



2009 年 2 月 11 日

推荐

传媒

中金公司研究部

分析员: 金宇 jinyu@cicc.com.cn

(8621) 58796226

博瑞传播 (600880/13.60 元)

化挑战为机遇，逆势增长

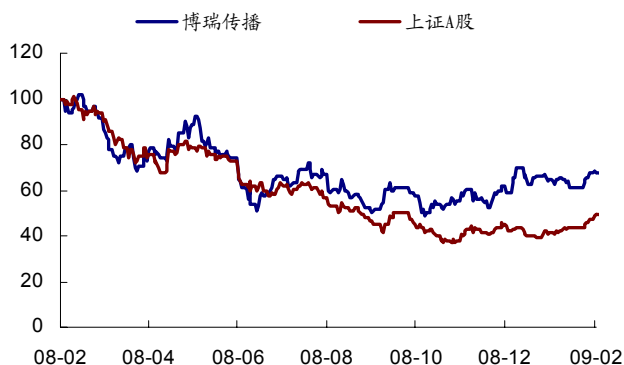
主要财务指标

单位: 百万元	2005A	2006A	2007A	2008	2009E	2010E
主营业务收入	548	605	708	809	905	1,029
(+/-)	37.6%	10.5%	16.9%	14.3%	11.9%	13.7%
主营业务利润	238	262	335	357	408	456
(+/-)	35.9%	10.3%	27.7%	6.5%	14.3%	11.9%
营业利润	135	118	226	259	300	333
(+/-)	13.9%	-12.3%	91.5%	14.7%	15.9%	10.9%
净利润	75.9	54.3	135.4	191.7	219.1	244.3
(+/-)	12.9%	-28.4%	149.2%	41.6%	14.3%	11.5%
每股收益 (元)	0.42	0.30	0.37	0.52	0.60	0.67
经常性每股收益 (元): 不计管理层激励成本和投资收益	0.42	0.30	0.27	0.52	0.60	0.67
市盈率 (倍)	32.6	45.6	36.9	26.1	22.8	20.4
市盈率- (经常性业务)	32.6	45.6	50.6	26.2	22.8	20.4
EV/EBITDA	31.0	34.7	19.3	17.1	14.7	13.0
每股分红 (元)	0.25	0.20	0.15	0.15	0.17	0.19
分红收益率	1.8%	1.5%	1.1%	1.1%	1.3%	1.4%
净资产收益率	17.0%	12.5%	14.9%	18.8%	18.5%	0.0%
每股经营现金流	0.74	0.97	0.60	0.70	0.79	0.91
经营现金流倍数	18.4	14.0	22.6	19.5	17.2	15.0

A股

当前股价	人民币13.6
股票代码	600880.CH
日成交量 (百万股)	7.1
52周最高价/最低价	人民币20.533/9.5
总市值 (百万)	4946.2
发行股数 (百万股)	367
其中: 流通股 (百万股)	233
主要股东 (持股比例)	成都博瑞投资控股集团有限公司 (25.37%)

近期股价表现



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

要点:

