

2010年04月07日

韩伟琪
WeiQi_Han@e-capital.com.cn
目标价(元) RMB 24.50

公司基本信息

产业别	客车及配件制造
A 股价(10/04/06)	19.66
上证综合指数(10/04/06)	3158.68
股价 12 个月高/低	21.69 / 11.75
总发行股数(百万)	519.89
A 股数(百万)	428.14
A 市值(亿元)	84.17
主要股东	郑州宇通集团有限公司(32.90%)
每股净值(元)	4.17
股价/账面净值	4.71
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	1.81 -0.10 50.88

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

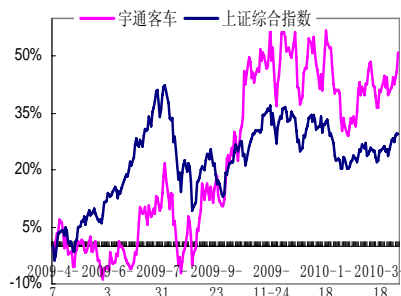
产品组合

客车销售	93.70%
其它业务	4.86%
非主营业务	1.44%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	39.71%
一般法人	16.39%
QFII	4.66%
社保基金	1.74%

股价相对大盘走势



宇通客车 (600066)

Buy 买入

客车市场回暖，高现金分红

结论与建议：

09 年受金融危机影响，客车出口市场疲弱以及投资收益减少等影响，全年公司营收 88 亿元，YoY+5.4%，实现净利润 5.63 亿元，YoY+6.11%，EPS1.084 元，拟 10 派 10，股息率 5.1%。

在 09 年销售 2.8 万辆，YoY+2.3%的基础上，客车行业受经济回暖和世博等国际集会的影响，行业销量 YoY 有望增长 18%，公司作为大中型客车龙头企业，全年预计销量达到 3.2 万辆，YoY+14%。预计公司 2010EPS 将达到 1.234 元，YoY+13.90%，目前 P/E 为 16 倍，鉴于 2010 年客车行业回暖、且公司股息率高，给予其买入投资建议，目标价 24 元，对应 2010 年 20 倍 P/E。

- 宇通客车 2009 年实现营收 87.82 亿元，YoY 增长 5.35%，全年销售汽车 2.8 万辆，YoY 增长 2.3%，实现净利润 5.63 亿元，YoY 增长 6.11%，EPS 为 1.084 元，好于预期 15%左右，拟 10 派 10。
- 2010 年经济回暖的背景下，国内公路客运量将受旅游需求以及劳动力迁移等因素的带动，同时还有世博、亚运会等集会的短期效应。预计 2010 年客车行业销量 42 万辆，YoY 增长 19%。
- 预计公司 2010 年客车销量达 3.2 万辆，YoY+14%。惟钢价上涨恐拖累公司毛利率。
- 公司为汽车行业高分红企业，04 年以来年度现金分红比例基本维持在净利润的 70%以上，2009 年更是每 10 股派现金红利 10 元，按 4 月 6 日收盘价 19.66 元计算，股息率高达 5.09%，远高于一年期定存利率。
- 预计公司 2010、2011 年营收将分别达到 100.35 亿元和 113.53 亿元，YoY 分别增长 14.27%和 13.14%；实现净利润分别为 6.42 亿元和 7.47 亿元，YoY 分别增长 13.90%和 16.31%；EPS 分别为 1.234 元和 1.436 元。目前 2010、2011 年 A 股 P/E 为 16 倍和 13.7 倍。鉴于 2010 年客车行业回暖、且公司股息率高，给予其买入投资建议，目标价 24 元，对应 2010 年 20 倍 P/E。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	386	531	563	642	747
同比增减	%	70.74%	37.42%	6.11%	13.90%	16.31%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.966	1.021	1.084	1.234	1.436
同比增减	%	70.74%	5.71%	6.11%	13.90%	16.31%
A 股市盈率(P/E)	X	20.35	19.25	18.14	15.93	13.69
股利(DPS)	RMB 元	0.700	0.600	1.000	0.720	0.800
股息率(Yield)	%	3.56%	3.05%	5.09%	3.66%	4.07%

营运分析

宇通客车 2009 年实现营收 87.82 亿元，YoY 增长 5.35%，全年销售汽车 2.8 万辆，YoY 增长 2.3%；实现净利润 5.63 亿元，YoY 增长 6.11%，EPS 为 1.084 元，好于预期 15%左右，拟 10 派 10。

宇通客车 2009 年实现营收 87.82 亿元，YoY 增长 5.35%，好于我们预期，其原因主要为为报告期内公司客车产品销售单价好于预期，全年销售 28,186 辆客车、YoY 增长 2.28%的基础上，完成客车销售收入 82.3 亿元，其中由于金融危机的影响，客车出口业务大幅下降，公司全年出口销售额为 2.97 亿元，YoY 下降 49.4%。

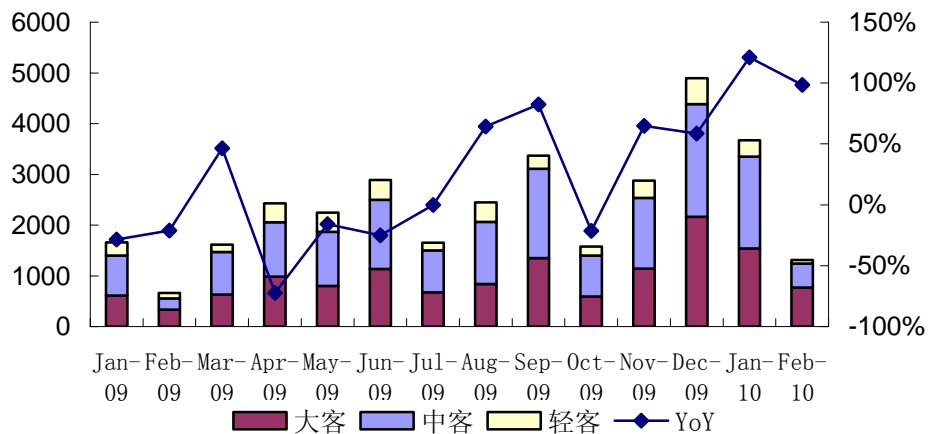
当期综合毛利率达到 17.34%，YoY 提高 1.6 个百分点，销量上升的同时，钢材等原材料价格下降也是毛利率上升的动力。

费用方面，公司财务费用因贷款利息减少而同比下降 58.84%，为 0.085 亿元。报告期内公司资产减值损失 0.4 亿元，YoY 减少 74%，是由于 08 年可供出售金融资产计提的减值较大；同时 08 年处置房地产子公司收益以及可供出售金融资产处置收益达到 3.53 亿元，09 年不再存在，故投资收益 YoY 减少 91%。

09 年公司实现毛利润 15.22 亿元，YoY 增长 16.07%，净利润 5.63 亿元，YoY 增长 6.11%，EPS 为 1.084 元，好于预期 15%左右，其增速缓于毛利增速主要为投资收益的减少所致。

09 年公司拟每股派现金红利 1.00 元，按 4 月 6 日收盘价 19.66 元计算，股息率高达 5.09%。

图表一：宇通客车 09 年以来月度销量及 YoY



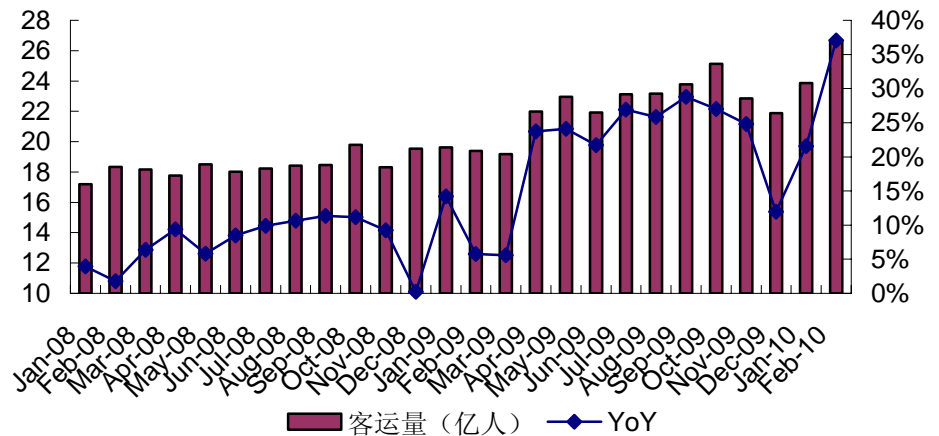
资料来源：公司公告，中国汽车工业协会，群益证券

2010 年经济回暖的背景下，国内公路客运量将受旅游需求以及劳动力迁移等因素的带动，同时还有世博、亚运会等集会的短期效应。

进入 2010 年以后，国内公路客运量继续延续 09 年以来的上升趋势，前两月国内公路客运量达到 50.43 亿人次，YoY 增长 29%，经济复苏、股市回暖加大了旅客外出旅行的需求；而沿海出口外向型企业随着订单的复苏而产生的劳动力需求将重新刺激内地劳动力向沿海地区转移的需求，从而刺激客车市场，尤其是大中型客车的销量。

