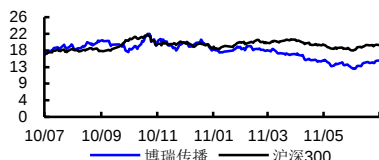


**证券研究报告—动态报告**
**传媒**
**平面媒体**
**博瑞传播(600880)**
**2011 年半年报点评**
**谨慎推荐**

(维持评级)

2011 年 7 月 19 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

|                |                    |
|----------------|--------------------|
| 总股本 (百万股)      | 625.2/411.3        |
| 总市值 (百万元)      | 9,290.0/6,111.3    |
| 沪深 300/深圳成指    | 2,816.69/12,490.55 |
| 12 个月最高/最低 (元) | 21.94/12.72        |

**相关研究报告:**

《博瑞传播 2010 年半年报点评: 印刷业务驱动的增长》——2010-7-28

《博瑞传播 10 年 1 季报点评: 除网游业务并表外, 业绩增长平稳》——2010-4-12

《博瑞传播 09 年报点评: 业绩符合预期, 力推新媒体战略》——2010-3-25

《博瑞传播: 新媒体战略布局再下一城》——2010-2-25

**证券分析师: 陈财茂**

电话: 010-88005322

E-mail: chencm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120040

**半年报点评**

# **广告业务快速增长, 盈利超出预期**

**●广告业务快速增长, 盈利超出预期**

博瑞传播上半年实现营业收入 6.48 亿元, 同比增长 18.8%, 净利润 1.98 亿元, 同比增长 26%, EPS 为 0.32 元。超出了我们对全年同比增长 19% 的预测。上半年净利润同比增长的主要原因包括两个: (1) 投资收益大幅增加, 贡献了 8.4% 的增长。(2) 广告业务快速增长, 驱动上半年 EBIT 同比增长 15.9%。

**●报纸和户外共同驱动广告收入增长**

从毛利来看, 博瑞传播的五块业务中, 印刷、发行投递、网游、学校同比分别录得 4.3%、9.0%、6.5% 和 6.4% 的增长。广告业务是唯一的亮点, 上半年实现毛利 1.4 亿元, 同比增长 37%。(1)《成都商报》代理收入同比增长 34%。(2) 户外广告实现收入 6718 万元, 同比增长 56%。广告收入的增长得益于行业景气延续以及代理比例的提高。

**●发行代理费率上调增厚 2011 年 EPS 为 1.3%**

代理《成都商报》的发行费率上调: 征订代理单价从 0.30 元/份调高到 0.46 元/份, 零售代理单价从 0.29 元/份调高到 0.395 元/份, 上调幅度分别为 53% 和 36%。从 2011 年 10 月 1 日开始执行, 增厚 2011-12 年 EPS 分别为 0.01 元和 0.03 元, 增厚幅度为 1.3% 和 4.9%。

**●维持“谨慎推荐”的投资评级**

我们上调 2011-12 年的盈利预测, 上调幅度分别为 1% 和 3%, 上调后, 2011-13 年 EPS 分别为 0.61 元、0.67 元和 0.74 元, 当前股价对应的 PE 分别为 24/22/20 倍, 当前估值已经具有充分的安全性。而在下半年后, 将出现影响股价更多的积极因素: (1) 多款游戏上线。(2) “创意成都” 三季度将全面正式投入运营。风险点在于: (1) 预计 2012 年广告行业低增长是大概率事件; (2) 游戏产品的成败具有不确定性; (3) 账面上 4.3 亿元的商誉存在减值风险。综合来看, 我们维持对博瑞传播“谨慎推荐”的投资评级。

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**盈利预测和财务指标**

|              | 2009   | 2010     | 2011E | 2012E | 2013E |
|--------------|--------|----------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)    | 922.51 | 1,162.23 | 1,355 | 1,518 | 1,668 |
| (+/-%)       | 14.00% | 25.98%   | 16.6% | 12.1% | 9.8%  |
| 净利润(百万元)     | 262.91 | 317.49   | 382   | 421   | 464   |
| (+/-%)       | 37.17% | 20.76%   | 20.3% | 10.3% | 10.2% |
| 每股收益 (元)     | 0.70   | 0.52     | 0.61  | 0.67  | 0.74  |
| EBIT Margin  | 38.32% |          | 35.5% | 35.9% | 35.9% |
| 净资产收益率 (ROE) | 20.21% | 19.58%   | 19.4% | 18.2% | 17.3% |
| 市盈率 (PE)     | 21.21  | 28.82    | 24.3  | 22.1  | 20.0  |
| EV/EBITDA    | 13.15  |          | 19.0  | 16.5  | 15.1  |
| 市净率 (PB)     | 4.29   | 5.64     | 4.71  | 4.02  | 3.47  |

