

徐敏锋

执业证书编号: S0730210030005

021-50588666-8029

xumf@ccnew.com

## 市场占有率仍将持续提升

### ——宇通客车（600066）调研报告

## 研究报告-公司调研

## 增持（维持）

日期: 2010年10月12日

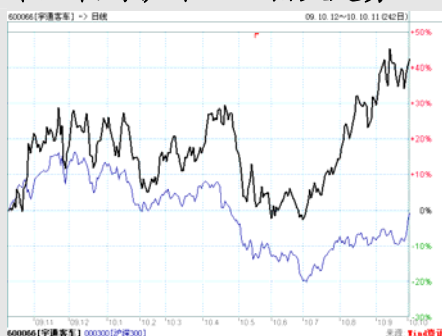
### 市场数据（2010年10月11日）

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元)      | 21.51       |
| 一年内最高/最低(元) | 22.04/14.41 |
| 沪深300指数     | 3132.90     |
| 市净率(倍)      | 5.80        |
| 流通市值(亿元)    | 92.09       |

### 基础数据（2010年06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) | 51989/42814 |
| B股/H股(万股)   | /           |

### 个股相对沪深300指数走势



### 相关研究

20100831 宇通客车（600066）中报点评：下半年业绩基本确定…… 10年8月10日

联系人: 马嵌琦

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

### 报告关键要素:

高铁开通后压缩普通动车组,对公路客运市场的挤压有限。作为国内最大的公路客车制造企业,在行业稳定增长的基础上,出口销售形势良好,市场占有率有望继续提升。公司优秀的管理能力,是其长期竞争优势之一。

### 投资要点:

- **公司是国内客车行业龙头之一。**近几年公司大中客销量稳步攀升。随着市场趋于集中,公司市场占有率有望进一步上升。
- **高铁开通对客车需求影响有限。**市场最担心的是高铁开通后对公路客运市场的抢夺。根据我们的分析,高铁与普通动车对公路客运的影响是不同的,总体来说影响有限,低于此前我们的预期。
- **城市化进程提升公交客车需求。**中国的城市化进程也是城市公共交通快速发展的阶段。人口规模仍处于增长期的二三线城市,其公共交通提升空间很大,将是未来公交客车需求增长的主要来源。
- **客车出口量价同升。**中国已经成为全球最大的客车生产地。今年开始,海外市场逐步复苏,出口重现增长,预计全年有望达到2007年高峰水平。产品档次的提高使得单价维持上升趋势。
- **优秀的管理能力提升盈利水平。**一方面公司营业周期逐年大幅压缩,另一方面销售费用率与管理费用率处于下降趋势中,体现了优秀的管理能力,提升盈利水平。
- **新市场开拓造就良好成长性。**一方面,客车行业还将保持稳定增长;另一方面,公司在公路客车基础上,还将加强公交、旅游客车市场开发,开拓校车等新领域,增加出口,因此将保持良好的成长性。
- **盈利预测。**预计全年公司销量将达到3.5万辆,同比增长25%。预计2010-2011年公司EPS分别为1.55元和1.76元,对应市盈率分别为13.88倍和12.21倍,维持“增持”评级。

|          | 2008  | 2009  | 2010E  | 2011E  |
|----------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入(亿元) | 83.36 | 87.82 | 117.24 | 131.53 |
| 增长比率(%)  | 3.51  | 5.35  | 33.50  | 12.19  |
| 净利润(亿元)  | 5.31  | 5.63  | 8.06   | 9.16   |
| 增长比率(%)  | 37.42 | 6.11  | 43.03  | 13.63  |
| 每股收益(元)  | 1.02  | 1.08  | 1.55   | 1.76   |
| 市盈率(倍)   | 21.06 | 19.85 | 13.88  | 12.21  |

## 目录

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 1. 客车行业龙头，市场占有率持续提升 ..... | 4  |
| 2. 公路客运受高铁影响有限 .....      | 5  |
| 2.1 动车组开行对公路客运有所影响 .....  | 5  |
| 2.2 高铁开通促进中短途客运发展 .....   | 8  |
| 3. 城市化进程提升公交客车需求 .....    | 9  |
| 4. 客车出口量价同升 .....         | 11 |
| 5. 优秀的管理能力提升盈利水平 .....    | 12 |
| 6. 新市场开拓造就良好成长性 .....     | 15 |
| 7. 盈利预测 .....             | 17 |
| 8. 风险提示 .....             | 17 |

## 图目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图 1: 公司大中客销量与市场占有率 .....            | 4  |
| 图 2: 2009 年大中客行业各企业市场份额 .....       | 4  |
| 图 3: 2009 年大中客产品用途结构 .....          | 5  |
| 图 4: 动车组数量 .....                    | 6  |
| 图 5: 历年国产大中客销量 .....                | 6  |
| 图 6: 营运载客汽车保有量 .....                | 7  |
| 图 7: 公路旅客周转量增速 .....                | 7  |
| 图 8: 中国城市人口与城市化率 .....              | 9  |
| 图 9: 中国城市每万人拥有公交车数量 .....           | 9  |
| 图 10: 2008 年各省市城市每万人拥有公交车数量比较 ..... | 10 |
| 图 11: 2008 年城市公共交通客运量结构 .....       | 10 |
| 图 12: 全球客车产地分布 .....                | 11 |
| 图 13: 中国客车出口量 .....                 | 11 |
| 图 14: 30 座以上客车出口单价 .....            | 12 |
| 图 15: 宇通客车与金龙汽车毛利率比较 .....          | 12 |
| 图 16: 净利润与净资产收益率 .....              | 13 |
| 图 17: 存货与应收账款周转天数 .....             | 13 |
| 图 18: 期间费用率 .....                   | 14 |
| 图 19: 中高档客车销量比例 .....               | 14 |
| 图 20: 客车销售单价 .....                  | 14 |
| 图 21: 公司月度客车销量 .....                | 15 |
| 图 22: 中轻型客车销量比例 .....               | 15 |
| 图 23: 公司开发的校车产品 .....               | 16 |
| 图 24: 宇通客车历年出口量 .....               | 16 |
| 图 25: 近几年日产能变化 .....                | 17 |

