

宇通客车 (600066)

买入/维持评级

股价: RMB23.24

## 分析师

姚宏光  
SAC 执业证书编号:s1000510120005  
(0755)8249 2723  
yaohg@mail.htlhc.com.cn

## 联系人

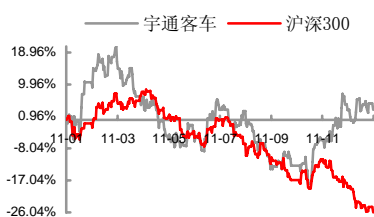
丁云波  
(0755)8249 2384  
dingyunbo@mail.htlhc.com.cn

## 相关研究

## 基础数据

总股本 (百万股)	520
流通 A 股 (百万股)	520
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	12,082

## 最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

# 内生增长的典范

- 行业亮点一: 需求较稳定。长期来看, 城市化与居民收入水平决定了国内客车需求空间。在我国经济面临转型的背景下, 未来政府在破除城乡二元经济结构、加快城乡间经济要素和谐流动、改革收入分配等方面的政策将为客车需求提供长期的间接驱动力。此外, 海外市场竞争力的提升与校车市场的启动将为行业提供一定的弹性空间。
- 2012 年, 虽然经济环境的不确定性仍然较强, 但在政府致力于启动消费实现经济转型的背景下, 我们认为, 终端需求的消费品属性使得宏观经济对客车行业的负面传导效应可能并不明显, 在公交车、校车等细分市场的带动下, 行业仍有望延续 2011 年的稳健增长势头, 若海外出口市场超预期, 全年增速或可达 15% 左右。
- 行业亮点二: 格局不断优化。自 08 年以来“一通三龙”的大中客市场份额不断提升, 2011 年前 11 月累计市场占比达 53.6%。而更令人欣喜的是, 区别于众多竞争性行业, 大中客市场集中度的提升并非通过惨烈的价格战所实现, 行业的竞争更多地是依靠产品配置、服务能力的提升。未来在需求升级的推动下, 高级客车占比有望持续提升, 能够提供与需求相匹配的高性价比产品的“一通三龙”无疑有望进一步强化自身的行业地位。
- 公司是内生增长的典范。与众多企业依赖股权融资、高负债支撑规模扩张的模式不同, 宇通客车持续的资本支出更多的是凭借公司自身的造血能力, 即强大的产品竞争力所创造的充裕现金流。更为直接表现就是, 公司在维持较高水平资本支出的同时, 为股东提供了高比例的现金分红回报, 自 97 年上市以来累计股利支付率达 65.3%。
- 不考虑配股摊薄, 预计公司 11 年~13 年 EPS 分别为 2.03 元、2.61 元、3.41 元, 对应 PE 分别为 11.45 倍、8.90 倍、6.82 倍。公司作为稳定增长行业的龙头, 在产能压力逐渐缓解的背景下, 业绩增长具有较高的确定性, 是上乘的价值投资标的。维持“买入”评级。
- 风险提示: 宏观经济出现超预期的下滑; 公司产能释放未达预期。

经营预测与估值	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	13479	16053	18654	25183
(+/-%)	53.5%	19.1%	16.2%	35.0%
归属母公司净利润(百万元)	860	1054	1355	1773
(+/-%)	52.6%	22.6%	28.6%	30.8%
EPS(元)	1.65	2.03	2.61	3.41
P/E(倍)	14.08	11.45	8.90	6.82

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 目 录

投资视角：带轮子的巴菲特价值投资股 .....	4
行业需求具有消费品属性，受益于经济转型 .....	4
城市化是客车需求的根本驱动力 .....	5
收入分配改革提供出行消费动力 .....	6
基础设施的完善刺激公路客运结构性需求 .....	7
校车需求增强弹性 .....	7
海外市场竞争力不断提升 .....	8
2012 年：稳健增长可持续 .....	9
行业格局不断优化 .....	10
龙头企业在大中客市场具有定价权 .....	10
需求升级将推动行业格局不断优化 .....	11
新能源公交车或加速行业格局优化 .....	11
上乘的价值投资标的 .....	12
内生增长的典范 .....	12
股权治理结构是公司最核心的竞争优势 .....	14
产能压力将逐渐缓解 .....	15
盈利预测与估值 .....	15
风险提示 .....	15

## 图表目录

图 1:	我国城市化进程将进一步深化.....	5
图 2:	2009 年各省市每万人公共交通车辆拥有量.....	6
图 3:	城镇居民交通通信支出及其消费支出占比 .....	6
图 4:	国内旅游人次及增速 .....	7
图 5:	铁路客运量相对于公路客运市场较小 .....	7
图 6:	大客出口平均单价 .....	8
图 7:	大客出口销量 .....	9
图 8:	客车单月销量及同比增速 .....	9
图 9:	“一通三龙”大中客合计销量占比 .....	10
图 10:	大型客车价格走势 .....	10
图 11:	高级大中客车销量及占比 .....	11
图 12:	宇通金龙高级大中客销量及占比 .....	11
图 13:	宇通大中客销量及市场占有率 .....	12
图 14:	宇通客车与金龙汽车的毛利率、净利润率比较 .....	12
图 15:	不断提升的 ROE 水平 .....	13
图 16:	宇通客车现金分红比例 .....	14
图 17:	宇通客车现金分红比例 .....	14
表格 1:	农村校车市场空间测算 .....	8
表格 2:	城镇校车市场空间测算 .....	8
表格 3:	主流客车企业大中客产品结构（2011 年前 11 月） .....	12
表格 4:	资本支出/折旧摊销比较 .....	13

## 投资视角：带轮子的巴菲特价值投资股

行业亮点一：需求较稳定。长期来看，城市化与居民收入水平决定了国内客车需求空间。在我国经济面临转型的背景下，未来政府在破除城乡二元经济结构、加快城乡间经济要素和谐流动、改革国民收入分配等方面政策将为客车需求提供长期的间接驱动力。此外，海外市场竞争力的提升与校车市场的启动将为行业提供一定的弹性空间。

