%以上	本報告僅供元富投顧內部同仁及客戶參考，所載資料乃秉持誠信原則所提供之報告，並取自相信為可靠及準確之資料來源。未經元富證券(香港)上海代表處事先書面明文批准，不得更改或以任何方式傳送、複印或派發此報告的材料、內容或其複印本予任何其他人。本公司已力求本刊內容之正確，惟純屬研究僅供參考，本公司不負任何法律責任；使用本資訊，投資人宜審慎考量投資風險。
<b>買進</b>	預計公司股價在未來六個月內漲幅達 15~50%	<b>中 性</b>	行業符合行業指數	
<b>持有</b>	預計公司股價在未來六個月內漲幅正負 15%內	<b>負 向</b>	行業將低於行業指數表現達 20%以上	
<b>賣出</b>	預計公司股價在未來六個月內跌幅大於 15%			