

商用载客车

陈光明 S0960207120151

0755-82026708

chenguangming@cjis.cn

宇通客车

600066

推荐

行业持续复苏，龙头公司受益

6-12个月目标价：22.00元

当前股价：19.03元

评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	3157
总股本(百万)	520
流通股本(百万)	428
流通市值(亿)	81
EPS (09年)	1.08
每股净资产(元)	4.17
资产负债率	63.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
宇通客车	4.5	-3.3	25.2
上证综合指数	2.8	-2.7	13.6



相关报告

- 《宇通客车-行业复苏势头良好，公司业绩持续提升》2009-10-27
- 《宇通客车-业绩符合预期，下半年恢复增长》2009-8-25
- 《宇通客车-四季度毛利率显著回升，08年业绩超出预期》2009-4-7
- 《宇通客车：持续增长的长期投资品种》2009-7-12

请务必阅读正文之后的免责条款部分

投资要点：

- 出口市场下滑导致公司 2009 年客车销量微幅增长 2.3%。**公司 2009 年实现销售 28186 辆，较上年同期微幅增长 2.3%，增速较前几年放缓的主要原因在于 09 年受全球经济增长放缓影响，出口出现严重下滑。公司 09 年实现出口收入约 3 亿元，较上年同期下滑 49%。公司产品销售结构相对稳定，均价持续上移，2007-2009 年产品均价分别为 26.8 万元、28.7 万元和 29.8 万元。
- 09 年毛利率明显回升，2010 年公司将通过产品结构优化和均价提升来弱化钢价上涨带来的的成本压力。**受益产销规模逐步回归正常以及 09 年国内钢价的低位运行，宇通客车毛利率由上年同期的 15.7% 回升至 17.3% 的水平，同比上升 1.6 个百分点，其中，四季度毛利率回升至 18.6% 的较高水平。2010 年，国内钢价在铁矿石大幅上涨的推动下，上涨 20% 以上的可能性是比较大的，这给公司成本带来较大压力。静态的看，钢价上涨 20% 将导致产品毛利率下滑 2 个百分点。但公司可通过产品结构优化以及均价提升来弱化这一因素的影响，这在过去钢价上涨周期中已经证明，我们预计公司 2010 年毛利率小幅下降至 17% 左右的水平。
- 目前大中型客车行业复苏势头延续，我们预计 2010 年公司客车销量有 15% 左右的增长。**2010 年，在国家出台的“以旧换新”补贴政策、一些大型赛会以及出口市场逐步恢复等推动下，大中型客车行业复苏势头良好，前两个月销量增幅达 80% 以上。宇通客车前 2 个月销售近 5000 辆，同比增长 128%。我们预计 2010 年公司销量有望超过 3.2 万辆，增长 15% 左右。
- 维持“推荐”评级。**预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.12 元、1.29 元、1.57 元，目前股价对应 2010 年、2011 年市盈率分别为 17 倍、15 倍，估值水平处于行业中低端。考虑到大中型客车是我国汽车业在全球具有比较优势的行业，宇通又是国内大中型客车行业的龙头，我们维持对公司“推荐”的投资评级，给予公司 6-12 个月目标价 22 元，对应 2010 年 20 倍 P/E。

主要财务指标

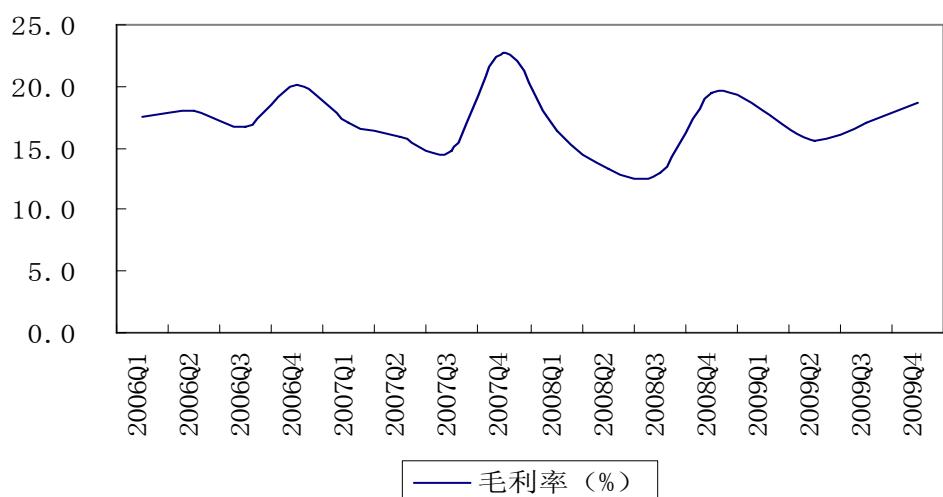
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	8782	10143	11336	13218
同比(%)	5%	16%	12%	17%
净利润	563	583	670	817
同比(%)	6%	3%	15%	22%
毛利率(%)	17.3%	16.7%	16.9%	17.2%
ROE(%)	26.0%	21.2%	20.7%	21.1%
每股收益(元)	1.08	1.12	1.29	1.57
P/E	17.56	16.97	14.77	12.11
P/B	4.56	3.60	3.06	2.55
EV/EBITDA	10	9	8	6

