

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208120194

联系人： 韩轶超 (8621) 68751772 hanyu@cjsc.com.cn

转型中的珠海港，等待 2012 年飞跃

事件描述

我们近期调研珠海港，主要观点如下：

- ✓ 总体来说，我们认为珠海港集团未来把股份公司做为重要资本平台的地位确定无疑；虽然目前没有确定时间表，但集团增持股份公司股权及逐渐注入相关码头资产的大方向和趋势是确定的。而这些步伐的推进会成为市场阶段性的催化剂。
- ✓ 在业绩方面，电力、可口可乐等贡献业绩稳定。对于 2011 年，珠海港业绩弹性主要来自于 PTA 业务（持股 15% 的珠海 BP 公司贡献投资收益，滞后一年体现）。如果 PTA 市场更好，则业绩所提供的股价安全边际更高。
- ✓ 高栏商业中心预计自 2011 年底开始可进入结算，贡献部分业绩。估计大部分利润贡献在 2012 年后体现。
- ✓ 预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.63 元、0.86 元和 0.96 元，对应 PE 分别为 17.14 倍、12.66 倍和 11.24 倍。这里需要指出的是，由于 PTA 业务周期波动特征明显，2011-2012 年业绩可能会偏离我们的预测。总体判断，2010-2011 年投资收益提供业绩支撑；2012 年开始，自身主业培育进入相对成熟期，高栏港商业中心，电力业务以及物流项目进入收获期，主业贡献利润比重逐渐增加，公司 2012 年进入新的飞跃期；考虑珠海港作为珠海港口建设和发展资本平台功能的重要地位；首次给予公司“推荐”评级。

事件评论

在珠海港各业务板块中，电力、可口可乐等几项业务贡献盈利稳定。2011-2012 年业绩弹性主要来自于珠海碧辟化工贡献投资收益，因此在本报告中，我们主要对持股 15%的珠海碧辟化工公司的 PTA 业务做详细分析。

第一、珠海港对各业务板块的发展定位

公司在战略上把三大业务列为主业：

■ 1. 港口商业地产开发：以高栏港为核心，处于培育期，预计 2011 年底可贡献利润。

目前在建项目为“高栏港商业中心”，分为商业中心、办公楼和酒店，预计 2011 年底开始出售，可以贡献部分利润。计划其中 1/3 面积出售；其它 2/3 出租或者出售。估计销售均价可以达到 6000-7000 元/米，建造成本在 3000 元-4000/米。大致估算商业中心总计可贡献利润为 4000-5000 万。估计大部分利润贡献在 2012 年后体现。

我们初步预计 2011-2012 年，高栏商业中心贡献 EPS 为 0.02 和 0.10 元。

■ 2. 港口仓储物流：以高栏港为核心，处于培育期。

公司以收购汇通物流为起点，今后将以并购和投资结合的方式，搭建物流平台建设。

汇通物流公司目前拥有 10 万平方米的工业用地，拟用于仓储物流项目开发。但目前还处于规划阶段，尚未进入开发，预计到 2012 年可开始贡献利润。

2010 年 8 月 31 日，珠海港集团将下属 7 家港口物流及港口相关配套服务公司股权在珠海市产权交易中心挂牌出售：7 家公司为中国外轮理货总公司珠海有限公司 100%股权、中国珠海外轮代理有限公司 60%股权、珠海外代国际货运有限公司 60%股权、珠海市珠海港报关行有限公司 100%股权、珠海港信航务有限公司 100%股权、珠海港晟物流有限公司 50%股权、珠海市集装箱运输公司 100%股权。我们预计股份公司可能是 7 家公司股权的最终接手者，通过 7 个港口企业的竞拍，构建完善的港口物流服务体系。虽然直接的利润贡献并不会太大，但公司更看重的是对今后主业发展的重要战略意义。

■ 3. 电力能源：提供稳定利润和现金流，目前以参股形式享受投资收益。

公司正处于转型初期，港口业务规模及利润还未形成，电力业务为公司提供了稳定的利润来源和现金流。公司在电力能源产业发展方向规划是：运作上逐步实现从投资参股经营向参股和自主经营相结合转变，以保证公司在该产业领域发展中有更多主动权。今后还将寻找机会参与电力新项目。2010 年下半年重点是推进高栏岛风电项目，争取年底前实现风机并网发电，力争风电项目 2011 年可开始贡献盈利，成为公司电力业务领域中新的利润增长点。

同时公司加快持股 45%的武汉烽火富华的产业化进程，培育新的利润增长点。武汉烽火光电目前处于研发阶段，尚不能贡献盈利。

表 1：公司电力能源业务

电力业务	股权	进度
珠海高栏岛风电场项目	95%	2012 年投产
武汉烽火富华：光电互感器项目及数字化变电站项目	45%	市场研发阶段
高栏港经济区集中供热项目	20%	2010 年 3 月已投产
珠海电厂 1、2 号机组、金湾发电厂 3、4 号机组	10%	已投产，是目前公司利润的主要贡献者；5#机组尚待批复
珠海 LNG 项目	3%	前期准备

资料来源：公司公告，长江证券研究部

在珠海电厂 5#、6#机组以及风电项目投产之前，电力业务贡献投资收益基本稳定，我们预计 2010-2011 年贡献利润都为 12000 万元，贡献 EPS 为 0.35 元。预计 2012 年，5#机组和风电项目投产，电力业务贡献投资收益将增加到 14000 万元左右，贡献 EPS 达到 0.40 元。

公司战略是打造“一流港口物流营运商、物流地产综合开发商和电力能源投资商”。总体来说，公司目前港口主业还显单薄，在 2-3 年内，还主要是投资收益贡献利润。未来 2 年是公司关键的转型期。对于非主业，公司将视盈利情况和自身主业培育成熟情况逐渐收缩。

第二、股份公司是集团重要资本平台

■ 集团增持股权和码头资产注入是大方向

目前股份公司股权较分散，珠海港控股集团虽为公司大股东，但仅直接持有公司 16.4% 股权，加上间接持股，也仅拥有 25.06% 股权，我们判断，今后集团逐渐增加股权比例是趋势。

此外，在珠海港集团成为大股东后，今后股份公司会考虑介入码头经营业务。但在时机上，可能要待高栏港建设初具规模，一些码头培育比较成熟，进入盈利时期。而这个时间点在 2012 年左右。但在这之前，也不排除集团将已经运营成熟，盈利比较好的一些资产组合后，进入到股份公司；或者股份公司先参与一些小规模的投资。

从另一个角度看，珠海港集团参与珠海港建设，需要大量资金，集团必然会充分利用股份公司这一融资平台。

虽然我们没有确定时间表，但集团增持股份公司股权及逐渐注入相关码头资产的大方向和趋势是确定的。而这些步伐的推进会成为市场阶段性的催化剂。

■ 珠海港控股集团主业业务

珠海港控股集团目前的业务包括集装箱、散杂货装卸、远洋运输、物流，引航，集装箱运输等。目前珠海港码头包括高栏港、九洲港、香洲港、万山港（油品）、井岸港、洪湾港、唐家港。

集团目前拥有的成熟码头中，利润比较突出的，包括九洲港口集装箱码头，业务量 40 万 TEU，但利润可达到 8000 万-1 个亿，单箱利润 200 多元/TEU。目前和黄和珠海港集团各 50% 股权比例。（我们自己考虑：如果今后集团能将新码头资产与成熟码头资产做组合放入股份公司，可能对股东，对公司都是一种最好的选择）。

■ 珠海港的发展规划

珠海港最大的优势在于既连接西江又靠近国际航道，具备大型集装箱和大宗散货船舶靠泊的优越条件。珠三角虽然港口众多，但深圳港以外贸集装箱为主，广州港以内贸集装箱为主。而珠海港的功能则是与沿江各港合作，为西江流域各港口和各沿江城市提供一个便捷的出海通道。珠海港战略定位是成为“一港两中心一门户”，即打造高栏集装箱干线港，建设华南大宗干散货集散中心及区域物流中心，使其成为西江及南中国海走向世界的门户。珠海港的目标是经过 3-5 年，港口吞吐量达到 1 亿吨，集装箱吞吐量达到 300 万 TEU。

珠海港今后的重点发展是高栏港，主要分为：（1）南水作业区：以集装箱、散货业务为主，规划建设 25 个泊位，总投资 250 个亿，其中珠海港集团投资 70 亿。（2）南泾湾：化工品装卸仓储，即恒基达鑫业务所在地。高栏港自然条件良好，水深达到-16 米，可建设 20-30 万吨级深水泊位。拥有 68.48 公里岸线，可建万吨级以上码头 100 多个，并具备建设 30 万吨级以上原油码头的条件。目前高栏港已建成各类泊位 35 个，其中万吨级以上泊位 15 个，拥有珠三角地区最大的 8 万吨级液体化工品码头和 8 万吨级成品油码头，是全国最大的油气化学品仓储区之一。此外总投资 22 亿元的两个 15 万吨干散货码头已经动工，预计 2011 年建成，年通过能力可达 3200 万吨，成为珠三角最大的深水码头；10 万吨煤炭码头等 6 个深水码头的扩建工程即将动工，并计划在 3 年内建成。

2009-2012 年是高栏港的集中建设期。2011 年底广珠铁路开通；2012 年“西部沿海高速”、江珠高速、京珠高速、港珠澳大桥，以珠海为核心的 3 小时交通圈形成。珠海和珠海港未来迎来加速增长的时机，同时 2012 年高栏港码头建设相对成熟。海铁联运，水水转运，将腹地延伸，带来货运增量。2012 年开始，珠海港发展迎来发展新阶段。

根据规划，未来围绕高栏港的总投资将达 1300 亿元；而珠海港集团投入资金在 100 亿元左右。

第三、PTA 业务贡献利润测算

■ PTA 业务贡献公司业绩历史表现

珠海港目前持有珠海碧辟化工有限公司 15% 的股权，按成本法计量投资收益，在子公司分红后才体现为公司的利润。因此碧辟化工的盈利在时间上要滞后一年体现在珠海港的业绩中。在以往公司与碧辟化工的协议中，对分红有约定，一般前一年利润都会在次年分红。

2009 年碧辟化工盈利达到 6.21 亿元，已经于 2010 年上半年进行分红，贡献珠海港 2010 年投资收益 9313 万元。该利润贡献超过之前大家预期。

表 2：珠海港参股碧辟公司的历年经营情况

	PTA 产量 (万吨)	PTA 销量 (万吨)	销售收入 (亿)	单价 (元/吨)	贡献投资收益 (万)	可供分配利润 (亿)	净利润 (亿)
2010E	127.5	127.5	83.79	6,572	19131	12.75	14.55
2009	110	109	67.6	6,202	9313	6.21	8.44
2008	84	84	53.3	6,342			
2007	57.9	57.1	39.8	6,970	584	0.39	0.307
2006	52.3	52.8	39.8	7,534	918	0.612	
2005	55.9	57	39.4	6,907	3638	2.43	2.425
2004	49.85	50.3	32.0	6,362	445		3.39

资料来源：公司公告，长江证券研究部（上表中所注的当年投资收益，都会进入珠海港下一年的利润表）

■ 2011-2012 年 PTA 业务贡献业绩预测

碧辟公司 PTA 产能为 150 万吨/年。

2010 年上半年，受国内外纺织需求增长，PTA 下游聚酯涤纶行业回暖等有利因素影响，市场对 PTA 需求保持旺盛格局，碧辟公司实现 PTA 销售 69.7 万吨，比去年同期增长 51%，销售收入约 48 亿元人民币，销售单价为 6887 元/吨。

2010 年 PTA 部分的业绩预测根据一下假设：

- 今年截止目前市场的平均 PTA 售价为 7643 元/吨，比 2009 年全年的均价增长 8.33%，假设公司的 PTA 售价仍旧比市场均价有 14% 的折价，那么公司的 PTA 全年均价约为 6572 元/吨，同比增长 6% 左右。
- 今年截止目前市场的平均 PX 售价为 8292 元/吨，比 2009 年全年的均价增长 3.24%，以 1 吨 PTA 生产需要 0.655 吨 PX 计算，按 17% 的增值税率和 15% 的期间费用率测算，2010 年的单吨总成本为 5461 元/吨，与去年基本持平。这样来看，公司 PTA 的单吨净利可由 2009 年的 774 元/吨增长到 2010 年的 1111 元/吨，同比上升 43.54%。
- 假设全年开工率为 85%，则碧辟公司 PTA 全年销售 127.5 万吨，同比可以增长 16.97%。

综上，碧辟公司 2010 年净利预计增长 67.90%，则碧辟公司 2010 年盈利可达到 14.17 亿元；分红后，可以贡献珠海港 2011 年投资收益 1.91 亿元，贡献 EPS 为 0.55 元。

图 1: PTA 价格与价差



资料来源：长江证券研究部

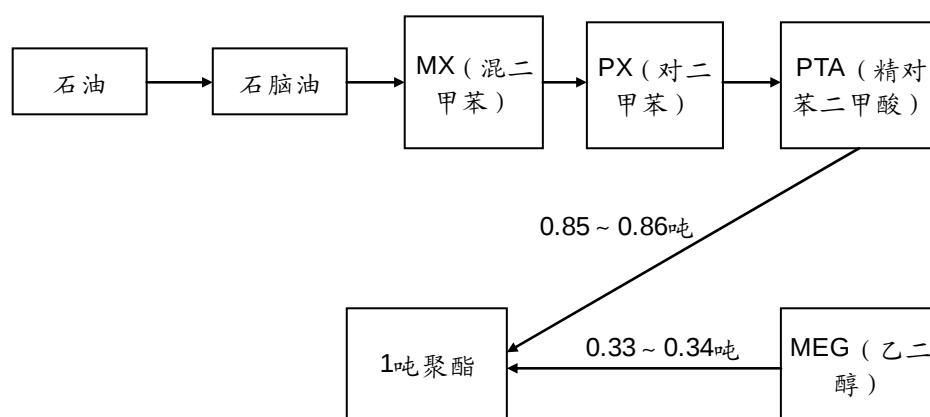
■ PTA 行业分析

PTA 是精对苯二甲酸的英文缩写，是石油的末端产品，同时也是聚酯纤维和非纤聚合物的重要基础原料。

世界上 90% 以上的 PTA 用于生产聚酯（俗称“涤纶”）。国内市场中有 75% 的 PTA 用于生产聚酯纤维，20% 用于生产瓶级聚酯，主要应用于各种饮料尤其是碳酸饮料的包装，5% 用于膜级聚酯，主要应用于包装材料、胶片和磁带。

PTA 和聚酯是一个产业链的上下游企业，PTA 受原材料 PX 价格和下游纺织行业的景气度影响波动很大，

图 2: PTA 上下游情况



资料来源：Wind, 长江证券研究部

■ 上游 PX 对 PTA 行业利润挤压渐弱

PX（对二甲苯）是 PTA 的直接上游原料，而 PX 约 90% 的需求又来自 PTA，因此 PX 与 PTA 之间的相互影响关系非常紧密。

2002 年以前，由于我国限制对 PTA 的投资，因此我国对 PX 的需求也相对平稳，2002 年我国修订了《外商投资产业指导目录》后，将 PTA 由限制类投资改为鼓励类投资，之后 PX 一直处于供不应求的局面。2007 年我国 PX 产能为 370.7 万吨，开工率约为 90%，而表观消费量为 750 万吨，中国的自给率仅为 44.7%。

表 3：我国 PX 市场情况

	产能	产量	开工率	消费量	自给率
2003	214	163.2	76.26%	256.2	63.70%
2004	214	189	88.32%	298	63.42%
2005	269	223	82.90%	375	59.47%
2006	300.7	279	92.78%	453	61.59%
2007	370.7	335	90.37%	750	44.67%

资料来源：长江证券研究部

根据国家发改委的“十一五”规划，到 2010 年我国的改扩建 PX 有 4 个，新增产能 198 万吨，新建 PX 项目有 6 个，新增产能 415 万吨，到 2010 年 PX 总产能可达到 983.7 万吨。国内产能的提高将挤出进口需求，同时可以缓解因 PX 供不应求而产生的对 PTA 行业的利润挤压。从下图我们可以看到，2007 年和 2008 年间，PX 价格相对 PTA 价格比较坚挺，对 PTA 行业的单吨毛利产生的挤压，而进入 2009 以后，这种情况在国内 PX 产能逐步投放后基本消失，在上下游供需趋于平稳后，PX 和 PTA 价格趋同性增加。

图 3：原油价格



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 4：PX 与 PTA 价格



资料来源：长江证券研究部

■ 生产向亚洲集中，进口替代是中国市场主基调

20 世纪 80 年代，世界 PTA 的生产主要集中在北美洲、日本、欧洲和沙特阿拉伯等地区。进入 20 世纪 90 年代以后，随着世界聚酯生产中心向亚洲的转移，全球 PTA 的生产也逐步向亚洲（主要是中国和印度）集中。

进口替代是国内 PTA 市场发展的主基调。据 ICIS 数据统计，截至 2008 年底，世界 PTA 生产能力为 4369.8 万吨，而中国的产能为 1256 万吨，已经超过了全球产能的 1/4，PTA 的进口依存度也从 2002 年的 63.7% 下降到 2009 年的 32.26%。随着近 2 年中国 PTA 产能不断增加，日美等国的 PTA 产能陆续关闭，PTA 产能向中国的集中将继续，进口依存度将下降到 30% 以下。

表 4: 2008 年以后 PTA 的新增产能 (单位: 万吨/年)

时间	国家	公司名称	装置能力	投产日期
2008 年	沙特阿拉伯	Ibn Rushd	20	2008 年 4 月
	中国	台化宁波	90	2008 年 5 月
2008 年小计			110	
2009 年	中国	逸盛(大连)	150	2009 年 3 月
	中国	重庆逢威	60	2009 年 11 月
	中国	福建佳龙	60	2009 年 12 月
	印度	印度三菱 MCPI	80	2009 年 11 月
2009 年小计			350	
2010 年	中国	江阴汉邦	60	2010 年 4 月
2010 年小计			60	
2011 ~	中国	逸盛(宁波)	150	2012 年
	中国	桐昆	80	2012 年
	中国	翔鹭	150	2012 年
	中国	三房巷	60	2012 年
	中国	逸盛(海南)	150	2012 年
2011 ~ 小计			590	

资料来源: 长江证券研究部

表 5: 2008-2010 年关闭的 PTA 装置产能 (单位: 万吨/年)

时间	国家	公司名称	装置能力	关闭日期
2008 年	巴西	Rhodiaco	27.5	2008 年 1 月
	英国	artenlus	18	2008 年
2009 年	日本	三井化学(1、2 号)	40	2009 年
	美国	BP(Decatur)	20	2009 年
2010 年	日本	三菱化学(松山工厂)	25	2010 年
合计			130.5	

资料来源: 长江证券研究部

表 6: 中国 PTA 产能、产量情况

	PTA 产能 (万吨)	PTA 产量 (万吨)	PTA 进口量 (万吨)	PTA 出口量 (万吨)	表观消费量 (万吨)	进口依存度
2002	330	245	430	0.0	675	63.70%
2003	438	395	455	0.4	850	53.55%
2004	483	443	572	0.6	1,014	56.39%
2005	670	565	649	0.1	1,214	53.46%
2006	945	670	701	0.0	1,371	51.13%
2007	1,166	980	700	0.0	1,680	41.67%
2008	1,256	935	594	2.4	1,527	38.91%
2009	1,496	1,050	500	0.0	1,550	32.26%

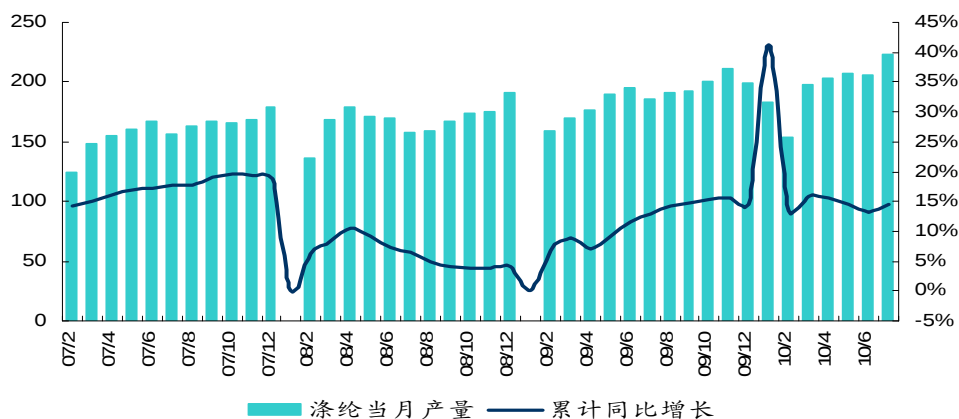
资料来源: 长江证券研究部

■ 需求端支撑 2010 年 PTA 市场景气向上

2009 年，我国涤纶产量 2204.4 万吨，同比增长 14.5%，而聚酯产能增加 193 万吨至 2363.4 万吨，同比增长 7.23%。

2010 年 1-7 月涤纶产量 1383.6 万吨，同比增长 14.5%，预计全年新增产能 200 万吨，同比增长 7.95%。假设全年涤纶产量增长 15%，假设 1 吨涤纶需要 0.85 吨 PTA，则可以增加 PTA 需求 281 万吨。以 30% 的进口依存度测算，则 2010 年国内 PTA 产量为 1281.7 万吨，进口量为 549.3 万吨。2010 年 PTA 开工率可以提高 12 个百分点到 82%，PTA 市场景气度预计比 2009 年继续提升。

图 5：国内涤纶产量



资料来源：Wind，长江证券研究部

表 7：2009 年我国聚酯生产企业及产能（单位：万吨/年）

生产厂家	生产能力	生产厂家	生产能力
仪化(佛山聚酯)	173	桐乡新凤鸣	40
江苏江阴三房巷	180	绍兴天圣	40
浙江恒逸集团	140	绍兴南方	40
浙江桐昆集团	100	上海远纺	38
浙江远东集团	80	福建百宏	38
吴江恒力化纤	80	福建金轮化纤	38
江苏盛虹化纤	60	开平涤纶	37
绍兴赐富化纤	54	绍兴纵横	36
辽阳石化	50	萧山开氏集团	36
申久化纤	50	天津石化	35.9
杭州荣盛化纤	50	江阴华宏	30
上海石化	48.5	其他	989
		合计	2363.4

资料来源：长江证券研究部

表 8: 2009-2010 年中国聚酯及配套扩能计划表 (单位: 万吨/年)

序号	企业名称	产能	产能				投产时间
			纤级切片	瓶级切片	短纤	长丝	
1	萧山振亚	8	4		4		2009 年 3 月 30 日
2	宁波 SK 振邦	15		15	-7	-8	2009 年 4 月初
3	慈溪金盛	10				10	2009 年 4 月中旬
4	萧山建杰	10				10	2009 年 4 月 28 日
5	浙江桐昆	40				40	2009 年 6 月 20 日
6	萧山华成	30				30	2009 年 4 季度
7	三房巷	20		20			2009 年 4 季度
8	吴江恒力 3#	20				20	2009 年底
9	萧山恒逸	40				40	2009 年底
2009 年度扩能合计		193	4	35	4	150	
1	萧山正凯	30		30			2010 年 1 季度
2	常州华润	20		20			2010 年 2~3 季度
3	宜兴华亚	20				20	2010 年 2~3 季度
4	萧山荣盛	40				40	2010 年 4 季度
5	新风鸣	40				40	2010 年 4 季度
6	福建锦福	60				60	2010 年 4 季度
2010 年度扩能合计		210	0	50	0	160	

资料来源: 长江证券研究部

第四、盈利预测和投资建议

预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.63 元、0.86 元和 0.96 元, 对应 PE 分别为 17.14 倍、12.66 倍和 11.24 倍。这里需要指出的是, 由于 PTA 业务周期波动特征明显, 2011-2012 年业绩可能会偏离我们的预测。

总体判断, 2010-2011 年投资收益提供业绩支撑; 2012 年开始, 自身主业培育进入相对成熟期, 高栏港商业中心, 电力业务以及物流项目进入收获期, 主业贡献利润比重将增加; 同时, 考虑珠海港作为珠海港口建设和发展资本平台功能的重要地位; 首次给予公司“推荐”评级。

表 9: 珠海港主要业绩贡献业务

业务	所属科目	EPS 贡献		
		2010E	2011E	2012E
高栏港商业中心	主业	0	0.02	0.1
风电业务	主业	0	0	0.02
珠海电厂	投资收益	0.35	0.35	0.38
碧辟化工	投资收益	0.27	0.55	0.56
可口可乐	投资收益	0.05	0.05	0.05
合计		0.67	0.97	1.11

资料来源: 长江证券研究部 (注: 由于公司部分主业, 如内销贸易、出口贸易毛利率低于 5%, 最后对 EPS 贡献为负, 所以盈利预测的最终值低于上表的合计数)

■ 投资风险

珠海电厂和碧辟化工若不以现金形式分红; PTA 价格波动。

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	411	258	304	426	货币资金	237	129	152	213
营业成本	385	203	251	339	交易性金融资产	20	20	20	20
毛利	26	55	54	88	应收账款	85	42	35	48
% 营业收入	6.3%	21.3%	17.6%	20.6%	存货	121	64	79	106
营业税金及附加	9	6	7	9	预付账款	17	9	11	14
% 营业收入	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	10	6	7	10	流动资产合计	482	265	299	406
% 营业收入	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	44	28	33	46	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	长期股权投资	572	586	600	615
财务费用	16	10	9	9	投资性房地产	39	39	39	39
% 营业收入	3.9%	4.0%	2.9%	2.2%	固定资产合计	352	624	882	1125
资产减值损失	3	-30	-5	10	无形资产	6	6	6	5
公允价值变动收益	8	0	0	0	商誉	6	6	6	6
投资收益	144	244	385	440	递延所得税资产	2	0	0	2
营业利润	96	279	388	443	其他非流动资产	266	266	266	266
% 营业收入	23.4%	108.3%	127.6%	104.0%	资产总计	1725	1791	2097	2464
营业外收支	8	0	0	0	短期贷款	269	182	189	218
利润总额	104	279	388	443	应付款项	63	33	41	55
% 营业收入	25.3%	108.3%	127.6%	104.0%	预收账款	2	1	2	2
所得税费用	5	61	93	111	应付职工薪酬	6	3	4	5
净利润	99	218	295	332	应交税费	12	57	85	103
归属于母公司所有者的净利润	98.7	217.9	295.2	332.5	其他流动负债	95	51	62	85
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	447	328	383	468
EPS (元/股)	0.29	0.63	0.86	0.96	长期借款	15	15	15	15
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	1	0	0	0
经营活动现金流净额	17	94	2	-29	其他非流动负债	3	3	3	3
取得投资收益	145	230	370	425	负债合计	465	346	401	486
收回现金					归属于母公司	1259	1445	1695	1978
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-20	-303	-303	-304	股东权益	1260	1445	1696	1978
其他	144	0	0	0	负债及股东权益	1725	1791	2097	2464
投资活动现金流净额	124	-73	67	121	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.286	0.632	0.856	0.964
银行贷款增加 (减少)	-98	-87	7	29	BVPS	3.65	4.19	4.91	5.73
筹资成本	30	-43	-53	-59	PE	37.85	17.14	12.66	11.24
其他	-62	0	0	0	PEG	0.76	0.34	0.25	0.23
筹资活动现金流净额	-130	-130	-46	-31	PB	2.97	2.59	2.20	1.89
现金净流量	11	-108	23	61	EV/EBITDA	27.35	11.86	8.57	7.31
					ROE	7.8%	15.1%	17.4%	16.8%

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，西方经济学硕士；长江证券研究部行业首席分析师。2008 年 5 月加盟长江证券研究部，研究领域航运和港口行业。从事行业研究工作 6 年。

韩轶超，上海交通大学金融学学士，金融学硕士，交通运输行业助理研究员。

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

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 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。