- 年报业绩略好于预期。**2008 年, 公司实现主营业务收入 8.09 亿元, 同比增长 14.3%, 归属母公司净利润 1.92 亿元, 同比增长 41.6%, 每股盈利 0.52 元, 略好于我们 0.51 元/股的预测。公司主营业务收入和我们预测持平, 主营业务利润较我们预测高出 2.3%, 但受益于费用成本下降 (管理层激励成本下降, 停止合并银杏餐饮, 募集资金带来财务收益), 不计投资收益的经营性利润同比增长 32%, 并超出我们预测 10%。年报分红, 每 10 股分配现金红利 1.5 元 (含税)。
- 09 年最大挑战来自于宏观经济。**受金融危机影响, 中国 2009 年宏观经济增长放缓, 我们预测中国报业广告 2009 年很难实现增长, 甚至面临较大的下滑压力。成都商报经营不确定性提升, 博瑞传播依托于商报的广告和印刷业务也将面临明显的经营压力。
- 公司有机会化挑战为机遇, 实现业务结构优化和盈利增长。**(1) 年底公司账面净现金超过 5 亿元。公司一直将成为文化产业战略投资者作为发展方向, 2007 年以来相继投资了手机新媒体『手中乾坤 (20% 权益) 08 年净利润 3855 万元』和户外媒体项目『08 年收入 5375 万元, 利润 510 万元』。经济和资本市场波动为公司以较低成本锁定优质项目提供了契机。如公司年报所展望, 我们预计公司 2009 年将在户外、手机等新媒体领域加大投资力度, 加速外延扩张。(2) 管理层激励费用在 2008 年摊销完毕, 09 年将因此节省管理费用 1300 万元, 户外媒体产生全年贡献, 收入增长的确性较高, 商报发行费于 08 年大幅提升, 发行投递将实现 30% 以上的增长。(3) 大股东将继续支持上市公司发展。
- 维持 09、10 年 0.60 元/股和 0.67 元/股盈利预测不变。**公司 09 年经营目标收入为 10 亿元, 成本费用 7.4 亿元, 均高于我们预期。我们认为差异主要是公司可能在目标中考虑了潜在收购对营收的贡献。该股 09 年动态市盈率为 22.6 倍, 处于板块中低端, 我们认同管理层的执行能力, 认为公司有能力的挑战为机遇, 在 2009 年继续实现逆势增长, 维持“推荐”评级。

2008 年业绩分析

2008 年，公司实现主营业务收入 8.09 亿元，同比增长 14.3%，归属母公司净利润 1.92 亿元，同比增长 41.6%，每股盈利 0.52 元，略好于我们 0.51 元/股的预测。公司主营业务收入和我们预测持平，主营业务利润较我们预测高出 2.3%，但受益于费用成本下降（管理层激励成本下降，停止合并银杏餐饮，募集资金带来财务收益），不计投资收益的经营性利润同比增长 32%，并超出我们预测 10%。年报分红，每 10 股分配现金红利 1.5 元（含税）。

- 广告业务实现主营业务收入 2.38 亿元，同比增长 57.8%，实现主营业务利润 1.5 亿元，同比增长 50%。公司上半年广告业务收入同比仅增长 12.3%，全年实现高速增长的主要原因在于下半年报纸、广电和户外媒体广告营收同时发力。其中电视广告实现收入 2400 万元（上半年没有收入），户外广告实现收入 3800 万元（上半年 1570 万元，环比增长 140%，主要是户外媒体数量和种类增多，尤其是机场高速路、火车站和光华大道等该附加值优质媒体增加）。报纸广告全年实现收入 1.4 亿元，同比增长 40%，在成都商报广告收入增长为单位数的情况下，公司报纸广告收入增长应该主要是由于代理份额的增加，充分表明了大股东对公司健康、稳步增长的支持。
- 印刷业务（含新闻纸供应）实现主营业务收入 4.06 亿元，同比增长 12.3%，实现主营业务利润 1.28 亿元，同比基本持平。印刷业务全年受地震影响，同时新闻纸价格波动较大，均为公司印刷业务的平稳运行带来的较大的挑战。跟踪分析显示，2008 年成都商报发行量和版数维持稳定。考虑到报业经营的规律，主流都市报一般是亏损发行，并通过广告实现收益。若 09 年广告经营压力超出预期，则不排除商报减版和控制发行量的可能性，届时将对博瑞印刷业务产生负面影响，我们对此将密切关注。
- 发行投递业务实现主营业务收入 1.12 亿元，同比增长 10%，实现主营业务利润 7400 万元，同比增长 6%。成都商报在 7 月份提高了订阅和零售价格，由于初期对发行量有负面影响，同时订阅用户提价要等到 09 年年初，因此下半年发行投递业务从提价中受益有限。成都商报发行量进入 4 季度已经基本回复到提价前水平，加上发行费上升，预计发行投递业务 09 年将实现 30%以上的增长。
- 其他业务：学校业务实现收入 3755 万元，主营业务利润 1800 万元，同比分别增长 34%和 44%。公司今年停止合并银杏旅游文化发展有限公司，导致公司主营业务收入规模下降，但同时费用和少数股东权益下降，投资收益上升，因此不影响公司盈利能力。

- 销售费用率 3.2%因终止合并银杏旅游同比下降 2.8%，管理费用率 11.2%因为期权摊销费用下降 3.2%。

2009 年展望

- **外延扩张加速。**公司在年报中明确将坚定推行“传统媒体运营服务商，新兴媒体内容提供商，文化产业战略投资者”的发展战略。公司在北京成立了专门的事业部进行投资，2007 年以来相继投资了手机新媒体『手中乾坤（20%权益）08 年净利润 3855 万元』和户外媒体项目『08 年收入 5375 万元，利润 510 万元』。经济和资本市场波动为公司以较低成本锁定优质项目提供了契机。公司在年报中明确提出 2009 年将以资本为纽带，以并购为主要手段，把握 3G 带来的机遇，投资手机新媒体，完成由平面媒体经营业务向综合性多媒体经营转型的战略布局。同时将继续通过并购、合作和拍卖等多种运作方式，加快在户外媒体领域的布局，实现位居西南前三甲的目标。
- **内生增长有望保持平稳。**虽然受金融危机和中国宏观经济增长放缓影响，公司来自成都商报广告和印刷业务营收增长的不确定性增大，但户外媒体业务受益于资源拥有量的增加和发行投递受益于费率上调均有望实现 30%以上的增长。成本方面，管理层激励费用摊销完毕将导致管理费用下降 1300 万元，财务费用受益于募集资金则将继续实现正收入。结合过去数年的发展经验，尤其是公司通过管理层激励已经成功将上市公司、管理层以及大股东高管利益绑在一起，我们可以预计公司大股东成都商报在 2009 年将会继续支持上市公司的发展，如像 2008 年下半年一样在市场低迷时获得更多的广告代理份额。
- **公司预计 2009 年实现目标收入 10 亿元，成本费用 7.4 亿元，均高于我们预期。**我们认为之间差异可能主要是由于公司在营收目标中考虑了部分潜在收购对营收的贡献。这从另外一个侧面也反映了公司外延扩张已经有了一定的目标，因此有较好的可预见性。

投资建议和风险提示：

维持 09、10 年 0.60 元/股和 0.67 元/股盈利预测不变。该股 09 年动态市盈率 22.6 倍，处于板块中低端，我们认同管理层的执行能力，认为公司有能力化挑战为机遇，在 2009 年继续实现逆势增长，维持“推荐”评级。投资风险：宏观经济对广告业务影响超出预期，导致公司业绩低于预期；外延扩张进程落后预期或所投项目回报低于预期；若新闻纸价格大幅下滑，商报可能下调零售和订阅价格，届时相关的发行投递费用也将下调。

表 1: 2008 年财务数据

百万人民币	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	QoQ	YoY	2007A	2008A	YoY	2008E (中金预测)	+/-%
营业总收入	182.9	185.8	171.5	230.3	221.6	-3.8%	21.1%	707.7	809.2	14.3%	810.0	-0.1%
营业成本	109.0	80.8	102.4	124.3	122.0	-1.8%	12.0%	351.1	429.5	22.3%	436.7	-1.6%
营业税金及附加	5.8	7.0	3.7	5.5	6.9	26.3%	19.6%	21.7	23.2	6.6%	24.9	-6.9%
主营业务利润	68.2	98.0	65.4	100.5	92.6	-7.8%	35.9%	334.9	356.5	6.5%	348.4	2.3%
三项费用	42.0	33.5	18.7	24.8	33.4	34.4%	-20.5%	148.7	110.5	-25.7%	124.6	-11.4%
费用率	23%	18%	11%	11%	15%	4.3%	-7.9%	21%	14%	-7.4%	15%	-1.7%
销售费用	13.0	10.9	0.5	6.2	8.4	35.2%	-34.8%	42.2	26.0	-38.2%	27.5	-5.4%
销售费用率	7.1%	5.9%	0.3%	2.7%	3.8%	1.1%	-3.3%	6.0%	3.2%	-2.7%	3.4%	-0.2%
管理费用	27.9	22.0	19.5	20.3	28.7	41.6%	3.1%	101.9	90.6	-11.1%	97.2	-6.8%
管理费用率	15.2%	11.8%	11.4%	8.8%	13.0%	4.2%	-2.3%	14.4%	11.2%	-3.2%	12.0%	-0.8%
财务费用	1.2	0.6	-1.3	-1.7	-3.8	122.2%	-427.1%	4.7	-6.2	-230.9%	-0.1	n.m
资产减值损失	-2.9	2.9	0.3	1.0	-3.2	-424.5%	10.3%	3.4	1.0	-71.1%	0.0	n.m
公允价值变动净收益	-5.6	-15.2	-6.7	-5.5	-2.4	-57.2%	-58.0%	11.4	-29.7	-359.7%	-30.0	-0.9%
投资净收益	3.8	8.5	26.8	8.1	0.6	-92.0%	-83.1%	32.0	44.0	37.6%	50.0	-12.0%
营业利润	27.2	54.9	66.5	77.2	60.7	-21.4%	122.9%	226.1	259.4	14.7%	243.8	6.4%
经常性利润 (不计投资收益和资产减值)	26.1	64.5	46.7	75.7	59.2	-21.7%	126.6%	186.2	246.1	32.2%	223.8	9.9%
加: 营业外收入	0.1	0.0	0.0	0.6	0.0	-100.8%	-108.3%	0.2	0.6	180.6%	0.2	n.m
减: 营业外支出	0.1	0.5	1.6	0.1	0.3	228.4%	185.3%	0.2	2.5	1246.3%	2.3	9.6%
利润总额	27.2	54.4	65.0	77.8	60.4	-22.3%	122.2%	226.2	257.5	13.8%	241.8	6.5%
减: 所得税	2.6	13.3	2.1	18.2	14.6	-19.6%	455.5%	76.5	48.2	-37.0%	38.7	24.5%
有效税率	9.7%	24.4%	3.2%	23.4%	24.2%	0.8%	14.5%	33.8%	18.7%	-15.1%	16.0%	2.7%
净利润	24.5	41.1	62.9	59.6	45.8	-23.2%	86.5%	149.7	209.3	39.8%	203.1	3.1%
减: 少数股东损益	1.1	5.4	2.3	5.0	4.9	-2.4%	354.5%	14.3	17.6	23.3%	14.5	21.6%
归属于母公司所有者的净利润	23.5	35.7	60.6	54.5	40.8	-25.1%	74.1%	135.4	191.7	41.6%	188.6	1.6%
每股收益:												
稀释每股收益	0.06	0.10	0.16	0.15	0.11	-25.1%	74.1%	0.37	0.52	41.6%	0.51	1.6%
主营业务利润率	40.4%	56.5%	40.3%	46.0%	44.9%	-1.1%	4.5%	50.4%	46.9%	-3.5%	46.1%	-0.8%
营业利润率	14.9%	29.5%	38.8%	33.5%	27.4%	-6.1%	12.5%	32.0%	32.1%	0.1%	30.1%	-1.9%
净利润率	12.8%	19.2%	35.3%	23.7%	18.4%	-5.2%	5.6%	19.1%	23.7%	4.6%	23.3%	-0.4%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

表 2: 博瑞传播股票期权费用计算和摊销

管理层期权费用及摊销	行权份数(百万股)	公允价值(百万元)	2006	2007	2008
2006	6.4	34.3			
2007	4.8	27.0			
2008	4.8	28.2			
合计 (百万元)	16	89.4	40.7	35.7	12.9

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

表 3: 博瑞传播股权投资情况 (2008 年年底)

序号	证券品种	证券代码	证券简称	初始投资金额 (元)	持有数量 (股)	期末账面值 (元)	占期末证券投资 比例(%)	报告期损益 (元)
1	基金	2011	华夏红利基金	9,999,500.00	3,345,433.26	6,426,577.28	24.75	-3,572,922.72
2	基金	163402	兴业趋势基金	10,000,000.00	7,872,655.08	6,061,944.41	23.35	-3,938,055.59
3	基金	257030	德胜优势基金	5,000,000.00	5,002,937.50	4,032,367.63	15.53	-4,622,714.25
4	股票	600559	老白干酒	5,938,483.19	400,000.00	3,204,000.00	12.34	-6,270,923.70
5	股票	600019	宝钢股份	5,297,172.00	600,000.00	2,784,000.00	10.72	-2,513,172.00
6	股票	600967	北方创业	3,409,178.08	257,350.00	1,767,994.50	6.81	-4,418,447.01
7	股票	637	茂化实华	4,591,502.80	359,100.00	1,684,179.00	6.5	-2,907,323.80
期末持有的其他证券投资								
合计				44,235,836.07	/	25,961,062.82	100	-28,243,559.07

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

表 4: 博瑞传播各子公司经营情况一览

被投资单位名称(单位: 百万)	2008 本企业持股比例(%)	1H07	2007	1H08	2008	1H07	2007	1H08	2008
		收入				净利润			
1)子公司									
成都商报发行投递广告有限公司	93.1	47.57	108.62	53.94	119.58	13.09	26.83	12.37	28.37
成都英康贸易有限责任公司	96	1.84	2.20	-	-	8.10	19.55	-9.75	-13.01
四川博瑞广播电视广告传播有限公司	49	-	-	-1.25	24.24	-	-	-1.68	1.00
成都博瑞广告有限公司	80	61.79	107.74	66.45	144.18	32.38	50.81	36.72	77.25
四川博瑞教育有限公司	95	14.12	29.23	18.00	38.55	2.95	2.30	1.63	3.26
博瑞纵横国际广告(北京)有限公司	50	1.61	3.48	-	3.30	-0.78	-5.51	-0.27	2.95
深圳市博瑞创业广告有限公司	67.5	-	-	-	-	-	-0.41	-	-
北京瑞其新传媒有限公司	100	-	-	-	-	-0.02	-0.01	-0.03	-0.02
四川博瑞眼界户外传媒有限公司	95	11.19	23.00	15.71	53.75	1.27	0.97	1.53	5.11
星百瑞(北京)传媒有限公司	100	-	1.28	0.99	0.99	-0.38	-0.73	-0.002	-0.485
四川博瑞汽车时尚传媒有限公司	51	1.77	5.90	3.83	7.94	0.15	0.23	0.12	0.21
四川尚都传媒有限责任公司	50	0.62	3.32	1.68	2.49	-0.45	-0.77	-0.37	-0.58
四川博瑞书坊文化有限公司	100	-	-	0.44	2.46	-	-	-2.26	-3.03
成都神鸟数据咨询有限公司	78	-	-	1.01	5.20	-	-0.39	-0.78	-1.21
2)联营企业									
甘肃西部商报传媒发展有限公司	49	20.01	44.65	17.97	42.62	-0.23	2.05	-0.75	1.13
北京手中乾坤信息技术有限公司	20	-	58.90	15.84	62.80	-	28.99	9.88	38.55
成都博瑞银杏旅游文化发展有限公司	40	27.27	59.76	26.66	58.12	1.90	5.47	1.68	4.04

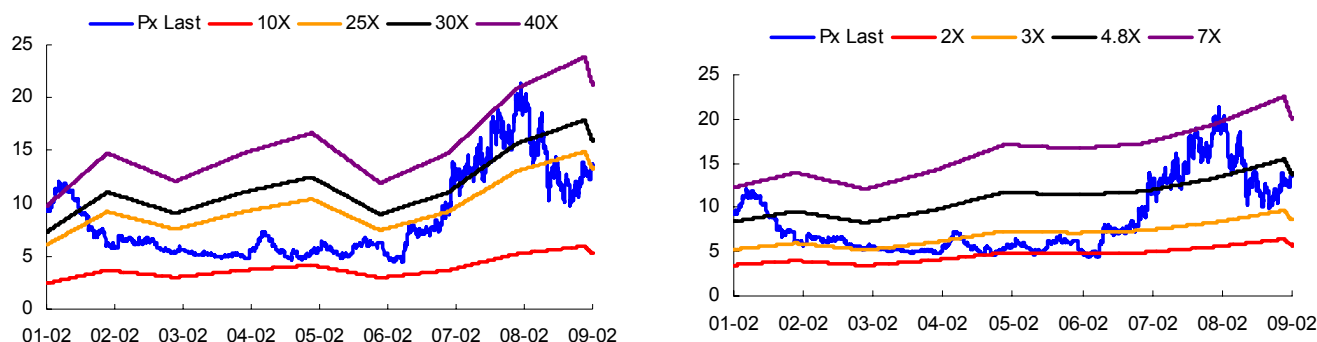
资料来源: 公司数据、中金公司研究部

表 5: 可比公司估值表 (2009/02/10)

公司列表	投资建议	P/E				P/B				EV/EBITDA			
		07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E
中金研究-A股													
有线网络													
歌华有线	审慎推荐	32.7	36.3	48.1	44.9	3.0	2.8	2.7	2.6	15.9	14.9	14.3	13.2
天威视讯	推荐	49.9	46.0	40.4	28.4	5.3	3.0	2.8	2.5	12.1	9.8	9.1	8.3
广电网络	中性	48.6	39.8	33.6	28.4	1.8	2.7	2.5	2.3	27.6	12.5	10.7	9.7
报纸经营													
新华传媒	推荐	134.4	35.1	30.6	26.2	6.9	4.4	3.9	3.4	116.6	28.6	23.0	19.6
博瑞传播	推荐	36.9	26.1	22.8	20.4	5.5	4.9	4.2	3.7	19.3	17.1	14.7	13.0
华闻传媒	中性	45.6	33.2	29.5	26.6	3.0	3.0	2.9	2.9	18.7	13.1	11.9	10.2
粤传媒		27.7	113.7	44.8	Na	2.0	Na	Na	Na	32.7	Na	Na	Na
电视广告经营													
中视传媒	中性	55.5	66.7	60.9	55.5	3.6	3.6	3.5	3.3	15.7	19.2	17.8	16.3
户外广告经营													
北巴传媒		83.8	62.1	38.1	15.0	5.2	3.0	3.0	Na	47.0	Na	Na	Na
图书出版													
出版传媒	中性	41.0	45.1	40.9	37.6	3.4	3.2	2.9	2.7	34.4	45.6	39.8	35.0
时代出版	推荐	22.6	21.0	21.8	20.1	2.7	2.4	2.1	1.9	Na	47.0	16.2	14.8
综合													
中信国安	中性	52.8	40.8	43.0	36.6	3.5	3.3	3.2	3.0	36.5	29.7	24.7	22.0
电广传媒	中性	48.6	60.5	82.0	58.7	3.2	3.6	3.5	3.3	25.2	21.8	18.8	16.3
东方明珠	中性	26.9	60.5	56.7	52.6	2.9	4.5	4.2	3.9	25.7	39.2	33.2	30.6
中值		47.1	42.9	40.7	28.4	3.3	3.2	3.0	2.9	25.7	20.5	17.0	15.5

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图 1: 博瑞传播历史价格市盈率和市净率区间



资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

表 6: 博瑞传播盈利预测 (2005-2010 E)

人民币 (百万)		Y2005	Y2006	2007-1h	2007-2h	Y2007	2008-1h	2008-2h	Y2008	Y2009E	Y2010E
主营业务收入	总计	547.7	605.5	333.5	374.2	707.7	357.3	451.8	809.2	905.3	1,028.9
	印刷业务(包括新闻纸销售)	309.3	329.4	165.3	196.7	362.0	195.2	211.5	406.7	427.0	491.1
	广告业务	82.9	111.2	77.0	73.7	150.7	86.4	151.4	237.8	266.3	306.3
	发行投递	70.8	83.2	42.5	59.7	102.2	54.9	57.7	112.6	152.0	159.6
	其他	84.8	81.7	48.7	44.1	92.8	20.8	31.3	52.1	59.9	71.9
毛利率	总计	46.4%	46.9%	54.3%	46.9%	50.4%	48.7%	45.5%	46.9%	47.9%	47.2%
	印刷业务(包括新闻纸销售)	29.8%	31.7%	36.7%	35.8%	36.2%	33.2%	30.2%	31.7%	31.0%	30.5%
	广告业务	87.3%	70.3%	81.9%	50.4%	66.5%	76.5%	55.3%	63.0%	62.0%	61.0%
	发行投递	70.4%	66.2%	71.8%	65.7%	68.3%	57.7%	73.5%	65.8%	69.0%	70.0%
	其他	47.0%	56.9%	54.9%	65.4%	59.9%	54.9%	49.7%	51.8%	51.8%	51.8%
运营指标	三项费用	104.2	140.6	69.3	79.4	148.7	52.2	58.2	110.5	127.0	137.8
	主营业务占比	19.0%	23.2%	20.8%	21.2%	21.0%	14.6%	12.9%	13.7%	14.0%	13.4%
	经营费用	38.5	39.3	18.9	23.2	42.2	11.3	14.7	26.0	29.0	31.9
	主营业务占比	7.0%	6.5%	5.7%	6.2%	6.0%	3.2%	3.3%	3.2%	3.2%	3.1%
	管理费用	59.1	95.9	48.0	53.9	101.9	41.5	49.0	90.6	95.1	102.9
	主营业务占比	10.8%	15.8%	14.4%	14.4%	14.4%	11.6%	10.9%	11.2%	10.5%	10.0%
	财务费用	6.5	5.4	2.4	2.3	4.7	-0.7	-5.5	-6.2	3.0	3.0
	主营业务占比	1.2%	0.9%	0.7%	0.6%	0.7%	-0.2%	-1.2%	-0.8%	0.3%	0.3%
	营业利润	134.7	118.1	115.9	110.2	226.1	121.4	138.0	259.4	300.5	333.4
	营业利润率	24.6%	19.5%	34.8%	29.5%	32.0%	34.0%	30.5%	32.1%	33.2%	32.4%
其他指标	投资收益	-11.9	-	20.9	11.1	32.0	35.3	8.7	44.0	20.0	15.0
	所得税	44.70	52.44	43.00	33.50	76.50	15.37	32.79	48.16	59.90	66.47
	有效税率	36.5%	44.6%	37.1%	30.4%	33.8%	12.9%	23.7%	18.7%	20.0%	20.0%
	少数股东权益	4.0	10.8	8.4	5.9	14.3	7.7	10.0	17.6	20.5	21.6
净利指标	净利润	75.9	54.3	64.6	70.7	135.4	96.3	95.4	191.7	219.1	244.3
	净利润率	13.9%	9.0%	19.4%	18.9%	19.1%	26.9%	21.1%	23.7%	24.2%	23.7%
	每股盈利	0.42	0.30	0.18	0.19	0.37	0.26	0.26	0.52	0.60	0.67
	年同比增长	12.9%	-28.4%	-34.2%	531.3%	149.2%	12.2%	92.5%	41.6%	14.3%	11.5%
流动指标	现金	148	156	158	532	532			592	791	1,009
	应收帐款	12	14	71	18	18			18	20	23
	预付帐款	72	22	12	25	25			29	32	37
	应付帐款	17	38	30	43	43			27	31	35
	短期借款	100	90	90	90	90			40	41	41
	长期借款	-	-	-	-	-			-	-	-
现金流指标	经营现金流	135	177	60	161	221			256	291	334
	资本开支	52	89	14	31	44			161	80	60

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我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。我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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，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。