

分析师：曹鹤

执业证书编号：S0050200010022

Tel: 010-59355901

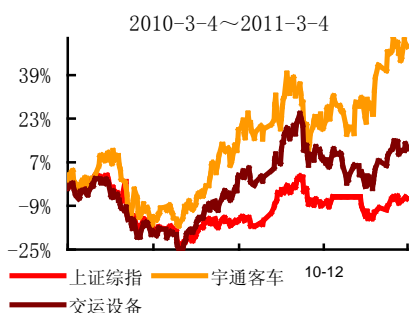
Email: caoh@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街 5 号新  
盛大厦 7 层(100140)**交运设备****投资评级**

本次评级：	中性
跟踪评级：	未评级
目标价格：	21

**市场数据**

市价(元)	26.22
上市的流通 A 股(亿股)	4.28
总股本(亿股)	5.20
52 周股价最高最低(元)	14.41-27.41
上证指数/深证成指	2902.98/12698.16
2010 年股息率	4.10%

**52 周相对市场表现****相关研究**

《行业大滑坡 重组是亮点——2010 年汽车行业投资策略报告》

**宇通客车 (600066. SH)****分配不如预期 今年业绩下降****投资要点**

● 公司 2010 年销售客车 41169 辆，同比增长 46.06%，其中大型客车、中型客车销售比重分别为 42.67%、48.12%，同比分别增长 56.90%、46.67%，分别高出细分行业 8.5、24.7 个百分点。公司中高档客车比重保持在 77% 左右，毛利率 17.3%，持平。

● 公司 2010 年实现主营收入 134.78 亿元，同比增长 53.48%，实现净利润 5.63 亿元，同比增长 52.56%，基本和收入增幅相当，经营稳定。实现每股收益 1.65 元，净资产收益率 34.63%，每股净资产 4.77 元，每股经营活动产生的现金流 2.53 元。

● 公司股东大会已通过 10 配 3，募集资金不超过 25 亿元的配股方案。年报公布，推出 10 派 3 的分配方案，低于市场预期，导致股价受挫。

● 预计 2010 年客车行业增速下调，全年微幅增长，宇通客车凭借在大中型客车领域的龙头地位，销售增幅高于行业平均水平。预计公司客车销售增长 8% 以上，但净利润同比下降 10% 以上。

● 预计公司 2011 年、2012 年、2013 年每股收益 1.47 元、1.69 元、1.86 元，对应 3 月 3 日收盘市盈率分别为 17.83 倍、15.51 倍、14.10 倍。公司短期股价震荡走高，但幅度不大，2 季度走势不乐观，全年股价中枢下移。

**公司财务数据及预测**

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	13478.50	14152.42	15921.47	18468.91
增长率(%)	53.48	5	12.5	16
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	859.66	765.10	879.86	967.85
增长率(%)	52.56	-11	15	10
毛利率(%)	17.33	16.17	17.21	16.58
净资产收益率(%)	34.63	32.31	34.58	31.58
EPS(元)	1.65	1.47	1.69	1.86
P/E(倍)	15.95	17.83	15.51	14.10
P/B(倍)	5.53	5.82	5.48	5.10

来源：公司年报、民族证券

## 一、公司2010年净利润同比增长52.56%

公司2010年销售客车41169辆，同比增长46.06%，其中大型客车、中型客车销售比重分别为42.67%、48.12%，同比分别增长56.90%、46.67%，分别高出细分行业8.5、24.7个百分点。公司中高档客车比重保持在77%左右，毛利率17.3%，持平。

表1：宇通客车2010年客车销售与细分行业比较

单位：辆	销售量	同比增长(%)	行业增长率(%)
<b>公司客车</b>			
其中：大型客车	17568	56.90	48.39
中型客车	19812	46.67	21.92
轻型客车	3789	8.85	29.99
<b>总计</b>	<b>41169</b>	<b>46.06</b>	<b>31.3</b>

资料来源：公司年报 民族证券

从宇通客车细分车型分析，公司在大中型客车领域的龙头地位稳固，但竞争优势主要在于长途客车、旅游客车市场。公司中高档客车占比77%，也反映了细分市场特点。公司近年来延伸到轻型客车领域，产品线得以延长，但轻型客车领域竞争激烈，公司在轻型客车领域竞争不存在优势。

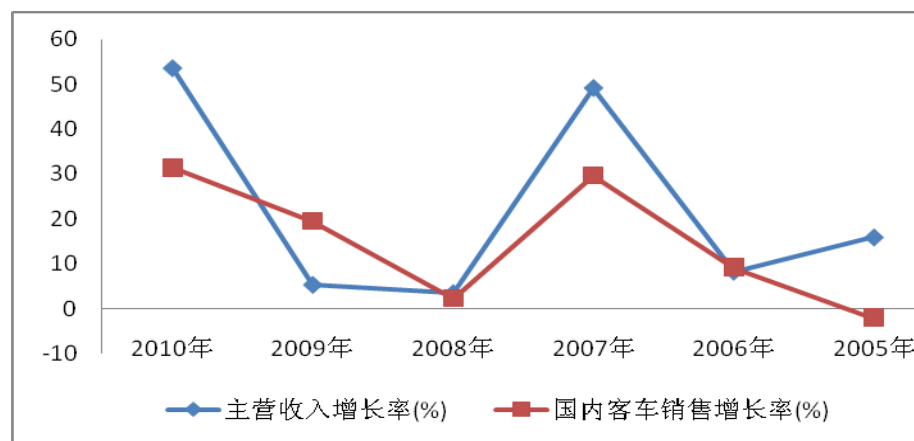
公司2010年实现主营收入134.78亿元，同比增长53.48%，实现净利润5.63亿元，同比增长52.56%，基本和收入增幅相当，经营稳定。实现每股收益1.65元，净资产收益率34.63%，每股净资产4.77元，每股经营活动产生的现金流2.53元。

