

比翼齐飞的主副业

东莞控股深度分析报告

报告关键点：

- 随着东江大桥的通车，主业迎来拐点。
- 股市交易量的持续放大，为公司带来可观的投资收益。

报告摘要：

- 东莞控股的主业是收费公路。目前旗下的公路资产合计55.7公里，分别有莞深高速一二期、莞深高速三期东城段和龙林高速。此外公司还有虎门大桥11%的股权。目前，三期石碣段南段已通车，但北段尚未通车，主要是东江大桥尚未通车。根据了解，2009年9月28日，东江大桥及莞深高速前线将通车。东江大桥通车之后将解决困扰公司多年的“断头路”问题，莞深高速将融入珠三角高速公路网，路网效应将会凸现。
- 东江大桥通车之后，广深之间将多出一条新的连接线。从深圳出发经过梅观高速上莞深高速再连接增莞高速转广惠高速，可以直达广州，全线129公里。与广深高速相比，该条线路的优势在于：1、通行速度更快；2、东莞东部地区上高速更为方便；3、去白云机场和京珠高速更为便捷，同时距离与广深高速相比差距不大，仅远出6公里。我们认为东江大桥通车之后，该线路将有与广深高速抗衡的可能，莞深高速以东地区的车辆基本都会选择通过该条线路去广州，莞深高速和广深高速中间区域的车辆会有一部分分流至该条线路。
- 我们比较了一下广深高速和莞深高速的日均车流量和日均收费方面的指标，发现两者之间存在非常大的差距。若有部分车辆分流至莞深高速将对莞深高速边际改善非常显著。2008年，莞深高速日均车流量为7万辆，而广深高速则为32万辆，莞深高速日均车流量仅为广深高速的22%，莞深高速日均收费117万元，而广深高速则为871万元，莞深高速日均收费量仅为广深高速的12%。
- 公司持股的20%的东莞证券一方面受益于股市交易量的持续放大，另一方面具备较好的成长性，正由区域性券商逐步迈向全国。东莞证券总部所在地的东莞地区属于有量有价的黄金区域。从月度市场份额来看，今年以来有了明显的提升，这与整个东莞市场的市场份额的提高是分不开的，2009年6月份，东莞证券市场份额已上升至千分之6.6。预计今年新开设的营业部数量将达到7家，年末公司营业部数量将达到27家。按照公司的计划，3年内公司营业部数量将达到40家，经纪业务市场排名将从2008年的47名上升至30名附近，市场份额达1%。
- 由于公司高速业务成长性很高，我们给予公司2009年20倍的市盈率，同时给予证券业务25倍市盈率，得到公司的目标价为8元，给予买入-A的投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	490.3	429.5	472.5	614.2	644.9
Growth(%)	2.6%	-12.4%	10.00%	30.00%	5.00%
净利润	204.9	184.5	374.2	439.5	488.0
Growth(%)	2.9%	-9.9%	102.8%	17.4%	11.0%
毛利率(%)	64.3%	61.9%	64.0%	65.4%	66.1%
净利润率(%)	41.8%	43.0%	79.2%	71.6%	75.7%
每股收益(元)	0.20	0.18	0.36	0.42	0.47
每股净资产(元)	2.54	2.57	2.84	3.15	3.46
市盈率	30.5	33.9	16.1	13.7	12.3
市净率	2.4	2.3	2.0	1.8	1.7
净资产收益率(%)	7.8%	6.9%	12.7%	13.4%	13.6%
ROIC(%)	7.6%	7.9%	10.8%	9.6%	11.0%
EV/EBITDA	18.0	21.6	9.8	8.0	6.8
股息收益率	2.0%	2.5%	1.6%	1.8%	2.8%

评级： 买入-A

目标价格： 8.00 元

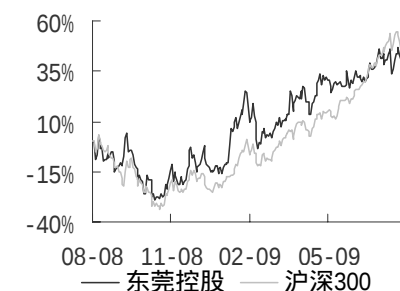
期限： 6 个月 上次预测： 8.00 元
现价： 5.78 元

报告日期： 2009-08-17

市场数据

总市值(百万元)	6,257.89
流通市值(百万元)	3,831.92
总股本(百万股)	1,039.52
流通股本(百万股)	636.53
12 个月最高/最低	3.18/6.77 元
十大流通股东(%)	55.22%
股东户数	44,754

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(2.99)	(19.00)	(3.65)
绝对收益	(1.91)	1.73	35.32

研究员

杨建海, CFA

高级行业分析师

021-68765375 yangjh@essence.com.cn

前期研究成果

1. 主业迎来拐点

1.1. 东江大桥未通车前限制道路使用效率

东莞控股的主业是收费公路。目前旗下的公路资产合计 55.7 公里，分别有莞深高速一二期，长度 39.55 公里，是公司 2004 年资产重组时置入的资产；莞深高速三期东城段，长度 7.01 公里，是公司 2005 年 7 月从母公司收购的资产；龙林高速，长度 9.1 公里，是公司 2005 年 7 月从母公司收购的资产。此外公司还有虎门大桥 11% 的股权。

公司的核心资产莞深高速分为三期，其中一二期以及三期东城段属于公司的资产，而莞深高速三期石碣段属于新远高速的资产。新远高速是公司的母公司东莞路桥总公司的全资子公司，因此与公司属于兄弟公司。新远高速与东莞控股已于 2008 年签署协议，委托公司管理莞深高速三期石碣段高速公路并收取一定的管理费。

目前，三期石碣段南段已通车，但北段尚未通车，主要是东江大桥尚未通车。据了解，2009 年 9 月 28 日，东江大桥及莞深高速前线将通车。**东江大桥通车之后将解决困扰公司多年的“断头路”问题，莞深高速将融入珠三角高速公路网，路网效应将会凸现。**

