

校车和新能源车双重驱动的客车龙头

—宇通客车深度分析报告

评级: **买入-A**

上次评级:

目标价格: **28.98 元**

期限: 6 个月 上次预测:
现价 (2012 年 07 月 03 日): 22.23 元

报告日期: **2012-07-04**

报告关键点:

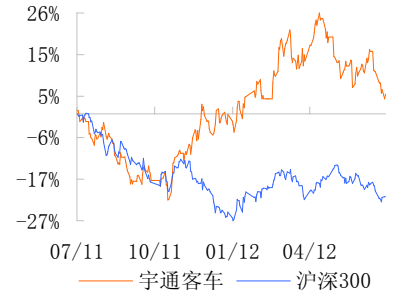
- 📖 客车龙头企业, 业绩增长稳定可期
- 📖 校车和新能源客车双重利好驱动公司2012年业绩保持较高的增长
- 📖 给予公司“买入-A”投资评级

报告摘要:

- 客车行业龙头企业, 市场占比有望进一步提高。客车行业近年来一直维持着“三龙一通”(苏州金龙、厦门金龙、厦门金旅和宇通客车)占主导地位的局面, 近两年来该趋势进一步强化, 两家上市公司产品市场占有率超过50%。近年来, 宇通客车不仅市场份额进一步提升, 企业盈利情况也一枝独秀, 净利率遥遥领先。我们预计未来公司的市场份额会进一步提高。
- 校车是驱动2012年业绩保持较高增长的主要因素。我们保守预计全国校车需求量在100万辆左右, 即使是在5年时间内全部普及到位, 年均新增客车也在20万辆左右。宇通客车开始进行校车研发的时间较早, 技术储备强劲, 具有先发优势, 校车因素驱动2012年业绩保持较高增长。随着《校车安全管理条例》的颁布实施, 未来几年校车销售将进入快速增长期, 为公司今后的业绩增长提供了坚强的保证。
- “黄标车”淘汰力度加大、城市公交优先、燃气和混合动力等新能源客车快速增长等有利因素有望使公司业绩长期保持稳定增长。各直辖市和省会城市于2012年开始公布PM2.5数据, 为地方政府带来环保治理的压力, “黄标车”淘汰力度加大和燃气、混合动力等新能源客车销量有望实现较大幅度的增长; 城市治堵首选措施是采取公交优先策略解决居民出行, 城市公交车的需求将刺激客车行业的整体增长。
- 给予公司“买入-A”投资评级: 预计公司2012-2014年EPS分别为2.07、2.40和2.77元, 对应目前股价动态PE分别为11倍、9倍和8倍, 给予公司“买入-A”评级, 6个月目标价28.98元。
- 风险提示: 1. 校车推广普及程度不如预期。2. 国民经济增长放缓导致非校车类客车需求大幅下滑。

总市值(百万元)	14,975.47
流通市值(百万元)	14,975.47
总股本(百万股)	673.66
流通股本(百万股)	673.66
12个月最低/最高	18.40/27.27 元
十大流通股股东(%)	49.78%
股东户数	29,889

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(2.24)	(7.89)	26.01
绝对收益	(5.77)	(7.33)	5.09

张龙
021-68766113
执业证书编号

首席行业分析师
zhanglong@essence.com.cn
S1450511020030

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	13,478.5	16,931.9	20,601.5	26,118.9	31,595.2
Growth(%)	53.5%	25.6%	21.7%	26.8%	21.0%
净利润	859.7	1,181.4	1,397.3	1,625.3	1,874.3
Growth(%)	52.6%	37.4%	18.3%	16.3%	15.3%
毛利率(%)	17.3%	18.2%	18.1%	18.1%	18.0%
净利率(%)	6.4%	7.0%	6.8%	6.2%	5.9%
每股收益(元)	1.28	1.75	2.07	2.40	2.77
每股净资产(元)	3.68	4.95	6.55	8.71	11.22
市盈率	17.4	12.7	10.8	9.2	8.0
市净率	6.0	4.5	3.4	2.6	2.0
净资产收益率(%)	34.5%	35.4%	31.6%	27.6%	24.7%
ROIC(%)	165.5%	118.9%	74.3%	54.1%	44.5%
EV/EBITDA	7.8	6.9	7.1	4.8	4.4
股息收益率	3.5%	1.0%	0.9%	1.1%	1.1%

报告联系人

林帆 021-68765916
linfan@essence.com.cn
刘洋 021-68765917
liuyang@essence.com.cn

前期研究成果

宇通客车: 受益行业景气的客车龙头
2010-08-10
宇通客车: 悲观预期难掩龙头本色
2009-04-07
宇通客车: 销量增长和毛利下滑双重超预期
2008-08-28

目录

1. 公司基本情况	4
1.1. 公司所属行业	4
1.2. 公司股权结构	5
2. 公司及行业竞争格局	6
2.1. 公司主要产品	6
2.2. 公司在行业中所处地位	8
2.3. 客车行业未来发展趋势	10
3. 公司经营情况	13
3.1. 公司客车销量	13
3.2. 主营产品价格及盈利	13
3.3. 公司产能及库存	13
3.4. 公司主营业务及收入	14
3.5. 盈利能力分析	14
4. 盈利预测与投资估值	16
4.1. 盈利预测	16
4.2. 估值及投资建议	19
5. 主要风险	20
5.1. 校车推广普及程度不达预期	20
5.2. 国民经济增长放缓导致非校车类客车需求大幅下滑	20

图目录

图 1: 客车按用途分类.....	5
图 2: 公司股权结构.....	5
图 3: 公司主要产品型谱.....	6
图 4: 宇通 ZK6127H 客运用客车.....	6
图 5: 宇通 ZK6147HB 客运用客车.....	6
图 6: 宇通 ZK6899H 旅游团体用客车.....	7
图 7: 宇通 ZK6708DH 旅游团体用客车.....	7
图 8: 宇通 ZK6602DXB9 专用校车.....	7
图 9: 宇通 ZK6662DXAA 专用校车.....	7
图 10: 宇通 ZK6100DA 专用校车.....	7
图 11: 宇通 ZK6608CNG 客车.....	8
图 12: 宇通 ZK6110HN9 LNG 客车.....	8
图 13: 宇通 ZK6108CHEVG2 混合动力客车.....	8
图 14: 宇通 ZK6100EGAA 纯电动客车.....	8
图 15: 宇通客车大中客市场占比.....	9
图 16: 宇通客车各类型产品内部占比.....	9
图 17: 主要大中型客车企业净资产收益率 (ROE) 比较.....	9
图 18: 大中轻客市场占比.....	10
图 19: 影响客车需求的因素.....	11
图 20: 公交车增长及预测.....	12
图 21: “黄标车”数量测算.....	12
图 22: 汽车保有量中“黄标车”占比.....	12
图 23: 校车增长及预测.....	12
图 24: 宇通客车销量及增速.....	13
图 25: 公司近 5 年收入及增速.....	14
图 26: 公司各业务模块收入占比.....	14
图 27: 公司各业务模块毛利占比.....	14
图 28: 公司历年营收及增速.....	15
图 29: 公司历年归属母公司净利润及增速.....	15
图 30: 公司综合毛利.....	15
图 31: 公司近年来期间费用率情况.....	15
图 32: 公司近年来综合毛利率和净利率情况.....	15
图 33: 公司校车销量及市场占比预测.....	16
图 34: 校车对公司未来销量增长的贡献预测.....	17
图 35: 公交车占客车总销量比例预测.....	18
图 36: 公交车对客车总销量增长贡献度预测.....	18

表目录

表 1 客车分类标准.....	4
表 2: 12 米大型客车性能和价格对比.....	10
表 3: 公司近两年五大客户情况.....	16
表 4: 公司主要财务指标预测 (百万).....	19
表 5: 可比公司估值情况.....	20

1. 公司基本情况

1.1. 公司所属行业

宇通客车是客车行业的龙头企业，是中国客车行业第一品牌，大中型客车是公司的优势产品。2011 年公司共销售客车 46688 辆，在大中客行业市场占有率为 26.7%，市场份额较 2010 年进一步提升。目前，公司已形成了 6-25 米，覆盖公路客运、旅游、公交、团体、专用客车等各个细分市场，普档、中档、高档等产品档次的完整产品链，成为豪华高档客车的代名词。公司是中国汽车行业首家获得“出口免验”证书的企业，产品远销古巴、俄罗斯、伊朗、沙特以及香港、澳门等海外市场。在确保产品品质和海外服务保障的基础上，经过长期战略布局，宇通客车已经取得欧盟 WVTa 整车认证，开始正式进军欧洲市场。公司是拥有客车行业内唯一的一家国家级技术中心和行业首家博士后科研工作站的企业，技术力量雄厚，在专用校车及混合动力、燃气客车的研发上起步最早，产品技术能力最强。目前，公司客车产量已列全国同行业第一，经济效益也列全国客车类企业第一。

公司年销量从 2007 年的 25522 辆上升到 2011 年的 46688 辆，五年来扩大了 1.8 倍，产销率基本维持在 100%。公司产能自 2008 年至今维持在 3-3.5 万辆，产能利用率从 2008 年的 72% 上升至 2011 年的 134%。从产品结构看，大中客是公司主力车型，占总销量的 86% 以上，轻客从无到有，产销量也逐步增长。

公司对专用校车的技术研发开始于 2006 年，在国内客车企业中起步最早、技术储备最强，具有先发优势。2011 年公司校车增长迅速，销量几乎超过了前几年的总和。2012 年第 1 季度，公司校车销量占全国校车总销量的近 40%，显示出强势主导地位。《校车安全管理条例》的颁布实施将对公司形成中长期利好。

进入 21 世纪后，节能减排形势更加紧迫，节能与新能源技术成为油耗较高的客车行业发展的热点。公司在节能与新能源客车研发上投入巨资，先后推出 CNG、LNG 燃气客车和混合动力客车产品。自 2006 年推向市场至今，宇通燃气客车已经覆盖了 6 米前置至 13.7 米后置的所有公交、客运产品，以其经济、安全、可靠等优点深得用户的青睐。至 2011 年底公司燃气客车已覆盖全国超过 35 个地区，跃居行业第一。公司首批混合动力客车于 2009 年投放市场，取得了令人满意的经济和社会效益。根据公司对郑州市近 200 辆宇通混合动力公交客车的跟踪调查，实际运营中产品节油率在 32% 左右，完全达到了产品的设计目标。公司的纯电动客车产品也正处于研发当中，将视市场成熟情况适时推出。

表 1 客车分类标准

	车辆长度	主要生产厂家
大型客车	>10 米	宇通客车、金龙客车、安凯汽车、中通客车、金华青年、北汽福田、上海申沃、丹东黄海、亚星客车
中型客车	10 米 ≥ 长度 > 7 米	宇通客车、东风汽车、金龙汽车、安徽江淮、南汽集团、安凯汽车、中通客车、亚星客车、桂林客车
轻型客车	7 米 ≥ 长度 > 3.5 米	金杯客车、江铃汽车、南汽集团、东风汽车、安徽江淮汽车、北汽福田、金龙客车、福建新福达

资料来源：GB9417-89，安信证券研究中心

公司产品实力较为均衡，在客运客车、公交客车、旅游客车、团体客车和专用客车各用途产品车辆上竞争力都很强，处于各细分行业的市场前列。

图 1: 客车按用途分类



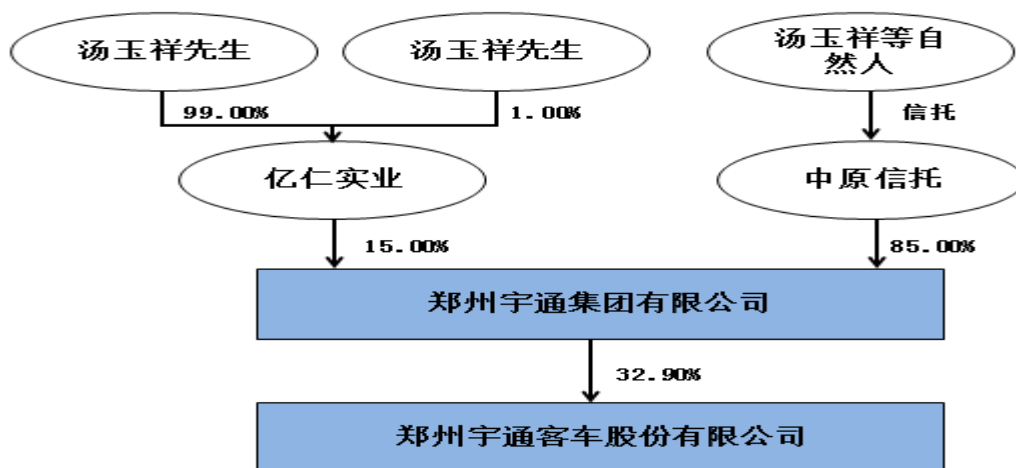
资料来源: 中客网, 安信证券研究中心

1.2. 公司股权结构

宇通集团在 2001 年完成管理层收购, 采用的模式基本为“美的模式”, 流程是宇通客车的 21 名职工成立上海宇通, 然后由上海宇通收购了郑州国资局与郑州一钢的股权。目前中原信托所托管的股权就是宇通客车的 21 名职工代表的股份。这种股权结构对投资者来说最大的好处是, 公司的所有权与经营权是高度统一的, 公司的管理层与员工对公司的未来是最为关切的。

A 股上市资产郑州宇通客车股份有限公司于 1993 年由原郑州客车厂股份制改制而来, 目前已发展成为世界规模最大、工艺技术条件最先进的大中型客车生产基地。公司于 1997 年在上海证券交易所上市, 是国内客车行业第一家上市公司。郑州宇通集团有限公司拥有上市公司 32.90% 股份, 是公司控股股东。上市公司与集团零部件采购的关联交易主要通过精益达公司完成, 近年来集团通过精益达公司加大了对下属零部件公司的整合, 未来有望将精益达公司资产注入上市公司。

图 2: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2. 公司及行业竞争格局

2.1. 公司主要产品

公司可提供多达 113 个车型产品，覆盖客运、公交、旅游、团体和专用车等几乎所有用途。公司在车身长度大于 7 米的大中型客车上优势明显，市场占有率连年上升，2011 年升至历史最高的 26.7%。

图 3: 公司主要产品型谱

客运客车	公交客车	旅游客车	团体客车	专用客车
				
<ul style="list-style-type: none"> > 6-7米 > 7-8米 > 8-9米 > 9-10米 > 10-11米 > 11-12米 > 12-13米 > 13米以上 	<ul style="list-style-type: none"> > 6-7米 > 7-8米 > 8-9米 > 9-10米 > 10-11米 > 11-12米 > 12-13米 > 13米以上 	<ul style="list-style-type: none"> > 15-20座 > 21-30座 > 31-40座 > 41-50座 > 50座以上 	<ul style="list-style-type: none"> > 15-20座 > 21-30座 > 31-40座 > 41-50座 > 50座以上 	<ul style="list-style-type: none"> > 校车 > 指挥车 > 房车 > 商务车 > 楼盘车 > 体检车 > 采血车 > 救护车

资料来源：公司网站，安信证券研究中心

公司最新主力车型

➤ 客运用车型

公司目前主力客运用新车型为 ZK6147HB、ZK6146HQA9、ZK6127H 系列，在原有 14 米和 12 米车型基础上做了内饰和动力系统的升级，更好的适用高速客运的需求。

图 4: 宇通 ZK6127H 客运用客车



数据来源：公司网站，安信证券研究中心

图 5: 宇通 ZK6147HB 客运用客车



数据来源：公司网站，安信证券研究中心

➤ 旅游团体用车型

公司目前主力旅游团体用新车型为 ZK6899H、ZK6708DH 系列，此两个系列产品的加入，

满足了市场对中型客车中偏大车型和中型客车中偏小车型的需求，完善了宇通在 9 米和 7 米车市场的竞争力。

图 6: 宇通 ZK6899H 旅游团体用客车



数据来源: 公司网站, 安信证券研究中心

图 7: 宇通 ZK6708DH 旅游团体用客车



数据来源: 公司网站, 安信证券研究中心

➤ 专用校车车型

公司是国内最早推出专用校车的客车企业, 主要参考美国校车技术标准, 以“长鼻子”为标志, 在校车适应性和安全性等特殊要求等方面处于全国领先水平。公司目前共有 ZK6602DXB9、ZK6662DXAA、ZK6662DXA9、ZK6726DXAA、ZK6726DXA9、ZK6100DA 和 ZK6100DX1 四大系列共 7 款专用校车, 涵盖轻型到大型以满足不同的市场需求。其他非专用类校车产品, 公司可以通过技术改造快速的满足客户的需求。

图 8: 宇通 ZK6602DXB9 专用校车



数据来源: 公司网站, 安信证券研究中心

图 9: 宇通 ZK6662DXAA 专用校车



数据来源: 公司网站, 安信证券研究中心

图 10: 宇通 ZK6100DA 专用校车



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

新能源客车

公司主要有 CNG 和 LNG 两种类型燃气发动机客车，具有清洁污染轻、使用成本低等优点，是可靠性较高的替代燃料客车，也是未来新能源客车发展的一种技术路线。

图 11: 宇通 ZK6608CNG 客车



数据来源: 公司网站, 安信证券研究中心

图 12: 宇通 ZK6110HN9 LNG 客车



数据来源: 公司网站, 安信证券研究中心

公司 200 辆混合动力客车已于 2011 年投入郑州公交进行试运营, 质量稳定, 状况良好。据宇通公司与郑州市公交公司联合跟踪统计, 该批混合动力客车的节油率达到 32% 左右, 超过 30% 的技术设计目标, 为混合动力公交客车的全国推广提供了示范作用。公司采用磷酸铁锂动力电池的纯电动客车样车已经试生产, 正投入试验线路进行试运营, 将视市场使用环境成熟状况适时推出量产产品。

