

海南航空 (600221)

增持/首次评级

股价: RMB8.48

分析师

李军

SAC 执业证书编号:S1000510120054

(021)5010 6015

lijunyjs@mail.htlhsc.com.cn

联系人

侯文圣

(021)68498636

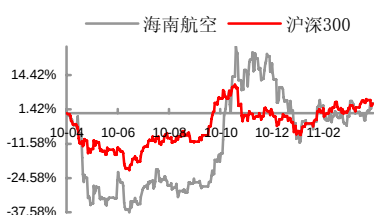
houws@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	4,125
流通 A 股 (百万股)	3,941
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	33,418

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

立足海南, 展翅高飞

- 海航集团存在资产整合预期: 除海航股份母公司拥有的航空资产外, 目前海航集团控制的不在海航股份上市公司的主要航空资产有北京首都航空、天津航空有限公司、云南祥鹏航空和西部航空、扬子江快运, 其中天津航空、首都航空、祥鹏航空目前规模较大并且发展的比较迅速, 根据海航集团未来规划, 海航集团存在利用一个上市公司平台整合海航集团全部航空资产的预期。
- 海航集团近年来在实质性支持海航股份的发展: 基于整个海航集团业务发展现状以及海航股份未来对于资本市场的诉求, 我们认为海航集团目前有能力并且有意愿支持海航股份的发展, 这一点从近两年以来海航股份与海航集团下属航空公司的飞机租赁关联交易上有着比较明显的体现。
- 公司将从海南国际旅游岛建设中长期受益: 从国际经验来看, 免税政策无容置疑的推动了当地旅游市场的发展, 从而带动当地的航空需求, 当然短期作用可能有限, 国际旅游岛建设对于海南航空市场需求的带动将随着当地配套设施的逐步完善和人文环境的逐步提升而显现, 目前海航股份占据海航航空市场近 50% 时刻资源, 整个大新华航空体系占据海南航空市场近 60% 航空资源, 公司将从海南国际旅游岛建设中长期受益。
- 公司受高铁影响相对较小: 通过以 2012 年开通后的高铁线路来计算, 海航股份与高铁重合的航线约占公司全部国内航线的比例约为 5.28%; 海航股份与高铁重合的航班数约占公司全部国内航线航班的比例约为 7.62%; 海航股份与高铁重合并且航距在 1000 公里以下的航班数约占公司全部国内航线航班数的比例约为 1.87%, 海航股份受高铁的直接影响相对较小。
- 其它投资平滑公司业绩, 提升公司内在价值: 公司投资海岛建设以及买入大英山地块, 能够平滑公司未来业绩, 提升公司内涵价值。
- 盈利预测与投资评级: 预计公司在 2011 年至 2013 年每股收益分别为 0.75 元/股、0.68 元/股、0.82 元/股 (未考虑大英山地块开发收益), 首次给予“增持”的投资评级。风险因素: 油价持续上涨, 偶然冲击导致需求下滑。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	21706.1	25338.0	29746.0	35194.0
(+/-%)	39.6	16.7	17.4	18.3
归属母公司净利润(百万元)	3013.9	3113.0	2803.0	3372.0
(+/-%)	800.6	3.3	-10.0	20.3
EPS(元)	0.73	0.75	0.68	0.82
P/E(倍)	11.6	10.5	11.7	9.7

