

分析师： 安鹏 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 安鹏 (8621) 68751729 anpeng@cjsc.com.cn

## 汇兑损失致 2 季度业绩大幅下滑，看好长期价值

### 事件描述

兖州煤业今日发布 2010 年半年报，其主要内容为：

- 上半年，公司实现营业收入 156.01 亿元，同比增长 61.44%；归属于母公司的净利润 26.33 亿元，同比增长 38.29%；基本每股收益为 0.54 元（其中 2 季度实现 EPS 约 0.11 元），净资产收益率为 8.85%，较去年同期上升 1.93 个百分点。
- 2010 年 1-6 月，公司实现原煤产量 2288.6 万吨，同比增长 32.47%；商品煤销量 2285.6 万吨，同比增长 29.41%；上半年公司总发电量 7.05 亿度，同比增长 16%，新增甲醇产量 24.5 万吨，销量 25 万吨。

### 事件评论

- **煤炭量价齐升推动上半年业绩快速增长。**上半年营业收入同比增长 61.44%，主要由于煤炭业务量价齐升：（1）上半年公司实现煤炭销量 2285.6 万吨，同比增长 29.41%，使营业收入增长 35.726 亿元，其中兖煤澳洲实现销量 302.5 万吨，贡献增量 242.9 万吨；（2）吨煤售价由 515.18 元上升至 636.35 元，使营业收入增加 18.568 亿元。
- **2 季度净利率大幅下滑，主要源于汇兑损失。**二季度毛利率 44.74%，净利率 6.23%，较一季度分别下降 4.23 和 23.73 个百分点。主要原因是汇率损失较一季度大幅上升，上半年汇兑损失为 10.552 亿（1 季度汇兑收益约 4 个亿），折合 EPS 为 0.215 元，近期澳元汇率较 6 月末已回升 6%。
- **上半年原煤产量同比增长 32.5%，近几年增量主要来源于 Moolarben 煤矿和赵楼煤矿。**上半年兖煤澳洲增量为 375 万吨，近几年产量增量主要来源于：（1）兖煤澳洲：预计 2010 年-2013 年 Felix 权益产量将分别达到 795 万吨，951 万吨，1071 万吨和 1263 万吨；（2）菏泽能化：下辖赵楼煤矿。菏泽能化赵楼煤矿于 2009 年 12 月正式投产，产能为 300 万吨，计划今年产量达到 140 万吨，上半年已完成 66.2 万吨。
- **综合售价上涨 23.5%，其中混煤和精煤综合价格较去年分别上涨 40.8%和 24.9%。**公司销售结构中，煤炭价格波动主要受精煤、混煤和澳洲煤炭价格波动的影响，2010 年上半年公司精煤和混煤较去年同期平均上升 24.9%和 40.8%，而兖煤澳洲价格下降 24.5%。兖煤澳洲 2 季度开始执行新的合同价，综合价格为 130.96 美元/吨。
- **公司我们认为公司具备长期价值：**（1）公司现货煤比例占总销量的 65%左右，下半年将更充分的享受到煤价上涨带来的弹性；（2）Felix 的收购为公司提供了良好的成长性，预计 2010-2012 年原煤产量分别为 4885 万吨，5165 万吨和 5373 万吨；（3）公司远期的成长性来源于榆树湾煤矿和鄂尔多斯能化。预计公司 2010 年-2012 年 EPS 分别为 1.434 元，1.729 元和 1.961 元，2010 年对应目前的估值为 12.7 倍，维持“推荐”评级。

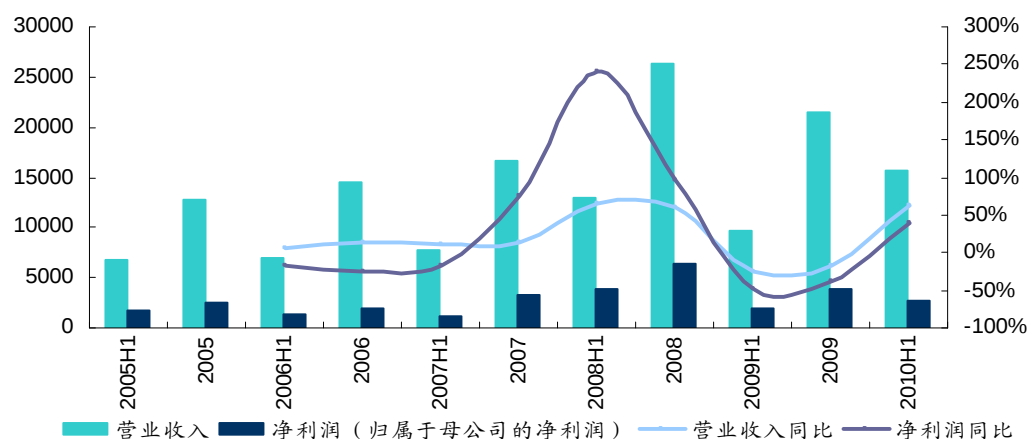
## 第一，上半年业绩大幅增长，主要来源于煤炭业务的量价齐升

上半年,公司实现营业收入156.01亿元,同比增长59.37亿元,增幅为61.44%;营业成本83.24亿元,同比增长58.92%,其中,2季度主营收入较1季度环比上升21.87%。

上半年实现毛利率46.65%,净利率16.92%,其中二季度毛利率与净利率较一季度均有所下降。

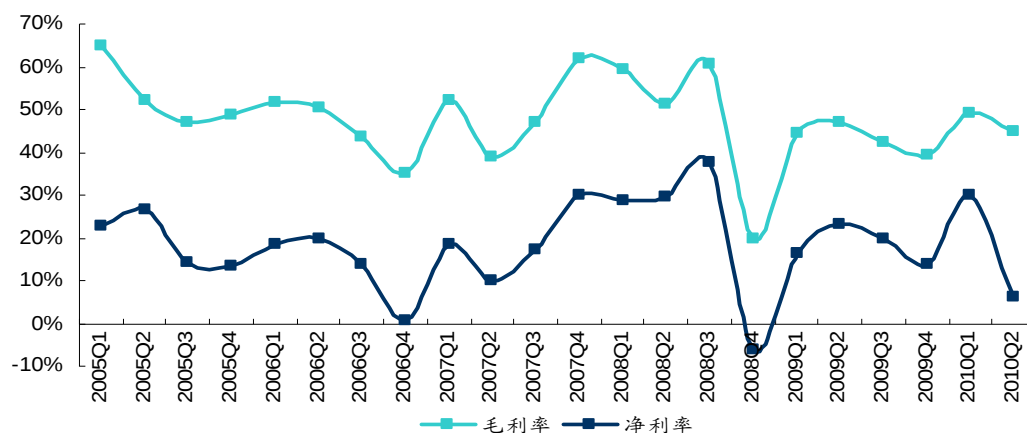
- 营业收入同比增长61.44%,其中2季度收入环比1季度上升21.87%。营业收入增长主要由于煤炭业务量价齐升: (1)上半年公司实现煤炭销量2285.6万吨,同比增长29.41%,使营业收入增长35.726亿元,其中兖煤澳洲实现销量302.5万吨,贡献增量242.9万吨;(2)吨煤售价由515.18元上升至636.35元,使营业收入增加18.568亿元。
- 分业务来看:煤炭业务实现毛利率49.77%,较去年上升0.61个百分点;铁路运输的毛利率由去年的11.13%上升至45.18%;甲醇业务拖累的总体业绩,毛利率仅-4.71%。
- 环比来看:公司上半年实现毛利率46.65%,净利率16.92%,其中二季度毛利率44.74%,净利率6.23%,较一季度分别下降4.23和23.73个百分点。主要原因是汇率损失较一季度大幅上升,上半年汇兑损失为10.552亿(1季度汇兑收益约4个亿)。

图1: 2005年-2010年上半年收入、利润及同比增速



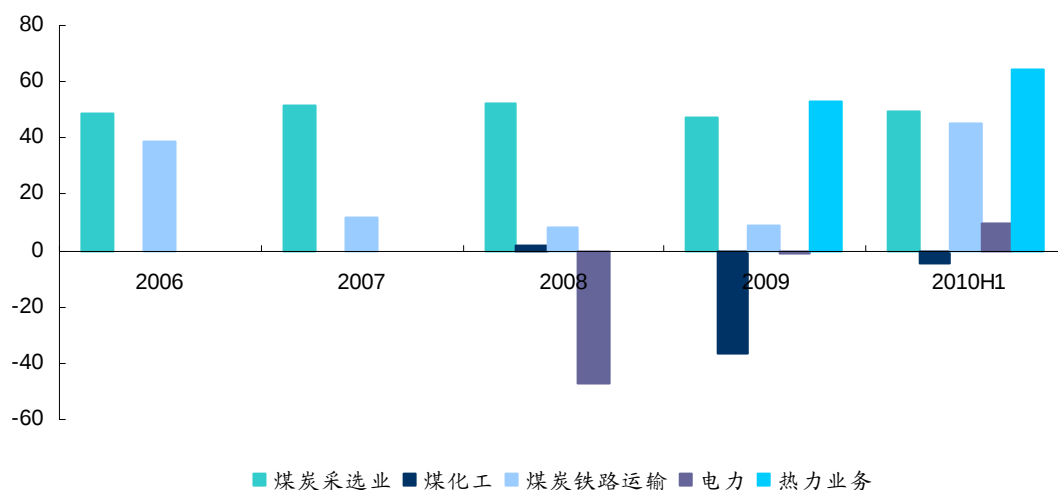
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 2: 2 季度毛利率和净利率大幅下滑



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 3: 上半年煤炭业务, 铁运业务毛利率上升



资料来源: Wind, 长江证券研究部

## 第二, 公司上半年产销量快速增长, 2010 年销售最大增量来源于 Moolarben 矿

2010 年上半年公司生产原煤 2,289 万吨, 同比增长 32.5%, 其中兖煤澳洲增量为 375 万吨, 公司本部增量为 93 万吨, 菏泽能化和山西能化增量分别为 66 万吨和 27 万吨。商品煤销量 2285.6 万吨(去年为 1766.2 万吨), 同比增长 29.41%, 其中, 外购煤增量为 164 万吨。

公司 2010 年增长主要来源于两个方面:

- 兖煤澳洲: 公司澳大利亚的煤炭产量主要来源于 Moolarben 矿, 预计 2010 年-2013 年 Felix 权益产量将分别达到 795 万吨, 951 万吨, 1071 万吨和 1263 万吨;
- 菏泽能化: 下辖赵楼煤矿。菏泽能化赵楼煤矿于 2009 年 12 月正式投产, 产能为 300 万吨, 计划今年产量达到 140 万吨, 上半年已完成 66.2 万吨。

**表 1: 公司 2006A-2012E 各煤矿产量及预测**

|               | 2006A       | 2007A       | 2008A       | 2009A       | 2010H1      | 2010E       | 2011E       | 2012E       |
|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>一、本部合计</b> | <b>3433</b> | <b>3249</b> | <b>3240</b> | <b>3333</b> | <b>1649</b> | <b>3310</b> | <b>3310</b> | <b>3310</b> |
| 1 号精煤: 半软焦煤   | 87          | 71          | 36          | 69          | 43          | 70          | 70          | 70          |
| 2 号精煤: 半软焦煤   | 557         | 726         | 743         | 836         | 413         | 840         | 840         | 840         |
| 3 号精煤: 动力煤    | 1213        | 862         | 292         | 172         | 58          | 220         | 220         | 220         |
| 块煤            | 56          | 69          | 116         | 140         | 72          | 150         | 150         | 150         |
| 精煤小计          | 1912        | 1728        | 1187        | 1218        | 586         | 1280        | 1280        | 1280        |
| 经筛选原煤         | 1083        | 1136        | 1793        | 1710        | 877         | 1700        | 1700        | 1700        |
| 混煤及其它         | 438         | 385         | 260         | 406         | 187         | 330         | 330         | 330         |
| <b>二、山西能化</b> | <b>14</b>   | <b>119</b>  | <b>110</b>  | <b>99</b>   | <b>78</b>   | <b>140</b>  | <b>140</b>  | <b>140</b>  |
| <b>三、菏泽能化</b> |             |             |             | <b>2</b>    | <b>49</b>   | <b>140</b>  | <b>220</b>  | <b>300</b>  |
| <b>四、兖煤澳洲</b> | <b>19</b>   | <b>142</b>  | <b>148</b>  | <b>163</b>  | <b>303</b>  | <b>965</b>  | <b>1141</b> | <b>1273</b> |
| <b>五、外购煤</b>  |             | <b>78</b>   | <b>258</b>  | <b>206</b>  | <b>207</b>  | <b>350</b>  | <b>350</b>  | <b>350</b>  |
| <b>本集团总计</b>  | <b>3466</b> | <b>3589</b> | <b>3756</b> | <b>3802</b> | <b>2286</b> | <b>4885</b> | <b>5161</b> | <b>5373</b> |

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

**表 2: 公司拥有煤炭资源列表**

| 煤矿                   | 井田面积          | 储量           | 投产时间 | 2008 年产量    | 2009 年产量    | 煤种     |
|----------------------|---------------|--------------|------|-------------|-------------|--------|
| 南屯煤矿                 | 35.2          | 1.23         | 1973 | 350         | 380         | 动力煤    |
| 兴隆庄煤矿                | 59.8          | 3.33         | 1981 | 660         | 660         | 动力煤    |
| 鲍店煤矿                 | 36.4          | 2.94         | 1986 | 600         | 570         | 动力煤    |
| 东滩煤矿                 | 60            | 4.64         | 1989 | 700         | 750         | 动力煤    |
| 济宁二号煤矿               | 87.1          | 4.18         | 1997 | 390         | 360         | 动力煤    |
| 济宁三号煤矿               | 105.1         | 2.33         | 2000 | 610         | 620         | 动力煤    |
| <b>本部煤矿小计</b>        | <b>386.61</b> | <b>18.66</b> | -    | <b>3310</b> | 3340        | -      |
| Felix                | -             | -            | -    | 712         | 731         | 半软焦煤等  |
| 澳思达                  | 63.0          | -            | 2000 | 190         | 190         | 半硬焦煤   |
| 天池                   | 20.0          | 2.08         | 2006 | 110         | 100         | 动力煤    |
| 赵楼                   | 143.4         | 0.68         | 2009 | -           | 4           | 1/3 焦煤 |
| <b>子公司煤矿小计</b>       | <b>226.4</b>  | <b>2.76</b>  | -    | <b>300</b>  | <b>294</b>  | -      |
| <b>合计 (不含 Felix)</b> | <b>613.01</b> | <b>21.42</b> | -    | <b>3610</b> | <b>3634</b> | -      |

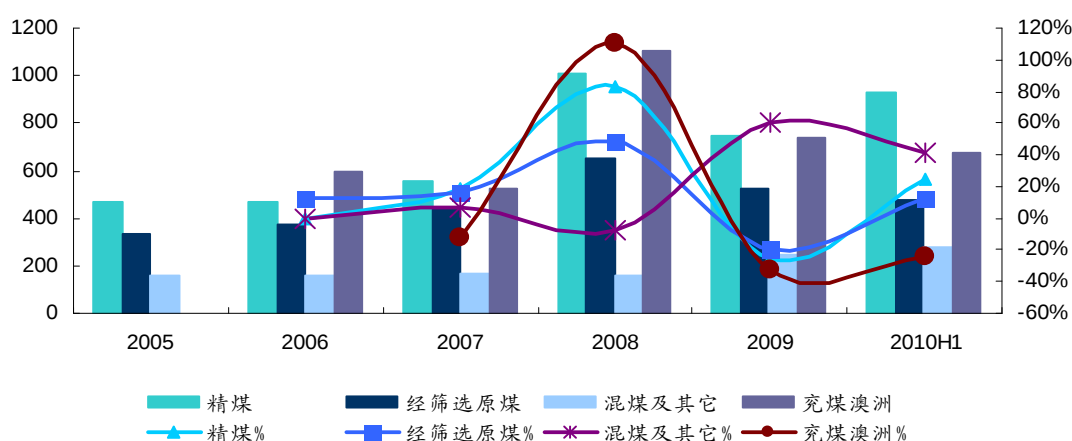
资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

### 第三，综合售价上涨 23.5%，其中混煤和精煤综合价格较去年分别上涨 40.8%和 24.9%

公司 2010 年上半年吨煤销售价格为 636.35 元,较去年同期 515.18 元上升 121.17 元,上涨 23.52%,较 2009 年 529.16 元上升 107.19 元, 上涨 20.26%。

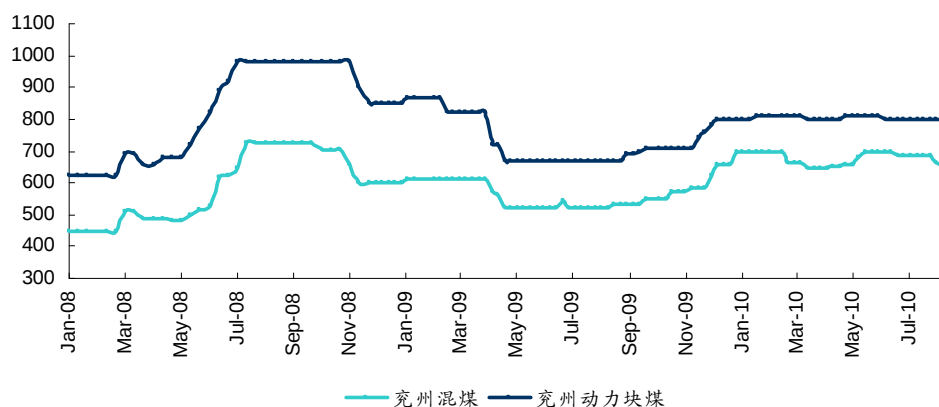
公司销售结构中,煤炭价格波动主要受精煤、混煤和澳洲煤炭价格波动的影响,2010 年上半年公司精煤和混煤较去年同期平均上升 24.9%和 40.8%,而充煤澳洲价格下降 24.5%。充煤澳洲全年煤炭销售合同 812 万吨,其中已签订 4-6 月份煤炭销售合同 192 万吨,平均合同价格为 130.96 美元/吨。

图 4: 混煤和精煤综合价格较去年分别上涨 40.8%和 24.9%

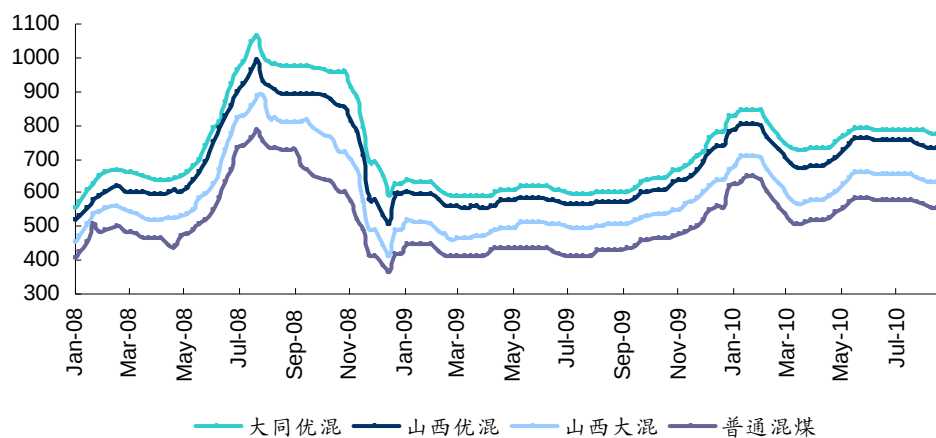


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

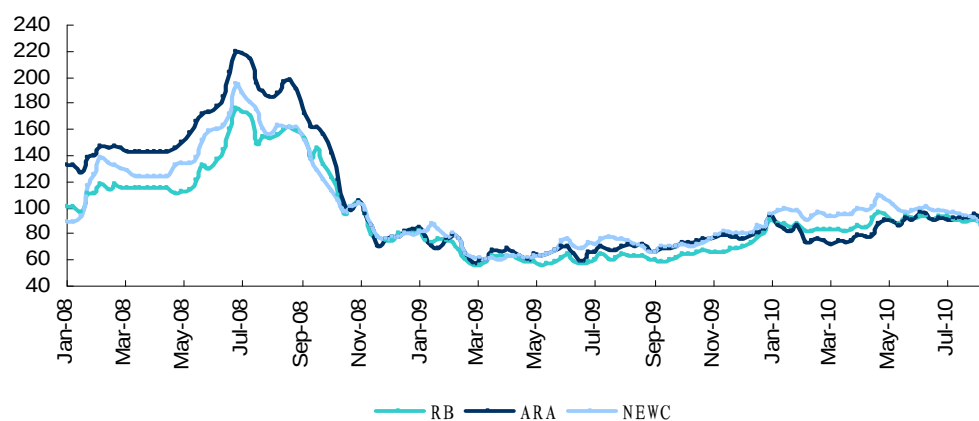
图 5: 公司代表煤种市场价格上半年保持相对高位



资料来源: Sxcoal, 长江证券研究部

**图 6：秦皇岛煤价二季度开始回升**


资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

**图 7：国际三大煤炭价格指数开始平稳上涨**


资料来源：Sxcoal，长江证券研究部

**表 3：公司 2006A-2012E 各煤矿价格及预测**

|            | 2006A | 2007A | 2008A | 2009H1 | 2009A | 2010H1 | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 一、公司合计     | 376   | 437   | 651   | 508    | 525   | 628    | 640   | 672   | 705   |
| 1 号精煤：半软焦煤 | 560   | 644   | 1123  | 719    | 759   | 973    | 949   | 996   | 1046  |
| 2 号精煤：半软焦煤 | 522   | 601   | 1050  | 730    | 767   | 987    | 962   | 1011  | 1061  |
| 3 号精煤：动力煤  | 438   | 507   | 910   | 645    | 673   | 859    | 864   | 907   | 953   |
| 块煤         | 436   | 587   | 999   | 707    | 740   | 927    | 925   | 971   | 1019  |
| 精煤小计       | 468   | 555   | 1013  | 716    | 750   | 966    | 940   | 987   | 1037  |
| 经筛选原煤      | 303   | 348   | 483   | 422    | 430   | 477    | 482   | 506   | 531   |
| 混煤及其它      | 158   | 169   | 156   | 196    | 250   | 276    | 287   | 302   | 317   |

|        |     |     |      |     |     |     |     |     |     |
|--------|-----|-----|------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 二、山西能化 | 159 | 209 | 272  | 292 | 294 | 361 | 352 | 370 | 388 |
| 三、菏泽能化 |     |     |      |     | 528 | 741 | 741 | 790 | 790 |
| 四、兖煤澳洲 | 595 | 523 | 1102 | 893 | 737 | 674 | 799 | 857 | 877 |
| 五、外购煤  |     | 507 | 741  | 506 | 541 | 728 | 708 | 733 | 745 |
| 本集团总计  | 377 | 434 | 664  | 515 | 529 | 636 | 668 | 712 | 745 |

资料来源：公司公告，长江证券研究部

#### 第四，煤炭业务成本控制良好，吨煤销售成本小幅下降

上半年销售成本为 72.579 亿元，同比增加 58.2% 公司，其中本部吨煤销售成本为 257.12 元，同比下降 1.92%，主要变动来源于：

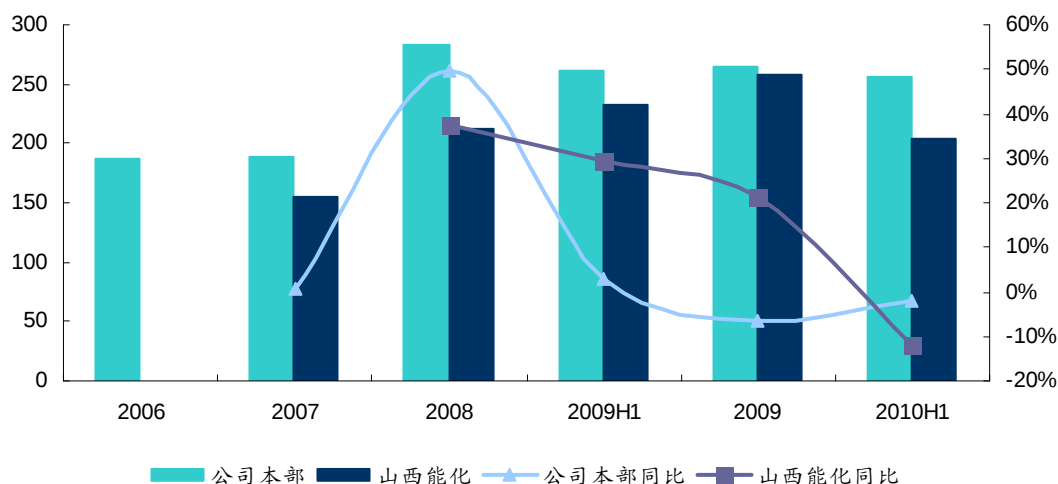
- 上半年山西能化吨煤销售成本为 203.91 元，同比减少 12.0%。主要是由于商品煤销量同比增加 31 万吨，使单位固定成本减少。
- 菏泽能化所属赵楼煤矿尚未达到设计生产能力，单位固定成本较高。
- 上半年外购煤销售成本总额同比大幅上升，一方面由于外购煤销量由 43.3 万吨上升至 207.3 万吨，另一方面由于采购价格较去年同期上涨 49%。

表 4：公司 2007A-2012E 各子公司吨煤销售成本及总额预测

|      |        | 2007A   | 2008A   | 2009H1  | 2009A   | 2010H1  | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 公司   | 成本总额   | 612,988 | 915,458 | 423,779 | 880,312 | 424,041 | 860,600 | 886,418 | 913,011 |
|      | 吨煤销售成本 | 189     | 283     | 262     | 264     | 257     | 260     | 268     | 276     |
| 山西能化 | 成本总额   | 18,514  | 23,358  | 10,820  | 25,404  | 15,928  | 30,660  | 32,193  | 33,803  |
|      | 吨煤销售成本 | 155     | 213     | 232     | 258     | 204     | 219     | 230     | 241     |
| 菏泽能化 | 成本总额   |         |         |         | 3,679   | 29,089  | 60,000  | 112,200 | 156,060 |
|      | 吨煤销售成本 |         |         |         | 2345    | 599     | 500     | 510     | 520     |
| 兖煤澳洲 | 成本总额   | 60,073  | 64,145  | 25,317  | 63,845  | 132,868 | 424,424 | 511,901 | 582,566 |
|      | 吨煤销售成本 | 422     | 432     | 425     | 392     | 439     | 440     | 449     | 458     |
| 外购煤  | 成本总额   | 37,818  | 181,034 | 20,954  | 107,755 | 149,390 | 192,419 | 202,040 | 212,142 |
|      | 吨煤销售成本 | 484     | 703     | 484     | 524     | 721     | 700     | 735     | 772     |

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 8：公司吨煤销售成本呈下降趋缓



资料来源：公司公告，长江证券研究部

#### 第五，其他业务：铁运业务盈利大幅提升，甲醇继续吞噬利润

- 2010 年上半年公司铁路资产完成货物运量 993 万吨，同比增加 15.9%，实现铁路运输业务收入 2.583 亿元，同比增加 121.7%，毛利率由 11.13% 上升至 45.18%，主要由于公司煤炭运输专用铁路资产货物运价收费标准由 0.32 元/吨·公里提高至 0.57 元/吨·公里。上半年贡献营业利润 5722 万元。
- 2010 年上半年公司新增甲醇产量 24.5 万吨，销量 25 万吨，实现营业收入 4.08 亿元，营业成本 4.28 亿元。甲醇业务目前仍处于亏损中，甲醇和电力业务上半年营业利润总计为 1437 万元。

图 9：甲醇价格上半年持续下滑



资料来源：长江证券研究部

#### 第六，期间费用大增源于汇兑损失和 Felix 销售费用

2010 年上半年公司期间费用率达 22.95%，较 2009 年末上升 6.33 个百分点。

图 10: 上半年期间费用率大幅上升

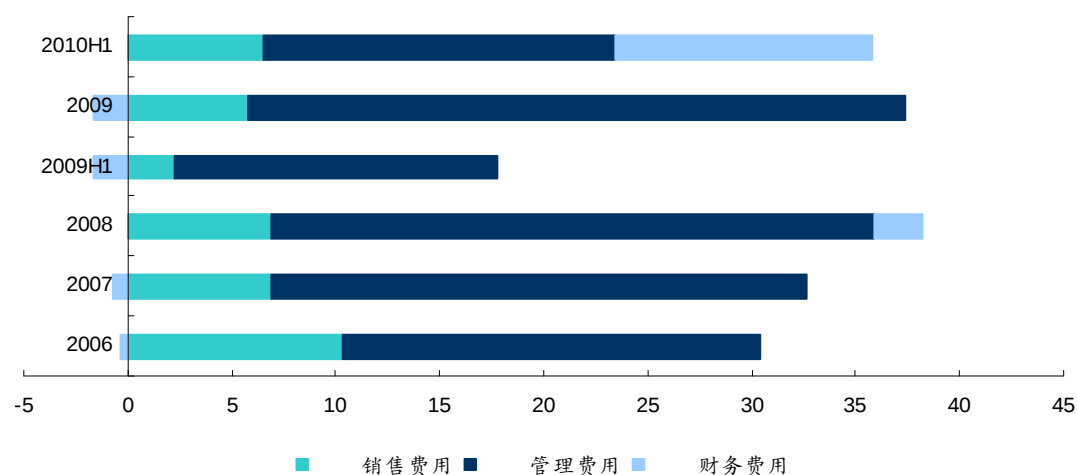


资料来源: Wind, 长江证券研究部

公司 2010 年的期间费用增长主要来源于 Felix 销售费用和汇兑损失。

- 上半年公司销售费用为 6.52 亿元，同比增长 185.14%，其中 Felix 并表使得销售费用提高 4.458 亿元。
- 2010 年 5 月份以来，澳元对美元快速贬值使得兖煤澳洲汇兑损失为 10.552 亿元，折合 EPS 为 0.215 元。
- 近期澳元汇率大幅回升，8 月 23 日收盘价为 0.8877，较 6 月末上涨 6%。

图 11: 上半年销售费用和财务费用大幅增长



资料来源: Wind, 长江证券研究部

**表 5: Felix 原始报表中 2009 财年吨煤成本和费用明细**

| 项目                | 比例             | 金额            |
|-------------------|----------------|---------------|
| 原材料和易耗品耗用         | 20.10%         | 11.74         |
| 职工费用              | 16.26%         | 9.49          |
| 折旧和摊销             | 7.55%          | 4.41          |
| <b>运输费用</b>       | <b>15.44%</b>  | <b>9.02</b>   |
| <b>合同服务费和场地租金</b> | <b>25.11%</b>  | <b>14.66</b>  |
| 政府特许权使用费          | 13.63%         | 7.96          |
| 预付剥离费的变动          | -1.22%         | -0.71         |
| 其他经营性费用           | 2.11%          | 1.23          |
| 财务费用              | 1.04%          | 0.60          |
| <b>合计</b>         | <b>100.00%</b> | <b>-58.39</b> |

资料来源：公司公告，长江证券研究部

**图 12: 近期澳元兑美元汇率大幅上涨，汇兑损失基本消失**


资料来源：wind，长江证券研究部

**第七，公司具备长期价值：业绩增长来源于煤价上涨和澳洲贡献成长性，榆树湾、鄂尔多斯提供想象空间。**

公司我们认为公司具备长期价值：

- （1）公司现货煤比例占总销量的 65% 左右，下半年将更充分的享受到煤价上涨带来的弹性；
- （2）Felix 的收购为公司提供了良好的成长性，预计 2010-2012 年原煤产量分别为 4885 万吨，5165 万吨和 5373 万吨；
- （3）公司远期的成长性来源于榆树湾煤矿和鄂尔多斯能化，其中榆树湾煤矿年生产能力 800 万吨，但由于股权问题未能解决，年产量仅 250 万吨左右，以维持榆林 60 万吨甲醇项目。煤种主要煤种是低灰、低硫、低磷、高热量的

不粘煤和长焰煤，目前不含税价格约 400 元/吨；鄂尔多斯能化是 2009 年 12 月 18 日出资设立的全资子公司，负责建设年产 60 万吨甲醇项目，内蒙古政府计划为公司配备了 16.8 亿吨的煤炭储量。该煤化工项目配套矿井的规划产量为 1000 万吨。

预计公司 2010 年-2012 年 EPS 分别为 1.434 元，1.729 元和 1.961 元，2010 年对应目前的估值为 12.7 倍，维持“推荐”评级。

**财务报表及指标预测**

| 利润表 (百万元)            |               |               |               |               | 资产负债表 (百万元)    |              |              |              |              |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                      | 2009A         | 2010E         | 2011E         | 2012E         |                | 2009A        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
| 营业收入                 | 21500         | 35235         | 39611         | 43025         | 货币资金           | 12293        | 14391        | 21247        | 29283        |
| 营业成本                 | 12220         | 17929         | 19364         | 20523         | 交易性金融资产        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 毛利                   | 9280          | 17306         | 20247         | 22502         | 应收账款           | 732          | 1168         | 1313         | 1426         |
| % 营业收入               | 43.2%         | 49.1%         | 51.1%         | 52.3%         | 存货             | 886          | 1274         | 1374         | 1455         |
| 营业税金及附加              | 428           | 702           | 789           | 857           | 预付账款           | 76           | 103          | 111          | 118          |
| % 营业收入               | 2.0%          | 2.0%          | 2.0%          | 2.0%          | 其他流动资产         | 1907         | 3083         | 3466         | 3765         |
| 销售费用                 | 578           | 1233          | 1386          | 1506          | <b>流动资产合计</b>  | <b>20885</b> | <b>28124</b> | <b>36622</b> | <b>45942</b> |
| % 营业收入               | 2.7%          | 3.5%          | 3.5%          | 3.5%          | 可供出售金融资产       | 265          | 265          | 265          | 265          |
| 管理费用                 | 3156          | 4933          | 5546          | 6024          | 持有至到期投资        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| % 营业收入               | 14.7%         | 14.0%         | 14.0%         | 14.0%         | 长期股权投资         | 972          | 972          | 972          | 972          |
| 财务费用                 | -162          | 491           | 459           | 432           | 投资性房地产         | 0            | 0            | 0            | 0            |
| % 营业收入               | -0.8%         | 1.4%          | 1.2%          | 1.0%          | 固定资产合计         | 18272        | 20715        | 21979        | 23068        |
| 资产减值损失               | -14           | 10            | 4             | 4             | 无形资产           | 19336        | 18369        | 17451        | 16578        |
| 公允价值变动收益             | 0             | 0             | 0             | 0             | 商誉             | 777          | 777          | 777          | 777          |
| 投资收益                 | 112           | 0             | 0             | 0             | 递延所得税资产        | 1612         | 3            | 1            | 1            |
| <b>营业利润</b>          | <b>5406</b>   | <b>9937</b>   | <b>12063</b>  | <b>13680</b>  | 其他非流动资产        | 134          | 134          | 134          | 134          |
| % 营业收入               | 25.1%         | 28.2%         | 30.5%         | 31.8%         | <b>资产总计</b>    | <b>62252</b> | <b>69359</b> | <b>78201</b> | <b>87736</b> |
| 营业外收支                | 5             | 0             | 0             | 0             | 短期贷款           | 1620         | 0            | 0            | 0            |
| <b>利润总额</b>          | <b>5411</b>   | <b>9937</b>   | <b>12063</b>  | <b>13680</b>  | 应付款项           | 1435         | 1824         | 1967         | 2082         |
| % 营业收入               | 25.2%         | 28.2%         | 30.5%         | 31.8%         | 预收账款           | 1664         | 2819         | 3169         | 3442         |
| 所得税费用                | 1505          | 2782          | 3378          | 3830          | 应付职工薪酬         | 584          | 861          | 929          | 983          |
| 净利润                  | 3907          | 7155          | 8685          | 9850          | 应交税费           | 719          | 1219         | 1458         | 1641         |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b> | <b>3880.3</b> | <b>7055.3</b> | <b>8504.5</b> | <b>9644.5</b> | 其他流动负债         | 4918         | 7018         | 7652         | 8159         |
| 少数股东损益               | 26            | 99            | 181           | 205           | <b>流动负债合计</b>  | <b>10941</b> | <b>13742</b> | <b>15175</b> | <b>16307</b> |
| <b>EPS (元/股)</b>     | <b>0.79</b>   | <b>1.43</b>   | <b>1.73</b>   | <b>1.96</b>   | 长期借款           | 20912        | 20912        | 20912        | 20912        |
| <b>现金流量表 (百万元)</b>   |               |               |               |               | 应付债券           | 0            | 0            | 0            | 0            |
|                      | 2009A         | 2010E         | 2011E         | 2012E         | 递延所得税负债        | 1791         | 0            | 0            | 0            |
| 经营活动现金流净额            | 6172          | 9620          | 11987         | 13344         | 其他非流动负债        | 149          | 149          | 149          | 149          |
| 取得投资收益               | 3             | 0             | 0             | 0             | <b>负债合计</b>    | <b>33793</b> | <b>34803</b> | <b>36235</b> | <b>37368</b> |
| 收回现金                 |               |               |               |               | 归属于母公司         | 28358        | 34355        | 41584        | 49781        |
| 长期股权投资               | -20152        | 0             | 0             | 0             | 所有者权益          |              |              |              |              |
| 无形资产投资               | 0             | 0             | 0             | 0             | 少数股东权益         | 102          | 201          | 382          | 587          |
| 固定资产投资               | -1730         | -4352         | -3396         | -3430         | <b>股东权益</b>    | <b>28459</b> | <b>34556</b> | <b>41966</b> | <b>50369</b> |
| 其他                   | -2612         | 0             | 0             | 0             | <b>负债及股东权益</b> | <b>62252</b> | <b>69359</b> | <b>78201</b> | <b>87736</b> |
| <b>投资活动现金流净额</b>     | <b>-24494</b> | <b>-4352</b>  | <b>-3396</b>  | <b>-3430</b>  | <b>基本指标</b>    |              |              |              |              |
| 债券融资                 | 0             | 0             | 0             | 0             |                | 2009A        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
| 股权融资                 | 0             | 0             | 0             | 0             | EPS            | 0.789        | 1.434        | 1.729        | 1.961        |
| 银行贷款增加 (减少)          | 20532         | -1620         | 0             | 0             | BVPS           | 5.77         | 6.98         | 8.45         | 10.12        |
| 筹资成本                 | 2033          | -1549         | -1734         | -1879         | PE             | 23.16        | 12.74        | 10.57        | 9.32         |
| 其他                   | -4066         | 0             | 0             | 0             | PEG            | 0.65         | 0.36         | 0.30         | 0.26         |
| <b>筹资活动现金流净额</b>     | <b>18499</b>  | <b>-3169</b>  | <b>-1734</b>  | <b>-1879</b>  | PB             | 3.17         | 2.62         | 2.16         | 1.81         |
| <b>现金净流量</b>         | <b>176</b>    | <b>2098</b>   | <b>6856</b>   | <b>8035</b>   | EV/EBITDA      | 14.44        | 7.24         | 5.75         | 4.70         |
|                      |               |               |               |               | ROE            | 13.7%        | 20.5%        | 20.5%        | 19.4%        |

## 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名  | 分工        | 电话              | E-mail                             |
|-----|-----------|-----------------|------------------------------------|
| 伍朝晖 | 副主管       | (8621) 68752398 | 13564079561 wuzh@cjsc.com.cn       |
| 甘 露 | 华东区总经理    | (8621) 68751916 | 13701696936 ganlu@cjsc.com.cn      |
| 王 磊 | 华东区总经理助理  | (8621) 68751003 | 13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn   |
| 鞠 雷 | 华南区副总经理   | (8621) 68751863 | 13817196202 julei@cjsc.com.cn      |
| 程 杨 | 华北区总经理助理  | (8621) 68753198 | 13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn |
| 李劲雪 | 上海私募总经理   | (8621) 68751926 | 13818973382 lijx@cjsc.com.cn       |
| 张 晖 | 深圳私募总经理   | (0755) 82766999 | 13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn  |
| 沈方伟 | 深圳私募总经理助理 | (0755) 82750396 | 15818552093 shenfw@cjsc.com.cn     |

## 投资评级说明

|             |                                                                                                                                                                                                                                |
|-------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>行业评级</b> | 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>看 好： 相对表现优于市场<br>中 性： 相对表现与市场持平<br>看 淡： 相对表现弱于市场                                                                                                                  |
| <b>公司评级</b> | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>推 荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间<br>中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间<br>减 持： 相对大盘涨幅小于 -5%<br>无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

## 重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。