

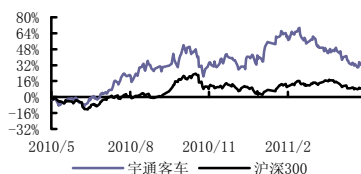


消费品及服务 - 汽车及配件

2011 年 5 月 24 日

市场数据	2011 年 5 月 23 日
当前价格 (元)	20.89
52 周价格区间 (元)	14.69-27.28
总市值 (百万)	10860.54
流通市值 (百万)	10860.54
总股本 (百万股)	519.89
流通股 (百万股)	519.89
日均成交额 (百万)	123.32
近一月换手 (%)	11.86%
第一大股东	郑州宇通集团有限公司
公司网址	http://www.yutong.com

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
宇通客车	-11.45%	-19.65%	35.74%
沪深 300	-8.39%	-4.78%	9.18%

赵晓闯

执业证书号: S1030511010004

0755-83199599-8267

zhaoxc@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 赵晓闯, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

价值洼地的客车行业龙头

——宇通客车 (600066) 深度研究报告

评级: 买入

预测指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	13479	15747	19011	23276
同比增速	53%	17%	21%	22%
净利润 (百万元)	860	1124	1403	1732
同比增速	53%	31%	25%	23%
毛利率	17.3%	17.8%	18.0%	18.0%
ROE	34.6%	32.6%	28.9%	26.3%
EPS (未考虑配股)	1.65	2.16	2.70	3.33

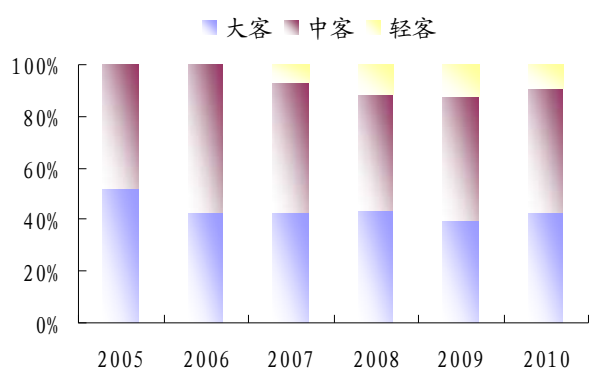
- **客车行业增长动因仍在。**长期看, 城镇化率提高是客车行业增长的基本动因, 而我国目前城镇化率 47.5%, 仍有很大提升空间。预计 “十二五” 期间旅游客车复合年增速超过 20%, 城市公交客车复合年增速约 15%, 长途客车复合年增速约 10%。此外节能、新能源客车及专用校车等新领域, 都可望成为客车行业增长动力。
- **公司大中客车龙头地位稳定, 占有率可望提升。**2010 年公司大中型客车销量占有率达 31.5%, 龙头地位稳定。在 2010 公司大中客销量大幅增长 51.3% 并超越行业增速情况下, 2011 增速会趋缓, 但预计公司总销量增速仍可望超越行业而达到约 15%。
- **产能扩张打开未来增长空间。**公司 2010 年产能就很紧张, 基本设计产能 3 万辆而实际生产 41894 辆, 产能利用率达到 139%。公司产能规划包括配股项目 6000 辆节能型客车 (纯电动、混合动力) 和 4000 辆新能源客车 (主要为公交车), 预计 2012 年下半年后开始量产; 5000 辆专用客车项目, 预计 2012 年前可量产; 20000 辆客车技术改造项目, 目前处于征地阶段, 预计 2012 年后逐步量产。
- **2011 年产品结构将继续上移, 盈利能力加强。**2011 年在建设项目尚不能达产, 产能继续紧张的情况下, 预计公司仍将通过订单控制提高中高档大中型客车产销量, 控制成本提高价格等方式来加强盈利能力, 2011 毛利率可望从 2010 年的 17.3% 提升到 17.8%。
- **处于价值洼地:** 我们预测 2011-2013 年公司实现的 EPS 分别为 2.16 元、2.70 元和 3.33 元, 按 5 月 23 日 20.89 元收盘价, 对应 2011-2012 年的动态市盈率分别为 9.7 倍和 7.7 倍, 在客车行业中估值最低; 考虑公司在客车行业的龙头地位, 历史业绩的优异表现, 以及产能扩张带来增长空间和节能新能源客车、校车等潜在增长点的预期, 给予公司 “买入” 评级。
- **风险提示:** 产能扩张进度低于预期; 原材料价格大幅波动影响公司盈利能力; 受宏观经济或行业政策影响客车需求大幅波动。

公司为国内客车行业龙头

公司主要业务包括大、中、轻型客车生产销售，其中以大中型客车及中高档客车为主。下游应用领域包括公路客运、公交客运、旅游团体及各种专用客车。

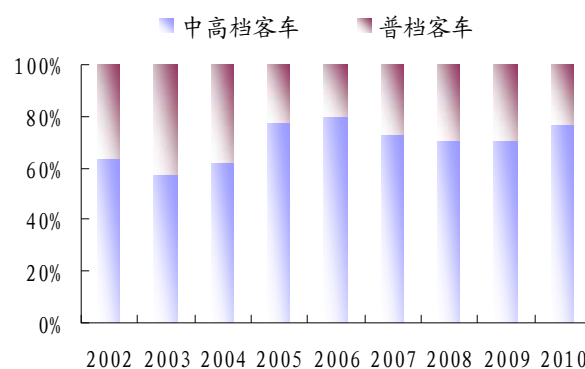
2010 年公司销售客车达 4.1 万辆，位居中国客车企业第一，其中大型客车占总销量 42.7%，中型客车占总销量 48.1%，大中型客车产量的行业占有率达到 31.5%。公司所产客车以中高档为主，2010 年所销售客车中中高档占比达到 76.8%。公司所产客车已出口到古巴、南美、中东、俄罗斯等地，2010 年海外收入占比为 6.9%。

