

宇通客车（600066）：以质量为依托，实现稳步增长

买入（维持）

汽车及配件 2009 年 11 月 17 日

庞云川 010-66045585 pangyc@txsec.com

事件描述：

近期我们对宇通客车进行了调研，并就投资者关注的部分问题与公司进行了沟通，进一步了解了公司近期的经营情况和未来的发展战略。

评论：

一、今年有望实现 2.7 万辆的销量目标

根据公司披露的销量数据，截止 10 月份公司共销售客车 2.04 万辆。目前公司 11 月份的订单较为充足，另外对 12 月的需求预期也比较乐观。

我们结合客车行业逐步回暖的趋势判断，认为公司今年有望实现 2.7 万辆的销售量，即基本和去年的销量持平。此外，年底前大中客的销量上升也将改善产品结构，提升公司的盈利能力。在此基础上，初步预计公司第四季度的每股收益约为 0.35 元，全年约为 1.00 元。

二、以质量为依托，实现稳步增长

公司目前的电泳涂装生产技术已基本覆盖全部客车产品。作为代表行业领先水平的生产工艺，电泳涂装的应用不仅可以使公司的产品质量得到进一步提升，同时也间接地提高了整个客车行业的生产标准。长远来看，这将加快客车行业的优胜劣汰以及行业集中度的提升。

我们认为，电泳涂装工艺的应用可能难以在短期内明显地提升公司的产品销量及市场占有率，因为国内客车市场现存的地方保护主义色彩以及消费观念不成熟等都是阻碍因素。然而，这种以质量为依托的发展战略可以让公司产品的竞争优势得到不断的强化。在此基础上，公司的长期稳步增长将得到有效保障。

根据中客网的统计数据，截止今年 9 月份，公司累计销售客车 1.88 万辆，占行业整体的 17.24%，相比去年的 16.98%提升 0.26 个百分点。其中除公交外的客车销量为 1.51 万辆，占行业整体的 20.95%，相比去年的 20.64%提升 0.31 个百分点；公交的销量为 0.38 万辆，占行业整体的 10.15%，相比去年的 10.04%提升 0.11 个百分点。

三、出口回暖将在明年体现

目前公司的出口产品主要销往中东及中南美等地，出口量约为总体销量的 10%。目前中东的客车市场需求主要来自政府在经济实现稳定增长后加大对公共交通工具的采购。受经济危机以及石油价格下滑的影响，今年中东地区的经济增长放缓，客车需求下滑。预计今年公司的出口量下滑 20%左右，明年出口量将逐步回升。

四、受消费环境等因素的影响，公司的新能源客车尚未获得较大订单

由于新能源客车的订单有一定的地域性（即采购的地区有限且当地政府会倾向于采购当地或就近的客车厂商的产品），目前公司的新能源客车还没获得较大的订单。我们认为，目前新能源客车的市场需求以及规模都比较小，因此，现阶段客车市场的竞争仍将集中在传统的客车产品上。不过，在节能减排的政策指导下，我们不排除政府会进一步出台相关的扶持政策。此外，从长远来看，新能源汽车是大势所趋。如果未能在新能源客车市场上实现突破，公司将可能处于较为被动的竞争局面。

五、积极开拓校车市场，前景广阔但“路途”艰辛

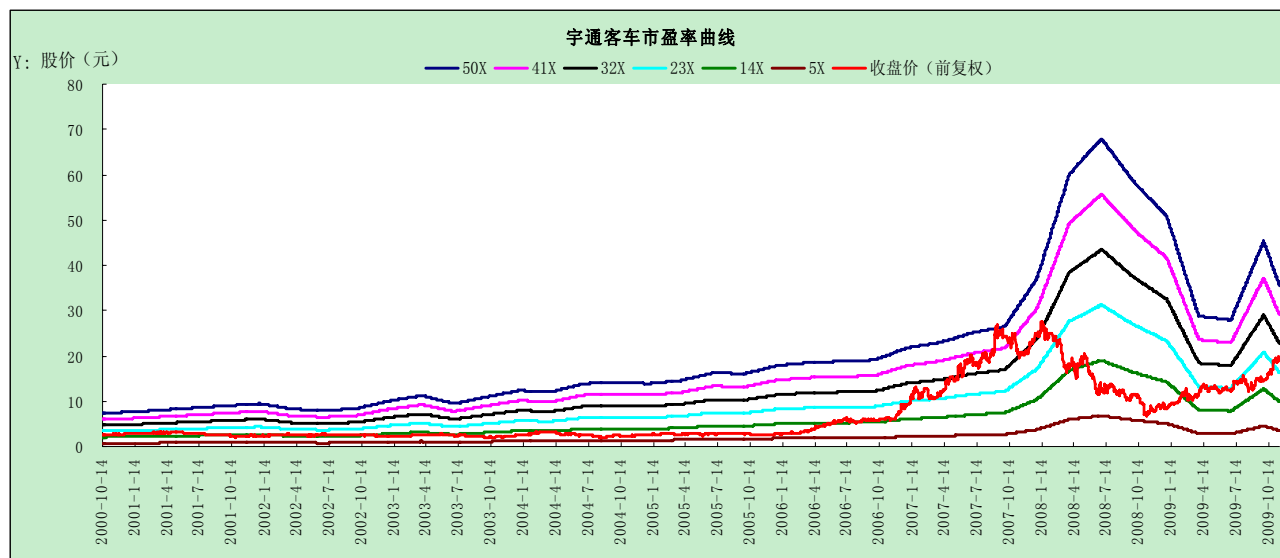
公司目前正在积极开拓校车（学校用于接送学生的专用客车）市场。综合来看，校车的广泛应用主要有以下两方面优势：第一，能够有效地节省家长接送的时间及精力；第二，能够有效缓解学校周边地区的交通压力，起到节能减排的效果。从我国的学校及学生数量来看，校车具有广阔的市场空间。不过，校车的推广也面临着不少障碍：首先，校车的推广使用需要设立相关的标准规范；其次，需要政府与教育机构等相关机构的配合支持；最后，校车的正常运营需要得到家长的支持。

我们认为，公司的积极主动将利于未来树立在校车市场的品牌效应，从而取得竞争优势。不过，结合我国现阶段的情况来看，预计校车市场在未来 2-3 年里还难以形成较大规模。

六、盈利预测及投资评级

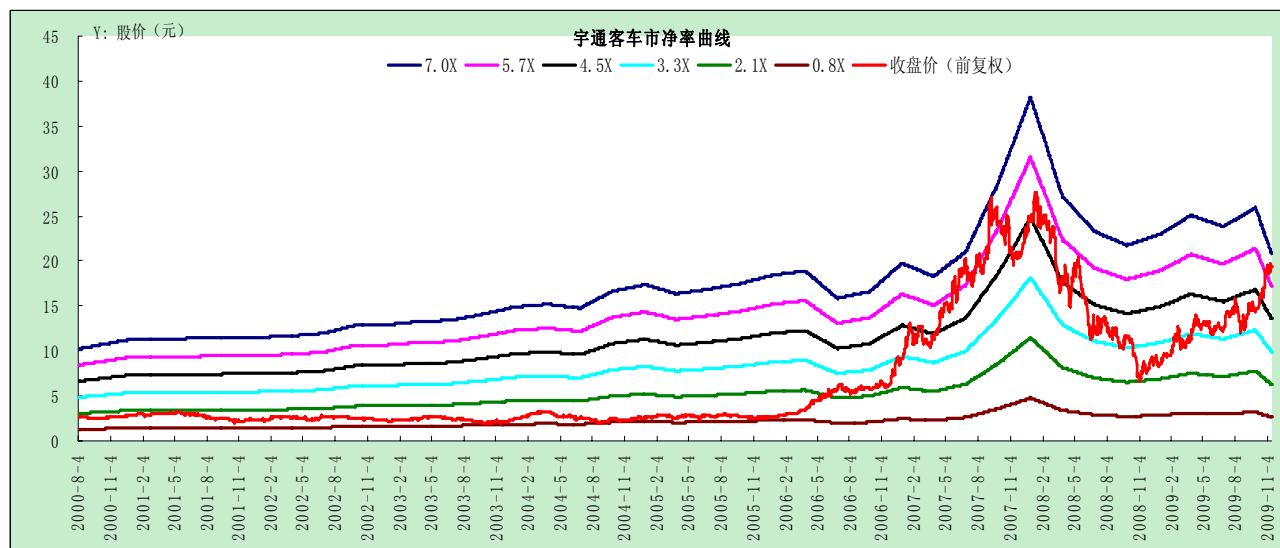
我们对明年的客车消费市场持乐观态度，初步预计客车销量增速在 19% 左右。凭借行业龙头地位以及产品质量优势，公司产品销量增速好于行业整体的可能性较大。预计公司 2009 年和 2010 年的每股收益分别为 1.00 元和 1.24 元。以 11 月 16 日 19.66 元的收盘价计算，对应的动态市盈率分别为 19.66 倍和 15.85 倍，低于目前行业平均约 23 倍的水平。考虑到公司的行业龙头地位、业绩稳定增长的良好预期以及估值优势，维持对公司的买入投资评级。注意的风险主要有客车销量增速低于预期、公司出口回暖低于预期以及原材料价格波动风险等。

图表 1: 宇通客车市盈率曲线



资料来源: 天相投顾分析系统

图表 2: 宇通客车市净率曲线



资料来源: 天相投顾分析系统

图表 3：宇通客车盈利预测表（单位：万元）

单位：万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	833,567	837,735	1,034,603	1,191,862
增长率	3.51%	0.50%	23.50%	15.20%
营业成本	702,401	693,226	853,547	983,286
营业税金及附加	2,997	3,351	4,656	5,363
销售费用	40,535	40,630	49,868	57,448
管理费用	41,006	40,211	50,178	57,805
财务费用	2,070	838	1,345	2,384
期间费用合计	83,611	81,679	101,391	117,637
期间费用率	10.03%	9.75%	9.80%	9.87%
减：资产减值损失	15,155	1,927	2,380	2,503
加：投资收益	35,300	3,770	4,138	4,767
营业利润	63,018	61,322	76,768	87,840
增长率	4.17%	-2.69%	25.19%	14.42%
营业利润率	7.56%	7.32%	7.42%	7.37%
加：营业外收入	967	1,424	1,448	1,669
减：营业外支出	1,003	838	1,035	1,192
利润总额	62,982	61,909	77,181	88,317
利润率	7.56%	7.39%	7.46%	7.41%
所得税	10,573	9,286	11,577	13,248
实际税负比率	16.79%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	52,410	52,622	65,604	75,069
净利润率	6.29%	6.28%	6.34%	6.30%
少数股东损益	-695	684	984	1,351
归属于母公司所有者的净利润	53,104	51,938	64,620	73,718
增长率	37.42%	-2.20%	24.42%	14.08%
总股本（万股）	51,989	51,989	51,989	51,989
每股收益（元）	0.65	1.00	1.24	1.42

资料来源：天相投顾整理



天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100