

路桥 III



王爽、夏福陆

交通运输行业研究员

021-38565912

wangsh@xyzq.com.cn

赣粤高速 (600269)

南北大通道-区域主干道

推荐 (上调)

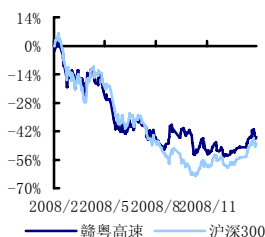
市场数据

报告日期	2009-2-23
收盘价(元)	9.38
52周最高/最低(元)	18.03/7.77
总股本(百万股)	1167.67
流通股本(百万股)	677.51
总市值(百万元)	10952.72
流通市值(百万元)	6355.01
每股净资产(元)	5.79

主要财务指标

会计年度	2007A	2008E	2009E	2010E	2009 中报
营业收入(百万元)	2468.00	2505.00	2470.00	2661.00	1240.12
同比增长		0.01	-0.01	0.08	3%
净利润(百万元)	1097.00	1050.00	976.00	1008.00	507.30
同比增长		-0.04	-0.07	0.03	3%
毛利率	0.70	0.67	0.66	0.65	66%
净利率	0.44	0.42	0.40	0.38	41%
每股收益(元)	0.94	0.89	0.84	0.86	0.44
每股经营现金流(元)	1.41	0.57	1.25	0.90	1.02

股价走势



相关报告

投资要点

- 公司路产是江西当前唯一的南北大通道,是长三角与珠三角联系的必经之路,也是华北、华东进入广东的重要通道。其路产交通流来源主要为华东、华北、华中去广东、福建的车流。
- 路产区域主干道功能随江西经济发展而加强。江西地处长三角、珠三角和闽东南三个经济区的中间地带,是产业转移的重要承接地,主要产业转移基地基本位于公司路产辐射范围之内。
- 新增投资弱化南北通道功能,分流在 2010 年以后。长深高速 2010 年贯通和济广高速 2013 年贯通会对公司路产形成分流,长三角与珠三角往来车辆大部分将转移。
- 政府支持: 公司获得了高新技术企业资格(08.12-11.12),除了昌泰高速外可以享受 15%所得税的优惠,省政府还可能给予公司一定额度的财政补贴。
- 推荐评级: 公司 08-10 年 EPS 为 0.89、0.84、0.86 元(不考虑可能获得的补贴),绝对估值为 13.09 元,当前股价 9.38 元,有约 30%的折价,有较高安全边际,给予推荐评级。
- 风险提示: 公司路产近年可能要大修;产业向江西转移的进程会影响江西经济的发展速度,进而影响公司路产车流增速;鲜活农产品继续实行绿色通道政策,影响公司收益;宏观经济下滑,会对车流量增速产生影响。

目 录

概要	- 3 -
江西当前唯一南北大通道	- 4 -
需求：江西经济快速发展强化区域主干道功能	- 5 -
江西进入经济快速增长阶段	- 5 -
产业转移是江西经济发展的催化剂	- 7 -
供给：分流影响在 2010 年后	- 10 -
盈利预测与估值	- 11 -
盈利预测	- 11 -
估值及投资建议	- 12 -
风险提示	- 14 -
图 1、公司路产分布	- 4 -
图 2、公司 2007 年收入构成	- 5 -
图 3、长三角沪宁高速车流增速与江苏车流增速	- 6 -
图 4、珠三角梅观高速车流增速与广东车流增速	- 7 -
图 5、江西汽车保有量迅速增长	- 7 -
图 6、江西按经营单位所在地分商品进出口总额及增长率	- 9 -
图 7、产业转移主要承接地	- 9 -
图 8、与公司路产平行的国家高速公路网规划线示意图	- 10 -
表 1、EPS 预测	- 3 -
表 2、公司主要路产概况	- 4 -
表 3、主要路产通行费收入来源估算	- 5 -
表 4、江西及相邻省份人均 GDP	- 6 -
表 5、2000-2006 主要交通指标复合增长率	- 6 -
表 6、涉及江西产业转移的主要事项	- 8 -
表 7、2008 年各地区工业增加值同比增长	- 8 -
表 8、与公司路产平行的国家高速公路网规划线	- 10 -
表 9、昌九高速车流量预测	- 11 -
表 10、昌樟高速车流量预测	- 11 -
表 11、昌泰高速车流量预测	- 11 -
表 12、公司盈利预测假设	- 12 -
表 13、公司盈利预测结果	- 12 -
表 14、绝对估值股价敏感性分析	- 13 -
表 15、高速公路行业主要上市公司估值比较	- 13 -
附表：资产负债表、利润表和现金流量表预测	- 15 -

概要

赣粤高速的特点在于过境车辆较多,未来随着江西经济的发展和广东经济的低迷,以及新建路产的分流影响,我们认为赣粤高速路产的路网功能将从南北大通道转向区域主干道。因此,其内部交通的增长速度、外部交通的下滑速度是本文分析的焦点。

内部交通的增长速度主要取决于江西经济发展的程度和速度,外部交通的下滑速度取决于整体经济环境和路网分流影响。

在保守的估值情况下,不考虑未来可能获得的政府补贴,赣粤高速绝对估值在 13.09 元,相对估值在 12.58 元,当前股价已有 20-30%的折价,已有较高的安全边际,给予推荐评级。

表 1、EPS 预测

项目/元	EPS			DCF	PE
	2008E	2009E	2010E	WACC=7.61%	08EPS*17
无补贴	0.74	0.84	0.86	12.94	12.58
只考虑 08 年已获补贴 2.3 亿元	0.89	0.84	0.86	13.09	12.73
补贴税前利润 25%, 到 2010 年止		1.07	1.11	13.48	12.73

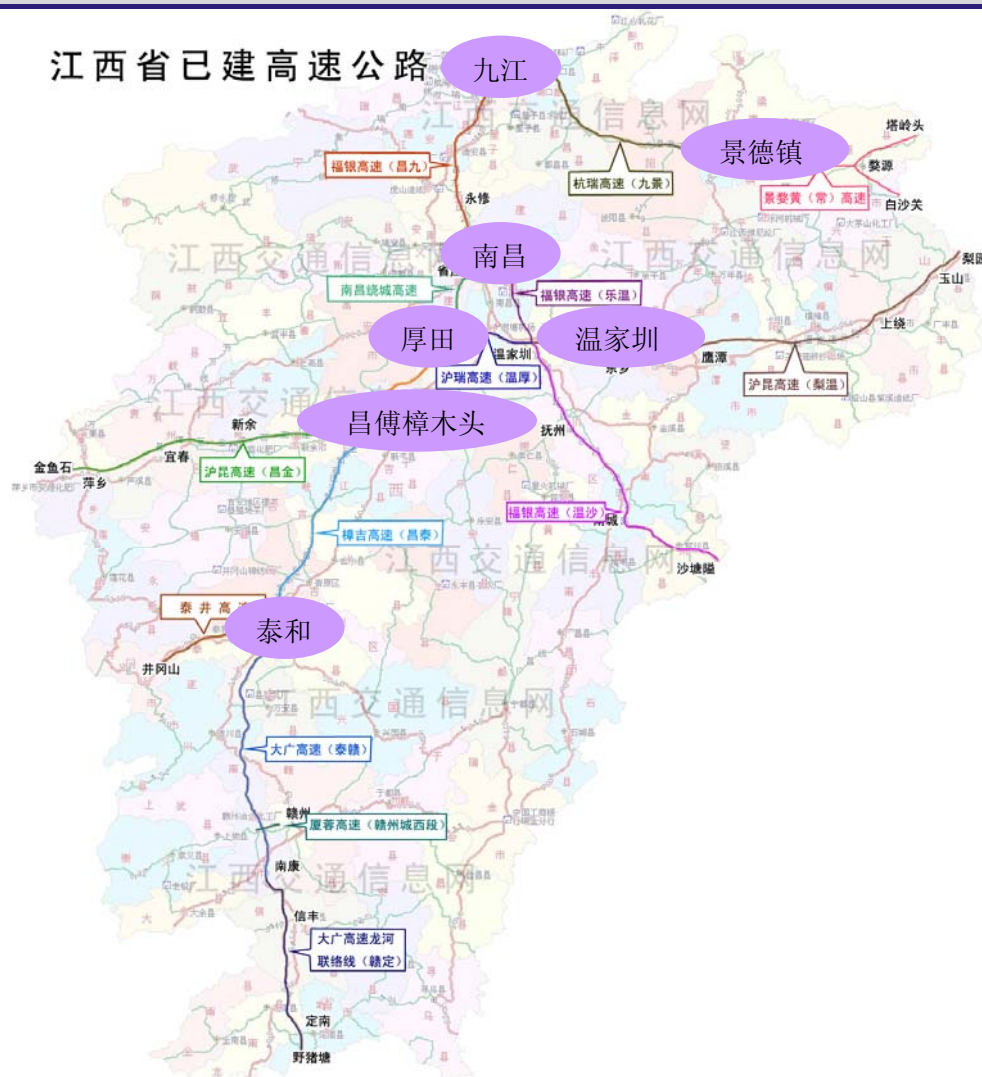
公司主要路产昌九、昌樟、昌泰高速，贯穿江西最富裕的区域，与南部的泰赣、赣定高速共同组成了纵贯江西的南北大通道；九景高速、温厚高速是国家高速公路网东西横线杭瑞线、沪瑞线的重要组成部分。

表 2、公司主要路产概况

路产	里程（公里）	车道数	收费权时间	股权比例
昌九高速（福银线）	137.6	4	1998-2027	100%
昌樟高速（沪昆线）	103.4	4	2001-2030	100%
昌泰高速（大广线）	147.7	4	2003-2033	76.67%
九景高速（杭瑞线）	133.6	4	2006-2031	100%
温厚高速（沪瑞线）	35.5	4	2006-2028	100%
银三角互通立交	12.1	4	1998-2027	100%

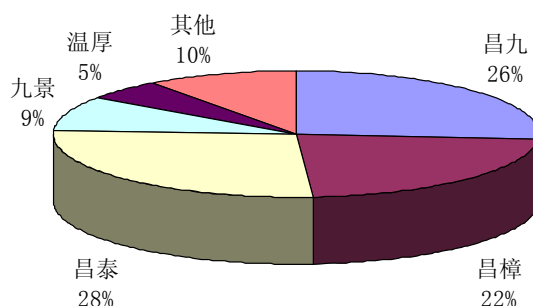
资料来源：兴业证券研发中心、公司资料

图 1、公司路产分布



资料来源：兴业证券研发中心

图 2、公司 2007 年收入构成



资料来源：兴业证券研发中心

从地理位置上看，江西位于东南腹地，且处在长三角、珠三角以及闽东南三个经济比较发达的区域之间，是南北交通的重要通道，也是三个经济区联系的必经之地。当前，过境交通是江西高速公路交通流的最主要来源。

表 3、主要路产通行费收入来源估算

路产	车流来源	所占比例
昌九高速	省内（九江——南昌、宜春、吉安）	30%-35%
	华北、华中——福建	30%-35%
	华北、华中——广东	30%-40%
昌樟高速 温厚高速	省内（九江、南昌——宜春、吉安）	18%-23%
	华北、华中——广东	35%-40%
	华东——广东	30%-40%
	华东——江西、湖南	0%-8%
昌泰高速	省内（九江、南昌——宜春、吉安）	20%-34%
	华北、华中——广东	33%-40%
	华东——广东	33%-40%

资料来源：兴业证券研发中心

需求：江西经济快速发展强化区域主干道功能

江西进入经济快速增长阶段

江西 2007 年人均 GDP 为 12562 元，大于 1000 美元，不足 2000 美元，经济进入较快发展的起步阶段。从国内其他地区的发展经验来看，江西相当于其相邻的江苏、广东、福建、浙江等省份 2000 年前后的水平。

表 4、江西及相邻省份人均 GDP

人均 GDP / 元	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
江苏	10665	11773	12922	14391	16809	20705	24560	28814	33689
浙江	12037	13461	14655	16838	20147	23942	27703	31874	37128
福建	10797	11601	12362	13497	14979	17218	18646	21471	25662
广东	11728	12885	13729	15030	17213	19707	24435	28332	32713
江西	4661	4851	5221	5829	6678	8189	9440	10798	12562

资料来源：兴业证券研发中心、WIND

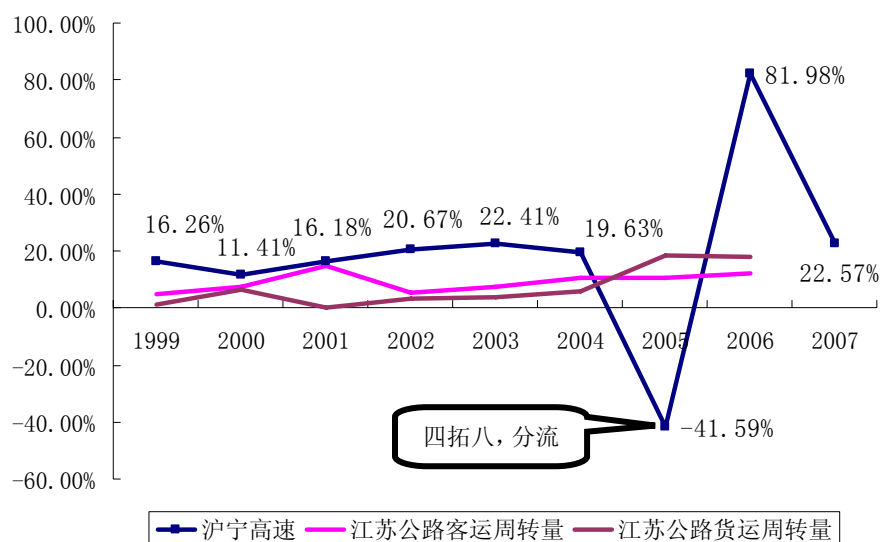
在过去的近十年时间,江西相邻省份经济快速发展,GDP 复合增长率在 15% 左右,公路客货周转量的复合增长率在 7-10%,主要高速公路的车流增速远大于区域的平均增速。

表 5、2000-2006 主要交通指标复合增长率

省份	GDP 复合增长率	公路客运周转量复合增长率	公路货运周转量复合增长率
江苏	16.09%	10.16%	8.05%
浙江	15.45%	7.18%	7.45%
福建	10.81%	7.00%	7.17%
广东	14.03%	7.62%	7.83%

