

宇通客车

600066

增持/ 维持评级

股 价	2009/08/07
RMB14.32	

基础数据

总股本（百万股）	520
流通 A 股（百万股）	402
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	5757

财务数据

市净率 (X)	4.17
TRACING P/E (X)*	25.58
EPS (元)	0.11
股息率 (%)	4.07

*最近四季盈利计算。

相关研究

分 析 师

姚宏光

(0755) 8249 2723

Yaohg@lhq.com

黄未樵

(0755) 8236 6964

huangwq@lhq.com

始终领跑的“白马”

经营预测与估值	2008A	20091Q	2009E	2010E
营业收入(百万元)	8335.7	1322.2	7982.6	9734.4
(+/-%)	3.5	-23.5	-4.24	21.95
归属母公司净利润(百万元)	531.0	54.9	467.5	551.1
(+/-%)	37.4	-80.8	-12.0	17.9
EPS(元)	1.02	0.11	0.90	1.06
P/E(倍)	14.4	139.7	15.9	13.5

■ 1-7 月，公司共销售客车 13,013 辆，同比下降 23.40%。今年公交市场以及出口市场的下滑比较明显。而客运及旅游市场仍维持在了较好的水平。

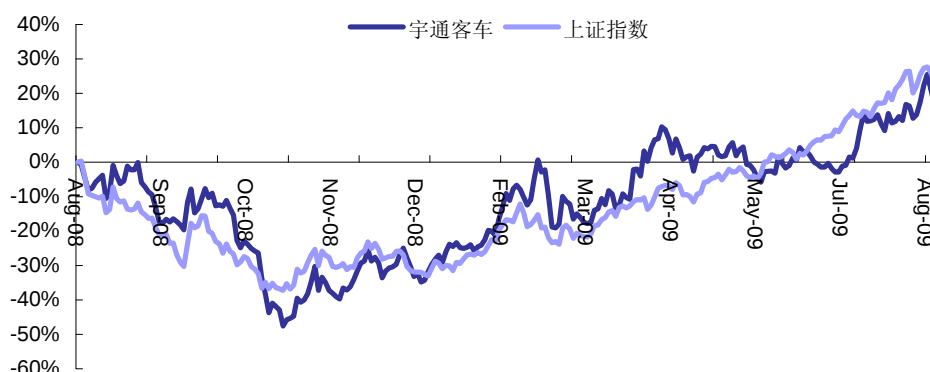
■ 随着下半年旅游旺季的来临，以及经济逐步复苏后客运市场的回暖，预计未来 5 个月公司销售有望达到 14,000 辆的水平，09 年公司合计销量仅下滑 1.83%。

■ 执行国三后，客车价格普遍上升了约 15%，而今年公司产品价格并未进行调整。尽管整体销量 09 年同比基本持平，但由于大客比例的下降，因此预计 09 年客车销售收入并不会出现增长。

■ 09 年由于钢材等原材成本下降的因素，公司毛利率出现明显反弹，1 季度公司综合毛利率达到 18%以上。但随着下半年钢材等价格的回升，我们预计毛利率将有所回落。预计全年综合毛利率较 08 年回升接近 1 个百分点。

■ 预计公司 09、10 年经营性 EPS 分别为 0.90、1.06 元，对应 PE 分别为 15.9 倍和 13.5 倍。前期由于市场热点集中于今年高增长的乘用车行业以及高弹性的重卡行业，同时加之对今年客车行业的预期较为悲观，因此对客车行业关注不多。在目前的市场环境下，公司作为一家市场认同较高，增长稳定的企业，在上半年行业状况不佳的情况下，业绩仍能维持稳定，其抵御风险的能力远高于竞争对手；而在下半年有望出现销量和盈利快速增长的背景下，其业绩增长能力也将充分显现。因此我们认为公司价值已被低估，当前是较好的介入机会，目标价 20 元。

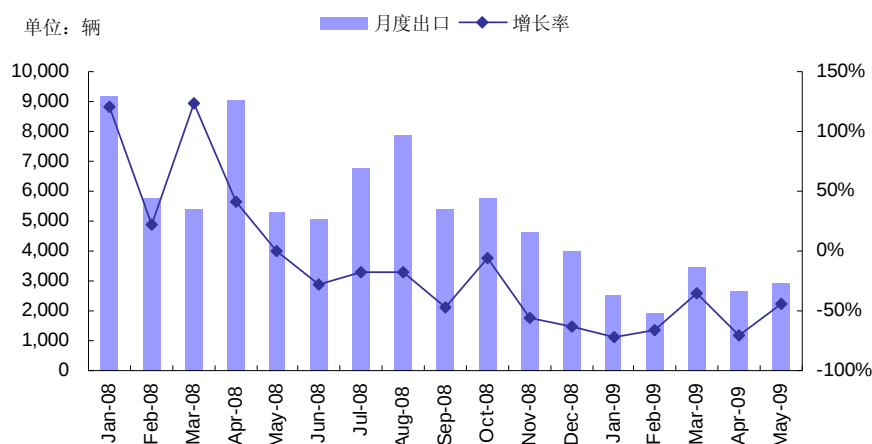
最近 52 周股价表现



1-7 月，公司共销售客车 13,013 辆，同比下降 23.40%，一方面是由于去年同期基数较高，另一方面今年公交市场以及出口市场的下滑比较明显。而客运及旅游市场仍维持在了较好的水平。

今年以来，由于海外经济环境恶化，中国客车出口主要地区中东、非洲、南美及加勒比海地区受金融危机冲击影响较大，因此客车出口一落千丈。预计在 2010 年前情况难以乐观，宇通 09 年出口也将由去年的接近 3000 辆水平滑落至数百辆。

图 1 客车行业月度出口



数据来源：中客网，联合证券研究所

09 年的旅游客车市场可能并不会太坏。春节黄金周旅游收入和出行人次增幅都超出市场预期，显示了国内居民的旅游消费意愿仍比较强烈。根据联合证券研究所的预测，09 年国内旅游仍有望增长 15%，而入境旅游增幅可能仅有 5%，09 年旅游合计增长约为 12%，略低于往年但仍属正常水平。

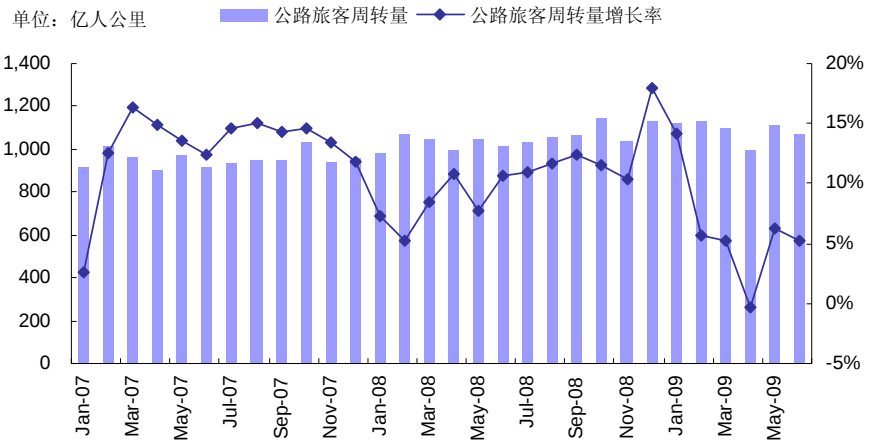
表 1 春节黄金周旅游情况

		2009	2008	2007	2006	2005
旅游收入	亿元	509.3	393	438	368	313
民航客运收入	亿元	38	30.1	30.1	23.2	18.5
重点城市	亿元	218.8	183	201	174	-
人次	万人次	10900	8737	9220	7832	6902
重点城市接待游客	万人次	4583	3783	4068	3544	2955
过夜	万人次	910	794	909	837	733
一日游	万人次	3673	2989	3159	2707	2222

数据来源：国家统计局，联合证券研究所

客运市场，尽管客运量的下滑态势对营运用途大中客的销售影响较大，但由于强制报废制度的存在，同时随着公共安全日益受到管理当局重视，执行力度的逐渐加大，我们预计营运用途大中客销售仍将有一定支撑，不会出现大幅下滑的态势。特别在下半年经济逐步复苏后客运市场的回暖，客运市场有望出现反弹。

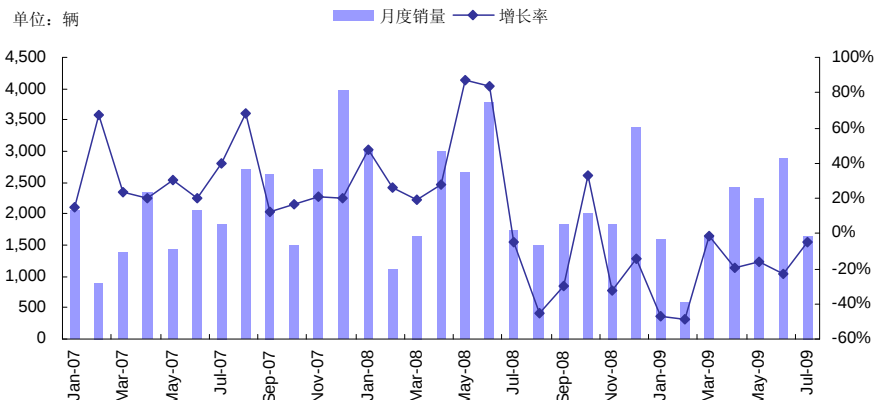
图2 公路旅客周转量



数据来源：国家统计局、联合证券研究所

随着下半年旅游旺季的来临，以及经济逐步复苏后客运市场的回暖，从目前的销售情况来看，我们预计未来5个月公司销售有望达到14,000辆的水平，同比增长约40%。

图2 宇通客车月度销量



数据来源：中客网、联合证券研究所

我们预计大客销量09将下降15%，主要由于出口以及公交销量的下降（一方面是公交总销量的下降，一方面也有公司调整低毛利率公交销售的意愿）；中客由于旅游和客运市场的因素仍将出现5%的增长；而轻客由于公司份额的提升，将有20%的增长，预计09年公司合计销量仅下滑1.83%。2010年，大客受公交销量反弹和出口明显复苏影响，将有大幅增长。

执行国三后，客车价格普遍上升了约15%，而今年公司产品价格并未进行调整。尽管整体销量09年同比基本持平，但由于大客比例的下降，因此预计09年客车销售收入并不会出现增长。我们预计2010年尽管成本有所上升，但由于毛利率变化不大，公司产品并不会提价。

表 3 公司销量及销售收入预测

单价 (万元)	2008H1	2008H2	2008	2009E	2010E
大客	39.00	44.85		44.85	44.85
中客	20.00	23.00		23.00	23.00
轻客	10.00	11.50		11.50	11.50
销量 (辆)					
大客	6,285	5,600	11,885	10,102	13,133
中客	7,265	5,104	12,369	12,987	14,286
轻客	1,782	1,520	3,302	3,962	4,755
合计	15,332	12,224	27,556	27,052	32,174
预测收入 (百万元)					
大客	2,451.15	2,511.60	4,962.75	4,530.86	5,890.12
中客	1,453.00	1,173.92	2,626.92	2,987.11	3,285.82
轻客	178.20	174.80	353.00	455.68	546.81
合计	4,082.35	3,860.32	7,942.67	7,973.65	9,722.75
实际收入 (百万元)					
	4,068.48	3,828.68	7,897.16		

数据来源：联合证券研究所预测

09 年由于钢材等原材成本下降的因素，公司毛利率出现明显反弹，1 季度公司综合毛利率达到 18% 以上。但随着下半年钢材等价格的回升，我们预计毛利率将有所回落。由于大中型客车平均每辆客车用钢 3 吨（不含外购件），根据联合证券研究所预测，板材 09 年均价可能在 4800-4900 元，较 08 年 6000 元的均价回落 1000 余元，这样每辆车钢材成本降低约 3000 元，结合其他成本下降因素，我们预计大客毛利率回升 1.3 个百分点，中客回升 1 个百分点，轻客回升 0.5 个百分点。2010 年我们预计规模的扩大将能抵消成本上升带来的不利影响，从而毛利率基本维持稳定，但预计大客毛利率将由于公交占比的提升，微降 0.3 个百分点。

表 4 毛利率预测

	2008	2009E	2010E
大客	16.50%	17.80%	17.50%
中客	15.50%	16.50%	16.50%
轻客	13.50%	14.00%	14.00%
预测综合毛利率	16.04%	17.10%	16.97%
实际毛利率	16.03%		

数据来源：联合证券研究所预测

根据我们的预测，公司 09、10 年经营性 EPS 分别为 0.90、1.06 元，对应 PE 分别为 15.9 倍和 13.5 倍。前期由于市场热点集中于今年高增长的乘用车行业以及高弹性的重卡行业，同时加之对今年客车行业的预期较为悲观，因此对客车行业关注不多。在目前的市场环境下，公司作为一家市场认同较高，增长稳定的企业，在上半年行业状况不佳的情况下，业绩仍能维持稳定，其抵御风险的能力远高于竞争对手；而在下半年有望出现销量和盈利快速增长的背景下，其业绩增长能力也将充分显现。因此我们认为公司价值已被低估，当前是较好的介入机会，目标价 20 元。

表 5 宇通客车财务报表预测

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	会计年度	2008	2009E	2010E
流动资产	2895	2868	3959	营业收入	8336	7983	9734
现金	1360	1582	2309	营业成本	7024	6612	8075
应收账款	543	454	553	营业税金及附加	30	20	24
其它应收款	47	51	63	营业费用	405	391	487
预付账款	68	66	81	管理费用	410	399	487
存货	636	595	808	财务费用	21	-1	1
其他	241	120	146	资产减值损失	152	10	10
非流动资产	1789	2017	2023	公允价值变动收益	-17	0	0
长期投资	133	133	133	投资净收益	353	0	0
固定资产	751	953	1180	营业利润	630	551	651
无形资产	235	227	219	营业外收入	10	0	0
其他	670	705	492	营业外支出	10	0	0
资产总计	4685	4885	5982	利润总额	630	551	651
流动负债	2854	2898	3442	所得税	106	83	98
短期借款	0	0	0	净利润	524	469	553
应付账款	1241	1223	1615	少数股东损益	-7	1	2
其他	1613	1675	1827	归属母公司净利润	531	467	551
非流动负债	130	129	129	EBITDA	779	712	875
长期借款	5	5	5	EPS (元)	1.02	0.90	1.06
其他	124	124	124				
负债合计	2984	3027	3571	主要财务比率			
少数股东权益	22	23	25	会计年度	2008	2009E	2010E
股本	520	520	520	成长能力			
资本公积	221	221	221	营业收入	3.5%	-4.2%	21.9%
留存收益	938	1093	1644	营业利润	4.2%	-12.5%	18.0%
归属母公司股东权益	1679	1835	2386	归属于母公司净利润	37.4%	-12.0%	17.9%
负债和股东权益	4685	4885	5982	获利能力			
				毛利率	15.7%	17.2%	17.0%
现金流量表				净利率	6.4%	5.9%	5.7%
单位: 百万元				ROE	31.6%	25.5%	23.1%
会计年度	2008	2009E	2010E	ROIC	32.2%	24.4%	23.2%
经营活动现金流	964	797	1044	偿债能力			
净利润	524	469	553	资产负债率	63.7%	62.0%	59.7%
折旧摊销	128	161	224	净负债比率	0.17%	2.81%	0.14%
财务费用	21	-1	1	流动比率	1.01	0.99	1.15
投资损失	-353	0	0	速动比率	0.79	0.78	0.92
营运资金变动	457	177	258	营运能力			
其它	187	-8	8	总资产周转率	1.33	1.67	1.79
投资活动现金流	115	-345	-236	应收账款周转率	10	15	18
资本支出	565	390	230	应付账款周转率	5.18	5.37	5.69
长期投资	485	-1	0	每股指标 (元)			
其他	1164	44	-6	每股收益 (最新摊薄)	1.02	0.90	1.06
筹资活动现金流	-1093	-231	-81	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.85	1.53	2.01
短期借款	-726	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	3.23	3.53	4.59
长期借款	-155	0	0	估值比率			
普通股增加	120	0	0	P/E	14.02	15.93	13.51
资本公积增加	-1350	0	0	P/B	4.43	4.06	3.12
其他	1018	-231	-81	EV/EBITDA	7	8	6
现金净增加额	-15	221	727				

数据来源: 联合证券研究所预测

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。