

宜昌交运 (002627)

精细化经营凸显管理层积极的态度

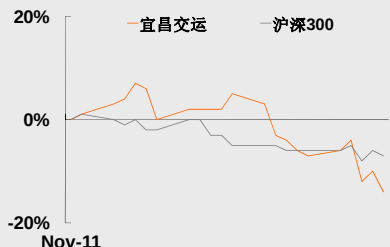
推荐 (首次)

现价: 14.99 元

主要数据

行业	交通运输
公司网址	www.ycyjyt.com
大股东/持股	宜昌市国资委/35.66%
实际控制人/持股	宜昌市国资委/35.66%
总股本(百万股)	134
流通 A 股(百万股)	27
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	20.01
流通 A 股市值(亿元)	4.03
每股净资产(元)	2.68
资产负债率(%)	58.3

行情走势图



相关研究报告

宜昌交运新股询价报告：借鄂西旅游之东风，大力发展旅游客运。2011.10.18

证券分析师

储海 S1060110050082
0755-22621425
chuhai260@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 依托股东背景，积极投身鄂西旅游客运

公司利用控制人国资委和股东鄂西圈投的优势，积极投身鄂西圈生态文化旅游业务，如合资建设三峡游轮集散中心、开发“高峡平湖游”、三峡“两坝一峡”等旅游业务。旅游客运明年主要贡献来源于新投产的 2 艘“两坝一峡”游轮，募投项目之一 200 辆环保旅游客车中一部分（已经试运行 22 辆，看运行情况择机增加投放市场）。投身鄂西旅游客运突破了公司依托客运站经营线路的局限性，拓宽了公司的盈利能力，随着鄂西旅游的开发，公司旅游客运必将保持高速发展。募投项目的投产支撑公司旅游客运收入未来三年年均复合增速可达 78%，在道路运输中的比重由 2010 年的 9.8% 上升至 2013 年的 30%。

■ 汉宜高铁分流影响推后，线路并购有望持续

公司客运业务主要受汉宜高铁的分流，由于高铁通车时间由 2012 年 3 月往后延至 6 月份通车，预计汉宜线路收入占整体客运比例约 15%，占比不大，且公司积极的调整线路将影响降到最低，高铁带来的人流量增加也将间接的促进公司客运业务的发展。随着公司宜昌市客运中心、东山客运站的建成，公司未来三年有望继续拓展营运线路，并在圈内通过并购继续拓展空间。

■ 汽车销售业务平稳增长

公司依托客运站业务充沛的现金流，大力发展汽车销售业务，截至目前拥有宜昌和恩施两地共 6 家 4S 店。目前，公司的战略重心主要是围绕旅游项目开展客运业务，汽车销售业务目前不是公司的战略重点，预计公司汽车销售业务以拓展强势品牌为主进行稳健经营，不会进行大规模的外延式扩张，将保持较为平稳的增长，我们粗略预计此业务未来三年的平均增速约为 15%。

■ 精细化经营，稳健化管理凸显良好的管理水平

我们实地调研了公司宜昌市汽车客运中心、宜昌市长途汽车站、宜昌港码头，体验了公司“两坝一峡”游轮业务。最大的感触是公司精细化经营和稳健化管理，凸显了良好的管理水平。以长途汽车站为例，公司围绕汽车客运，积极进入，开拓了“交运超市”、“交运快递”，出租商铺、广告牌等，提供附加服务不仅提升了公司整体形象，而且实现了业务的良好盈利。

■ 给予“推荐”投资评级

我们预计：公司 2011 年、2012 年、2013 年归属于母公司净利润为 1.07、1.31、1.52 亿元，按发行后总股本折算后 EPS 分别为 0.80、0.99、1.14 元，对应于 12 月 5 日的收盘价 14.99 元对应 PE 分别为 18.8、15.2、13.2 倍。鉴于公司良好的管理层水平，大力发展旅游客运，首次覆盖给予“推荐”的投资评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	719	859	930	1,084	1,175
YoY(%)	33.2	19.3	8.3	16.6	8.4
净利润(百万元)	75	95	107	131	152
YoY(%)	104.3	26.4	11.8	23.5	15.3
毛利率(%)	22.2	22.7	24.2	27.2	28.5
净利率(%)	10.5	11.1	11.5	12.1	12.9
ROE(%)	31.2	30.9	12.8	13.7	13.6
EPS(摊薄/元)	0.56	0.71	0.80	0.99	1.14
P/E(倍)	26.54	21.00	18.79	15.22	13.20
P/B(倍)	8.27	6.49	2.41	2.08	1.80

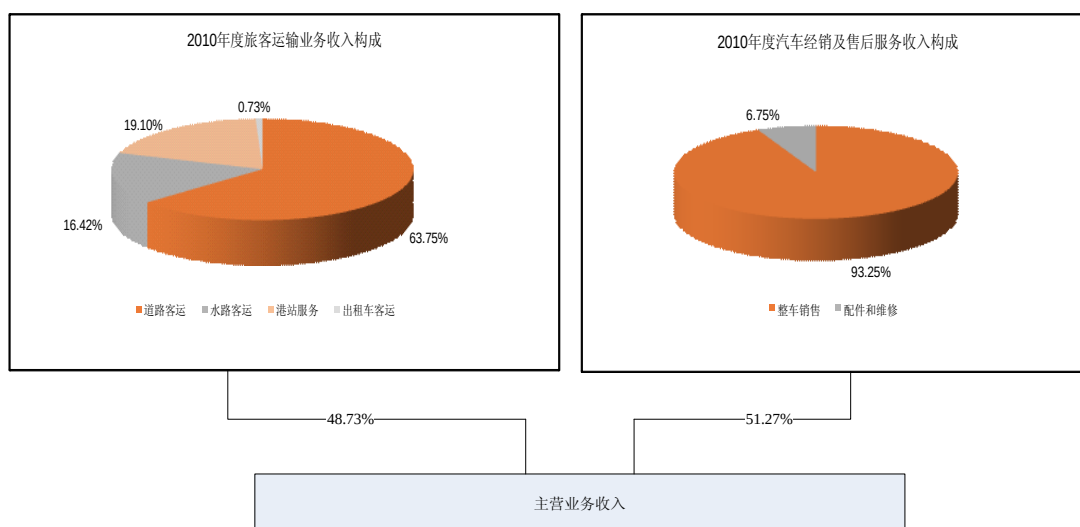
一、公司概况

公司主营业务为旅客运输服务、汽车经销两大领域，其中旅客运输业务为公司的核心业务，涵盖了道路客运、长江水上高速客运及汽车客运站三大领域。

汽车经销方面，主要经营管理6家4S店，在宜昌地区经销东风日产、郑州日产、东风标致、东风风神和东风雪铁龙，在恩施地区经销东风日产、上海大众等品牌轿车。

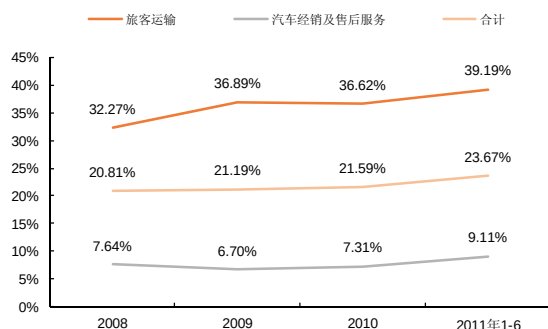
公司的旅客运输服务、汽车经销两大领域收入各占 50%左右，旅客运输服务毛利较高，贡献 80%以上的毛利，为公司的核心业务。

图表1 2010年主营业务收入构成



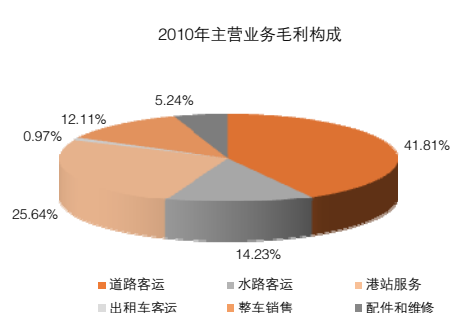
资料来源：平安证券研究所

图表2 各项业务毛利率变化



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 公司2010年毛利构成



资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、旅客运输业务驱动因素分析

2.1 旅客运输业务基本概况

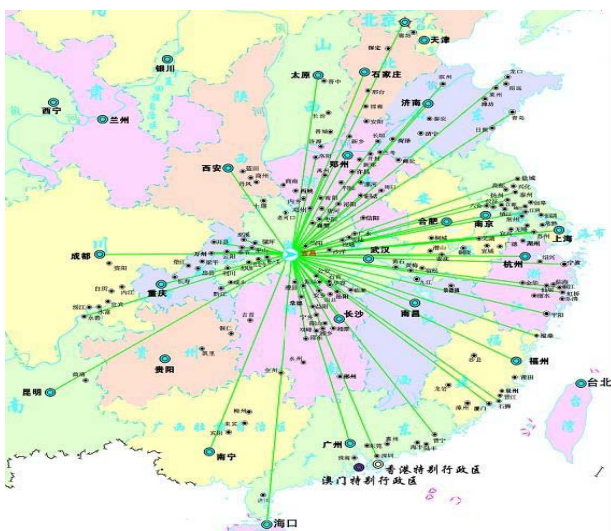
公司旅客运输业务主要包括陆运运输、水运运输、客运站（包括客运港）经营。

陆运运输主要包括公车经营和责任经营两种模式，公车经营即由公司购置车辆，配置人员，经营自有线路；责任经营是由公司购置车辆，通过公开招标在指定线路开展道路客运业务，并向公司缴纳目标利润的经营模式。公车经营主要包括班线客运与旅游客运。

水运运输业务主要包括 10 艘高速船和 2010 年 4 月投入试运行的一艘旅游船，高速船运行从“宜昌—秭归—巴东—巫山—奉节—云阳—万州”的水路高速客运，旅游船运行三峡大坝—西陵峡—葛洲坝的“两坝一峡”游。

客运站（包括客运港）经营主要包括长途客运站、兴山站、宜昌港客运站、太平溪港客运站、茅坪港客运站、豪华客运站和猇亭客运站 7 个等级客运站。宜昌港、太平溪港、茅坪港三个位于宜昌市及三峡坝区最主要的客运港口。目前筹建港站包括宜昌市汽车客运中心，东山客运站。

图表4 公司客运线路辐射图



资料来源：公司公告

图表5 公司主要客运站分布图



资料来源：公司公告

2.2 旅游客运随着鄂西旅游区开发未来空间较大

我们认为作为公司重点发展战略之一的旅游客运，必将成为未来陆运运输收入的重要增量。主要原因在于：

- 鄂西地区的地理条件决定了区域内公路客运运输是输送游客最方便、最快捷的交通方式，随着鄂西旅游景点的开发，旅游客运需求越来越大。且旅游客运盈利状况高于班线客运和责任经营，高毛利的旅游客运业务发展有利于提升陆运运输业务的毛利率。
- 公司拥有宜昌最核心的客运站和客运港，公司良好的形象和安全管理意识也有利于提高旅游客运品质和安全性，交通主管部门也愿意交给公司经营。
- 公司募投项目之一新增 200 台环保旅游车支撑旅游客运业务未来三年保持 78% 的年均复合增速，旅游客运运输业务在道路运输中的比重由 2010 年的 9.8% 上升至 2013 年的 30%。

■ 鄂西地区丰富的旅游资源

湖北省及鄂西生态文化旅游圈风景名胜及旅游资源丰富，旅游线路众多，旅客运输以公路和水路为主。特别是鄂西生态文化旅游圈属于湖北省内的重点旅游区域，拥有长江三峡大坝、神农架原始森林、武当山道教圣地、屈原昭君故里、恩施大峡谷等各种独具特色的旅游文化，旅游资源占到湖北全省的60%以上。

图表6 鄂西地区的旅游资源

类别	世界 级旅 游资 源	生态旅游资源			文化旅游资源				旅游景区（点）			
区域		国家 自然 保护 区	国家 森林 公园	国家 地质 公园	历史 文化 名城	历史 文化 名镇	非物 质文 化遗 产	文物 保护 单位	国家 级风 景名 胜区	4A 景 点	景区 景点	总计
全省	2	10	25	4	5	7	64	91	7	45	443	703
鄂西地区	2	9	15	3	4	5	44	53	4	26	291	456
比重（%）	100	90	60	75	80	71	69	58	57	58	66	65

资料来源：招股说明书

随着2009年湖北省围绕鄂西地区景区建设，启动十二大基础设施建设工程，突出了“交通先行”的原则，凸显了“一江两山”（即长江三峡、武当山、神农架）旅的龙头地位，总投资1222.4亿元，其中重大交通基础设施投资1185.394亿元，文化旅游景区建设投资37.006亿元，计划3年内完成。鄂西圈的建设具有后发优势，随着基础设施工程和后续配套服务工程以及景区景点的不断开发，鄂西圈旅游经济未来发展空间巨大。

图表7 鄂西景区十二大基础设施建设工程

名称	投资额（亿元）
十宜(十堰至宜昌)等铁路工程	369.23
神农架机场	10.394
十房(十堰至房县)等高速公路系统工程	805.376
环“一江两山”交通沿线生态景观工程	6
武当山文化旅游扩改建工程	4.4476
宜昌平湖半岛、西陵峡口整体开发项目	10.1173
宜昌、恩施清江画廊整体开发项目	6.3440
神农架生态保护与利用景观建设工程	0.7085
恩施腾龙洞、大峡谷整体开发及民族民俗景观项目	3.5750
襄樊古隆中景区改扩建项目	2.1214
荆州“洪湖岸边是家乡”项目	1.4300
随州、荆门大洪山整体开发项目	2.2967

资料来源：平安证券研究所

■ 拥有宜昌地区最主要的客运站和客运港

公司目前拥有7个等级客运站，其中宜昌市唯一的一级客运站1个，二级客运站4个，三级客运站2个及客车站1个，分别占宜昌市一级客运站的100%，二级客运站的33.33%，三级客运站的28.57%，且除兴山站和茅坪港客运站外，其他客运站均位于宜昌市城区，公司所经营的宜昌市城区客运站日发送旅客量占据了宜昌市城区日发送旅客量的70%以上。

图表8 公司拥有的客运站数量

	一级站	二级站	三级站	四级站	五级站	简易站	小计
公司	1	4	2				
宜昌市	1	12	7	6	31	6	63
湖北省	18	82	68	164	210	125	744

资料来源：公司公告

公司客运运输行业性质决定了要占有更多的客运资源、市场份额，就必须通过收购、兼并、控股现有客运企业形式来获取。目前筹建港站包括宜昌市汽车客运中心、东山客运站、三峡游轮集散中心等，最近三年公司客运线路扩张56条，公司计划在未来几年继续拓展营运线路，并在鄂西圈内通过并购继续拓展业务空间。

图表9 公司未来三年计划拓展的营运线路

线路	地区
市内线路	夷陵区（樟村坪）、五峰（采花、湾潭）、蒿坪长阳（磨市）、枝江（石套子、问安、仙女、横店）、远安（真金、河口、洋坪）、当阳（官垱、河溶、半月）、长阳（麻池、庄溪）、宜都（枝城）、秭归（沙镇溪）
省内线路	通山、聊城、丹江口、英山、蕲春、新洲、黄陂、云梦、大悟、竹山、勋县、恩施龙坪、赤壁
省际线路	天津、威海、聊城、唐山、秦皇岛、大连、沈阳、大同、晋城、浙川、南阳、宜宾、安康、九江、义乌、临湘、益阳、平江、湘阴、衡阳、东莞、汕头、北海、银川、兰州、西宁、海口

资料来源：公司公告

■ 募投项目支撑旅游客运未来三年年均复合增速可达 78%

此次公司募投项目之一即为新增 200 台环保旅游客车，其中 19 座 26 辆、39 座 134 辆、55 座 40 辆，扩充公司目前的旅游车辆规模，主要投放于武汉和鄂西区域性旅游客运市场。预计公司未来三年将保持 78%的年均复合增速，旅游客运运输业务在道路运输中的比重由 2010 年的 9.8%上升至 2013 年的 30%。

图表10 公司陆运运输运行情况

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	公式示意
公车经营	148	219	263	313	403	493	A=B+C
班线客运	126	186	200	210	220	230	B
旅游客运	22	33	63	103	183	263	C
责任经营	537	525	551	550	550	550	D
合 计	685	744	814	863	953	1043	E=A+D

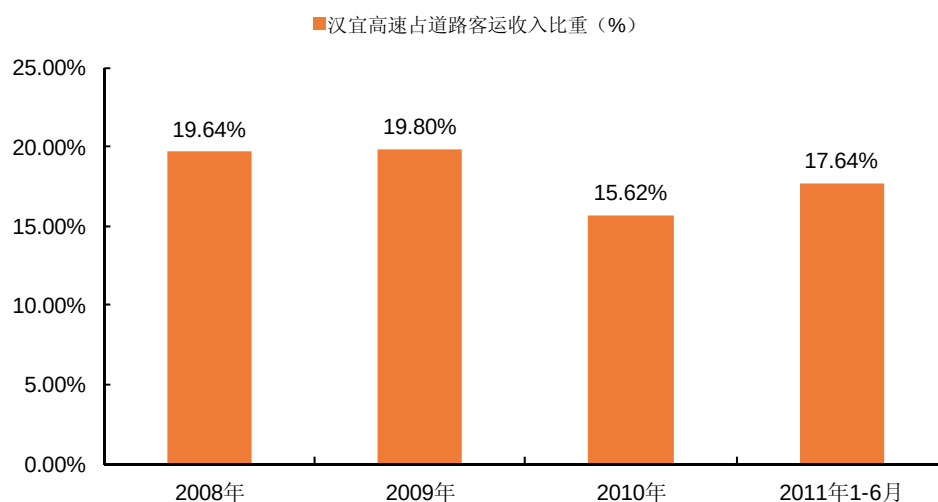
客运周转量 (万人公里)	公车经营	34216.03	45488.24	61827.73	85340	122700	158100	$F=I+G$
	班线客运	25823.18	35091.26	43660.73	46200	49500	52900	$I=B*N$
	旅游客运	8392.85	10396.98	18167.00	39140	73200	105200	$G=C*O$
	责任经营	58317.80	61997.60	69631.32	66000	66000	66000	$K=D*P$
	合计	92533.83	107485.8	131459.1	151340	188700	224100	$L=F+K$
平均每辆车 保持的客运 周转量	公车经营	231.19	207.71	235.09	259.23	287.20	300.69	M
	班线客运	204.95	188.66	218.30	200	210	210	N
	旅游客运	381.49	315.06	288.37	380	380	380	O
	责任经营	108.60	118.09	126.37	120	120	120	P
	合计	135.09	144.47	161.50	170.50	190.70	205.41	Q
平均每人公 里运价(元/ 人公里)	公车经营	0.1786	0.1997	0.1993	0.1984	0.1980	0.1975	R
	班线客运	0.1984	0.2163	0.2252	0.2227	0.2248	0.2247	S
	旅游客运	0.1177	0.1436	0.1369	0.1401	0.1389	0.1396	T
	责任经营	0.1693	0.1742	0.1872	0.1838	0.1870	0.1869	U
	合计	0.1728	0.185	0.1929	0.1903	0.1921	0.1918	V
陆运运输收 入(万元)	公车经营	6111.16	9083.25	12319.46	14835.51	20046.67	24803.42	$AA=AB+AC$
	班线客运	5123.32	7590.24	9832.40	9352.00	10385.25	10850.68	$AB=I*S$
	旅游客运	987.84	1493.01	2487.06	5483.51	9661.42	13952.73	$AC=G*T$
	责任经营	9873.20	10799.98	13034.98	12130.80	12342.00	12337.60	$AD=K*U$
	合计	15984.36	19883.23	25354.44	26966.31	32388.67	37141.02	$AE=AA+AD$

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.3 汉宜高铁分流影响时间推后

公司客运业务主要受汉宜高铁的分流，由于高铁通车时间由2012年3月往后延至6月份通车，预计汉宜线路收入占整体客运比例约15%，占比不大，且公司积极的调整线路将影响降到最低，高铁带来的人流量增加也将间接的促进公司客运业务的发展。

图表11 汉宜高速占道路客运收入约15%



资料来源：平安证券研究所

2.4 谨慎看待水运运输的未来

2010 年 12 月，宜万铁路开通后，公司水路高速客运受分流影响，收入同比出现 15% 的下滑，预计下滑态势 2012 年得以遏制。随着公司募投项目之一 6 艘“两坝一峡”游轮的逐步投入，水上游轮带来的收入占比将逐渐上升。我们对公司游轮业务保持谨慎，从我们实地调研的情况了解，游轮单船最大可承载 300 人左右，硬件设施和服务很好，调研当天属淡季客座率尚在 60%—70%，**经营情况较好，但从试运行的旅游船来看，对公司业绩推动较小，影响不大。**1 艘旅游船全年仅贡献约 400 万元的收入，即使 6 艘全部投入使用，按 40% 的毛利率，也仅贡献约 960 万元的毛利，仅占公司全年毛利的 5% 不到。

图表12 公司水上客运业务

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
水上客运收入	5733.85	6169.75	6531.76	5729.56	6742.32	8071.76
水路高速客运收入	5733.85	6169.75	6246.54	5309.56	5734.32	6307.76
水上游轮收入	--	--	285.22	420	1008	1764

资料来源：公司公告

三、汽车销售业务驱动因素分析

汽车经销方面，主要经营管理宜昌和恩施共 6 家 4S 店，在宜昌地区经销东风日产、郑州日产、东风标致、东风风神和东风雪铁龙，在恩施地区经销东风日产、上海大众等品牌轿车。

图表13 汽车4S店基本情况

	4S 店家数	4S 店地址	销售品牌	授权时间
交运汽车销售维修公司	1	宜昌市体育场路 46 号	东风雪铁龙	2005-9-5
宜昌麟至	1	宜昌市开发区发展大道 61 号	东风标致	2006-6-20
宜昌麟觉	2	宜昌东山开发区发展大道	郑州日产	2011-1-1 至 2012-2-28
宜昌麟远	1	宜昌东山开发区发展大道 59 号	东风日产	2006-2-20
恩施麟觉	1	宜昌市港窑路 5 号汽贸城内	东风风神	2010-3-31
恩施麟达	1	恩施市金桂大道汽车商贸城	东风日产	2009-10-20
恩施麟达	1	恩施市红庙路 296 号	上海大众 VW	2011-1-1 至 2011-12-31

资料来源：公司公告

根据平安证券汽车小组的预测，2011 年全年总体处于调整年，行业面临前期刺激政策退出、部分城市限购、日本地震、通胀高企、油价上涨等多重不利因素，行业销量同比低。预计 2011 年全年轿车行业销量增幅 6.3%，2012 年全年轿车销售增幅 8.0%。

图表 14 汽车行业销量预计 单位：万辆

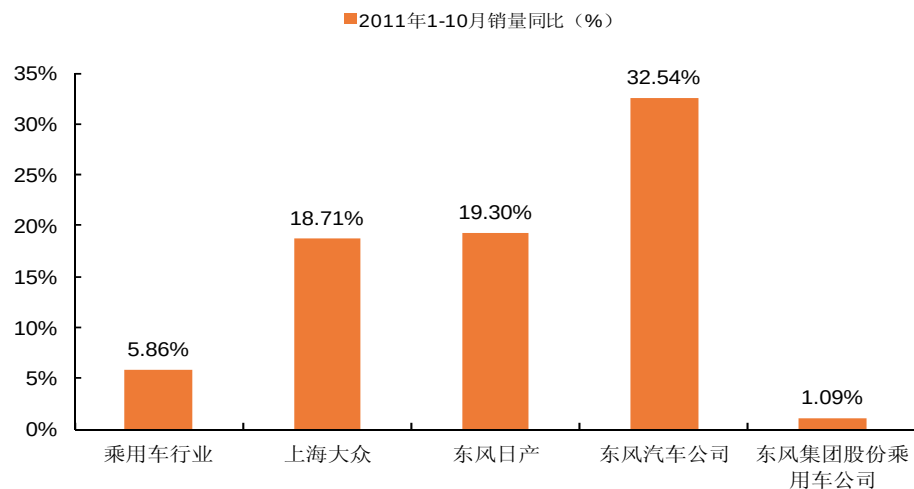
车型	2010 年	2011E	2012E
汽车	1804.2	1843.2	1976.2
YOY	32.6%	2.2%	7.2%
乘用车	1374.9	1438.5	1551.9
YOY	33.5%	4.6%	7.9%
其中：轿车	949.4	1009.4	1090.1
YOY	27.4%	6.3%	8.0%
MPV	44.5	49.9	53.9
YOY	79.1%	12.0%	8.0%
SUV	131.8	159.7	188.5
YOY	100.7%	21.2%	18.0%
交叉型	249.2	219.5	219.5
YOY	28.0%	-11.9%	0.0%
商用车	429.3	404.7	424.2
YOY	29.8%	-5.7%	4.8%
其中：客车	44.3	49.7	55.7
YOY	25.1%	12.2%	12.0%
重卡	101.5	89.4	89.7
YOY	59.7%	-11.9%	0.3%
中轻卡	283.5	265.6	278.8
YOY	22.4%	-6.3%	5.0%

资料来源：中国汽车工业协会、平安证券研究所

目前，公司的战略重心主要是围绕旅游项目开展客运业务，汽车销售业务目前不是公司的战略重点，预计公司汽车销售业务以拓展强势品牌为主进行稳健经营，不会进行大规模的外延式扩张，更多的是依随着行业的增长。

公司销售车型为轿车强势品牌，销售状况良好，且随着公司 4S 店经营年限的增长，汽车配件销售和维修的收入将呈现较快的增速，后续成长性高，其 35%的毛利率大幅高于新车销售（约 5%），我们预计公司汽车销售业务增速可达 15%~20%。

图表15 公司汽车销售经营强势品牌



资料来源：平安证券研究所

图表16 公司汽车销售情况

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
东风日产	730	1365	1506	1657	1988	2286
郑州日产	150	279	274	288	331	380
东风标致	550	763	794	715	757	803
东风雪铁龙	746	779	833	750	787	819
东风风神	-	22	293	284	296	310
上海大众	-	-	-	520	676	879
合计	2176	3208	3700	4213	4835	5477
增速		47.43%	15.34%	13.86%	14.77%	13.28%

资料来源：公司公告

四、公司精细化管理，超强的整合能力

我们实地调研了公司宜昌市汽车客运中心、宜昌市长途汽车站、宜昌港码头，体验了公司“两坝一峡”游轮业务。最大的感触是公司精细化经营和稳健化管理，凸显了良好的管理水平。以长途汽车站为例，公司围绕汽车客运，开拓了“交运超市”、“交运快递”，出租商铺、广告牌等，提供附加服务不仅提升了公司整体形象，而且实现了业务的良好盈利。

图表17 交运超市



资料来源：平安证券研究所

图表18 交运快递



资料来源：平安证券研究所

图表19 宜昌长途汽车站广告牌



资料来源：平安证券研究所

五、盈利与估值

我们预计：公司 2011 年、2012 年、2013 年归属于母公司净利润为 1.07、1.31、1.52 亿元，按发行后总股本折算后 EPS 分别为 0.80、0.99、1.14 元，对应于 12 月 5 日的收盘价 14.99 元对应 PE 分别为 18.8、15.2、13.2 倍。鉴于公司良好的管理层水平，大力发展旅游客运，首次覆盖给予“推荐”的投资评级。

图表20 可比公司估值比较

证券简称	收盘价		EPS(元/股)						PE(倍)
	2011.12.5	2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E
宜昌交运	14.99	0.71	0.80	0.99	1.14	21.0	18.8	15.2	13.2
江西长运	9.33	0.61	0.63	0.73	0.82	15.2	14.7	12.8	11.4
富临运业	9.16	0.25	0.35	0.43	0.52	36.9	26.2	21.3	17.6
中值						21.0	18.8	15.2	13.2
均值						24.4	19.9	16.4	14.1

资料来源：平安证券研究所

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E					
流动资产	253	767	789	945					
现金	151	657	625	769					
应收账款	12	14	16	18					
其他应收款	13	19	22	24					
预付账款	50	42	47	50					
存货	27	35	79	84					
其他流动资产	0	0	0	0					
非流动资产	567	619	751	762					
长期投资	3	4	4	4					
固定资产	282	298	363	391					
无形资产	143	143	143	143					
其他非流动资产	139	175	242	225					
资产总计	820	1386	1540	1707					
流动负债	277	338	357	368					
短期借款	92	100	100	100					
应付账款	50	71	79	84					
其他流动负债	135	168	178	184					
非流动负债	205	188	188	188					
长期借款	88	88	88	88					
其他非流动负债	118	100	100	100					
负债合计	482	526	544	555					
少数股东权益	29	32	35	40					
股本	100	134	134	134					
资本公积	43	423	423	423					
留存收益	162	268	400	551					
归属母公司股东权益	309	829	960	1112					
负债和股东权益	820	1386	1540	1707					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E					
经营活动现金流	90	189	170	245					
净利润	97	109	135	156					
折旧摊销	52	52	68	89					
财务费用	5	2	2	0					
投资损失	-1	0	0	0					
营运资金变动	-56	30	-35	-0					
其他经营现金流	-7	-4	0	0					
投资活动现金流	-107	-103	-200	-100					
资本支出	154	50	200	100					
长期投资	2	53	0	0					
其他投资现金流	49	0	0	0					
筹资活动现金流	90	420	-2	-0					
短期借款	47	8	0	0					
长期借款	83	0	0	0					
普通股增加	0	34	0	0					
资本公积增加	0	380	0	0					
其他筹资现金流	-40	-2	-2	-0					
现金净增加额	72	506	-32	144					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E					
营业收入	859	930	1084	1175					
营业成本	664	705	789	840					
营业税金及附加	16	19	22	24					
营业费用	13	19	22	24					
管理费用	49	60	90	100					
财务费用	5	2	2	0					
资产减值损失	0	0	0	0					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	1	0	0	0					
营业利润	111	126	160	188					
营业外收入	18	20	20	20					
营业外支出	4	0	0	0					
利润总额	125	146	180	208					
所得税	28	36	45	52					
净利润	97	109	135	156					
少数股东损益	2	3	4	4					
归属母公司净利润	95	107	131	152					
EBITDA	168	180	230	277					
EPS (元)	0.95	0.80	0.99	1.14					

主要财务比率				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	19.3%	8.3%	16.6%	8.4%
营业利润	18.7%	13.2%	27.2%	17.2%
归属于母公司净利润	26.4%	11.8%	23.5%	15.3%
获利能力				
毛利率(%)	22.7%	24.2%	27.2%	28.5%
净利率(%)	11.1%	11.5%	12.1%	12.9%
ROE(%)	30.9%	12.8%	13.7%	13.6%
ROIC(%)	29.1%	33.3%	26.7%	30.3%
偿债能力				
资产负债率(%)	58.8%	37.9%	35.3%	32.5%
净负债比率(%)	37.21%	35.67%	34.45%	33.76%
流动比率	0.91	2.27	2.21	2.57
速动比率	0.81	2.16	1.99	2.34
营运能力				
总资产周转率	1.18	0.84	0.74	0.72
应收账款周转率	86	70	72	69
应付账款周转率	10.81	11.66	10.56	10.31
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.71	0.80	0.99	1.14
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	1.41	1.27	1.83
每股净资产(最新摊薄)	2.31	6.21	7.19	8.33
估值比率				
P/E	21.00	18.79	15.22	13.20
P/B	6.49	2.41	2.08	1.80
EV/EBITDA	12	11	9	7

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）

公司声明及风险提示：

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。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

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