资料来源：兴业证券研发中心

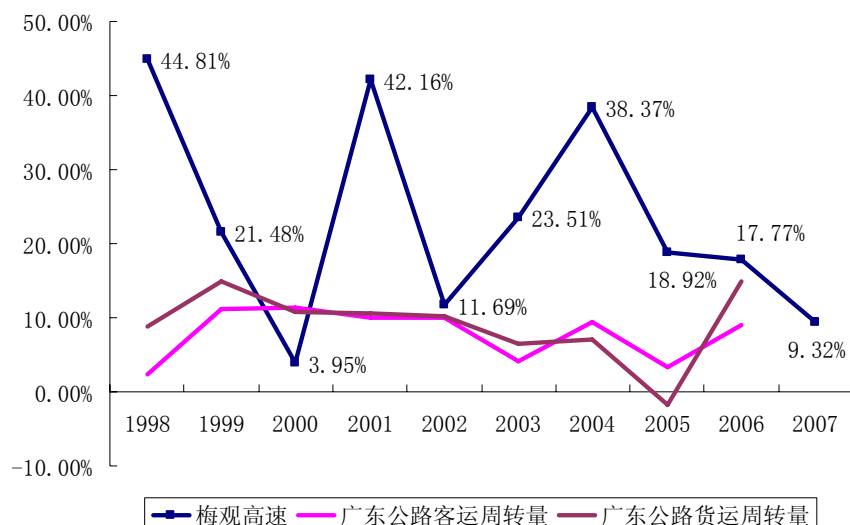
图 3、长三角沪宁高速车流增速与江苏车流增速



资料来源：兴业证券研发中心

位于长三角的沪宁高速 1998-2007 十年间的车流复合增长率在 14.8%,是江苏平均增速的 1.5 倍;位于珠三角的深圳梅观高速 1997-2007 复合增长率在 22.5%,是广东平均增速的 3 倍。

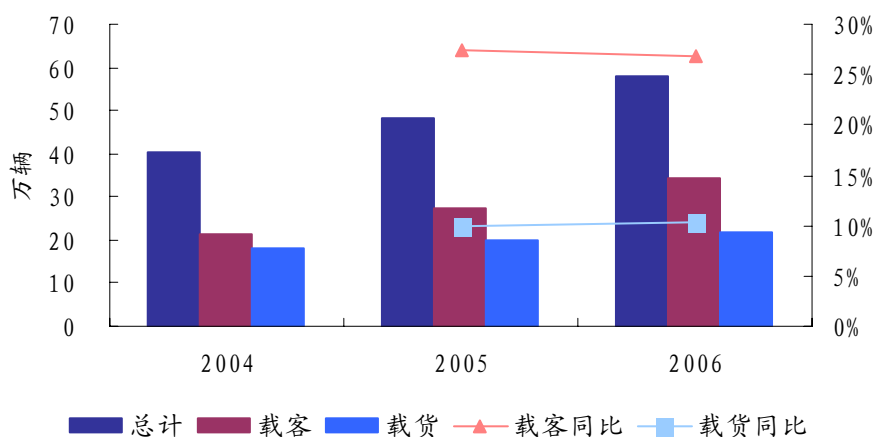
图 4、珠三角梅观高速车流增速与广东车流增速



资料来源：兴业证券研发中心

从国内的经验来看，江西开始进入经济快速发展的阶段，GDP增速将高于全国平均水平；公司主要路产位于江西较富裕区域，是区域交通的主干道，其区域内交通有望在未来10年保持10%左右的复合增长率。

图 5、江西汽车保有量迅速增长



资料来源：国家统计局、兴业证券研发中心

产业转移是江西经济发展的催化剂

江西是珠三角、长三角的辐射区域，也是泛珠三角、泛长三角所包含的区域。在珠三角、长三角土地、劳动力日益稀缺，开始产业转型的时期，江西成为重要的产业转移承接地。

表 6、涉及江西产业转移的主要事项

时间	主要事项
2005.7	第二届泛珠三角区域（9+2）经贸合作洽谈会：江西签约 79 个项目，投资金额达到 92 亿
2005.8	江西省委、省政府确立了“三个基地、一个后花园”的战略定位：即沿海及境外产业梯度转移的承接基地，优质农副产品供应基地，具有一定劳动技能和手段的劳务输出基地，沿海人民群众旅游休闲的后花园。
2006.3	《泛珠三角区域合作发展规划纲要（2006-2020）》：十大领域展开合作，实现区域内的产业转移与承接，形成优势互补、合理分工的区域产业格局。
2007	“南昌华中城”启动，投资 50 亿，建设总面积超过 350 万平米的超大型物流中心
2008.8	《国务院关于进一步推进长江三角洲地区改革开放和经济社会发展的指导意见》：积极推进泛长江三角洲地区合作