除此之外，2010 年还将有上海世博会以及广州亚运会等国际级的大型集会，对旅游业的刺激十分可观，从而惠及公路客运业。

图表二：08年以来月度公路客运量及 YoY



资料来源：Wind，群益证券

预计 2010 年客车行业销量 42 万辆，YoY 增长 19%。

预计公司 2010 年客车销量达 3.2 万辆，YoY+14%。惟钢价上涨恐拖累公司毛利率。

公司具有较高的分红派息政策，09 年 10 派 10，股息率达 5.1%。

所以我认为，2010 年国内客车销售市场受经济复苏和世博、亚运会等集会的影响下，将处在继续复苏的进程中，尤其在上半年，由于 09 年同期基数较低，故 YoY 增速将保持较好的态势。同时，外围出口市场经济亦有不同程度的回暖预期，故出口市场较 09 年回暖的可能性也非常之大。

综上，我们给予 2010 年客车行业 18.63% 的销量增速预期，至 42 万辆。

公司在国内大中型客车市场占有率约有 25%，为行业龙头，是行业回暖的最直接受益者，预计 2010 年公司客车销量将达到 3.2 万辆，YoY 增长 14% 左右。

不过由于 2010 年钢价上涨预期强烈，预计公司当期毛利率 YoY 难以提高，甚至将有所下降。

而产能方面，公司已开始积极推进 2 万辆新产能的建造计划，新厂将在目前位于郑州市十八里河的老厂区东北、与老厂区相接位置新征地逾 140 公顷，达产后为年产 2 万辆客车的项目，产品主要有高档旅游车、高档公路客车以及城市公交车等五个品种。若新生产线建成，宇通客车产能将大幅增加，总产能将达到 5 万辆 / 年。

公司为汽车行业中高分红企业，04 年以来年度现金分红比例基本维持在净利润的 70% 以上，2009 年更是每 10 股派现金红利 10 元，按 4 月 6 日收盘价 19.66 元计算，股息率高达 5.09%，远高于一年期定存利率。

图表三：04 年以来公司每股分红情况：

年度	EPS	转/送股	现金红利 (元 / 含税)	现金分红比例	股息率 (按 4/06 收盘价计算)
2009	1.084	--	1.0	92.25%	5.09%
2008	1.021	--	0.6	58.74%	3.05%
2007	0.966	0.3	0.7	72.44%	3.56%
2006	0.566	--	0.5	85.00%	2.54%
2005	0.696	0.5	1.0	143.68%	5.09%
2004	0.701	0.3	0.5	71.33%	2.54%

资料来源：公司公告，群益证券

盈利预测

预计公司 2010、2011 年营收将分别达到 100.35 亿元和 113.53 亿元，YoY 分别增长 14.27%和 13.14%；实现净利润分别为 6.42 亿元和 7.47 亿元，YoY 分别增长 13.90%和 16.31%；EPS 分别为 1.234 元和 1.436 元。

目前 2010、2011 年 A 股 P/E 为 16 倍和 13.7 倍。鉴于 2010 年客车行业回暖、且公司股息率高，给予其买入投资建议，目标价 24 元，对应 2010 年 20 倍 P/E。

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 StrongBuy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
营业收入	8053	8336	8782	10035	11353
经营成本	6555	7024	7259	8299	9384
营业税金及附加	81	30	39	45	51
销售费用	414	405	470	547	613
管理费用	390	410	358	401	448
财务费用	16	21	9	15	17
资产减值损失	55	152	40	25	25
投资收益	46	353	32	40	50
营业利润	605	630	643	743	865
营业外收入	16	10	17	15	15
营业外支出	8	10	6	6	6
利润总额	613	630	654	752	874
所得税	164	106	86	105	122
少数股东损益	62	-7	4	5	5
归属于母公司所有者的净利润	386	531	563	642	747

