



徐敏锋

执业证书编号: S0730210030005

021-50588666-8029

xumf@ccnew.com

下半年业绩基本确定

——宇通客车（600066）2010年中报点评

研究报告-公司点评

增持（维持）

发布日期: 2010年8月10日

报告关键要素:

上半年客车销量快速增长,是营业收入和净利润快速增长的主要原因。随着期间费用率的趋势性下降,单车净利润进一步上升。在行业需求良好而产能相对不足的情况下,下半年业绩基本确定。

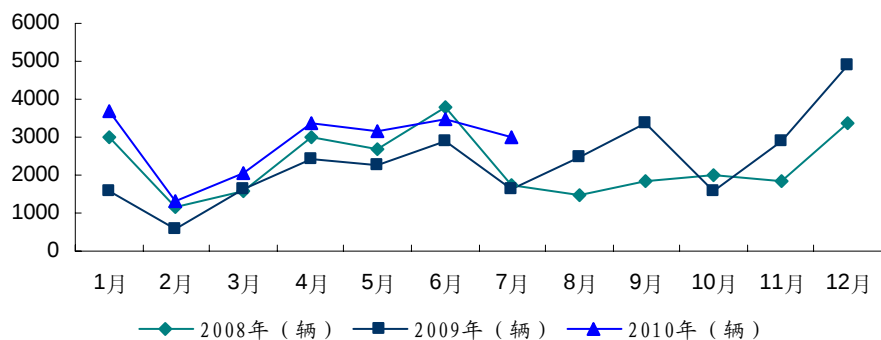
事件:

- **宇通客车公布2010年中报。**上半年公司实现营业收入55.25亿元,同比增长55.75%;归属于母公司所有者的净利润3.61亿元,同比增长88.06%;每股收益0.70元。

点评:

- **上半年客车销量快速增长。**上半年公司销售客车16983辆,同比增长49.49%,是营业收入和净利润快速增长的主要原因。其中二季度销量为9969辆,比一季度多42.13%。7月客车销量达到3478辆,超出预期。受限于产能,销售旺季可能存在产品供不应求的情况,因此公司采取措施将订单向淡季平滑,呈现淡季不淡特征。预计全年销售客车约3.3万辆,同比增长15%-20%。目前公司正在进行产能扩张,预计将增加2011年以后的产能规模。

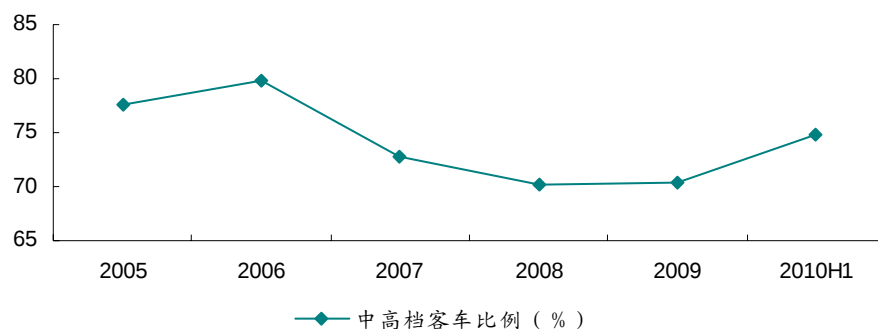
图1: 2008年以来公司客车月度销量



资料来源: 中原证券, 公司资料

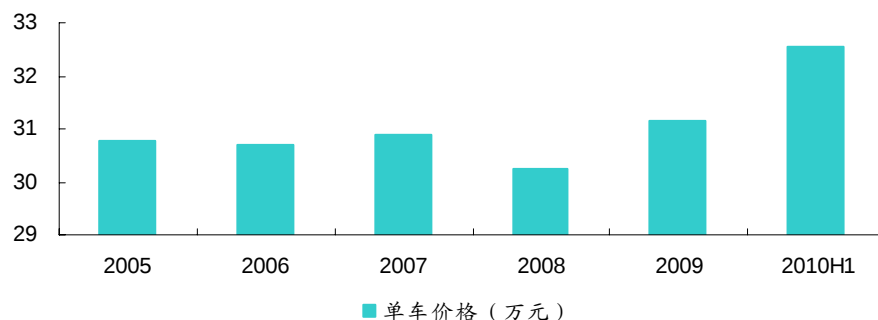
- **中高档客车比例提高推动单车价格上升。**随着客车行业复苏,大中型客车订单比例和中高档客车订单比例有所回升,分别达到88.41%和74.87%,分别比去年全年提高0.75个百分点和4.43个百分点。其中中高档比例大幅提高与公司整车电泳生产线的投产有关。上述比例的提高使得单车价格继续上升,达到32.53万元,比去年提高1.38万元。

图2: 2005年以来中高档客车比例



资料来源: 中原证券, 公司资料

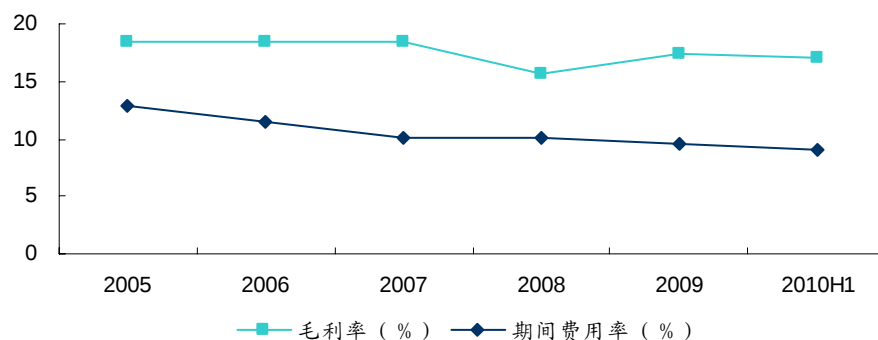
图3: 2005年以来单车价格



资料来源: 中原证券, 公司资料

- **二季度业绩超预期主要缘于期间费用率的下降。**根据报表, 二季度每股收益为0.43元(一季度为0.27元), 稍高于我们此前预期。比较一二季度可以看出, 二季度毛利率为16.73%, 比一季度的17.38%下降0.65个百分点。而期间费用率从一季度的10.69%快速下降到二季度的7.71%。从近几年看, 随着产销规模上升, 期间费用率呈下降趋势。正是受益于此, 二季度单车净利润比一季度提高0.20万元, 达2.21万元, 单车盈利能力进一步加强。

图4: 2005年以来毛利率与期间费用率



资料来源: 中原证券, 公司资料

- **维持公司“增持”评级。**在单车盈利良好的情况下，下半年业绩主要看销量增长。在行业需求状况良好而公司产能相对不足的情况下，我们判断公司销量较稳定，下半年业绩基本确定。预计公司2010-2011年EPS分别为1.30元和1.40元，对应动态市盈率为14.22倍和13.13倍。如果期间费用控制良好，盈利预测还有上调空间。维持“增持”评级。
- **风险提示：**（1）销量达不到预期；（2）原材料价格大幅上升；（3）期间费用控制达不到预期。

盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入（亿元）	83.36	87.82	100.72	108.77
增长比率（%）	3.51	5.35	14.70	7.99
净利润（亿元）	5.31	5.63	6.74	7.30
增长比率（%）	37.56	6.03	19.61	8.32
每股收益（元）	1.02	1.08	1.30	1.40
市盈率（倍）	18.06	17.01	14.22	13.13

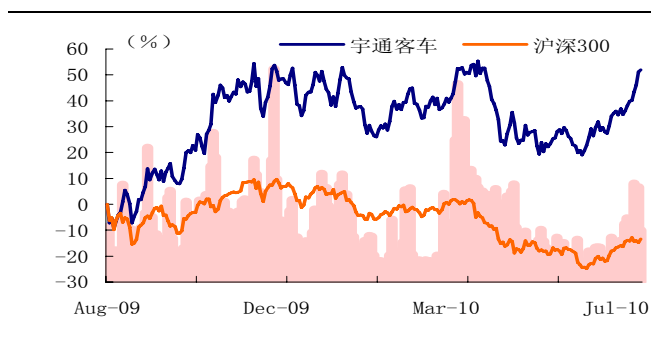
市场数据（2010年08月09日）

收盘价（元）	18.44
一年内最高/最低（元）	21.69/11.80
沪深300指数	2918.24
市净率（倍）	4.23
流通市值（亿元）	78.94

基础数据（2010年6月30日）

每股净资产（元）	3.71
每股经营现金流（元）	1.95
毛利率（%）	17.03
净资产收益率（%）	18.74
资产负债率（%）	67.22
总股本/流通股（万股）	51,989/42,814
B股/H股（万股）	/

个股相对沪深300指数走势



相关研究

20100409 宇通客车年报点评：稳定持续的高比例现金分红.....10年4月6日

20090875 宇通客车中报点评：盈利稳定，价值低估.....09年8月25日

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。