

博瑞传播 (600880) 出版

——传统业务地位不改，新业务多元化拓展

投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 20.85 元

投资要点:

- ◆ **主营业务稳健性与高增长并重** 公司近三年营业收入平均增幅约 14%，扣除非经常性损益后年均增幅约为 40%，公司近三年收入与利润增速远超过行业的平均水平。作为经营传统业务的传媒企业，相对于行业内其他公司，具备了新兴产业的高增长与传统业务的稳健性的双重性。
- ◆ **受益区域经济发展提速，传统业务增长趋势不改** 我国报业经营主要具有区域垄断性，区域发展的不平衡性，决定了区域报业经营业绩的差异性。目前，沿海经济发展开始增速有所回落，报业经营发展相对饱和。相反，中西部地区经济发展提速，给区域报业经营发展创造了机遇和空间，区域报业经营增长趋势不改。
- ◆ **进入网游行业，实现主营业务的跨越式发展** 基于公司长远发展的高瞻远瞩，2009 年 6 月，公司收购成都梦工厂，实现了从平面媒体经营业务向综合性多媒体经营业务的跨越。公司进入网游行业：一方面，分享网游行业目前的高速增长，另一方面，借助网游做大做强，实现走出西南，布局全国的发展思路。为公司未来主营业务发展进入新媒体，走向全国铺平了道了。
- ◆ **“创意成都”与创投等业务使得发展更加趋于多元化** 公司 2010 年投资创意成都项目，一方面为了改变公司的轻资产结构，另一方面寻求理好的投资项目。该项目与创投业务的投资，都将在未来两三年内给公司带来较高的投资回报。
- ◆ **估值与投资建议** 我们预测公司 2010/2011/2012 年将分别实现每股收益 0.59/0.69/0.89 元。结合公司目前的股价，公司估值水平远低于行业平均水平，具有较高的安全边际。综合考虑，创意成都与创投等业务未来几年可能给公司创造的超额收益，我们给予公司“推荐”的投资评级。

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	923	1190	1507	1973
营业收入增长率	14%	29%	27%	31%
净利润 (百万元)	263	357	412	537
净利润增长率	37%	36%	15%	30%
EPS (元)	0.70	0.59	0.69	0.89
ROE	20.2%	22.3%	20.4%	21.0%
P/E	30	35	30	23
P/B	6.01	7.81	6.21	4.90
EV/EBITDA	29	24	20	15

2010 年 11 月 6 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	33.37/15.62
上证指数/深圳成指	3129.50/13733.36
50 日均成交额(百万元)	162.20
市净率(倍)	9.87
股息率	0.72%

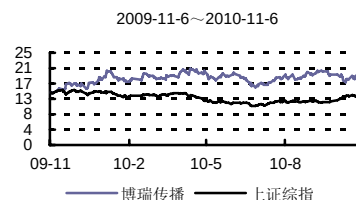
基础数据

流通股(百万股)	401.91
总股本(百万股)	615.82
流通市值(百万元)	8379.85
总市值(百万元)	12839.85
每股净资产(元)	2.11
净资产负债率	54.58%

股东信息

大股东名称	成都博瑞投资控股集团有限 公司
持股比例	24.08%

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员:	邹翠利
职业证书编号:	S0020210070005
电 话:	021-51097188-1922
电 邮:	zoucuili@gyzq.com.cn
联系人:	赵喜娟
电 话:	(86-21) 51097188-1952
电 邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址:	中国上海市浦东南路 379 号 金穗大厦 15F (200120)

目 录

第 1 部分 公司概况	3
1.1 传统业务占主营业务 90%以上	3
1.2 公司股权结构与控股子公司情况	3
1.3 稳健与高增长并重	4
第 2 部分 投资亮点分析	5
2.1 受益区域经济发展，打造多元化传媒集团	5
2.2 区域垄断与持续创新打造传统媒体运营商	6
2.3 做大做强网游业务，成为新媒体内容提供商	7
2.4 多元化投资，做文化产业投资者	9
第 3 部分 估值与投资建议	9
3.1 与盈利预测有关的假设	9
3.2 估值与投资建议	9
风险提示	10

图表目录

图 1 2010 年中期主营业务收入占比	3
图 2 2010 年中期主营业务毛利占比	3
图 3 公司的控股关系	3
图 4 公司最近三年经营情况	5
图 6 近 10 年全国主要地区年度 GDP 指数情况	5
图 8 公司未来业务结构	6
图 7 近 10 年公司传统业务经营情况	7
表 1 公司控股子公司情况	4
表 2 收购梦工厂对赌协议	7
表 3 与盈利预测有关的假设	9
表 4 行业内相关上市公司未来三年 PE 水平	10
表 5 财务估值报表	11