附二：合并资产负债表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
货币资金	1375	1360	717	1176	1402
应收账款	1220	733	1494	1584	1647
存货	1540	636	758	811	844
流动资产合计	4524	2895	3395	3667	3960
长期股权投资	52	133	83	87	92
固定资产	524	751	1053	1085	1117
在建工程	227	267	20	24	28
非流动资产合计	97	235	221	228	235
资产总计	8069	4685	5507	5974	6492
流动负债合计	4541	2854	3068	3283	3513
非流动负债合计	632	130	265	318	382
负债合计	5173	2984	3334	3601	3895
少数股东权益	187	22	6	7	7
股东权益合计	2897	1701	2174	2366	2590
负债及股东权益合计	8069	4685	5507	5974	6492

附三：合并现金流量表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
经营活动产生的现金流量净额	685	964	73	386	440
投资活动产生的现金流量净额	-797	115	-383	-268	-317
筹资活动产生的现金流量净额	567	-1093	-489	342	103
现金及现金等价物净增加额	455	-14	-799	460	226

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。

群益大中华产业研究团队

台北总公司研究部

电话 886-2-8789-8888 传真 886-2-8789-2949

姓名	电子邮件信箱	负责产业
陈志豪	Chihhao_Chen@capital.com.tw	资深副总裁
总经及市场策略处		
曾炎裕	Alan_Tseng@capital.com.tw	总经与市场策略
徐国安	Kuoan_Hsu@capital.com.tw	总体经济、美国经济与股市
傅恒聿	fusky.fu@capital.com.tw	总体经济、美国经济与股市
洪庆钟	shawn.hung@capital.com.tw	国际股市
赖鹤年	A94918@capital.com.tw	台股市场策略、原物料
陈育榆	eyu.chen@capital.com.tw	台股市场策略
产业研究一处		
张治家	cc.chang@capital.com.tw	非电子
林建良	A94917@capital.com.tw	金融
陈泓东	don.chen@capital.com.tw	营建、营造、设备、PCB
吕雅菁	allison.lu@capital.com.tw	水泥、食品、百货
黄岚霏	raphaer.huang@capital.com.tw	塑化、纺织、橡胶、化工、造纸
庄慧君	angela.chuang@capital.com.tw	钢铁、工具机、油电燃气、机电
曹伯璋	po.tsao@capital.com.tw	生技、航运、观光
产业研究二处		
陈志全	ken.chen@capital.com.tw	CIS、光电
陈执中	austin.chen@capital.com.tw	电信、通讯设备、软件、安防
杨永辉	A94798@capital.com.tw	手机/零组件、GPS
傅坤泰	kuntai.fu@capital.com.tw	光电
谢昌佑	yol.shie@capital.com.tw	太阳能、LED、DSC
柯王炳勋	ben.kowang @capital.com.tw	TFT-LCD、Touch-Panel
产业研究三处		
锺宏德	Blue_Chung@capital.com.tw	IC、PC
苏鹤翎	chelsey_su @capital.com.tw	IC设计
陈俐妍	ly.chen@capital.com.tw	半导体制造、封测、内存、光罩与耗材
陈浩彰	sean.chen@capital.com.tw	IC设计、散热、机壳、/电池、hinge
吴昉冀	jerry.wu@capital.com.tw	EMS、系统、NB、MB、IPC、通路
王文雯	A95018@capital.com.tw	PCB、冲压件、电源、PC周边、被动组件、连接器

上海代表处

电话 86-21-5888-7188 传真 86-21-5888-2929

姓名	电子邮件信箱	负责产业
林静华	amy_lin@capital.com.tw	资深副总裁
李彬	Kelvin@ e-capital.com.cn	市场、总经、金融
胡嘉铭	James@e-capital.com.cn	家电、通信、电子、软件
朱吉翔	zhujixiang@e-capital.com.cn	钢铁、建材、地产、水泥
韩伟琪	WeiQi_Han@e-capital.com.cn	汽车、机械
李明霞	Limingxia@e-capital.com.cn	石化、煤炭
丘栋荣	Dolon_qiu@ e-capital.com.cn	电力、饮料、消费
刘荟	Lihui@e-capital.com.cn	医药、传媒、纺织、造纸、消费
白冰洋	Bingyang_bai@e-capital.com.cn	公路、海运、航空、基建、旅游
胡恺敏	Michael_Hu@e-capital.com.cn	电子、电力设备、新能源

群益证券(香港)有限公司

电话 852-2105-9966 传真 852-2104-6006

姓名	电子邮件信箱	负责产业
曾永坚	Jaseper_tsang@e-capital.com.hk	研究部董事
黄熏辉	Hh_huang@e-capital.com.hk	策略、总经
黄文泰	Eric_wong@e-capital.com.hk	地产、金融
王俊华	Nicky_wong@e-capital.com.hk	零售消费、食品/饮料