

商用载客车

陈光明

0755-82026708

chengguangming@cjis.cn

6-12 个月目标价: 17.00 元

当前股价: 12.66 元

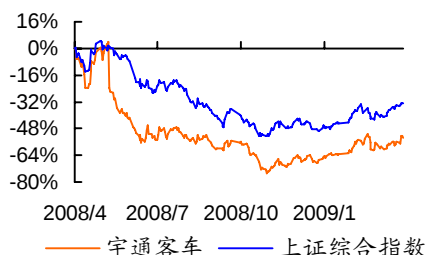
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2419.78
总股本(百万)	520
流通股本(百万)	402
流通市值(亿)	51
EPS (08 年)	1.02
每股净资产 (元)	3.23
资产负债率	64.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
宇通客车	17.01	40.67	3.94
上证综合指数	16.82	32.90	5.49



相关报告

《宇通客车: 计提减值损失导致 3 季度业绩低于预期》20081028

《宇通客车: 业绩增长超出预期, 未来两年增长确定性较强》20080401

《宇通客车: 溢价幅度决定股权转让的实际影响》20071218

《宇通客车: 持续增长的长期投资品种》20071121

请务必阅读正文之后的免责条款部分

宇通客车

600066

强烈推荐

四季度毛利率显著回升, 08 年业绩超出预期

公司 2008 年实现主营收入 83.4 亿元, 较上年增长 3.5%; 实现净利润 5.3 亿元, 同比增长 37.4%, 实现每股收益 1.02 元, 分配预案为 10 派 6 元 (含税)。业绩超出市场预期, 我们认为 4 季度毛利率显著回升及所得税执行 15% 的优惠税率是主要原因。

投资要点:

- **08 年公司销售表现继续领先行业。**在全球经济增长放缓、海外出口萎靡的背景下, 公司 2008 年仍然实现销售 27556 辆, 较上年同期增长 8%, 虽然增速有所放缓, 但销售表现继续领先行业 5% 的增速水平。产品销售结构继续保持稳定, 中高档车销售比重高于 70%, 大型客车占比 40% 以上, 产品均价由 2007 年的 26.5 万/辆提升至 28.7 万元/辆。考虑到 09 年海外出口更为严峻, 维持销量增长 5% 的预测。
- **4 季度毛利率显著回升, 09 年有望延续。**如我们前面所预期, “客车公司钢价的采购周期在 1 个季度左右, 08 年下半年以来钢价的持续下跌将大大缓解其 08 年 4 季度以致 09 年的成本压力”, 宇通客车 4 季度毛利率显著回升至 19.5% 的水平, 环比回升 6 个百分点的幅度还是超出了我们预期。从目前的情况看, 09 年钢价价格要明显低于 07 年水平, 我们认为公司客车业务毛利率回到 17% 左右的概率较大。
- **09 年, 非经常性损益将大幅减少。**2008 年公司非经常性损益的税后影响为 1.5 亿, 折合 EPS0.29 元。其中主要为地产业务转让收益 2.5 亿元、可供出售金融资产处置受益 0.8 亿元和 1.6 亿元的金融资产减值损失。由于公司可供出售金融资产已出售较大部分, 09 年这块收益可能将大大减少。
- **维持“强烈推荐”评级。**在目前所得税率下, 我们将公司 2009、2010 年 EPS 由原来 0.80 元、0.94 元调整至 0.94 元、1.07 元, 预测 2011 年 EPS1.21 元, 未来三年客车业务年复合增长 18%, 给予公司 6-12 个月目标价 17 元, 对应 09 年 18 倍 P/E, 维持“强烈推荐”的投资评级。

主要财务指标

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入	8336	8696	9730	10703
同比(%)	6%	4%	12%	10%
净利润	531	488	557	627
同比(%)	41%	-8%	14%	13%
毛利率(%)	15.7%	16.6%	16.6%	16.6%
ROE(%)	31.6%	22.5%	22.0%	21.0%
每股收益(元)	1.02	0.94	1.07	1.21
P/E	12.39	13.50	11.82	10.50
P/B	3.92	3.04	2.60	2.21
EV/EBITDA	6	6	5	4

表 1: 公司季度财务指标变化 (单位: 万元)

	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2008	2007	同比 (%)
营业收入	196,665	308,945	172,878	254,058	163,972	242,659	833,567	805,309	3.5
营业成本	167,622	238,621	144,469	220,046	142,597	195,289	702,401	655,464	7.2
毛利	29,044	70,324	28,409	34,012	21,375	47,370	131,166	149,845	-12.5
销售费用	8,984	16,062	8,605	8,524	8,435	14,971	40,535	41,425	-2.1
管理费用	9,479	11,913	12,688	9,475	9,173	9,670	41,006	38,982	5.2
财务费用	817	456	667	291	-185	1,297	2,070	1,553	33.3
资产减值损失	1,196	3,848	-1,557	-44	16,022	734	15,155	5,466	177.3
公允价值变动	417	1,117	-1,622	66	-130	2	-1,684	1,538	-209.5
投资净收益	1,027	2,541	27,803	1,693	8,370	-2,566	35,300	4,598	667.7
利润总额	9,475	35,941	33,487	16,839	-4,030	16,686	62,982	61,283	2.8
所得税	3,312	8,110	8,183	2,450	-1,835	1,775	10,573	16,431	-35.7
少数股东损益	-258	7,022	-17	43	-38	-683	-695	6,208	-111.2
净利润	6,422	20,809	25,365	14,302	-2,157	15,594	53,104	38,643	37.4
每股收益 (元)	0.12	0.40	0.49	0.28	-0.04	0.30	1.02	0.74	37.4
毛利率 (%)	14.8	22.8	16.4	13.4	13.0	19.5	15.7	18.6	
营业费用率 (%)	4.6	5.2	5.0	3.4	5.1	6.2	4.9	5.1	
管理费用率 (%)	4.8	3.9	7.3	3.7	5.6	4.0	4.9	4.8	
财务费用率 (%)	0.4	0.1	0.4	0.1	-0.1	0.7	0.3	0.2	
所得税率 (%)	35.0	22.6	24.4	14.5	45.5	10.6	16.8	26.8	

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				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2895	3687	3887	4038	营业收入	8336	8696	9730	10703
现金	1360	1252	1290	1299	营业成本	7024	7250	8112	8923
应收账款	543	758	852	897	营业税金及附加	30	35	39	43
其它应收款	47	75	82	87	营业费用	405	426	467	503
预付账款	68	130	142	146	管理费用	410	435	477	514
存货	636	1136	1200	1262	财务费用	21	9	11	12
其他	241	336	321	348	资产减值损失	152	0	0	0
非流动资产	1789	2791	3144	3259	公允价值变动	-17	0	0	0
长期投资	133	99	105	108	投资净收益	353	50	50	50
固定资产	751	1146	1441	1634	营业利润	630	591	675	758
无形资产	235	294	367	446	营业外收入	10	0	0	0
其他	670	1252	1231	1071	营业外支出	10	0	0	0
资产总计	4685	6477	7031	7297	利润总额	630	591	675	758
流动负债	2854	4078	4295	4183	所得税	106	100	115	129
短期借款	0	658	576	202	净利润	524	491	560	630
应付账款	1241	1446	1597	1734	少数股东损益	-7	3	3	3
其他	1613	1974	2122	2247	母公司净利润	531	488	557	627
非流动负债	130	22	34	58	EBITDA	779	774	949	1120
长期借款	5	0	0	0	EPS (元)	1.02	0.94	1.07	1.21
其他	124	22	34	58	主要财务比率				
负债合计	2984	4286	4472	4288	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	22	25	28	31	成长能力				
股本	520	520	520	520	营业收入	5.8%	4.3%	11.9%	10.0%
资本公积	221	221	221	221	营业利润	6.8%	-6.2%	14.1%	12.4%
留存收益	938	1425	1790	2237	母公司净利润	40.9%	-8.2%	14.2%	12.5%
母公司股东权益	1679	2167	2531	2979	获利能力				
负债和股东权益	4685	6477	7031	7297	毛利率	15.7%	16.6%	16.6%	16.6%
现金流量表					净利率	6.4%	5.6%	5.7%	5.9%
单位: 百万元					ROE	31.6%	22.5%	22.0%	21.0%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	-641.8%	123.9%	98.0%	94.7%
经营活动现金流	964	500	886	1050	偿债能力				
净利润	524	491	560	630	资产负债率	63.7%	66.2%	63.6%	58.8%
折旧摊销	128	173	263	350	净负债比率				
财务费用	21	9	11	12	流动比率	1.01	0.90	0.91	0.97
投资损失	-353	-50	-50	-50	速动比率	0.79	0.62	0.62	0.66
营运资金变动	457	-288	106	129	营运能力				
其它	187	164	-4	-20	总资产周转率	1.33	1.56	1.44	1.49
投资活动现金流	115	-1233	-525	-424	应收账款周转率	10.2	13.2	11.8	12.0
资本支出	565	473	497	507	应付账款周转率	5.18	5.40	5.33	5.36
长期投资	485	662	32	-126	每股指标 (元)				
其他	1164	-98	4	-43	每股收益	1.02	0.94	1.07	1.21
筹资活动现金流	-1093	625	-322	-617	每股经营现金流	1.85	0.96	1.70	2.02
短期借款	-726	658	-82	-374	每股净资产	3.23	4.17	4.87	5.73
长期借款	-155	-24	-37	-52	估值比率				
普通股增加	120	0	0	0	P/E	12.39	13.50	11.82	10.50
资本公积增加	-1350	0	0	0	P/B	3.92	3.04	2.60	2.21
其他	1018	-9	-203	-191	EV/EBITDA	6	6	5	4
现金净增加额	-15	-109	38	9					

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 $\pm 10\%$ 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。

免责声明

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