第 1 部分 公司概况

1.1 传统业务占主营业务 90%以上

1999 年 7 月 28 日，成都博瑞投资控股集团有限公司入主公司后，实施了一系列资产重组，公司的主营业务已逐步由原电器生产与销售业务转向广告、印刷、发行及投递、配送业务及信息传播相关的业务。受传统业务发展趋于平稳，公司积极寻求公司新的增长点，2009 年 6 月，公司全资收购二线网游企业成都梦工厂，涉足网游领域。目前，传统印刷、广告、发行与投递业务等传统业务占公司主营业务收入比例达到 90%以上。

图 1 2010 年中期主营业务收入占比

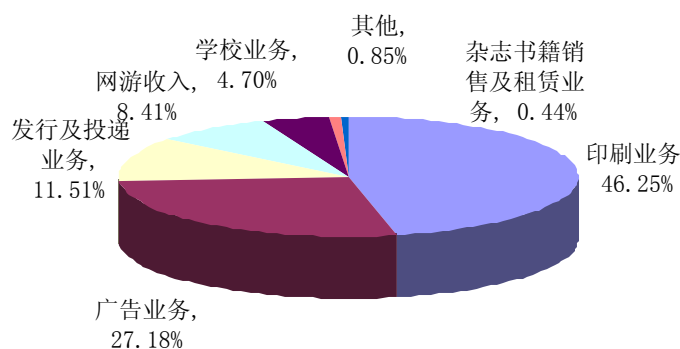
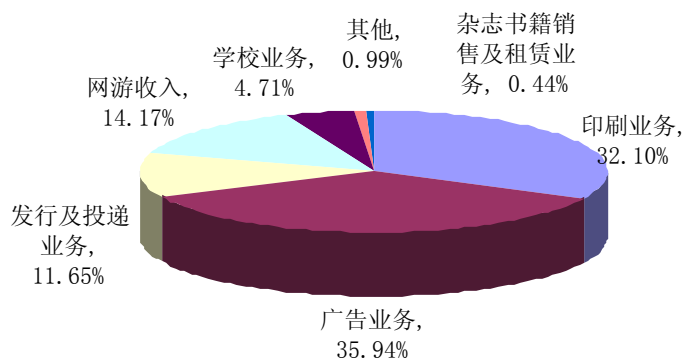


图 2 2010 年中期毛利占比



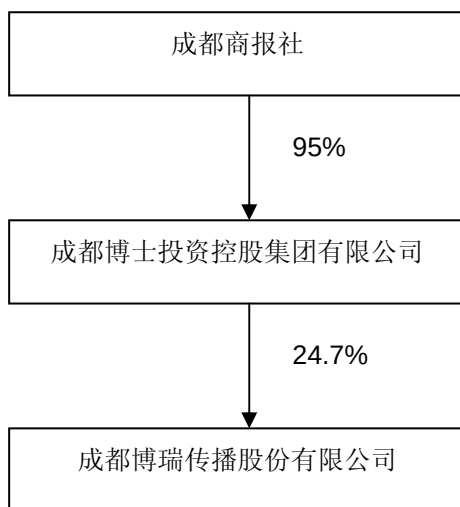
资料来源:WIND、国元证券研究中心

现阶段，网游行业作为新兴行业，近几年增速远超越传统业务，公司收购梦工厂，意欲通过梦工厂实现两条腿走路，同以依托梦工厂的平台将网游业务做大做强，未来公司将在保持传统业务稳定增长的同时，将发展重点放在网游业务上，公司网游业务的占比将不断提升，网游业务将成为公司未来利润的主要增长点。

1.2 公司股权结构与控股子公司情况

公司的控股股东为成都博士投资控股集团有限公司，持有公司 24.7%的股权，博士投资控股集团有限公司的实际控制人为成都商报社，因此，公司的实际控制人是成都商报社。

图 3 公司的控股关系



资料来源:公司公告，国元证券研究中心

成都商报社大股东成都传媒集团成立于 2006 年 11 月 28 日，由原成都日报报业集团和原成都广播电视台合并组建而成，是国内首家、也是目前唯一一家在中心城市成立的，涵盖报刊、广播、电视、网络等多种媒体形态的综合传媒集团。成都传媒集团的报刊出版位列全国前 10 强，广播电视跻身省会城市前列，是中国西部综合实力最强、影响力最大的综合传媒集团。

表 1 公司控股子公司情况

被参控公司	参控关系	持股比例(%)	被参控公司主营业务
星百瑞(北京)传媒有限公司	子公司	100	影视策划、企业形象策划等
四川尚都传媒有限责任公司	子公司	50	商务服务
四川立即送票务营销有限公司	子公司		票务代理、商业服务
四川博瑞眼界户外传媒有限公司	子公司	93	设计、制作、发布广告
四川博瑞书坊文化有限公司	子公司	100	销售图书期刊、商品批发零售
四川博瑞汽车时尚传媒有限公司	子公司	51	广告代理、报纸批发、零售
四川博瑞麦迪亚置业有限公司	子公司	100	房地产开发经营、物业管理
四川博瑞教育有限公司	子公司	95	项目投资、组织教育交流服务
四川博瑞广播电视广告传播有限公司	子公司	49	影视、文化、广告
深圳市博瑞创业广告有限公司	子公司	67.5	广告业务
成都英康贸易有限责任公司	子公司	96	纸张批发等
成都神鸟数据咨询有限公司	子公司	98	广告设计、营销策划、商务信息咨询
成都商报发行投递广告有限公司	子公司	93.1	发行投递
成都梦工厂网络信息有限公司	子公司	100	计算机软件技术开发、信息技术服务
成都博瑞汽车文化策划咨询有限公司	子公司		汽车信息咨询、汽车营销策划
成都博瑞梦工厂网络信息有限公司	子公司	70	计算机软硬件开发、销售
成都博瑞广告有限公司	子公司	80	设计、制作、发布广告
博瑞纵横国际广告(北京)有限公司	子公司	50	设计、制作、代理、发布广告
北京博瑞盛德创业投资有限公司	子公司	100	投资管理、经济信息咨询
甘肃西部商报传媒发展有限公司	联营企业	49	广告代理
成都演艺集团有限公司	联营企业	25	组织、策划经营性演出活动
成都每日经济新闻报社有限公司	联营企业	35	编辑、发行《每日经济新闻》
成都博瑞银杏旅游文化发展有限公司	联营企业	40	旅游文化策划；餐饮娱乐投资
北京手中乾坤信息技术股份有限公司	联营企业	20	互联网信息服务

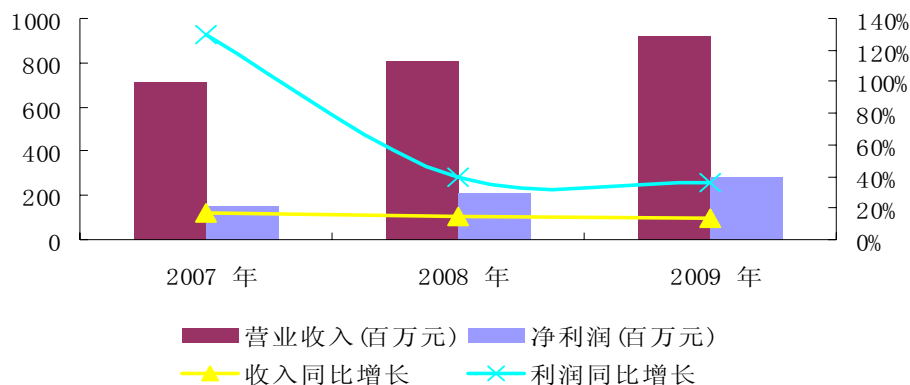
资料来源：公司公告 国元证券研究中心

公司旗下共有 19 家控股子公司，5 家参股公司，主要从事印刷、广告、发行与投递、网游等主营业务。目前 19 家子公司业务覆盖了公司的传统业务与新网游业务，参股的 5 家主营业务与公司现有业务存在较强的上下游关系，因此，未来这些业务将有成为新的培育点。

1.3 稳健与高增长并重

公司近三年营业收入平均增幅约 14%，扣除非经常性损益后年均增幅约为 40%，公司近三年收入与利润增速远超过行业的平均水平，且主营业务一直保持相对稳定。作为经营传统业务的传媒企业，相对于行业内其他公司，公司具备较强的稳健性和较高的盈利能力。

图 4 公司最近三年经营情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

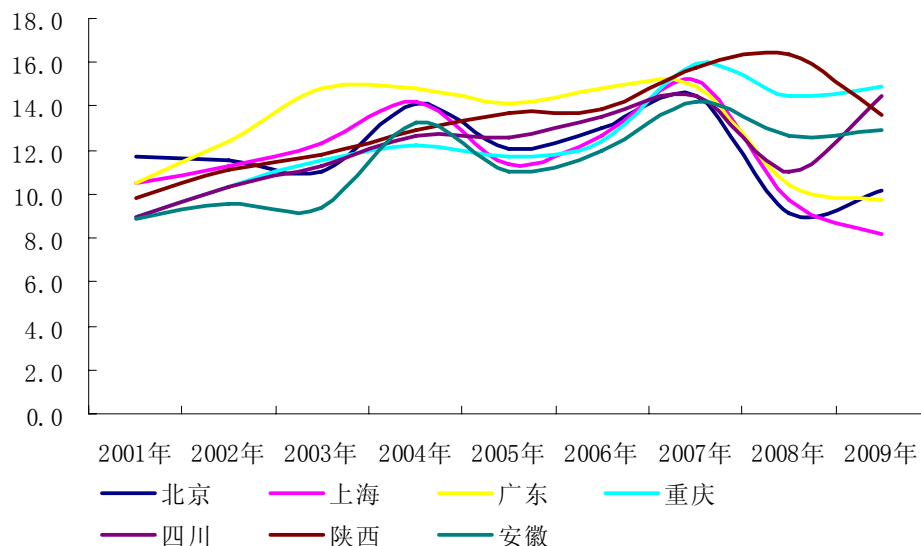
公司的主营业务主要集中在西南地区，在西南地区具备较强的垄断性，但同时区域性并不改变公司的高增长，近几年公司对传统业务实现了不断创新，对新兴行业进行了不断的尝试，并在这个过程中取得了良好的经营业绩。因此，我们认为，公司是同时具备了新兴产业的高增长与传统业务稳健性的双重性。

第 2 部分 投资亮点分析

2.1 受益区域经济发展，打造多元化传媒集团

我国报业经营主要具有区域垄断性，区域经济发展状况制约报业经营的发展程度，我国区域发展的不平衡性，决定了区域报业经营业绩的差异性。经历了数年高速增长，沿海经济发展开始增速有所回落，报业经营发展相对饱和。

图 6 近 10 年全国主要地区年度 GDP 指数情况



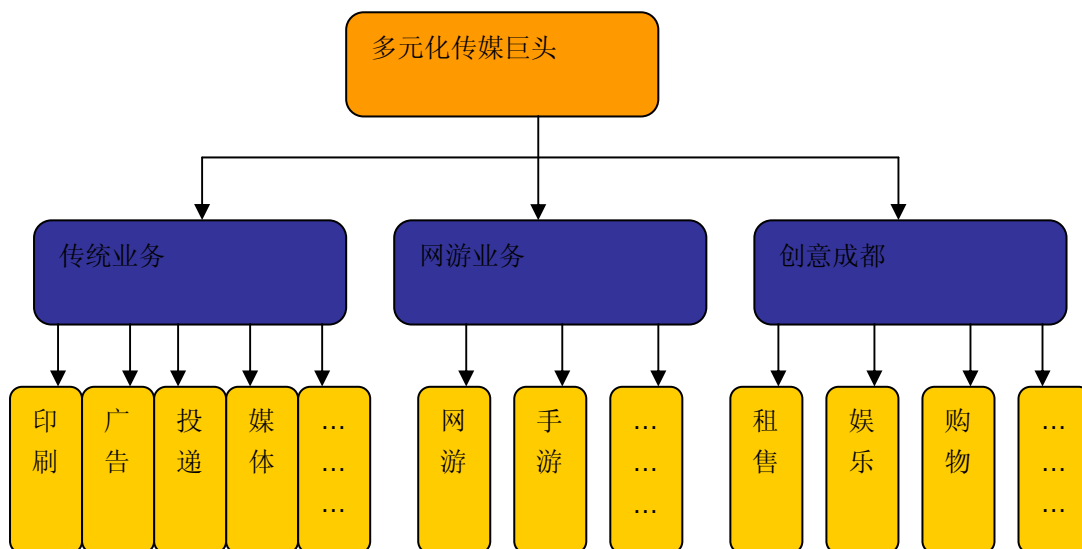
资料来源：WIND，国元证券研究中心

2008 年金融危机后，发达地区经济发展速度快速下降，但中西部地区经济保持相对稳定，以及沿海地区劳动力成本的上升，使得中西部地区的优势相对突出，我们认为，未来几年中西部落区将迎来经济发展的黄金期，相对于发达地区报业的发展情况，公司的报业经营还有一定的空间，但基于对报业经营发展前景的研究和判断，公司 2009 年 6 月收购梦工厂，进入网游新媒体领域。公司进入网游领域，一方面是为了分享新媒体的快速成长；另一方面，从长远战略的发展角度来看，公司也有着迫切要求走出西南区域，突

破原有业务发展局限性的需求。

公司现有两块业务范围跨度较大，明年创意成都项目完成后，公司又多了一项商业地产业务，三大业务结构目前协同效应都较小，对于协同效应的形成，公司希望分两步走，第一步，传统媒体通过自身优势，向上下游拓展，实现多元化经营策略发展，发挥自身的协同效应；第二，网游业务通过自身发展与外延式并购，做大做强新媒体；第三、创意成都以租为主，以售为辅，改变公司轻资产结构。使新老媒体业务在更广阔的业务范围内实现协同效应，从而使公司在未来成为多元化的传媒集团。

图 8 公司未来业务结构



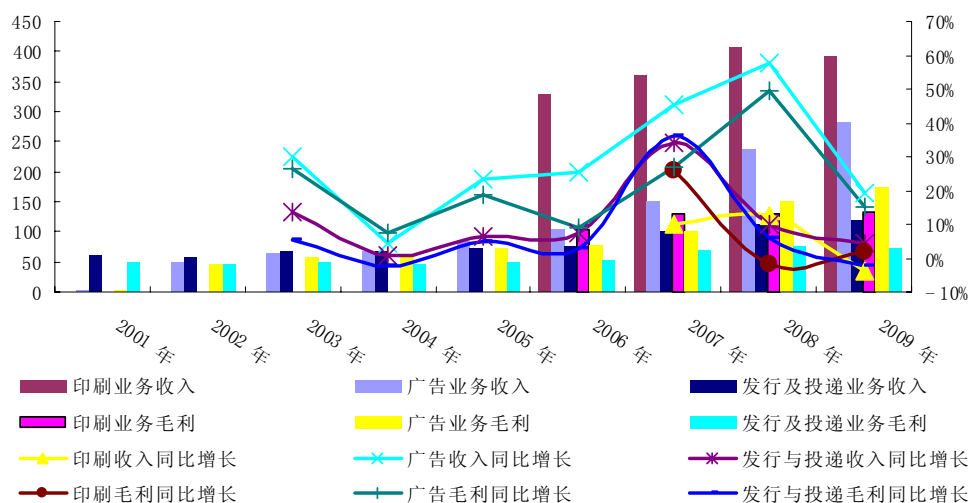
资料来源：国元证券研究中心

2.2 区域垄断与持续创新打造传统媒体运营商

公司承印了成都市日均发行量达 60 万份的《成都商报》以及省内外 20 余种报刊和各类印刷业务，同时拥有中国西部最大的专业投递网络，代理发行成都两大报商报和日报。

《成都商报》是中国西部影响力最强的报纸，在成都市以 60% 的平均每期阅读率遥遥领先于其它报纸，高度忠诚读者达到 94.8%，主动性自费阅读的基本读者构成比例高，来自于报摊购买和家庭订阅的读者比例高达 87.1%，《成都商报》的发行网络与读者忠诚度使公司在西南地区享受着较高的垄断地位。

图 7 近 10 年公司传统业务经营情况



资料来源：WIND，国元证券研究中心

根据 WIND 财务统计数据，公司自 2001 年经营印刷、广告、投递业务以来，营业收入年复合增长率 16%，净利润年复合增长率达 32%。

公司传统业务的稳步增长，另一方面得益于公司在传统业务方面的持续创新。

商印业务快速增长：公司在 2009 年进入商印领域，公司全面的报业发行渠道使得公司的商印较其他竞争对手具备了较强的成本优势，商印业务快速成长已经体现在今年前三季度的经营中，公司传统业务拓展的协同效应得到了较好的发挥。

户外广告取得了创新与跨地区拓展：公司通过业务创新，拟投资 3000 万，对成都市原有书报亭进行改造，改造后，每个报亭约产生 5 个平方米的滚动式广告体，报亭的商业价值得到了充分利用，今年计划改造 300 个，改造完成后大约有 600 个，改造后的广告体，将增加公司的户外广告收入。同时，公司通过竞拍的方式收购武汉户外媒体，实现媒体全国扩张的第一步。

2.3 做大做强网游业务，成为新媒体内容提供商

传统媒体相对于新媒体业务虽然稳定，但区域性强、未来增长空间有限，基于对行业未来发展前景的研判，2009 年 6 月，博瑞传播斥资 4.47 亿元成功收购本土网游企业——成都梦工厂网络信息有限公司 100% 股权，又一次为国内传媒业界和资本市场所关注。博瑞传播也借此实现了从“报业第一股”到“网游第一股”的突破，实现了从平面媒体经营业务向综合性多媒体经营业务的跨越。我们认为，公司进入网游行业：一方面，可以分享网游行业目前的高速增长，另一方面，借助网游做大做强，实现走出西南，布局全国的发展布局。

网游业务与公司传统业务相比，跨度较大，协同效应较小，且存在较大的管理风险。在新老业务的管理风险方面，公司在收购时就做了充分的准备，与收购对象签订了非常具备诱惑的对赌协议，以及 IPO 承诺，降低公司新媒体业务的管理风险。

表 2 收购梦工厂对赌协议

《股权转让协议（一）》

（1）转让标的及价款

转让标的为周秀红、马希霖、廖继志、郑江共同所持梦工厂 62.78% 股权，股权转让基准日为 2009 年 4 月 30 日，该基准日以前（含当日）的梦工厂未分配利润由出让方按持股比例享有和分配，持有梦工厂 62.78% 股权的转让价款为 27,686.00 万元，转让款以货币方式支付。

（2）股权转让价款支付

第一期：协议生效后至股权转让涉及的各类行政许可变更登记完毕，支付股权转让价款的 50%，即 13,843.00 万元；

第二期：公司委托审计机构就梦工厂 2009 年度财务报表出具正式审计报告后 15 日内支付转让价款的 20%（即 5,537.20 万元）；

第三期：公司委托审计机构就梦工厂 2010 年度财务报表出具正式审计报告后 15 日内支付转让价款的 15%（即 4,152.90 万元）；

第四期：公司委托审计机构就梦工厂 2011 年度财务报表出具正式审计报告后 15 日内支付转让价款的 15%（即 4,152.90 万元）。

（3）股权出让方周秀红、马希霖、廖继志、郑江共同享有本协议项下的权利，共同承担本协议项下的义务，其中任何一人或若干人或全体未能履行（或未能完全履行）在本协议项下的义务，均视为出让方违约，且由周秀红、马希霖、廖继志、郑江共同承担连带责任。

《股权转让协议（二）》

转让标的为裘新所持梦工厂 37.22% 股权，股权转让基准日为 2009 年 4 月 30 日，该基准日以前（含当日）的梦工厂未分配利润由出让方享有和分配，持有梦工厂 37.22% 股权的转让价款为 16,414.00 万元，转让款以货币方式支付。若梦工厂 2009 年度净利润值达到或超过 7,540.00 万元（以当年实现净利润值为准，不包括用以后年度净利润弥补的部分），则公司按超额部分的 8.7 倍向裘新增加支付股权转让价款，即调整后股权转让价款总额=16,414.00 万元+（梦工厂 2009 年度净利润值-7,540.00 万元）×8.7，但调整后裘新所持梦工厂 37.22% 股权转让价款总额不超过 20,414.00 万元。

（2）股权转让价款支付与对赌的具体要求

第一期：协议生效后至股权转让涉及的各类行政许可变更登记完毕，支付股权转让价款的 50%，即 8,207.00 万元；

第二期至第四期的股权转让价款的支付与梦工厂 2009 年至 2011 年计划实现的净利润目标挂钩，若每一年度不能按计划完成净利润目标值，则按双方约定的方式相应减少每一期的股权转让价款的支付。若完成每年度所承诺的净利润目标值，则按双方约定的方式支付股权转让价款。

第二期：若梦工厂 2009 年度净利润值达到或超过 7,540.00 万元，应按协议调整股权转让价款总额，公司应于出具正式审计报告后 15 日内，向裘新支付调整后转让价款的 20%，并补足第一期股权转让价款数额与调整后转让价款的 50% 之间的差额；

第三期：若梦工厂 2010 年度净利润值达到或超过当年度净利润目标值，则公司应于其所委托的审计机构就梦工厂 2010 年度财务报表出具正式审计报告后 15 日内，按转让价款的 15%，向裘新支付第三期股权转让价款；

第四期：若梦工厂 2011 年度净利润值达到或超过当年度净利润目标值，则公司应于其所委托的审计机构就梦工厂 2011 年度财务报表出具正式审计报告后 15 日内，按转让价款的 15%，向裘新支付第四期股权转让价款；

公司承诺，2011 年度结束后，裘新及梦工厂核心员工有权选择共同对梦工厂增资；若裘新及梦工厂核心员工对梦工厂实施增资，则在符合当时有关法律、法规和规范性文件规定的相关条件和要求的前提下，公司应尽快启动梦工厂 IPO 程序

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

网游业务收入目前占公司主营业务收入比重虽不到 10%，网游行业增速有所放缓，但仍处于快速发展期，增速远超传统媒体业务，按艾瑞统计口径，2010 年 1 季度，中国网游市场同比增长 28.7%，环比增长 9.1%，预计全年中国网游业将实现 24.9% 的增长。预计 2013 年中国网络游戏用户数将达到 9453 万，网络游戏市场实际销售收入将达到 397.6 亿元人民币，2008 年到 2013 年的年复合增长率为 13.9%，未来网游业务的占比将不断提高。梦工厂的网游规模目前国内位列第二梯队，未来想在网游行业做大做强

强，不仅要靠每年推出更多的新游戏，而且外延式并购也必不可少，随着创业板上市条件的放宽，中小网游企业上市使得网游资产收购价格也变得越来越贵，但这些因素都不能阻止公司以梦工厂为平台，做大网游等新媒体业务的决心。

2.4 多元化投资，做文化产业投资者

投资“创意成都”进军商业地产投资：公司 2010 年投资建设“创意成都”项目，该项目主要经营商业写字楼的租售，项目位于成都锦江工业园，占地 500 亩，该区域是成都创意产业基地的核心地位，毗邻就是 5 平方公里的成都金融产业基地，目前该地区浓郁的商业氛围已经形成，公司秉承以租为主，以售为辅的经营理念，一方面，意欲通过该项目改变公司的轻资产结构；另一方面，欲借该区域的商业氛围寻找合适的投资项目。该项目 2011 年竣工，由于公司前期购地成本较低（仅 10 万/亩），竣工后，将给公司带来较为可观的投资回报。

创投业务：公司对北京博瑞盛德创业投资有限公司 100%控股，该公司主要从事创投业务，目前已经投了一个民生能源，第二个项目也将很快投入。这些公司一旦上市成功，将给公司带来丰厚的回报。

第 3 部分 估值与投资建议

3.1 与盈利预测有关的假设

基于我们对公司的分析，我们对公司未来三年的情况进行简单的盈利预测，我们预测的前提假设如下：

- 1、公司印刷业务的受商印业务产能的不断释放，未来三年保持年均 30%以上的增长。
- 2、广告业务受房地产和汽车行业景气度影响，可能小幅波动。但户外广告拓展、以及新媒体的收购，都能促进广告业务保持稳定增长，我们假设未来三年该业务保持年均 20%以上的增长。
- 3、发行与投递业务年均稳定增长 10%左右。
- 4、网游业务受行业高景气度以及对赌协议的影响，未来三年网游业务将保持 30%以上的增长。
- 5、暂不考虑创意成都与创投业务给公司带来的收益

表 3 与盈利预测有关的假设

	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
营业收入（单位：百万元）	757.09	857.46	1190.30	1507.05	1972.70
印刷业务(含新闻纸销售)	406.71	391.97	587.96	764.34	1031.86
广告业务	237.78	282.96	382.00	477.50	620.74
发行及投递业务	112.6	117.3	129.03	141.93	156.13
网游收入		65.23	91.32	123.28	163.97
毛利率	46.58%	50.98%	52.72%	50.32%	50.66%
印刷业务(含新闻纸销售)	31.65%	33.49%	37.00%	34.00%	34.50%
广告业务	63.03%	60.98%	67.00%	64.00%	64.00%
发行及投递业务	65.77%	61.82%	55.00%	56.00%	60.00%
网游收入		93.24%	91.00%	92.00%	93.00%

资料来源：国元证券研究中心

根据我们的假设，我们预测公司 2010/2011/2012 年将分别实现每股收益 0.59/0.69/0.89 元。

3.2 估值与投资建议

我们选取了与公司业务相关 7 家上市公司 2010/2011/2012 年 PE 水平做参考，公司估值水平仅次于时代出版，且远低于行业平均的估值水平。公司估值具有较高的安全边际，由于目前我们并未考虑创意成都、与创投等业务未来几年给公司创造的收益，综合考虑

公司目前估值与经营的超预期可能，给予公司“推荐”的投资评级。

表 4 行业内相关上市公司未来三年 PE 水平

证券代码	证券简称	2010E	2011E	2012E
000793.SZ	华闻传媒	38	37	34
600551.SH	时代出版	29	26	24
600825.SH	新华传媒	47	40	37
600880.SH	博瑞传播	35	30	23
601098.SH	中南传媒	42	36	31
601801.SH	皖新传媒	42	37	33
601999.SH	出版传媒	53	48	43
算术平均		42	37	33
加权平均		48	33	35

资料来源: WIND 国元证券研究中心

风险提示

- (一) 公司传统业务与新业务的管理风险
- (二) 公司新业务拓展的风险。

表 5 财务估值报表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	913	1047	1484	2054	营业收入	923	1190	1507	1973
现金	745	838	1217	1710	营业成本	454	563	749	973
应收账款	45	48	65	83	营业税金及附加	29	36	45	59
其它应收款	49	70	86	113	营业费用	33	36	50	69
预付账款	23	31	40	53	管理费用	88	107	140	187
存货	42	45	63	80	财务费用	-3	-6	-7	-11
其他	9	16	14	15	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	1167	1308	1450	1572	公允价值变动收益	17	1	1	4
长期投资	120	118	118	118	投资净收益	11	22	18	20
固定资产	424	598	746	874	营业利润	348	476	549	717
无形资产	35	35	35	35	营业外收入	4	3	3	3
其他	589	558	551	545	营业外支出	1	2	1	1
资产总计	2081	2355	2934	3626	利润总额	351	477	551	718
流动负债	684	627	757	863	所得税	67	90	104	136
短期借款	40	40	40	40	净利润	285	387	447	583
应付账款	50	53	75	95	少数股东损益	22	31	35	46
其他	594	533	643	728	归属母公司净利润	263	357	412	537
非流动负债	26	26	26	26	EBITDA	419	511	598	777
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.70	0.59	0.69	0.89
其他	26	26	26	26	主要财务比率				
负债合计	710	653	784	889	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	70	100	135	180	成长能力				
股本	375	600	600	600	营业收入	14.0%	29.0%	26.6%	30.9%
资本公积	310	159	159	159	营业利润	34.3%	36.7%	15.3%	30.6%
留存收益	616	842	1254	1791	归属于母公司净利润	37.2%	35.7%	15.5%	30.4%
归属母公司股东权益	1301	1602	2015	2556	获利能力				
负债和股东权益	2081	2355	2934	3626	毛利率	50.8%	52.7%	50.3%	50.7%
现金流量表					净利率	28.5%	30.0%	27.3%	27.2%
单位:百万元					ROE	20.2%	22.3%	20.4%	21.0%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	61.7%	58.9%	62.5%	73.7%
经营活动现金流	388	316	550	658	偿债能力				
净利润	285	387	447	583	资产负债率	34.1%	27.7%	26.7%	24.5%
折旧摊销	74	40	56	71	净负债比率	5.68%	6.19%	5.15%	4.54%
财务费用	-3	-6	-7	-11	流动比率	1.34	1.67	1.96	2.38
投资损失	-11	-22	-18	-20	速动比率	1.27	1.60	1.88	2.29
营运资金变动	56	-92	67	25	营运能力				
其它	-13	9	6	10	总资产周转率	0.53	0.54	0.57	0.60
投资活动现金流	-185	-170	-179	-176	应收账款周转率	26	23	24	24
资本支出	146	195	197	196	应付账款周转率	11.75	10.93	11.73	11.46
长期投资	35	-8	3	-1	每股指标 (元)				
其他	-3	16	20	19	每股收益(最新摊薄)	0.44	0.59	0.69	0.89
筹资活动现金流	-50	-53	8	11	每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	0.53	0.92	1.10
短期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.17	2.67	3.36	4.26
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	8	225	0	0	P/E	29.76	35.10	30.40	23.31
资本公积增加	67	-150	0	0	P/B	6.01	7.81	6.21	4.90
其他	-125	-128	8	11	EV/EBITDA	29	24	20	15
现金净增加额	153	93	379	493					

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn