

围海股份 (002586)

海涂围垦前景看好

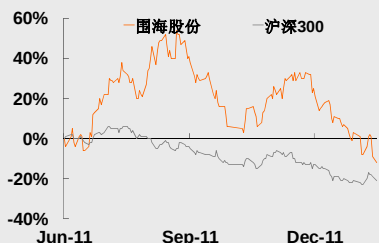
推荐 (首次)

现价: 20.62 元

主要数据

行业	建筑与工程
公司网址	www.zjwh.com.cn/
大股东/持股	围海控股/49.53%
实际控制人/持股	冯全宏等/36.98%
总股本(百万股)	107
流通 A 股(百万股)	27
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	20.59
流通 A 股市值(亿元)	5.19
每股净资产(元)	6.83
资产负债率(%)	48.2

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

徐炜 建筑建材研究员
投资咨询资格编号
S1060110030233
0755-22627752
xuwei850@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

■ 沿海省份海涂围垦“黄金十年”已经到来:

我国沿海八省两市一区滩涂面积 3,250 万亩, 且每年以至少 2% 的增长速度继续淤涨, 可供开发的滩涂资源丰富。近年沿海省市均已出台海涂开发的相关规划, 未来十年增长确定。我们认为, “海涂围垦”工程有望成为沿海地方政府对冲土地财政收入下降的直接手段, 未来三年投资超预期可能性大。

■ 上调“十二五”水利投资复合增速预测由 20%至 24%:

2011 年上半年完成水利管理业固定资产投资 1286 亿元、下半年完成 2126 亿元, 同比分别增长 18.4%、21.6%, 下半年开始明显加速。我们认为, 水利投资增速加快的趋势将得以延续, 2012 年铁路工程投资同比减少是几乎确定的, 而道路、市政等领域的增速也从 2011 年开始明显放缓。2012 年要实现基建固定资产投资保持增长, 最有可能被拉动的领域就是水利投资。

■ 公司将占据浙江省内 30%以上海堤工程市场

公司海堤建设累计总量超过 600 公里, 约占全国现有海堤建设累计量的 4.4%。2007~2009 年公司在国内海堤工程行业市场的占有率分别达到 6.8%、6.9%、6.7%, 为全国水利系统海堤工程建设的领先企业。海堤工程施工较一般建筑施工作业环境特殊, 需要专用设备并配备专业人员才能完成, 专用设备的自主研发及制造都需要足够的资金支持。公司上市后将进一步巩固其资金和技术实力, 有望在浙江省内占据超过 30% 的市场份额。

■ 给予“推荐”评级:

预测公司 2011~2013 年的 EPS 分别为 0.79 元、1.24 元和 1.85 元, 对应当前股价的动态 PE 分别为 26.0 倍、16.7 倍和 11.2 倍。我们认为, 公司作为浙江省内海堤工程龙头, 将凭借 BT 项目与传统业务的合理配置, 持续提高订单增速和盈利能力, 预计未来三年净利润 CAGR 可超过 50%, 因此给予公司 2012 年 20 倍 PE 的估值, 目标价 25 元, 较当前股价有 30% 的上涨空间, 给予“推荐”评级。

■ 风险提示:

如果“十二五”期间水利的实际投资额及增速低于预期, 公司的订单增长将受到负面影响; 如果地方政府无力对围海工程持续投入, 公司的应收账款有坏账风险; 如果公司承揽的工程项目出现严重质量问题, 将大幅削弱公司的项目承揽能力。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	921	1,017	1,401	2,053	3,020
YoY(%)	33.9	10.5	37.6	46.6	47.1
净利润(百万元)	43	57	85	132	198
YoY(%)	46.1	31.5	49.9	55.8	49.2
毛利率(%)	12.7	15.4	15.2	16.1	16.6
净利率(%)	4.7	5.6	6.1	6.5	6.5
ROE(%)	22.3	23.6	10.5	14.3	18.0
EPS(摊薄/元)	0.40	0.53	0.79	1.24	1.85
P/E(倍)	47.7	36.3	26.0	16.7	11.2
P/B(倍)	10.7	8.6	2.7	2.4	2.0

正文目录

一、	海涂围垦前景看好.....	4
1.1	沿海省份海涂围垦“黄金十年”已经到来.....	4
1.2	未来 3 年水利投资超预期概率大	5
二、	海堤工程行业：受益于“十二五”水利规划	7
2.1	预计未来三年行业保持快速增长	7
2.2	行业门槛高、专用设备投资大	7
三、	公司在围海工程领域优势明显.....	8
3.1	公司为海堤工程施工领军企业	8
3.2	募投项目提升竞争力.....	8
四、	给予“推荐”评级.....	9
五、	风险提示.....	9