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

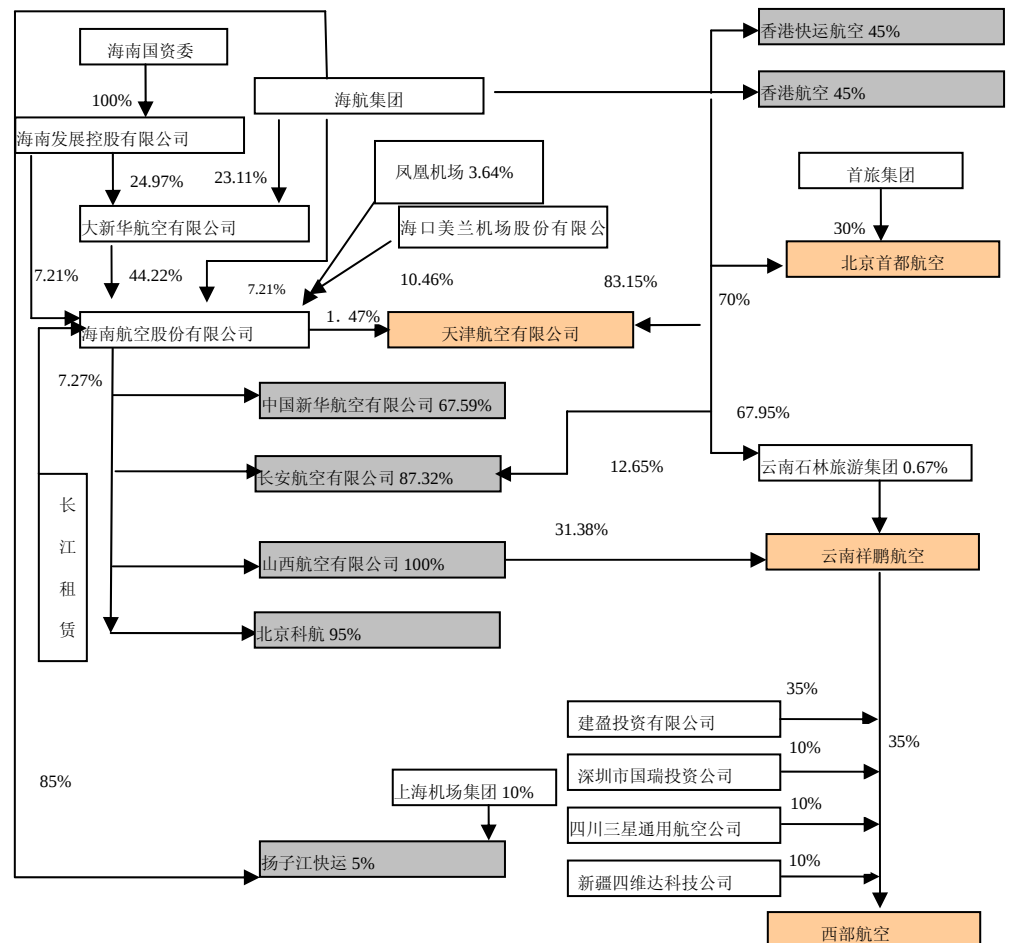
海南航空——存在航空业务资产整合预期

集团拥有大量航空业务资产

除了海航股份母公司的航空资产以外，目前海航股份上市公司控制的其它主要航空资产为中国新华航空有限公司、长安航空有限公司、山西航空有限公司。

目前海航集团控制的不在海航股份上市公司的主要航空资产有北京首都航空、天津航空有限公司、云南祥鹏航空和西部航空、扬子江快运等，其中天津航空、首都航空、祥鹏航空目前规模较大并且发展的比较迅速。

图 1: 大新华体系股权结构图



资料来源：华泰联合证券研究所、公司资料

大新华航空体系各航空公司机队数量明细

表格 1：大新华航空体系各公司机队规模明细

	运营飞机数	买入飞机架数	租入飞机架数	执管飞机
海南航空	97	58	47	0
山西航空	1	0	1	0
长安航空	2	0	2	0
新华航空	14	0	14	0
香港航空	16	0	16	0
香港快运航空	3	0	3	0
天津航空	80	80	0	0
扬子江快运	13	7	6	0
北京首都航空	61	53	0	8
西部航空	6	0	6	0
祥鹏航空	8	1	7	0
小计	301	191	102	8

资料来源：华泰联合证券研究所、公司资料

大新华航空体系各航空公司机队型号明细

表格 2：大新华体系各公司机队型号明细

	公司	B737	B747	B767	A320	A330	A340	Dornier	ERJ	公务机	托管机
	总计										
海南航空	97	83		3		8	3				
山西航空	1	1		0		0	0				
长安航空	2	2		0		0	0				
新华航空	14	14		0		0	0				
香港航空	16	10		0		6	0				
香港快运航空	3	3		0		0	0				
天津航空	80							29	51		
扬子江快运	13	9	4								
北京首都航空	61	1			4	27				21	8
西部航空	6	4				2					

航空

祥鹏 8 8

航空

小计 301 135 4 3 4 43 3 29 51 21 8

资料来源：华泰联合证券研究所、公司资料

海航集团近年来在实质性支持海航股份的发展

无可否认的是，自成立之日起，海航集团与海航股份之间大量关联交易让市场总是难以理解并心存疑虑，但是如果我们仔细的观察海航集团与海航股份的众多关联交易历史，我们可以发现至少在近两年以来海航集团与海航股份的关联交易整体上是有利于上市公司的。

目前海航集团有能力且有意愿支持海航股份发展

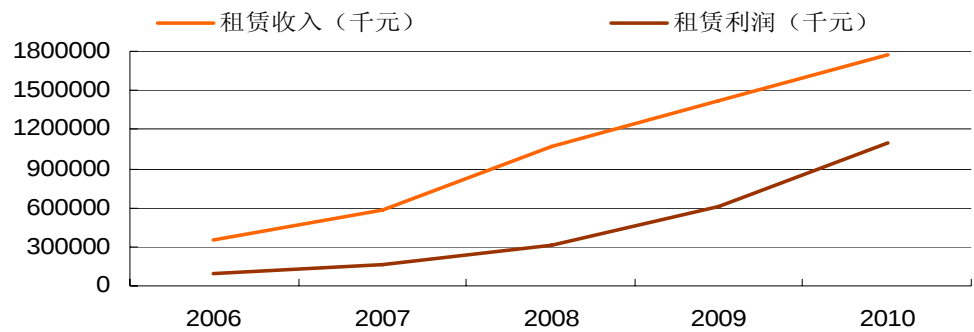
目前海航集团的近一半航空业务资产仍然在海航集团，海航集团近年来的目标是依托于大新华航空谋求整体上市，将旗下全部航空业务资产整合进一个上市公司进行运营，在此背景下，做强上市公司海航股份成为海航集团的最优选择，因此我们看到近两年以来海航集团通过租赁业务等方式支持上市公司的发展，这一点在海航股份租赁业务收入与利润指标上有着比较明显的体现，海航股份将所拥有的飞机（全部 Dornier 飞机、部分 B737、B738 以及 A319 飞机）租赁给海航集团下属的天津航空、祥鹏航空、西部航空、首都航空以及大新华航空，这部分租赁业务在航空业景气低谷时能够稳定公司的业绩，即使在航空主业景气高的时候仍然产生与主业相近的营业利润，从这个角度来看，我们可以认为海航集团通过飞机租赁业务支持了上市公司海航股份的发展。

2009 年海航股份获取的飞机租赁业务收入约为 13.6 亿元，从飞机租赁业务中获取的税前利润约为 6 亿元，从海航股份租赁给关联航空公司的机队数量与构成来看，我们认为这些租赁出去的飞机，如果放在海航股份自己经营，则在 2009 年很难产生接近 6 亿元的税前利润（2009 年海航股份通过 91 架大中型飞机，包括 5 架 A330、3 架 A340、4 架 A319、76 架 B737、3 架 B767）产生的航空业务利润约为 13 亿元，而租赁 60 架支线飞机产生的租赁利润约为 6 亿元。）。

2010 年获取的飞机租赁收入约为 16 亿元，从飞机租赁业务中获取的税前利润约为 10 亿元，海航股份租赁给关联航空公司的机队数量与构成来看，我们认为这些租赁出去的飞机，如果放在海航股份自己经营，也顶多产生约 10 亿元的税前利润，（2010 年海航股份通过 97 架大中型飞机，包括 8 架 A330、3 架 A340、83 架 B737、3 架 B767，产生的航空业务利润约为 40 亿元），而我们知道，2010 年是航空业景气非常高的时期。

海航股份租赁业务收入与利润发展趋势

图 2：海航租赁业务收入与利润走势



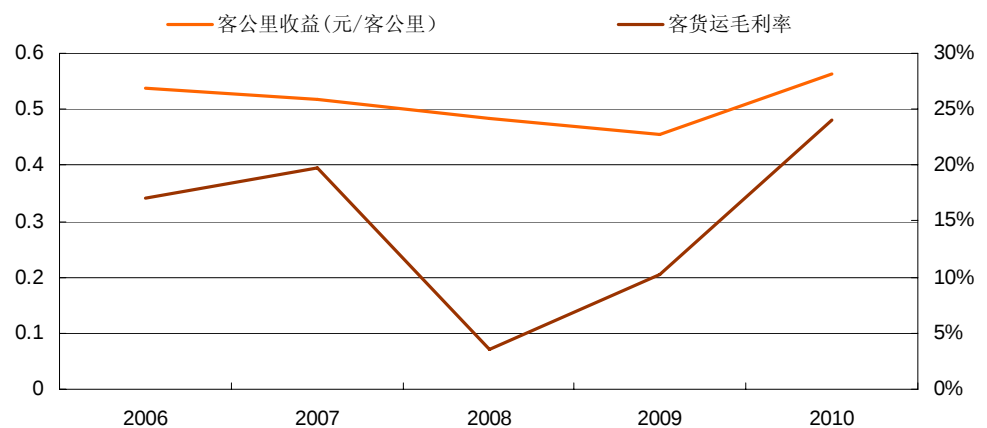
资料来源：公司年报数据、华泰联合证券研究所整理

表格 3：海航股份租赁给关联公司的飞机构成

公司名称	租赁机型			合计
	A319	B737	Dornier	
金鹿航空	7			7
新华航空		10		10
山西航空		4		4
长安航空		3		3
祥鹏航空		4		4
西部航空		3		3
天津航空			29	29
合计	7	24	29	60

资料来源：华泰联合证券研究所、海航资料

图 3：海航股份航空业务毛利率发展趋势



资料来源：公司年报数据、华泰联合证券研究所整理

公司将从海南国际旅游岛建设中长期受益

离岛免税政策将长期利好海南航空市场发展

短期作用有限；原因在于配套设施与生态环境尚需改善

世界上著名的购物天堂如香港、东京、巴黎等，无不是高度城市化的产物，它们都集中了各类消费服务、金融服务、地产服务、高尚文化、艺术等。免税购物场所是主要以奢侈品为消费对象的社会中上层阶级的消费场所，需要现代城市体系做配套，需要有丰富多层次的人文、艺术气息做烘托，要有一个站在世界流行时尚前沿的消费群体等等。

城市化水平可以用城镇人口占比总人口来表示，当比值大于 60%时属于高级阶段，30%-60%属于中级阶段，30%以下属于初级阶段，在 30%-60%之间是一个高速发展的时期。2008 年，我国平均城市化率为 45.68%，而海南为 44%，低于全国平均水平，与香港（约 100%）、东京（约 100%）相比以及中国的长三角、珠三角的大多数城市（约 70%）相比，均存在较大的差距。

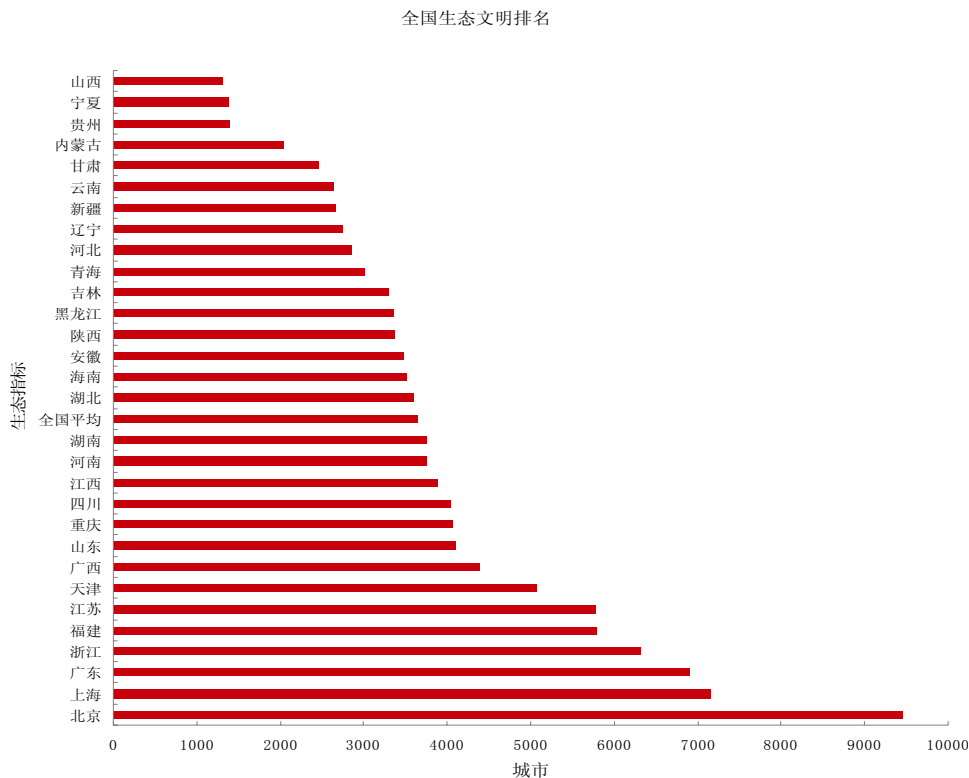
表格 4：各购物天堂城市化率

城市	香港	东京	利物浦	海南
城市化率	100%	100%	100%	44%

资料来源：中国旅游行业绿皮书；华泰联合证券研究所

同时根据《中国生态文明地区差异研究》报告，海南省目前的生态文明指数也需要改善。

图 4：全国生态文明排名（数值越大，生态环境越好）



资料来源：华泰联合证券研究所、《中国生态文明地区差异研究》

根据全球经验：离岛免税政策长期利好当地旅游与航空市场需求

从国际经验来看，免税政策无容置疑的推动了当地旅游市场的发展，从而带动当地的航空需求，我们选取了部分国际知名的旅游城市免税店，从免税店的客流量来看，每年都在百万级别甚至以上。

表格 5：全球部分免税店面积及年客流量

各免税店	面积（平方米）	年客流量（万人）
济州岛免税店	2000	124
冲绳岛免税店	14000	200
香港免税店	86500	1100
贝鲁特免税店	4500	130
DFA	4000	120
美国 Eaquice 免税店	15000	440
英国利物浦免税店	1600	70

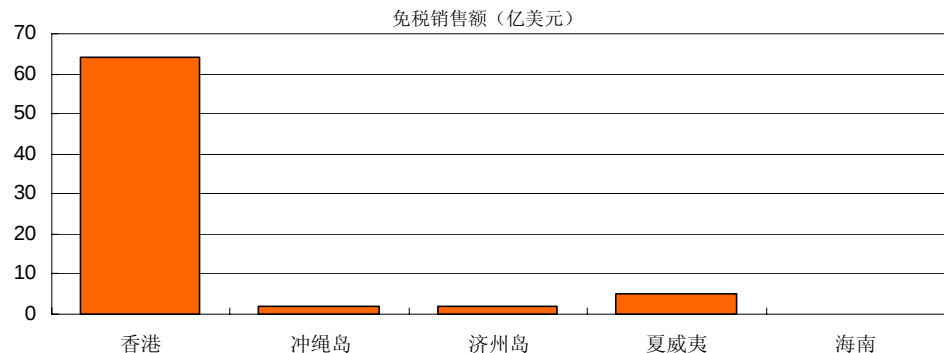
资料来源：主要免税店官网数据、华泰联合证券研究所整理

表格 6: 海南岛主要免税店情况

免税店名称	投入使用时间	建筑面积（平方米）
国兴大道免税店	2010 年底	1500
三亚榆亚大道免税店	2009 年 9 月	7000
三亚海棠湾免税商场	2011 年 6 月	400000

资料来源：网络新闻、华泰联合证券研究所整理

在中国大陆游客的推动下，目前香港免税店的销售额在全球处于较高水平，从香港免税店的年销售金额与海南免税店目前的销售金额来看，海南推出的离岛免税政策发展潜力是巨大的。

图 5: 全球部分免税店年销售金额比较


资料来源：免税店资料研究、华泰联合证券研究所整理

同时根据香港旅游局、中国银联、DSF 统计数据表明，赴港购物的人数占旅客总人数的 36.7% 左右，其中完全以购物为目的的占 14%，完全以旅行、商务为目的的占 63.3%，两者兼顾的占比 22.6%。

海南航空将最大程度的分享海南航空市场发展

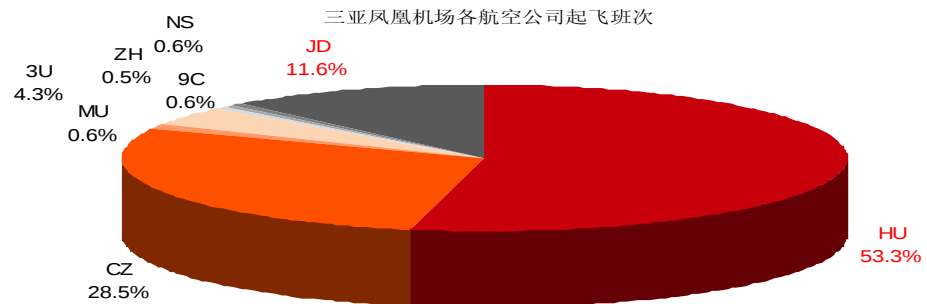
海航股份占据海南航空市场半壁江山

大新华系占据海南航空市场近 60%

通过统计海南海口美兰机场和三亚凤凰机场各航空公司的起降架次占比，我们发现海航占据了约 50% 以上市场份额。

由图 6 可知，在三亚凤凰机场，海南航空的起飞班次占比 53.3%，如果同时加上首都航空（9C）、西部航空（PN）和大新华快运（GS）的数据，则海航相关公司占到海南三亚凤凰机场起飞班次的 64.9%。

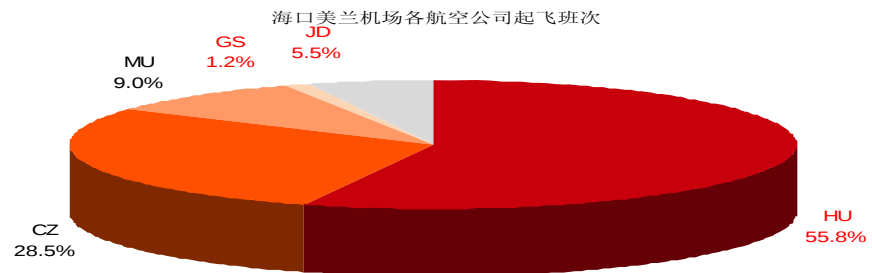
图 6：海南三亚凤凰机场各航空公司起飞班次占比



资料来源：海航资料、华泰联合证券研究所

由图 7 可知，在海口美兰机场，海航起飞班次占比 55.8%，如果加之海航控股公司首都航空、西部航空、大新华快运，则海航相关公司占到海南海口美兰机场起飞班次的 62.5%。

图 7：海南海口美兰机场各航空公司起飞班次占比



资料来源：海航资料、华泰联合证券研究所

公司受高铁影响相对较小

2011 年开始高铁对航空需求影响逐步显现

2008 年，京石客运专线与胶济客运专线相继开通，标志着中国买入了高铁时代。根据中国四纵四横的高铁建设规划，到 2020 年，伴随着宁汉蓉客运专线的开通，中国将成为世界上高铁网络规模最庞大的国家。

目前，高铁的设计时速最高可以达到 350 公里/小时，我们测算已经开通的高铁全程的平均时速在 240 公里/小时到 320 公里/小时之间。动车的平均时速在 100 公里/小时-133 公里/小时之间，速度提升了 1.5 倍以上。同时，高铁的客公里票价在 5 毛钱左右，相对动车目前动车每客公里 3 毛钱的客公里票价有所提升。

国际上法国、德国和日本的高铁发展比较成熟，对于研究国内高铁对航空客流量的分流具有一定的借鉴意义。德国高铁分成 5 条线，长度分别 327km、99km、257km、177km、89km，我们认为德国高铁不具有借鉴意义，因为其长度过短，而且票价偏高（比机票贵）；法国高铁全长 1282 公里，距离仅相当于京沪高铁的长度，也远远不

能与国内情况相提并论，但分段来看借鉴性比德国高铁强一些；日本新干线全长 1832 公里，具有一定的借鉴意义，从日本新干线的运营结果来看，1500 公里以上已经难以分流航空客流量，因此，我们做出如下假设：

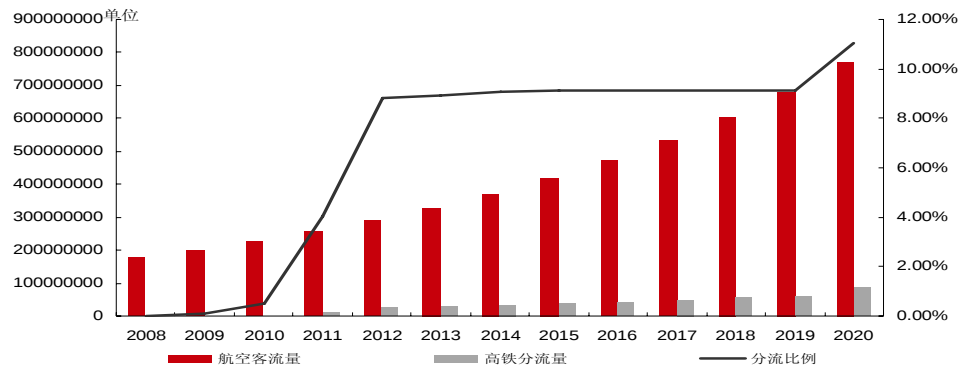
表格 7：不同距离的高铁分流航空客流量比例假设

航线（公里）	0-400	400-600	600-800	800-1300	1300-1500	1500 以上
分流比率	100%	80%	60%	30%	10%	0%

资料来源：高铁资料、华泰联合证券研究

我们测算了与每一段高铁重合的航线的航空客流量，根据高铁线路的长度选取分流比例，然后测算出从 2008 年起，每年高铁分流航空的客流量，最终汇总的结论如下图所示：

图 8：高铁分流航空客流量及分流比例趋势



资料来源：高铁资料、华泰联合证券研究所

海航受高铁直接影响相对较小

通过以 2012 年开通后的高铁线路来计算，海航股份与高铁重合的航线约占公司全部国内航线的比例约为 5.28%；海航股份与高铁重合的航班数约占公司全部国内航线航班数的比例约为 7.62%；海航股份与高铁重合并且航距在 1000 公里以下的航班数约占公司全部国内航线航班数的比例更低，约为 1.87%，从上述数据可以看出，海航股份受高铁的直接影响相对较小。

表格 8：海航股份航线、航班与高铁重合数据（以 2012 年高铁版图计算）

项目	数据
海航股份国内航线总数（条）	246
海航股份与高铁重合的航线占公司全部国内航线比例	5.28%
海航股份国内航班总数（班次）	3753
海航股份与高铁重合航班总数	286
海航股份与高铁重合航班总数占比公司国内总班次	7.62%
海航股份与高铁重合且距离在 1000 公里以下的航线班次	70
海航股份与高铁重合且距离在 1000 公里以下的航线班次占比公司国内总班次	1.87%