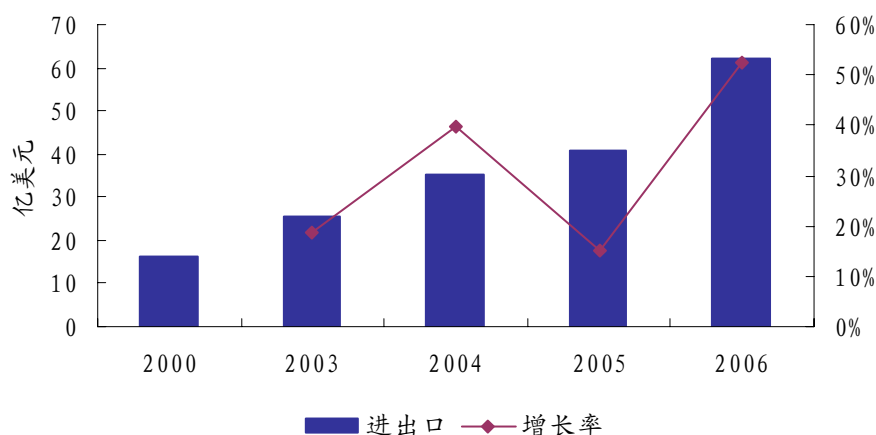
资料来源：兴业证券研发中心

在产业转移的拉动下，江西商品进出口总额维持了高水平的增长，08 年工业增加值 21.9%，远高于全国水平。

表 7、2008 年各地区工业增加值同比增长

省份	同比增长 (%)	省份	同比增长 (%)	省份	同比增长 (%)
北京	2	黑龙江	13.1	内蒙古	24.5
天津	21	吉林	18.6	广西	22.6
河北	13.5	山西	6.5	重庆	21.6
山东	13.8	安徽	22	四川	17.9
上海	8.3	江西	21.9	贵州	10.1
江苏	14.2	河南	19.8	云南	12.6
浙江	10.1	湖北	21.6	西藏	8.9
福建	16.7	湖南	18.4	陕西	21
辽宁	17.5			甘肃	9.5
广东	12.8			青海	21.5
海南	6			宁夏	15.1
				新疆	15.5
全国平均	12.9				

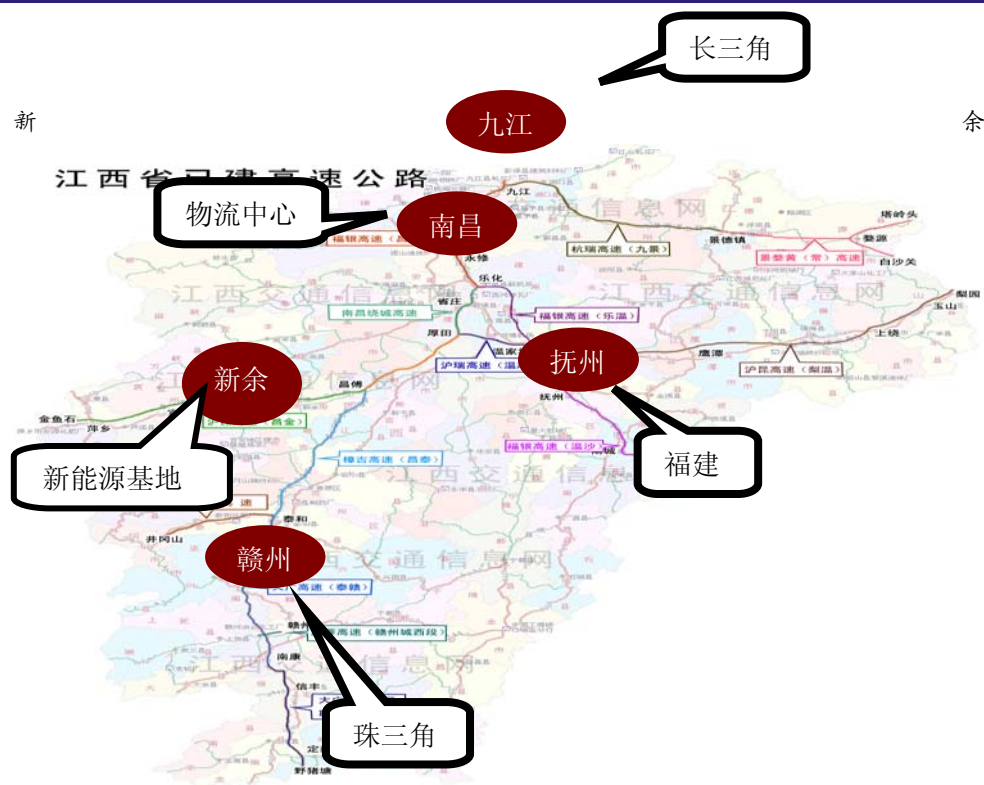
图 6、江西按经营单位所在地分商品进出口总额及增长率



产业转移主要涉及江西南昌、九江、赣州、新余和抚州，基本在赣粤高速路产的辐射范围之内。我们认为随着江西经济的发展，区域内的交通会日益活跃，逐渐成为公司路产车流增长的主要来源，预计近年区域内车流增长率将超过 15%。