Figure 1 公司业务以大中型客车为主



数据来源：公司年报、世纪证券研究所

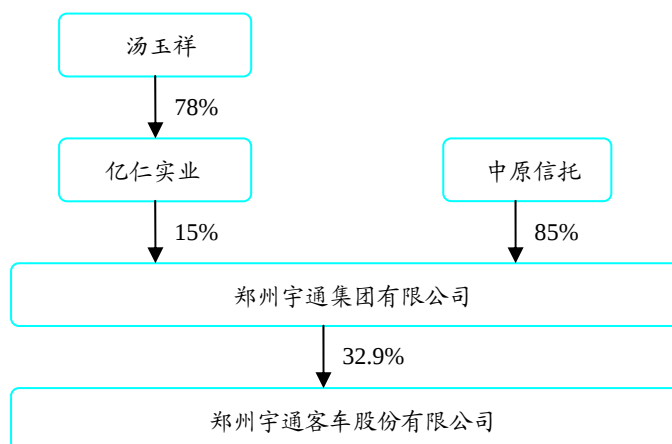
Figure 2 公司业务以中高档客车为主



数据来源：公司年报、世纪证券研究所

公司管理层为实际控制人。中原信托拥有 85% 的集团公司股份，由于中原信托持股为管理层自然人信托持股，故上市公司的实际控制人为管理层。

Figure 3 公司管理层为实际控制人

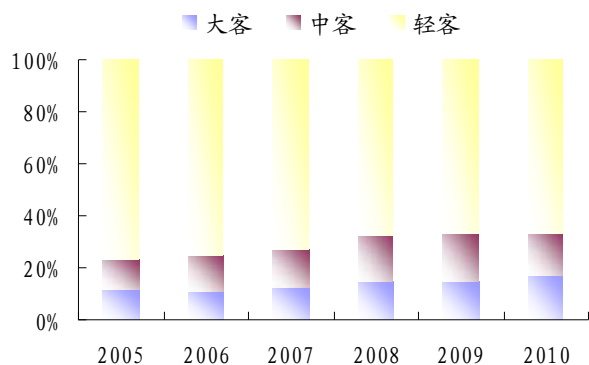


资料来源：公司年报

客车行业：增长动因仍在

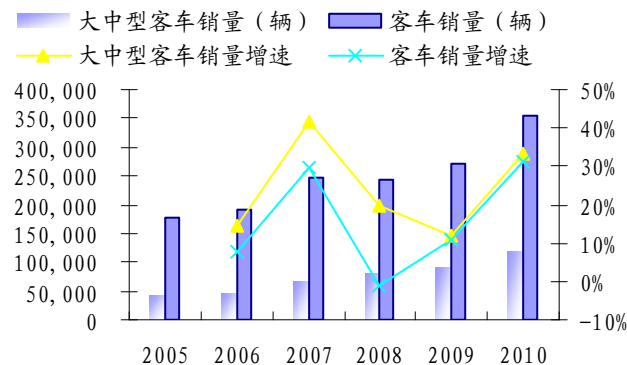
“十一五”期间大中型客车增长相对较快。2005-2010 年，客车行业销量复合年增速为 15.03%，而其中大中型客车销量年复合增速为 23.8%，大中型客车销量占总客车销量从 2005 年的 23.1% 增加到了 2010 年的 33.3%。

Figure 4 大、中、轻型客车销量比例



数据来源：wind、世纪证券研究所

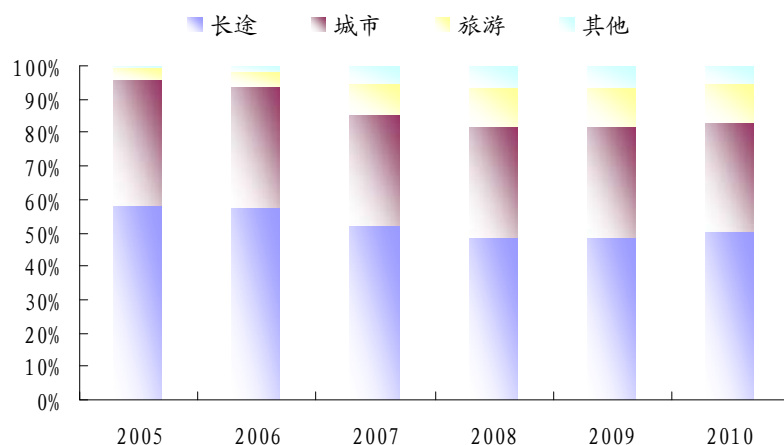
Figure 5 大中型客车销量及增速



数据来源：wind、世纪证券研究所

大中型客车细分领域中，长途客车及城市客车占比趋降，旅游客车占比上升。2005-2010 年，长途大中型客车、城市大中型客车销量占大中型客车销量分别从 2005 年的 58.1%、37.9% 下降到 2010 年的 50%、33.3%，而旅游大中型客车销量占比从 2005 年的 3.3% 上升到 2010 年的 11.4%，呈明显增长趋势。

Figure 6 大中型客车细分领域占比

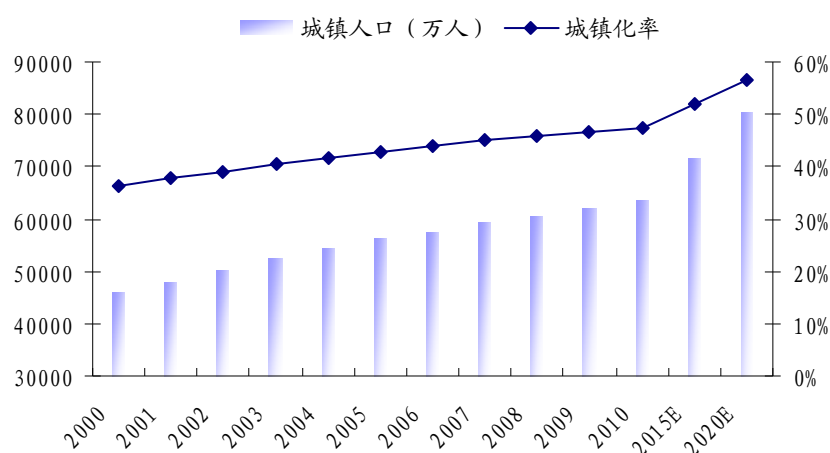


数据来源：wind、世纪证券研究所

城镇化率不断提升是我国客车行业增长的基本动因。随着城市基础建设的不断深化，二三线中小城市及卫星城市的建设，以及城镇经济圈及中

西部城镇建设不断深入，城镇人口规模的扩大及人口流动对城市公交及公路客车交通出行的需求越来越高。长期看，城镇化的不断提升是客车需求的基本动因。随着经济的高速发展，我国城镇化率水平已从 2000 年的 37.66% 上升到 2009 年的 46.59%，相当于 1964 年日本和 1974 年韩国的城镇化水平，只有英国和美国城镇化率的一半，也低于 49.9% 的全球平均水平。我国的城镇化是项长期战略，城镇化率水平还有很大的提升空间，预计 2015 年、2020 年我国城镇化率将分别达到约 52%、56.5% 的水平，这提供了客车行业稳定增长的基础。