## 二、公司财务指标良好

### 1、公司近年来成长性良好

公司在大中型客车领域的龙头地位稳固，公司多年来生产经营稳定，体现出了高于细分行业平均增长水平的高成长性。

图1：宇通客车2005-2010年主营收入增长率与国内客车销售增长率比较



数据来源：公司年报 民族证券

从图1可以看出，宇通客车主营收入的增长在2005-2010年除2009年外，基本都保持和

客车行业销售量增长的同步，多数年份大大高于客车销售量的增幅，体现了宇通客车在大中型客车领域的龙头地位，也体现了宇通客车良好的成长性。

## 2、公司盈利能力较强

公司生产经营稳定，成本、费用控制有力，净利润同比增幅和主营收入同比增幅相当。2010 年销售毛利率 17.3%，和上年同期持平，中高档客车比重保持在 77%，也是毛利率稳定的一个主要因素。净利润率 6.38%，也和上年同期持平。净资产收益率 34.63%，比上年同期提高 8 个百分点。

## 3、公司偿债能力较强

公司 2010 年每股收益 1.65 元，每股经营活动产生的净现金流 2.53 元，资产负债率 63.48%，流动比率 1.15，速动比率 0.85，保持较强的短期偿债能力。应收账款 12.11 亿元，应付账款 12.34 亿元，基本相当，这在汽车整车制造企业中是难能可贵的。

## 4、利润构成中营业外收支净额出现 3077 万元亏损

公司 2010 年利润总额 9.74 亿元，利润构成中，主营利润占 103.16%，投资收益占 1.76%，投资收益同比下降，但营业外收支净额亏损 3077 万元。

## 三、公司2010年分配方案不如预期

公司股东大会已通过 10 配 3，募集资金不超过 25 亿元的配股方案。年报公布，推出 10 派 3 的分配方案，低于市场预期，导致股价受挫。公司 2010 年末，每股未分配利润 2.16 元，每股公积金 0.83 元，和往年分红方案相比，因为实施配股而推出的 10 派 3 的方案显然不符合市场预期。

公司拟实施 10 配 3 的配股方案，募集资金全部投入到“节能与新能源客车”项目上。和前期已经在电动客车领域起跑的安凯客车、中通客车、福田汽车等汽车企业相比，宇通在电动客车上的动作“慢”了一拍。宇通配股资金拟投入到“节能与新能源客车”上，优势在于公司享有在大中型客车领域的龙头地位以及将来投产后的“规模经济”，劣势在于电动客车在今后的几年应用领域主要在城市公交客车，而宇通在城市公交客车领域居于劣势。前景难料。

## 四、公司2011年业绩将出现下降

预计 2010 年客车行业增速下调，全年微幅增长，宇通客车凭借在大中型客车领域的龙头地位，销售增幅高于行业平均水平。预计公司客车销售增长 8%以上，但净利润同比下降 10%以上。

## 五、2011年投资评级：中性

根据我们对未来 3 年客车业的走势以及宇通的市场占有率变化趋势分析，宇通客车 2011 年净利润将出现 10% 的下降。预计公司 2011 年、2012 年、2013 年每股收益 1.47 元、1.69 元、1.86 元，对应 3 月 3 日收盘市盈率分别为 17.83 倍、15.51 倍、14.10 倍。公司短期股价震荡走高，但幅度不大，2 季度走势不乐观，全年股价中枢下移。

## 分析师简介

曹鹤:首席汽车行业分析师, 1965 年 11 月出生 汉族 1992 年 9 月-1995 年 7 月, 中国人民大学外经所企业管理专业毕业, 获经济学硕士学位, 论文题目《“入关”对汽车行业的机遇与挑战》。之后进入中国汽车工业总公司工作, 先后任总经理秘书、二级公司副总经理。1998 年 9 月-2001 年 7 月, 中国人民大学工商管理学院投资专业毕业, 获经济学博士学位, 论文题目《中国汽车产业投资论》。2000 年 9 月进入中国民族国际信托投资公司, 供职于研究发展中心。现职务为副总经理。先后在《中国证券报》、《经济观察报》、《证券市场周刊》、《证券导刊》等主要报刊杂志发表文章 30 余篇, 20 余万字。经常接受专业媒体专访、采访。对汽车行业及公司具有深厚的研究和准确的把握。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方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, 或转载, 或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn

姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn
-----	--------------	-------------	---------------------