图 13: 宇通 ZK6108CHEVG2 混合动力客车



数据来源: 中国汽车网, 安信证券研究中心

图 14: 宇通 ZK6100EGAA 纯电动客车



数据来源: 中国汽车网, 安信证券研究中心

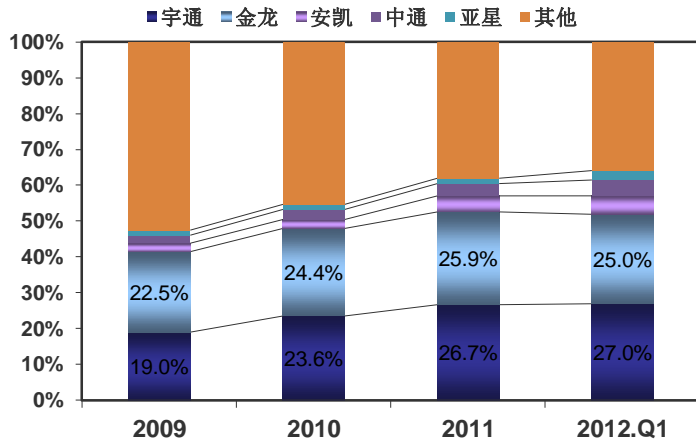
2.2. 公司在行业中所处地位

近年来客车行业一直维持“三龙一通”(厦门金龙、苏州金龙、厦门金旅、宇通客车)占绝大部分市场份额的格局, 而宇通客车在大中客市场份额一直稳步提升, 2011 年以 26.7% 的市场占有率夺得大中客市场第一名, 企业盈利状况也创历史新高。2012 年第 1 季度, 宇通共销售各类客车 10168 辆, 其中大中型客车 8841 辆, 大中客市场占有率

27.0%，市场份额进一步提升。

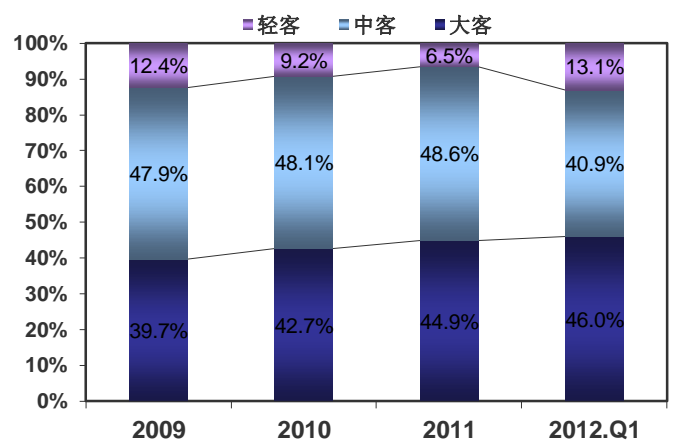
公司大型客车产品凭借着高档的内饰、先进的动力总成及能量管理系统、高效的燃油经济性和稳定的质量，具有很高的性价比，在公司销量中的占比连年上升，为公司每年的业绩增长贡献很大。

图 15: 宇通客车大中客市场占比



数据来源: CAAM, 安信证券研究中心

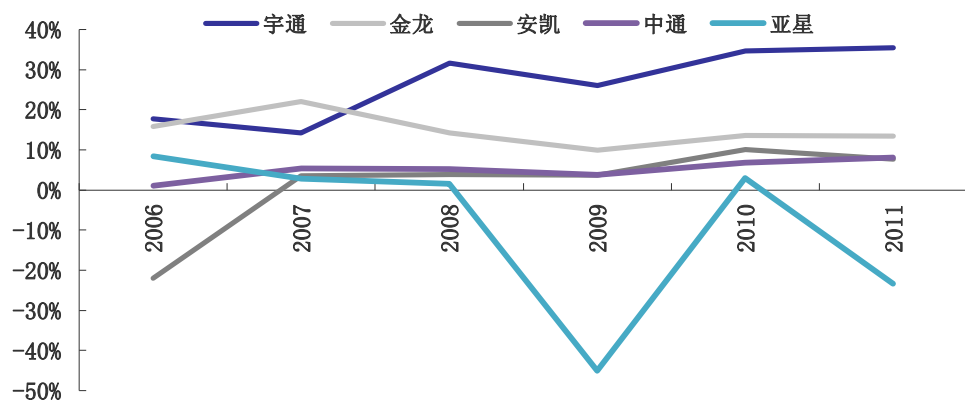
图 16: 宇通客车各类型产品内部占比



数据来源: CAAM, 安信证券研究中心

公司净利润率和净资产收益率均远高于同行水平，主要原因有以下几点：1. 车型平台产品基本上由自己开发，较高的自主技术开发比例有效降低了开发成本。2. 制定了一系列模块化定制菜单，有利于共享零部件，节约成本。3. 加强零部件采购管理，封堵“灰色地带”以降低采购成本，并通过集团下属精益达公司整理零部件供应商，提高内部采购比例，以更好的控制成本。4. 有良好的销售考核与惩处措施，能够最大程度地降低坏、呆帐比率并加快经销商的回款速度。

图 17: 主要大中型客车企业净资产收益率 (ROE) 比较



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

在产品的竞争力上，公司产品以系列全、技术先进、油耗低、质量稳定可靠、性价比高优点引领行业，一直处于客车行业的龙头地位。

表 2: 12 米大型客车性能和价格对比

大型客车价格及性能对比						
		宇通 ZK6120R41	金龙 XMQ6129Y	中通 LCK6125H-2	安凯 HFF6120K82D	亚星 YBL6123H1E31
座位数		47	47	53	51	51
整车尺寸 (长*宽*高)		12000*2500* 3770mm	11950*2550* 3690mm	11990*2540* 3700mm	12000*2530* 3680mm	12000*3750* 2550mm
整车自重(吨)		14	17.6	-	13.2	18
标定油耗 (L/100km)		22	23	22	24	24
最高车速(km/h)		120	130	120	125	120
行李箱容积(立方米)		8.5	-	-	-	-
发动机	型号	德国曼恩 D2866LOH28	日产柴 MD9M	潍柴 WP10.336N	玉柴 YC6L310-30	玉柴 YC6L330-30
	功率 (马力)	360	350	336	310	330
	排量(升)	11.967	9.203	9.726	8.424	8.424
变速箱	型号	德国 ZF8S-180	德国 ZF6S-160	綦江 S6-160	綦江 S6-90	綦江 S6-90
	前进档 位数	8	6	6	6	6
价格(万元)		60	80	60	57	55

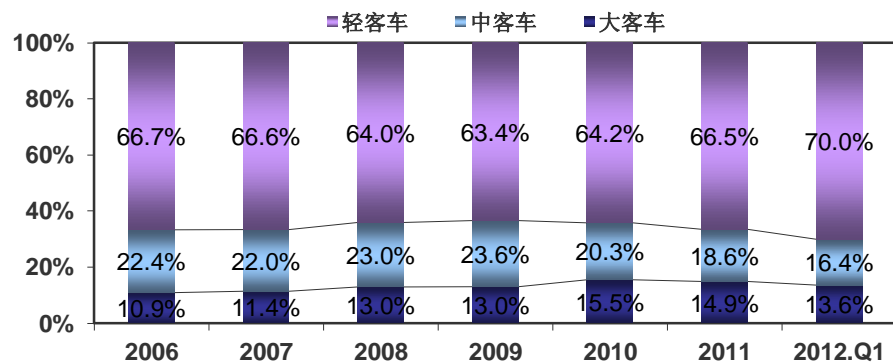
资料来源: 中国客车信息网, 安信证券研究中心

2.3. 客车行业未来发展趋势

从产品和技术上来看, 未来客车发展朝着大型化、高档化、高速化、环保节能、高安全性、互联化方面发展。

大型化: 从近 5 年销量数据看, 大客市场份额缓慢提升, 而中客的市场份额处于逐步缩减的态势。导致大客市场占比扩大的主要原因是由于高速公路里程的增加, 使得长距离运输的需求增加, 长距离运输往往需要集中化大批量运输乘客, 因此需要座位数更大的大型客车。集约化运输也更有利于提高效率、节约能源, 符合高效节能的交通运输要求。(公司 2011 年第 4 季度和 2012 年第 1 季度因为受校车因素刺激, 中轻型客车市场占比有所扩大)

图 18: 大中轻客市场占比



资料来源: CAAM, 安信证券研究中心

高档化: 随着人民生活水平的提高及远距离长途运输的客观需要, 对客车的舒适性、娱乐性设施提出了更高的要求。近期发展迅速的车联网技术, 除能更好的保证行车安全外, 还能对乘客的出行和旅途提供娱乐和办公的便利。

高速化：随着高速公路的相继开通，对客车的行驶速度提出了比以前更高的要求，能提供更大功率的发动机将会越来越多的应用于客车，特别是用于中长途运输的大型客车。

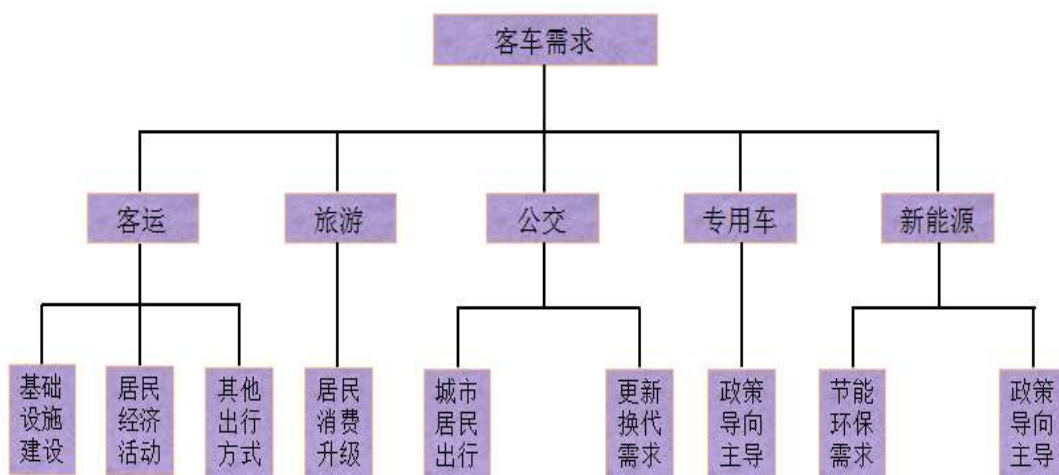
环保节能：环保节能与大功率是一对矛盾体，因此在追求高速化的同时不能牺牲燃油的经济型。近年来客车用的发动机节油技术发展速度较快，除了发动机本机的技术进步可以降低油耗外，中冷增压系统、先进的热管理系统、自动启停系统、制动能量回馈系统，甚至是混合动力系统都是降低油耗的有力手段。CNG 和 LNG 等燃气发动机的陆续推出，也降低了客车对燃油的依赖，并能有效降低废气的排放。

高安全性：大型化和高速化必然要求客车具有更高的安全性，以更好的维护更多乘客的生命安全。安全性的提高除了改进车身承载形式外，一系列先进电子化的主动安全装置也被越来越多的应用于新的客车产品。CAN 总线、车载“黑匣子”、超速报警系统、疲劳驾驶预警系统、夜视驾驶系统、车联网等主动安全系统能有效防止安全事故的发展，提高整车安全性。

互联化：车联网的应用普及将是未来客车发展的趋势。车联网既可以让车辆与网络随时互联，也能让专门人员在后台对车辆进行安全监控和诊断，提高车辆出车前安全检查，提高行车过程中的安全监控，提高事故后的救援效率。当然，防盗也是车联网的重要功能之一。

从车辆类型(按用途分)来看，未来几年公交车与专用车中的校车将会出现较快增长，而客运车、旅游团体车将会基本上保持平稳。

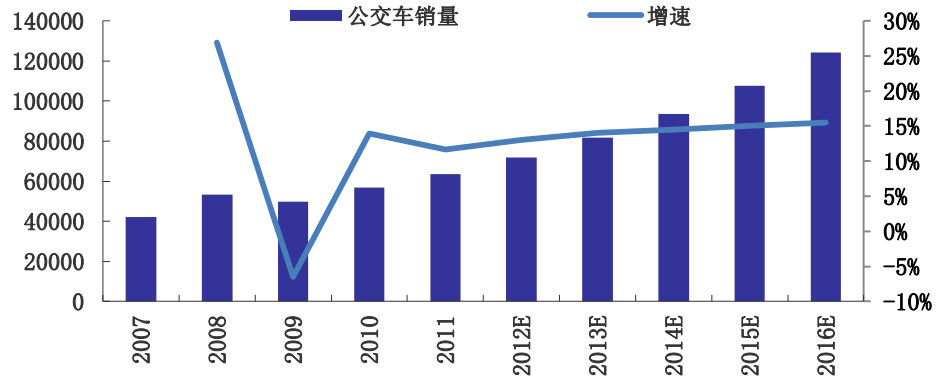
图 19：影响客车需求的因素



资料来源：安信证券研究中心

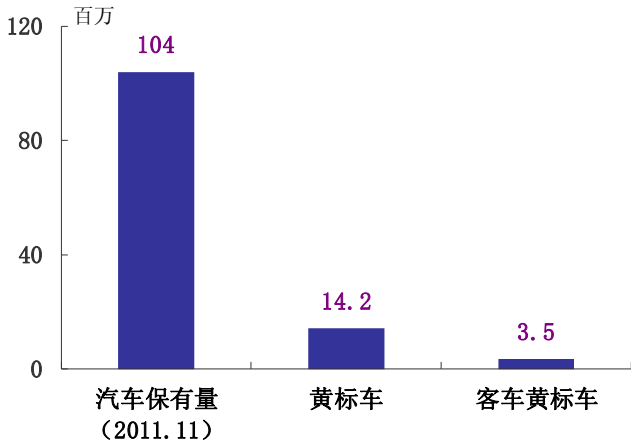
公交车较快增长：目前我国大中城市的交通拥堵情况严重，限制车流只是治标的临时性措施，治本的长期措施应该还是完善路网规划并采取公交优先的策略解决快速发展的市民出行需求。PM2.5 的环保压力也迫使地方政府不得不限制私家车数量，转而采用公交车提高居民出行运输效率从而减少尾气排放。

图 20: 公交车增长及预测



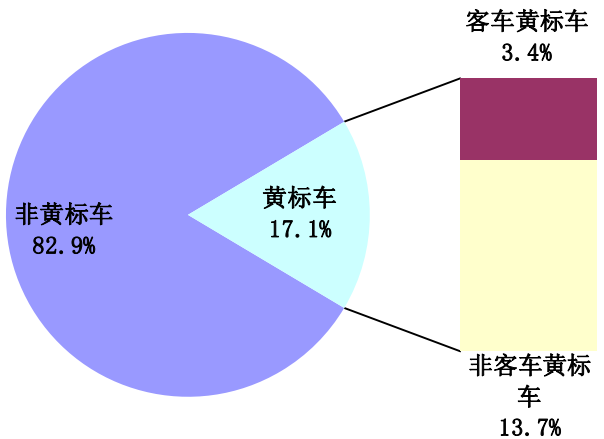
资料来源: 中国客车信息网, 安信证券研究中心

图 21: “黄标车”数量测算



数据来源: 环保部, 安信证券研究中心

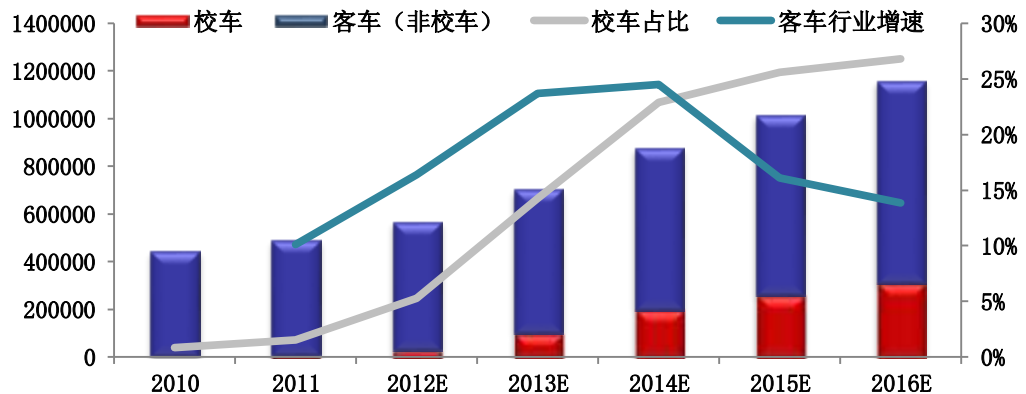
图 22: 汽车保有量中“黄标车”占比



数据来源: 环保部, 安信证券研究中心

校车较快增长: 校车相关法律和标准的相继颁布实施, 为校车的普及推广提供了强有力的保障。预计一旦购置和运营校车的财政补贴细则出台, 校车用客车将进入实质性的快速增长期。

图 23: 校车增长及预测



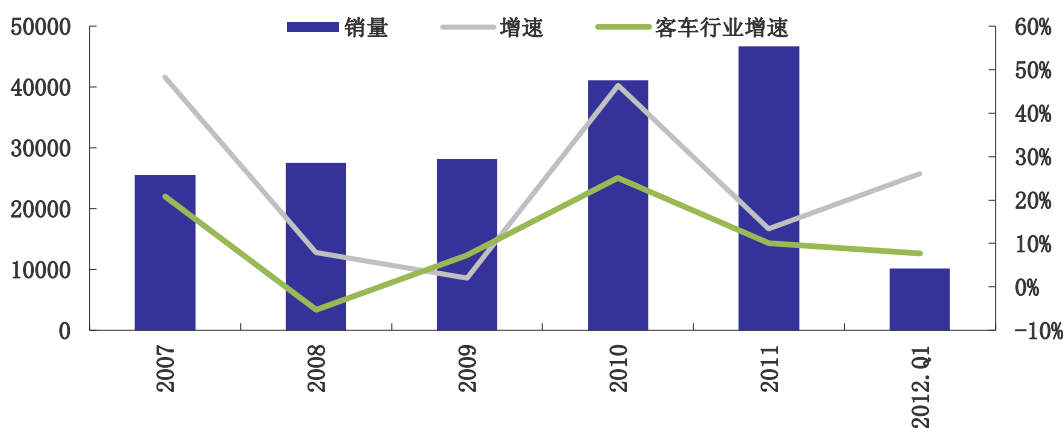
资料来源: 中国客车信息网, 安信证券研究中心

3. 公司经营情况

3.1. 公司客车销量

公司近5年销量增长一直高于行业平均增长水平，显示出很强的竞争力。2011年以来校车销量的快速增长，为公司销量的增长做出了很大的贡献，弥补了客运、旅游团体用客车增长乏力的不利影响。据中汽协与中国客车信息网统计，公司2011年销售校车1366辆，同比2010年增长95%，2012年1季度销售校车2066辆，超过2011年全年。

图 24：宇通客车销量及增速



资料来源：CAAM，安信证券研究中心

3.2. 主营产品价格及盈利

客车产品有其特殊性，客户个性化定制比例较高，导致同款车型产品价格相差较大。公司的大客产品价格差距特别大，与德国曼恩进行技术合作开发的一些豪华高端产品基本上价格都在100万以上，某些款型甚至高达300万，而自主开发的豪华大客产品基本上价格处于60-80万之间，毛利率约25%左右。考虑到公交车毛利率较低的因素，大客产品综合毛利率约在20%左右。

公司的中客产品价格差距就没有大客那么大了，价格区间基本上在20-50万之间。考虑到公交车低毛利率的因素，中客产品毛利率约为18%左右。

公司的轻客产品车型较少，价格区间基本上在10-20万之间，销量占比不大。考虑公交车低毛利率的因素，轻客产品毛利率约为15%左右。

公司校车销量增长较快，中轻型校车成为销量的主力。校车综合毛利率基本上与企业平均毛利率水平一致，约为18%左右。

3.3. 公司产能及库存

公司目前年产能约为3.5万辆，今年9-10月公司新建的新能源基地一期工程将竣工投产，新增年产能1万辆，主要用于燃气、混合动力、纯电动和氢燃料客车的生产。新能源基地中远期最大年产能可达3万辆左右。专用校车产能规划目标为2-3万辆，

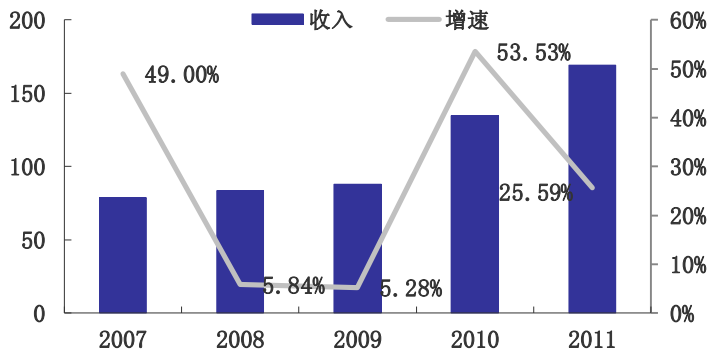
公司将视国内专用校车需求释放情况择期募资筹建。综上，公司中长期规划产能为8-10万辆左右。

公司2011年销量为46688辆，产能利用率达到133.3%，产销率几乎为100%。除了途车辆，公司基本上没有库存。综合产能利用率和库存情况来看，企业均处于非常良好的状态，运营及盈利状况表现优秀。

3.4. 公司主营业务及收入

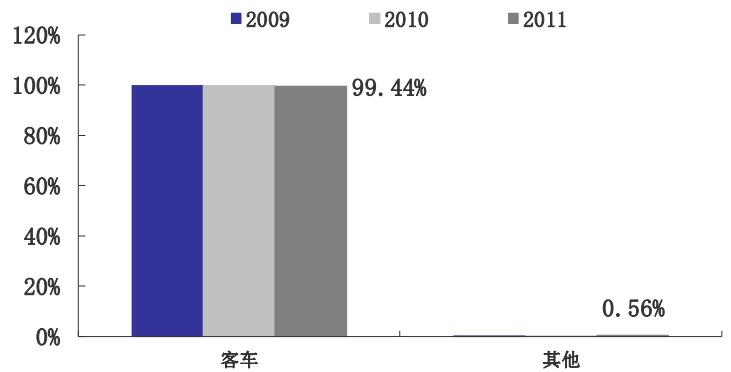
公司2007年营业总收入为78.8亿元，2011年营业总收入为169.3亿元，4年复合增长率达到21.1%。从收入构成来看，2011年公司客车与其他业务收入占比分别为99.4%和0.6%，几乎可以说客车收入是公司营业收入的全部来源。

图 25: 公司近 5 年收入及增速



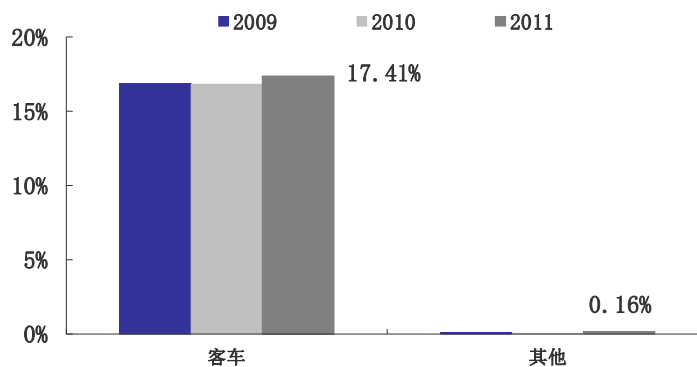
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 26: 公司各业务模块收入占比



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 27: 公司各业务模块毛利占比

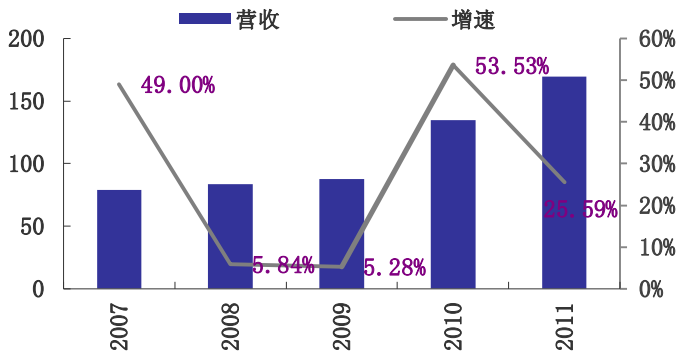


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.5. 盈利能力分析

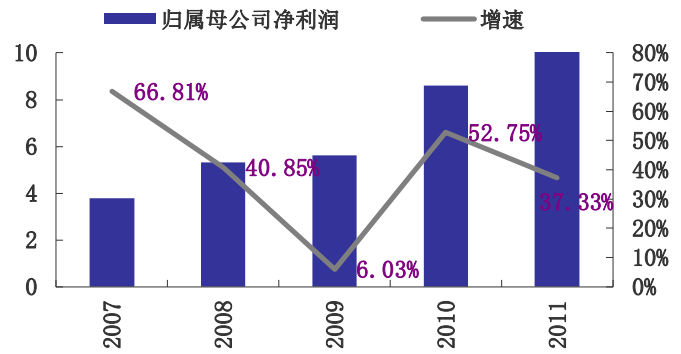
公司营业收入增长一直维持在较高的水平，远高于行业的平均增速。特别是行业不景气的2011年，公司营收实现了25.59%的较高增长，净利润实现了37.33%的优异增长。我们预计随着公司未来市场份额的进一步提升，产品结构的进一步优化，标准化程度的进一步提高，零部件自制率的进一步增加，公司的营收和利润能够实现高于行业平均的增长。

图 28: 公司历年营收及增速



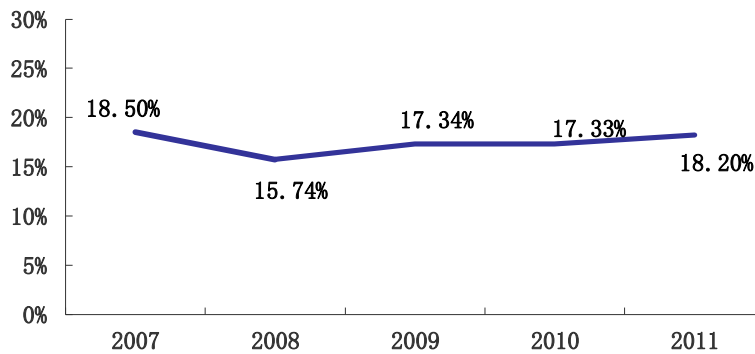
数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 29: 公司历年归属母公司净利润及增速



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

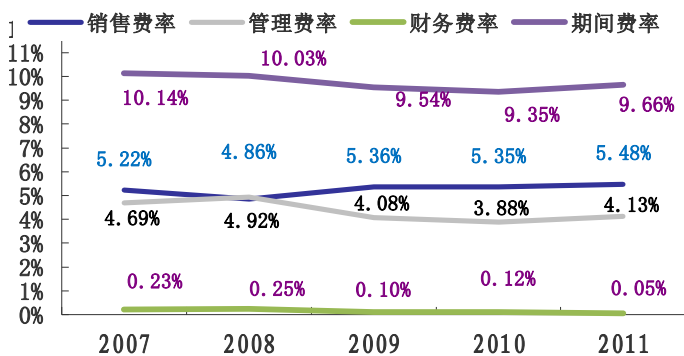
图 30: 公司综合毛利



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

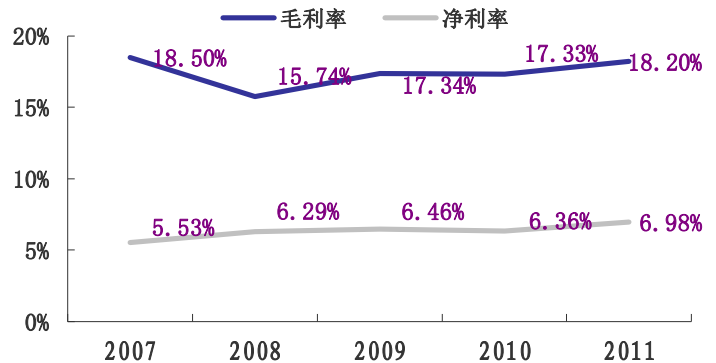
公司期间费用率呈持续下降的趋势, 特别是财务费率的极低水平, 体现了公司优异的管理能力。综合毛利率及净利率呈持续上升的趋势, 体现了公司稳健的经营能力和优秀的成本控制能力。我们预计公司未来管理能力和成本控制能力不大会减弱, 公司的持续盈利能力有望维持。

图 31: 公司近年来期间费用率情况



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 32: 公司近年来综合毛利率和净利率情况



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

公司的前 5 大客户营收占比从 2010 年 13.66% 下降到 2011 年的 7.13%，客户集中度有所降低。

表3: 公司近两年五大客户情况

排名	企业名称 2010	营收占比	企业名称 2011	营收占比
1	第一名客户	6.66%	第一名客户	1.70%
2	第二名客户	2.31%	第二名客户	1.64%
3	第三名客户	1.70%	第三名客户	1.33%
4	第四名客户	1.69%	第四名客户	1.29%
5	第五名客户	1.30%	第五名客户	1.17%
	合计	13.66%	合计	7.13%

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

4. 盈利预测与投资估值

4.1. 盈利预测

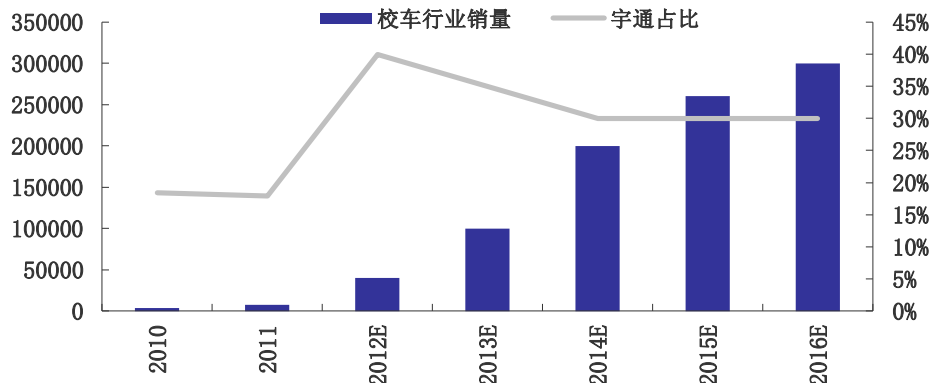
我们认为未来公司收入的增长主要受益于以下几个方面:

1. 校车的推广普及;
2. 城市公交优先策略;
3. “黄标车”淘汰力度的加大;
4. 新能源客车受政策刺激影响销量逐步增长。

校车的推广普及:

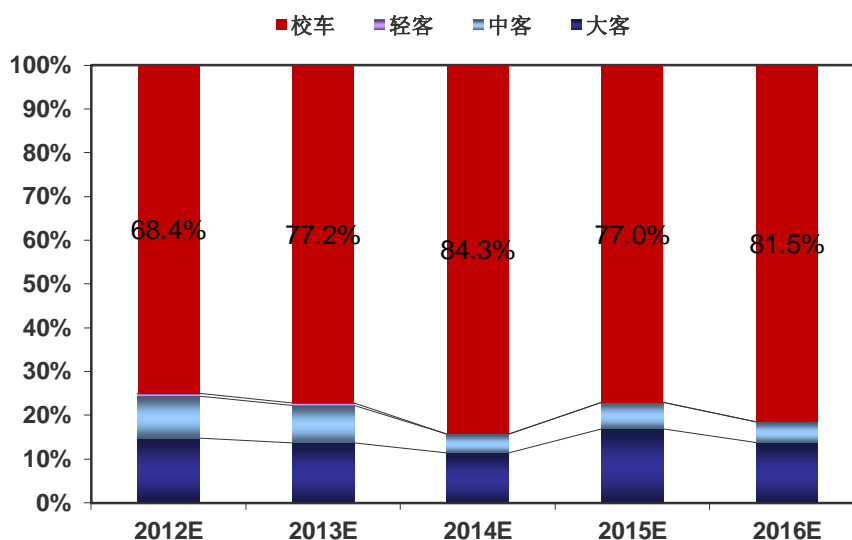
《校车安全管理条例》、《专用校车生产企业及产品准入管理规则》已经颁布实施, 校车购买和运营的财政补贴办法也有望于今年第三季度出台, 9 月来临的开学季有望带动校车在今年 7、8、9 月校车销量有较大幅度提升。预计公司今年校车销量为 8000 辆左右, 增长幅度远超过去年同期, 给公司贡献较多的利润。

图 33: 公司校车销量及市场占比预测



资料来源: 中国客车信息网, 安信证券研究中心

图 34: 校车对公司未来销量增长的贡献预测



资料来源: 中国客车信息网, 安信证券研究中心

公交车优先交通策略及公交“黄标车”淘汰:

广州的汽车限购政策具有标志性意义, 从此北、上、广等国内一线城市全部进入汽车限购行列。国内二线城市是否也会相继加入汽车限购的队伍, 尚待观察, 但是大中型城市不再鼓励发展私人交通的政策导向已现雏形。

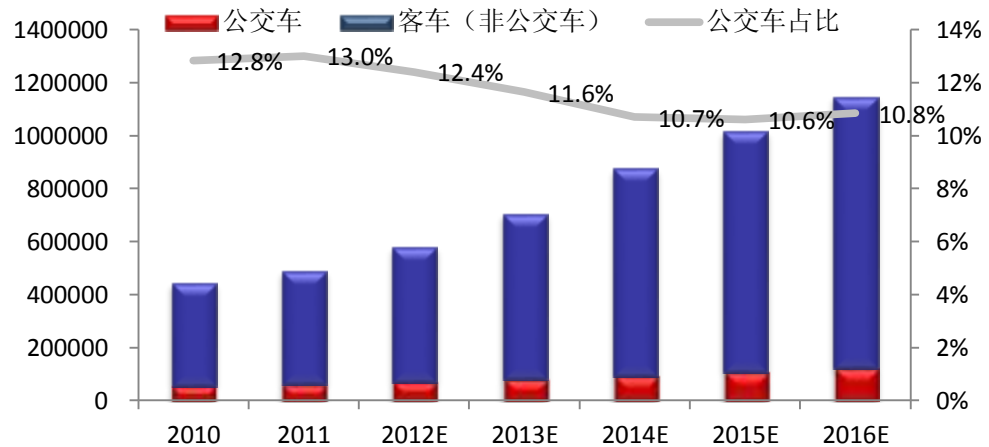
随着城市的发展和居民的增多, 出行需求是持续增加的, 私人交通限制后必然会加大公共交通的投入力度, 以更好的满足居民出行的需求。所以未来大中城市公交车的需求有望有较大幅度的提高。

由于历史形成的原因, 一般同等长度的公交车较非公交用车的利润率要低, 在行业效益较好的时候抑制了部分企业生产公交车的积极性。在今年客车行业不景气, 或者由于地方政府给予部分补贴鼓励发展公交车的情况下, 企业生产公交车积极性有望提高, 有利于公交车销量的增长。

2012年开始, 国内直辖市、省会城市相继被要求公布PM2.5数据, 给地方政府带来了不小的环保压力。迫于此, 各相关城市除了加快私人小汽车限购的步伐, 还会加大淘汰“黄标车”- 特别是“黄标”客车的力度, 老旧客车的更新需求也会带来部分公交车的增量。

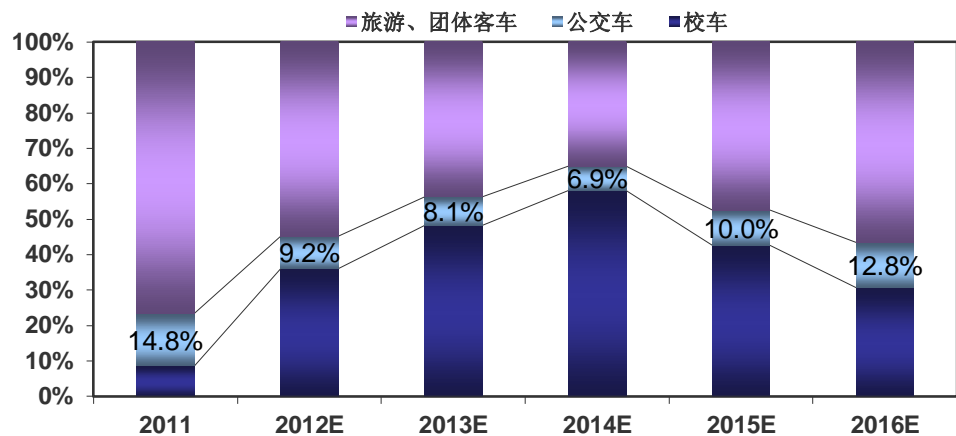
基于以上原因, 我们预测未来几年公交车的销量也会有较大的增幅。公交用车虽然地方保护主义色彩浓厚, 但宇通客车是行业龙头, 技术实力较强, 市场覆盖范围广, 有利于渗透各城市的公交车市场。

图 35: 公交车占客车总销量比例预测



资料来源: 中国客车信息网, 安信证券研究中心

图 36: 公交车对客车总销量增长贡献度预测



资料来源: 中国客车信息网, 安信证券研究中心

新能源客车:

公司目前生产的新能源汽车主要是 CNG、LNG 燃气客车和混合动力客车, 由于专用的生产该类客车的基地尚未竣工, 公司主要产品为改造和小批量试制产品, 数量并不是太多(我们估计 2011 年公司燃气类客车销售约 5000 辆, 混合动力客车销售约 200 辆)。预计随着今年 9-10 月份公司年产能 1 万辆的新能源客车生产基地的竣工, 公司燃气类客车和混合动力客车的产销量会有较大幅度提升。

燃气客车与传统汽油、柴油客车相比, 有以下优势: 1. 更经济。燃气客车燃料成本可节约 40% 左右, 以一辆客车一年行驶 10 万公里计算, 年可节约成本 9.3 万元左右(以上海地区目前 0# 柴油 7.6 元/升, 天然气 4.5 元/升, 30 升油气/100km 计算), 而一辆 LNG 客车比传统同等长度客车贵 8-10 万元左右, 运营 1 年左右即可收回多支出的成本。2. 更安全。LNG/CNG 的爆炸点在 600 度以上, 远高于柴油的 200 度, 更不容易发生爆炸。3. 更环保。天然气充分燃烧后排放的气体中, CO 减少 93%, 氮氧化物减少 33%, 更环保, 也更容易符合国四排放标准。4. 更抗低温。一般柴油在 -25 度以下就会开始凝结, 发动机很难启动, 而 LNG 是储存在 -162 度的气罐里, 在低温下工作毫无影响。

截至 2010 年, 全球天然气汽车保有量占比仅为 0.99%, 排名第一的巴基斯坦为 61.14%,

中国天然气汽车占比仅为 0.32%，美国也仅为 0.04%。而根据美国进步中心的预测，2014 年全球天然气汽车保有量将超过 2700 万辆，到 2035 年，天然气在美国交通领域能源结构中的比重将超 40%。2010 年底中国天然气汽车保有量达到 45 万辆，最近十年复合增长率超过 54%。根据市场预测，到 2015 年，中国天然气汽车保有量将达到 150 万辆，2020 年将达到 300 万辆，未来 5 年复合增长率将高达 27%。

宇通燃气客车已经覆盖了 6 米前置至 13.7 米后置的所有公交、客运产品，以其经济、安全、可靠等优点深得用户的青睐。至 2011 年底公司燃气客车已覆盖全国超过 35 个地区，销量跃居行业第一。

宇通的混合动力客车节油率能达到 30% 左右，一辆百公里油耗 30L 的传统客车年行驶 10 万公里，按照上海地区 0#柴油 7.6 元/升计算，一年可节约 6.84 万元。目前混合动力客车比同长度的传统客车贵 6-8 万元左右，基本上运营 1 年左右时间就能够收回多支出的成本。

据中国客车信息网统计，2010 年中国混合动力客车销售约 550 辆，2011 年增长至 723 辆，增长幅度为 31.3%。总体来说，目前国内混合动力客车的销量仍不大，但是我们预计未来随着混合动力技术的进一步成熟，新产品的不断推出，混合动力客车销量将会有较大幅度的提升。公司对混合动力客车的研发开始时间较早，技术实力较强，又有在郑州实际运营 200 辆混合动力公交车的经验，预计将会在未来的混合动力客车市场竞争中占有非常有利的地位。

综合以上假设，我们预计公司 2012-2015 年营业收入分别为 206.02 亿元、261.19 亿元、315.95 亿元和 374.62 亿元，增速分别为 21.7%、26.8%、21.0%和 18.6%。2012-2015 年净利润为 13.97 亿元、16.25 亿元、18.74 亿元和 23.15 亿元。增速分别为 18.3%、16.3%、15.3%和 23.5%。全面摊薄后 EPS 分别为 2.07 元、2.40 元、2.77 元和 3.43 元。

表 4: 公司主要财务指标预测 (百万)

	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入	16,931.9	20,601.5	26,118.9	31,595.2	37,462.4
增速	25.6%	21.7%	26.8%	21.0%	18.6%
归属母公司净利润	1,181.4	1,397.3	1,625.3	1,874.3	2,315.0
增速	37.4%	18.3%	16.3%	15.3%	23.5%
毛利率	18.2%	18.1%	18.1%	18.0%	18.0%
销售费用率	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
管理费用率	4.1%	4.6%	5.5%	5.5%	5.3%
财务费用率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利率	7.0%	6.8%	6.2%	5.9%	6.2%
ROE	35.4%	31.6%	27.6%	24.7%	24.4%
EPS	1.75	2.07	2.40	2.77	3.43

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.2. 估值及投资建议

宇通客车是国内最大的大中客车生产销售企业，我们选取了 5 家业务较为相近的客车整车和零部件类公司进行估值比较：安凯客车、金龙客车、曙光股份、长城汽车、松芝股份。这些可比公司 2012 年 PE 的均值为 14 倍，中值为 13 倍。

公司未来将受益于校车、公交车、燃气和混合动力等新能源客车销量的增长，业绩增长将会持续稳健，公司的营收和净利润增速将会高于客车行业增速。因此我们给予公

司的目标价为 28.98 元，对应于 2012 年 14 倍 PE，评级为“买入-A”。

表 5: 可比公司估值情况

股票代码	证券简称	收盘价 (元) (07.03)	EPS (元)				PE			
			2011A	2012E	2013E	2014E	2011A	2012E	2013E	2014E
000868.SZ	安凯客车	9.06	0.28	0.37	0.43	0.53	34	25	21	17
600686.SH	金龙客车	6.42	0.59	0.69	0.81	0.95	12	9	8	7
600303.SH	曙光股份	6.18	0.31	0.44	0.64	0.80	21	14	10	8
601633.SH	长城汽车	16.63	1.13	1.47	1.75	2.02	14	11	10	9
002454.SZ	松芝股份	10.75	0.74	0.83	0.98	1.14	15	13	11	9
	中值						15	13	10	9
	均值						19	14	12	10

数据来源: WIND, 安信证券研究中心

5. 主要风险

5.1. 校车推广普及程度不达预期

虽然《校车安全管理条例》和《专用校车安全国家标准》已经先后于 4、5 月份颁布实施，但是校车推广普及最关键的财政补贴办法依旧没有出台，使得有购车需求的学校没有资金来源用于大规模的采购校车。校车运营模式仍旧处于探索阶段，各地方政府现有的小规模、部分地区试用性的运营模式依旧不成熟，无法推广至全国适用。如果财政补贴办法迟迟不能出台，或者没有成熟适用的运营模式做全国推广，校车的普及程度会受到影响。

地方财政因宏观调控及实体经济不景气而吃紧，也会导致对校车的补贴力度偏小，弱化校车的普及程度。

5.2. 国民经济增长放缓导致非校车类客车需求大幅下滑

2012 年 1 季度 GDP 增长为 8.1%，处于回落态势。从各行业上市公司公布的 2012 年 1 季报来看，同比有较大的负增长，预示着国民经济处于回落状态。如果 2 季度乃至全年的经济增长继续处于回落状态，GDP 增长滑落至国务院年初制定的 2012 年度目标 7.5% 以下，可能导致非校车类客车的需求有较大幅度下滑，影响公司全年整体业绩。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012.7.4
利润表						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	13,478.5	16,931.9	20,601.5	26,118.9	31,595.2	成长性					
减: 营业成本	11,142.4	13,850.4	16,866.4	21,404.5	25,908.1	营业收入增长率	53.5%	25.6%	21.7%	26.8%	21.0%
营业税费	42.3	82.4	85.4	20.9	103.4	营业利润增长率	56.1%	32.5%	16.0%	17.0%	15.9%
销售费用	720.8	927.6	1,135.1	1,441.8	1,747.2	净利润增长率	52.6%	37.4%	18.3%	16.3%	15.3%
管理费用	523.4	699.0	949.3	1,439.3	1,724.6	EBITDA 增长率	45.4%	28.6%	21.8%	46.1%	7.5%
财务费用	16.7	9.3	-6.6	-10.9	-10.5	EBIT 增长率	56.7%	31.3%	14.7%	16.8%	16.0%
资产减值损失	40.4	39.8	37.7	26.7	38.6	NOPLAT 增长率	51.7%	36.4%	16.9%	16.1%	15.4%
加: 公允价值变动收益	-5.1	-	-	-	-	投资资本增长率	89.8%	87.1%	59.5%	40.3%	39.9%
投资和汇兑收益	17.2	7.9	10.0	10.0	10.0	净资产增长率	14.4%	34.3%	32.6%	33.1%	28.8%
营业利润	1,004.6	1,331.4	1,544.0	1,806.6	2,093.9	利润率					
加: 营业外净收支	-30.8	21.9	60.0	60.0	60.0	毛利率	17.3%	18.2%	18.1%	18.1%	18.0%
利润总额	973.8	1,353.3	1,604.0	1,866.6	2,153.9	营业利润率	7.5%	7.9%	7.5%	6.9%	6.6%
减: 所得税	116.7	170.9	205.6	240.0	278.1	净利润率	6.4%	7.0%	6.8%	6.2%	5.9%
净利润	859.7	1,181.4	1,397.3	1,625.3	1,874.3	EBITDA/营业收入	9.0%	9.2%	9.3%	10.7%	9.5%
EBIT/营业收入						EBIT/营业收入	7.6%	7.9%	7.5%	6.9%	6.6%
货币资金	917.8	1,171.0	1,370.0	1,568.0	1,700.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	29	22	57	71	50
应收账款	1,321.8	1,868.3	1,207.4	1,526.2	2,228.1	流动营业资本周转天数	-13	-2	-24	-25	7
应收票据	446.1	169.9	169.3	214.7	259.7	流动资产周转天数	107	107	97	93	109
预付账款	716.7	1,147.9	1,991.2	3,489.5	5,303.1	应收账款周转天数	29	31	23	16	18
存货	1,225.3	1,121.6	896.5	1,129.5	1,771.7	存货周转天数	27	25	18	14	17
其他流动资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	164	156	175	177	168
可供出售金融资产	539.3	317.1	150.0	150.0	140.0	投资资本周转天数	20	31	43	50	57
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	83.1	85.3	80.0	80.0	80.0	ROE	34.5%	35.4%	31.6%	27.6%	24.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	12.6%	15.0%	11.5%	12.0%	11.7%
固定资产	1,104.1	1,010.6	5,555.9	4,751.7	3,996.1	ROIC	165.5%	118.9%	74.3%	54.1%	44.5%
在建工程	41.6	300.9	210.6	156.3	123.8	费用率					
无形资产	220.7	492.7	394.2	315.4	252.4	销售费用率	5.3%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
其他非流动资产	180.4	174.8	106.0	129.6	171.8	管理费用率	3.9%	4.1%	4.6%	5.5%	5.5%
资产总额	6,797.0	7,860.1	12,131.1	13,510.9	16,026.7	财务费用率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	-	10.0	68.7	0.4	90.4	三费/营业收入	9.4%	9.7%	10.1%	11.0%	11.0%
应付账款	1,462.1	1,957.0	2,957.4	3,166.7	3,644.5	偿债能力					
应付票据	1,793.2	818.5	2,310.5	1,876.6	1,703.5	资产负债率	63.4%	57.5%	63.5%	56.4%	52.7%
其他流动负债	758.3	1,387.0	1,938.4	2,039.0	2,314.9	负债权益比	173.4%	135.5%	173.9%	129.5%	111.6%
长期借款	14.7	10.5	15.5	23.5	33.5	流动比率	1.15	1.31	0.77	1.12	1.45
其他非流动负债	278.2	335.2	408.6	518.9	683.2	速动比率	0.84	1.04	0.65	0.95	1.21
负债总额	4,311.2	4,522.3	7,699.0	7,625.0	8,470.0	利息保障倍数	61.16	144.71	234.24	165.40	197.60
少数股东权益	3.6	4.6	2.4	3.7	5.2	分红指标					
股本	519.9	519.9	675.9	675.9	675.9	DPS(元)	0.77	0.23	0.21	0.24	0.25
留存收益	1,962.4	2,813.3	3,747.8	5,210.6	6,906.2	分红比率	60.5%	13.2%	10.0%	10.0%	9.0%
股东权益	2,485.9	3,337.8	4,426.0	5,890.1	7,587.2	股息收益率	3.5%	1.0%	0.9%	1.1%	1.1%
现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	857.1	1,182.4	1,397.3	1,625.3	1,874.3	EPS(元)	1.28	1.75	2.07	2.40	2.77
加: 折旧和摊销	195.3	224.0	368.9	988.9	911.0	BVPS(元)	3.68	4.95	6.55	8.71	11.22
资产减值准备	40.4	39.8	37.7	26.7	38.6	PE(X)	17.4	12.7	10.8	9.2	8.0
公允价值变动损失	5.1	-	-	-	-	PB(X)	6.0	4.5	3.4	2.6	2.0
财务费用	27.1	4.5	-6.6	-10.9	-10.5	P/FCF	37.5	47.7	44.9	40.7	46.2
投资收益	-17.2	-7.9	-10.0	-10.0	-10.0	P/S	1.1	0.9	0.7	0.6	0.5
少数股东损益	-2.5	1.0	1.1	1.3	1.5	EV/EBITDA	7.8	6.9	7.1	4.8	4.4
营运资金的变动	243.0	135.1	3,225.8	-2,151.0	-2,538.3	CAGR(%)	23.8%	16.6%	18.3%	19.3%	23.5%
经营活动产生现金流量	1,317.7	1,446.3	5,014.2	470.4	266.6	PEG	0.7	0.8	0.6	0.5	0.3
投资活动产生现金流量	-603.1	-999.1	-4,577.7	-50.1	-40.1	ROIC/WACC	16.6	11.9	7.5	5.4	4.5
融资活动产生现金流量	-644.5	-9.7	-84.8	-211.9	-68.2	REP	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，2003年开始证券行业研究，2007年4月加盟安信证券研究中心。新财富2007年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

分析师声明

张龙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034