Figure 7 我国城镇化率及其趋势



数据来源：国家统计局、世纪证券研究所

城市公交客车仍有较大增长空间。

随着城市人口规模及私车拥有量的不断增加，城市公共交通压力越来越远，提高公交出行分担率成为重要治堵措施。根据城市公共交通“十二五”发展规划，“十二五”末，全国公共汽电车保有总量将达 60 万辆，较 2010 年新增约 20 万辆，万人公交车拥有量在 100 人口以下城市、100-300 万人口城市及 300 万人口以上城市将分别达到 10 辆、12 辆及 15 辆以上（2010 年我国城镇万人公交车拥有量为 6.3 辆），以缓解城市公交运力不足的问题。

“十一五”末公交客车的市场保有量约 40 万辆，国家规定公交客车的报废年限为 8-10 年，但实际平均报废年限约 6-8 年，预计“十二五”期间现有公交客车将有 70% 需要更新，则更新总量约为 28 万辆。

新增公交客车需求 20 万辆，更新需求 28 万辆，“十二五”期间公交客车的总需求约为 48 万辆，平均年需求量将达到 9.6 万辆。2010 年公交客车销量为 5 万多辆，未来几年仍有较大发展空间。“十一五”

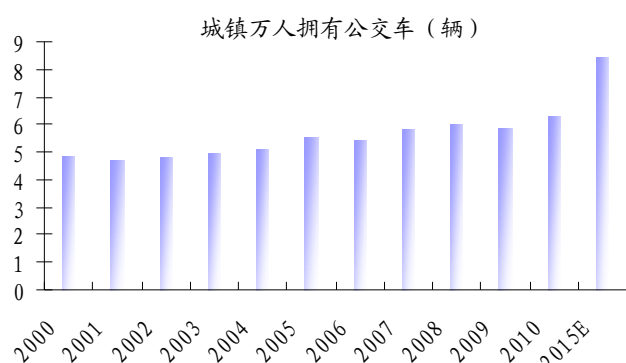
期间公交客车销量年复合增速达 20.6%，预计“十二五”期间将保持年复合 15%左右增速。

Figure 8 “十二五”城市公交规划目标

	公交出行分担率	公共汽车平均运营时速	万人公交车拥有量
1000万人口以上城市	40%以上		
300万人口以上城市	35%以上	15公里以上	15辆以上
100-300万人口城市	25%以上	20公里以上	12辆以上
100万人口以下城市	15%以上	25公里以上	10辆以上

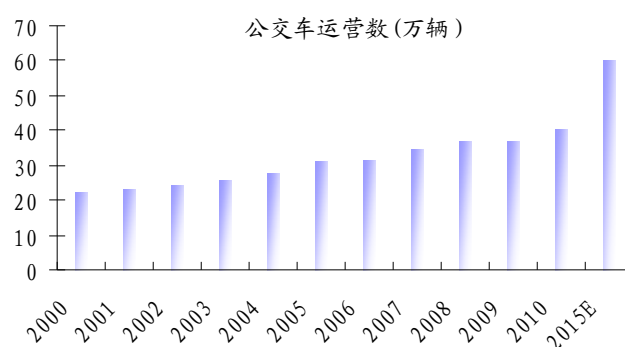
数据来源：公共交通“十二五”发展规划纲要、世纪证券研究所

Figure 9 我国城镇每万人拥有公交车量



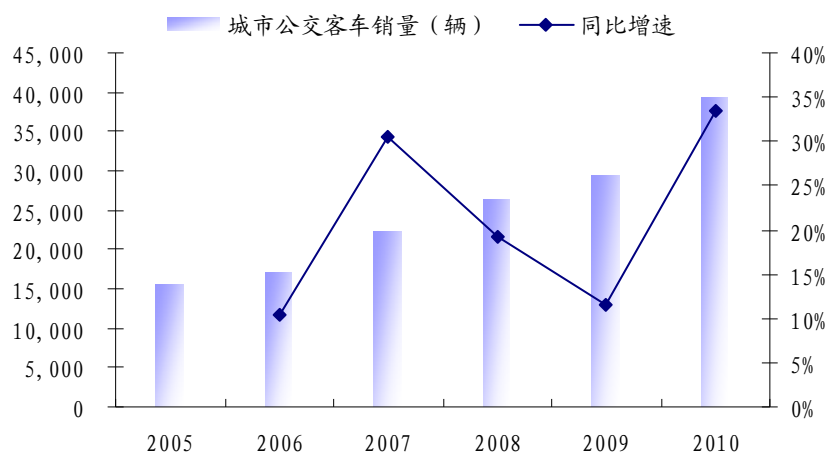
数据来源：国家统计局、世纪证券研究所

Figure 10 我国城市公交车运营量



数据来源：国家统计局、世纪证券研究所

Figure 11 我国城市公交车销量及增速



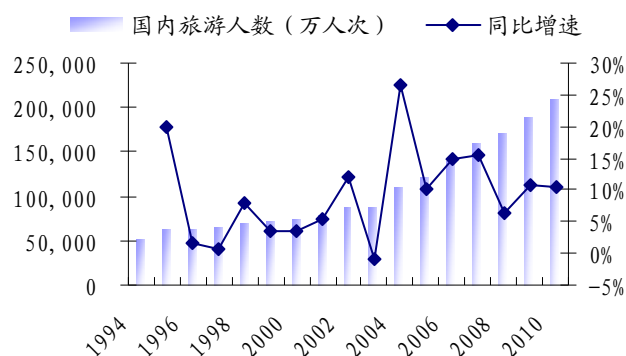
数据来源：wind、世纪证券研究所

旅游客车需求将保持较快增长，为客车细分领域增长最快品种。

随着我国经济的快速发展和人民收入水平的提高，人们对旅游消费的需求逐步提升，2010 年我国国内旅游人数达 21 亿人次，同比增长 10.6%；旅游业收入 1.56 万亿元，占 GDP 超过 4%。“十二五”旅游规划中要求到 2015 年，旅游市场规模进一步扩大，国内旅游人数达 33 亿人

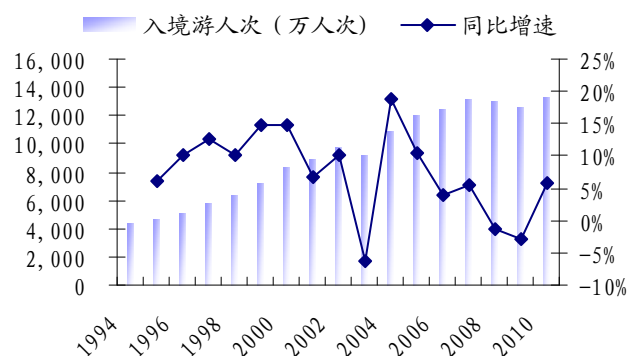
次，年复合增长 10% 以上，这将带动旅游客车的快速增长。“十一五”期间旅游客车销量年复合增速达 58.5%，保守估计“十二五”期间将保持年复合 20% 以上增速。

Figure 12 我国国内旅游人数



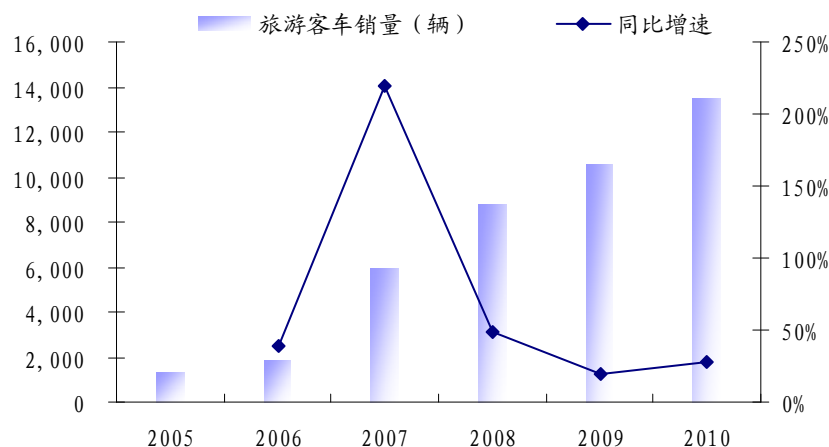
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 13 我国入境旅游人数



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 14 我国旅游客车销量



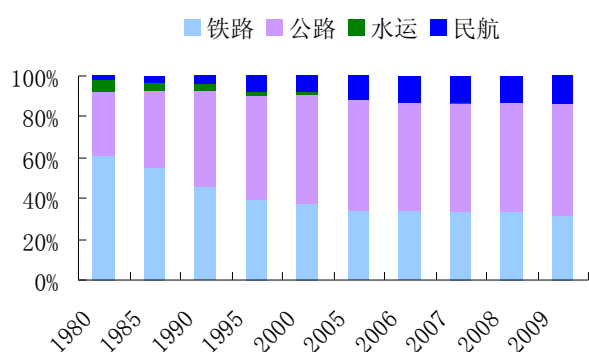
数据来源: wind、世纪证券研究所

长途客车会受到高铁建设一定影响，但总体来说铁路公路是互补关系，不会改变整个客运结构。

铁路客运的平均运输距离约 500 公里，而公路客运的平均运输距离约 50 公里；铁路运输以骨干长途运输路线为主，而公路以城际、支线运输为主。“十一五”期间长途客车销量年复合增速为 20.1%，预计“十二五”期间长途客车销量年复合增速仍可达到 10% 左右的增长。

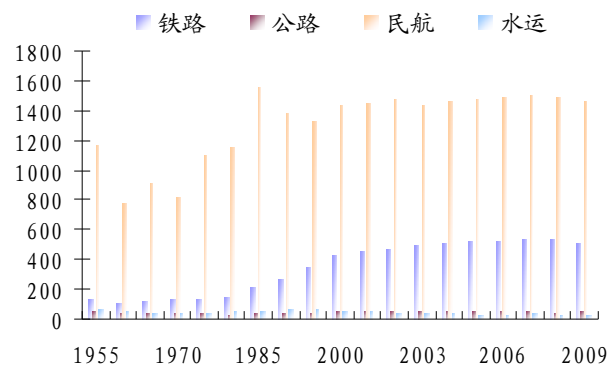
11-12 米为主体的长途公路客车及以 6-7 米为主体的农村公路客运是公路客车的两个较大细分市场，随着农村公路建设加快，预计 6-7 米城乡客运车将是未来 5 年的客车市场增长点，11-12 米大型公路客车有向高端化走的发展趋势，宇通这类有实力企业将在消费升级背景下提升产品结构保持竞争力。

Figure 15 各运输方式客运周转量占比



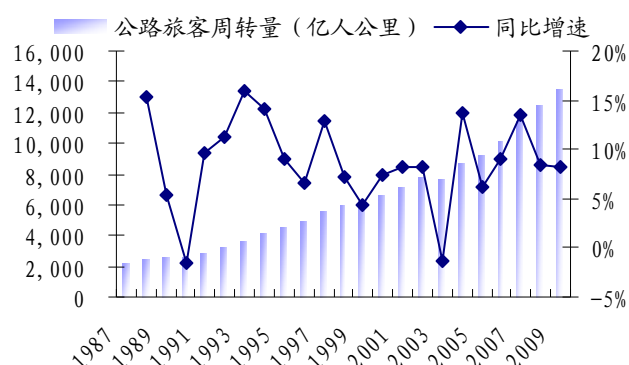
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 16 各种运输方式客运平均运输距离 (单位: 公里)



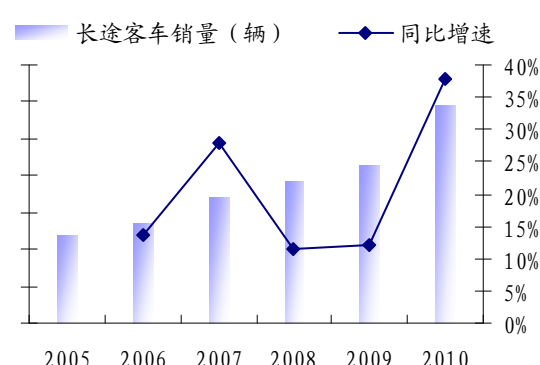
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 17 我国公路旅客周转量



数据来源: wind、世纪证券研究所

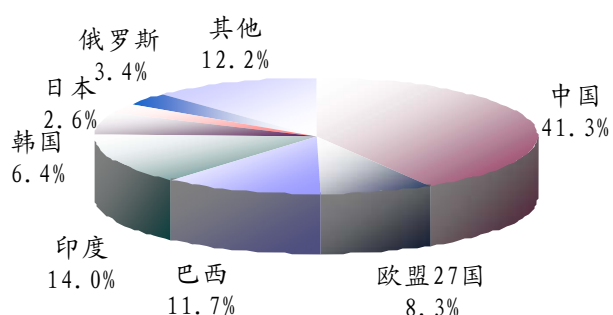
Figure 18 我国长途客车销量



数据来源: wind、世纪证券研究所

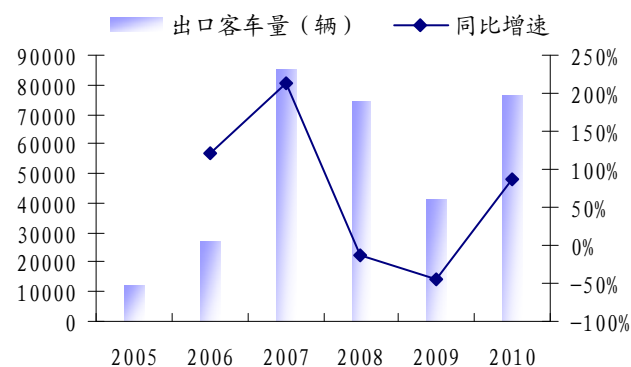
出口方面,我国客车生产优势明显,出口潜力大。2007 年我国出口客车 85106 辆达到峰值,之后由于金融危机需求下降,出口随之大幅下降,2010 年出口恢复到 2008 年水平。2010 年,我国 8 座以上客车产量已经占到全球的 41.3%,是全球最大的客车生产基地。我国客车生产中人工成本占比不到 10%,而国外客车企业人工成本占比约 20%,虽然我国人工成本也逐步上升,但相比国外仍有很大优势,出口潜力很大。