## 表目录

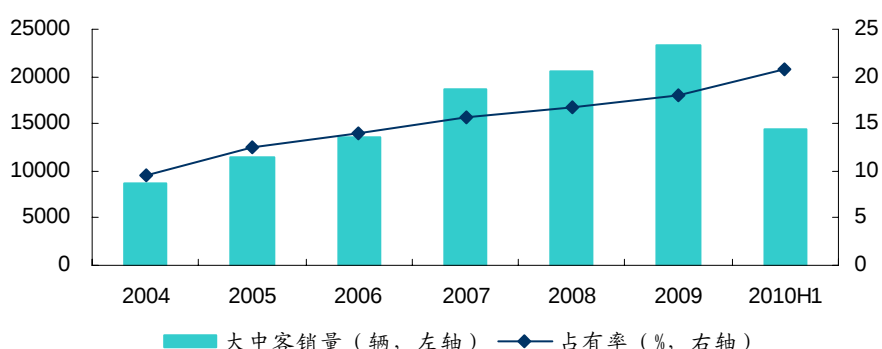
|                       |    |
|-----------------------|----|
| 表 1: 部分铁路线路客运价格 ..... | 8  |
| 表 2: 财务报表预测 .....     | 18 |

## 1. 客车行业龙头，市场占有率持续提升

宇通客车是国内客车行业龙头之一，与金龙汽车并称“一通三龙”，在大中客市场占有率居前。

近几年公司大中客销量稳步攀升。2009年大中客销量为24705辆，2010年上半年为15014辆，同比增长54.59%，市场占有率进一步上升至20.80%。

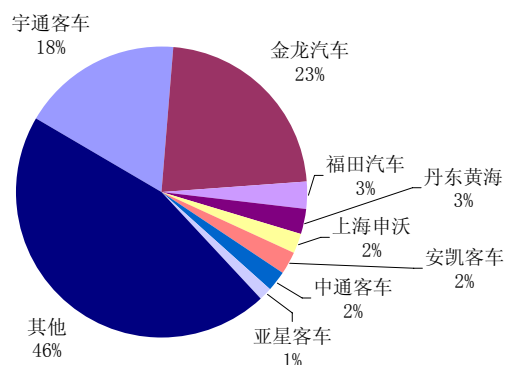
图 1：公司大中客销量与市场占有率



资料来源：中原证券，公司资料，CAAM

目前宇通客车与金龙汽车在大中客行业市场占有率先。虽然宇通客车市场占有率低于三龙整体，但从单一企业来讲无疑已是行业第一。其他企业的销量规模普遍不大，市场较分散。即使考虑底盘企业，2009年前10家企业的份额也只有72.88%。

图 2：2009 年中大客行业各企业市场份额



资料来源：中原证券，CAAM

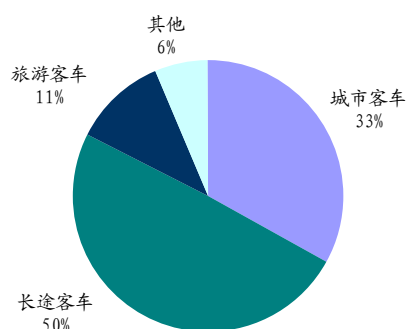
宇通客车现在的行业地位不是天然的，近几年市场占有率的提升是其产品竞争力突出的结果。而长江客车、亚星客车等企业因产品竞争力下降以及内部管理混乱等原因，市场占有率显著下降。

我们认为大中客市场集中度还将继续提升，一方面是因为全国客车市场的形成，虽然在城市客车领域仍有地方区域优势，但客运企业已经逐步市场化运作，对客车的需求不会局限于当地企业。另一方面，领先企业的优势将更加突出，其品牌知名度、产品质量与性能、营运管理水平以及产销规模等因素均支持领先企业进一步抢夺市场。因此我们认为宇通客车的龙头地位将会进一步巩固。

## 2. 公路客运受高铁影响有限

大中客车产品中，公路长途客车占比较大，达到 50%。对于公路客车来说，市场最担心的是高铁开通后对公路客运市场的抢夺。根据我们的分析，高铁与普通动车对公路客运的影响是不同的，总体来说影响有限，低于此前我们的预期。

图 3：2009 年大中客产品用途结构

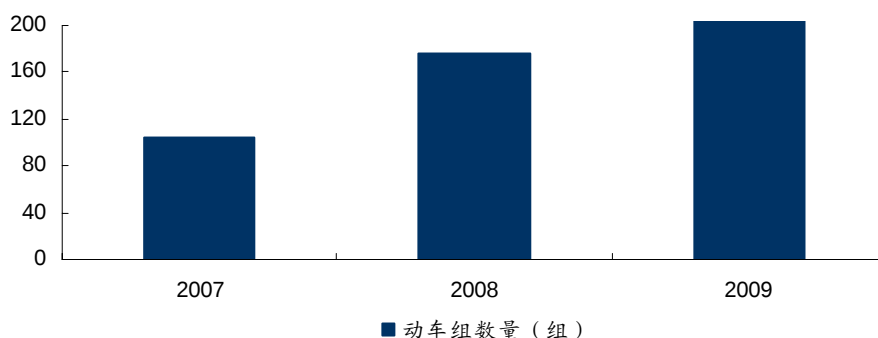


资料来源：中原证券，CAAM

### 2.1 动车组开行对公路客运有所影响

自 2007 年 4 月 18 日“和谐号”动车组列车开行以来，动车组已经成为铁路客运的重要部分。从开通到 2007 年底，动车组列车共完成旅客发送量 6121 万人，旅客周转量 129 亿人公里。2010 年 7 月份，动车组列车日均开行 988 列，日均发送旅客 88.1 万人，占全路发送量的 17.2%。

图 4: 动车组数量



资料来源：中原证券，铁道部

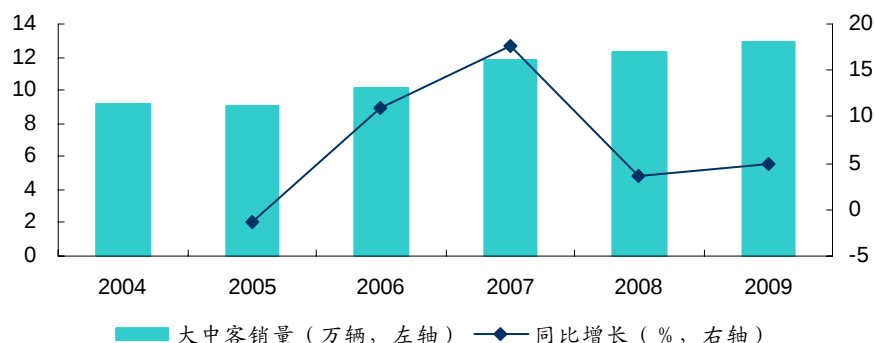
普通动车组客运单价基本在 0.31 元/公里左右，与公路客运基本相当或者稍高，因此由于其高速和舒适性，对同一线路上的公路客运市场有明显的挤压。以沪宁线、福厦线为例，动车组开行后，对应线路公路客车上座率有较明显的下降。客运量下降，客车需求下滑也就在所难免了。

因此我们认为动车组的开行确实对公路客车需求造成影响。但具体影响多少尚无法测算。我们从 2007 年以来的大中客销量和国内营运载客汽车保有量可以看出端倪。

2007 年大中客销量为 11.87 万辆，同比增长 17.67%。看似较高的增长率其实有很大部分是由出口贡献的。2007 年出口客车 4.42 万两，同比增长 218%。虽然因为统计口径不同不能直接相减进行计算，但可以认为国内销量增长并不快。2008 年以后，也可以看出销量增速很低。

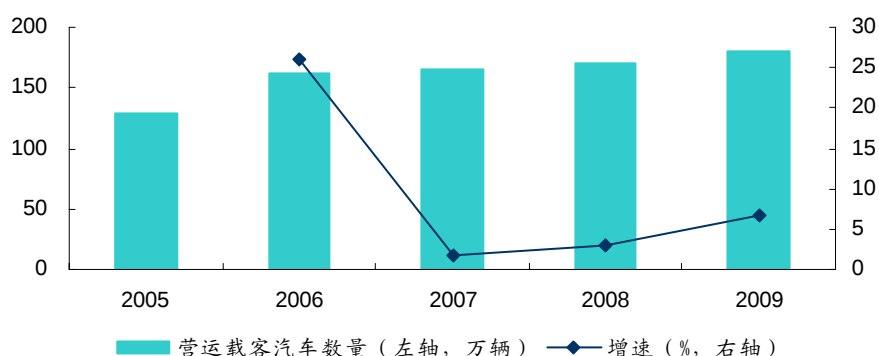
国内销量增长无力可以从营运客车保有量看出。2007 年营运客车保有量增速较前期显著下降，为 1.74%，其后也维持在较低水平。

图 5: 历年国产大中客销量



资料来源：中原证券，CAAM

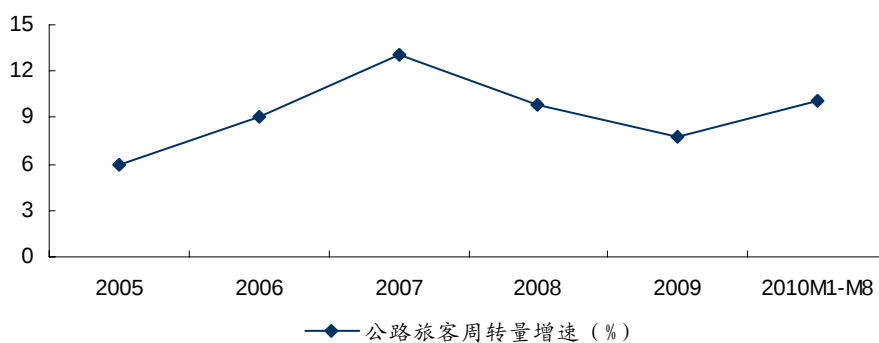
图 6: 营运载客汽车保有量



资料来源：中原证券，交通部

毋庸置疑 2008 年以后销量增速较低的原因之一是金融危机。但对于公路客运市场这一波动较小的领域来讲，金融危机的影响其实不会太大。如果影响巨大的话，那么危机过后，考虑受抑制需求释放，客车销量会有一个恢复性的上涨，而且增速可观。但实际上 2010 年 1-8 月份大中客销量相比 2007 年同期增长 28.15%，复合增长率为 8.62%，比同期公路旅客周转量复合增速的 9.23% 还低。如果考虑出口增长因素（2010 年 1-7 月客车出口量已经超过 2007 年同期），上述数据会更低。

图 7: 公路旅客周转量增速



资料来源：中原证券，交通部

我们认为 2007 年以后大中客销量增速较低的重要原因除了金融危机和出口量下降外，另一重要原因是动车组开行后挤压对应公路客运市场，影响客车需求增长。

## 2.2 高铁开通促进中短途客运发展

2009 年以后铁路建设的重点是高铁。目前部分高铁已经开通。与普通动车组相比，高铁速度更快，但同时单价更高，在 0.48 元/公里左右，比普通动车组贵约 55%。由于其相对昂贵的票价，高铁主要吸引了对时间要求较高的客流，也就抢占了普通动车组的高端客户，对公路客运影响反而没有前期预期中的大。

表 1：部分铁路线路客运价格

| 线路 | 类别 | 速度（公里/小时） | 单价（元/公里） | 开通时间        |
|----|----|-----------|----------|-------------|
| 武广 | 高铁 | 327       | 0.46     | 2009 年 12 月 |
| 京津 | 城际 | 240       | 0.48     | 2008 年 08 月 |
| 郑西 | 高铁 | 202       | 0.48     | 2010 年 02 月 |
| 沪宁 | 高铁 | 241       | 0.49     | 2010 年 07 月 |
| 广深 | 动车 | 126       | 0.52     | 2007 年 04 月 |
| 沪杭 | 动车 | 130       | 0.31     | 2007 年 04 月 |
| 合武 | 动车 | 165       | 0.31     | 2009 年 03 月 |
| 福厦 | 动车 | 151       | 0.31     | 2010 年 04 月 |
| 京沪 | 动车 | 145       | 0.22     | 2009 年 03 月 |

资料来源：中原证券

开通高铁后一般会压缩对应线路上的普通动车组数量。这会造成部分原有动车组旅客回流到公路客运中。再以沪宁铁路为例，自开通沪宁城际高铁后，原有动车组数量下降，而对应的公路客运却重现火爆。

那么回流是否能持续呢？由于高铁是新建客运专线，投资额很大，开行低价线路的可能性较低，因此短期内票价下降的可能性不大。京津城际铁路从 2008 年 8 月 1 日开通后的一年多时间内，亏损额超过 7 亿元。同时基于对新建高铁投资收益的考虑，必然压缩原有线路的普通动车组，以提高高铁的上座率。鉴于沉重的货运压力，原有线路将更多是让位于货运。因此这种回流是会持续稳定的。

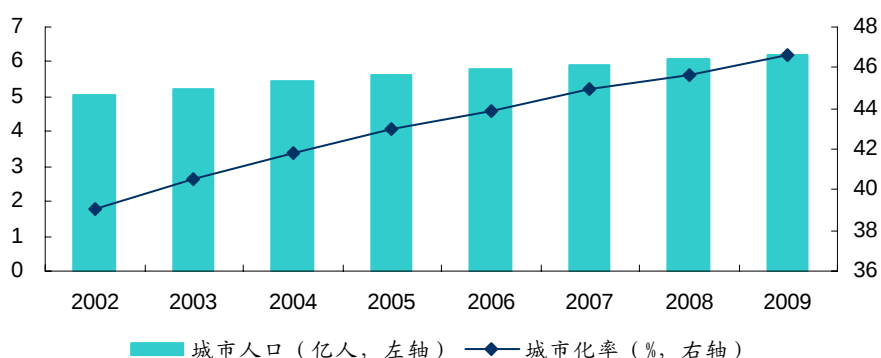
高铁开通对公路客运的正面影响不仅仅在上述这个方面，还在于对中短途公路客运的促进。

由于高铁主要运行在铁路干线上，其高速特性对中长途客流具有较大新引力，其停靠站点有望成为周边地区的交通枢纽，吸引周边客流，促进中短途公路客运，包括铁路站点与旅游景点之间的来往。由于铁路路网的局限性，这种中短途客运更多由公路客车完成。这种模式很像浦东机场对长江三角洲的辐射作用。这种需求的变化也最终反映到客车需求结构上来，中轻型客车更适用。

### 3. 城市化进程提升公交客车需求

近几年中国城市化进程较快，每年城市化率都以 1 个百分点的幅度上升。2009 年中国城市化率达到了 46.59%，城市人口为 6.22 亿元。参考发达国家情况，未来中国城市化率仍有很大上升空间。

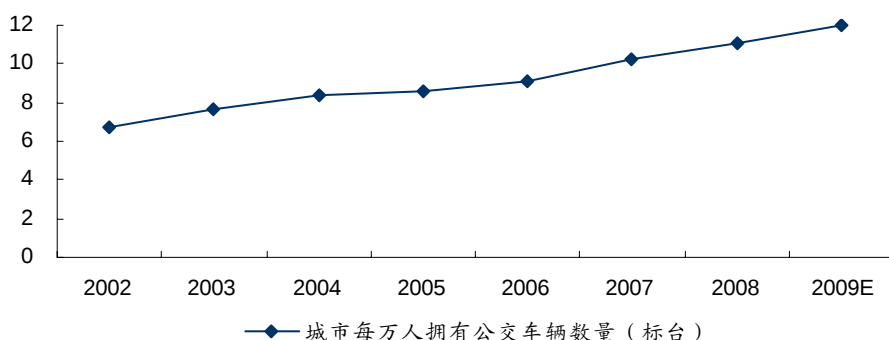
图 8：中国城市人口与城市化率



资料来源：中原证券，WIND

中国的城市化进程也是城市公共交通快速发展的阶段。城市每万人拥有公交车辆数量从 2002 年 6.7 标台上升到 2008 年 11.10 标台。分省市来看，大部分省市保有密度都在 12 标台/万人以下，与处于首位的北京相去甚远，仍有很大发展空间。另外鉴于中国城市高密度的人口，发展公共交通是缓解交通压力的重要手段。预计未来城市公交车辆保有密度还会提高。

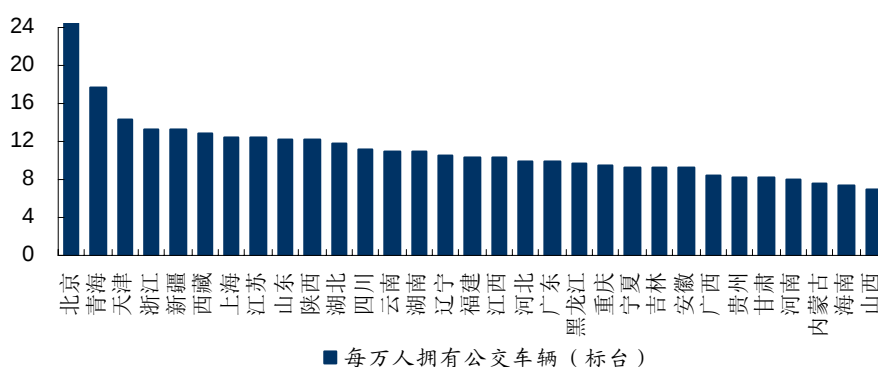
图 9：中国城市每万人拥有公交车数量



资料来源：中原证券，国家统计局

注：包含轨道交通车辆等，按一定系数折算

图 10: 2008 年各省市城市每万人拥有公交车数量比较

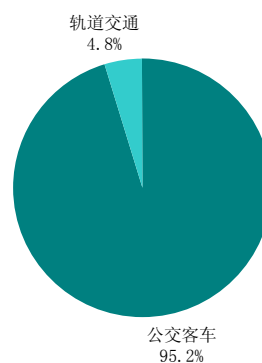


资料来源：中原证券，国家统计局

考虑城市化率和保有密度两个因素，2009 年公交车辆保有量达到约 74 万标台，近 7 年复合增长率为 12.05%。上述两个因素会进一步提升，因此我们认为未来几年城市公交车辆保有量还会保持较快的增长速度。

公交车辆保有量的增加有部分来源于轨道交通的发展，但目前仅少数一二线城市有一定规模的轨道交通，大部分城市尚不具备发展轨道交通的实力和需要，传统公交客车仍是发展首选。

图 11: 2008 年城市公共交通客运量结构



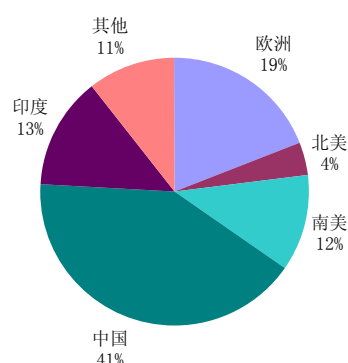
资料来源：中原证券，国家统计局

虽然公共交通整体发展的趋势是明确的，但各个城市对客车的需求却有较强的波动。除了保有量增长带来的增量外，更新需求是公交客车需求的重要部分。2007 年以来北京、上海、广州等因重大活动大规模更新公交客车，对后续需求造成影响。而对于人口规模仍处于增长期的二三线城市来说，其公共交通提升空间很大。我们认为这会是未来公交客车需求增长的主要来源。

## 4. 客车出口量价同升

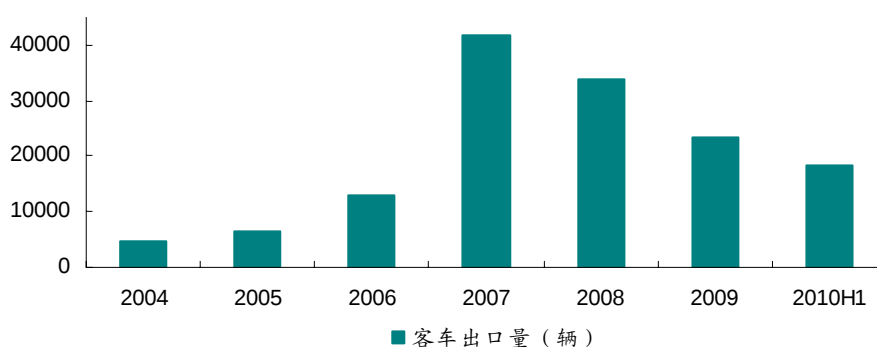
中国已经成为全球最大的客车生产地。2009 年中国客车产量占全球总产量的 41%，远远领先于其他国家和地区。这一地位一方面得益于国内庞大的市场，另一方面，出口也有重要贡献。中国的客车出口在 2007 年达到高峰，其后受金融危机影响出口量有较大下滑，2009 年出口量仅为 2007 年的 55%。从 2010 年开始，海外市场逐步复苏，出口重现增长，上半年出口客车 1.83 万辆，已经超过 2007 年同期。预计全年有望达到 2007 年高峰水平。

图 12：全球客车产地分布



资料来源：中原证券，CAAM

图 13：中国客车出口量



资料来源：中原证券，CAAM

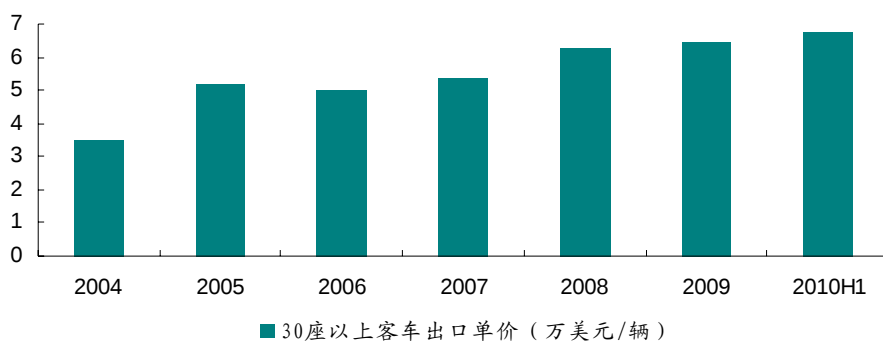
目前我国大中型客车的主要出口市场仍然集中在亚非拉发展中国家。主要是因为中国目前价格相对低廉的中低档产品适合亚非拉市场，同时需求市场本地客车制造能力较弱。而欧美等发达国家对客车准入条件较高，认证程序复杂，需求档次也较高，同时当地客车制造能力也很强，如欧洲集中了斯堪尼亚、沃尔沃、奔驰、曼等客车制造商。

值得注意的是中国出口客车的档次已经逐年得到提升。这可以从出口价格上看出，2004 年以来 30 座以上客车出口单价拾级而上，2010 年上半年已经达到 6.78 万美元/辆，比 2004 年高出近 1 倍。而且国内客车企业

已经逐步切入欧美市场，实现批量出口高档豪华客车，单价在百万元以上。

总体来看我们认为，鉴于中国相对较低的成本和不断提升的研发制造水平，未来客车出口仍将维持量价齐升的趋势。

图 14：30 座以上客车出口单价

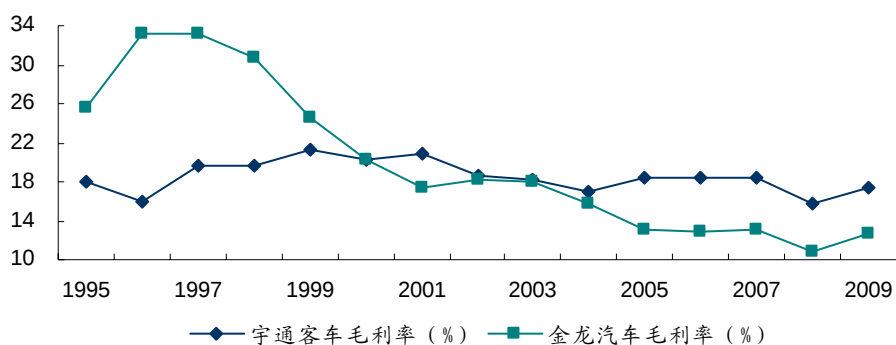


资料来源：中原证券，CAAM

## 5. 优秀的管理能力提升盈利水平

客车行业相对分散，竞争异常激烈，导致行业毛利率缓慢下降。这可以从宇通客车和金龙汽车历年毛利率走势中看出。除了较特殊的 2008 年，近几年来宇通客车毛利率保持在 18% 上下。

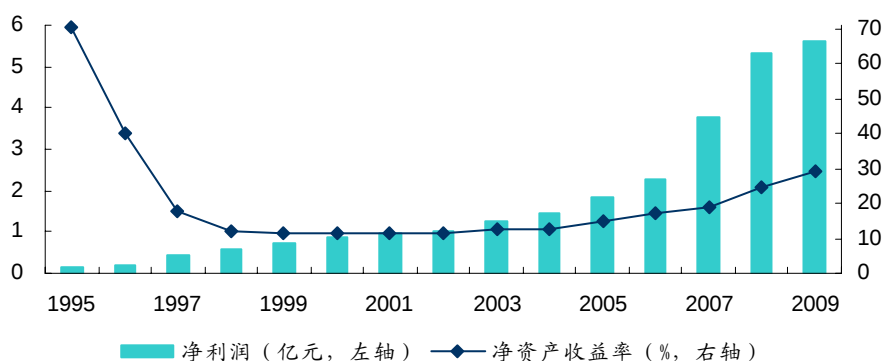
图 15：宇通客车与金龙汽车毛利率比较



资料来源：中原证券，WIND

虽然毛利率整体稳定并略有下滑，但净利润始终保持增长趋势，即使在行业景气下行阶段也没有中断，而且近几年净资产收益率逐年提升，表现异常稳定。我们认为这是公司优秀管理能力带来的结果。

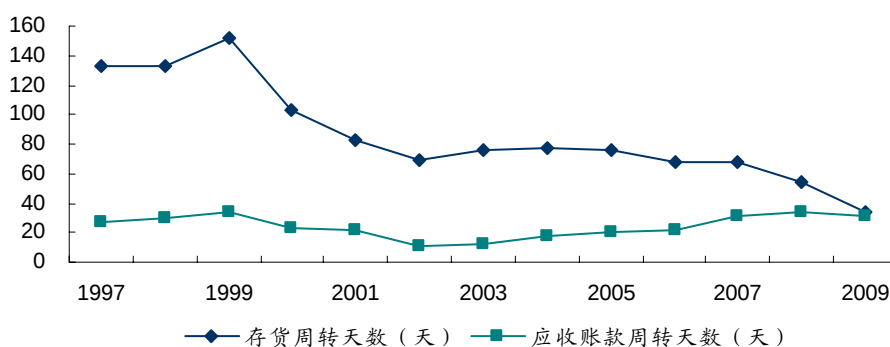
图 16: 净利润与净资产收益率



资料来源：中原证券，WIND

优秀的管理能力一方面体现在营业周期上。上市以来公司营业周期大幅压缩，从1997年160天下降到2009年的65天。其中应收账款周转天数稳定在30天左右，而存货周转天数大幅下降了近100天。营业周期的大幅压缩既可以加强资金回流，提高资金利用效率，还有利于控制产品成本，减少减值损失。

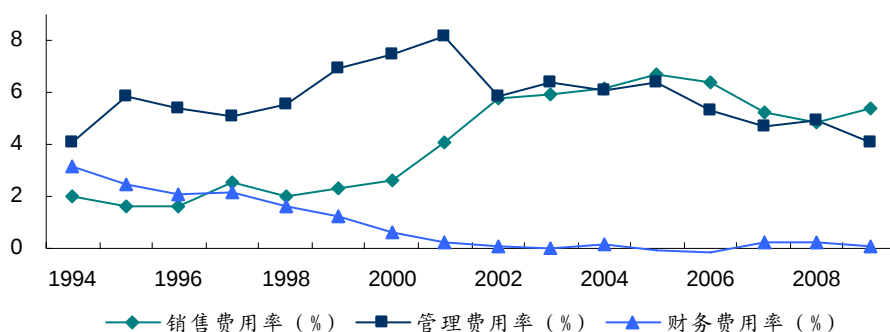
图 17: 存货与应收账款周转天数



资料来源：中原证券，WIND

管理能力还体现在期间费用率上。近几年销售费用率和管理费用率处于下降趋势中，而财务费用几乎为零。正是期间费用率的下降导致销售净利率和净资产收益率的提升。

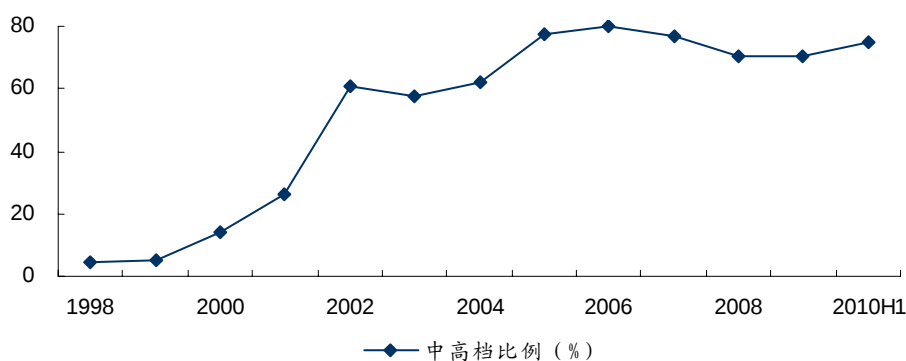
图 18: 期间费用率



资料来源：中原证券，WIND

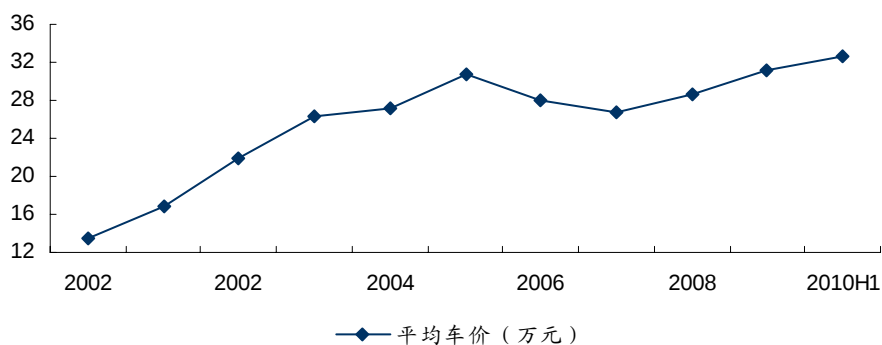
我们认为公司还将受益于自身优秀的管理能力，在竞争中保持优势地位。未来随着产品品质的进一步提升、出口比例上升、自产零部件增加，盈利能力还将有所提高。

图 19: 中高档客车销量比例



资料来源：中原证券，公司资料

图 20: 客车销售单价

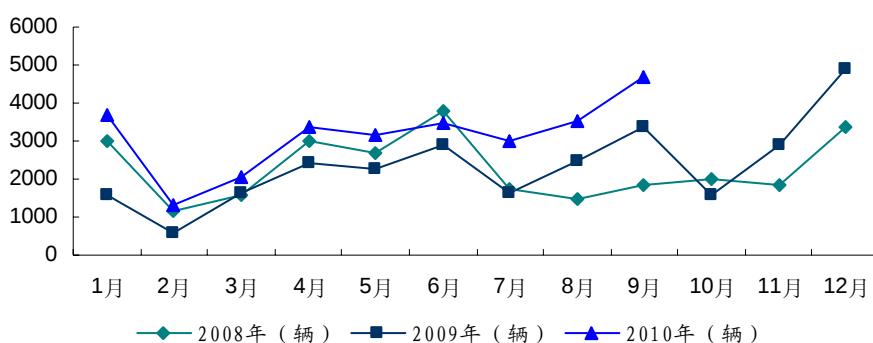


资料来源：中原证券，公司资料

## 6. 新市场开拓造就良好成长性

一方面，根据分析，客车行业还将保持稳定增长；另一方面，公司在公路客车基础上，还将加强公交、旅游客车市场开发，开拓校车等新领域市场，增加出口，市场占有率继续提高。因此公司还将保持良好的成长性。

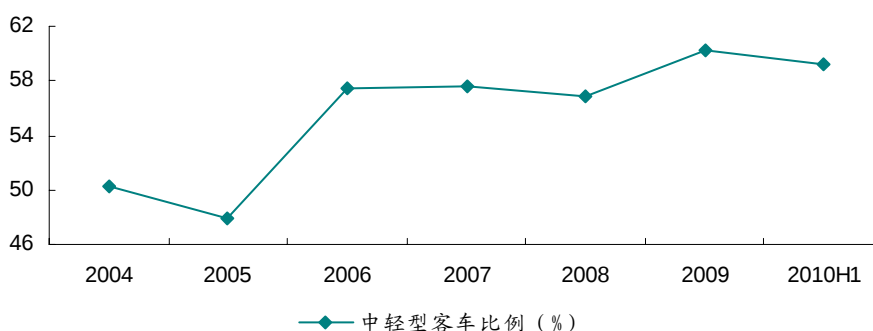
图 21：公司月度客车销量



资料来源：中原证券，公司资料

随着高铁干线及动车开通运营，干线交通枢纽与周边的短途接驳客运与旅游市场也随着得以发展，对适合短途运输的中轻型客车需求有较较大提升作用。公司自 2007 年开始进入轻型客车市场，轻型客车销量增长较快，2009 年销量已经达到 3481 辆。未来产能扩张后，公司进一步加强对这一市场的渗透。

图 22：中轻型客车销量比例



资料来源：中原证券，公司资料

公交车是公司近几年重点拓展的市场之一。2009 年公司试制完成国内首辆全铝车身公交车，其车身重量减轻约 46%，可有效降低了油耗；开发的混合动力客车在郑州、杭州等城市实现批量销售。公司凭借强大的营销能力，将在二三线公交车市场占据重要地位。

校车也是公司着力开拓的细分市场。目前国内通过校车接送学生还处

于起步阶段，所用校车也使用普通客车或者稍加改装，不能很好满足校车对配置和安全性能的要求。随着国家和社会对学生交通安全的重视，预计未来该细分领域将实现大幅增长。公司参与制定的《专用小学生校车安全技术条件》已经在今年开始实施。该标准的实施将促进校车业务的发展。目前公司校车产品已经在河南等地实现批量销售。

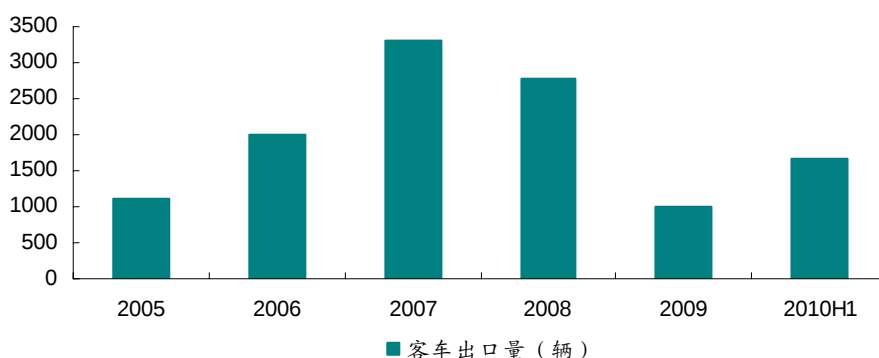
图 23: 公司开发的校车产品



资料来源：中原证券

宇通客车出口增长的趋势也很明显。虽然 2009 年出口量大幅下滑，但 2010 年上半年出口量已经达到 1670 辆，高于去年全年。预计全年将超过 2007 年水平。随着整车电泳生产线的投产，公司产品品质进一步提升，有利于扩大出口范围。

图 24: 宇通客车历年出口量

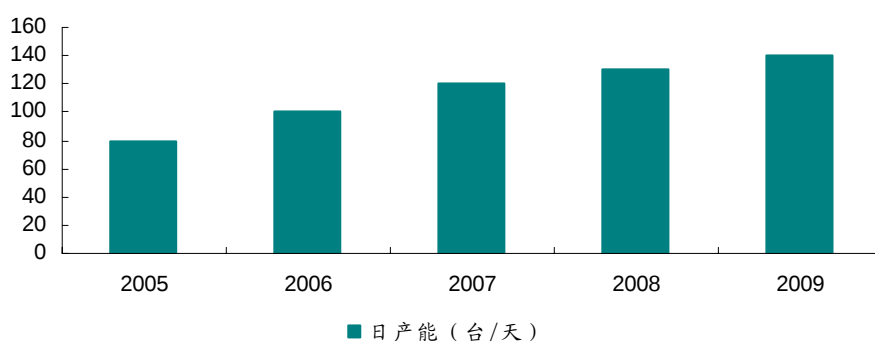


资料来源：中原证券，公司资料

与增长良好的需求相比，目前公司最大的问题是产能瓶颈。现有生产线设计总产能为 30000 辆。虽然通过技术改造、加班加点和流程改造等各项措施，稳定日产能达到 140 台/天，但仍不能满足高峰时期的需求。公司已经通过调整淡季旺季排产安排来提升实际产能。

根据董事会决议，公司将新建生产线，新增年产能 2 万辆。目前项目处于建设前期阶段。有望在 2012 年逐步建成达产，将缓解产能瓶颈问题。

图 25: 近几年日产能变化



资料来源：中原证券，公司资料

## 8. 盈利预测

在国内需求稳步增长的基础上，公司市场占有率有望继续提升，出口销售形势良好，单车价格上升，因此公司收入增速将超越行业水平。近期行业客车销量增势良好，并呈现淡季不淡特点。公司在产能不足的限制条件下，也在积极调整排产，最大程度满足客户订单。预计全年公司销量将达到3.5万辆，同比增长24%。我们预计2010-2011年公司营业收入分别增长33.5%和12.2%，净利润分别增长43.0%和13.6%，同期EPS分别为1.55元和1.76元，对应市盈率分别为13.88倍和12.21倍，维持“增持”评级。

## 9. 风险提示

- 铁路对公路客运市场挤压超出预期;
- 原材料价格大幅上涨;
- 出口业务达不到预期。

表 2: 财务报表预测

| 利润表 (百万元)     |       |       |       |       | 资产负债表 (百万元) |       |       |       |       |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
|               | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |             | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 营业收入          | 8782  | 11724 | 13153 | 14628 | 货币资金        | 717   | 1008  | 1345  | 1851  |
| 营业成本          | 7259  | 9692  | 10874 | 12094 | 交易性金融资产     | 309   | 309   | 309   | 309   |
| 毛利            | 1522  | 2031  | 2279  | 2534  | 应收账款        | 981   | 1256  | 1409  | 1567  |
| % 营业收入        | 17.3% | 17.3% | 17.3% | 17.3% | 存货          | 758   | 994   | 1116  | 1242  |
| 营业税金及附加       | 39    | 52    | 58    | 65    | 预付账款        | 86    | 116   | 130   | 144   |
| % 营业收入        | 0.4%  | 0.4%  | 0.4%  | 0.4%  | 其他流动资产      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 销售费用          | 470   | 574   | 644   | 717   | 流动资产合计      | 3395  | 4409  | 5124  | 6020  |
| % 营业收入        | 5.4%  | 4.9%  | 4.9%  | 4.9%  | 可供出售金融资产    | 569   | 569   | 569   | 569   |
| 管理费用          | 358   | 469   | 526   | 585   | 持有至到期投资     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入        | 4.1%  | 4.0%  | 4.0%  | 4.0%  | 长期股权投资      | 83    | 83    | 83    | 83    |
| 财务费用          | 9     | -4    | -6    | -8    | 投资性房地产      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入        | 0.1%  | 0.0%  | 0.0%  | -0.1% | 固定资产合计      | 1073  | 1112  | 1346  | 1465  |
| 资产减值损失        | 40    | 30    | 11    | 11    | 无形资产        | 221   | 217   | 213   | 210   |
| 公允价值变动收益      | 5     | 0     | 0     | 0     | 商誉          | 5     | 5     | 5     | 5     |
| 投资收益          | 32    | 15    | 20    | 25    | 递延所得税资产     | 103   | 4     | 1     | 2     |
| 营业利润          | 643   | 925   | 1065  | 1189  | 其他非流动资产     | 57    | 57    | 57    | 57    |
| % 营业收入        | 7.3%  | 7.9%  | 8.1%  | 8.1%  | 资产总计        | 5507  | 6457  | 7400  | 8411  |
| 营业外收支         | 10    | 12    | 0     | 0     | 短期贷款        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额          | 654   | 937   | 1065  | 1189  | 应付款项        | 2443  | 3263  | 3660  | 4071  |
| % 营业收入        | 7.4%  | 8.0%  | 8.1%  | 8.1%  | 预收账款        | 132   | 176   | 197   | 219   |
| 所得税费用         | 86    | 131   | 149   | 166   | 应付职工薪酬      | 155   | 202   | 227   | 253   |
| 净利润           | 567   | 806   | 916   | 1023  | 应交税费        | 144   | 73    | 83    | 93    |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 563   | 806   | 915   | 1022  | 其他流动负债      | 194   | 256   | 288   | 320   |
| % 营业收入        | 6.4%  | 6.9%  | 7.0%  | 7.0%  | 流动负债合计      | 3068  | 3971  | 4455  | 4955  |
| 少数股东损益        | 4     | 0     | 0     | 0     | 长期借款        | 6     | 6     | 6     | 6     |
| BPS (元/股)     | 1.08  | 1.55  | 1.76  | 1.97  | 应付债券        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 现金流量表 (百万元)   |       |       |       |       | 递延所得税负债     | 33    | 0     | 0     | 0     |
|               | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E | 其他非流动负债     | 226   | 226   | 226   | 226   |
| 经营活动现金流净额     | 73    | 1220  | 1206  | 1336  | 负债合计        | 3334  | 4203  | 4687  | 5187  |
| 取得投资收益收回现金    | 4     | 15    | 20    | 25    | 归属于母公司所有者权益 | 2168  | 2248  | 2706  | 3218  |
| 长期股权投资        | 0     | 0     | 0     | 0     | 少数股东权益      |       |       |       |       |
| 无形资产投资        | 0     | -5    | -5    | -5    | 股东权益        | 6     | 6     | 6     | 6     |
| 固定资产投资        | -245  | -217  | -432  | -346  | 负债及股东权益     | 2174  | 2254  | 2712  | 3224  |
| 其他            | -139  | 0     | 0     | 0     | 基本指标        |       |       |       |       |
| 投资活动现金流净额     | -383  | -207  | -417  | -326  |             | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 债券融资          | 0     | 0     | 0     | 0     | EPS         | 1.084 | 1.550 | 1.762 | 1.967 |
| 股权融资          | 0     | 0     | 0     | 0     | BVPS        | 4.17  | 4.32  | 5.21  | 6.19  |
| 银行贷款增加(减少)    | 1     | 0     | 0     | 0     | PE          | 19.85 | 13.88 | 12.21 | 10.94 |
| 筹资成本          | -334  | -721  | -452  | -504  | PEG         | 0.90  | 0.63  | 0.56  | 0.50  |
| 其他            | -155  | 0     | 0     | 0     | PB          | 5.16  | 4.97  | 4.13  | 3.48  |
| 筹资活动现金流净额     | -489  | -721  | -452  | -504  | EV/EBITDA   | 12.51 | 9.18  | 7.77  | 6.59  |
| 现金净流量         | -799  | 291   | 337   | 506   | ROE         | 26.0% | 35.8% | 33.8% | 31.8% |

资料来源: 中原证券

### 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。