图表目录

图表 1	各地滩涂围垦规划	4
图表 2	预计 2013 年全国围垦面积总量将达到约 150 万亩	5
图表 3	预计浙江省海堤工程投资规模逐年加速	5
图表 4	2H2011 水利管理业投资开始明显提速	6
图表 5	将“十二五”期间水利投资完成额复合增速预测由 20%上调至 24%	6
图表 6	未来 3 年海堤建设投资将保持快速增长	7
图表 7	公司主要业务	8
图表 8	营业收入及预测	10
图表 9	营业成本及预测	10
图表 10	营业利润及预测	10
图表 11	收入结构及假设	10
图表 12	成本结构及预测	10
图表 13	利润贡献率及预测	10

一、海涂围垦前景看好

“滩涂”是海滩、河滩和湖滩的总称，指沿海大潮高潮位与低潮位之间的潮浸地带，河流湖泊常水位至洪水位间的滩地，时令湖、河洪水位以下的滩地，水库、坑塘的正常蓄水位与最大洪水位间的滩地面积。“海涂”即沿海滩涂，为平均高潮线以下低潮线以上的海域，沿海滩涂既属于土地，又是海域的组成部分。

中国的海涂主要分布在北起辽宁、南至广东、广西和海南的海滨地带，是“海岸带”的一个重要组成部分。我国海洋滩涂总面积 217.04 万公顷。

1.1 沿海省份海涂围垦“黄金十年”已经到来

近年来，在一系列沿海经济和海洋经济发展规划的指引下，我国沿海经济快速发展，社会财富快速累积，人民生活水平快速提升。伴随着水产养殖、港口旅游及水利等产业增加值的快速扩大和工业化、城镇化建设的推进，对海域资源的进一步利用，并合理解决沿海地区农业用地和建设用地的指标平衡矛盾已成为沿海城市发展的当务之急。

我国沿海八省两市一区（不包括港、澳、台）滩涂面积 3,250 万亩，且每年以至少 2% 的增长速度继续淤涨，可供开发的滩涂资源丰富。结合我国沿海地区资源现状和地区发展需要，围垦建设成为合理解决上述矛盾的有效途径。

以江苏省为例。江苏近海未围滩涂总面积 750.25 万亩，约占全国四分之一。到 2020 年，将建设 21 个围区，实现 272.5 万亩的滩涂围垦目标，其中南通、盐城分占六四。

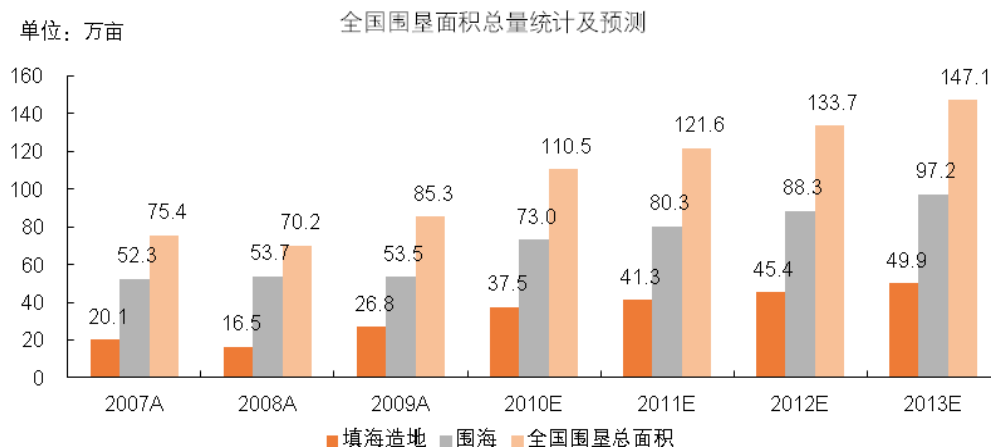
2010 年~2020 年，江苏沿海滩涂围垦计划总规模 270 万亩。第一阶段，2010 年~2012 年，围垦滩涂 60 万亩，建设 8 个省级滩涂围垦综合开发试验区，探索形成滩涂围垦开发新机制；第二阶段，2013 年~2015 年，围垦滩涂 70 万亩，全面实施园区式综合开发；第三阶段，2016 年~2020 年，围垦滩涂 140 万亩，将沿海滩涂建成新型港口工业区、现代农业基地、新能源基地、生态休闲旅游区和宜居的滨海新城。

图表1 各地滩涂围垦规划

省份	规划	主要内容
浙江	《滩涂围垦总体规划（2005-2020 年）》	动态保护重要湿地，促进滩涂资源的可持续发展，全省至 2020 年滩涂围垦建设项目 117 处，总建设规模 192 万亩
福建	《沿海滩涂围垦规划》（2001-2020 年）	总体目标为：至 2020 年，全省共规划围垦 82.66 万亩滩涂，完成围垦投资约 65.84 亿元，垦区开发投资约 38.04 亿元
江苏	《沿海滩涂围垦及总体开发利用规划》（2009-2020 年）	目标：围垦面积 270 万亩
广东	《广东省海洋功能区划》（粤府【2008】57 号）	重点发展本区域内的滩涂利用工作，为 30 余个重大项目划定了 146 平方公里的围海造地面积
天津		“加大围海造陆投入”被纳入天津扩大内需促经济增长的十方面重大项目建设计划
澳门		2009 年 11 月，国务院批复澳门特别行政区，同意其填海造地 0.55 万亩以建设澳门新城区

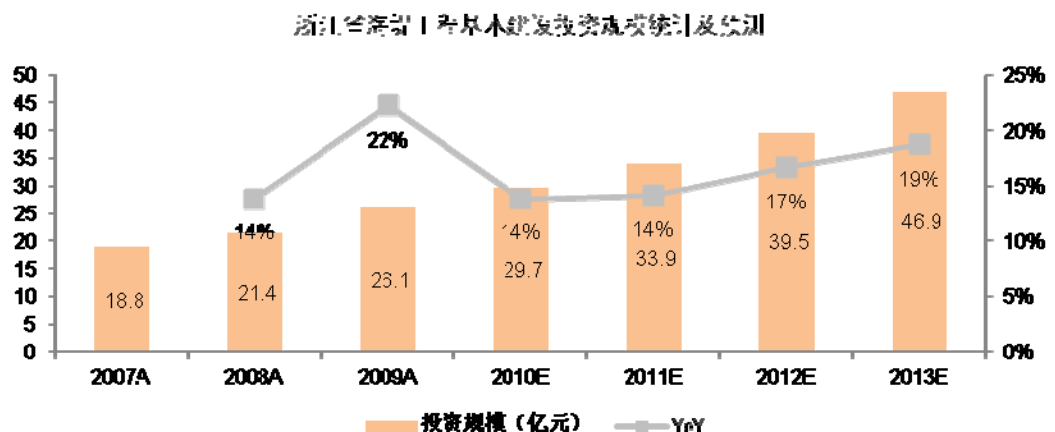
资料来源：各地政府网站，平安证券研究所

图表2 预计2013年全国围垦面积总量将达到约150万亩



资料来源：浙江省围垦局，2007-2009年海域使用管理公报，平安证券研究所

图表3 预计浙江省海堤工程投资规模逐年加速



资料来源：中国水利企业协会，平安证券研究所

1.2 未来3年水利投资超预期概率大

水利投资在2011年下半年有明显加速迹象，考虑到未来固定资产投资依然将保持增长、铁路公路投资有放缓迹象，我们修正了对“十二五”期间水利投资的预期，将2011-2015年水利投资复合增速由20%上调为24%。

从国家统计局口径看，2011年全年完成水利管理业固定资产投资3412亿元，其中上半年完成1286亿元、下半年完成2126亿元，同比分别增长18.4%、21.6%，下半年开始明显加速。

我们认为2011年下半年水利投资的加速，主要原因是7月中央水利工作会议后落实了水利投入的资金来源，明确了加快水利建设的具体目标和投资主体。

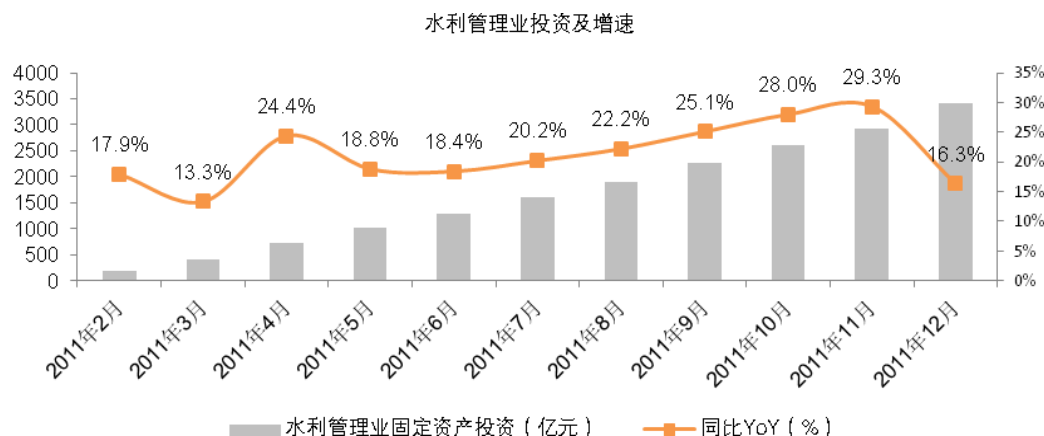
我们预计水利投入的资金主要来自以下几个方面：

(1) 土地出让收益。政府将提高水利建设资金在国家固定资产投资中的比重，每年从土地出让收益中提取10%用于农田水利建设，按照2010年全国每年土地出让金收益算，即为约700亿元。

(2) 延长水利建设基金征收年限、拓宽来源渠道、增加收入规模,合理调整水资源费征收标准、扩大征收范围。

(3) 引导金融机构增加水利信贷资金,支持农业发展银行积极开展水利建设中长期政策性贷款业务。支持符合条件的水利企业上市和发行债券鼓励符合条件的地方政府融资平台公司通过直接、间接融资方式,拓宽水利投融资渠道,吸引社会资金参与水利建设。

图表4 2H2011水利管理业投资开始明显提速



资料来源:国家统计局,平安证券研究所

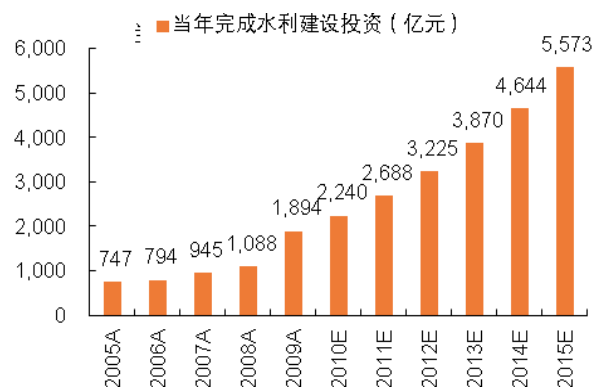
我们认为,水利投资增速加快的趋势将在 2012 年得以延续,主要原因是:

(1) 从宏观层面看,水利投资是基建投资中增长确定性最高的领域。2012 年铁路工程(不含设备)投资同比减少是几乎确定的,预计将从 2011 年 4600 亿左右下降到 4000 亿左右;而道路、市政等领域的增速也从 2011 年开始明显放缓。**要实现基建固定资产投资保持增长,最有可能被拉动的领域就是水利投资。**

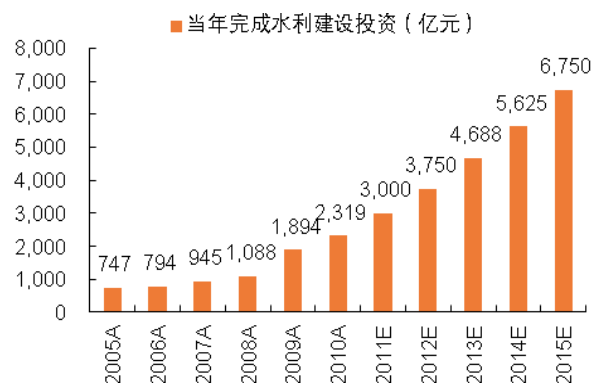
(2) 从地方政府的角度看,尽管水利投资本身可能并不产生效益,但一方面可以通过加大水利投入获得中央财政支持,另一方面以滩涂围垦为代表的民生工程,可以增加用地指标,缓解土地出让收入下滑的压力。