Figure 19 2010 年各国家地区大 8 座以上客车产量比例



数据来源: 世界汽车组织、世纪证券研究所

Figure 20 我国客车出口量



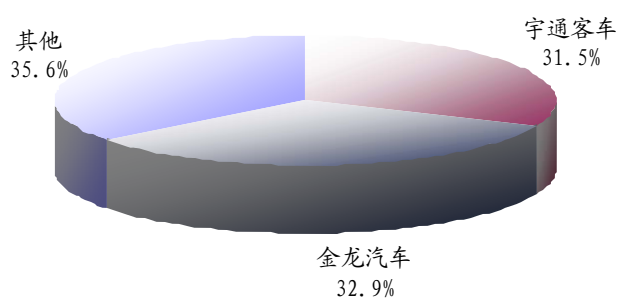
数据来源: 中经网统计数据库、世纪证券研究所

公司大中型客车龙头地位稳固，未来行业集中度将趋于集中

大中型客车行业基本是双寡头竞争态势，公司和金龙汽车（苏州金龙、厦门金龙、厦门金旅）占据前两位。2010 年公司和金龙汽车大中型客车市场占有率达到 64.4%，龙头地位显著。以公交车市场为例，2010 年公司市场份额达到 14.83%，比 2009 年增加了 6.53 个百分点，前十位企业市场占有率也增加了 7.62 个百分点。由于公司在成本控制、产能及品牌方面的优势，市场份额有进一步提升的趋势。

政策准入壁垒利于公司龙头地位进一步稳固加强。2010 年 12 月工信部发布《商用车生产企业及产品准入管理规则》，对新建商用车企业提出包括生产能力和条件、产品设计开发能力、生产一致性能力及售后服务能力等一系列准入条件。最重要的具体条件包括生产能力门槛：大中型客车不少于 5000 辆，轻型客车不少于 5 万辆。目前仅有公司和金龙汽车大中型客车产量超过 5000 辆，这就给新进入企业设置了较高门槛，利于打破各客车企业的地方保护和行业整合升级，行业集中度将进一步提升，公司的龙头地位将进一步稳固加强。

Figure 21 大中型客车市场占有率



数据来源：wind、世纪证券研究所

Figure 22 我国公交客车销量前十位企业

	2010 (1-11月)	份额	2009 (1-11月)	份额
0 郑州宇通客车	7352	14.83%	3138	8.30%
1 苏州金龙汽车	4245	8.56%	2718	7.19%
1 厦门金龙联合	2979	6.01%	1954	5.17%
1 丹东黄海汽车	2670	5.38%	1702	4.50%
产 重庆恒通客车	2639	5.32%	1985	5.25%
能 上海申沃客车	1961	3.95%	2292	6.06%
仍 中通客车控股	1804	3.64%	1067	2.82%
紧 安徽安凯汽车	1519	3.06%	871	2.30%
张 河南少林汽车	1432	2.89%	1641	4.34%
江苏亚星汽车	1415	2.85%	1110	2.94%
合计	28016	56.49%	18478	48.87%

数据来源：中国巴士网、世纪证券研究所

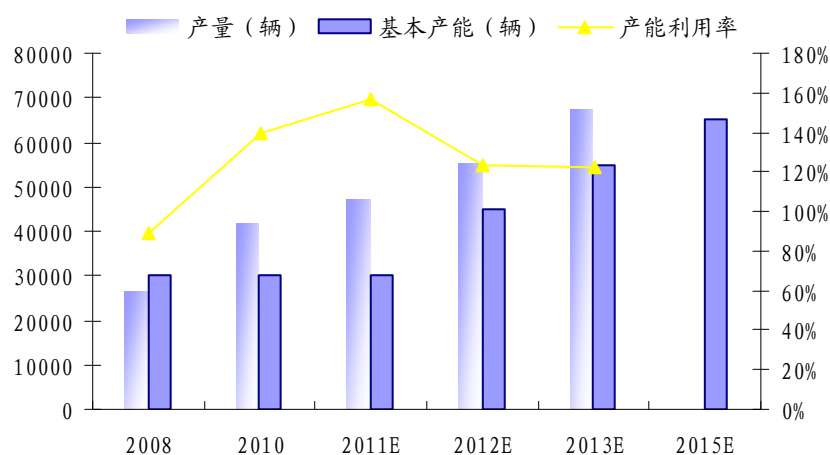
产

产能扩张规划打开未来增长空间。

由于 2007 年高峰期后行业趋缓，大部分客车企业产能都未有增加，宇通的设计产能也停留在 3 万辆的水平，在 2010 年行业大幅恢复的背景下，公司的产能明显紧张，产能已成为影响公司增长的主要因素。2010 年公司通过生产线布局优化、物流效率提升以及临时加开夜班生产等多种方式，实际生产 41894 辆，产能利用率达到 139%，产能瓶颈凸显。

公司的产能扩张进程。公司产能规划中主要包括配股项目 6000 辆节能型客车（纯电动、混合动力）和 4000 辆新能源客车（主要为公交车），预计 2012 年下半年后开始量产；5000 辆专用客车项目，预计 2012 年前可量产；20000 辆客车技术改造项目，目前处于征地阶段，预计 2012 年后逐步量产。

Figure 23 公司客车产能情况



数据来源：公司公告、世纪证券研究所

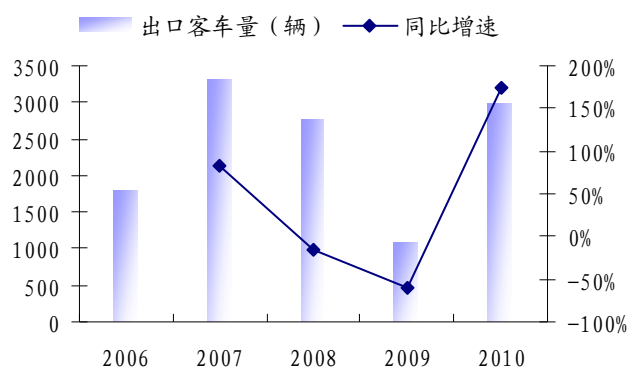
出口：目前以品牌建设为主，未来潜力大

公司出口战略目前以建设品牌为主。

公司目前的出口市场主要是中东、俄罗斯、南美、古巴等市场，逐步向欧美市场进军。公司外市场拓展着眼长远利益，不仅关注产品销量，更注重品牌、网络服务等建设。

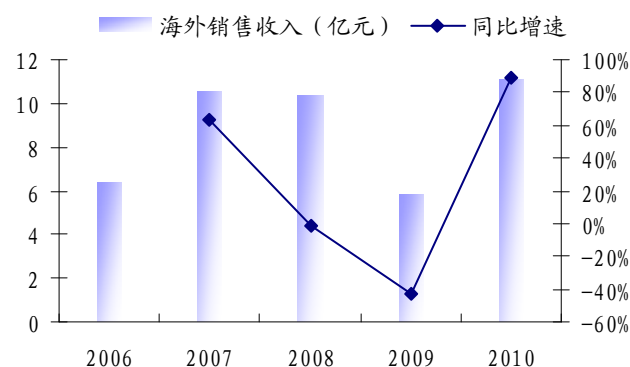
2007 年后，由于金融危机影响国外需求萎缩，公司出口量下滑，2010 年出口开始反弹。由于公司目前产能紧张，预计 2011 年出口恢复到金融危机前水平，不会大量增长。但长远看，国内客车企业生产成本优势明显，加上技术、服务能力提高，出口潜力很大。公司作为国内企业客车龙头，随着品牌建设、服务网络拓展，出口业务将不断发展，海外销售收入占公司收入比重会不断提高。

Figure 24 公司出口客车量



数据来源：公司股东大会资料、世纪证券研究所

Figure 25 公司海外销售收入



数据来源：公司股东大会资料、世纪证券研究所

积极拓展多元增长点

新能源客车

根据城市公共交通“十二五”发展规划纲要，“十二五”期间新增的城市公交车辆将全部实现国三及以上排放标准，新能源城市公共交通工具使用比例达到 5% 以上。2009 年 3 月《汽车产业调整振兴规划》的目标中提出电动汽车产销形成规模的重大战略目标，通过改造现有生产能力，形成 50 万辆纯电动、充电式混合动力和普通型混合动力等新型汽车产业，2009 年全国新能源公交车的销量仅为 3,000 辆左右。

公司在国内并不是最先涉入新能源客车的企业，但公司凭借深厚的客车技术底蕴和积极研发，已顺利研制出 12 款混合动力客车和 4 款纯电动车，产品覆盖 10-18 米城市客车。其中已经取得国家公告的产品有

12 款，正在审批当中的有 2 款，正在申报之中的有 2 款。年初公司已通过董事会决议，拟 10 配 3，募集不超过 25 亿元资金投入节能和新能源客车项目，达到 6,000 辆节能型客车（主要为公交客车）和 4,000 辆新能源客车（混合动力、纯电动客车）的生产规模。预计 2012 年底前开始投产，为公司提供增长新动力。

专用客车

目前中国有 9000 万中小学生，校车的需求将超过 100 万辆，每年的更新数量将达到 10 万至 15 万辆规模。2008 年，全国专用校车（小学生和幼儿校车）的销量仅为 150 辆，2009 年则接近 900 辆，2010 年约 3000 辆，若在教育系统校车市场推广顺利，未来几年我国校车市场或将呈快速增长态势。

公司非常重视校车这一新兴市场，成立了专门的校车研发团队，目前宇通专业校车已经覆盖 6-10 米范围，已在甘肃、山东、河南以及南方一些城市销售。公司 2009 年校车销售不到 100 辆，2010 年销售 1000 多辆校车，在前置发动机专业校车的市场占有率已经达到 51%。公司作为客车龙头企业，客车蓝海的校车市场领域，未来有望成为公司增长的重要一极。

公司具备涉入重卡的可能。

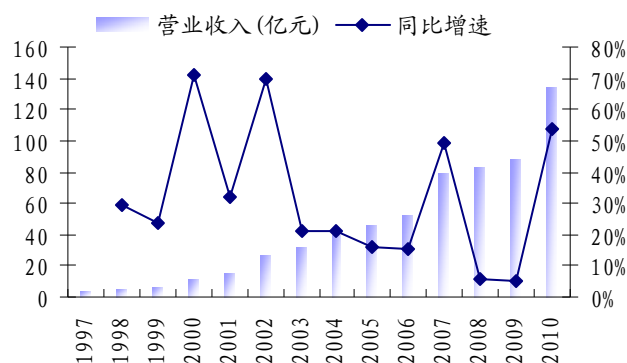
世界著名汽车企业如曼、奔驰、沃尔沃和斯堪尼亚等都是同时在生产客车及重卡，客车和重卡业务具备协同效应。以公司积累的工艺水平和技术实力，具备进入市场规模大一个数量级的重卡市场。《商用车生产企业及产品准入管理规则》对行业进入设置了不小门槛，公司如若能进入重卡业务，将成为国内大型重卡企业，业务空间将大增。

在产能紧张前提下，产品结构上移，盈利能力加强

公司经营稳健。从 1997 年开始上市至今，营业收入及净利润每年都保持增长，营业收入年复合增速 30.2%，净利润年复合增速为 26%，经营稳健。

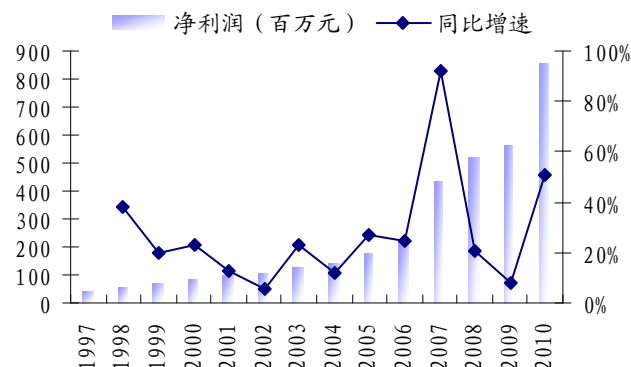
盈利能力表现突出。在同行业可比上市公司中，公司毛利率及净利率最高且相对稳定，盈利能力突出。2011 年一季度原材料价格上升及人工成本增加，各企业毛利率纷纷下滑的情况下，公司仍能维持 2010 年的毛利率水平，可见公司管理控制能力。

Figure 26 公司营业收入



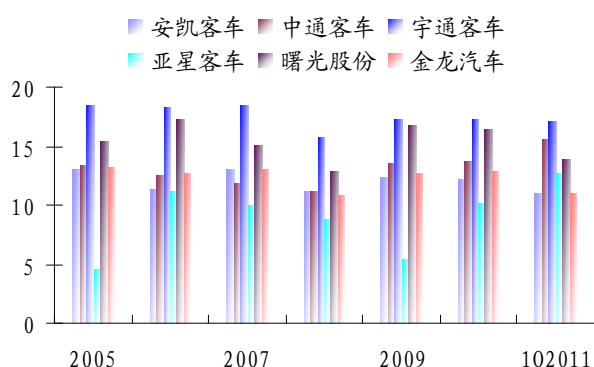
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 27 公司净利润



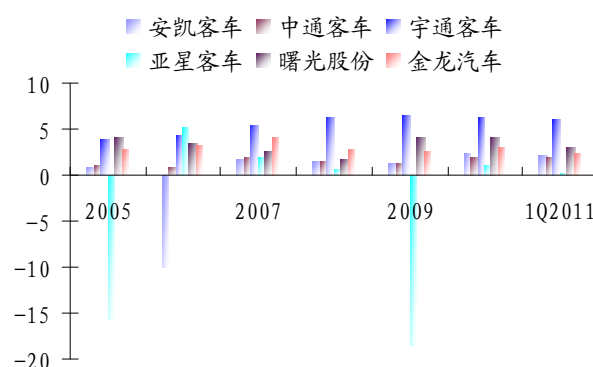
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 28 客车上市公司毛利率 (%)



数据来源: wind、世纪证券研究所

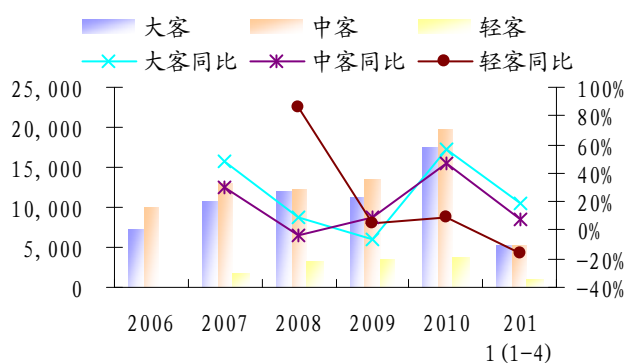
Figure 29 客车上市公司净利率 (%)



数据来源: wind、世纪证券研究所

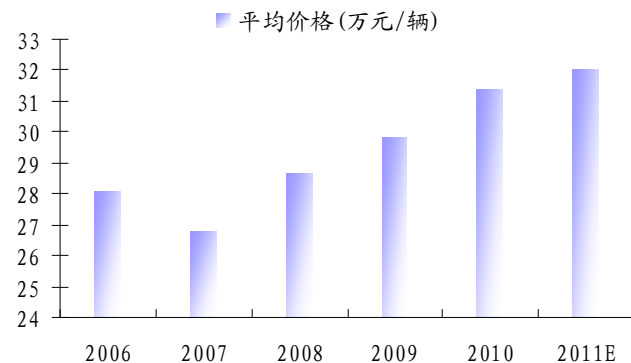
产品结构上移，盈利能力加强。公司在 2010 年产能就很紧张，产能利用率达到 139%。2011 年在产能建设项目尚不能达产，产能继续紧张的情况，预计公司仍将通过订单控制提高中高档大中型客车产销量比重，控制成本提高价格等方式来加强盈利能力。从平均售价看，近年已连续提升。从 2011 年前 4 个月产销情况看，增速虽然同比放缓，但结构上明显向大中型客车倾斜。

Figure 30 公司各类型客车销量 (单位: 辆)



数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure 31 公司客车平均价格



数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

盈利预测及投资评级

关键假设条件:

- 1) 6000 辆节能客车和 4000 辆新能源客车 2012 年下半年开始量产; 5000 辆专用客车产能 2012 年前开始量产, 2 万辆客车产能 2012 年后逐步量产;
- 2) 产能紧张情况下倾向于中高档大中客车, 以高于行业的速度增长;
- 3) 客车平均单价提高, 毛利率趋向上升;
- 4) 暂不考虑未来配股对股本的影响。

根据假设条件我们预测 2011-2013 年公司实现的营业收入分别为 157.47 亿元、190.11 亿元和 232.76 亿元; 实现的净利润分别为 11.24 亿元、14.03 亿元和 17.32 亿元, 实现的 EPS 分别为 2.16 元、2.70 元和 3.33 元。

Figure 32 盈利预测关键假设

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
大客销量(辆)	7,313	10,835	11,885	11,197	17,568	20,730	24,876	30,349
增速		48.16%	9.69%	-5.79%	56.90%	18%	20%	22%
中客销量(辆)	9,899	12,910	12,369	13,508	19,812	22,189	26,184	31,944
增速		30.42%	-4.19%	9.21%	46.67%	12%	18%	22%
轻客销量(辆)		1,777	3,302	3,481	3,789	3,789	4,357	5,011
增速			85.82%	5.42%	8.85%	0%	15%	15%
总销量	17,212	25,522	27,556	28,186	41,169	46,709	55,417	67,304
增速		48.28%	7.97%	2.29%	46.06%	13.46%	18.64%	21.45%
平均单价(万元/辆)	28.1	26.8	28.7	29.8	31.4	32.0	32.5	32.8
客车收入(亿元)	48.35	68.37	78.97	84.01	129.17	149.47	180.11	220.76
增速		41.41%	15.50%	6.38%	53.76%	15.71%	20.50%	22.57%
其他收入(亿元)	4.51	10.44	4.39	3.81	5.62	8	10	12
总收入(亿元)	52.86	78.81	83.36	87.82	134.79	157.47	190.11	232.76
增速		49.09%	5.77%	5.35%	53.48%	16.82%	20.73%	22.44%
毛利率	18.37	18.5	15.74	17.34	17.33	17.8	18	18

数据来源: 公司报告、世纪证券研究所

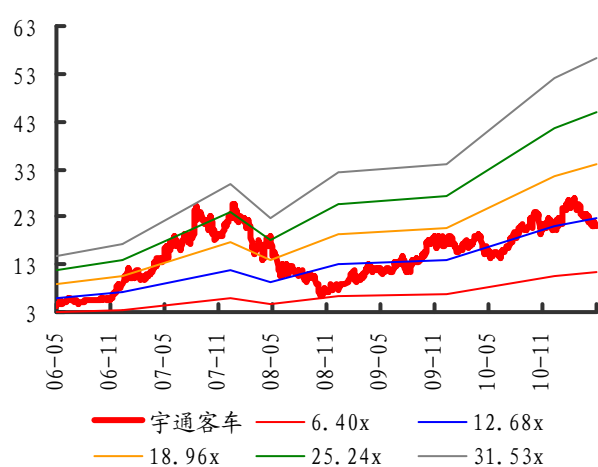
根据我们的盈利预测, 按照 5 月 23 日 20.89 元收盘价, 公司 2011-2012 年的动态市盈率分别为 9.7 和 7.7 倍, 在客车行业中估值最低; 考虑公司在客车行业的龙头地位, 历史业绩的优异表现, 以及产能扩张带来增长空间和节能新能源客车、校车等潜在增长点的预期, 给予公司“买入”评级。

Figure 33 行业估值比较

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	5月23日收盘 价(元)	EPS			PE		
				2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
600686.SH	金龙汽车	37.44	8.46	0.71	0.81	1.04	11.92	10.44	8.13
600303.SH	曙光股份	51.76	9.01	0.55	0.71	0.91	16.38	12.69	9.90
000957.SZ	中通客车	20.25	8.49	0.25	0.31	0.38	33.96	27.39	22.34
000868.SZ	安凯客车	32.54	10.6	0.31	0.4	0.51	34.19	26.50	20.78
600066.SH	宇通客车	108.61	20.89	2.16	2.70	3.33	9.67	7.74	6.27
中位数							16.38	12.69	9.90

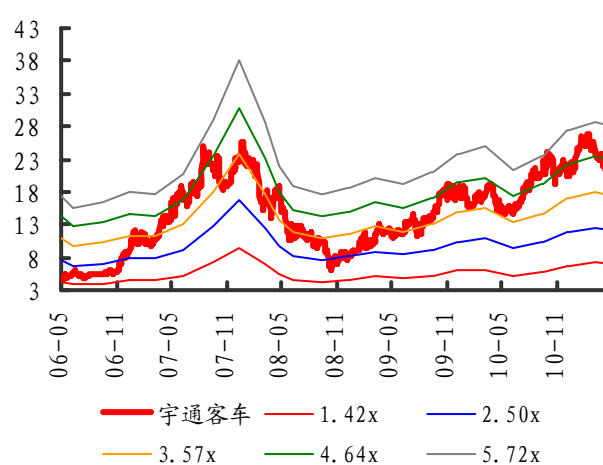
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 34 历史 PE Bands



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 35 历史 PB Bands



数据来源: wind、世纪证券研究所

风险提示:

- (1) 产能扩张进度低于预期;
- (2) 原材料价格大幅波动影响公司盈利能力;
- (3) 受宏观经济或行业政策影响客车需求大幅波动。

附： 财务预测

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
流动资产	4628	5885	7565	10561	营业收入	13479	15747	19011	23276
现金	918	2141	2469	4320	营业成本	11142	12944	15589	19086
应收账款	1211	1415	1708	2091	营业税金及附加	42	49	60	73
其他应收款	111	130	157	192	营业费用	721	842	1017	1245
预付账款	717	259	312	382	管理费用	523	612	738	904
存货	1225	1419	2292	2806	财务费用	17	-17	-27	-40
其他流动资产	446	521	629	770	资产减值损失	40	40	40	40
非流动资产	2169	3170	3833	3891	公允价值变动收益	-5	0	0	0
长期投资	83	83	83	83	投资净收益	17	0	0	0
固定资产	1104	1492	1952	2136	营业利润	1005	1277	1594	1968
无形资产	221	221	221	221	营业外收入	26	0	0	0
其他非流动资产	761	1374	1577	1450	营业外支出	57	0	0	0
资产总计	6797	9055	11398	14451	利润总额	974	1277	1594	1968
流动负债	4018	5308	6249	7570	所得税	117	153	191	236
短期借款	0	0	0	0	净利润	857	1124	1403	1732
应付账款	1234	1942	2338	2863	少数股东损益	-3	0	0	0
其他流动负债	2784	3367	3911	4707	归属母公司净利润	860	1124	1403	1732
非流动负债	293	293	293	293	EBITDA	1217	1492	1917	2398
长期借款	15	15	15	15	EPS (元)	1.65	2.16	2.70	3.33
其他非流动负债	278	278	278	278	主要财务比率				
负债合计	4311	5601	6542	7863	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	4	4	4	4	成长能力				
股本	520	520	520	520	营业收入	53.5%	16.8%	20.7%	22.4%
资本公积	433	433	433	433	营业利润	56.1%	27.1%	24.8%	23.5%
留存收益	1529	2497	3900	5632	归属于母公司净利润	52.6%	30.7%	24.8%	23.5%
归属母公司股东权益	2482	3450	4853	6585	获利能力				
负债和股东权益	6797	9055	11398	14451	毛利率 (%)	17.3%	17.8%	18.0%	18.0%
现金流量表					净利率 (%)	6.4%	7.1%	7.4%	7.4%
单位: 百万元					ROE (%)	34.6%	32.6%	28.9%	26.3%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC (%)	94.4%	167.9%	80.2%	108.0%
经营活动现金流	1318	2564	1302	2313	偿债能力				
净利润	857	1124	1403	1732	资产负债率 (%)	63.4%	61.9%	57.4%	54.4%
折旧摊销	195	233	350	470	净负债比率 (%)	0.45%	0.26%	0.22%	0.19%
财务费用	17	-17	-27	-40	流动比率	1.15	1.11	1.21	1.40
投资损失	-17	0	0	0	速动比率	0.84	0.84	0.84	1.02
营运资金变动	239	1254	-431	167	营运能力				
其他经营现金流	26	-29	7	-17	总资产周转率	2.19	1.99	1.86	1.80
投资活动现金流	-603	-1197	-1002	-501	应收账款周转率	12	12	12	12
资本支出	926	1202	1002	501	应付账款周转率	9.52	8.15	7.28	7.34
长期投资	314	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	637	5	0	0	每股收益 (最新摊薄)	1.65	2.16	2.70	3.33
筹资活动现金流	-645	-143	27	40	每股经营现金流 (最新摊薄)	2.53	4.93	2.51	4.45
短期借款	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	4.77	6.64	9.33	12.67
长期借款	9	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	13.79	10.55	8.45	6.84
资本公积增加	-25	0	0	0	P/B	4.78	3.44	2.44	1.80
其他筹资现金流	-628	-143	27	40	EV/EBITDA	8	7	5	4
现金净增加额	73	1224	327	1852					

数据来源：世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.