由于莞深高速北边是“断头路”，因此目前三期东城段利用效率很低，对一二期的利用效率也有影响。一二期长度 39.6 公里，2008 年通行费收入 3.68 亿元，平均每公里收费 931 万元，三期东城段长度 7 公里，2008 年通行费收入仅 1509 万元，平均每公里收费仅 215 万元，东城段的利用效率甚至低于龙林高速，龙林高速的平均每公里收费也达到了 491 万元。我们预计路网效应凸现之后，三期东城段的利用效率提高的幅度将最为明显。

表 1 东莞控股旗下公路资产

单位：公里	长度	起讫	权益比例	备注
一二期	39.55	梅观高速终点至莞樟路立交	100%	2004 年置入
三期东城段	7.01	莞樟路立交至莞龙路立交	100%	2005 年 7 月收购
龙林高速	9.1	塘厦立交至塘厦镇林村	100%	2005 年 7 月收购
虎门大桥			11%	2007 年收购

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

表 2 莞深高速简要情况

单位：公里	长度	起讫	所有人	备注
一二期	39.55	梅观高速终点至莞樟路立交	东莞控股	2004 年资产重组时置入的资产
三期东城段	7.01	莞樟路立交至莞龙路立交	东莞控股	2005 年 7 月收购的资产
三期石碣段	5.6	莞龙路立交至增莞高速起点	新远高速	新远高速与东莞控股是兄弟公司
合计	52.16			

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

表 3 东莞控股旗下公路资产运用效率

	长度（公里）	通行费（万元）	平均每公里收费（万元）
一二期	39.6	36,819	931
三期东城段	7.0	1,509	215
龙林高速	9.1	4,464	491

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

1.2. 通车之后有与广深高速抗衡的可能

东江大桥通车之后，广深之间将多出一条新的连接线。从深圳出发经过梅观高速上莞深高速再连接增莞高速转广惠高速，可以直达广州，全线 129 公里。与广深高速相比，该条线路的优势在于：1、通行速度更快；2、东莞东部地区上高速更为方便；3、去白云机场和京珠高速更为便捷，同时距离与广深高速相比差距不大，仅远出 6

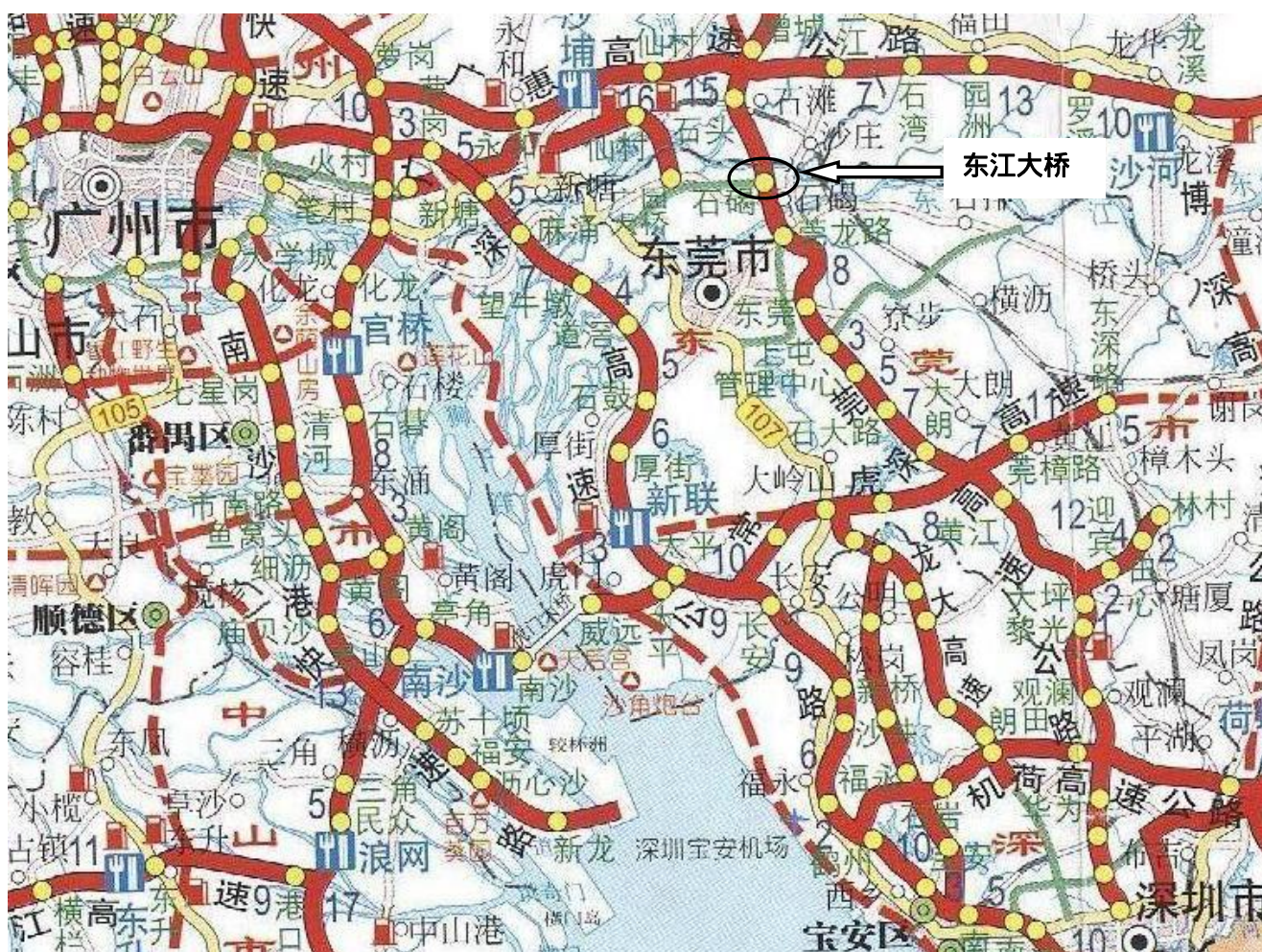
公里。我们认为东江大桥通车之后，该线路将有与广深高速抗衡的可能，莞深高速以东地区的车辆基本都会选择通过该条线路去广州，莞深高速和广深高速中间区域的车辆会有一部分分流至该条线路。

另外根据了解，广深沿江高速也正在修建过程之中，但通车还需要较长时间，预计到 2012 年 10 月才能全线通车。广深沿江高速的突出优势在于长度最短，仅 89 公里，但缺点在于东部地区上高速更远。

我们比较了一下广深高速和莞深高速的日均车流量和日均收费方面的指标，发现两者之间存在非常大的差距。若有部分车辆分流至莞深高速将对莞深高速边际改善非常显著。2008 年，莞深高速日均车流量为 7 万辆，而广深高速则为 32 万辆，莞深高速日均车流量仅为广深高速的 22%，日均收费的差距则更大，莞深高速日均收费 117 万元，而广深高速则为 871 万元，莞深高速日均收费量仅为广深高速的 12%。

日均收费差距如此之大，原因在于三个方面：1、莞深高速目前仅有 46.6 公里通车，而广深高速的通行距离为 122.8 公里，高速按里程收费，大致每公里 0.6 元，广深高速距离长收费自然多；2、广深高速车流量更大，莞深高速日均车流量仅为广深高速的 22%；3、莞深高速的车型偏小，一类车占比达到 80%，比广深高速高出 11%，收费系数更高的三类、四类、五类车的占比要低得多。我们认为通车之后，不光车流量会明显变大，收费系数更高的货车的占比也会提升。

图 1 莞深高速及广深高速路线图



数据来源：安信证券研究中心

表 4 三条广深连接线优劣势比较

单位：公里	长度	车速	通车时间	优势	劣势
广深高速	123	80-90	已通车	目前是唯一一条连接广深的高速	通行速度慢
梅观-莞深	129	100	2009 年 9 月底	1、通行速度更快	比莞深高速稍长

-增莞-广惠

2、东部地区上高速更近

广深沿江高速 89 100 2012 年 10 月

3、去白云机场和京珠高速更便捷

路程最近的广深连接线

东部地区上高速更远

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

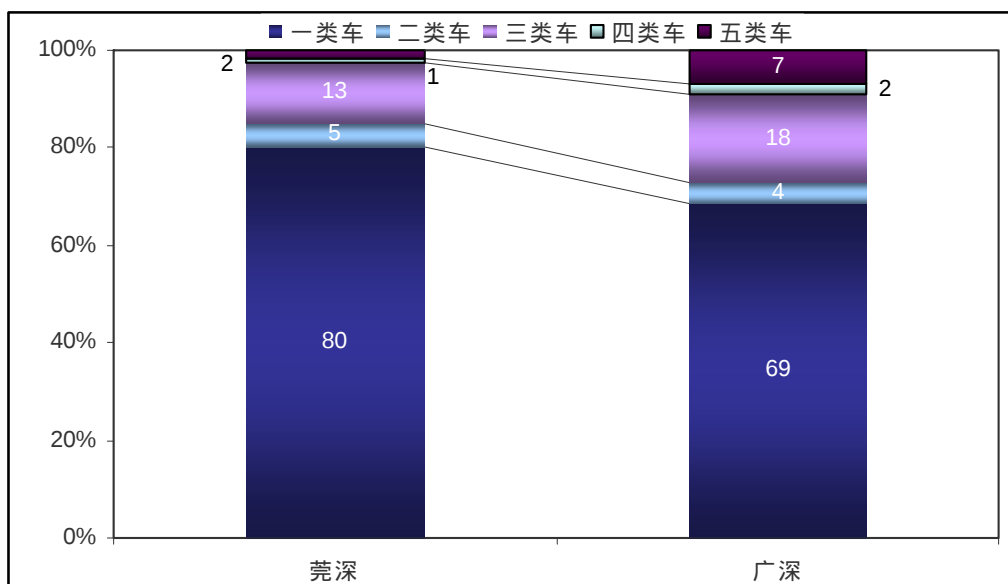
表 5 莞深高速及广深高速运营数据比较

万辆、万元	莞深高速		广深高速		莞深/广深	
	日均车流量	日均收费	日均车流量	日均收费	日均车流量	日均收费
2006	7	131	27	880	24%	15%
2007	7	134	32	1,004	23%	13%
2008	7	117	32	871	22%	13%

数据来源：公司资料，合和公路基建，安信证券研究中心

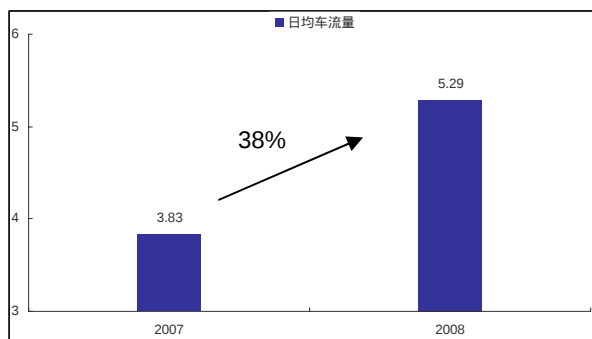
注：由于公司未有车流量的细分数据，莞深高速的车流量和收费数据中还包括龙林高速，实际上比差距还要更大一些。