图表5 将“十二五”期间水利投资完成额复合增速预测由20%上调至24%

调整前



调整后



资料来源:中国水利统计公报,平安证券研究所

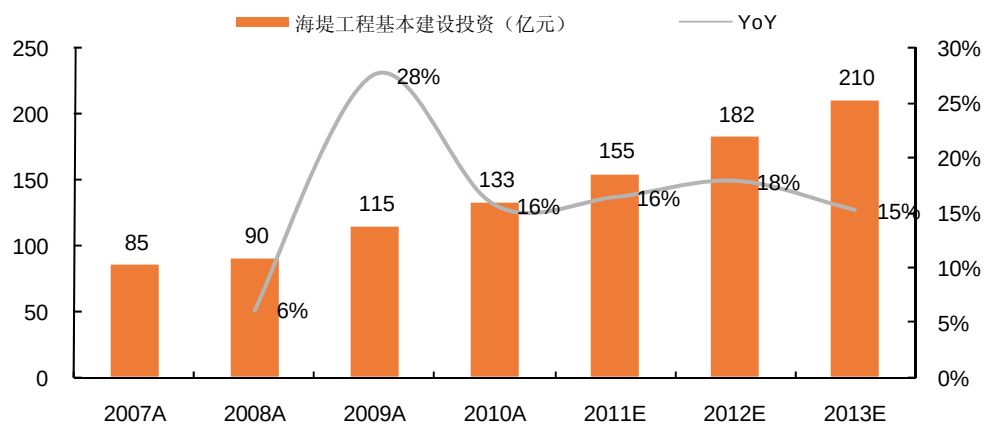
二、海堤工程行业：受益于“十二五”水利规划

2.1 预计未来三年行业保持快速增长

我国“十二五”规划中明确提出发展海洋经济，提高海洋开发、控制、综合管理能力，发展海洋油气、运输、渔业等产业，合理开发利用海洋资源，加强渔港建设，保护海岛、海岸带和海洋生态环境。海洋经济已经成为未来我国经济发展的重要领域，即将出台的海洋经济发展“十二五”规划将进一步明确发展的方向。

海洋经济时代离不开海堤建设，防护性海堤、围海海堤和填海造地海堤、交通海堤、渔港防坡堤等将会迎来巨大的发展空间。随着经济规模的增长，海堤建设标准将会大幅度提升，预计全国性海堤的建设标准将从目前基本的 20 年一遇提高到 50 年一遇，投资规模将会大幅提高。

图表6 未来3年海堤建设投资将保持快速增长



资料来源：中国水利企业协会，公司资料，平安证券研究所

2.2 行业门槛高、专用设备投资大

➤ 资金门槛较高

海堤工程施工较一般建筑施工作业环境特殊，需要专用设备并配备专业人员才能完成，专用设备的自主研发及制造都需要足够的资金支持。例如单艘石方平抛专用驳船造价也高达数千万元。工程承揽过程中还会涉及大量的投标保证金、履约保证金、工程款垫付等资金需求。设备技术能力和资金实力是行业新进入者的主要障碍。

➤ 完全竞争市场

海堤建设市场已处于完全竞争状态。海堤建设项目承接主要通过公开招投标活动实现，行业内无垄断现象，市场化程度较高，市场集中度偏低。水利系统内从事海堤工程施工的重点企业包括围海股份、中国水利水电第十二工程局有限公司、浙江省正邦水电建设有限公司、浙江省第一水电建设集团有限公司、浙江省水电建筑安装有限公司、中国葛洲坝集团公司等。

➤ 议价能力偏弱

海堤工程上游行业主要是土石方等基础建筑材料及施工船只、机械等设备供应商，下游为工程业主方，通常是地方政府。从过往公司毛利率和成本结构的变化情况来看，对上下游的议价能力均不强。

➤ 不可替代但有潜在竞争对手

我们认为，目前海堤工程的合同金额普遍较小、毛利率不高，资金门槛对于中小企业来说较难逾越。但通过 BT 或 EPC 方式承揽工程时可获得较高的毛利，可能会吸引大型施工企业进入海堤工程领域。

三、公司在围海工程领域优势明显

3.1 公司为海堤工程施工领军企业

公司目前以建筑施工及其相关的技术服务（勘测、设计等）为主营业务，最近三年主营业务收入占公司营业收入的比例均高于 99%，建筑施工业务主要包括海堤工程、河道工程、水库工程、城市防洪工程等，其中海堤工程施工业务收入占公司营业收入的比例最大，最近三年均超过 80%，是公司的核心业务。

海堤工程主要包括防护性海堤、围海海堤、填海造地海堤、促淤堤、港口海堤、渔港防波堤、交通海堤等。其中，围海海堤、防护性海堤是公司目前海堤建设的主要方向。

图表7 公司主要业务

业务类别	主要用途
海堤工程	一方面抵御风暴潮灾害，保护沿海人民生命财产安全，保障沿海经济稳定发展；另一方面科学开发并保护滩涂湿地资源，为围区内渔业、农业、工业、旅游业等奠定良好的基础，缓解沿海人多地少的矛盾。
河道工程	防洪、排涝，跨流域引水供水、改善河床泥沙淤积，改善航道、改善水质、改善区域环境和生态平衡
水库工程	防洪、排涝、灌溉、发电、淡水养殖、旅游开发
城市防洪工程	防止城市遭受洪水侵袭，保障城市人民生命财产安全

资料来源：公司资料，平安证券研究所

截至 2009 年末，公司海堤建设累计总量超过 600 公里，约占全国现有海堤建设累计量的 4.4%。2009 年公司海堤工程建设收入 7.65 亿元，占浙江海堤建设施工投资市场份额 29.3%，2010 年公司海堤工程建设收入达 8.39 亿元。根据中国水利企业协会数据测算，2007、2008、2009 年公司在国内海堤工程行业市场的占有率分别达到 6.8%、6.9%、6.7%，为全国水利系统海堤工程建设的领先企业。

3.2 募投项目提升竞争力

■ 沥港渔港投资建设项目

沥港渔港建设工程位于舟山市定海区金塘镇西北部，金塘岛紧连甬江和钱塘江入海口处，东邻册子岛，间隔册子水道，为舟山至宁波的主要水道；北邻灰鳖洋，为北上上海、青岛，南下温台、闽粤等沿海城市，东至滨海渔场的必经之道。本项目为沥港渔港 I 标段工程防波堤东堤，全长 2,180 米。项目的主要建设内容为堤身填筑、外海侧护坡、港区侧护面、堤顶工程。该项目采取 BT 方式运作，目前进展良好，工程进度正按照建设计划推进，按合同要求预计 2011 年 12 月底完工。

项目公司（网新围海）目前的注册资本 5,000 万元，根据项目资金需求，网新围海最终的注册资本将达到 1.8 亿元左右，按照回购协议的约定，回购基数暂定为 20,259 万元，回购期 3 年，从 2011 年起，连续 3 年至 2013 年支付完最后一笔回购款为止，预计该项目的税前内部收益率为 20.17%。

■ 专用设备购置项目

海堤工程行业一般具有施工工程量大、施工时间长的特点。大型化、专业化设备尤其显得重要，企业在投标时需要具备相对应的施工技术和专业化设备才有资格参与竞标。随着我国海堤建设的发展，特别是近年来许多国家战略性项目立项和开工建设，工程项目逐渐表现出规模大、运距远、深度大等特点。因此与其配套的工程专用施工设备也要求更大型、更先进，市场对大型设备需求量在明显增加。

公司目前拥有液压开体驳船 11 条、插板船 7 条，现有设备目前虽在专业领域具有技术先进性，但船只吨位较小。面对工程建设项目大型化和石方远距离采购运输的发展趋势，公司迫切需要增加一些大型工程船舶设备，来保证承接业务的船舶设备要求。2010 年 12 月末，公司专用设备的成新率仅为 40.36%，成新率较低。公司拟通过该项目投资 28,660 万元，购置 1 艘 3800 m³/h 土方远距离输送船、2 艘 1000 m³ 液压开体驳船和 2 艘 98m 石方平抛专用驳船、3 艘水下塑料排水板加固软基专用插板船。该项目的实施将大幅提高公司的产能，预计税前内部收益率将达到 28.22%。

■ 建设工程技术研究创新基地项目和补充流动资金

该项目拟投资 2,011 万元，由围海建设全资子公司宁波高新区围海工程技术有限公司组织实施。创新基地的建立有利于推动公司工程施工技术的整体提升，改善施工条件，提高施工质量，降低施工成本，提高公司的项目承揽能力，为公司未来可持续发展提供技术支持。

公司拟将本次募集资金中 7,000 万元用于补充工程施工业务运营资金，以增强公司的短期偿债能力。

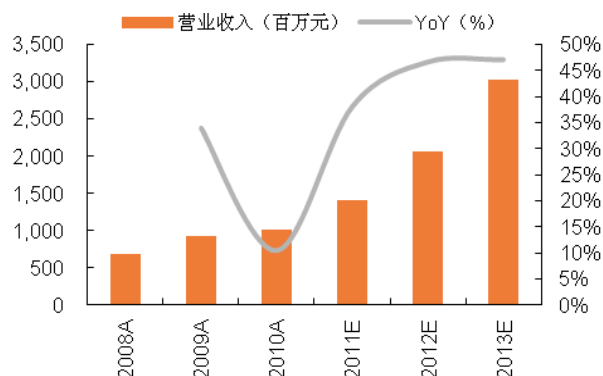
四、 给予“推荐”评级

预测公司 2011~2013 年的 EPS 分别为 0.79 元、1.24 元和 1.85 元，对应当前股价的动态 PE 分别为 26.0 倍、16.7 倍和 11.2 倍。我们认为，水利工程是“十二五”期间基建工程中投资增长最为确定的领域，“海涂围垦”工程有望成为沿海地方政府对冲土地财政收入下降的直接手段，未来三年投资超预期可能性大，而公司作为浙江省内海堤工程龙头，将凭借 BT 项目与传统业务的合理结合，持续提高订单增速和盈利能力，预计未来三年净利润 CAGR 可超过 50%，因此给予公司 2012 年 20 倍 PE 的估值，目标价 25 元，较当前股价有 30%的上涨空间，给予“推荐”评级。

五、 风险提示

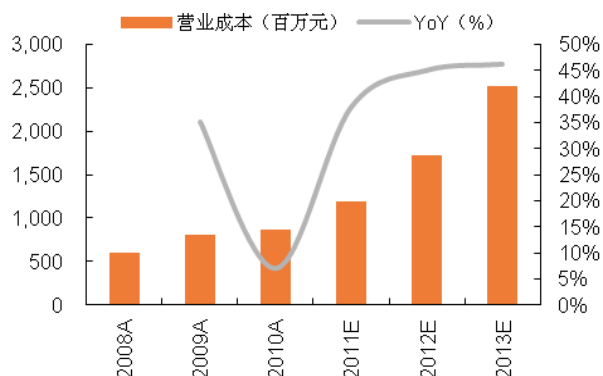
- **水利投资增速低于预期。**海涂围垦作为水利投资的组成部分，受限于政府投资，如果“十二五”期间水利的实际投资额及增速低于预期，公司的订单增长将受到负面影响。
- **地方政府无力投入。**海堤工程主要集中于东部沿海省市，也是对土地财政依赖度较大的地区。在土地出让金收入持续下降的情况下，如果地方政府无力对围海工程持续投入，公司的应收账款有坏账风险。
- **工程质量问题导致公司订单能力下降。**与其他施工企业相似，海堤工程招标时看重企业的施工资质和过往业绩及质量，如果公司承揽的工程项目出现严重质量问题，将大幅削弱公司的项目承揽能力。

图表8 营业收入及预测



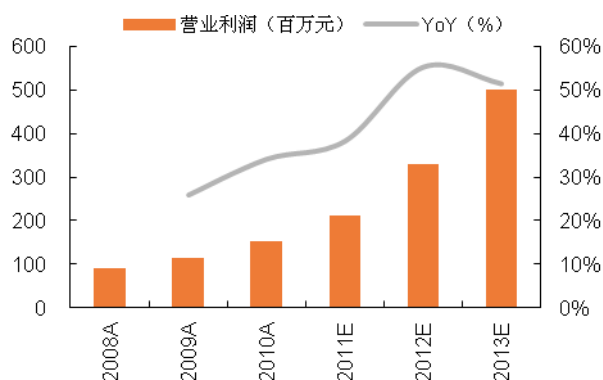
资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表9 营业成本及预测



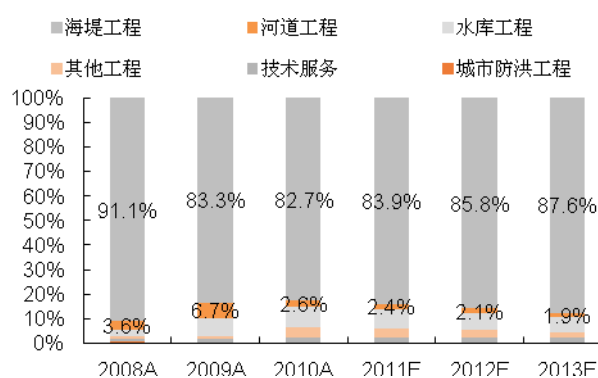
资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表10 营业利润及预测



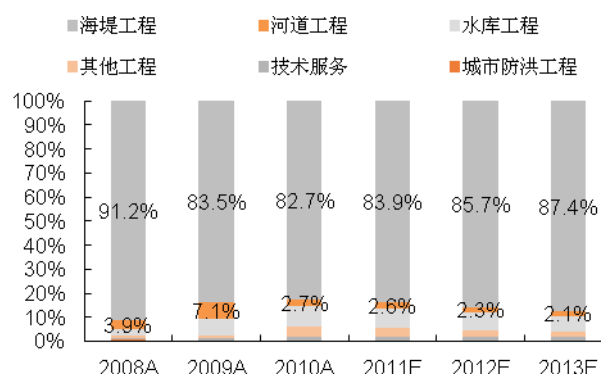
资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表11 收入结构及假设



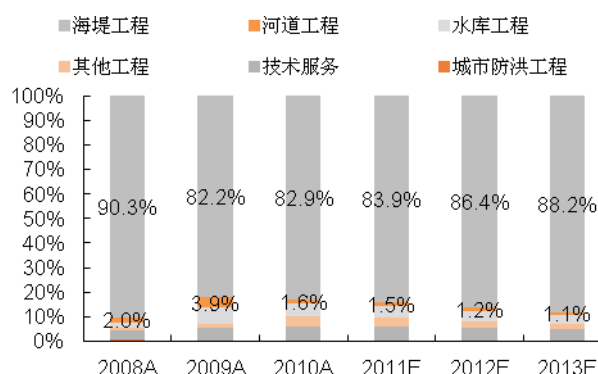
资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表12 成本结构及预测



资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表13 利润贡献率及预测



资料来源：公司资料，平安证券研究所

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	539	617	1,196	1,738	2,553	营业收入	921	1,017	1,401	2,053	3,020
现金	96	135	210	308	453	营业成本	804	861	1,188	1,723	2,519
应收账款	288	340	700	1,027	1,510	营业税金及附加	31	34	46	68	100
其他应收款	91	115	210	308	453	营业费用	0	0	0	0	0
预付账款	61	27	73	93	133	管理费用	24	27	42	60	85
存货	1	1	2	2	4	财务费用	10	14	8	21	44
其他流动资产	2	0	0	0	0	资产减值损失	0	2	1	1	1
非流动资产	149	213	409	577	629	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	18	0	0	0	0	投资净收益	2	0	0	0	0
固定资产	42	48	250	422	474	营业利润	55	80	116	181	272
无形资产	5	10	14	19	24	营业外收入	4	1	2	2	2
其他非流动资产	84	155	144	135	131	营业外支出	1	1	1	1	1
资产总计	688	830	1,605	2,315	3,182	利润总额	58	80	117	183	273
流动负债	476	564	763	1,354	2,042	所得税	12	20	29	46	68
短期借款	108	165	232	633	1,040	净利润	46	60	88	137	204
应付账款	209	264	364	528	772	少数股东损益	3	3	3	5	7
其他流动负债	158	135	167	192	229	归属母公司净利润	43	57	85	132	198
非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	65	94	139	239	368
长期借款	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.54	0.71	0.79	1.24	1.85
其他非流动负债	0	0	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	476	564	763	1,354	2,042	会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	19	26	29	33	40	成长能力					
股本	80	80	107	107	107	营业收入	33.9%	10.5%	37.6%	46.6%	47.1%
资本公积	12	12	472	472	472	营业利润	28.7%	46.4%	45.0%	56.5%	49.6%
留存收益	78	119	204	319	490	归属于母公司净利润	46.1%	31.5%	49.9%	55.8%	49.2%
归属母公司股东权益	193	241	813	928	1,100	获利能力					
负债和股东权益	688	830	1,605	2,315	3,182	毛利率(%)	12.7%	15.4%	15.2%	16.1%	16.6%
现金流量表						净利率(%)	4.7%	5.6%	6.1%	6.5%	6.5%
单位:百万元						ROE(%)	22.3%	23.6%	10.5%	14.3%	18.0%
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	27.1%	25.1%	10.9%	11.9%	13.8%
经营活动现金流	45	57	-266	-61	-87	偿债能力					
净利润	46	60	88	137	204	资产负债率(%)	69.1%	67.9%	47.6%	58.5%	64.2%
折旧摊销	0	0	16	37	53	净负债比率(%)	22.8%	29.3%	30.4%	46.8%	51.0%
财务费用	10	14	8	21	44	流动比率	1.13	1.09	1.57	1.28	1.25
投资损失	-2	0	0	0	0	速动比率	1.13	1.09	1.56	1.28	1.25
营运资金变动	0	0	-378	-256	-388	营运能力					
其他经营现金流	-9	-18	1	0	0	总资产周转率	1.37	1.34	1.15	1.05	1.10
投资活动现金流	3	-37	-205	-205	-105	应收账款周转率	3.37	3.24	2.69	2.38	2.38
资本支出	9	16	200	200	100	应付账款周转率	3.67	3.64	3.78	3.86	3.87
长期投资	5	17	0	0	0	每股指标 (元)					
其他投资现金流	17	-5	-5	-5	-5	每股收益(最新摊薄)	0.40	0.53	0.79	1.24	1.85
筹资活动现金流	-37	27	546	364	337	每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.53	-2.49	-0.57	-0.81
短期借款	-9	57	67	402	407	每股净资产(最新摊薄)	1.81	2.25	7.60	8.68	10.28
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	27	0	0	P/E	51.2	39.0	26.0	16.7	11.2
资本公积增加	0	0	460	0	0	P/B	11.4	9.2	2.7	2.4	2.0
其他筹资现金流	-29	-30	-8	-38	-70	EV/EBITDA	34.9	24.0	16.2	9.4	6.1
现金净增加额	10	46	76	98	145						

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 2012 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