加之，当前江西正在进行环鄱阳湖产业发展规划，沿湖的昌九高速、九景高速和温厚高速都将成为该项规划的受益者。

图 7、产业转移主要承接地



资料来源：兴业证券研发中心

供给：分流影响在 2010 年后

按照国家“7918”高速公路网规划，赣粤高速路产昌樟属于阿深（内蒙古阿荣旗-深圳）高速江西段的一部分，与其构成竞争关系的主要有长深高速的福建段、济广高速的江西段。

表 8、与公司路产平行的国家高速公路网规划线

规划线	情况介绍	对昌九-昌樟-昌泰的影响
沈海线	福建段福州-泉州-厦门为福建高速路产，当前正在 4 拓 8 车道	主要服务福建省内车流，无竞争关系
长深线	福建段未通，2010 年底全线贯通	长三角到珠三角里程缩短 100 余公里，分流昌樟-昌泰华东至广东车辆
济广线	皖赣交界安庆-景德镇段 2008 年底通车	分流经昌九至福建、广东的车流
	江西段景德镇-鹰潭已于 2007.11 通车	当前路网连通度差，分流可忽略
	江西段鹰潭-抚州计划 2010 年底通车	分流经昌九至福建的车流
	赣粤交界抚州-龙川计划 2012 年贯通	与经昌九-昌樟-昌泰到广东里程接近，对到广东车辆形成分流
大广线	湖北、江西段 2009 年底贯通	华中、华北和西北进入广东的大通道，无竞争关系
京珠线	湖南段一部分为现代投资路产	

资料来源：兴业证券研发中心

图 8、与公司路产平行的国家高速公路网规划线示意图



资料来源：兴业证券研发中心

综合昌九-昌樟-昌泰的交通流来源构成（表 2）和国家公路网规划（表 8），以及江西未来的经济发展情况，预计车流量增速见下表，预计 2015 年后分流稳定。

表 9、昌九高速车流量预测

来源	增长率及分流	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
省内	15%	分流影响		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
		折算流量	6882	7226	8310	9556	10990	12638	14534	16714
至福建	6%	分流影响		-3%	-8%	0%	-35%	-30%	-20%	0%
		折算流量	6882	7076	6901	7315	5040	3739	3171	3361
至广东	4%	分流影响		0%	-15%	0%	0%	0%	-30%	-20%
		折算流量	7411	7634	6748	7018	7299	7591	5526	4598
总计		增长率			3.59%	0.10%	8.79%	-2.35%	2.74%	-3.08%
		折算流量	21175	21175	21936	21959	23889	23328	23969	23231

资料来源：兴业证券研发中心

表 10、昌樟高速车流量预测

来源	增长率及分流	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
省内	15%	分流影响		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
		折算流量	7394	7985	9183	10561	12145	13967	16062	18471
华北至广东	6%	分流影响		-10%	-15%	0%	0%	0%	-15%	-15%
		折算流量	9585	9201	8290	8788	9315	9874	8897	8016
华东至广东	5%	分流影响		0%	-13%	0%	-30%	0%	-25%	-20%
		折算流量	9311	9776	8931	9377	6892	7237	5699	4787
至江西湖南	6%	分流影响		0%	0%	0%	-10%	0%	0%	0%
		折算流量	1095	1172	1242	1317	1256	1332	1412	1496
总计		增长率			2.74%	-1.74%	8.67%	-1.45%	9.46%	-1.05%
		折算流量	27385	27385	28135	27647	30043	29609	32409	32069

资料来源：兴业证券研发中心

表 11、昌泰高速车流量预测

来源	增长率及分流	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
省内	15%	分流影响		-5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
		折算流量	9102	9694	11148	12820	14743	16954	19497	22422
华北至广东	6%	分流影响		0%	-15%	0%	0%	0%	-15%	-15%
		折算流量	11529	9108	8206	8699	9221	9774	8806	7934
华东至广东	5%	分流影响		0%	-13%	0%	-30%	0%	-25%	-20%
		折算流量	9709	10000	9135	9592	7050	7402	5829	4897
总计		增长率			-5.07%	-1.09%	9.20%	-0.31%	10.05%	0.01%
		折算流量	21175	30340	28802	28489	31110	31013	34131	34133