图表 1：公司季度财务指标变化（单位：万元）

	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2009	增长(%)
营业收入	172,878	254,058	163,972	242,659	132,218	222,532	228,530	294,893	878,173	5.4
营业成本	144,469	220,046	142,597	195,289	108,332	188,013	189,512	240,078	725,935	3.4
毛利	28,409	34,012	21,375	47,370	23,886	34,519	39,018	54,815	152,238	16.1
销售费用	8,605	8,524	8,435	14,971	7,089	9,921	11,231	18,801	47,042	16.1
管理费用	12,688	9,475	9,173	9,670	9,410	8,979	9,683	7,743	35,815	-12.7
财务费用	667	291	-185	1,297	197	7	352	296	852	-58.8
资产减值损失	-1,557	-44	16,022	734	317	674	532	2,439	3,962	-73.9
公允价值变动	-1,622	66	-130	2	0	-2	328	184	510	-130.3
投资净收益	27,803	1,693	8,370	-2,566	-3	1,620	533	1,002	3,152	-91.1
利润总额	33,487	16,839	-4,030	16,686	6,184	16,106	17,115	25,973	65,378	3.8
所得税	8,183	2,450	-1,835	1,775	742	2,193	2,402	3,294	8,631	-18.4
少数股东损益	-17	43	-38	-683	-48	173	202	71	398	-157.3
净利润	25,365	14,302	-2,157	15,594	5,489	13,741	14,510	22,609	56,349	6.1
每股收益(元)	0.49	0.28	-0.04	0.30	0.11	0.26	0.28	0.43	1.08	6.1
毛利率 (%)	16.4	13.4	13.0	19.5	18.1	15.5	17.1	18.6	17.3	
营业费用率 (%)	5.0	3.4	5.1	6.2	5.4	4.5	4.9	6.4	5.4	
管理费用率 (%)	7.3	3.7	5.6	4.0	7.1	4.0	4.2	2.6	4.1	
财务费用率 (%)	0.4	0.1	-0.1	0.7	0.2	0.0	0.2	0.1	0.1	
所得税率 (%)	24.4	14.5	45.5	10.6	12.0	13.6	14.0	12.7	13.2	

资料来源：公司财务报告，中投证券研究所

图表 2：宇通客车近 4 年季度毛利率变化



资料来源：公司财务报告，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3395	4327	5107	6359	营业收入	8782	10143	11336	13218
现金	717	1535	2093	2784	营业成本	7259	8448	9419	10943
应收账款	949	985	1082	1297	营业税金及附加	39	41	45	53
其它应收款	32	56	55	64	营业费用	470	538	601	701
预付账款	86	121	120	144	管理费用	358	426	476	555
存货	758	1016	1036	1231	财务费用	9	9	11	12
其他	854	613	721	839	资产减值损失	40	0	0	0
非流动资产	2112	2421	2278	2257	公允价值变动收	5	0	0	0
长期投资	83	97	99	96	投资净收益	32	10	12	15
固定资产	1053	1174	1208	1157	营业利润	643	692	795	970
无形资产	221	252	282	304	营业外收入	17	0	0	0
其他	755	897	689	700	营业外支出	6	0	0	0
资产总计	5507	6747	7385	8616	利润总额	654	692	795	970
流动负债	3068	3754	3956	4551	所得税	86	104	119	145
短期借款	0	121	61	71	净利润	567	588	676	824
应付账款	1106	1458	1568	1818	少数股东损益	4	5	6	7
其他	1962	2176	2327	2662	归属母公司净利	563	583	670	817
非流动负债	265	22	34	58	EBITDA	841	907	1061	1277
长期借款	6	0	0	0	EPS (元)	1.08	1.12	1.29	1.57
其他	259	22	34	58					
负债合计	3334	3985	4131	4710					
少数股东权益	6	11	17	24					
股本	520	520	520	520					
资本公积	459	459	459	459					
留存收益	1189	1772	2258	2903					
母公司股东权益	2168	2751	3236	3882					
负债和股东权益	5507	6747	7385	8616					
现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	73	1157	971	1166	成长能力				
净利润	567	588	676	824	营业收入	5.4%	15.5%	11.8%	16.6%
折旧摊销	189	207	255	296	营业利润	2.1%	7.5%	15.0%	21.9%
财务费用	9	9	11	12	母公司净利润	6.1%	3.5%	14.9%	22.0%
投资损失	-32	-10	-12	-15	获利能力				
营运资金变动	-684	280	62	21	毛利率	17.3%	16.7%	16.9%	17.2%
其它	24	84	-21	28	净利率	6.4%	5.7%	5.9%	6.2%
投资活动现金流	-383	-426	-120	-274	ROE	26.0%	21.2%	20.7%	21.1%
资本支出	250	262	233	204	ROIC	125.8%	227.5%	319.8%	682.7%
长期投资	-161	256	-164	39	偿债能力				
其他	-294	92	-50	-30	资产负债率	60.5%	59.1%	55.9%	54.7%
筹资活动现金流	-489	87	-294	-201	净负债比率				
短期借款	0	121	-61	10	流动比率	1.11	1.15	1.29	1.40
长期借款	1	-25	-38	-27	速动比率	0.85	0.87	1.02	1.11
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	237	0	0	0	总资产周转率	1.72	1.66	1.60	1.65
其他	-726	-9	-196	-184	应收账款周转率	11.2	9.9	10.4	10.5
现金净增加额	-799	818	557	691	应付账款周转率	6.18	6.59	6.23	6.46

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

陈光明，中投证券研究所汽车行业分析师，管理学硕士，4年行业经历，5年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司：上海汽车、长安汽车、一汽轿车、宇通客车、金龙汽车、江铃汽车、江淮汽车、潍柴动力、中国重汽、威孚高科等。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编：100031
传真：(010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434