2012 年，虽然经济环境的不确定性仍然较强，但在政府致力于启动消费实现经济转型的背景下，我们认为，终端需求的消费品属性使得宏观经济对客车行业的负面传导效应可能并不明显，在公交车、校车等细分市场的带动下，行业仍有望延续 2011 年的稳健增长势头，若海外出口市场超预期，全年增速或可达 15% 左右。

行业亮点二：行业格局不断优化。自 2008 年以来“一通三龙”的大中客市场份额不断提升，2011 年前 11 月累计市场占比达 53.6%。而更令人欣喜的是，区别于众多竞争性行业，大中客市场集中度的提升并非通过惨烈的价格战所实现，行业的竞争更多地是依靠产品配置、服务的升级。未来在需求不断升级的推动下，高级客车占比有望持续提升，能够提供与需求相匹配的高性价比产品的“一通三龙”无疑有望进一步强化自身的行业地位。

公司是内生增长的典范。与众多企业依赖股权融资、高负债支撑规模扩张的模式不同，宇通客车持续的资本支出更多的是凭借公司自身的造血功能，即强大的产品竞争力所创造的充裕现金流。更为直接表现就是，公司在维持较高水平资本支出的同时，为股东提供了高比例的现金分红回报，自 97 年上市以来累计股利支付率达 65.3%。

预计公司 11 年~13 年 EPS（不考虑配股摊薄）分别为 2.03 元、2.61 元、3.09 元，对应 PE 分别为 11.45 倍、8.90 倍、7.52 倍。公司作为稳定增长行业的龙头，在产能压力逐渐缓解的背景下，业绩增长具有较高的确定性，是上乘的价值投资标的。

按照巴菲特所看重的几条关键价值投资标准：过往长期的优异业绩表现、定价权、超出产业平均水平的股东权益报酬率、现金流、优秀的管理层等指标来衡量，我们认为宇通客车可谓是 A 股市场上“带轮子的巴菲特价值投资股”。维持“买入”评级。

## 行业需求具有消费品属性，受益于经济转型

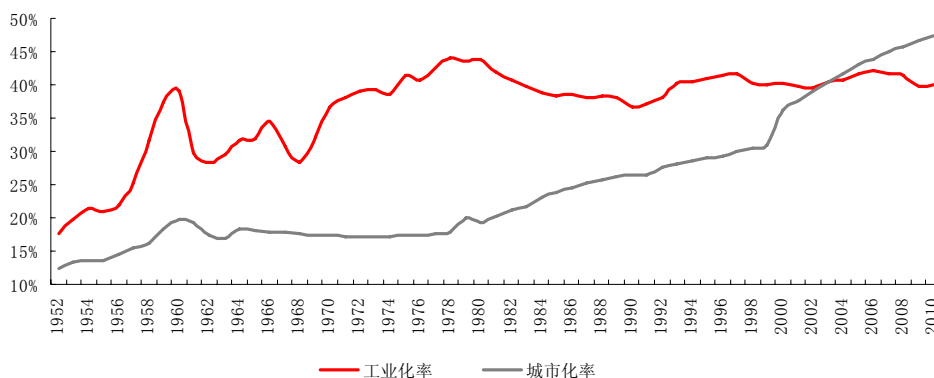
随着投资、出口对经济增长拉动作用的弱化，“经济转型”的口号在政府提出多年后，此时比以往显得更加急迫。如何提高国民消费能力、实现经济的内生增长成为未来政府经济工作的重点。在各种政策取向上，我们认为，破除城乡二元经济结构、加快城乡间经济要素和谐流动、改革收入分配等应是实现经济转型的关键政策内容。

客车虽为工业品，但终端需求具有明显的消费属性。因此，我们认为行业将长期受益于我国经济转型。

## 城市化是客车需求的根本驱动力

对比国际经验，我国城市化水平明显滞后于工业化率。2003 年，我国城市化率才基本与工业化率持平，到了 2010 年，也仅领先工业化率 7.4 个百分点。这其中固然有我国劳动力供给较为充足的原因，但户籍制度下的人口自由迁徙受限可能是更为重要的原因。城市教育、医疗、住房等资源不对外来人口公平开放，使得城乡间的经济要素流动受到严重阻碍，在人口红利消失的背景下，其对经济发展的制约效应也越来越明显，近年来“珠三角”等地区频发的“民工荒”即是佐证。未来政府若在城乡户籍、土地流转以及相应配套的保障政策方面有实质性的突破，我们认为我国城市化进程将有望进一步加速。从近期成都、重庆推行的农地入市等改革政策来看，我们对此有乐观的预期。

图 1： 我国城市化进程将进一步深化



资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

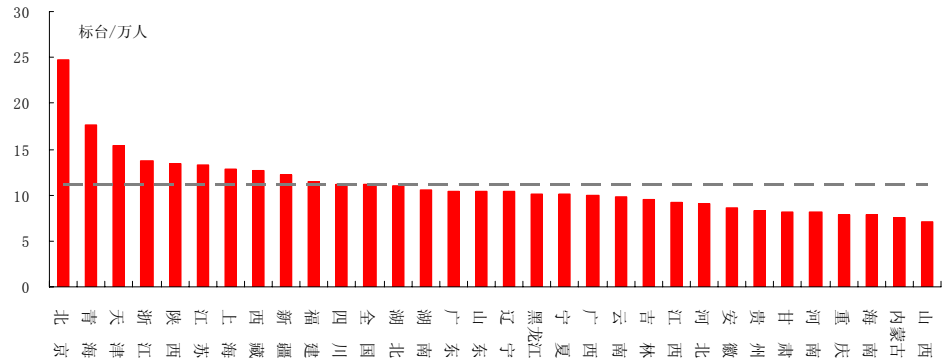
城市化对客车需求的驱动主要体现以下两方面：

1) 城市化的过程某种意义上可以认为是居民脱离土地束缚的过程，结果即意味着人口资源以及相应经济要素的加速流动，这将直接驱动对于客车的需求。比较微观、具体的例子如：由于城市化人口一般多为中青年，而其更多的社会关系短期内仍在农村或出生地，因此而带来的传统节日回乡探亲的客运需求。

