

福星股份 (000926)

城中村改造领航者

增持/ 首次评级

股价：RMB8.98

分析师

鱼晋华

SAC 执业证书编号:S1000208120162

+755-82492232 yujinhua@lhq.com

联系人

周雅婷

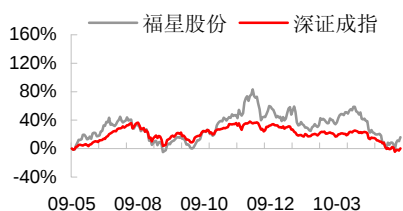
+755-82125148 zhouyt@lhq.com

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	710
流通 A 股(百万股)	525
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	4713

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

- 公司 2001 年开始介入房地产领域。现有项目未结建面 385.4 万平米，按每年 100 万的开工计划计算，仍可供公司开发 3 年以上。现有土地储备中位于武汉市的占 68.1%，武汉以外的项目主要位于孝感、恩施、咸宁三个三线城市。由于武汉以外的市场主要以自住需求为主，房价水平也相对较低，这三个市场将为公司在武汉市场出现调控压力时提供缓冲。
- 公司是武汉市最早的城中村改造项目的获得者。目前拥有四处拟获取旧改项目，合计建面达 340.6 万平米，平均地价 2250 元/平米，其中三处均位于二环附近，地块价值较高，根据目前周边地段项目售价水平测算，公司拟建的四处旧改项目平均毛利水平达到 49%，四处旧改项目预计可实现销售收入 338 亿元，净利润现值达 50 亿元。
- 公司在城中村改造项目资源获取中具有先发的优势且已经形成一套具备盈利能力的商业模式，公司计划在武汉市首批 56 个人城中村改造计划中获取 20% 的份额，合计建面可达到约 1000 万平米，首批拟取得项目地段优良，未来将逐步提升公司的毛利水平。我们认为政府推进城中村改造的决心和巨大的市场空间将为公司未来土地储备的增加以及在某个阶段业绩的集中释放提供了催化刺激因素。
- 公司所在武汉市场城市综合素质利于房地产长期稳定发展，主要有利条件有：武汉作为中部传统工业重镇无论人口总量或者 GDP 总量都列中部六省市之冠，具备房地产市场发展需要的最基本要素；武汉拥有中部省市中数量最多的 211 工程高校，高等教育在校人数数量列全国首位，超过北京、上海、广州等传统教育强市，高素质人才聚集带来长期稳定的住房刚性需求；“九省通衢”的重要交通枢纽位置则使城市能更好地承接一线城市溢出的投资需求。
- 预计公司 10 和 11 年 EPS 分别为 0.70 元、0.91 元，对应 PE 为 13.5X 和 10.3X，09 年末 NAV 为 9.95 元，P/NAV 为 0.9。公司旧改模式独特，但可持续性较强，随着不断被市场认可，估值有提升空间，首次给予增持评级。风险是武汉地区投资需求浓重，政策调控下的市场调整压力已十分明显。

经营预测与估值

	2009A	2010Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4097.3	867.0	4772	5749	6966
(+/-%)	28.0	15.6	16.5	20.5	21.2
归属母公司净利润(百万元)	336.4	139.9	496	647	929
(+/-%)	1.8	267.4	47.6	30.2	43.6
EPS(元)	0.47	0.20	0.70	0.91	1.31
P/E(倍)	19.0	45.6	12.8	9.8	6.8

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

目 录

公司历史沿革	4
公司推荐逻辑	4
现有储备可供 3 年以上开发，毛利将逐步提升	4
具备资源获取先发优势，城中村改造运作模式成熟	6
拟取得旧改项目位置核心，改造价值高	6
城中村改造市场空间巨大，可执行性强	8
金属业务毛利逐年下降，公司未来发展重心倾向房地产业务	9
区域市场：城市综合素质利于房地产市场长期稳定向上	10
中部工业重镇，经济总量人口总数居中部六省市之冠	10
高校云集，高等教育在校人数全国领先	11
“九省通衢”交通枢纽位置突出	12
09 年房产市场量价稳步提升，外地开发商占据大半江山	12
估值及投资建议	15
风险因素：武汉地区投资需求浓重，政策调控压力大	15

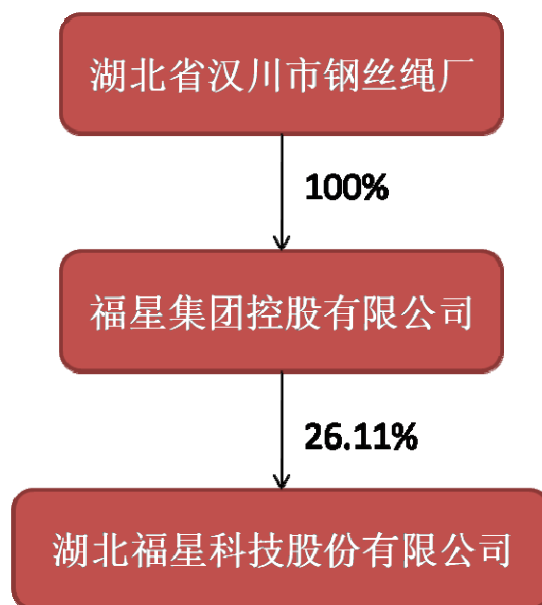
图表目录

图表 1 公司股权结构.....	4
图表 2 现有项目储备中 68%位于武汉.....	5
图表 3 水岸星城项目历年收入贡献高（亿元）.....	
图表 4 水岸星城项目毛利水平维持中等偏上（%）.....	6
图表 5 公司拟获取城中村改造项目大部份位于一环二环线.....	7
图表 6 旧改项目位置优良且地价低于招拍挂项目.....	8
图表 7 武汉市中心城中村密布.....	9
图表 8 武汉市人口总数居中部省市之冠.....	10
图表 9 武汉市 GDP 总量居中部六省市之冠.....	11
图表 10 湖北省在中部省份中拥有 211 高校数量最多.....	
图表 11 武汉市高等教育在校生人数属全国领先.....	11
图表 12 武汉交通枢纽位置突出.....	12
图表 13 武汉市房地产成交符合全国走势（平米、元/平米）.....	13
图表 14 09 年武汉主要成交区域为武昌和东湖高新区（万平米、元/平米）.....	13
表格 1 公司现有项目储备可供三年以上开发.....	5
表格 2 公司外地项目 09 年销售状况良好（万 m2）.....	5
表格 3 公司旧改项目改造价值高（万平米、元/平米、亿元）.....	7
表格 4 武汉市首批城中村项目列表.....	9
表格 5 公司金属业务毛利呈逐年下降趋势（亿元、%）.....	10
表格 6 外地开发商占据武汉市场销售份额的绝大多数（亿元、万平米、元/平米）.....	14
表格 7 NAV 估值表.....	15

公司历史沿革

公司主要发起人前身湖北省汉川市钢丝绳厂于 1985 年成立，1999 年 5 月 26 日向社会公开发行人民币 A 种股票 5,500 万股，并于 1999 年 6 月 18 日在深圳证券交易所挂牌交易，主营业务为子午轮胎钢帘线、钢丝绳、钢绞线。2001 年福星惠誉房地产有限公司成立，公司正式介入房地产开发领域。

图表 1 公司股权结构



资料来源：公司公告，华泰联合研究所

公司推荐逻辑

现有储备可供 3 年以上开发，毛利将逐步提升

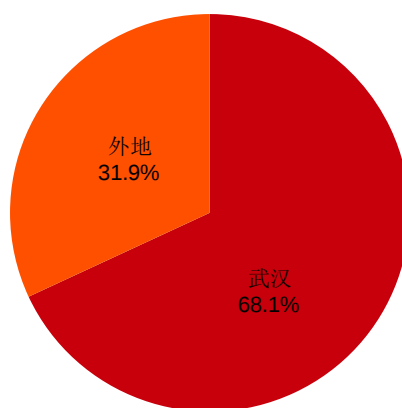
公司现有项目未结建面 385.4 万平米，按每年 100 万的开工计划计算，仍可供公司开发 3 年以上，现有项目由于售价偏低，整体毛利水平在 30%左右，随着福星惠誉国际城和东澜岸等高毛利项目 10 年陆续进入结算预计公司未来项目结算毛利水平将会有所提高。公司现有土地储备中位于武汉市的占 68.1%，位于外地的项目中恩施、咸宁福星城在 09 年首次进入销售，分别销售了 4.21 万平和 6.55 万平米，08 年开始销售的孝感福星城 09 年实现销售 11.74 万平米，外地项目整体销售情况仍比较良好，由于武汉外的市场主要以自住需求为主，房价水平也相对较低，这三个市场将为公司在武汉市场出现调控压力时提供缓冲。

表格 1 公司现有项目储备可供三年以上开发

项目	权益	建筑面积 (万 m ²)	未结建面 (万 m ²)	结算均价 (元/m ²)	预计结算面积 (万 m ²)			毛利率
					2010E	2011E	2012E	
水岸国际三期	100%	14.8	1.5	7242	1.5	0.0	0.0	29%
水岸国际四期	100%	8.9	3.5	11582	3.5	0.0	0.0	56%
福星惠誉国际城	100%	59.0	57.8	11154	13.0	11.8	14.7	44%
孝感福星城	100%	36.9	29.5	3900	12.2	14.8	2.6	36%
恩施福星城	100%	25.9	22.8	4000	5.2	9.1	6.0	14%
咸宁福星城	100%	73.0	70.8	3000	9.5	12.4	14.6	28%
汉阳福星城	100%	33.0	33.0	10000	0.0	1.7	3.3	31%
水岸国际一期	100%	35.8	35.8	9000	0.0	7.2	14.3	34%
水岸国际二期	100%	84.2	84.2	9000	0.0	0.0	0.0	34%
东澜岸	100%	46.5	46.5	7500	0.0	4.7	11.6	48%
合计		417.9	385.4	7638	44.8	61.5	67.1	

资料来源：公司公告，华泰联合研究所

图表 2 现有项目储备中 68%位于武汉



资料来源：公司公告，华泰联合研究所

表格 2 公司外地项目 09 年销售状况良好 (万 m²)

	2008 年销售面积	2009 年销售面积	09 年末已售未结面积
孝感福星城	5.26	11.74	5.67
恩施福星城	-	4.21	2.09
咸宁福星城	-	6.55	5.17

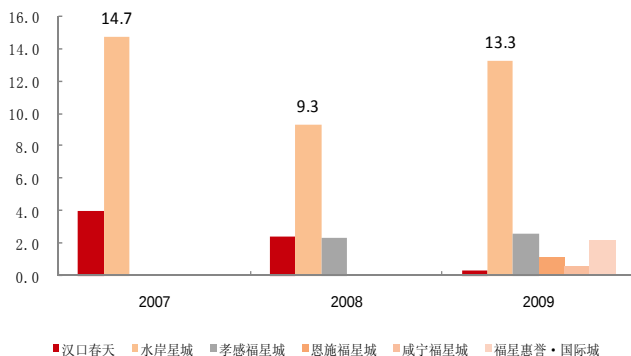
资料来源：公司公告，华泰联合研究所

具备资源获取先发优势，城中村改造运作模式成熟

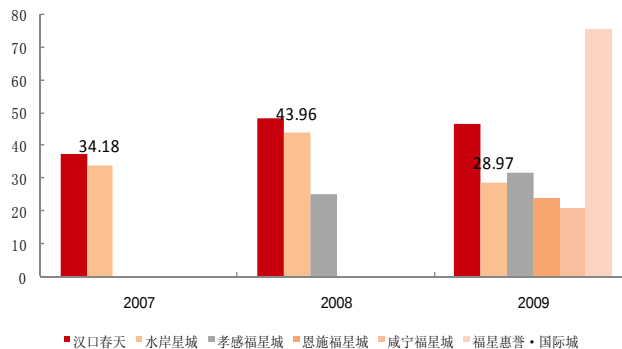
公司是武汉市最早的城中村改造项目的获得者。操盘的第一个旧改项目水岸星城历年的去化速度都接近 80-90% 间，成为公司近年主要收入及利润贡献来源，该项目的成功操作证明了公司进入城中村改造领域不仅具备先发的资源获取能力，也已经形成有效的盈利运作模式。而核心地段旧改项目的不断增加是公司较早进入旧改领域不断累积的市场形象和资源关系的延伸效益。

我们认为武汉区域市场的稳步向上，将为公司这种长期植根于本地发展的公司提供了未来业绩持续稳定的市场基础，同时政府推进城中村改造的决心和巨大的市场空间将为公司未来土地储备的增加以及在某个阶段业绩的集中释放提供了催化刺激因素。而相较于万科、金地等外地开发商及名流置业等民企性质的本地开发商，公司特有的集体所有制公司性质和领导人背景使公司具备更明显城中村改造资源获取能力。

图表 3 水岸星城项目历年收入贡献高（亿元）



图表 4 水岸星城项目毛利水平维持中等偏上（%）



资料来源：公司公告，华泰联合研究所

拟取得旧改项目位置核心，改造价值高

公司目前拥有四处拟拿旧改项目，合计建面达 340.6 万平米，平均地价 2250 元/平米，其中三处均位于二环附近，地块价值较高，根据目前周边地段项目售价水平测算，公司拟建的四处旧改项目平均毛利水平达到 49%，比 09 年房地产业务整体 34.16% 的毛利水平高出 15 个点。根据测算，四处旧改项目预计可实现销售收入 338 亿元，净利润现值达 50 亿元。

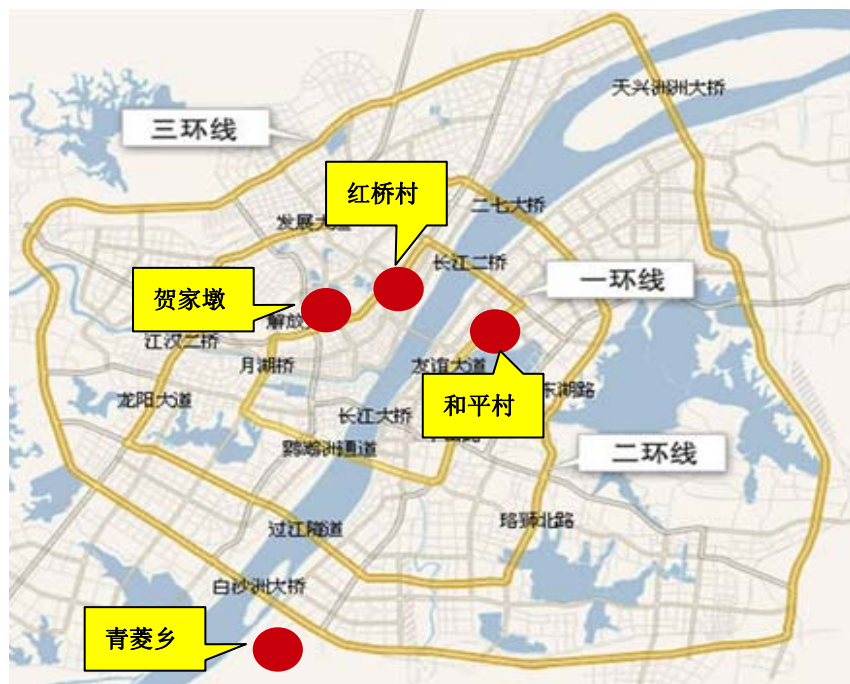
目前此四处城中村改造项目均处于协议签订阶段，虽然最终还需要进行土地招拍挂流程，但我们预计公司拿到此四处地块的可能性很大，主要原因在于不同于招拍挂的“熟地”出让，城中村改造地块出让时仍然是未拆迁的“生地”状态，别的开发商若想在招拍挂后期强行介入将面临较大的拆迁压力，且前期已介入的开发商可以利用各种手段成为强行进入者制造拆迁压力。根据武汉以往城中村改造土地出让的成交情况来看，基本不存在非协议方抢地情况。公司计划将在在武汉市首批 56 个人城中村改造计划中获取 20% 的份额，拿到 10-15 个项目，合计建面将达到约 1000 万平米。

表格 3 公司旧改项目改造价值高（万平米、元/平米、亿元）

项目	权益	位置	建面	预计竣工时间	预计毛利	预计售价	预计销售收入	净利润现值
贺家墩B地块	100%	武汉市红旗渠路以南	59.6	2015 年	47%	9000	51.0	6.7
和平村	100%	武汉市沙湖大道以南	120	2015 年	56%	10000	114.0	17.3
红桥村	100%	武汉市江岸区香港路以西	110	2015 年	60%	14000	146.3	23.7
青菱乡	100%	武汉市青菱乡青菱村	51	2015 年	30%	5500	26.6	2.4
合计			340.6			9625	337.9	50.1

资料来源：公司公告，华泰联合研究所

图表 5 公司拟获取城中村改造项目大部份位于一环二环线



资料来源：华泰联合研究所

城中村改造市场空间巨大，可执行性强

武汉市“城中村”包括147个行政村和15个农林单位，总人口35.66万人，土地总面积200平方公里，相当于武汉市2020年规划建成区面积的1/4。根据武汉市政府的规划，将在3-5年内完成56个城中村改造，我们判断武汉市的城中村改造进程是一个具备可执行基础的政府计划，主要理由有：

- ✓ 不同于深圳等地的城中村居民，武汉已形成的城中村中居民并没有在城市发展的过程中获得更多的收入来源，相对较少的外来人口使得租房市场不发达，面对来自周边条件更为完善的新房的出租竞争，城中村的租金收入并没有为村民带来可观的收入，相对较低的租金收入使得村民在改造中并不拥有非常大的议价能力；
- ✓ 良好地段的城中村数量巨大，供应量大，客观上也削弱了单个城中村的议价空间；
- ✓ 武汉市建城历史悠久，城市面貌老旧，明年是辛亥革命100周年纪念日，政府改造城市面貌的决心巨大，而城中村改造使得政府一方面可以借助开发商的资金力量进行城市建设，另一方面可以为城中村的居民带来一次性及持续性的收入来源，改变村民的农村身份，加快城市化进程，同时政府在初步让利后可以在后续的土地拍卖中获得更大的收益。综合武汉的各种城市因素，城中村改造是政府实现城市新建设的一箭三雕良计。
- ✓ 对于开发商来说参与城中村改造的一大吸引力是目前进入政府公布进行改造的项目均位于地段比较好的城市中心，由于政府的让利，城中村改造的地价水平仍明显低于招拍挂水平，开发商的参与热情高。而相较于外来开发商，本地企业在城中村改造上明显具备更深的政府及村委会关系基础。

图表 6 旧改项目位置优良且地价低于招拍挂项目



图表 7 武汉市中心城中村密布



资料来源：摄于 2010 年 4 月 15 日，华泰联合研究所

表格 4 武汉市首批城中村项目列表

板块	城中村改造项目
江岸区	竹叶山、新荣、胜华、二七、中胜、花桥、连城、黄浦、红桥、永红
江汉区	航侧、贺家墩、鲇子湖、唐家墩、姑嫂树
硚口区	汉西、罗家墩、长青
汉阳区	十里铺、前进、五里墩、汉桥、铁桥、龙阳、汉城、陶家岭、邓甲、渔业、鸚鵡、向阳、红卫、江堤、丰收、汉江
武昌区	沙湖、紫阳
洪山区	团结、徐东、洪山、井冈山、柴林头、三角路、余家头、和平、铁机、向阳、余家湖、北港、姚家岭、红旗、东亭、南湖、烽火、光霞、幸福

资料来源：华泰联合研究所

金属业务毛利逐年下降，公司未来发展重心倾向房地产业务

公司的金属制造业务主要产品有子午轮胎钢帘线、预应力 PC 钢绞线、钢丝绳、钢丝等。公司今年金属业务的主要增长点应用于轮胎的子午轮胎钢帘线上，目前该产品的实际产能为 8 万吨，产能利用率为 80-90%，公司 10 计划新增生产线 3 万吨，目前处于新盖厂房阶段。另一产品钢绞线主要运用于基础设施建设，实际产能为 16 万吨，目前利用率为 100%。钢丝绳产品实际产能 6 万吨，产能利用率 70%。从毛利水平来看，由于原材料成本上升公司四个子项产品自 07 年以来毛利均呈下降趋势，09 年金属业务综合毛利率仅为 15.59%。

公司的金属业务具备典型的制造性质，业务主要推动力来自于产能的扩张和毛利的提升，无论从产品的产能利用率以及市场占有率上看，公司金属业务产能发展已经面临较为明显的瓶颈局面，毛利亦呈现逐年下降的趋势，我们对公司金属业务未来的发展

持中性态度，公司传统业务面临发展瓶颈使得公司投入更多的精力在新兴地产业务将是顺理成章的选择。

表格 5 公司金属业务毛利呈逐年下降趋势（亿元、%）

	2007		2008		2009	
	收入	毛利	收入	毛利	收入	毛利
子午轮胎钢帘线	6.47	28.36	6.72	28.30	7.92	24.82
钢丝绳系列	1.98	7.69	2.51	15.75	1.91	7.28
钢绞线系列	3.90	14.46	6.47	14.21	9.45	10.97
钢丝系列	1.92	10.62	2.02	16.83	1.48	6.47

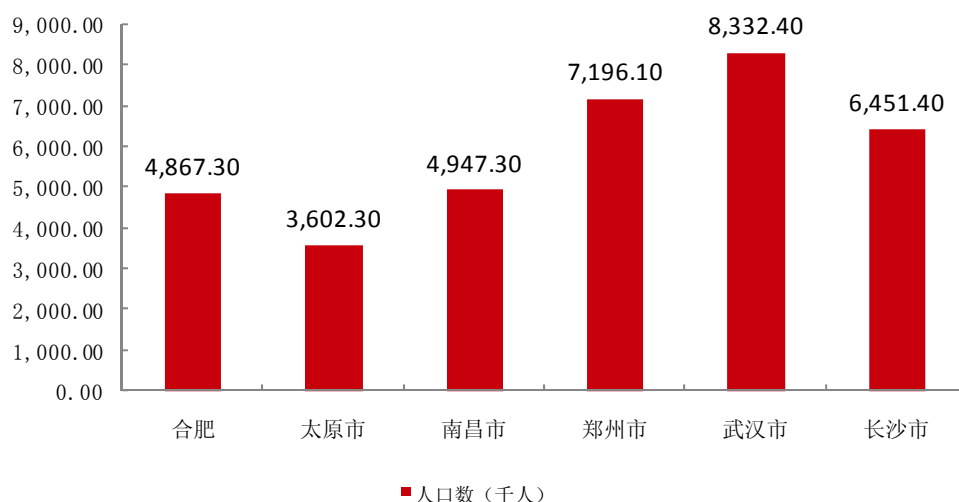
资料来源：公司公告，华泰联合研究所

区域市场：城市综合素质利于房地产市场长期稳定向上

中部工业重镇，经济总量人口总数居中部六省市之冠

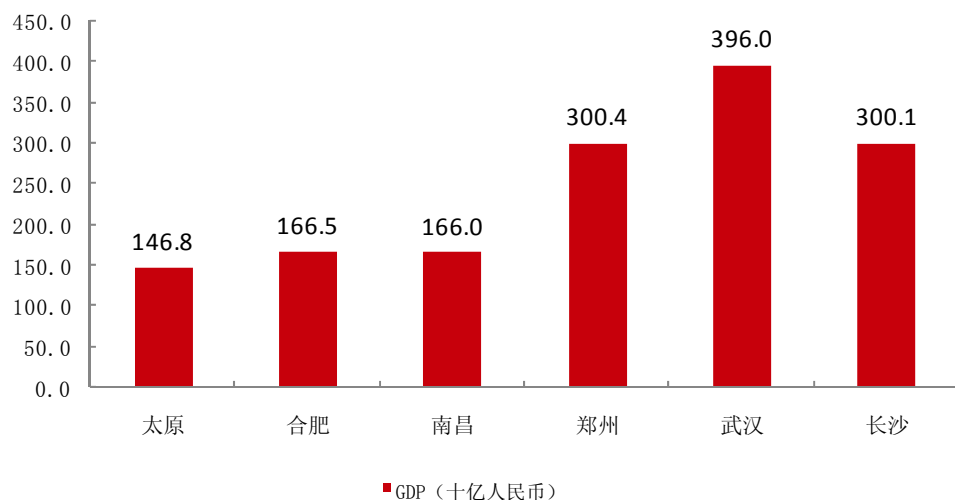
我们传统称的中部 6 省包括湖北、湖南、江西、安徽、河南、山西，随着国家支持中部崛起战略的推出，中部各省在承接东部转移产业和核心城市圈发展上获得了更多国家层面的支持，武汉市作为中部重要的核心城市在于其余五省城市的对比中优势明显，武汉市 08 年人口总量为 833 万人，城市 GDP 总量为 3960 亿元，无论 GDP 总量还是人口总数均处于中部六省市之冠。坚实的工业经济发展基础和城市人口沉淀为区域房地产市场提供了最基础的发展土壤。

图表 8 武汉市人口总数居中部省市之冠



资料来源：公司公告，华泰联合研究所

图表 9 武汉市 GDP 总量居中部六省市之冠

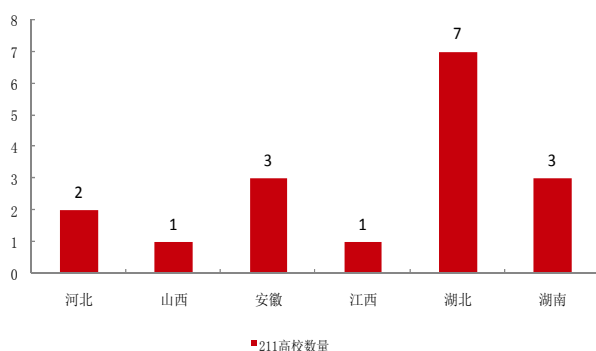


资料来源：公司公告，华泰联合研究所

高校云集，高等教育在校人数全国领先

武汉是国内历史悠久的教育基地，拥有 7 所国家“211 工程”重点院校，而其余中部 5 省拥有的 211 高校数量合计仅为 10 所，武汉市拥有的高等教育在校生数量为 81 万人，不仅在中部各省中处于首位，在全国范围内来看，也高于北京、上海、广州等主要一线城市。教育资源丰富以及大量高素质人才集聚使得武汉市在中部各核心城市中具备独特的发展土壤，大学生毕业本地就业及随后带来的住房需求也成为武汉市房地产刚性需求的重要组成部分。

图表 10 湖北省在中部省份中拥有 211 高校数量最多



图表 11 武汉市高等教育在校生人数属全国领先



资料来源：CEIC，华泰联合研究所

“九省通衢” 交通枢纽位置突出

武汉历来被称为“九省通衢”之地，是中国内陆最大的水陆空交通枢纽。它距离北京，上海，广州，成都，西安等中国大城市都在 1000 公里左右，是中国经济地理的“心脏”，具有承东启西、沟通南北、维系四方的作用。独特的区位优势造就了得天独厚的交通优势。京广、京九、武九、汉丹 4 条铁路干线，以及京珠、沪蓉等 6 条国道在此交汇，武汉正在成为全国四大铁路运输枢纽之一。便利的交通和重要的枢纽位置使城市经济发展得到最基础的保障，与主要大城市的距离缩短则使得武汉能够更快地承接来自一线城市的投资购房溢出需求，成为全国性的重要房地产成交市场。

图表 12 武汉交通枢纽位置突出



资料来源：长江商报，华泰联合研究所

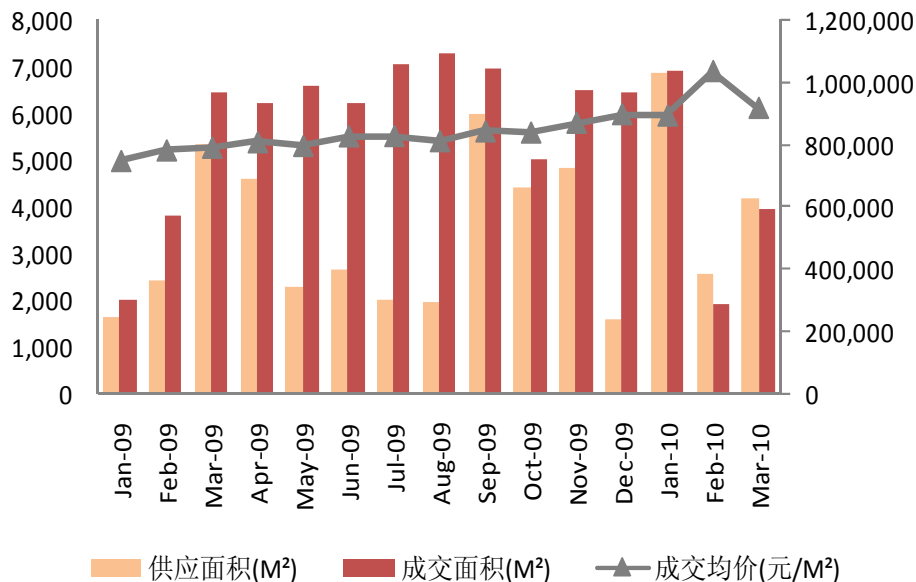
09 年房地产市场量价稳步提升，外地开发商占据大半江山

武汉作为中部交通枢纽重镇，老牌的工业基地以及重要的高校聚集地，无论从城市在全国的定位、交通情况或是人口总量及素质都在中部区域具有重要的地位，这些都是利于房地产市场发展的基本要素，从武汉历年的房地产成交数据来看，基本符合全国趋势的。武汉市 09 年房地产成交 5838 亿元，成交面积 1061 万平米，全年实现均价 5463 元/平米，09 年成交价格逐月平稳上涨，全年累计涨幅为 19%，但进入 10 年后在 2 月份出现价格的大幅上涨，涨幅达 16%，达 6907 元/平米，是首次成交均价跨入 6000 元，武汉市成交价格在 4 月份再次出现上涨，涨幅在 10%-20%，主要受两会后政策低于预期以及近期北京市场价格大幅上涨的刺激，市场出现抢购潮，开发商也迅速调整价格。

武汉市房地产开发商竞争格局中外地开发商仍然占有较为明显的优势，在 09 年成交金额排行榜中外地开发商占据 16 席，处于绝对优势，09 年成交金额的第一名为万科，共成交 22.6 亿元，成交面积第一位恒大集团，共成交 48 万平米。福星股份位列成交金额的第 5 名，在本地开发商中仅次于武汉地产开发投资集团，在当地属于较有影响

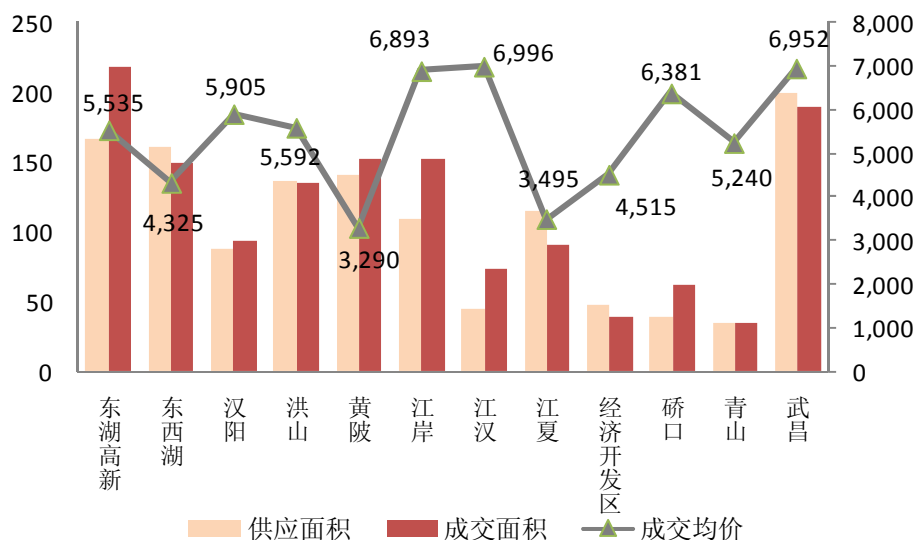
力的开发企业。另一上市公司名流置业由于在武汉市只有一个项目，09 年仅销售 1.4 亿元，整体销售排名在 20 名以外。

图表 13 武汉市房地产成交符合全国走势（平米、元/平米）



资料来源：华泰联合研究所

图表 14 09 年武汉主要成交区域为武昌和东湖高新区（万平米、元/平米）



资料来源：华泰联合研究所

表格 6 外地开发商占据武汉市场销售份额的绝大多数（亿元、万平米、元/平米）

排名	企业名称	成交金额	成交面积	成交均价
1	万科企业股份有限公司	22.6	29.8	7600
2	武汉地产开发投资集团有限公司	21.1	39.8	5313
3	恒大地产集团有限公司	21.0	48.4	4348
4	保利房地产(集团)股份有限公司	16.8	27.8	6037
5	湖北福星科技股份有限公司	14.5	17.9	8098
6	金地(集团)股份有限公司	13.4	22.3	6016
7	融侨集团股份有限公司	11.9	17.6	6739
8	中钰置业集团有限公司	11.8	19.8	5942
9	新世界发展有限公司	10.3	16.5	6228
10	新世界中国地产有限公司	10.3	16.5	6228
11	世茂房地产控股有限公司	10.3	13.9	7381
12	瑞安房地产有限公司	9.1	6.5	13885
13	华润置地有限公司	7.9	9.3	8548
14	中国宝安集团股份有限公司	7.5	13.7	5441
15	深圳控股有限公司	7.3	11.0	6650
16	保利(香港)投资有限公司	6.6	11.2	5895
17	沿海绿色家园有限公司	6.5	18.9	3431
18	百步亭集团有限公司	6.1	11.8	5174
19	大华(集团)有限公司	6.0	10.8	5562
20	广州广电房地产开发集团	6.0	10.5	5731
29	名流置业集团股份有限公司	1.5	4.7	3137

资料来源：华泰联合研究所

估值及投资建议

预计公司 10 和 11 年 EPS 分别为 0.70 元、0.91 元，对应 PE 为 12.8X 和 9.8X，公司 09 年末 NAV 为 9.95，P/NAV 为 0.90。基于公司独特的发展模式，我们看好公司未来的发展，认为随着公司旧改项目的不断成功操盘，市场将给予公司高的估值水平，首次给予增持评级。

表格 7 NAV 估值表

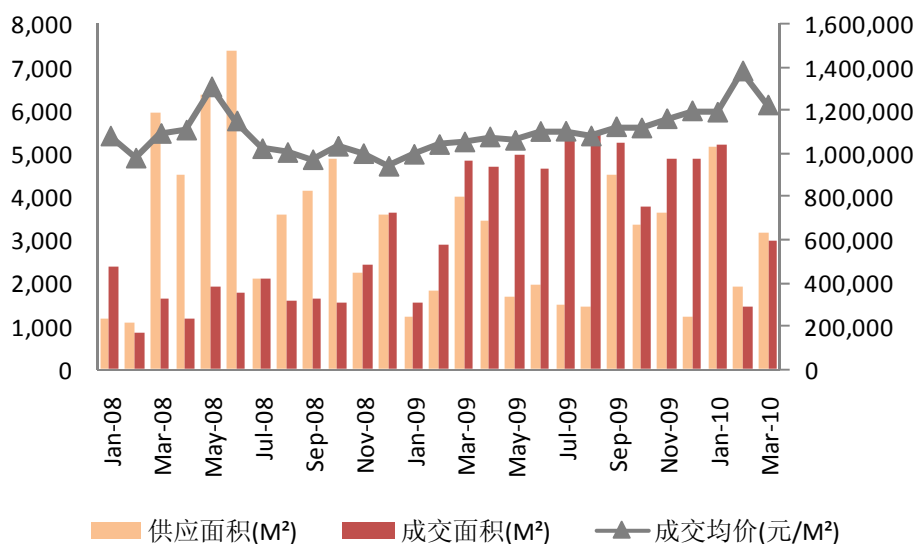
项目	金额
09 年末净资产（百万元）	4001
房地产销售业务利润现值（百万元）	3065
总股本（百万元）	710
NAV（元/股）	9.95

资料来源：华泰联合研究所

风险因素：武汉地区投资需求浓重，政策调控压力大

由于武汉市场的各种综合素质较高，在以往已经开始承接一线城市的溢出投资性需求，这使得城市房地产市场的风险也日益趋同于一线城市，武汉市场在面临政策调控压力时也显现出更明显的波动性，08 年的地产调控周期中，武汉市全年成交面积为 450 万平米，为 09 年全年成交面积的 42.4%，全年供应面积为 940 万平米，全年市场供求比为 2:1，政策调控下的市场调整压力已十分明显。

图 15 08 年政策调控下市场波动明显



资料来源：华泰联合研究所

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	7437	7268	8039	9374	营业收入	4097	4772	5749	6966
现金	568	3781	4212	5177	营业成本	3082	3439	4157	4860
应收账款	473	8	8	8	营业税金及附加	164	191	230	279
其他应收款	74	82	82	82	营业费用	193	224	270	327
预付账款	2368	0	0	0	管理费用	98	119	144	174
存货	3705	3334	3668	4034	财务费用	112	138	87	89
其他流动资产	249	62	70	72	资产减值损失	4	0	0	0
非流动资产	2008	1878	1745	1610	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	1617	1538	1431	1309	营业利润	444	660	861	1237
无形资产	25	24	24	23	营业外收入	4	4	4	4
其他非流动资产	366	316	290	278	营业外支出	4	4	4	4
资产总计	9445	9145	9784	10984	利润总额	444	660	861	1237
流动负债	2856	1988	2080	2285	所得税	110	165	215	309
短期借款	430	300	300	400	净利润	335	495	646	928
应付账款	189	189	189	189	少数股东损益	-2	0	0	0
其他流动负债	2236	1499	1591	1696	归属母公司净利润	336	496	647	929
非流动负债	2588	2731	2732	2932	EBITDA	687	928	1081	1461
长期借款	2573	2723	2723	2923	EPS (元)	0.47	0.70	0.91	1.31
其他非流动负债	16	8	9	10	主要财务比率				
负债合计	5444	4719	4812	5218		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	44	44	44	44	成长能力				
股本	710	710	710	710	营业收入	28.0%	16.5%	20.5%	21.2%
资本公积	1560	1560	1560	1560	营业利润	5.3%	48.5%	30.4%	43.7%
留存收益	1687	2112	2657	3451	归属于母公司净利润	1.8%	47.6%	30.2%	43.6%
归属母公司股东权益	3957	4383	4928	5722	获利能力				
负债和股东权益	9445	9145	9784	10984	毛利率(%)	24.8%	27.9%	27.7%	30.2%
现金流量表					净利率(%)	8.2%	10.4%	11.2%	13.3%
单位: 百万元					ROE(%)	8.5%	11.3%	13.1%	16.2%
	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	6.7%	17.0%	19.6%	26.5%
经营活动现金流	-554	3404	620	889	偿债能力				
净利润	335	495	646	928	资产负债率(%)	57.6%	51.6%	49.2%	47.5%
折旧摊销	130	130	133	135	净负债比率(%)	56.81%	65.96%	64.68%	65.40%
财务费用	112	138	87	89	流动比率	2.60	3.66	3.86	4.10
投资损失	-1	0	0	0	速动比率	1.31	1.98	2.10	2.34
营运资金变动	-1116	2662	-248	-264	营运能力				
其他经营现金流	-14	-22	2	1	总资产周转率	0.49	0.51	0.61	0.67
投资活动现金流	-479	-0	-0	-0	应收账款周转率	9	20	719	871
资本支出	457	0	0	0	应付账款周转率	15.72	18.15	21.94	25.65
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-22	-0	-0	-0	每股收益(最新摊薄)	0.47	0.70	0.91	1.31
筹资活动现金流	578	-191	-188	77	薄)	-0.78	4.79	0.87	1.25
短期借款	141	-130	0	100	每股净资产(最新摊薄)	5.57	6.17	6.94	8.06
长期借款	698	150	0	200	估值比率				
普通股增加	5	0	0	0	P/E	20.07	13.60	10.44	7.27
资本公积增加	111	0	0	0	P/B	1.71	1.54	1.37	1.18
其他筹资现金流	-376	-211	-188	-223	EV/EBITDA	13	10	8	6
现金净增加额	-455	3213	431	965					

资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhq.com