资料来源：兴业证券研发中心

盈利预测与估值

盈利预测

(1) 假定单车收入不变，依据上文预测的车流量预测各路段的通行费收入，通过预测毛利率预测各路段运营成本。

(2) 对公司盈利预测的其他主要参数和结果见表 12、表 13。

表 12、公司盈利预测假设

年份		2007	2008E	2009E	2010E
昌九高速	通行费收入 (万元)	21175	21936	21959	23889
	同比增长率 %	10.86%	3.59%	0.10%	8.79%
	毛利率 %	71.94%	67.00%	67.00%	70.00%
昌樟高速	通行费收入 (万元)	27385	28135	27647	30043
	同比增长率 %	21.23%	2.74%	-1.74%	8.67%
	毛利率 %	75.97%	76.00%	76.00%	77.00%
昌泰高速	通行费收入 (万元)	30340	28802	28489	31110
	同比增长率 %	32.22%	-5.07%	-1.09%	9.20%
	毛利率 %	84.57%	82.00%	82.00%	80.00%
九景高速	通行费收入 (万元)	8623	9313	8847	8405
	同比增长率 %	143.97%	8.00%	-5.00%	-5.00%
	毛利率 %	57.59%	40.00%	60.00%	68.00%
温厚高速	通行费收入 (万元)	25152	25841	25393	27593
	同比增长率 %	98.12%	2.74%	-1.74%	8.67%
	毛利率 %	68.28%	68.00%	68.00%	68.00%
其他	业务收入 (万元)	24352.85	26229.36	25926.76	27424.18
	同比增长率 %	79.14%	7.71%	-1.15%	5.78%
	毛利率 %	27.30%	24.03%	23.23%	22.87%
营业费用 / 主营业务收入 %		0.40%	17705.34	19925.18	19904.95
管理费用 / 主营业务收入 %		3.22%	21175	21936	21959
财务费用 / 主营业务收入 %		8.45%	10.86%	3.59%	0.10%
实际税率 %		22.89%	25.00%	22.00%	22.00%

数据来源：兴业证券研发中心整理

表 13、公司盈利预测结果

项目	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入 (万元)	244530	247846	246243	264753
增长率 %	34.02%	1.36%	-0.65%	7.52%
主营业务利润 (万元)	171925	163468	166302	182361
主营业务利润率 %	70.31%	65.96%	67.54%	68.88%
营业利润 (万元)	136010	127031	135616	147024
增长率 %	37.20%	-6.60%	6.76%	8.41%
净利润 (万元)	118845	112402	105667	114550
增长率 %	35.49%	-5.42%	-5.99%	8.41%
最新摊薄每股收益 (元)	0.94	0.89	0.88	0.96
每股净资产 (元)	5.38	6.04	6.70	7.44
动态市盈率 (倍)	10.05	10.66	10.71	9.88
市净率 (倍)	1.75	1.56	1.41	1.27

数据来源：兴业证券研发中心整理

估值及投资建议

● 绝对估值——13.09 元

采用 DCF 方法对高速公路经营期内的现金流进行折现，主要参数如下：

(1) 取债权成本 7%，股权成本 10%，计算得到 WACC 为 7.7%；

(2) 在交通流量预测时,同时考虑经济发展和公路的饱和车流量对经营期内的车流量进行预测;

(3) 将经营权期间内的通行费收入折现,到期时资产价值记为 0;

(4) 大修时间通过各种车型经过折算的累积交通量预测,大约间隔 10 年左右;

(5) 不考虑新路产的收购等再投资行为。

计算得到的股权价值为 152.8 亿元,每股价值为 13.09 元。

表 14、绝对估值股价敏感性分析

WACC	6.00%	7.00%	8.00%	9.00%	10.00%	11.00%	12.00%
P	18.06	14.68	12.10	10.06	8.41	7.04	5.88

数据来源: 兴业证券研发中心整理

● 相对估值——12.73 元

截至 2 月 16 日,按整体法计算,A 股市盈率(TTM)为 18.3 倍,沪深 300 市盈率(TTM)为 16.2 倍,高速公路行业市盈率(TTM)为 17 倍。

按照所得税 25%计算,公司获得的补贴对 EPS 的影响为 0.15 元,不考虑补贴,公司 08 年 EPS 预测结果为 0.74 元,给予 08 年不考虑补贴时每股收益 17 倍的市盈率,计算得到的每股价值为 12.73 元。

表 15、高速公路行业主要上市公司估值比较

证券代码	证券简称	市盈率 (PE,TTM)	市净率(PB, 最新)	证券代码	证券简称	市盈率 (PE,TTM)	市净率(PB, 最新)
000429.SZ	粤高速 A	14.43	1.82	600020.SH	中原高速	16.73	1.37
000548.SZ	湖南投资	75.00	2.30	600033.SH	福建高速	11.43	2.39
000753.SZ	漳州发展	46.74	2.83	600035.SH	楚天高速	15.33	1.88
000828.SZ	东莞控股	33.18	2.25	600106.SH	重庆路桥	35.14	2.23
000886.SZ	海南高速	79.39	1.37	600269.SH	赣粤高速	10.83	1.66
000900.SZ	现代投资	10.41	1.95	600350.SH	山东高速	14.04	2.13
000916.SZ	华北高速	17.57	1.46	600368.SH	五洲交通	26.56	1.69
600003.SH	ST 东北高	197.73	1.24	600377.SH	宁沪高速	19.96	2.06
600012.SH	皖通高速	13.80	1.68	600548.SH	深高速	21.59	1.83
行业平均		17.01	2.23				

数据来源: 兴业证券研发中心、WIND

● 给予推荐评级

江西区域经济发展迅速,公司现有路产车流量相对稳定,另外政府给予的支持比较多,公司 09-11 年可以享受高新技术企业 15%的所得税(昌泰高速收入除外),综合税率约 20%,此外,还可能得到财政补贴。

无论是绝对估值还是相对估值,当前股价都有 20-30%的折让,已有较高安全边际,具有较好的投资价值,给予推荐评级。

风险提示

- 1、公司路产大修将加大未来折旧费用；
- 08 年昌九高速完成路面技术改造,共花费 9 亿;09 年九景高速也将进行技术改造,按照昌九高速的标准计算,也将需要资金 9 亿元左右,这样,10 年开始,公司因为折旧减少的每股盈利约为 0.07 元。此外,昌樟高速未来 2-3 年可能也需要进行改造。
- 2、产业向江西转移的进程会影响江西经济的发展速度,进而影响公司路产车流增速;
- 3、鲜活农产品继续实行绿色通道政策,影响公司收益;
- 4、长深、济广高速对公司路产形成分流;
- 5、宏观经济下滑,会对车流量增速产生一定影响,尤其是货车。

● 附三张报表

附表：资产负债表、利润表和现金流量表预测

资产负债表

单位：百万元	2007A	2008E	2009E	2010E
流动资产	1168	1808	1491	1625
货币资金	568	822	494	532
交易性金融资产	11	8	8	8
应收账款	92	137	135	146
其他应收款	67	137	135	146
存货	410	684	699	773
非流动资产	10436	11130	12549	13492
可供出售金融资产	84	84	84	84
长期股权投资	85	102	120	139
投资性房地产	139	139	139	139
固定资产	9885	10588	11997	12929
在建工程	17	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	135	127	120	112
资产总计	11604	12937	14040	15117
流动负债	2975	1422	1785	2121
短期借款	702	200	600	1040
应付票据	349	42	0	0
应付账款	324	228	233	129
其他	1600	952	952	952
非流动负债	1869	3882	3882	3831
长期借款	300	1798	1848	2257
其他	1569	2084	2034	1574
负债合计	4844	5303	5666	5953
股本	1168	1168	1168	1168
资本公积	2802	2802	2802	2802
未分配利润	1898	2575	3191	3855
少数股东权益	474	565	591	618
股东权益合计	6761	7634	8373	9165
负债及权益合计	11604	12937	14040	15117

现金流量表

单位：百万元	2007A	2008E	2009E	2010E
净利润	62	1142	1002	1035
折旧和摊销	92	419	491	568
资产减值准备	6	0	0	0
无形资产摊销	8	8	8	8
公允价值变动损失	15	3	0	0
财务费用	16	170	116	156
投资损失	-38	-17	-18	-20
少数股东损益		-91	-26	-27
营运资金的变动	-108	-4	0	0
经营活动产生现金流量	50	-1060	-137	-700
投资活动产生现金流量	-963	0	0	0
融资活动产生现金流量	-836	200	200	200
现金净变动	-147	0	0	0
现金的期初余额	715	0	0	0
现金的期末余额	568	0	0	0

利润表

单位：百万元	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	2468	2505	2470	2661
营业成本	730	832	850	941
营业税金及附加	87	88	86	93
销售费用	12	10	10	11
管理费用	80	125	124	133
财务费用	209	170	116	156
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动	2	-3	0	0
投资收益	9	17	18	20
营业利润	1360	1294	1303	1346
营业外收入	267	240	11	12
营业外支出	85	11	12	13
利润总额	1541	1522	1302	1345
所得税	353	381	299	309
净利润	1188	1142	1002	1035
少数股东损益	92	91	26	27
归属母公司净利润	1097	1050	976	1008
EPS（元）	0.94	0.89	0.84	0.86

主要财务比率

	2007A	2008E	2009E	2010E
成长性(%)				
营业收入增长率	33%	1%	-1%	8%
营业利润增长率	37%	-5%	1%	3%
净利润增长率	35%	-4%	-12%	3%
盈利能力(%)				
毛利率	70%	67%	66%	65%
净利率	44%	42%	42%	40%
ROE	18%	15%	12%	11%
偿债能力(%)				
资产负债率	42%	41%	40%	39%
流动比率	0.39	1.27	0.84	0.77
速动比率	0.25	0.79	0.44	0.40
营运能力(次)				
资产周转率	0.05	0.05	0.05	0.05
应收帐款周转率	6.76	9.13	4.53	4.73
每股资料（元）				
每股收益	0.94	0.90	0.84	0.86
每股经营现金	1.41	0.57	1.25	0.90
每股净资产	5.38	6.05	6.66	7.32
估值比率（倍）				
PE	10.05	10.49	11.29	10.93
PB	1.75	1.56	1.42	1.29

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京、广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。