## 广告业务快速增长，盈利超出预期

博瑞传播 2011 年上半年实现营业收入 6.48 亿元，同比增长 18.8%，环比增长 5.1%，归属于母公司所有者的净利润 1.98 亿元，同比增长 26%，环比增长 24%，EPS 为 0.32 元。我们并未对半年度利润单独预测，但是净利润同比 26% 的增幅超过了我们对全年同比增长 19% 的预测，上半年 EPS 占到了我们所预测 2011 年全年 0.60 元的 53%。

二季度单季实现营业收入 3.5 亿元，同比和环比分别增长 21% 和 18%，归属于母公司的净利润为 1.26 亿元，同比和环比分别 45% 和 74%，单季实现 EPS 为 0.20 元。

上半年净利润同比增长的主要原因包括两个：（1）投资收益大幅增加，贡献了 8.4% 的增长。2011 年上半年投资收益为 1759 万元，远高于去年同期的 46 万元，大量的投资收益，主要来自于对国金证券股权的减持。（2）广告业务快速增长，驱动上半年 EBIT 同比增长 15.9%。广告业务占到了上半年毛利的 41%，并实现了 37% 的增长。

图表 1：博瑞传播利润表（2Q2010-2Q2011）

| 单位，百万元         | 2Q10  | 3Q10  | 4Q10  | 1Q11  | 2Q11  | YoY    | QoQ    | 1H10  | 2H10  | 1H11  | YoY     | HoH    |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|---------|--------|
| 营业收入           | 289.8 | 316.5 | 300.3 | 297.0 | 351.1 | 21.1%  | 18.2%  | 545.4 | 616.8 | 648.1 | 18.8%   | 5.1%   |
| 营业成本           | 143.3 | 148.8 | 164.5 | 147.6 | 162.5 | 13.4%  | 10.1%  | 258.2 | 313.3 | 310.1 | 20.1%   | -1.0%  |
| 营业税金及附加        | 8.8   | 9.3   | 8.6   | 8.6   | 10.3  | 16.8%  | 19.5%  | 16.4  | 17.9  | 18.9  | 14.8%   | 5.5%   |
| 销售费用           | 7.8   | 8.4   | 18.1  | 9.9   | 12.6  | 62.2%  | 28.0%  | 15.5  | 26.5  | 22.5  | 45.6%   | -15.1% |
| 管理费用           | 23.8  | 25.0  | 34.4  | 28.1  | 26.4  | 11.0%  | -6.1%  | 46.6  | 59.5  | 54.6  | 17.0%   | -8.2%  |
| 财务费用           | (0.3) | (0.0) | (1.0) | (0.8) | (1.3) | 296%   | 76.8%  | (0.7) | (1.0) | (2.1) | 196%    | 103%   |
| 资产减值损失         | 0.1   | 2.8   | 5.9   | 3.9   | 0.3   | 255%   | -93%   | 4.2   | 8.7   | 4.2   | 0.1%    | -52%   |
| 公允价值变动净收益      | (1.2) | 0.8   | (0.1) | (0.2) | (0.3) | -78%   | 10.0%  | (1.6) | 0.7   | (0.5) | -69%    | -168%  |
| 投资净收益          | 0.7   | 2.2   | 10.8  | 1.6   | 16.0  | 2249%  | 934%   | 0.5   | 13.0  | 17.6  | 8750.8% | 35.1%  |
| 营业利润           | 105.9 | 125.3 | 80.5  | 100.9 | 156.1 | 47.4%  | 54.6%  | 204.1 | 205.8 | 257.0 | 25.9%   | 24.9%  |
| 营业外收入          | 0.1   | 1.3   | 19.4  | 0.0   | 0.1   | 89.3%  | 456.7% | 0.2   | 20.8  | 0.2   | -15.3%  | -99.2% |
| 营业外支出          | 0.7   | 0.1   | 1.3   | 0.4   | 0.1   | -87.7% | -78.8% | 0.9   | 1.5   | 0.5   | -42.9%  | -65.4% |
| 利润总额           | 105.2 | 126.5 | 98.6  | 100.5 | 156.1 | 48.3%  | 55.3%  | 203.5 | 225.1 | 256.6 | 26.1%   | 14.0%  |
| 所得税            | 13.2  | 26.1  | 23.9  | 21.6  | 20.5  | 54.9%  | -5.0%  | 34.5  | 50.0  | 42.1  | 21.8%   | -15.9% |
| 净利润            | 92.0  | 100.4 | 74.7  | 78.9  | 135.6 | 47.4%  | 71.8%  | 168.9 | 175.1 | 214.6 | 27.0%   | 22.6%  |
| 少数股东损益         | 5.3   | 8.3   | 6.7   | 6.5   | 9.7   | 84.9%  | 49.0%  | 11.5  | 15.0  | 16.2  | 41.1%   | 8.2%   |
| 归属于母公司的净利润     | 86.8  | 92.1  | 68.0  | 72.4  | 125.9 | 45.1%  | 73.8%  | 157.4 | 160.1 | 198.3 | 26.0%   | 23.9%  |
| EPS            | 0.139 | 0.147 | 0.109 | 0.116 | 0.201 | 45.1%  | 73.8%  | 0.252 | 0.256 | 0.317 | 26.0%   | 23.9%  |
| EBIT           | 106.1 | 125.0 | 74.7  | 102.7 | 139.2 | 31.2%  | 35.5%  | 208.7 | 199.7 | 242.0 | 15.9%   | 21.2%  |
| EBIT per share | 0.170 | 0.200 | 0.119 | 0.164 | 0.223 | 31.2%  | 35.5%  | 0.334 | 0.319 | 0.387 | 15.9%   | 21.2%  |
| EBIT margin    | 36.6% | 39.5% | 24.9% | 34.6% | 39.7% | 3.0%   | 5.1%   | 38.3% | 32.4% | 37.3% | -0.9%   | 5.0%   |
| gross margin   | 50.6% | 53.0% | 45.2% | 50.3% | 53.7% | 3.1%   | 3.4%   | 52.7% | 49.2% | 52.1% | -0.5%   | 2.9%   |
| 营业税金及附加率       | 3.0%  | 2.9%  | 2.8%  | 2.9%  | 2.9%  | -0.1%  | 0.0%   | 3.0%  | 2.9%  | 2.9%  | -0.1%   | 0.0%   |
| 销售费用率          | 2.7%  | 2.7%  | 6.0%  | 3.3%  | 3.6%  | 0.9%   | 0.3%   | 2.8%  | 4.3%  | 3.5%  | 0.6%    | -0.8%  |
| 管理费用率          | 8.2%  | 7.9%  | 11.5% | 9.5%  | 7.5%  | -0.7%  | -2.0%  | 8.5%  | 9.6%  | 8.4%  | -0.1%   | -1.2%  |
| 营业利润率          | 36.5% | 39.6% | 26.8% | 34.0% | 44.4% | 7.9%   | 10.5%  | 37.4% | 33.4% | 39.7% | 2.2%    | 6.3%   |
| 所得税率           | 12.6% | 20.6% | 24.3% | 21.5% | 13.1% | 0.6%   | -8.3%  | 17.0% | 22.2% | 16.4% | -0.6%   | -5.8%  |
| 净利率            | 31.7% | 31.7% | 24.9% | 26.6% | 38.6% | 6.9%   | 12.0%  | 31.0% | 28.4% | 33.1% | 2.1%    | 4.7%   |

资料来源：公司公告，Wind 资讯，国信证券经济研究所

**图表 2: 博瑞传播各业务收入成本 (1H2009-1H2011)**

| 单位, 百万元      | 1H2009 | 2H2009 | 1H2010 | 2H2010 | 1H2011 | YoY    | HoH    |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入         | 390.4  | 532.1  | 545.4  | 616.8  | 648.1  | 18.8%  | 5.1%   |
| 印刷           | 154.1  | 237.9  | 252.2  | 284.7  | 285.3  | 13.1%  | 0.2%   |
| 广告           | 149.9  | 133.1  | 148.2  | 166.4  | 195.2  | 31.7%  | 17.3%  |
| 发行投递         | 56.7   | 60.6   | 62.8   | 66.9   | 68.3   | 8.8%   | 2.1%   |
| 网游           |        | 65.2   | 45.86  | 48.6   | 51.7   | 12.7%  | 6.4%   |
| 学校业务         | 20.4   | 23.3   | 25.6   | 27.4   | 28.1   | 9.5%   | 2.2%   |
| 其他           | 9.4    | 12.0   | 10.7   | 22.8   | 19.5   | 82.1%  | -14.3% |
| 营业成本         | 198.7  | 255.0  | 258.2  | 313.3  | 310.1  | 20.1%  | -1.0%  |
| 印刷           | 108.5  | 152.2  | 161.0  | 195.5  | 190.1  | 18.1%  | -2.8%  |
| 广告           | 52.1   | 58.3   | 46.0   | 54.4   | 55.3   | 20.1%  | 1.5%   |
| 发行投递         | 24.1   | 20.7   | 29.6   | 28.9   | 32.2   | 8.6%   | 11.3%  |
| 网游           |        | 4.4    | 5.6    | 6.2    | 8.8    | 58.0%  | 42.4%  |
| 学校业务         | 10.2   | 13.6   | 12.2   | 15.9   | 13.8   | 12.9%  | -13.3% |
| 其他           | 3.8    | 5.8    | 3.8    | 12.4   | 10.1   | 166.1% | -18.7% |
| 毛利           | 191.7  | 277.0  | 287.3  | 303.5  | 337.9  | 17.6%  | 11.3%  |
| 印刷           | 45.5   | 85.8   | 91.3   | 89.3   | 95.2   | 4.3%   | 6.7%   |
| 广告           | 97.8   | 74.7   | 102.2  | 111.9  | 139.9  | 36.9%  | 25.0%  |
| 发行投递         | 32.7   | 39.9   | 33.1   | 37.9   | 36.1   | 9.0%   | -4.9%  |
| 网游           | 0.0    | 60.8   | 40.3   | 42.4   | 42.9   | 6.5%   | 1.1%   |
| 学校业务         | 10.2   | 9.6    | 13.4   | 11.5   | 14.3   | 6.4%   | 23.6%  |
| 其他           | 5.5    | 6.2    | 7.0    | 10.4   | 9.5    | 36.4%  | -9.1%  |
| gross margin | 49.1%  | 52.1%  | 52.7%  | 49.2%  | 52.1%  | -0.5%  | 2.9%   |
| 印刷           | 29.6%  | 36.0%  | 36.2%  | 31.4%  | 33.4%  | -2.8%  | 2.0%   |
| 广告           | 65.2%  | 56.2%  | 68.9%  | 67.3%  | 71.7%  | 2.7%   | 4.4%   |
| 发行投递         | 57.6%  | 65.8%  | 52.8%  | 56.7%  | 52.9%  | 0.1%   | -3.9%  |
| 网游           |        | 93.2%  | 87.9%  | 87.3%  | 83.0%  | -4.9%  | -4.3%  |
| 学校业务         | 50.1%  | 41.4%  | 52.3%  | 42.1%  | 50.9%  | -1.5%  | 8.8%   |
| 其他           | 58.9%  | 51.6%  | 64.8%  | 45.7%  | 48.5%  | -16.3% | 2.8%   |

资料来源: 公司公告, Wind 资讯, 国信证券经济研究所

## 报纸和户外共同驱动广告收入增长

从毛利来看, 博瑞传播的五块业务中, 印刷、发行投递、网游、学校的增长均差强人意, 同比分别录得 4.3%、9.0%、6.5% 和 6.4% 的增长。广告业务是唯一的亮点, 上半年实现毛利 1.4 亿元, 同比增长 37%。从媒体形式看, 报纸广告和户外共同驱动了广告业务的增长。(1)《成都商报》代理收入同比增长 34%。从关联交易中支付给《成都商报》社的广告分成款可以进行推断, 报社和博瑞的分成比例为 60:40, 上半年支付给《成都商报》社的分成款为 1.32 亿元, 对应博瑞的广告代理收入为 8800 万元, 同比增长 34%。(2) 户外广告实现收入 6718 万元, 同比增长 56%。两者累计占到了上半年广告收入的 80%。

换个角度看, 广告收入的增长得益于行业景气延续以及代理比例的提高。(1) 行业景气延续。2010 年 11 月份进行央视黄金广告资源招标已经预示了 2011 年广告营销行业的高景气, 而 2011 年以来蓝色光标、省广股份、分众传媒、华视传媒和航美传媒等公司的增长同样印证了行业的高增长。梅花网所监测《成都商报》2011 年 1-5 月广告投放总面积 326 平方米, 同比增长 9.7%, 刊例总额 4.96 亿元, 同比增长 15.6%。(2) 因《成都商报》的代理收入同比增长 34%, 远远超出刊例总额增长, 我们推断, 博瑞对《成都商报》的代理比例正在持续提高。

**图表 3:《成都商报》广告监测 (梅花网, 2009M10-2011M05)**

| 日期      | 广告主数量 | 广告数量 | 广告总面积 (平方米) | 估计刊例价值 (万元) |
|---------|-------|------|-------------|-------------|
| 2009-10 | 570   | 1008 | 56.58       | 8,217       |
| 2009-11 | 608   | 1277 | 73.58       | 10,625      |
| 2009-12 | 667   | 1529 | 89.24       | 13,132      |
| 2010-01 | 505   | 1033 | 56.74       | 8,283       |
| 2010-02 | 275   | 446  | 25.61       | 3,609       |
| 2010-03 | 628   | 1254 | 77.50       | 11,282      |
| 2010-04 | 786   | 1499 | 92.29       | 13,180      |
| 2010-05 | 376   | 789  | 45.38       | 6,522       |
| 2010-06 | 526   | 1102 | 58.90       | 8,262       |
| 2010-07 | 557   | 1104 | 68.74       | 10,021      |
| 2010-08 | 529   | 1082 | 70.98       | 10,450      |
| 2010-09 | 691   | 1421 | 98.56       | 14,366      |
| 2010-10 | 423   | 881  | 63.12       | 9,421       |
| 2010-11 | 498   | 1077 | 75.68       | 11,385      |
| 2010-12 | 614   | 134  | 93.72       | 13,967      |
| 2011-01 | 397   | 831  | 57.02       | 8,550       |
| 2011-02 | 246   | 438  | 30.14       | 4,501       |
| 2011-03 | 656   | 1372 | 87.63       | 13,404      |
| 2011-04 | 757   | 1432 | 92.33       | 13,878      |
| 2011-05 | 455   | 877  | 59.26       | 9,223       |

资料来源: 梅花网, 国信证券经济研究所  
梅花网的监测易忽略软文广告、分类广告等。

## 发行代理费率上调增厚 2011 年 EPS 为 1.3%

博瑞传播之子公司成都商报发行投递广告有限公司所代理《成都商报》的发行费率进行上调: 征订代理单价从 0.30 元/份调高到 0.46 元/份, 零售代理单价从 0.29 元/份调高到 0.395 元/份, 上调幅度分别为 53%和 36%。

根据公司披露,《成都商报》日均发行量为 60 万份, 根据经验, 假定征订和零售比为 2:1。则日均征订 40 万份, 零售 20 万份, 相当于日均增加发行代理费 8.5 万元。此次费率上调从 2011 年 10 月 1 日开始, 因此, 2011 年将增加收入 782 万元, 2012 年将增加 3102 万元, 扣除营业税金及附加、所得税后, 相当于增加利润 500 万元和 2000 万元, 增厚 EPS 分别为 0.01 元和 0.03 元, 增厚幅度为 1.3%和 4.9%。

## 维持“谨慎推荐”的投资评级

我们上调 2011-12 年的盈利预测, 上调幅度分别为 1%和 3%, 上调后, 2011-13 年 EPS 分别为 0.61 元、0.67 元和 0.74 元, 当前股价对应的 PE 分别为 24/22/20 倍, 当前估值已经具有充分的安全性。而在下半年后, 将出现影响股价更多的积极因素: (1) **多款游戏上线**。《侠义世界》已经在三月份正式上线运营;《圣斗士 2》已完成小规模不删档测试, 下半年将在产品修改、完善的基础上正式上线运营;《九剑》等新客户端游戏也在稳步研发推进中;《辟邪剑》、《圣斗士传说》等网页游戏预计也将于下半年上线。(2) **“创意成都”将投入运营**。该项目已经初步完成了配套装修, 三季度将全面正式投入运营, 目前的认租率已经超过了 30%。

而未来的风险点在于: (1) 我们预计随着宏观经济形势的变化, 2012 年广告行业低增长是大概率事件; (2) 游戏产品的成败具有不确定性; (3) 在诸多资金涌

入 PE 和 VC 界以后，公司的收购难度正在增加，伴随的风险也可能积聚；（4）账面上 4.3 亿元的商誉存在减值风险。综合来看，我们维持对博瑞传播“谨慎推荐”的投资评级。

**图表 4：博瑞传播财务预测与估值**

| 资产负债表 (百万元)      |             |             |             |             | 利润表 (百万元)        |              |              |              |              |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2010        | 2011E       | 2012E       | 2013E       |                  | 2010         | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
| 现金及现金等价物         | 791         | 614         | 890         | 1227        | 营业收入             | 1162         | 1355         | 1518         | 1668         |
| 应收款项             | 88          | 111         | 125         | 137         | 营业成本             | 571          | 649          | 720          | 792          |
| 存货净额             | 78          | 88          | 97          | 106         | 营业税金及附加          | 34           | 41           | 46           | 50           |
| 其他流动资产           | 32          | 41          | 46          | 50          | 销售费用             | 42           | 61           | 68           | 75           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>997</b>  | <b>863</b>  | <b>1165</b> | <b>1528</b> | 管理费用             | 109          | 124          | 138          | 152          |
| 固定资产             | 666         | 793         | 880         | 948         | 财务费用             | (2)          | (8)          | (8)          | (13)         |
| 无形资产及其他          | 42          | 70          | 99          | 127         | 投资收益             | 13           | 25           | 15           | 15           |
| 投资性房地产           | 479         | 924         | 924         | 924         | 资产减值及公允价值变动      | (14)         | 1            | 1            | 1            |
| 长期股权投资           | 133         | 141         | 151         | 161         | 其他收入             | 3            | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>2317</b> | <b>2791</b> | <b>3219</b> | <b>3689</b> | 营业利润             | 410          | 514          | 570          | 628          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 42          | 50          | 50          | 50          | 营业外净收支           | 19           | 3            | 1            | 1            |
| 应付款项             | 94          | 106         | 116         | 127         | <b>利润总额</b>      | <b>429</b>   | <b>517</b>   | <b>571</b>   | <b>629</b>   |
| 其他流动负债           | 461         | 538         | 591         | 648         | 所得税费用            | 85           | 103          | 114          | 126          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>596</b>  | <b>694</b>  | <b>757</b>  | <b>824</b>  | 少数股东损益           | 26           | 32           | 35           | 39           |
| 长期借款及应付债券        | 0           | 0           | 0           | 0           | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>317</b>   | <b>382</b>   | <b>421</b>   | <b>464</b>   |
| 其他长期负债           | 6           | 6           | 6           | 6           |                  |              |              |              |              |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>6</b>    | <b>6</b>    | <b>6</b>    | <b>6</b>    | 现金流量表 (百万元)      |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>603</b>  | <b>701</b>  | <b>763</b>  | <b>830</b>  |                  | 2010         | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
| 少数股东权益           | 93          | 118         | 146         | 177         | 净利润              | 317          | 382          | 421          | 464          |
| 股东权益             | 1622        | 1972        | 2309        | 2681        | 资产减值准备           | 12           | 10           | 3            | 2            |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>2317</b> | <b>2791</b> | <b>3219</b> | <b>3689</b> | 折旧摊销             | 42           | 46           | 63           | 72           |
|                  |             |             |             |             | 公允价值变动损失         | 14           | (1)          | (1)          | (1)          |
|                  |             |             |             |             | 财务费用             | (2)          | (8)          | (8)          | (13)         |
|                  |             |             |             |             | 营运资本变动           | (113)        | (389)        | 39           | 44           |
|                  |             |             |             |             | 其它               | 15           | 16           | 25           | 29           |
|                  |             |             |             |             | <b>经营活动现金流</b>   | <b>286</b>   | <b>64</b>    | <b>550</b>   | <b>610</b>   |
|                  |             |             |             |             | 资本开支             | (192)        | (210)        | (180)        | (170)        |
|                  |             |             |             |             | 其它投资现金流          | 1            | 0            | 0            | 0            |
|                  |             |             |             |             | <b>投资活动现金流</b>   | <b>(204)</b> | <b>(218)</b> | <b>(190)</b> | <b>(180)</b> |
|                  |             |             |             |             | 权益性融资            | 81           | 45           | 0            | 0            |
|                  |             |             |             |             | 负债净变化            | 0            | 0            | 0            | 0            |
|                  |             |             |             |             | 支付股利、利息          | 0            | (76)         | (84)         | (93)         |
|                  |             |             |             |             | 其它融资现金流          | (118)        | 8            | 0            | 0            |
|                  |             |             |             |             | <b>融资活动现金流</b>   | <b>(36)</b>  | <b>(23)</b>  | <b>(84)</b>  | <b>(93)</b>  |
|                  |             |             |             |             | <b>现金净变动</b>     | <b>46</b>    | <b>(177)</b> | <b>276</b>   | <b>337</b>   |
|                  |             |             |             |             | 货币资金的期初余额        | 745          | 791          | 614          | 890          |
|                  |             |             |             |             | 货币资金的期末余额        | 791          | 614          | 890          | 1227         |
|                  |             |             |             |             | 企业自由现金流          | 62           | (168)        | 358          | 425          |
|                  |             |             |             |             | 权益自由现金流          | (56)         | (153)        | 365          | 435          |

| 关键财务与估值指标     |      |       |       |       |
|---------------|------|-------|-------|-------|
|               | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 每股收益          | 0.51 | 0.61  | 0.67  | 0.74  |
| 每股红利          | 0.00 | 0.12  | 0.13  | 0.15  |
| 每股净资产         | 2.59 | 3.15  | 3.69  | 4.29  |
| ROIC          | 23%  | 25%   | 29%   | 30%   |
| ROE           | 20%  | 19%   | 18%   | 17%   |
| 毛利率           | 51%  | 52%   | 53%   | 53%   |
| EBIT Margin   | 35%  | 35%   | 36%   | 36%   |
| EBITDA Margin | 39%  | 39%   | 40%   | 40%   |
| 收入增长          | 26%  | 17%   | 12%   | 10%   |
| 净利润增长率        | 21%  | 20%   | 10%   | 10%   |
| 资产负债率         | 30%  | 29%   | 28%   | 27%   |
| 息率            | 0.0% | 0.8%  | 0.9%  | 1.0%  |
| P/E           | 29.3 | 24.3  | 22.1  | 20.0  |
| P/B           | 5.6  | 4.7   | 4.0   | 3.5   |
| EV/EBITDA     | 21.8 | 19.0  | 16.5  | 15.1  |

资料来源：国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别   | 定义                                 |
|------------|------|------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上          |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间      |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间  |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上          |
| 行业<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上        |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间    |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间 |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上         |

## 风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 国信证券经济研究所团队成员

|                  |                    |                |                    |               |                    |
|------------------|--------------------|----------------|--------------------|---------------|--------------------|
| <b>宏观</b>        |                    | <b>固定收益</b>    |                    | <b>策略</b>     |                    |
| 周炳林              | 0755-82130638      | 李怀定            | 021-60933152       | 黄学军           | 021-60933142       |
| 林松立              | 010-66026312       | 侯慧娣            | 021-60875161       | 林丽梅           | 021-60933157       |
| 崔 嵘              | 021-60933159       | 张 旭            | 010-66026340       | <b>技术分析</b>   |                    |
| <b>交通运输</b>      |                    | <b>银行</b>      |                    | 闫 莉           | 010-88005316       |
| 郑 武              | 0755- 82130422     | 邱志承            | 021- 60875167      | <b>房地产</b>    |                    |
| 陈建生              | 0755- 82133766     | 黄 飙            | 0755-82133476      | 方 焱           | 0755-82130648      |
| 岳 鑫              | 0755- 82130432     | 谈 煊            | 010- 66025229      | 区瑞明           | 0755-82130678      |
| 周 俊              | 0755-82130833-6215 |                |                    | 黄道立           | 0755- 82133397     |
| 糜怀清              |                    |                |                    |               |                    |
| <b>商业贸易</b>      |                    | <b>汽车及零配件</b>  |                    | <b>钢铁及新材料</b> |                    |
| 孙菲菲              | 0755-82130722      | 左 涛            | 021-60933164       | 郑 东           | 010- 66025270      |
| 祝 彬              | 021-60933156       |                |                    | 秦 波           | 010-66026317       |
| 常 伟              |                    |                |                    | 郭 莹           | 010-88005303       |
| <b>机械</b>        |                    | <b>基础化工</b>    |                    | <b>医药</b>     |                    |
| 郑 武              | 0755- 82130422     | 刘旭明            | 010-66025272       | 贺平鸽           | 0755-82133396      |
| 陈 玲              | 0755-82130646      | 张栋梁            | 0755-82130532      | 丁 丹           | 0755- 82139908     |
| 杨 森              | 0755-82133343      | 罗 洋            | 0755-82150633      | 杜佐远           | 0755-82130473      |
| 后立尧              | 010-88005327       | 吴琳琳            | 0755-82130833-1867 | 谭权胜           | 0755-82136019      |
|                  |                    | 梁 丹            | 0755- 82134323     | 胡博新           | 0755-82133263      |
|                  |                    |                |                    | 刘 勃           | 0755-82130833-1845 |
| <b>电力设备与新能源</b>  |                    | <b>传媒</b>      |                    | <b>有色金属</b>   |                    |
| 杨敬梅              | 021-60933160       | 陈财茂            | 010-88005322       | 彭 波           | 0755-82133909      |
| 张 弢              | 010-88005311       | 刘 明            | 010-88005319       | 谢鸿鹤           | 0755-82130646      |
|                  |                    |                |                    | 龙 飞           |                    |
| <b>电力与公用事业</b>   |                    | <b>非银行金融</b>   |                    | <b>通信</b>     |                    |
| 徐颖真              | 021-60875162       | 邵子钦            | 0755- 82130468     | 严 平           | 021-60875165       |
| 谢达成              | 021-60933161       | 田 良            | 0755-82130513      | 唐俊杰           | 021-60875160       |
|                  |                    | 童成敦            | 0755-82130513      |               |                    |
| <b>造纸</b>        |                    | <b>家电</b>      |                    | <b>计算机</b>    |                    |
| 李世新              | 0755-82130565      | 王念春            | 0755-82130407      | 段迎晟           | 0755- 82130761     |
| 邵 达              | 0755-82130706      | 黄海培            | 021-60933150       | 欧阳仕华          | 0755-82151833      |
| <b>电子元器件</b>     |                    | <b>纺织服装</b>    |                    | <b>农业</b>     |                    |
| 段迎晟              | 0755- 82130761     | 方军平            | 021-60933158       | 张 如           | 021-60933151       |
| 高耀华              | 0755-82130771      |                |                    |               |                    |
| 熊 丹              |                    |                |                    |               |                    |
| <b>建材</b>        |                    | <b>旅游</b>      |                    | <b>食品饮料</b>   |                    |
| 郑 东              | 010- 66025270      | 曾 光            | 0755-82150809      | 黄 茂           | 0755-82138922      |
| 马 彦              | 010-88005304       |                |                    |               |                    |
| <b>建筑</b>        |                    | <b>新兴产业</b>    |                    | <b>研究支持</b>   |                    |
| 邱 波              | 0755-82133390      | 陈 健            | 010-66022025       | 沈 瑞           | 0755-82132998      |
| 刘 萍              | 0755-82130678      | 李筱筠            | 010-66026326       | 雷 达           | 0755-82132098      |
|                  |                    | 孙 伟            | 010- 66026320      | 余 辉           | 0755-82130741      |
|                  |                    |                |                    | 王越明           | 0755-82130478      |
| <b>量化投资产品</b>    |                    | <b>基金评价与研究</b> |                    | <b>量化投资策略</b> |                    |
| 焦 健              | 0755-82133928      | 杨 涛            | 0755-82133339      | 葛新元           | 0755-82133332      |
| 阳 瑾              | 0755-82133538      | 康 亢            | 010-66026337       | 董艺婷           | 021-60933155       |
| 周 琦              | 0755-82133568      | 刘舒宇            | 0755-82133568      | 程景佳           | 010-88005326       |
| 邓 岳              | 0755- 82150533     | 李 腾            | 0755-82130833-6223 | 郑 云           | 021-60875163       |
|                  |                    | 刘 洋            | 0755-82150566      | 毛 甜           | 021-60933154       |
|                  |                    | 潘小果            | 0755-82130843      | 李荣兴           | 021-60933165       |
|                  |                    | 蔡乐祥            | 0755-82130833-1368 | 郑亚斌           |                    |
|                  |                    | 钱 晶            | 0755-82130833-1367 |               |                    |
| <b>量化交易策略与技术</b> |                    | <b>数据与系统支持</b> |                    |               |                    |

|     |                     |     |               |
|-----|---------------------|-----|---------------|
| 戴 军 | 0755-82133129       | 赵斯尘 | 021-60875174  |
| 黄志文 | 0755-82133928       | 徐左乾 | 0755-82133090 |
| 彭甘霖 | 0755-82133259       | 李扬之 | 0755-82136165 |
| 秦国文 | 0755-82133528       | 陈爱华 | 0755-82133397 |
| 韦 敏 |                     | 袁 剑 | 0755-82139918 |
| 张璐楠 | 0755-82130833- 1379 |     |               |

### 国信证券机构销售团队

| 华北区（机构销售一部） |                                                       | 华东区（机构销售二部） |                                                      | 华南区（机构销售三部） |                                                        |
|-------------|-------------------------------------------------------|-------------|------------------------------------------------------|-------------|--------------------------------------------------------|
| 王立法         | 010-66026352<br>13910524551<br>wanglf@guosen.com.cn   | 盛建平         | 021-60875169<br>15821778133<br>shengjp@guosen.com.cn | 魏 宁         | 0755-82133492<br>13823515980<br>weining@guosen.com.cn  |
| 王晓建         | 010-66026342<br>13701099132<br>wangxj@guosen.com.cn   | 马小丹         | 021-60875172<br>13801832154<br>maxd@guosen.com.cn    | 邵燕芳         | 0755-82133148<br>13480668226<br>shaoyf@guosen.com.cn   |
| 焦 骥         | 010-66026343<br>13601094018<br>jiaojian@guosen.com.cn | 郑 毅         | 021-60875171<br>13795229060<br>zhengyi@guosen.com.cn | 林 莉         | 0755-82133197<br>13824397011<br>linli2@guosen.com.cn   |
| 李文英         | 010-88005334<br>13910793700<br>liwying@guosen.com.cn  | 黄胜蓝         | 021-60875166<br>13761873797<br>huangsl@guosen.com.cn | 王昊文         | 0755-82130818<br>18925287888<br>wanghaow@guosen.com.cn |
| 赵海英         | 010-66025249<br>13810917275<br>zhaohy@guosen.com.cn   | 刘 塑         | 021-60875177<br>13817906789<br>liusu@guosen.com.cn   | 甘 墨         | 0755-82133456<br>15013851021<br>ganmo@guosen.com.cn    |
| 原 祎         | 010-88005332<br>15910551936<br>yuanyi@guosen.com.cn   | 叶琳菲         | 021-60875178<br>13817758288<br>yelf@guosen.com.cn    | 段莉娟         | 0755-82130509<br>18675575010<br>duanlj@guosen.com.cn   |
|             |                                                       | 孔华强         | 021-60875170<br>13681669123<br>konghq@guosen.com.cn  | 徐 冉         | 0755-82130655<br>13632580795<br>xuran1@guosen.com.cn   |
|             |                                                       |             |                                                      | 颜小燕         | 0755-82133147<br>13590436977<br>yanxy@guosen.com.cn    |
|             |                                                       |             |                                                      | 赵晓曦         | 0755-82134356<br>15999667170<br>zhaoxxi@guosen.com.cn  |
|             |                                                       |             |                                                      | 郑 灿         | 0755-82133043<br>13421837630<br>zhengcan@guosen.com.cn |