2) 城市化对客车需求更为直接的驱动体现在城市公交车的需求。

由于城市公交运营的公益特点，受财政补贴有限、价格管制的制约，过去我国城市公交服务供给一直存在严重不足，城市公交的出行分担率仅在 10%~20%之间，与欧洲、日本等发达国家 40%~70%的比例相距甚远。根据城市公共交通规划，“十二五”期间我国将基本建成以公共汽电车为主体的综合城市公交系统，有效解决快速城市化过程中的交通拥堵、出行难的矛盾。按照规划目标，至 2015 年，我国 300 万人口以上、100 万~300 万人口之间、100 万人口以下的城市万人公共交通工具拥有量将分别达到 15、12、10 标台以上，我们预计保有量年复合增速有望达到 6%以上的水平。

图 2: 2009 年各省市每万人公共交通工具拥有量

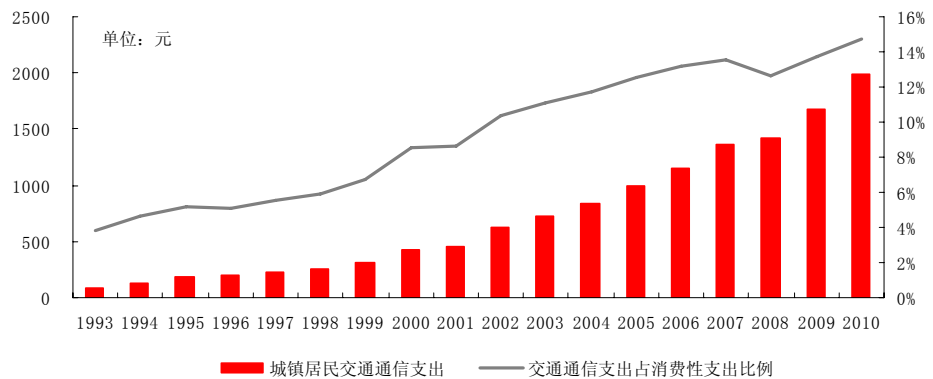


资料来源: 国家统计局, 华泰联合证券研究所

### 收入分配改革提供出行消费动力

随着收入水平的不断提升, 居民对于出行旅游等娱乐需求将不断增长。最直接的表现就是上世纪 90 年代以来城镇居民用于交通通信的消费支出占比迅速提升, 2010 年占比达到了 14.73%。我们认为未来在国民收入分配改革继续深化的推动下, 中间阶层的城镇居民可支配收入有望持续增长, 从而有效地驱动旅游等公路团体客运市场的繁荣。

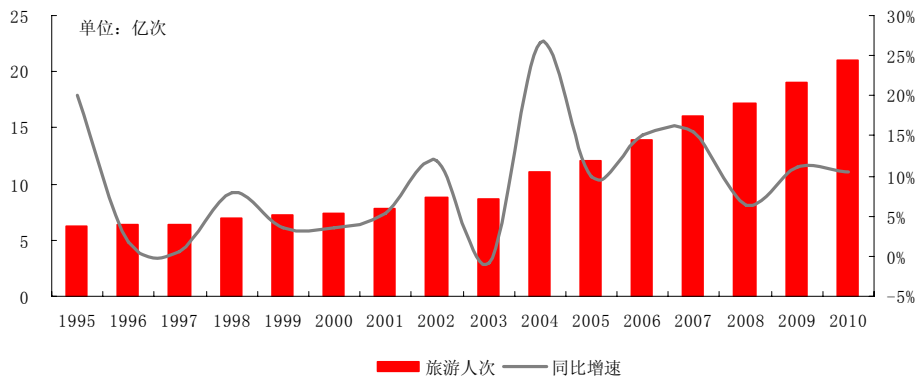
图 3: 城镇居民交通通信支出及其消费支出占比



资料来源: 国家统计局, 华泰联合证券研究所



图 4： 国内旅游人次及增速

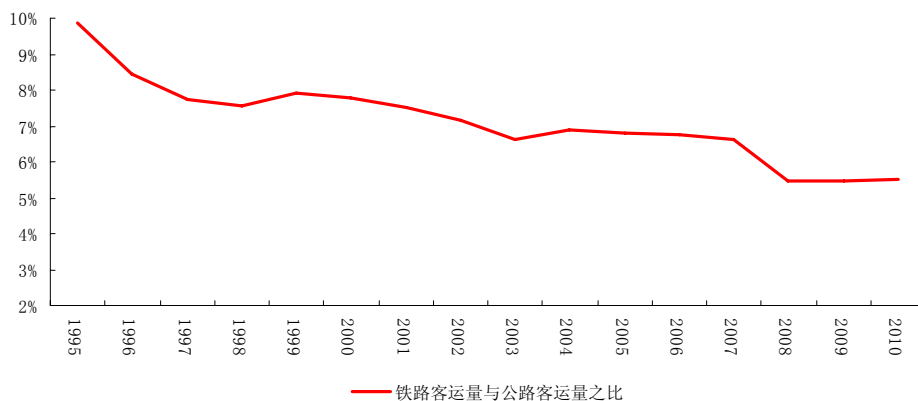


资料来源：国家统计局，华泰联合证券研究所

### 基础设施的完善刺激公路客运结构性需求

过去铁路运力的相对滞后在很大程度上刺激了公路客运的需求，但高铁的大规模通车并不意味着对公路客运的绝对替代。从目前的信息来看，高铁在对公路长途客运形成明显替代效应的同时，对于公路支线客运的刺激作用也相当明显，这主要源于高铁有效地刺激了中短途旅游等出行需求，从而间接推动了公路客运周转量的增长。另外，由于公路客运市场比铁路大的多，以 2010 年客运量计算，铁路客运量仅相当于公路的 5.49%，所以总体来看很难观察到高铁对于客车总量上的替代效应。我们预计未来客车的需求可能更多的是结构性调整，即中型客车的销量占比将逐步扩大。

图 5： 铁路客运量相对于公路客运市场较小



资料来源：国家统计局，华泰联合证券研究所

### 校车需求增强弹性

近两年来，频繁的“校车”安全事故报道引发了全社会舆论对于校车安全的关注，政府部门迫于压力目前正积极制定相关的法规、采购财政支持政策及配套机制等。由于农村道路条件较差，并校导致的上学路途遥远使得农村“校车”安全问题尤为突出，依据目前的政策意见判断，农村校车市场率先启动的可能性较大。根据我们的估算，

我国潜在校车市场约在 50 万辆左右，如政府财政投入超预期，乐观估计校车需求释放节奏有望达到 5 万辆/年。

表格 1：农村校车市场空间测算

		农村校车需求人数占中小学比例				
		1/5	1/6	1/7	1/8	1/9
校车平均座位数	20	776421	647017	554586	485263	431345
	35	443669	369724	<b>316906</b>	277293	246483
	50	310568	258807	221834	194105	172538

资料来源：华泰联合证券研究所

注：农村中小学人数采用 2009 年统计数据，不含职业类中学数据，共计 77642061 人。

表格 2：城镇校车市场空间测算

		城镇校车需求人数占中小学比例				
		1/6	1/7	1/8	1/9	1/10
校车平均座位数	20	847932	726799	635949	565288	508759
	35	484532	415313	363399	323022	290719
	50	339173	290719	254380	<b>226115</b>	<b>203504</b>

资料来源：华泰联合证券研究所

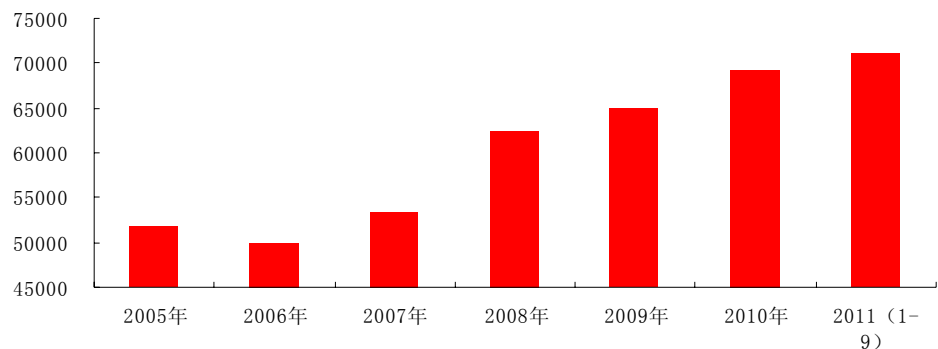
注：城镇中小学人数采用 2009 年统计数据，不含职业类中学数据，共计 101751803 人。

## 海外市场竞争力不断提升

2011 年，在海外发展中国家经济向好的背景下，我国客车出口在延续 2010 年快速复苏步伐的同时，产品结构也呈现出明显的优化调整趋势。前三季度累计出口客车 7.7 万辆，同比增长 38.52%，其中大客车累计销量 11192 辆，同比增长 63.29%，中轻型客车累计销量 18055 辆，同比下滑 9.01%。

此外，我国客车行业不断提升的海外市场竞争力还表现在逐年上涨的产品出口价格上。自 2006 年以来，以美元计价的大客平均出口单价上涨了 37.7%，即使扣除人民币升值因素，单价仍有 10% 左右的增长。

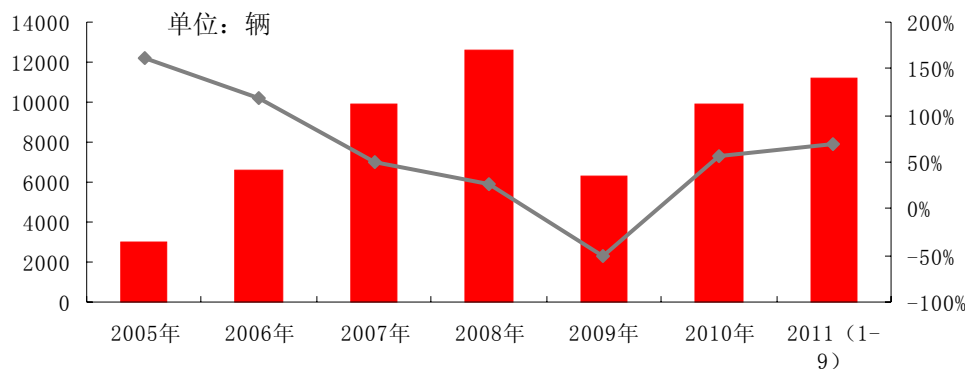
图 6：大客出口平均单价





资料来源：CAAM，华泰联合证券研究所

图 7： 大客出口销量



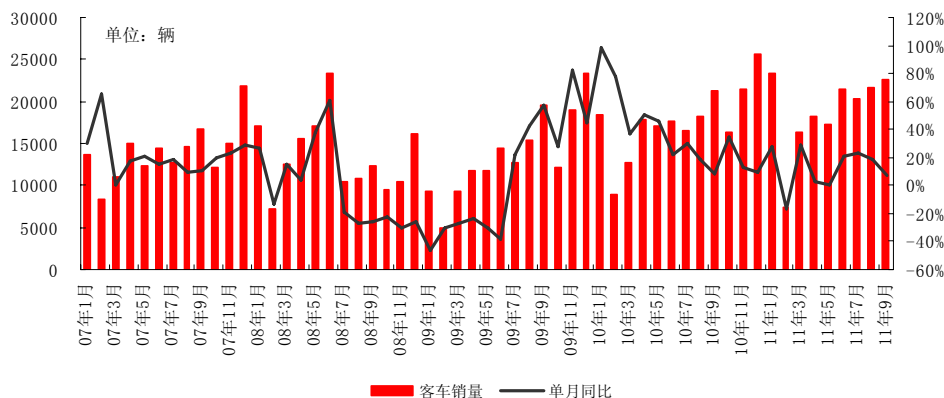
资料来源：CAAM，华泰联合证券研究所

## 2012 年：稳健增长可持续

根据中客网数据，2011 前 11 月我国客车累计销售 21.14 万辆，同比增长 13.53%。虽然增速较 10 年明显下滑，但由于 10 年的高增速主要是 08、09 年的需求低迷所致，所以 2011 年的增速其实更多地反映了客车行业内在特性——在没有严重外部冲击时，行业需求呈低弹性的稳定增长。

2012 年，虽然国内经济环境的不确定性仍然较强，但在政府致力于启动消费实现经济转型的背景下，我们认为，需求的消费品属性使得宏观经济对客车行业的负面传导效应可能并不明显，在公交车、校车等细分市场的带动下，行业仍有望延续 2011 年的稳定增长势头，若海外出口市场超预期，全年增速或可达 15% 左右。

图 8： 客车单月销量及同比增速



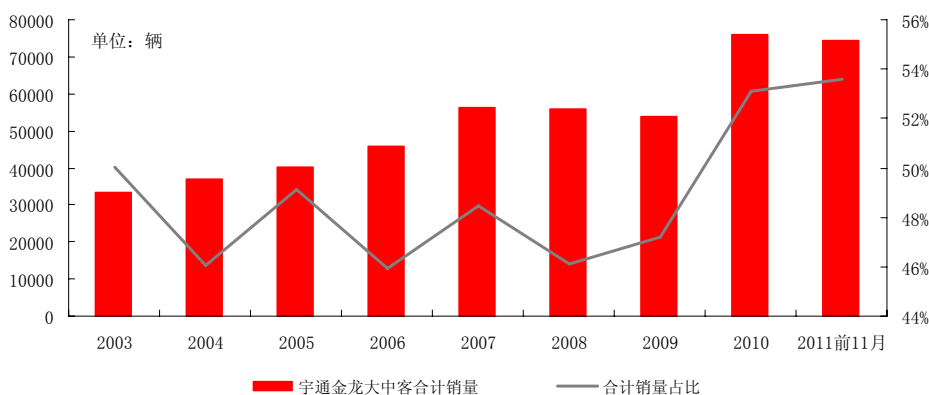
资料来源：中客网，华泰联合证券研究所

## 行业格局不断优化

### 龙头企业在大中客市场具有定价权

2008 年以来，宇通、金龙的大中客市场份额持续提升，2011 年前 11 月累计市场占比达 53.6%。令人欣喜的是，区别于众多竞争性行业，大中客市场集中度的提升并非通过惨烈的价格战所实现，行业的竞争更多地是依靠产品配置、服务的升级。龙头企业在产品研发、品牌、规模效应等方面的优势使得其定价行为具有明显的标杆效应，在没有类似 08 年金融危机发生的情况下，大中客市场的价格体系均较为稳定，在需求升级的推动下，近年来甚至有稳步上行的趋势。

图 9：“一通三龙”大中客合计销量占比



资料来源：中客网，华泰联合证券研究所

图 10：大型客车价格走势

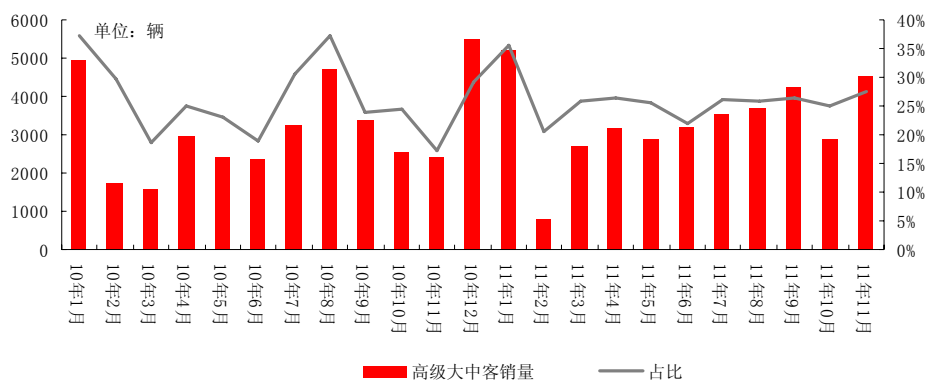


资料来源：发改委，华泰联合证券研究所

## 需求升级将推动行业格局不断优化

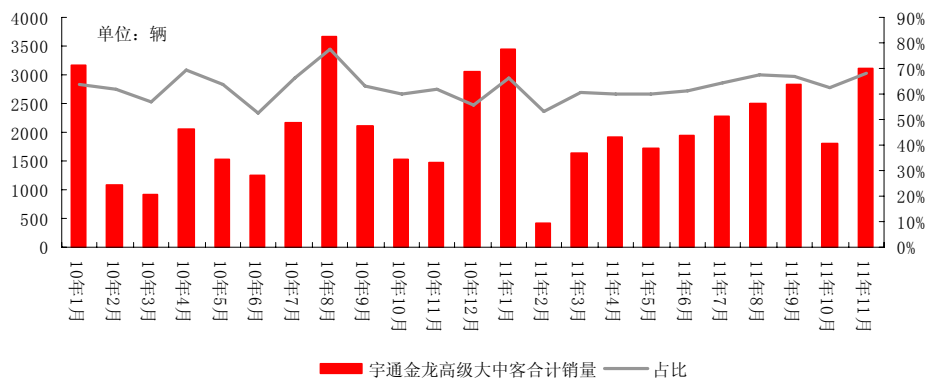
按交通部的客车分类口径统计，目前我国高级大中客市场占比约在 28%左右，其中，宇通、金龙合计市场占比近 70%。在高级大中客市场中，整体产品性能优于二者的只有青年、西沃等少数豪华客车企业，然而，由于青年等企业的产品属于超豪华配置，定位于小众群体，同时也由于产品国产化水平较低，实际上并不影响高级大中客市场的竞争格局。随着需求的不断升级，能够提供与需求相匹配的高性价比产品的“三通三龙”无疑有望进一步强化自身的行业地位。

图 11： 高级大中客车销量及占比



资料来源：中客网，华泰联合证券研究所

图 12： 宇通金龙高级大中客销量及占比



资料来源：中客网，华泰联合证券研究所

## 新能源公交车或加速行业格局优化

客车行业重要的特点之一即是：存在一批长期依靠地方政府公交车采购维持经营的企业。这些企业在公路团体客运市场上缺乏全国竞争力，故产品多定位在技术含量较低、采购受政府保护的公交车领域，典型的如恒通、申沃等，产品 80%以上为公交车。

在排放、油耗等环保法规进一步严格的背景下，从现有的示范运行效果来看，以混合动力系统为代表的新能源客车有望在城市公交系统加速普及。新能源客车研发的复杂性、高投入使得技术积累欠缺、融资渠道有限的客车企业未来将面临严峻的生存竞争压力，对宇通等优势企业而言则是长期的利好。

表格 3：主流客车企业大中客产品结构（2011 年前 11 月）

企业	座位客车	卧铺客车	公交车
宇通客车	70.36%	4.08%	25.31%
厦门金旅	71.83%	0.81%	27.36%
厦门金龙	67.76%	1.71%	30.54%
苏州金龙	66.23%	0.69%	33.08%
中通客车	60.17%	0.21%	39.63%
行业平均	57.81%	1.98%	39.98%
北汽福田	55.99%	0.00%	44.01%
安凯客车	33.98%	6.20%	59.75%
亚星客车	19.54%	0.00%	80.46%
曙光汽车	16.24%	0.00%	83.76%
上海申沃	15.68%	0.00%	84.32%
恒通汽车	3.56%	0.00%	96.44%

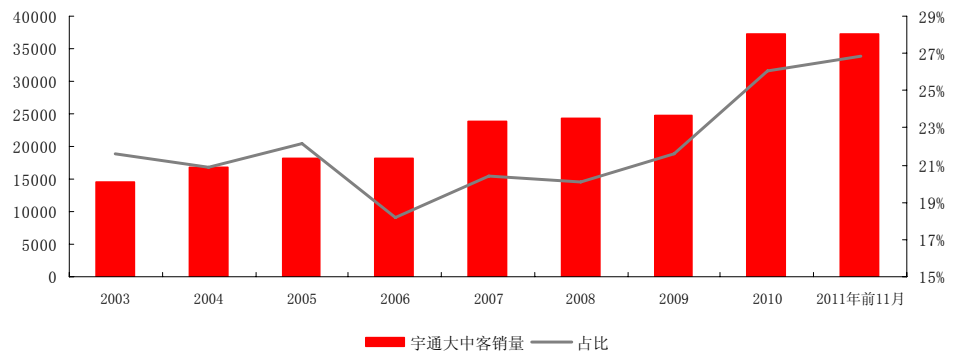
资料来源：中客网，华泰联合证券研究所

## 上乘的价值投资标的

### 内生增长的典范

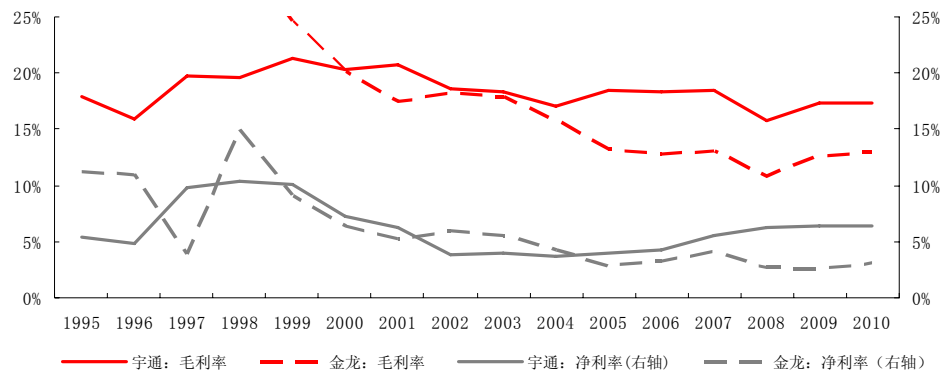
作为行业龙头，宇通客车凭借多年的技术、品牌、营销渠道等方面的积累优势，在大中客市场中的份额不断提升，2011 年前 11 月累计市场占比达 26.84%。产品规模经济效应的不断扩大，使得近年来公司净利润水平得到了持续提升，这也使得最能综合反映公司经营质量的 ROE 水平不断创出新高，彰显了公司优异的内生成长能力。比较分析过去 10 多年的财务数据，宇通客车无论是业绩的成长性，还是稳定性方面均明显优于 A 股其他客车上市公司，体现了较好的抗周期能力。

图 13：宇通大中客销量及市场占有率



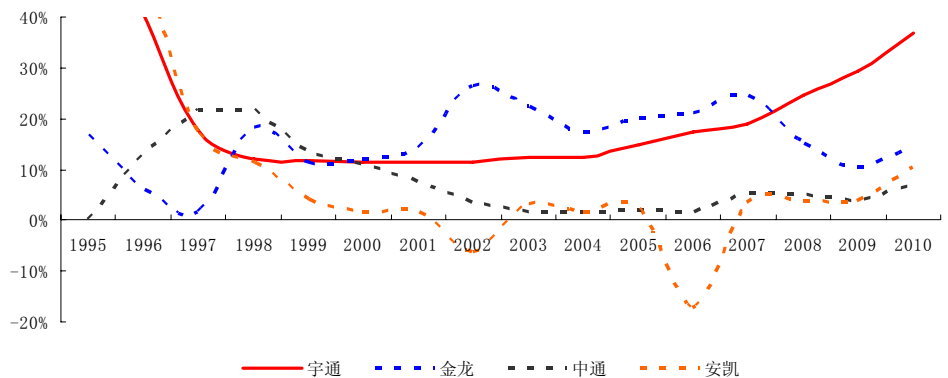
资料来源：中客网，华泰联合证券研究所

图 14：宇通客车与金龙汽车的毛利率、净利润率比较



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 15: 不断提升的 ROE 水平



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

在产品需求不断升级的竞争性行业里, 公司靓丽的业绩背后除了优秀的销售、经营管理水平外, 对产品研发、工艺装备等方面的持续高投入无疑也是关键原因之一。然而, 与众多企业依赖股权融资、高负债支撑规模扩张的模式不同, 宇通客车持续的资本支出更多的是凭借公司自身的造血功能, 即强大的产品竞争力所创造的充裕现金流。更为直接表现就是, 公司在维持较高水平资本支出的同时, 为股东提供了高比例的现金分红回报, 自 97 年上市以来累计股利支付率高达 65.3%。

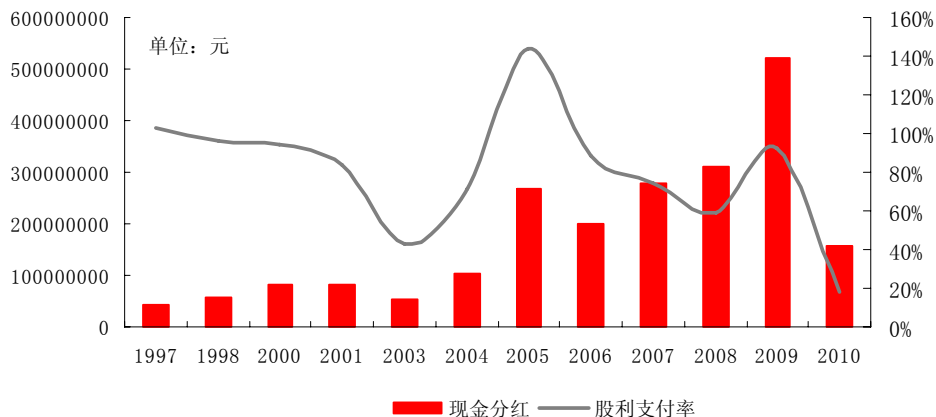
表格 4: 资本支出/折旧摊销比较

年份	宇通	金龙	中通	安凯	亚星
1999 年	2.06	0.82		4.60	6.19
2000 年	1.68	0.86	7.64	1.95	3.15
2001 年	1.43	2.15	5.29	1.06	0.86
2002 年	1.67	0.90	6.48	1.23	1.56
2003 年	2.61	0.46	1.52	1.01	0.81
2004 年	1.36	0.73	0.65	0.50	1.58
2005 年	0.84	3.67	0.69	1.78	6.05
2006 年	2.12	4.61	3.44	0.41	0.06
2007 年	2.80	4.06	1.90	0.48	0.15

2008 年	4.42	2.54	1.65	1.16	1.52
2009 年	1.32	1.20	0.72	2.43	0.35
2010 年	4.74	1.07	1.41	2.31	1.09

资料来源: WIND, 华泰联合证券研究所

图 16: 宇通客车现金分红比例



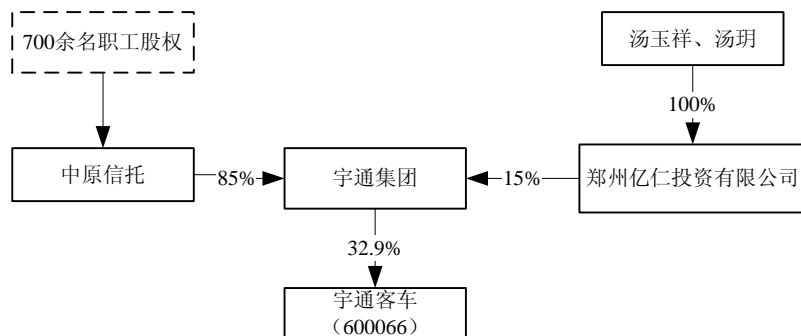
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

## 股权治理结构是公司最核心的竞争优势

企业成为市场龙头的原因复杂, 有竞争力的产品、稳定的销售渠道、优秀的经营管理能力、垄断特许经营权等均有可能是公司核心竞争力的构成要素。宇通客车作为充分竞争行业的龙头, 产品、品牌、渠道等方面的积累优势无疑是公司最为表现的竞争力, 但我们认为, 2003 年控股股东宇通集团实现 MBO 管理层收购 (或者是 ESOP 员工持股计划) 之后的公司股权治理结构优化, 应是宇通客车最核心的竞争优势。

股权治理结构的优化有效地解决了国企普遍存在的“所有人缺位”的问题, 实现了所有者利益与经营者利益的一致性, 使得公司在配置技术、资金、人员等资源的效率大为提高, 这或许是宇通客车近年来内生长优势不断提升的根本原因所在。

图 17: 宇通客车现金分红比例



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所



## 产能压力将逐渐缓解

由于原有产能挖掘潜力已近极限，2011 年公司未能延续前 08 年以来市场占有率快速提升的势头。2011 年前 11 月，公司累计销售各类客车 39958 辆，同比增长 12.42%，市场占有率与 10 年同期基本持平。通过产品结构的调整，公司大中客累计实现销量 37233 辆，同比增长 15.95%，市场占有率较 10 年同期提升 1.03 个百分点。

2011 年底，公司 5000 辆专用车生产线已投入使用，另外根据规划，公司配股融资的 1 万辆产能将于 2012 年底释放。由于预计明年行业需求增速有望达到 15% 左右，我们认为公司 2012 年产能依然会较为紧张，2013 年有望彻底消除短期产能压力。

## 盈利预测与估值

基于对客车行业未来两年的乐观认识，我们预计公司 11、12、13 年 EPS（不考虑配股摊薄）分别为 2.03 元、2.61 元、3.41 元，对应 PE 分别为 11.45 倍、8.90 倍、6.82 倍。公司作为稳定增长行业的龙头，在产能压力逐渐缓解的背景下，业绩增长具有较高的确定性，是上乘的价值投资标的。维持“买入”评级。

## 风险提示

宏观经济出现超预期的下滑；公司产能释放未达预期。

**盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	4628	5468	6316	8378	<b>营业收入</b>	13479	16053	18654	25183
现金	918	1032	1173	1424	营业成本	11142	13245	15242	20703
应收账款	1211	1977	2296	3100	营业税金及附加	42	72	84	63
其他应收款	111	124	153	200	营业费用	721	851	989	1335
预付账款	717	662	762	1035	管理费用	523	642	746	1007
存货	1225	1192	1372	1863	财务费用	17	-7	-8	-12
其他流动资产	446	482	560	755	资产减值损失	40	60	60	60
<b>非流动资产</b>	2169	2580	2826	2989	公允价值变动收	-5	0	0	0
长期投资	83	83	83	83	投资净收益	17	25	25	25
固定资产	1104	1249	1420	1553	<b>营业利润</b>	1005	1216	1566	2052
无形资产	221	213	205	197	营业外收入	26	10	10	10
其他非流动	761	1035	1118	1157	营业外支出	57	0	0	0
<b>资产总计</b>	6797	8048	9142	11367	<b>利润总额</b>	974	1226	1576	2062
<b>流动负债</b>	4018	4359	4925	6441	所得税	117	159	205	268
短期借款	0	0	0	0	净利润	857	1066	1371	1794
应付账款	1234	1457	1677	2277	少数股东损益	-3	12	16	21
其他流动负	2784	2902	3248	4163	归属母公司净利	860	1054	1355	1773
<b>非流动负债</b>	293	293	293	293	EBITDA	1217	1428	1841	2397
长期借款	15	15	15	15	EPS (元)	1.65	2.03	2.61	3.41
其他非流动	278	278	278	278	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	4311	4652	5218	6733	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
少数股东权	4	16	32	52	<b>成长能力</b>				
股本	520	520	520	520	营业收入	53.5%	19.1%	16.2%	35.0%
资本公积	433	433	433	433	营业利润	56.1%	21.0%	28.8%	31.0%
留存收益	1529	2427	2939	3628	归属母公司净利	52.6%	22.6%	28.6%	30.8%
归属母公司	2482	3380	3893	4582	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东</b>	6797	8048	9142	11367	毛利率(%)	17.3%	17.5%	18.3%	17.8%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	
单位: 百万元					ROE(%)	34.6%	31.2%	34.8%	38.7%
<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	ROIC(%)	35.9%	31.0%	34.7%	38.6%
<b>经营活动现</b>	1318	879	1487	1824	<b>偿债能力</b>				
净利润	857	1066	1371	1794	资产负债率(%)	63.4%	57.8%	57.1%	59.2%
折旧摊销	195	220	283	357	净负债比率(%)	0.45%	0.32%	0.28%	0.22%
财务费用	17	-7	-8	-12	流动比率	1.15	1.25	1.28	1.30
投资损失	-17	-25	-25	-25	速动比率	0.85	0.98	1.00	1.01
营运资金变	239	-437	-150	-353	<b>营运能力</b>				
其他经营现	26	62	16	63	总资产周转率	2.19	2.16	2.17	2.46
<b>投资活动现</b>	-603	-611	-511	-501	应收账款周转率	12	10	8	9
资本支出	926	630	530	520	应付账款周转率	9.52	9.84	9.73	10.47
长期投资	314	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>				
其他投资现	637	19	19	19	每股收益(最新摊	1.65	2.03	2.61	3.41
<b>筹资活动现</b>	-645	-153	-835	-1072	每股经营现金流	2.53	1.69	2.86	3.51
短期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新	4.77	6.50	7.49	8.81
长期借款	9	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	12.24	9.98	7.76	5.93
资本公积增	-25	0	0	0	P/B	4.24	3.11	2.70	2.30
其他筹资现	-628	-153	-835	-1072	EV/EBITDA	7	6	5	4
<b>现金净增加</b>	73	114	141	251					

数据来源: 华泰联合证券研究所

**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起 6 个月内  
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

**股票评级**

买入 股价超越基准 20%以上  
增持 股价超越基准 10%-20%  
中性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减持 股价弱于基准 10%-20%  
卖出 股价弱于基准 20%以上

**行业评级**

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

**深圳**

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电话: 86 755 8249 3932  
传真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**上海**

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电话: 86 21 5010 6028  
传真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**免责声明**

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门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, 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, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。