资料来源：高铁资料、华泰联合证券研究

其它投资稳定公司未来业绩，提升公司内在价值

入股海岛建设，参与“人工岛”项目

2010年12月4日，海航股份以15亿元对海航国际旅游岛开发建设有限公司注资，海航股份与海航集团、海航实业分别持股33%、60%和7%。海岛建设注册地址为海南洋浦保税港区贸易物流大厦302房，经营范围为商业、酒店及高尔夫球场的投资与管理；能源、交通、新技术、新材料的投资开发及股权运作；旅游项目开发；农业项目开发；投资咨询服务。目前海航国际旅游岛开发建设有限公司拟重点投资“西海岸人工岛”项目，即通过填海打造一个海马型人工岛，项目工程2012年10月竣工。海航通过入股该公司，提前做好准备分享海南国际旅游岛盛宴。

图9：西海岸人工岛项目总体效果图



资料来源：公司年报数据、华泰联合证券研究所整理

图10：西海岸人工岛项目1期效果图



资料来源：公司年报数据、华泰联合证券研究所整理

投资大英山地块，提升公司内在价值

2010年10月18日，公司受让航空控股全资子公司海南航鹏实业有限公司、海南国旭实业有限公司和海南国善实业有限公司3家地产公司。航空控股为海航集团全资子公司，本次交易减去相关税费后共计246,485万元人民币。

本项目共交付土地 171.92 亩，建筑面积 71.53 万平方米。本地块周边居民楼盘售价在 13000 元/平方米左右，而根据土地受让价和面积相比可得土地的购买的价格为 3446 元/平方米。

大英山项目 NAV 测算

考虑到大英山地块开发时间以及开发方案的不确定性，我们简单测算了大英山地块的 NAV。

➤ 项目附近楼盘销售价格

表格 9: 大英山项目附近楼盘售价

楼盘名称	海阔天空国 兴城一期	海阔天空国 瑞城	现代城	名门广场北 区	均价
售价（元/平方 米）	14000	13500	11500	13500	13125

资料来源：公司公告数据、华泰联合证券研究所整理

➤ 测算该楼盘 NAV 的相关假设

测算该楼盘 NAV 的相关假设如下表：

表格 10: 测算楼盘 NAV 相关假设

假设内容	假设比率	假设原因
悲观假设未来房价年涨幅	0%	当前政策压制
建安费用/销售收入	20%	正常情况 10%-30%
税金及附加/销售收入	5.50%	正常情况是 5.5%
增值税税率	17%	国家规定税率
销售费用/销售收入	2.00%	普通地产公司均值
管理费用/销售收入	4.00%	普通地产公司均值
财务费用/销售收入	3.00%	普通地产公司均值
所得税率	25.00%	国家规定税率
折现率	8.00%	普通地产公司均值

资料来源：公司公告数据、华泰联合证券研究所整理

➤ NAV 的测算

NAV 测算过程如下表，假设房屋售价 13125 元/平，销售收入分三期结算：

表格 11: 未来地块开发后 NAV 及每股增厚价值测算

时间	Total	第 1 年	第 2 年	第 3 年
结算比例	100%	40%	40%	20%
建筑面积（万平方米）	71.53	28.61	28.61	14.31
房屋单价（元/平方米）	13125.00	13125.00	13125.00	13125.00
销售收入（万元）	938831.25	375532.50	375532.50	187766.25
土地费用（万元）	246485.00	98594.00	98594.00	49297.00
建安费用（万元）	187766.25	75106.50	75106.50	37553.25
税金及附加（万元）	51635.72	20654.29	20654.29	10327.14
增值税扣除项目金额	572737.22	229094.89	229094.89	114547.44
增值额	366094.03	146437.61	146437.61	73218.81

增值税	62235.99	24894.39	24894.39	12447.20
销售费用（万元）	18776.63	37553.25	37553.25	18776.63
管理费用（万元）	37553.25	37553.25	37553.25	18776.63
财务费用（万元）	28164.94	18776.63	18776.63	9388.31
营业利润（万元）	306213.48	87294.59	87294.59	43647.29
所得税（万元）	76553.37	21823.65	21823.65	10911.82
净利润（万元）	229660.11	65470.94	65470.94	32735.47
折现率	8%	8%	8%	8%
NAV	200280.23	60621.24	56130.78	25986.47
股本（万股）	412549.09	412549.09	412549.09	412549.09
当年 EPS 增厚(元/股)		0.22	0.22	0.11
NAV(per share)	0.49 元			

资料来源：公司公告数据、华泰联合证券研究所整理

➤ NAV 的测算的敏感性分析

表格 12：NAV 敏感性测试

大英山地产项目房屋单位面积售价								
建安费	0.49	4125	7125	10125	13125	16125	19125	22125
用/销售	11%	0.59	0.59	0.59	0.59	0.59	0.59	0.59
收入	14%	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56
	17%	0.52	0.52	0.52	0.52	0.52	0.52	0.52
	20%	0.52	0.52	0.52	0.52	0.52	0.52	0.52
	23%	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45
	26%	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41
	29%	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38

资料来源：公司公告数据、华泰联合证券研究所整理

盈利预测与投资评级

我们预计公司在 2011 年至 2013 年每股收益分别为 0.75 元/股、0.68 元/股、0.82 元/股（未考虑大英山地块开发收益），给予 2012 年 15 倍 PE，公司合理估值 10.2 元，给予“增持”的投资评级。

风险提示

原油价格持续大幅上涨、偶然事件导致的需求冲击。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	20644	36181	47013	61914	营业收入	21706	25338	29746	35194
现金	16680	15416	22364	32795	营业成本	15493	18159	22332	26291
应收账款	558	15171	17810	21072	营业税金及附加	628	732	860	1017
其他应收款	2893	519	610	721	营业费用	1092	1216	1428	1689
预付账款	428	1393	1713	2017	管理费用	484	565	663	785
存货	48	3632	4466	5258	财务费用	1588	1787	1863	2122
其他流动资产	0	50	50	50	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	50908	34051	31766	29498	公允价值变动收	355	595	496	496
长期投资	2113	0	0	0	投资净收益	26	26	26	26
固定资产	29985	30637	29770	28143	营业利润	2802	3498	3122	3811
无形资产	200	248	297	345	营业外收入	0	304	304	304
其他非流动资产	2003	3165	1699	1009	营业外支出	48	30	30	30
资产总计	71553	70232	78779	91411	利润总额	3651	3772	3395	4085
流动负债	31494	26537	30978	34802	所得税	430	445	400	482
短期借款	17704	14527	16749	18404	净利润	3221	3327	2995	3603
应付账款	3148	1453	1787	2103	少数股东损益	207	214	193	232
其他流动负债	0	10557	12443	14295	归属母公司净利	3014	3113	2803	3372
非流动负债	26619	26334	26949	31659	EBITDA	4391	7397	7236	8253
长期借款	23223	26163	26798	31549	EPS (元)	0.76	0.75	0.68	0.82
其他非流动负	357	171	151	110	主要财务比率				
负债合计	58113	52871	57927	66461	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	974	1188	1380	1612	成长能力				
股本	4125	4125	4125	4125	营业收入	39.6%	16.7%	17.4%	18.3%
资本公积	6231	6231	6231	6231	营业利润	0.0%	24.8%	-10.8%	22.1%
留存收益	2109	5222	8025	11397	归属母公司净利	800.6	3.3%	-10.0%	20.3%
归属母公司股	12465	16174	19472	23339	获利能力				
负债和股东权	71553	70232	78779	91411	毛利率(%)	0.0%	28.3%	24.9%	25.3%
现金流量表					净利率(%)	13.9%	12.3%	9.4%	9.6%
单位: 百万元					ROE(%)	24.2%	19.2%	14.4%	14.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	7.4%	10.8%	10.3%	12.3%
经营活动现金	6476	-7545	5893	6173	偿债能力				
净利润	3221	3327	2995	3603	资产负债率(%)	81.2%	75.3%	73.5%	72.7%
折旧摊销	0	2112	2251	2320	净负债比率(%)	124.62	76.96	75.18	75.16
财务费用	1588	1787	1863	2122	流动比率	0.66	1.36	1.52	1.78
投资损失	-26	-26	-26	-26	速动比率	0.65	1.23	1.37	1.63
营运资金变动	0	0	-1670	-2308	营运能力				
其他经营现金	4914	1078	481	461	总资产周转率	0.33	0.36	0.40	0.41
投资活动现金	-9359	12772	60	-26	应收账款周转率	50	3	2	2
资本支出	4665	0	0	0	应付账款周转率	4.75	7.89	13.79	13.52
长期投资	0	-12480	-86	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	292	-26	-26	每股收益(最新	0.76	0.75	0.68	0.82
筹资活动现金	5247	-6490	994	4284	每股经营现金流	1.64	-1.83	1.43	1.50
短期借款	1539	-3177	2221	1655	每股净资产(最	3.41	3.92	4.72	5.66
长期借款	838	2940	635	4751	估值比率				
普通股增加	595	0	0	0	P/E	11.09	10.53	11.70	9.73
资本公积增加	2308	0	0	0	P/B	2.49	2.03	1.68	1.41
其他筹资现金	-32	-6253	-1863	-2122	EV/EBITDA	17	6	7	6
现金净增加额	0	-1263	6947	10431					

数据来源: 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 2011 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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn