

宇通客车（600066） 汽车制造

—行业龙头，稳健经营

投资评级	推荐	公司评级	A	收盘价	12.93	元
------	----	------	---	-----	-------	---

事件：

公司发布 2009 年半年报，报告期内，公司实现营业收入 35.48 亿元，同比下降 16.9%；实现营业利润、利润总额和净利润分别为 2.16 亿元、2.23 亿元和 1.92 亿元，同比分别下降 56.8%、55.7%和 55.5%；扣除非经常性损益后的净利润为 1.73 亿元，同比下降 8.7%。实现每股收益为 0.37 元，扣除非经常损益后的每股收益为 0.33 元。

结论：

预测公司 2009 年和 2010 年的 EPS 为 0.79 元和 0.90 元，对应 8 月 24 日 12.93 元的收盘价，PE 估值分别为 16.4 倍和 14.4 倍，低于行业水平，公司作为客车行业龙头，理应享受更高的估值，给予“推荐”的投资评级。

正文：

● 上半年公司经营较为平稳

2008 年上半年，公司实现净利润为 4.33 亿元，其中出售子公司绿都置业 50.93%的股权为公司贡献净利润 2.15 亿元，占比为 49.7%。除该非经常性损益后，公司今年上半年实现的净利润同比下降 8.7%，公司经营较为稳定。

● 上半年公司产品销售好于行业，市场份额提升近两个百分点

上半年公司销售客车 11361 台，中国客车统计网统计的 46 家企业共完成销售 61591 台，宇通的市场份额为 18.45%。去年上半年宇通完成销售 15332 台，同期中客网统计的重点企业完成销售 92822 台，宇通的市场份额为 16.52%。公司产品销售好于行业，市场份额提升近两个百分点。

● 上半年钢材价格低位运行助推毛利率上涨

上半年公司客车销售收入为 33.71 亿元，同比下降 17.14%，低于销量下滑 25.9%的水平，因为今年销售的国Ⅲ客车产品价格高去年的国Ⅱ客车。公司上半年的毛利率为 16.46%，高于去年同期 1.84 个百分点，钢材等原材料价格低位运行是导致毛利提高的主要原因。分季度看，一季度和二季度的毛利率分别为 18.07%和 15.51%，波动较大，随着钢材价格逐渐上涨，全年毛利率会有所下降。

2009 年 8 月 25 日

联系方式

研究员： 闻祥
电 话： （86-21）51097188-1870
电 邮： wenxiang@gyzq.com.cn
联系人： 赵喜娟
电 话： （86-21）51097188-1952
电 邮： zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址： 中国上海市浦东南路 379 号
金穗大厦 15F（200120）

● 三费率提高 0.6 个百分点

三费率较为平稳，共提高 0.6 个百分点。主要是销售费用增加 0.8 个百分点，行业不景气下销售返点等折让增加导致销售费用增长，相比于竞争对手金龙汽车的销售费用率提高 1.18 个百分点，公司的产品竞争力较强；财务费用率由于借款利息支出减小，而下降 0.16 个百分点。

● 下半年客车行业将逐步回暖

08 年上半年由于国 III 标准的执行，提前消费导致国内客车市场出现井喷，去年的高基数效应和经济危机的影响，导致今年上半年行业销量下降 33.64%。下半年随经济复苏而回暖的客运市场和“十一”八天长假等因素催化的旅游旺季的到来，客车行业将逐渐回暖，宇通客车将充分受益于行业增长，公司下半年销售有望达到 14 万辆。

● 盈利预测与投资建议

预测公司 2009 年和 2010 年的 EPS 为 0.79 元和 0.90 元，对应 8 月 24 日 12.93 元的收盘价，PE 估值分别为 16.4 倍和 14.4 倍，低于行业水平，公司作为客车行业龙头，理应享受更高的估值，给予“推荐”的投资评级。

万元	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	788,077.26	833,567.19	745,000.00	864,200.00
减：营业成本	642,260.09	702,401.15	624,310.00	725,928.00
营业税金及附加	7,917.20	2,997.39	3,725.00	4,321.00
销售费用	41,099.97	40,535.31	34,270.00	35,432.20
管理费用	36,968.18	41,006.07	36,132.50	42,345.80
财务费用	1,801.86	2,070.00	372.50	432.10
资产减值损失	5,486.43	15,154.53	1,000.00	0.00
加：公允价值变动收益	1,537.80	-1,684.37	-2.00	
投资收益	4,929.56	35,300.11	3,233.80	
营业利润	59,010.90	63,018.48	48,421.80	55,740.90
加：营业外收入	1,545.70	967.41	900.00	
减：营业外支出	773.82	1,003.43	240.00	
利润总额	59,782.78	62,982.46	49,081.80	55,740.90
减：所得税费用	16,197.71	10,572.67	7,362.27	8,361.14
净利润	43,585.07	52,409.79	41,719.53	47,379.77
少数股东损益	5,888.66	-694.50	417.20	473.80
归属于母公司股东的净利润	37,696.41	53,104.29	41,302.33	46,905.97
EPS	0.73	1.02	0.79	0.90

国元证券投资评级体系:

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn