

交通运输行业

广深铁路 (601333.SH) 深度研究报告

相关研究:

- 1、《客运保持稳定，货运持续快速增长》，2011-03-27；
- 2、《业绩略超预期，高增长需静待改革》，2011-08-219；

投资评级:

增持

当前价格: 3.44 元

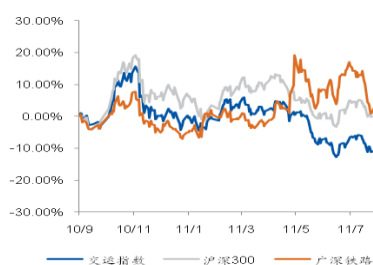
目标价格: 暂无

市场数据

总股本(百万股)	7083.54
A 股股本(百万股)	5652.24
B/H 股股本(百万股)	0
A 股流通比例(%)	76%
12 个月最高/最低(元)	4.43 / 3.30
第一大股东	广州铁路(集团)公司
第一大股东持股比例	37.12%
上证综指/沪深 300	2528.28 / 2803.854

注: 2011 年 09 月 02 日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	1.08	-5.97	1.45
绝对收益	-4.20	-12.08	-2.53

注: 相对收益与沪深 300 相比

分析师: 金嘉欣

(8621) 68634510-8056

Jjx3195@xcsc.com

执业证书编号: S0500511010002

质优价廉，改革、资产注入预期不改

投资要点:

□ 实际控制人为铁道部，后备资源充足，外延发展可期。

公司第一大股东为广铁集团，其下辖的铁路路线资源较多，且直属铁道部，并且公司作为铁道部两个上市平台之一，拥有得天独厚的先天条件，公司股东依托次平台进行资产注入从而扩展铁道部融资的可能性很大。

□ 公司以客运为主，由于路线及运价相对稳定，增长空间有限。

运能方面，我们认为，在既定线路资源基础上，由于需要考虑安全冗余等因素，公司客车发行密度和车次增长空间有限；

需求方面，珠三角地区经济发展较为成熟稳定，在国家经济结构调整政策及制造业内迁等影响下，地区经济繁荣程度有一定定格，因此区域内人员往来及客流往返需求增长也受到负面影响，从而需求空间上行有限；

运价方面，虽然国家推动铁路客运价格随列车运行速度变化可做一定上下浮动，我们认为受制于难以控制的通胀问题及社会公益等因素，铁路客运价格上浮的力度较为有限，能够上浮的车次及上浮的幅度都不会太多；

综合来看，在当前既有资源背景下，公司运能增加幅度、客流需求增长及运价提升都具有一定的局限性，公司的客运将保持小幅稳定增长，在缺乏外部因素（如：资产注入、运价改革）刺激情况下，难以呈现持续高增长；

□ 货运比重小，想象空间大。

我们认为公司货运短期内将维持稳定，而寄托于广铁集团旗下资产注入，或许会为公司货运能力提升注入新的血液，从而提升其货运运能；另外，我们对铁道部改革抱有厚望，我们认为从铁道部改革—市场化运作—货运价格定价权的改革路径是可行的，而货运价格的定价权也将推动铁路运输效率提升，并实现与公路、水路等运输方式进行市场竞争，从而达到经济效益和社会效益双赢目的。

□ 可以并行的多条改革路径将为铁路运输带来机遇。

改革路径一，市场化运营，多元化战略：在客运方面：首先可以根据返乡、旅游等不同需求，发送不同等级列车；其次可以增加班列的灵活性，组织开行小编组客运班列，满足部分需求，同时节约成本；另外，加大客车开行中多元化经营，提升广告、餐饮和零售业务的开展效率和质量；在货运方面，在充分利用线路货运能力同时，开行高速货运列车，以满足客户的时效需求；其次，延伸客户服务链条，推行货运到门服务。

改革路径二，运价浮动，提升定价灵活性，促进运输经济效益：客运方面，以硬座、硬卧为基准价格，根据不同座次、运距设置价格层次；货运方面，改善当前运价机制，使当前固定不变铁路货运价格更贴近市场，也更趋合理化。

改革路径三，投融资改革，利用铁路客、货线路优质资源，对当前已上市平台注资或者选择优质线路（如京沪高铁）独立上市进行融资，改善当前以债券融资和银行贷款渠道进行融资的局面，也有效降低铁道部当前高负债局面。

□ 估值和投资建议。

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.23 元、0.26 元和 0.27 元，对应 PE 分别为 15 倍、13 倍和 13 倍，PB 分别为 1 倍、0.9 倍和 0.9 倍，公司股价安全边际较高，且我们认为铁道部改革预期不改，甬温动车事故致使改革短期搁浅，但事故处理后改革的进程会加快，鉴于改革下公司将从多元化经营、运价及投融资改革等多方面受益，我们维持公司“增持”评级。

□ 重点关注事项

股价催化剂(正面):

铁道部改革时间表出具将刺激股价上行；

集团对公司资产注入，使公司获取外延式增长。

风险提示（负面）:

铁路客货分流低于预期，货运发展缓慢；

铁路客、货运输中突发事件（包括安全事件）冲击致使市场降低对行业信心；

广深港高铁分流效应高于预期；

改革进程低于预期。

公司主要财务指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	13,484	14,589	15,592	16,759
YOY%	8.87%	8.19%	6.87%	7.49%
净利润(百万元)	1,555	1,653	1,855	1,901
YOY%	15.79%	6.32%	12.21%	2.46%
EPS（元）	0.22	0.23	0.26	0.27
P/E（X）	18	15	13	13
P/B（X）	1.05	0.98	0.93	0.89

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

正文目录

1 业务长短板,空间各不同	4
1.1 背靠广深铁路集团, 后备资源充足.....	4
1.2 公司客、货线路资源.....	5
2 公司客、货运业务情况	5
2.1 客运为收入来源主体, 路网清算及货运收入是重要组成	5
2.2 客运量稳定增长, 运价调整空间小, 增长有限.....	6
2.3 公司业务中货运比重小, 但想象空间大.....	10
3 行业动态与改革预期下的影响与机会	13
3.1 京沪高铁技术故障及 7.23 追尾事故的深度影响	13
3.2 铁道部改革可能路径下的发展机遇.....	14
4 盈利预测及估值	15
4.1 基本假设.....	15
4.2 估值及建议.....	15
5 重点关注事项	16
5.1 股价催化剂（正面）	16
5.2 风险提示（负面）	16
附录(单位:百万元).....	17

图表目录

图 1、公司与实际控制人权属关系	4
图 2、2010 年公司分块业务收入比重	5
图 3、2010 年公司业务模块成本比重	6
图 4、2011 年 1-6 月公司客运发送量及同比增速	7
图 5、公司客运及乘客公里收入情况	7
图 6、2011 年 1-6 月城际列车客运发送量及同比增速	8
图 7、2011 年 1-6 月直通车客运发送量及同比增速	8
图 8、2011 年 1-6 月长途车客运发送量及同比增速	9
图 9、公司货运周转量及每吨公里收入情况	10
图 10、2011 年 1-6 月货运量及同比增速	10
图 11、2011 年 1-6 月货物接运量及同比增速	11
图 12、2011 年 1-6 月货物接运到达量及同比增速	11
图 13、2011 年 1-6 月货物接运通过量及同比增速	12
图 14、2011 年 1-6 月货物发送量及同比增速	13
表 1、公司盈利预测表	15

1 业务长短板,空间各不同

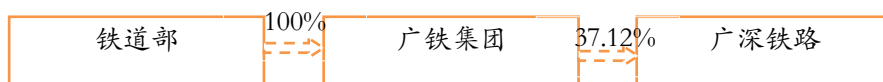
广深铁路是以客运为主、货运及其他为辅的铁路运输公司,铁路旅客运输业务收入和盈利贡献占据公司的主要部分,拥有的铁路客运路线可谓是公司长板,但由于线路车组密度和客流增长空间等因素局限,使得公司长板业务增幅相对有限;公司当前货运线路及其他多元业务在公司整体业务中占比相对较少,货运价格较低,公司货运线路单一,运距较短,因此营业收入和盈利贡献均较为有限,但部分路段受益京广高铁开通形成的客货分流,货运能力或有所提升,同时铁道部改革预期为公司经营自主权、客、货价格浮动权等带来想象空间,从而让我们对公司的有了长板不长,短板不短,改革助力,想象无限的判断。

1.1 背靠广深铁路集团,后备资源充足

截至 2011 年 6 月末,公司第一大股东为广州铁路集团公司,持有公司股份比例为 37.12%,公司实际控制人为中华人民共和国铁道部。

广铁集团成立于 1992 年,注册资本约 651 亿元,管辖广东、湖南、海南三省境内铁路,以及贵州省、重庆市境内部分铁路,包括京广、京九、沪昆、广深、焦柳、湘桂、渝怀、洛湛、漳龙、畲汕、石长、广茂、湛海、海南西环线。下辖 30 个直管运输站段。控股运输子公司有广深铁路股份有限公司、三茂铁路股份有限公司、广梅汕铁路有限责任公司、石长铁路有限责任公司、粤海铁路有限责任公司 5 家。

图 1、公司与实际控制人权属关系



资料来源:公司年报、湘财证券研究所

目前广深铁路经营相对稳定,路产资源较为单一,未来增长对宏观经济、成本及运价的依赖程度较高,公司内生增长空间有限,外延增长需依托母公司现有资产注入,广铁集团资源充足,且为铁道部全资控股,如进行资产注入的可能性较大,也值得期待。

1.2 公司客、货线路资源

广深铁路主要经营深圳-广州-坪石段铁路客、货运输业务、长途旅客列车运输业务，并与香港铁路合作经营直通车旅客列车及过港直通货运列车运输业务。

公司独立经营的深圳-广州-坪石段铁路，营业里程 481.2 公里，纵向贯通广东省全境。其中广坪段为中国铁路南北大动脉——京广线南段；广深段是中国内陆通往香港的唯一铁路通道，连接京广、京九、三茂、平南、平盐 and 香港九广铁路，是中国铁路交通网络的重要组成部分。

2011 年 1-6 月，公司客运发送量月均超 7000 万人次，其中城际列车、直通车和长途列车发送占总量比重比约为 42%、4%和 53%；从列车运行来看，公司列车运行图每日共开行旅客列车 231 对，其中广深城际列车 110 对（含备用线 19 对），直通车 13 对（广九直通 11 对、肇九直通 1 对、京（沪）九直通 1 对），长途车 108 对。

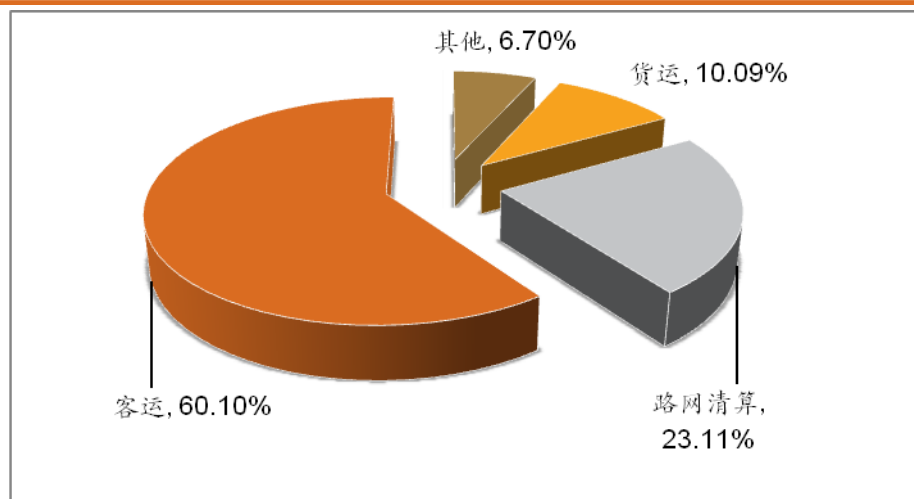
同期，公司合计货运量为 3233 万吨，月均货运量超 5000 万吨，其中货物接运和货物发送量分别为 2146 万吨和 1087 万吨，占比分别为 66%和 34%。

2 公司客、货运业务情况

2.1 客运为收入来源主体，路网清算及货运收入是重要组成

广深铁路运输资源以客运线为主，客运线路包括城际列车、直通车和长途列车，其中长途列车和城际列车占据主体地位，在公司主营业务构成中，以 2010 年业务收入看，公司客、货运、路网清算和其他分别占比 60.10%、10.09%、23.11%和 6.70%；

图 2、2010 年公司分块业务收入比重

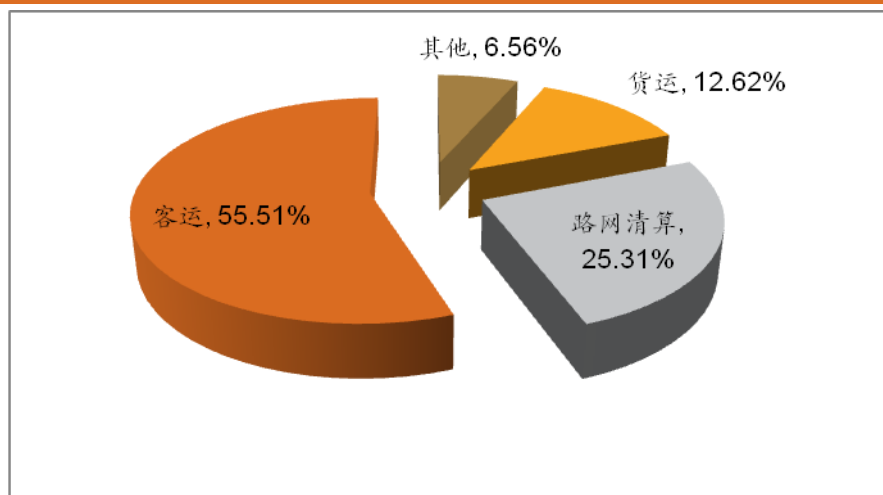


资料来源：公司数据、湘财证券研究所

从成本构成来看，公司客、货运、路网清算和其他部分占公司营业成本的比重分别为 55.51%、12.62%、25.31%和 6.56%，公司客运业务较为成熟，毛利水平相对较高，而货运业务由于公司货运线路相对单一，运营效率及货源需求等影响，货运业务毛利水平低于客运；

路网清算方面，公司路网清算收入以区域内过往列车服务收入及其他线路委托服务收入为主，该部分业务收入定价主要由铁道部内部综合核算，利润率一般在 8%左右，毛利没有提升空间。

图 3、2010 年公司业务模块成本比重



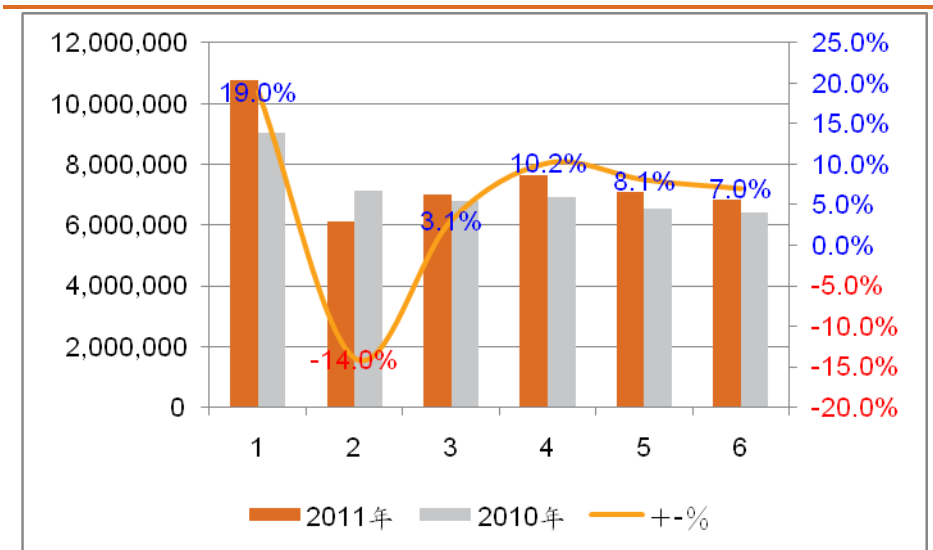
资料来源：公司数据、湘财证券研究所

2.2 客运量稳定增长，运价调整空间小，增长有限

随着城际列车的加入、长途车发行密度提升，公司客运量保持稳定增长，从 2011 年 1-6 月份数据来看，公司客运发送量较上年同比保持增长，1 月份

增速接近 20% 主要为春节期间，返乡高峰；1-6 月累计发送量较上年同期有 6.1% 的增速。

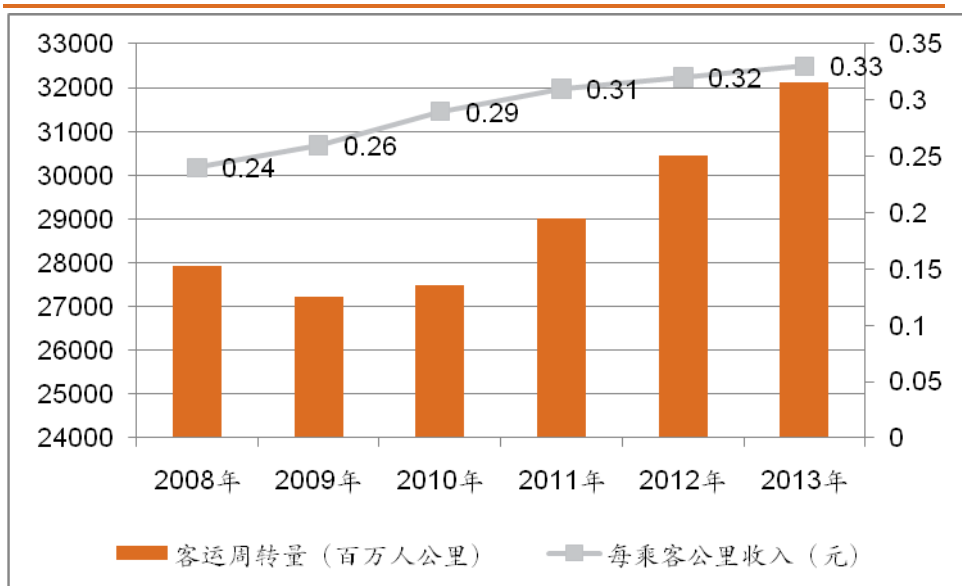
图 4、2011 年 1-6 月公司客运发送量及同比增速



资料来源：公司数据、湘财证券研究所

受益城际列车增加，同时客运量的稳定增长，使得公司近年来乘客公里收入小幅上扬，这其中的涨价因素贡献较小，主要由于铁路客运价格关系到社会和通胀等因素，因此一直以来铁路客运涨价动因不足，从而限制了客运收入的增长。

图 5、公司客运及乘客公里收入情况

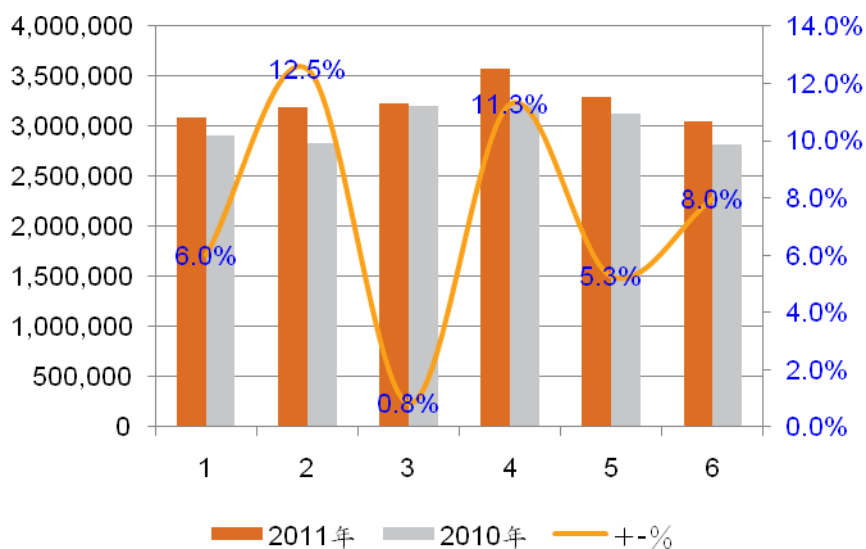


资料来源：公司数据、湘财证券研究所

公司 1-6 月城际列车客运发送量 1942 万人次，较上年同期增长 7.2%，公司城际列车主要运行区间为广州-深圳段，人口增长及商务人士增加，城际列车客流量保持相对稳定增长；

未来，广深港高铁开通，对公司城际列车运行可能有一定分流左右，由于预计于 8 月初投入运营的广深港高铁，受 7.23 甬温线铁路事故影响及其他因素影响，至今尚未开通，对公司既有城际列车分流效益时点晚于预期，未来的分流效益尚需观察。

图 6、2011 年 1-6 月城际列车客运发送量及同比增速

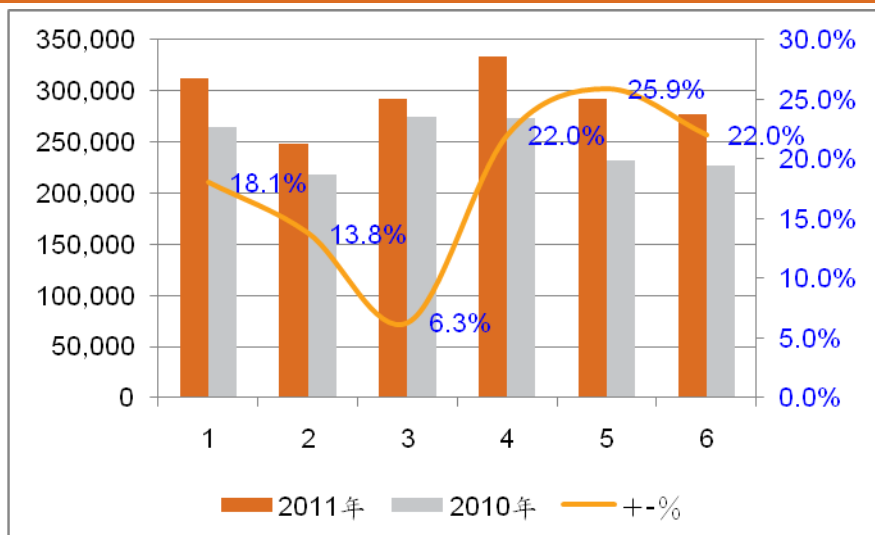


资料来源：公司数据、湘财证券研究所

公司直通车为与香港合作经营线路，该线路客运量相对较少，而客流的增长也与旅游旺季等相对挂钩，季节表现较为显著；

同样，广深港高铁开通对直通车的影响深度尚需观察，由于该段线路业务量相对较小，对公司业绩影响有限。

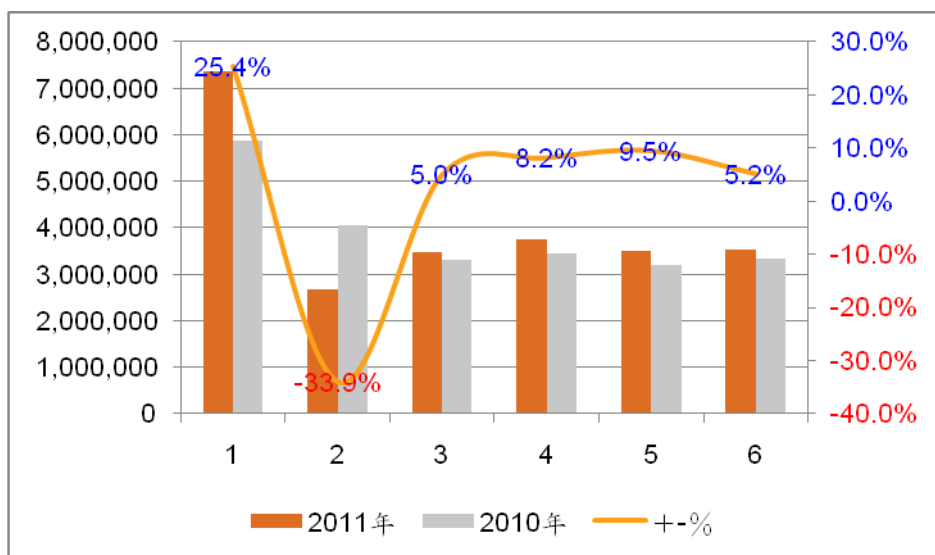
图 7、2011 年 1-6 月直通车客运发送量及同比增速



资料来源：公司数据、湘财证券研究所

公司长途车主要为广州始发，向全国各地发送的列车，公司从调整运营线路和需求旺盛的线路的列车密度，提升客运发送量能力，从 1-6 月数据来看，公司累计发送量同比增长 4.5%，增幅相对较小。

图 8、2011 年 1-6 月长途车客运发送量及同比增速



资料来源：公司数据、湘财证券研究所

运能方面，我们认为，在既定线路资源基础上，由于需要考虑安全冗余等因素，公司客车发行密度和车次增长空间有限；

需求方面，珠三角地区经济发展较为成熟稳定，在国家经济结构调整政策及制造业内迁等影响下，地区经济繁荣程度有一定定格，因此区域内人员往来及客流往返需求增长也受到负面影响，从而需求空间上行有限；

运价方面，虽然国家推动铁路客运价格随列车运行速度变化可做一定上下浮动，我们认为受制于难以控制的通胀问题及社会公益等因素，铁路客运价格上浮的力度较为有限，能够上浮的车次及上浮的幅度都不会太多；

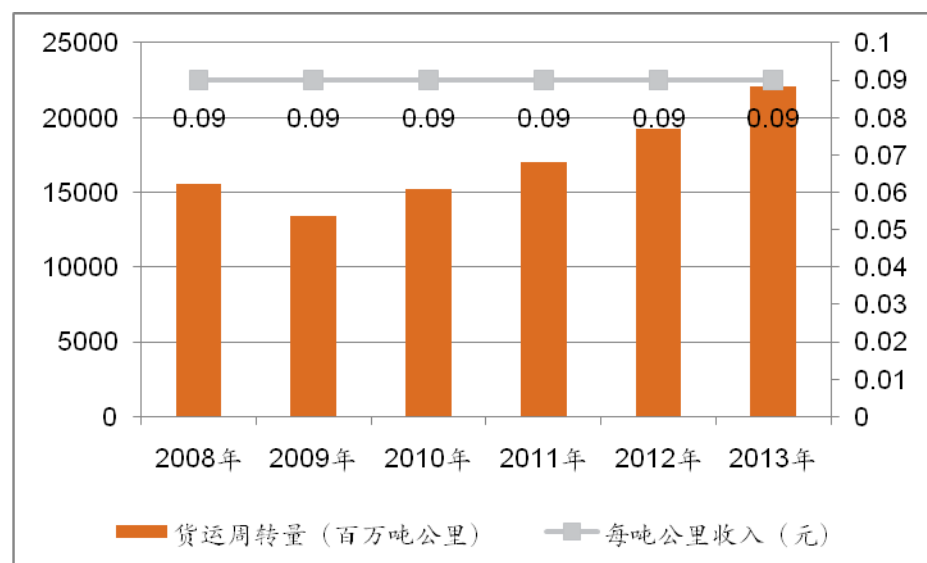
综合来看，在当前既有资源背景下，公司运能增加幅度、客流需求增长及运价提升都具有一定的局限性，公司的客运将保持小幅稳定增长，在缺乏外部因素（如：资产注入、运价改革）刺激情况下，难以呈现持续高增长。

2.3 公司业务中货运比重小，但想象空间大

由于公司货运线路仅为广坪段，货运主要依赖内陆地区向公司铁路所辖地区输送建筑建材、煤炭资源等物资，线路单一，运距较短使得公司货运量相对有限。

同时，由于铁路货运价格浮动低，虽然公司货运量小幅增长，但总体来看公司货运每吨公里收入未发生变化，仅为 0.09 元每吨公里。

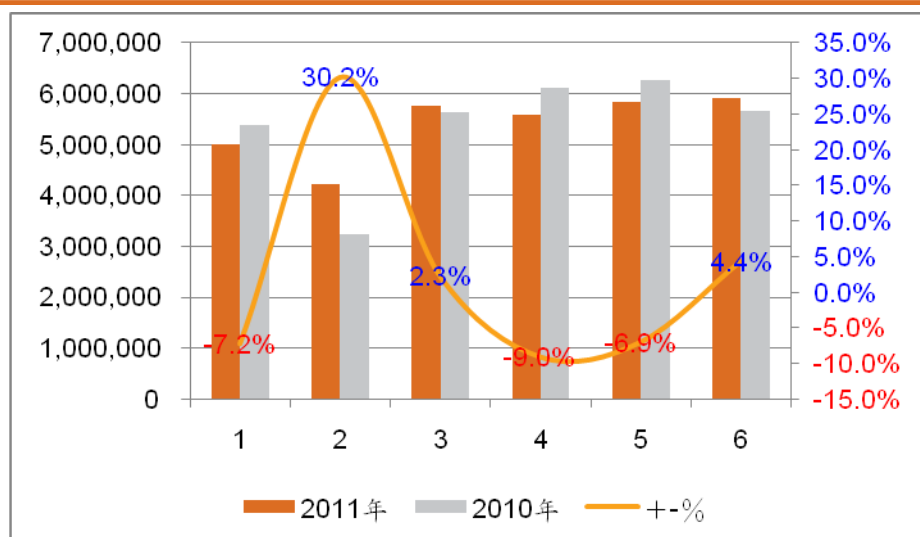
图 9、公司货运周转量及每吨公里收入情况



资料来源：公司数据、湘财证券研究所

从 1-6 月公司累计货运量绝对量来看，公司月均货运量在 500 万吨左右，公司月度货运量同比增长幅度较小，其中 1 月、4 月和 5 月呈同比负增长态势，主要原因为公司货运线路运输物资中建筑建材占比中较大，而在国家严控房地产市场，房地产投资建设放缓。

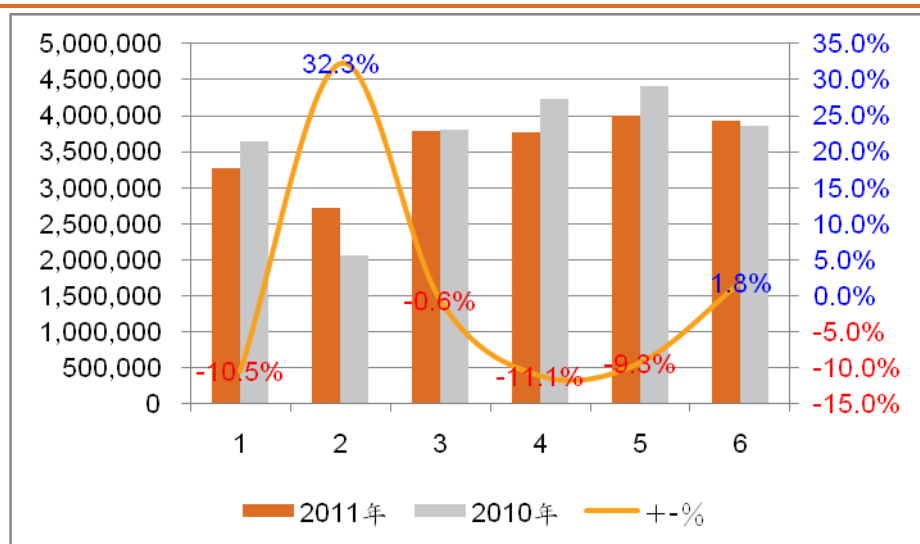
图 10、2011 年 1-6 月货运量及同比增速



资料来源：公司数据、湘财证券研究所

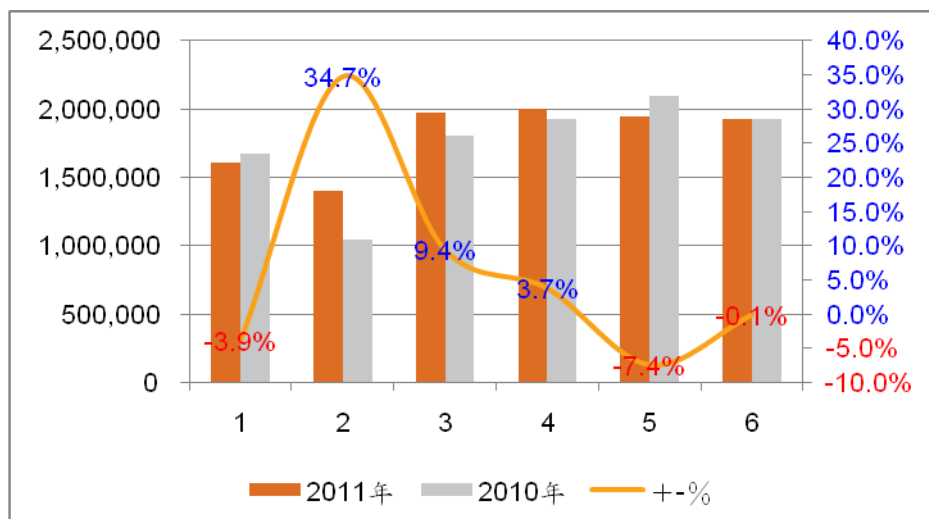
前文中提到过，公司的货运量中以内陆物资运往珠三角为主，因此公司货物接运量比重较大，货物接运量占其货运量的 70%左右，正是受上述因素影响，需求放缓情况下，公司货物接运量 1-6 月负增长态势显著，其中 11 年 4 月负增长达 11.1%。

图 11、2011 年 1-6 月货物接运量及同比增速



资料来源：公司数据、湘财证券研究所

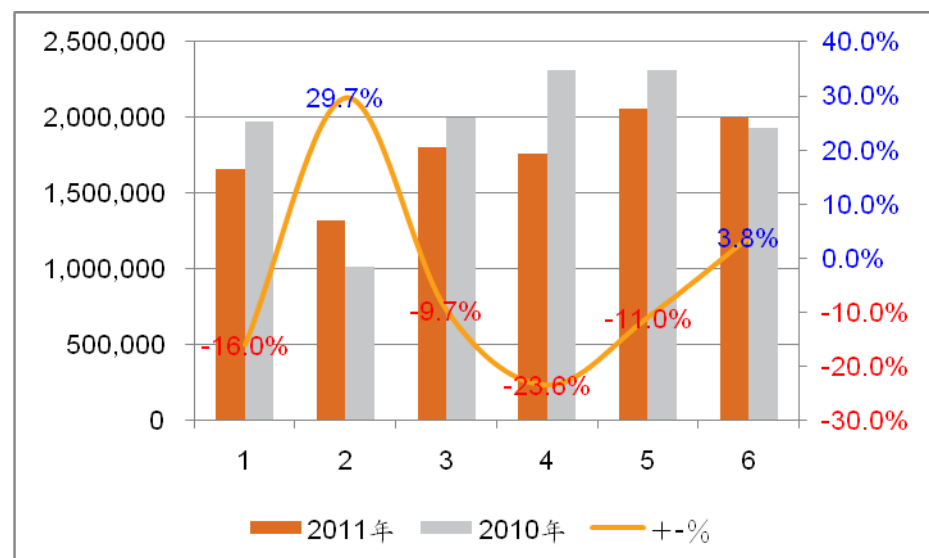
图 12、2011 年 1-6 月货物接运到达量及同比增速



资料来源：公司数据、湘财证券研究所

在公司货物接运量中，货物接运通过量和到达量比重约为 5:5，而货物通过量同比下降幅度显著，4 月份负增长高达 23.6%，我们认为公司运输货物通过量中主要应为深圳方向需求，正是受制于区域经济放缓，房地产投资建设速度下降等综合因素，才导致该量值呈负增长态势。

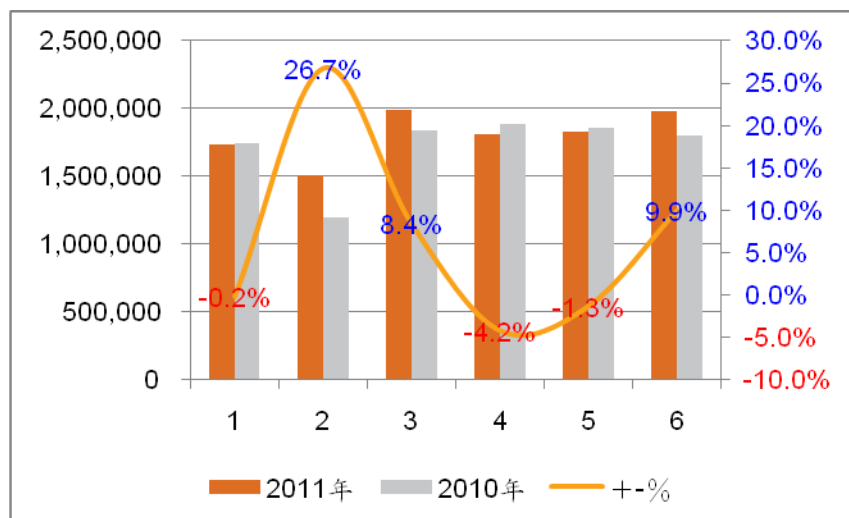
图 13、2011 年 1-6 月货物接运通过量及同比增速



资料来源：公司数据、湘财证券研究所

由于铁路运输仍局限于资源品，因此公司货物发送量绝对量值不大，货物发送量仅占公司货运量的 30%左右，该数据短期内不会发生显著的变化。

图 14、2011 年 1-6 月货物发送量及同比增速



资料来源：公司数据、湘财证券研究所

公司货运方面，基于当前的运输线路情况下，公司货运增长空间相对有限，主要基于以下判断：

首先，在需求方面，区域内房地产投资建设短期内难以加速发展，建筑建材类物资需求很难达到 2007 年前后的旺盛局面；

运价方面，货运价格提价幅度很小，货运价格长期稳定态势改变需要铁道部改革推动；

供给方面，公司货运线路单一，运距有限，因此货运量也将受制于此。

总体而言，我们认为公司货运短期内将维持稳定，而寄托于广铁集团旗下资产注入，或许会为公司货运能力提升注入新的血液，从而提升其货运运能；另外，我们对铁道部改革抱有厚望，我们认为从铁道部改革—市场化运作—货运价格定价权的改革路径是可行的，而货运价格的定价权也将推动铁路运输效率提升，并实现与公路、水路等运输方式进行市场竞争，从而达到经济效益和社会效益双赢目的。

3 行业动态与改革预期下的影响与机会

3.1 京沪高铁技术故障及 7.23 追尾事故的深度影响

自 6 月 30 日京沪高铁投入运营以来，线路由于技术故障临时停车造成晚点的事情频繁发生，耗资巨大和社会各界寄予厚望的京沪高铁运营初期表现不给力，从而导致大众负面舆论；

随之而来的 7.23 甬温线追尾事故则把铁路运输和铁道部推上风口浪尖，

也引发全社会对铁路运输安全和效率以及铁道部体制问题的思考；8月10日国务院常务会议决定开展高速铁路安全大检查，此举将从铁路建设到运营各个环节加大安全审查力度，在运行速度方面，设计最高时速350公里的高铁，按时速300公里运行；设计最高时速250公里的高铁，按时速200公里运行；既有线提速到时速200公里的线路按时速160公里开行，速度下调的列车，票价也做适当下浮。京沪高铁技术故障和甬温线追尾事故影响我们认为主要表现在以下几点：

- 1、铁路建设速度放缓，基建、通讯及装备等相关产业链受益程度低于预期；
- 2、增加客运能力放缓，客运收入增长放缓；
- 3、在运和在建高铁均放缓的情况下，铁路货运能力增幅减少，客货分流效应显现时点将显著放缓，同时制约铁路路网形成，路网经济形成时点延后。

3.2 铁道部改革可能路径下的发展机遇

我们认为当前铁道部内部体制问题亟待解决，而甬温特大追尾事故短期内对铁道部改革进程有延缓，但在安全检查事项告一段落后，铁道部改革事宜仍将倍提上日程，因此从趋势来看，事故对改革具有刺激推动作用。

在铁道部改革的可能路径下，大方向一定是逐步释放铁道部企业运营的性质，更突出其监督、规范、协调和指导的作用，在铁路运输的经营与盈利方面，只下达总体盈利指标，具体操作则由各铁路局实施完成；

在此情况下，各铁路局将发挥以下作用，首先是市场主体，自主经营，其次是承担运输组织角色，以铁道部盈利目标位指导，自主经营和编制自己辖区及邻近辖区运行图，同时拥有一定的运价浮动权；另外，在用工方面以及材料采购方面更为灵活自主。

改革路径一，市场化运营，多元化战略，

在客运方面：首先可以根据返乡、旅游等不同需求，发送不同等级列车；其次可以增加班列的灵活性，组织开行小编组客运班列，满足部分需求，同时节约成本；另外，加大客车开行中多元化经营，提升广告、餐饮和零售业务的开展效率和质量。

在货运方面，在充分利用线路货运能力同时，开行高速货运列车，以满足客户的时效需求；其次，延伸客户服务链条，推行货运到门服务。

改革路径二，运价浮动，提升定价灵活性，促进运输经济效益：

客运方面，以硬座、硬卧为基准价格，根据不同座次、运距设置价格层

次；

货运方面，改善当前运价机制，使当前固定不变铁路货运价格更贴近市场，也更趋合理化。

改革路径三：投融资改革

利用铁路客、货线路优质资源，对当前已上市平台注资或者选择优质线路（如京沪高铁）独立上市进行融资，改善当前以债券融资和银行贷款渠道进行融资的局面，也有效降低铁道部当前高负债局面。

4 盈利预测及估值

4.1 基本假设

在公司既有的运输线路资源基础上，公司客、货运输能力增长基本与宏观经济增长趋势相同：

客运方面，我们假定公司客运量保持 5% 的增速增长，而受益线路运价浮动，2011-2013 年每乘客公里收入分别为 0.31 元、0.32 和 0.33 元；

货运方面，假定公司货运增长在 10% 的增速，而每吨公里的增长则保持稳定，仍为每吨公里收入 0.09 元。

4.2 估值及建议

基于上述假设，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.23 元、0.26 元和 0.27 元，对应 PE 分别为 15 倍、13 倍和 13 倍，PB 分别为 1 倍、0.9 倍和 0.9 倍，公司股价安全边际较高，且我们认为铁道部改革预期不改，甬温动车事故致使改革短期搁浅，但事故处理后改革的进程会加快，鉴于改革下公司将从多元化经营、运价及投融资改革等多方面受益，我们维持公司“增持”评级。

表 1、公司盈利预测表

主要财务指标				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	13484	14589	15592	16759
同比增长	8.9%	8.2%	6.9%	7.5%
净利润(百万元)	1556	1654	1856	1901
同比增长	14.6%	6.3%	12.2%	2.5%
毛利率	26.5%	26.8%	25.9%	24.9%
净利润率	11.5%	11.3%	11.9%	11.3%
每股收益(元)	0.22	0.23	0.26	0.27
每股经营现金流(元)	0.50	0.41	0.44	0.45
市盈率	15.8	14.9	13.2	12.9
市净率	1.0	1.0	0.9	0.9

数据来源：公司公开资料、湘财证券研究所

5 重点关注事项

5.1 股价催化剂（正面）

铁道部改革时间表出具将刺激股价上行；

集团对公司资产注入。

5.2 风险提示（负面）

铁路客货分流低于预期，货运发展缓慢；

铁路客、货运输中突发事件（包括安全事件）冲击致使市场降低对行业信心；

广深港高铁分流效应高于预期；

改革进程低于预期。

附录(单位:百万元)

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	4194	6485	9079	11718	营业收入	13484	14589	15592	16759
货币资金	3268	5568	8068	10628	营业成本	9905	10678	11553	12593
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	339	312	318	319
应收账款	593	568	634	680	销售费用	0	0	0	0
其他应收款	57	61	64	70	管理费用	1014	1386	1310	1445
存货	255	266	291	318	财务费用	142	27	-39	-108
非流动资产	26410	25154	23899	22611	资产减值损失	-2	-2	-2	-2
可供出售金融资产	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	174	174	174	174	投资收益	5	4	4	5
投资性房地产	0	0	0	0	营业利润	2092	2191	2456	2516
固定资产	24460	23625	22586	21444	营业外收入	8	8	8	8
在建工程	753	380	190	95	营业外支出	105	78	83	85
油气资产	0	0	0	0	利润总额	1995	2121	2380	2439
无形资产	567	533	500	466	所得税	440	468	525	538
资产总计	30604	31639	32978	34328	净利润	1555	1653	1855	1901
流动负债	2815	2832	2994	3205	少数股东损益	-1	-1	-1	-1
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	1556	1654	1856	1901
应付票据	0	0	0	0	EPS(元)	0.22	0.23	0.26	0.27
应付账款	1652	1719	1870	2055					
其他	1162	1113	1124	1149	主要财务比率				
非流动负债	3567	3570	3569	3568	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他	3567	3570	3569	3568	营业收入增长率	8.9%	8.2%	6.9%	7.5%
负债合计	6382	6401	6563	6773	营业利润增长率	19.7%	4.7%	12.1%	2.5%
股本	7084	7084	7084	7084	净利润增长率	14.6%	6.3%	12.2%	2.5%
资本公积	11565	11565	11565	11565					
未分配利润	3432	4283	5275	6226	盈利能力				
少数股东权益	55	54	53	52	毛利率	26.5%	26.8%	25.9%	24.9%
股东权益合计	24223	25238	26415	27555	净利率	11.5%	11.3%	11.9%	11.3%
负债及权益合计	30604	31639	32978	34328	ROE	6.4%	6.6%	7.0%	6.9%
现金流量表					偿债能力				
					资产负债率	20.9%	20.2%	19.9%	19.7%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	流动比率	1.49	2.29	3.03	3.66
净利润	1556	1654	1856	1901	速动比率	1.40	2.20	2.94	3.56
折旧和摊销	1370	1238	1252	1259					
资产减值准备	-2	5	5	8	营运能力				
无形资产摊销	22	23	23	23	资产周转率	45.0%	46.9%	48.3%	49.8%
公允价值变动损失	0	0	0	0	应收帐款周转率	2468.7%	2480.1%	2558.1%	2514.5%
财务费用	142	27	-39	-108					
投资损失	-5	-4	-4	-5	每股资料(元)				
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	每股收益	0.22	0.23	0.26	0.27
营运资金的变动	-142	-2	-75	-133	每股经营现金	0.50	0.41	0.44	0.45
经营活动产生现金	3223	2938	3124	3197	每股净资产	3.41	3.56	3.72	3.88
投资活动产生现金	465	28	15	15					
融资活动产生现金	-702	-665	-639	-652	估值比率(倍)				
现金净变动	2985	2300	2500	2560	PE	15.8	14.9	13.2	12.9
现金的期初余额	1630	3268	5568	8068	PB	1.0	1.0	0.9	0.9
现金的期末余额	4615	5568	8068	10628					

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。