

盐田港 (000088)

分流影响趋于结束，资产注入预期强烈

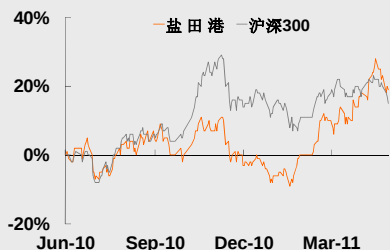
强烈推荐 (首次)

现价: 7.62 元

主要数据

行业	交通运输
公司网址	www.yantian-port.com
大股东/持股	深盐田港集团 /67.37%
实际控制人/持股	深圳国资局/67.37%
总股本(百万股)	1,245
流通 A 股(百万股)	406
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	94.74
流通 A 股市值(亿元)	30.89
每股净资产(元)	3.59
资产负债率(%)	8.2

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

储海 S1450209060208
0755-22621425
chuhai260@pingan.com.cn

投资要点

■ 盐田国际三期和三期扩建的分流影响趋于结束:

2007 年以后, 由于盐田国际三期和三期扩建码头的逐步投产, 盐田国际一、二期吞吐量被大幅分流, 公司投资收益年年下滑。随着盐田三期和三期扩建完全投产, 分流的影响即将结束。尽管西港区二期明年年底逐步投产后也会对整个盐田港区目前所有泊位产生分流, 但是由于公司在西港区股权比重为 35%, 因此公司实际获得的收益更大。

■ 盐田港自然条件优越, 竞争优势明显:

随着中国产业转移和产业升级的加速, 未来中国集装箱港口将出现明显分化, 行业普遍快速增长的时代即将过去, 资源将逐步向拥有良好自然条件和优越集疏运系统的港口倾斜, 盐田港良好的地理环境和自然条件将使得盐田港在未来的竞争中立于不败之地。

■ 公司资产注入预期强烈, 考虑资产注入后公司内在价值在 8.56-10.59 元之间:

公司近年来发展思路越来越清晰, 在退出其他主业的同时, 积极投资码头权益。在此背景下, 我们认为公司存在较强的收购盐田港集团拥有的盐田国际三期和三扩股权的预期。一方面, 公司有积极扩张的意愿; 另一方面, 公司财务状况良好, 拥有 22.59 亿的现金, 资产负债率仅为 8.2%, 有能力进行进一步的扩张; 此外, 通过收购盐田三期和三期扩建股权, 彻底解决盐田港区内同业竞争问题。我们对公司注入盐田国际三期和三期股权的影响做了简单的分析和测算, 资产注入后公司内在价值在 8.56-10.59 元之间。

■ 首次给予公司“强烈推荐”评级:

预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.33、0.40、0.38 元, 对应于 6 月 1 日收盘价 7.62 元 PE 分别为 23.1、19.1、20.1 倍。考虑到公司存在强烈的资产注入预期, 且长期发展空间巨大, 首次覆盖给予“强烈推荐”的投资评级, 预计资产注入后公司内在价值在 8.56-10.59 元之间。

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	430	401	417	394	412
YoY(%)	-38.8	-6.6	3.9	-5.5	4.5
净利润(百万元)	573	460	410	500	472
YoY(%)	-11.1	-19.7	-10.9	22.0	-5.7
毛利率(%)	63.4	66.0	65.0	65.8	65.8
净利率(%)	133.3	114.6	98.4	127.0	114.7
ROE(%)	14.9	11.1	9.6	10.5	9.5
EPS(摊薄/元)	0.46	0.37	0.33	0.40	0.38
P/E(倍)	16.5	20.6	23.1	19.0	20.2
P/B(倍)	2.5	2.3	2.2	2.0	1.9

正文目录

一、盐田港分流影响逐步减弱 4

二、盐田港自然条件优势明显 5

三、积极投资码头权益，资产注入预期强烈 6

四、考虑资产注入后公司内在价值在 8.56-10.59 元之间 7

五、公司盈利预测和估值 10

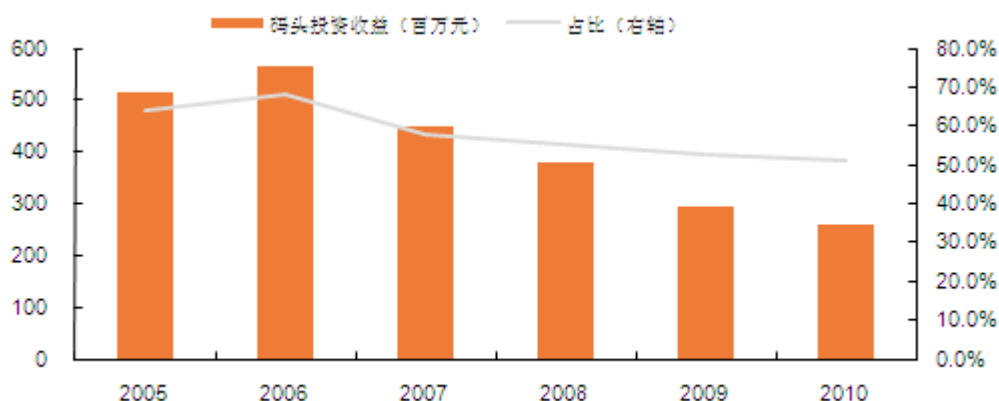
图表目录

图表 1 盐田港股份码头投资收益及其在营业利润中占比	4
图表 2 盐田港主要码头股权占比情况	4
图表 3 盐田国际一、二期吞吐量（万 TEU）	5
图表 4 港口吞吐量累计增速比较	5
图表 5 深圳广州主要集装箱码头航线比较	6
图表 6 盐田港股份近年来主要发展措施	6
图表 7 整个盐田港区利润测算	7
图表 8 盐田港区分期工程的利润测算	8
图表 9 注入三期和三扩，完全增发，盐田港内在价值为 8.56 元.....	9
图表 10 采用一篮子方案最可行的方案	9
图表 11 保证控股权，尽最大可能负债，盐田港的内在价值为 10.59 元.....	9
图表 12 敏感性分析得出盐田港的内在价值为 8.56 元-10.59 元	10
图表 13 公司营业收入成本计算	10
图表 14 盐田国际码头投资收益	11
图表 15 港口公司估值比较	12

一、盐田港分流影响逐步减弱

盐田港股份主营业务为公路运输和仓储租赁，除惠盐高速公路的经营收入外，公司最主要的利润来源于盐田国际一、二期集装箱码头以及盐田港西港区码头的投资收益。公司分别持有盐田国际一、二期以及盐田港西港区 29% 和 35% 的股权。

图表1 盐田港股份码头投资收益及其在营业利润中占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

目前，深圳盐田港区集装箱码头统筹规划、系统经营，分别为盐田国际一、二期，盐田国际三期和三期扩建，盐田西港区一期，盐田西港区二期（在建中），和记黄埔、盐田港集团以及盐田港股份在不同码头分别占有不同的股权比重（图表2）。

图表2 盐田港主要码头股权占比情况

	集装箱泊位数(个)	和记黄埔	盐田港股份	盐田港集团
盐田国际一、二期	5	71%	29%	
盐田国际三期和三期扩建	10	65%		35%
西港区一期	1	65%	35%	
西港区二期	3	65%	35%	

资料来源：公司资料，平安证券研究所

2004 年盐田港三期和三期扩建工程逐步投入使用以后，对盐田国际一、二期开始产生分流影响，尤其是 2007 年以后分流影响越发明显，盐田国际一、二期利润持续下降，公司投资收益也连续下滑（图表1）。

随着盐田国际三期扩建工程最后一个泊位在 2010 年投入使用，三期及三期扩建对盐田国际一、二期的分流接近尾声。

预计西港区二期泊位将于明年年底陆续开始投入使用，尽管西港区二期也会对整个盐田港区目前所有泊位产生分流，但是由于公司在西港区股权比重为 35%，因此公司实际获得的收益更大。

图表3 盐田国际一、二期吞吐量（万TEU）

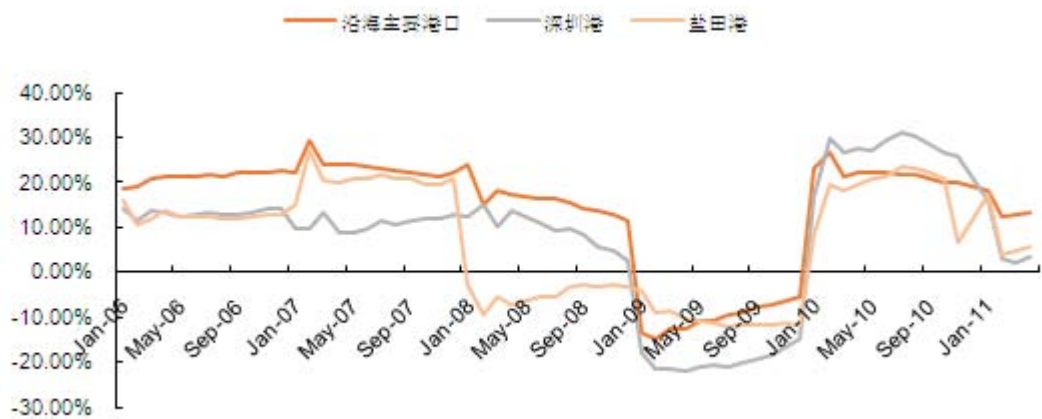


资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、盐田港自然条件优势明显

根据交通部统计，2011 年 1-4 月份，沿海主要港口集装箱吞吐量同比增长 13.3%。由于广东地区出口加工企业逐步向内地转移，深圳地区集装箱码头业务受到较大的负面影响，1-4 月份深圳港集装箱吞吐量累计完成 685 万 TEU，同比增速仅为 3.4%，大幅低于全国平均水平。相对而言，盐田港情况稍好，1-4 月份，盐田港区集装箱吞吐量 185 万 TEU，同比增长，同比增长 5.7%，高于深圳地区的增长速度。

图表4 港口吞吐量累计增速比较（%）



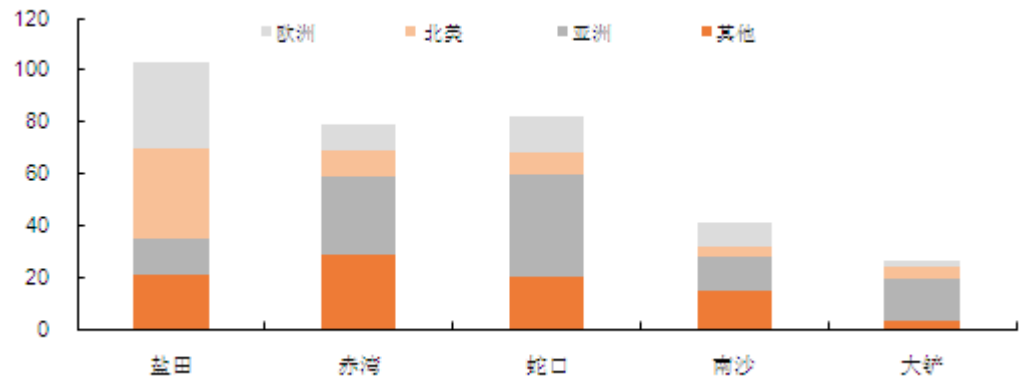
资料来源：交通运输部，平安证券研究所

与深圳西部港区相比，盐田港具备两大优势：

■ 自然条件优越。

盐田港前沿水深可达 16 米，防护条件好，可以不受限制停靠目前正在建的 1 万 TEU 以上的集装箱船舶。盐田港定位于欧美航线，随着船舶大型化趋势的进一步发展，盐田港的优势将更加明显。

图表5 深圳广州主要集装箱码头航线比较



资料来源：平安证券研究所

■ 集疏运系统发展前景广阔。

盐田港目前主要的集疏运方式是通过公路，铁路和水路中转比例很小。尽管由于广东地区出口外向型企业往内地转移，对盐田港吞吐量的增长带来负面影响。但是在京广高铁开通以后，既有线路货运能力得到大幅提升，海铁联运有望实现跨越式的发展。

随着中国产业转移和产业升级的加速，未来中国集装箱港口将出现明显分化，行业普遍快速增长的时代即将过去，资源将逐步向拥有良好自然条件和优越集疏运系统的港口倾斜，盐田港良好的地理环境和自然条件将使得盐田港在未来的竞争中立于不败之地。

三、积极投资码头权益，资产注入预期强烈

公司近年来发展思路越来越清晰，在退出其他主业的同时，积极投资码头权益。公司退出了混凝土制造业，将梧桐山隧道转让给盐田港集团。与此同时，公司积极投资港口股权。公司购买了和记黄埔盐田港口投资有限公司持有的盐田国际一、二期 2% 的股权，使得公司的股权比例从 27% 增加到 29%。公司又宣布向深圳能源集团股份有限公司的全资子公司惠州深能投资控股有限公司增资 2.34 亿元，增资完成后，本公司将持有惠控公司 70% 股权。

惠控公司自成立以来，一直致力于惠州荃湾港区煤码头项目的投资建设。惠州荃湾港区煤码头项目位于惠州市大亚湾经济开发区的荃湾港区，规划建设三个 7 万吨级煤码头，水工结构按靠泊 15 万吨级散货船舶设计。通过增资惠控公司，公司将增加煤炭等散货业务，实现码头业务多元化。

图表6 盐田港股份近年来主要发展措施

主要措施	时间
1、转让深圳市港龙混凝土有限公司 60% 股权	2008 年
2、对深圳市盐田港混凝土公司进行清算	2009 年
3、转让梧桐山隧道有限公司 50% 股权	2011 年 3 月
4、增持盐田国际一、二期 2% 股权	2011 年 2 月
5、增资惠控公司，获得 70% 股权，进入煤炭码头业务	2011 年 4 月

资料来源：公司公告，平安证券研究所

在公司积极向码头业务发展的背景下，公司存在较强的收购盐田港集团拥有的盐田国际三期和三扩股权的预期。

- 从公司今年收购盐田国际一、二期股权和增资惠控公司的行动来看，公司有积极扩张的意愿。
- 公司财务状况良好。根据 2011 年一季报，公司拥有 22.59 亿的现金，资产负债率仅为 8.2%，公司完全有能力进行进一步的扩张。
- 通过收购盐田三期和三期扩建股权，彻底解决盐田港区内同业竞争问题。

四、考虑资产注入后公司内在价值在 8.56-10.59 元之间

我们对盐田港股份收购盐田国际三期和三期扩建以后的影响做了简单的分析和测算，我们认为，收购盐田国际三期和三期扩建以后，公司内在价值在 8.56-10.59 元之间。

若考虑盐田国际三期和三期扩建的资产注入对盐田港内在价值的影响，我们需要回答以下三个问题：1.注入资产的盈利能力；2.资产注入的价格；3.资产注入的方案。我们参考和记港口控股披露的关于盐田国际的经营和财务数据进行简单分析。

首先来解决第一个问题，三期和三扩资产的盈利能力。由于盐田港区天然水深和高效率的操作水平使得船东愿意接受稍高的单箱收费，且盐田港区的箱量基本上是通过公路运输而来，“水转水”的箱量很少。根据测算，盐田港区的单箱收费可达 600 港元/标箱，成本约 220 港币/标箱，利润测算如下：

图表7 整个盐田港区利润测算

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
收入（百万港币）	6,037.20	5,079.50	5,905.00	6,556.35	7,285.83
成本（百万港币）	2,119.60	1,894.90	2,270.60	2307.40	2738.30
吞吐量（千标箱）	9683.50	8579.00	10134.00	11020.40	12089.40
单箱收费（港币/标箱）	623.45	592.09	582.69	594.93	602.66
单箱成本（港币/标箱）	218.89	220.88	224.06	209.38	226.50
利息费用			260	260	260
税前利润	3917.60	2924.60	3374.40	3988.95	4287.53

资料来源：和记港口控股，平安证券研究所

为了避免同业竞争，整个盐田港区统一作业，税前利润按照约定好的公式在各期码头间分配，根据相关资料，我们预计各期的税前利润占比如下表。

图表8 盐田港区分期工程的利润测算

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
税前利润 (百万港币)	3917.60	2924.60	3374.40	3988.95	4287.53
各期的税前利润占比					
一二期				28.30%	26.50%
三期				28.30%	26.50%
三期扩建				39.50%	40.70%
西港区				3.90%	6.30%
各期的税率					
一二期				24.00%	25.00%
三期				12.00%	12.50%
三期扩建				0.00%	12.50%
西港区				0.00%	12.50%
盐田港或集团占比					
一二期	27%	27%	27%	29%	29%
三期	0	0	0	35%	35%
三期扩建	0	0	0	35%	35%
西港区	35%	35%	35%	35%	35%
港币对人民币汇率				0.85	0.84
盐田港净利 (百万元)					
一二期				211.48	210.05
三期				295.54	295.77
三期扩建				468.75	454.25
西港区				46.28	70.31

资料来源：和记港口控股，平安证券研究所

然后，我们来解决第二个问题，资产注入的价格。盐田港集团拥有三期和三扩各 35%的股权，2011 年盈利达到 7.64 亿元，按照现在 14 倍的市盈率进行计算，预计三期和三扩的估价将达 107 亿元，当然资产注入的价格是个重要的变量，我们后面将对其进行敏感性分析。

最后，我们来解决第三个问题，资产注入的方案。资产注入的方案有以下两种极端情景，我们将分别计算盐田港的内在价值。

情景一：完全增发，上市公司不动用任何现金收购。募集资金达 107 亿元，全部增发，按 8 元的增发价，增发股份 13.375 亿股，增发后总股本为 25.825 亿股，若大股东不参与增发，股份占比将由 66.67%降为 32.14%，如此计算，盐田港的内在价值为 8.56 元。

图表9 注入三期和三扩，完全增发，盐田港内在价值为8.56元

	2011E	PE	总市值
一二期盈利	2.11 亿	17	35.95 亿
西港区	0.46 亿	17	7.87 亿
三期和三扩资产	8.39 亿	17	142.68 亿
惠盐高速及其他	1.9 亿	12	22.8 亿
海峡航运	0.3352 亿	市价 35 元	11.73 亿
增发后总股本			25.825 亿
内在价值			8.56 元

资料来源：和记港口控股，平安证券研究所

情景二：保证控股权，采取一篮子方案（包括自有资金、负债、增发等多种方式进行）。大股东募集资金达 107 亿元，大股东不参与增发，为保证控股权（51%）最多增发 3.82 亿股，增发募集资金 30.60 亿元，上市公司账上有自有资金 20 亿元，需负债 56.40 亿，若按 5% 的负债利率算将增加 2.82 亿元的财务费用。如此计算，盐田港的内在价值为 10.59 元。

图表10 采用一篮子方案最可行的方案

	2011E
三期和三扩盈利	7.64 亿
注入市盈率	14
估价	107.00 亿
现金收购对价	20 亿
大股东持股	8.30 亿
大股东要求最低占比	51%
最大股份数额	16.27 亿
最大增发数额	3.82 亿
增发价	8 元
增发最大对价	30.60 亿
上市公司需增加负债	56.40 亿
增加负债利率	5%
增加的财务费用	2.82 亿

资料来源：和记港口控股，平安证券研究所

图表11 保证控股权，尽最大可能负债，盐田港的内在价值为10.59元

	2011E	PE	总市值
一二期盈利	2.11 亿	17	35.95 亿
西港区	0.46 亿	17	7.87 亿
三期和三扩资产	5.53 亿	17	129.93 亿
惠盐高速及其他	1.9 亿	12	22.8 亿
海峡航运	0.3352 亿	市价 35 元	11.73 亿
增发后总股本			16.27 亿
内在价值			10.59 元

资料来源：和记港口控股，平安证券研究所

经过分析，我们发现注入资产的市盈率和以现金收购数额是影响内在价值变动最主要的因素，由此我们做了一个敏感性分析如下：

图表12 敏感性分析得出盐田港的内在价值为8.56元-10.59元

		注入资产市盈率（倍）				
现 金 收 购 数 额		10	12	14	16	18
	0	10.05	9.24	8.56	7.97	7.46
	20	10.68	9.73	8.93	8.25	7.67
	40	11.50	10.34	9.39	8.60	7.93
	60	12.60	11.14	9.97	9.03	8.25
	76.4	13.84	12.00	10.59	9.48	8.57

资料来源：平安证券研究所

五、公司盈利预测和估值

我们计算公司未来的业绩情况，主要的假设条件如下：

- 公司 2011 年卖出梧桐山隧道股权，获得投资收益 8041 万，但是导致公路运输主业收入下降。我们假设惠盐高速有 4% 的收入增长
- 假设公司仓储租赁业有 5% 的增长。

公司营业收入成本计算如下：

图表13 公司营业收入成本计算

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
公路运输业					
公路运输业收入(百万元)	356.43	375.32	350.21	366.09	381.91
增长率(%)	-4.89%	5.30%	-6.69%	4.53%	4.32%
公路运输业成本(百万元)	108.10	117.63	105.06	109.83	114.57
增长率(%)	0.09%	8.81%	-10.68%	4.53%	4.32%
毛利(百万元)	248.33	257.70	245.15	256.26	267.33
增长率(%)	-6.90%	3.77%	-4.87%	4.53%	4.32%
毛利率(%)	69.67%	68.66%	70.00%	70.00%	70.00%
仓储租赁业					
仓储租赁业收入(百万元)	44.99	41.61	43.69	45.44	46.80
增长率(%)	13.63%	-7.52%	5.00%	4.00%	3.00%
仓储租赁业成本(百万元)	28.34	28.40	29.71	30.90	31.83
增长率(%)	-13.64%	0.22%	4.61%	4.00%	3.00%
毛利(百万元)	16.66	13.21	13.98	14.54	14.98
增长率(%)	145.50%	-20.68%	5.84%	4.00%	3.00%
毛利率(%)	37.02%	31.75%	32.00%	32.00%	32.00%

营业收入成本合计

合计收入（百万元）	401.42	416.94	393.90	411.53	428.71
增长率（%）	-6.60%	3.86%	-5.52%	4.47%	4.17%
合计成本（百万元）	136.44	146.03	134.77	140.73	146.40
增长率（%）	-13.18%	7.03%	-7.71%	4.42%	4.03%
毛利（百万元）	264.98	270.91	259.13	270.80	282.31
增长率（%）	-2.82%	2.24%	-4.35%	4.51%	4.25%
毛利率（%）	66.01%	64.98%	65.78%	65.80%	65.85%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

- 假设西港区二期2012年逐步投产以后吞吐量有较大幅度的增加,同时假设装卸费率不变。公司在盐田国际的投资收益计算如下:

图表14 盐田国际码头投资收益

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
盐田国际一、二期					
主营业务收入（百万元）	1539.05	1583.42	1633.85	1511.31	1571.76
增长率（%）	-22.8%	2.9%	3.2%	-7.5%	4.0%
净利润（百万元）	926.55	795.63	784.25	725.43	754.45
增长率（%）	-22.1%	-14.1%	-1.4%	-7.5%	4.0%
净利润率（%）	60.20%	50.25%	48.0%	48.0%	48.0%
吞吐量（万 TEU）	298.00	318.80	326.77	302.26	314.35
增长率（%）	-17.7%	7.0%	2.5%	-7.5%	4.0%
单位装卸费率（元/TEU）	516.46	496.68	500.00	500.00	500.00
增长率（%）	-6.2%	-3.8%	0.7%	0.0%	0.0%
投资收益（百万元）	250.17	214.82	211.75	210.37	218.79
西港区码头					
主营业务收入（百万元）	210.55	217.84	222.87	334.31	401.17
增长率（%）	-22.9%	3.5%	2.3%	50.0%	20.0%
净利润（百万元）	129.62	132.18	133.72	200.58	240.70
增长率（%）	-20.6%	2.0%	1.2%	50.0%	20.0%
净利润率（%）	61.56%	60.68%	60.0%	60.0%	60.0%
吞吐量（万 TEU）	40.84	43.70	44.57	66.86	80.23
增长率（%）	-18.3%	7.0%	2.0%	50.0%	20.0%
单位装卸费率（元/TEU）	515.56	498.50	500.00	500.00	500.00
增长率（%）	-5.6%	-3.3%	0.3%	0.0%	0.0%
投资收益（百万元）	45.37	46.26	46.80	70.20	84.24
盐田国际投资收益	295.53	261.08	258.55	280.58	312.15

资料来源：公司公告，平安证券研究所

- 据此，我们预计公司 2011、2012、2013 年净利润分别为 5.68 亿元、5.31 亿元和 5.74 亿元，EPS 分别为 0.41 元、0.38 元和 0.41 元。

我们认为最可能的资产注入方案为以 40 亿现金去收购（20 亿的自有资金，20 亿的负债），增发募集资金 67 亿，根据我们上面的敏感性分析测算出，公司 2011 年的 EPS 将由 0.41 元增厚至 0.56 元，增厚幅度达 37%，公司内在价值为 8.56-10.59 之间，相当于公司 2011 年 PE 为 15.3-18.9 倍之间。目前，国内港口上市公司 2011 年 PE 中值在 16.2 倍，最高达到 37 倍。我们认为，资产注入后给予公司 17 倍的估值是合理的，给予 9.52 元的目标价，首次覆盖给予“强烈推荐”的投资评级。

图表15 港口公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价(元)	EPS (元)					PE (倍)				PB
		5 月 31 日	2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E		
600190	锦州港	4.59	0.14	0.16	0.17	0.20	32.79	28.46	26.70	23.50	1.86	
601008	连云港	7.90	0.21	0.23	0.30	0.34	37.62	33.73	26.37	23.15	2.13	
000905	厦门港务	7.14	0.19	0.25	0.27	0.30	37.58	28.72	26.14	23.55	2.30	
600717	天津港	8.29	0.48	0.57	0.66	0.78	17.27	14.64	12.49	10.64	1.31	
600017	日照港	4.20	0.19	0.22	0.26	0.30	22.11	19.26	16.22	13.83	2.35	
601018	宁波港	3.09	0.19	0.20	0.23	0.28	16.26	15.41	13.35	10.94	1.69	
601000	唐山港	6.97	0.38	0.41	0.47	0.51	18.34	16.93	14.93	13.67	1.94	
000507	珠海港	11.42	0.60	1.01	1.15	0.91	18.92	11.25	9.95	12.55	2.83	
600018	上港集团	3.95	0.26	0.26	0.31	0.33	15.30	15.05	12.85	11.93	2.45	
000022	深赤湾 A	14.23	0.93	1.03	1.12	1.24	15.38	13.85	12.74	11.50	2.73	
	均值	7.18	0.36	0.43	0.49	0.52	23.16	19.73	17.18	15.53	2.16	
	中值	7.06	0.23	0.26	0.30	0.34	18.63	16.17	14.14	13.11	2.22	

资料来源：Wind，平安证券研究所

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E					
流动资产	1839	1998	2423	2548					
现金	1797	1955	2350	2473					
应收账款	14	18	18	19					
其他应收款	13	3	8	8					
预付账款	6	6	5	6					
存货	0	0	27	28					
其他流动资产	9	16	15	15					
非流动资产	3024	2977	3071	3229					
长期投资	1793	1790	1999	2207					
固定资产	343	318	293	267					
无形资产	788	765	741	718					
其他非流动资产	100	105	38	37					
资产总计	4863	4975	5494	5777					
流动负债	113	106	111	113					
短期借款	0	0	0	0					
应付账款	13	18	18	18					
其他流动负债	100	88	93	94					
非流动负债	274	285	237	237					
长期借款	144	147	147	147					
其他非流动负债	130	139	91	91					
负债合计	387	391	348	350					
少数股东权益	337	331	393	451					
股本	1245	1245	1245	1245					
资本公积	1041	1018	1018	1018					
留存收益	1853	1989	2490	2713					
归属母公司股东权益	4139	4253	4753	4976					
负债和股东权益	4863	4975	5494	5777					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E					
经营活动现金流	207	222	179	198					
净利润	517	467	562	530					
折旧摊销	54	52	50	50					
财务费用	-29	-24	-50	-58					
投资损失	-327	-290	-377	-326					
营运资金变动	-5	20	-74	-0					
其他经营现金流	-3	-4	68	2					
投资活动现金流	120	235	167	116					
资本支出	4	4	0	0					
长期投资	-261	-61	211	210					
其他投资现金流	-136	179	378	326					
筹资活动现金流	-409	-359	50	-191					
短期借款	0	0	0	0					
长期借款	4	2	0	0					
普通股增加	0	0	0	0					
资本公积增加	143	-23	0	0					
其他筹资现金流	-556	-339	50	-191					
现金净增加额	-81	97	396	122					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E					
营业收入	401	417	394	412					
营业成本	136	146	135	141					
营业税金及附加	15	15	14	15					
营业费用	0	0	0	0					
管理费用	42	56	51	53					
财务费用	-29	-24	-50	-58					
资产减值损失	5	1	3	3					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	327	290	377	326					
营业利润	560	513	618	583					
营业外收入	1	1	2	2					
营业外支出	1	0	1	1					
利润总额	560	514	619	584					
所得税	43	47	56	53					
净利润	517	467	562	530					
少数股东损益	57	57	62	58					
归属母公司净利润	460	410	500	472					
EBITDA	586	541	618	575					
EPS (元)	0.37	0.33	0.40	0.38					

主要财务比率									
会计年度	2009	2010	2011E	2012E					
成长能力									
营业收入	-6.6%	3.9%	-5.5%	4.5%					
营业利润	-18.2%	-8.4%	20.5%	-5.7%					
归属于母公司净利润	-19.7%	-10.9%	22.0%	-5.7%					
获利能力									
毛利率(%)	66.0%	65.0%	65.8%	65.8%					
净利率(%)	114.6%	98.4%	127.0%	114.7%					
ROE(%)	11.1%	9.6%	10.5%	9.5%					
ROIC(%)	47.9%	46.7%	53.0%	51.8%					
偿债能力									
资产负债率(%)	7.9%	7.9%	6.3%	6.1%					
净负债比率(%)	46.43%	42.55%	47.84%	47.58%					
流动比率	16.33	18.85	21.90	22.64					
速动比率	16.33	18.84	21.66	22.39					
营运能力									
总资产周转率	0.09	0.08	0.08	0.07					
应收账款周转率	22	25	22	23					
应付账款周转率	7.91	9.35	7.56	7.86					
每股指标 (元)									
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.33	0.40	0.38					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.18	0.14	0.16					
每股净资产(最新摊薄)	3.32	3.42	3.82	4.00					
估值比率									
P/E	20.7	23.2	19.0	20.2					
P/B	2.3	2.2	2.0	1.9					
EV/EBITDA	11	12	10	11					

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。
市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257