图 2 莞深高速及广深高速车型比较



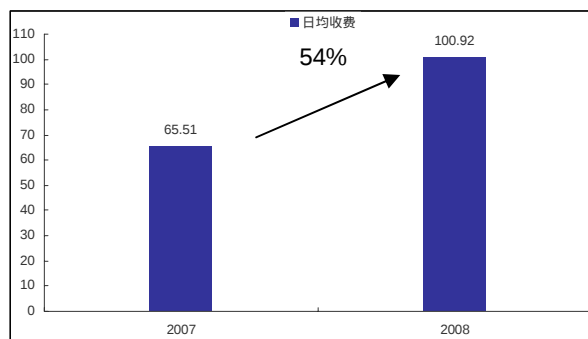
数据来源：安信证券研究中心

图 3 龙大高速通车后车流量数据



数据来源：安信证券研究中心

图 4 龙大高速通车后日均收费数据



数据来源：安信证券研究中心

2. 走向全国的东莞证券

2.1. 发达的本土市场造就公司的竞争力

改革开放以来，东莞市 GDP 以年均 22% 的速度持续快速健康发展，分别是同期

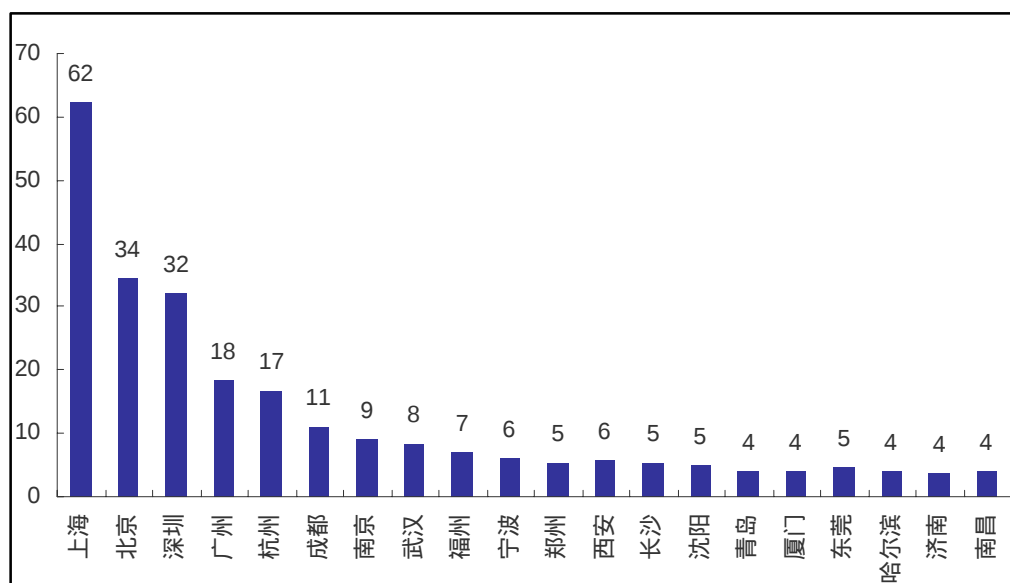
广东省、全国 GDP 年均增速的 1.14 倍和 1.43 倍。截至 2007 年底，东莞的经济总量跃居全国地级城市第一位，综合竞争力名列广东省首位。2007 年生产总值 3151 亿元，占全省 10.3%，全国 1.3%。

由于东莞地区强大的经济实力和雄厚的民间资本，东莞经纪业务规模较大。按照 2009 年中期数据，东莞在所有城市中排名第 17 名，而在前 20 名的城市中基本都是直辖市、省会城市或者计划单列市，东莞市是唯一一个普通的地级市。东莞市的经纪业务市场份额在过去几年中总体来说是上升的，2006 年的市场份额为 0.88%，2007 年上升至 1.03%，2008 年下降至 0.93%，截至今年 6 月份的市场份额又上升至 1.03%。**东莞市市场份额的变化可以充分说明这是一个散户为主体的市场，因此在牛市中市场份额会提高，而在熊市中市场份额会有所下降。**

东莞证券目前共有 10 家营业部和 10 家营销服务部，除了 2 家外地营业部，分别在上海和深圳以外，业务都集中在东莞本地，东莞本地业务在公司总体业务中占比达到 90% 以上。而在东莞当地，东莞证券居于绝对垄断地位。从过去几年的市场份额来看大约在 60% 左右。东莞证券在全国的市场份额在 2001 年以来有了明显的提升，2001 年的市场份额为千分之 4.85，2008 年已上升至千分之 6.02。**从月度市场份额来看，今年以来有了明显的提升，这与整个东莞市场的市场份额的提高是分不开的，2009 年 6 月份，东莞证券市场份额已上升至千分之 6.6。**

公司的部均交易额居于同业领先水平，截至 2009 年 6 月份，东莞证券部均交易额在同业中排名第 6，低于中金公司、高华证券、国信证券、中信金通和中信证券。在部均交易额保持很高水平的同时，公司的佣金率也处于同业中的领先水平。按照 2008 年数据，公司的佣金率在重要券商和上市券商中排名第三，仅低于宏源证券和东北证券。**因此公司所在的东莞地区属于有量有价的黄金区域。**

图 5 2009H 东莞市交易额排名第 17（单位：千亿元）



数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

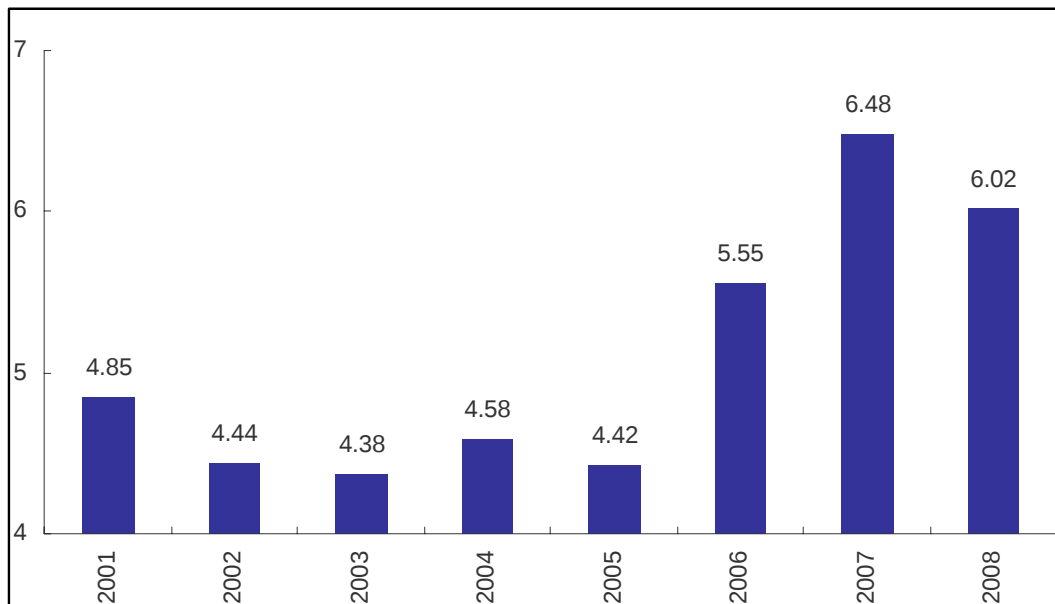
表 6 东莞市及东莞证券的市场份额 (%)

月份	东莞市的市场份额	东莞证券在东莞的市场份额
200612	0.88	61
200712	1.03	59
200812	0.93	55
200901	0.91	54
200902	0.97	55
200903	0.97	56
200904	1.00	56

200905	1.01	56
200906	1.03	56

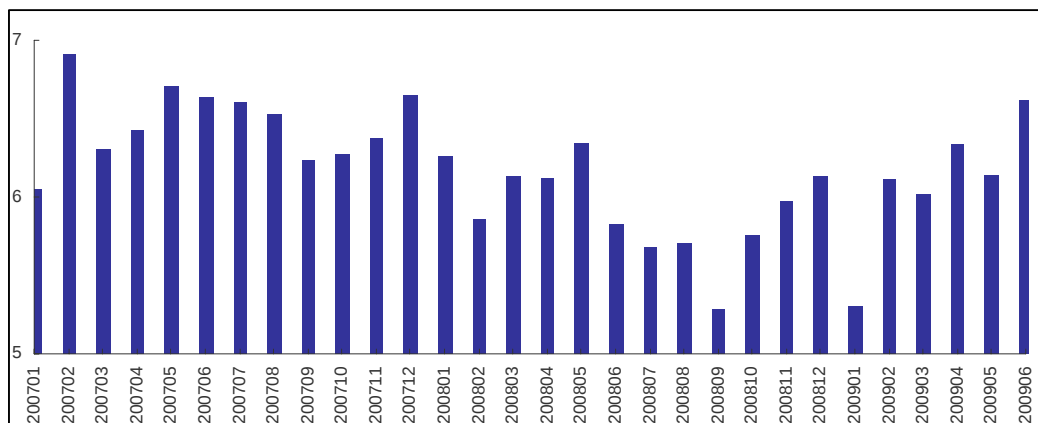
数据来源：安信证券研究中心

图 6 东莞证券历年市场份额（%）



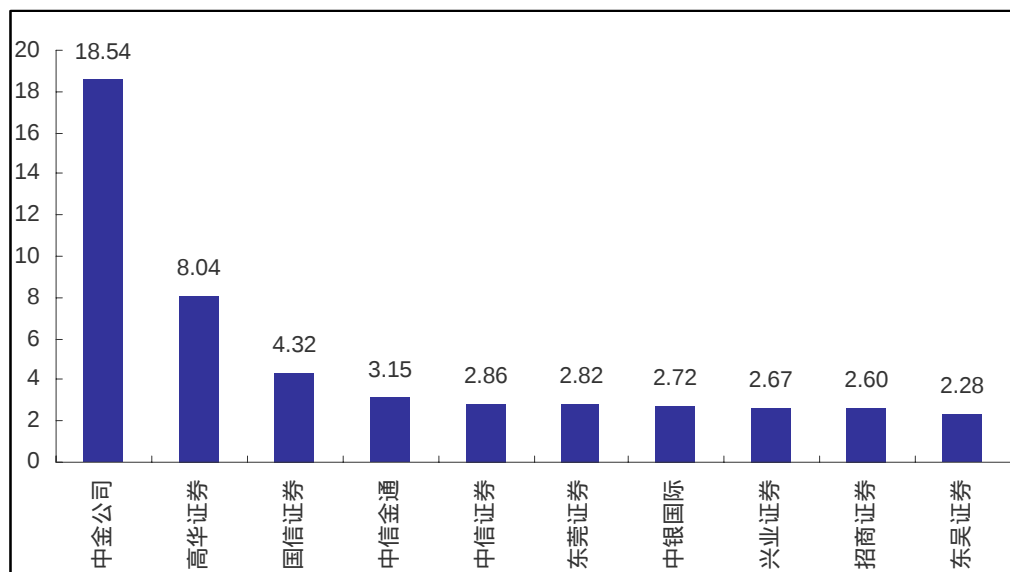
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

图 7 东莞证券月度市场份额（%）



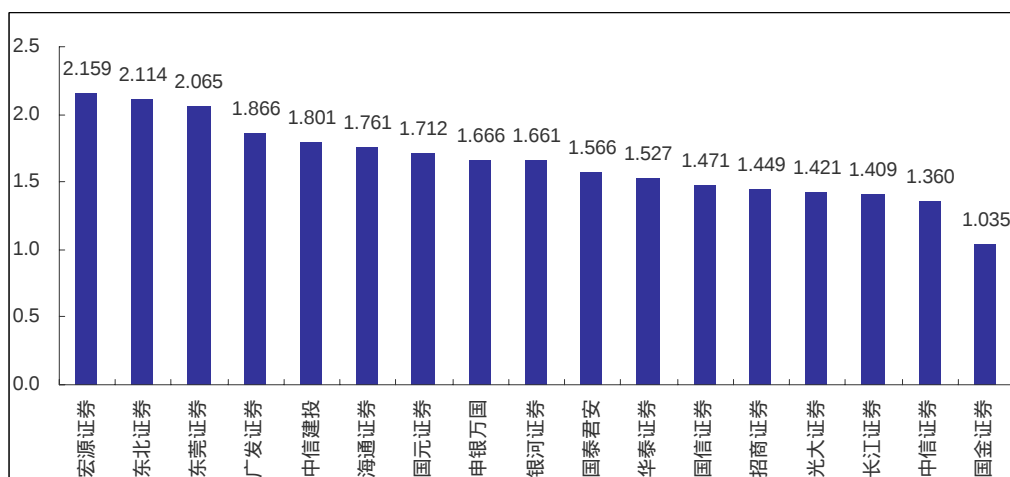
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

图 8 2009H 日均股基交易额排名第 6 (单位：百亿元)



数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

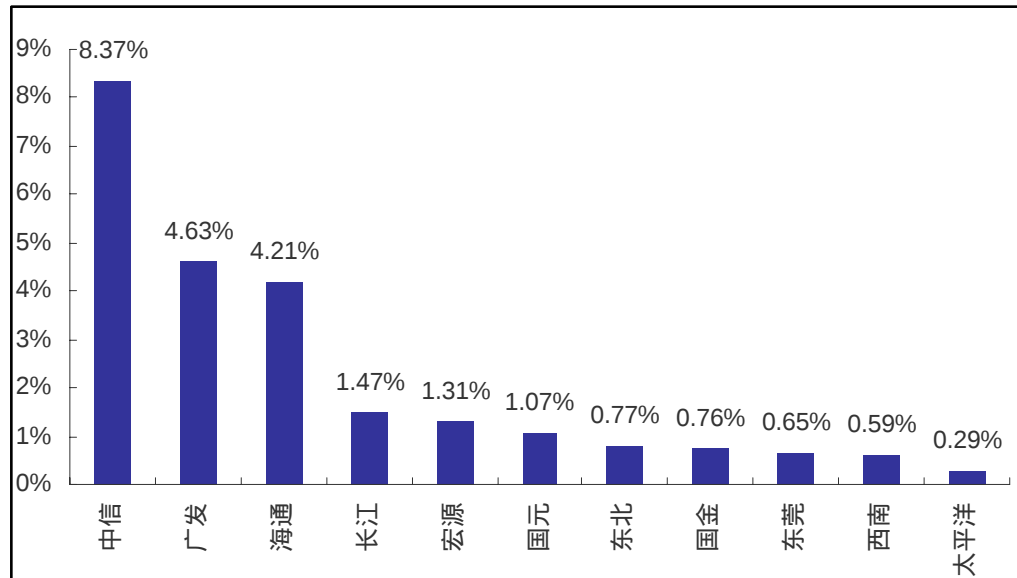
图 9 2008 年上市券商及重要券商佣金率



数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

注：中信证券数据为母公司数据，佣金率为佣金收入除以股票交易额，单位为千分之几。

图 10 2009H 上市券商及参股券商市场份额比较



数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

2.2. 走向全国将提升公司市场份额

目前公司只有 10 家营业部和 10 个营销服务部,营销服务部的升级工作即将完成。营业网络数量少且分布过于集中制约了公司经纪业务的发展。预计公司将进一步谋求业务的地域性扩张,在未来两至三年内,将把营业网络延伸至华南、华东以及环渤海地区,从而实现公司“立足东莞,走向全国”的战略蓝图。

由于公司部均交易额处于行业领先水平,公司获得了在全国开设分支机构的资格。预计今年年末,公司新开设的营业部数量将达到 7 家,分别位于北京、大连、厦门、惠州、梅州等地,年末公司营业部数量将达到 27 家。按照公司的计划,3 年内公司营业部数量将达到 40 家,这将极大提升公司经纪业务实力,预计 3 年后公司经纪业务市场排名将从 2008 年的 47 名上升至 30 名附近,市场份额有可能达到 1%。

2.3. 公司盈利预测

按照过去几个月的日均交易额和市场份额数据,我们再作了佣金率、经纪业务占比、费用率和税率等 4 个重要参数的假设,得到前 7 个月东莞证券的净利润为 4.63 亿元,对应东莞控股前 7 个月的备考 EPS 为 0.09 元。假设后面 5 个月的日均交易额为 2000 亿元,那么东莞证券给东莞控股贡献的全年备考 EPS 为 0.16 元,加上主业的利润,东莞控股的全年备考 EPS 为 0.36 元。如果日均交易额为 2500 亿元或者 3000 亿元,那么东莞证券给东莞控股贡献的全年备考 EPS 分别为 0.18 元和 0.2 元。

表 7 2009 年东莞证券月度利润预测表 (亿元, 每股数据为元)

月份	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
日均交易额	985	2,004	1,698	2,166	1,939	2,084	3,079	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
交易日	15	20	22	21	19	22	23	21	19	20	20	23	245
市场份额(‰)	5.30	6.11	6.02	6.34	6.14	6.62	6.80	6.80	6.80	6.80	6.80	6.80	-
交易额	163	503	460	589	463	622	963	571	517	544	544	626	6,565
佣金率	0.19%	0.18%	0.18%	0.18%	0.18%	0.18%	0.18%	0.18%	0.18%	0.18%	0.18%	0.18%	-
经纪业务占比	80%	80%	80%	80%	80%	70%	75%	75%	75%	75%	80%	80%	-
费用率	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	-
税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	-
净利润	0.20	0.59	0.54	0.70	0.55	0.84	1.21	0.72	0.65	0.69	0.64	0.74	8.07
归属东莞控股	0.04	0.12	0.11	0.14	0.11	0.17	0.24	0.14	0.13	0.14	0.13	0.15	1.61
东莞控股 EPS	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.16

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

注：东莞控股的利润数据为备考利润，即假设从 1 月份开始贡献利润，实际上从 4 月份开始贡献利润，1-3 月份的利润用以冲减东莞控股对东莞证券 40%股权的长期投资，而不增加东莞控股的净利润。

表 8 东莞证券盈利预测（百万元）

	2006	2007	2008	2009E
一、营业收入	339	1,857	443	1,419
手续费净收入	234	1,349	704	1,172
代理买卖证券业务净收入	225	1,344	673	1,172
证券承销业务净收入	9	2	118	0
委托管理资产业务净收入				0
利息净收入	16	70	62	56
投资净收益	-7	207	-127	191
公允价值变动净收益	87	183	-219	0
汇兑净收益	-1	-2	-2	
其他业务收入	10	49	25	
二、营业支出	131	422	387	-407
营业税金及附加	13	75	40	-71
业务及管理费	105	338	344	-336
资产减值损失	5	-4		
其他业务成本	8	13	3	
三、营业利润	208	1,434	56	1,012
加：营业外收入	1	1	2	
减：营业外支出	7	1	1	
四、利润总额	202	1,434	56	1,012
减：所得税费用	68	341	14	-205
五、净利润	134	1,094	42	807

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

表 9 东莞控股盈利敏感性

剩余 5 个月日均交易额	2,000	2,500	3,000
净利润	8.07	9.50	10.47
归属东莞控股	1.61	1.90	2.09
东莞控股 EPS	0.16	0.18	0.20

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

注：东莞控股的利润数据为备考利润，即假设从 1 月份开始贡献利润，实际上从 4 月份开始贡献利润，1-3 月份的利润用以冲减东莞控股对东莞证券 40%股权的长期投资，而不增加其净利润。

3. 估值

由于公司的业务由两部分构成，即高速和证券，我们对公司进行分部门估值。根据我们交运团队覆盖的 6 家高速类上市公司的数据，截至 2009 年 8 月 14 日收盘价，股价对应 2009 年平均市盈率为 18 倍，剔除四川成渝新股因素，股价对应 2009 年平均市盈率为 16 倍。但这 6 家高速类上市公司的成长性都非常低，甚至有些还有负增长，而东莞控股旗下的莞深高速在东江大桥通车之后的成长性会明显好于其它高速。目前莞深高速车流量是广深高速的 22%，若提高到 25%，莞深高速收入将提高 14%，若提高到 28%，莞深高速收入将提高 27%，若提高到 31%，莞深高速收入将提高 41%，我们的中性假设是明年收入提高 30%。由于公司高速业务成长性更高，我们给予公司 2009 年 20 倍的市盈率，同时给予证券业务 25 倍市盈率，得到公司的目标价为 8 元，给与买入-A 的投资评级。

表 10 部分高速公路估值水平比较

代码	公司 名称	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			现价 20090814
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	
600377	宁沪高速	增持-A	0.31	0.33	0.37	19	18	16	5.98
600350	山东高速	增持-B	0.37	0.31	0.36	14	17	14	5.21
600269	赣粤高速	增持-A	0.94	0.87	0.92	14	15	15	13.44
601107	四川成渝	中性-A	0.18	0.25	0.30	39	28	24	7.01
600035	楚天高速	中性-A	0.32	0.34	0.41	16	15	12	5.12
600012	皖通高速	中性-A	0.42	0.37	0.39	13	14	14	5.31

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

表 11 上市券商及参股券商估值水平比较

代码	公司	股价	总市值	EPS		P/E	
		20090814		2008A	2009E	2008A	2009E
上市券商							
600030	中信证券	32.56	215,888	1.10	1.54	30	21
600837	海通证券	16.71	137,487	0.40	0.61	42	27
000783	长江证券	21.96	36,779	0.42	0.80	52	27
000728	国元证券	22.91	33,543	0.36	0.56	64	41
000686	东北证券	39.60	25,317	0.64	1.57	62	25
000562	宏源证券	23.68	34,601	0.37	0.78	64	30
600109	国金证券	22.51	22,515	0.76	0.54	30	42
参股券商							
600881	亚泰集团	8.42	15,954	0.17	0.40	48.40	21.05
600739	辽宁成大	34.84	31,421	1.04	1.36	33.44	25.68
000623	吉林敖东	49.63	28,456	1.50	2.24	33.03	22.11
000685	中山公用	27.93	16,730	0.91	1.21	30.60	23.00
000712	锦龙股份	20.59	6,272	0.07	1.16	293.83	17.75
000828	东莞控股	5.78	6,008	0.18	0.36	32.57	16.06

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

表 12 东莞控股估值过程

业务	每股净利润	市盈率	估值
高速公路	0.20	20	4
证券	0.16	25	4
合计	0.36	-	8

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

表 13 莞深高速收入敏感性

莞深高速车流量/广深高速车流量	提升幅度
22%	0
25%	14%
28%	27%
31%	41%

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2009-8-14		
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	490.3	429.5	472.5	614.2	644.9	成长性					
减: 营业成本	174.8	163.5	170.0	212.5	218.9	营业收入增长率	2.6%	-12.4%	10.0%	30.0%	5.0%
营业税费	14.7	13.3	14.2	17.0	17.9	营业利润增长率	7.1%	-13.4%	90.5%	20.1%	11.1%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	2.9%	-9.9%	102.8%	17.4%	11.0%
管理费用	25.7	24.1	23.6	28.3	29.8	EBITDA 增长率	8.0%	-4.6%	136.7%	13.1%	10.4%
财务费用	25.0	52.8	54.0	43.6	29.0	EBIT 增长率	10.1%	-2.0%	73.2%	15.6%	7.5%
资产减值损失	0.4	-0.3	-	-	-	NOPLAT 增长率	6.0%	1.8%	82.5%	13.5%	7.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-2.8%	34.2%	27.4%	-5.9%	-3.3%
投资和汇兑收益	-	40.1	201.5	186.1	204.7	净资产增长率	3.1%	1.1%	10.5%	11.2%	9.7%
营业利润	249.7	216.3	412.1	495.1	550.2	利润率					
加: 营业外净收支	0.5	0.7	-	-	-	毛利率	64.3%	61.9%	64.0%	65.4%	66.1%
利润总额	250.2	217.0	412.1	495.1	550.2	营业利润率	50.9%	50.4%	87.2%	80.6%	85.3%
减: 所得税	45.3	32.5	37.9	55.6	62.2	净利润率	41.8%	43.0%	79.2%	71.6%	75.7%
净利润	204.9	184.5	374.2	439.5	488.0	EBITDA/营业收入	73.8%	80.4%	173.0%	150.5%	158.2%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	56.0%	62.6%	98.7%	87.7%	89.8%
货币资金	151.4	154.4	422.5	507.9	583.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	1,768	2,219	2,091	1,474	1,697
应收帐款	14.9	9.8	32.4	50.5	106.0	流动营业资本周转天数	-231	-160	201	209	241
应收票据	-	-	0.1	0.1	0.1	流动资产周转天数	73	274	500	520	573
预付帐款	-	225.7	225.7	225.7	225.7	应收帐款周转天数	5	6	10	16	24
存货	-	-	46.6	69.9	90.0	存货周转天数	-	-	18	34	45
其他流动资产	0.0	97.4	97.4	97.4	97.4	总资产周转天数	2,498	3,316	3,656	3,103	2,854
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	2,155	2,839	3,362	2,813	2,554
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	255.3	265.8	107.6	107.6	107.6	ROE	7.8%	6.9%	12.7%	13.4%	13.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.5%	4.4%	6.9%	8.5%	9.6%
固定资产	2,390.9	2,903.6	2,584.9	2,443.7	3,635.4	ROIC	7.6%	7.9%	10.8%	9.6%	11.0%
在建工程	293.6	-	1,780.9	1,538.9	103.5	费用率					
无形资产	538.4	511.3	122.7	115.3	108.0	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	96.3	3.7	4.7	4.7	4.7	管理费用率	5.2%	5.6%	5.0%	5.0%	5.0%
资产总额	3,740.8	4,171.6	5,425.4	5,161.7	5,061.9	财务费用率	5.1%	12.3%	11.4%	7.1%	4.5%
短期债务	150.0	1,020.0	398.2	147.9	147.9	三费/营业收入	10.3%	17.9%	16.4%	12.1%	9.5%
应付帐款	5.6	62.1	83.9	81.5	72.0	偿债能力					
应付票据	6.9	-	-	-	-	资产负债率	29.4%	36.0%	45.6%	36.2%	28.6%
其他流动负债	21.9	23.2	116.7	122.9	129.3	负债权益比	41.7%	56.3%	84.0%	56.7%	40.0%
长期借款	350.0	350.0	750.0	550.0	250.0	流动比率	0.22	0.42	1.00	2.06	3.07
其他非流动负债	1.9	3.1	903.3	846.6	828.2	速动比率	0.22	0.42	0.95	1.91	2.82
负债总额	1,101.1	1,503.4	2,476.5	1,859.1	1,437.6	利息保障倍数	10.98	5.10	8.63	12.37	20.01
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	1,039.5	1,039.5	1,039.5	1,039.5	1,039.5	DPS(元)	0.12	0.15	0.09	0.11	0.16
留存收益	1,600.1	1,628.7	1,909.4	2,239.0	2,556.2	分红比率	60.9%	84.5%	25.0%	25.0%	35.0%
股东权益	2,639.6	2,668.2	2,948.9	3,278.5	3,595.7	股息收益率	2.0%	2.5%	1.6%	1.8%	2.8%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	204.9	184.5	374.2	439.5	488.0	EPS(元)	0.20	0.18	0.36	0.42	0.47
加: 折旧和摊销	120.6	103.3	351.0	386.0	441.3	BVPS(元)	2.54	2.57	2.84	3.15	3.46
资产减值准备	0.4	-0.3	-	-	-	PE(X)	30.5	33.9	16.1	13.7	12.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.4	2.3	2.0	1.8	1.7
财务费用	3.5	24.0	58.7	54.0	43.5	P/FCF	18.4	94.0	19.1	38.3	25.2
投资收益	-	-40.1	-201.5	-186.1	-204.7	P/S	12.8	14.6	12.7	9.8	9.3
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	18.0	21.6	9.8	8.0	6.8
营运资金的变动	476.9	-527.8	10.6	-108.5	-97.2	CAGR(%)	28.2%	37.5%	12.6%		
经营活动产生现金流量	360.5	301.9	588.4	574.4	656.3	PEG	1.1	0.9	1.3		
投资活动产生现金流量	-667.9	-427.6	-784.7	-1,556.1	-612.1	ROIC/WACC	0.9	0.9	1.3	1.1	1.3
融资活动产生现金流量	434.3	128.7	856.7	-703.7	-599.8	REP	2.6	2.1	1.3	1.4	1.2

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

杨建海, CFA, 非银行金融行业高级分析师, 毕业于北京大学, 经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有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

021-67865293

梁涛

021-68766067

南方

021-68765206

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

李瑾

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

lijin@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

张勤

021-68763879

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@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: 200122

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