



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

# 连通荆楚 畅游长江

## ——宜昌交运（002627）新股定价报告

2011 年 10 月 20 日

建议申购

宜昌交运

新股定价

### 摘要:

- **连通湖北辐射全国的区域道路运输龙头企业。**公司目前在湖北省已建立覆盖广泛的道路客运线路网络，运营范围辐射到京、津、浙、粤、苏、沪、湘、皖、陕、川等 20 多个省市。截至 2011 年 6 月 30 日，经营的客运班线 235 条，日发班次近 2,500 班，2011 年上半年客运周转量为 7.10 亿人次。
- **借长江地利，水上客运、游轮服务大有可为。**公司控股的宜昌长江高速客轮公司为目前长江水上高速客运宜昌至万州航线的主要运营商。募投项目“两坝一峡”游轮项目进一步发挥了长江地利和公司丰富的水上客运管理经验，预期取得良好收益。
- **进军鄂西生态文化圈，分享旅游盛宴。**鄂西地区旅游资源丰富，当地旅游交通服务能力与市场需求存在较大差距。公司针对鄂西地区提供包括车船结合、旅游包车、班车、游览车等全方位服务，在满足市场需求的同时也可分享旅游行业的高成长。
- **系多个汽车品牌的地区代理，盈利稳定。**公司在宜昌、恩施等地区拥有多个汽车品牌的独家代理。湖北小汽车市场增长潜力高于东部，汽车销售、服务盈利能力预期增长稳定。
- **业绩预测及估值：**我们预计公司 2011、2012、2013 年收入规模分别为 9.13 亿元、10.70 亿元和 11.95 亿元，归属母公司的净利润分别为 1.05 亿元、1.33 亿元和 1.52 亿元，对应发行后的每股收益分别为 0.79 元、1.00 元、1.14 元。参考可比公司，我们给予公司 11 年 18-22 倍 PE 估值，对应合理股价为 14.4-17.6 元。
- **风险提示：**水路、道路客运存在安全风险；水路、道路运输行业存在被铁路等其他运输业分流的风险；存在燃油价格波动风险。

刘家伟

执业证书编号：S1480510120001

联系人：苏魁

010-66554014

sukui@dxzq.net.cn

msn: sk\_on\_line@hotmail.com

上市首日定价区间

14.40-17.60

### 发行上市资料

总股本（万股）	13350
发行量（万股）	3350
发行日期	2011/10/21
发行方式	网下询价/网上定价
保荐机构	华龙证券
预计上市日期	-

### 发行前财务数据

每股净资产（元）	3.34
净资产收益率（%）	34.93
资产负债率（%）	63.44

### 主要股东和持股比例

宜昌市国资委	50.40%
北京国信鸿基	20.00%
鄂西圈投	10.00%

### 财务指标预测

指标	10A	11E	12E
营业收入（百万元）	858.53	913.15	1,073.28
增长率（%）	19.3%	6.3%	17.6%
净利润（百万元）	96.87	106.51	134.91
增长率（%）	26.4%	10.1%	27.1%
每股收益(元)	0.95	0.79	1.00
净资产收益率（%）	30.88%	24.24%	24.12%

## 目 录

<b>1. 公司基本介绍及本次发行情况</b>	<b>4</b>
1.1 公司基本介绍	4
1.2 本次发行情况	4
<b>2. 行业整体情况</b>	<b>5</b>
2.1 行业基本特征	5
2.2 行业发展情况	6
<b>3. 公司业务构成及模式特点</b>	<b>6</b>
3.1 道路客运：班线客运为主，网络优势明显	7
3.2 水路客运：兼具运输与旅游概念	8
3.3 客运站与客运港经营业务：区域资源独享，道路水路联动	9
3.4 出租汽车业务：占据宜昌市过半份额，整体贡献较小	9
3.5 汽车经销及售后服务业务：特许经销，稳定增长	10
<b>4. 募投项目情况</b>	<b>10</b>
4.1 打造宜昌公路客运新枢纽	10
4.2 借三峡地利发展旅游航运	11
4.3 分享鄂西生态文化圈旅游盛宴	12
<b>5. 盈利预测与估值</b>	<b>13</b>
<b>风险提示</b>	<b>13</b>

## 表格目录

表 1：各募投项目投资金额（万元）	5
表 2：各运输方式特点	5
表 3：全国公路水路客运市场情况	6
表 4：道路客运主要运营模式	7
表 5：可比公司 10-12 年 PE	13
表 6：预测利润表	14
表 7：预测资产负债表	14
表 8：预测现金流量表	15

## 插图目录

图 1：宜昌交运当前股权示意图	4
图 2：宜昌交运各业务收入构成	7
图 3：宜昌交运各业务毛利构成	7
图 4：道路客运业务 2008 年-2010 年及 2011 年 1-6 月收入 and 毛利	8
图 5：水路客运业务 2008 年-2010 年及 2011 年 1-6 月收入 and 毛利	8
图 6：港站业务 2008 年-2010 年及 2011 年 1-6 月收入 and 毛利	9

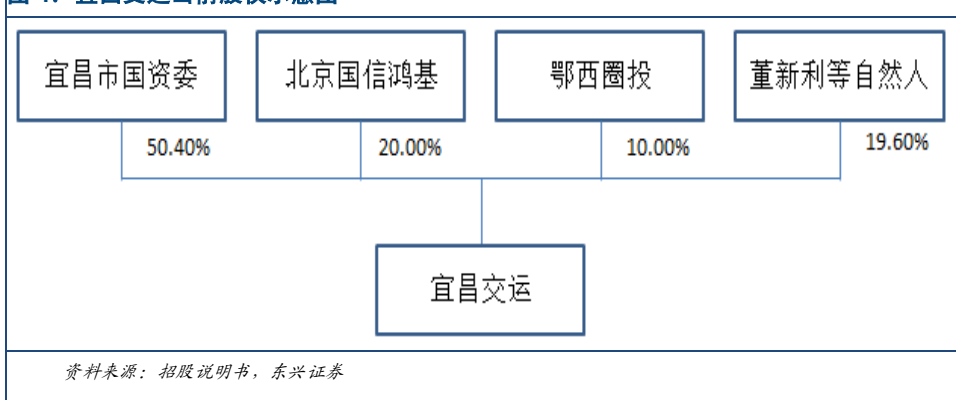
图 7：出租汽车业务 2008 年-2010 年及 2011 年 1-6 月收入 and 毛利.....	9
图 8：汽车销售及售后服务业务 2008 年-2010 年及 2011 年 1-6 月收入 and 毛利.....	10
图 9：宜昌汽车客运中心站项目效果图.....	10
图 10：“两坝一峡”游轮效果图.....	11
图 11：鄂西生态文化圈位置图.....	12

## 1. 公司基本介绍及本次发行情况

### 1.1 公司基本介绍

公司前身为宜昌交运集团有限责任公司，为 1998 年由宜昌市宜通运输集团有限责任公司与宜昌市恒通运输公司新设合并成立。2006 年，交运集团由国有独资公司改制为国有控股公司，2008 年 6 月 26 日，由宜昌市夷陵国有资产经营有限公司及董新利等 44 名自然人股东共同作为发起人，交运有限整体变更设立为股份公司。

图 1：宜昌交运当前股权结构示意图



公司主营业务为旅客运输服务、汽车经销两大领域，其中旅客运输服务为核心业务，涵盖了道路客运、长江水上高速客运及汽车客运站、港口站务服务。公司的旅客运输业务具备水陆联运一体化的优势，为旅客提供公路、水路中转“零换乘”服务，公司已形成了集道路客运、水上客运、旅游客运、客运港站服务为一体的多元化客运服务能力。

公司系中国道路运输协会评定的道路旅客运输一级企业，交通部重点联系企业，2008 年、2009 年、2010 年和 2011 年连续四年荣膺中国道路运输百强诚信企业，分别位列第 69 位、46 位、27 位及 25 位，排名逐年攀升。

### 1.2 本次发行情况

公司发行前总股本为 1 亿股，本次拟发行不超过 3350 万股，占发行后总股本的 25.1%，发行价格 13.00 元/股。发行前，宜昌市国资委持有 5040 万股，持股比例为 50.4%，是公司第一大股东；发行后，发行后宜昌市国资委持有 4760.46 万股（部分股份划转给全国社会保障基金理事会），持股比例为 35.66%，仍为公司第一大股东。其中，上市前自然人股东均为公司经营管理人员。

公司本次公开发行股票募集资金将用于宜昌汽车客运中心站项目、新型三峡游轮旅游客运项目和鄂西生态文化旅游圈公路旅游客运项目三个项目的投资。本次募集资金投资项目共需投入募集资金 35,811 万元，如发行募集资金超过项目资金需求部分，将用于补充本公司流动资金。如发行募集资金不能满足项目资金需求部分，本公司将自筹资金解决。本次发行股票募集资金的投资项目及投资金额详见下表：

**表 1：各募投项目投资金额（万元）**

项目	投资金额	资金来源		建设期
		募集资金	政府补贴	
宜昌汽车客运中心站项目	15711.00	13711.00	2000.00	2 年
新型三峡游轮客运项目	11000.00	11000.00	-	4 年
鄂西生态文化旅游圈公路 旅游客运项目	11100.00	11100.00	-	3 年

资料来源：招股说明书，东兴证券

## 2. 行业整体情况

### 2.1 行业基本特征

**表 2：各运输方式特点**

项目	运输能力	运输成本	机动性	运输条件	单位能耗
公路	适中	适中	强	受气候限制	适中
铁路	大	低	较差	全天候	低
民航	较小	较高	较强	受气候限制	高
水路	较大	低	较强	受气候限制	较低

资料来源：招股说明书，东兴证券

交通运输客运行业运输方式包括公路、铁路、民航、水路等，不同客运方式在运输能力、运输成本、运输条件、运输速度等均有较大差别。行业特性决定了出行方式的选择主要取决于出行的距离和条件约束，不同客运方式之间的竞争主要在各自优势运距的边缘地带。如在 200-500 公里出行区间，公路运输与铁路运输竞争明显。与此同时，不同运输方式之间也存在联动作用，如干线铁路的开通也可为沿线各地带来公路运输客源，促进公路运输的发展。

公司所属行业为道路客运行业与水路客运行业。目前普通短距离道路客运服务投资较小，进入门槛较低，竞争通常呈低端无序状态，而公司从事的省际及市际线路在运营资格审核方面较为严格。除满足《道路运输条例》一般规定，还需看企业是否无特大运输安全责任事故、无情节恶劣的服务质量事件、无严重违规经营行为等。各省通常只允许道路客运一级经营资质的客运企业可以开展异地道路客运业务，道路客运行业存在一定的区域壁垒。客运站方面，客运站须由当地主管部门审批，严禁重复建设，具有区域垄断优势。客运站运营本土优势明显，外地企业通常很难进入。

水路运输同样具有地域性的特点，竞争主要在区域内企业之间。如公司所经营的长江水上高速客运主要集中在长江的宜昌至万州段，水路运输资质审批方面较为严格，资源集中度较高，故竞争压力相对较小。公司目前拥有宜昌市长江干线上的主要客运港口，在宜昌市客运港经营方面处于第一位。

## 2.2 行业发展情况

公路运输与宏观经济大势及人口增量关联明显，随着我国近年经济的高速发展，我国公路客运量和旅客周转量近年来持续增长，市场需求旺盛。水路客运受 2008 年国际金融危机的影响，当年出现负增长，但从总体趋势来看，仍保持着较为平稳的态势。全国公路水路客运市场情况见下表：

**表 3：全国公路水路客运市场情况**

项目		2008 年	2009 年	2010 年
公路	客运量（亿人）	268.21	277.91	305.27
	客运量同比增长	-	3.62%	9.84%
	旅客周转量（亿人公里）	12476.11	13511.44	15020.81
	旅客周转量同比增长	-	8.30%	11.18%
水路	客运量（亿人）	2.03	2.23	2.24
	客运量同比增长	-	9.85%	0.45%
	旅客周转量（亿人公里）	59.18	69.38	72.27
	旅客周转量同比增长	-	17.24%	4.17%

资料来源：招股说明书，东兴证券

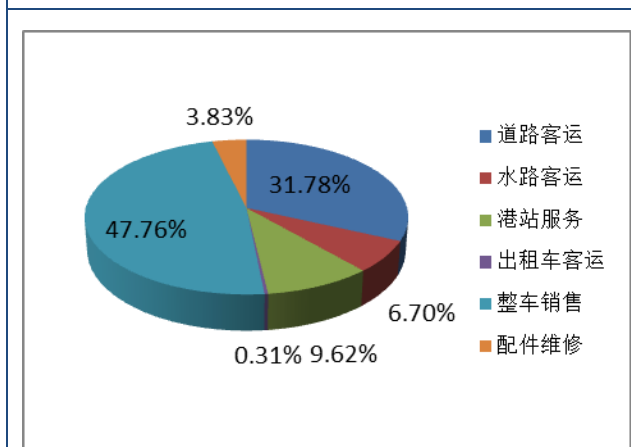
2010 年，湖北省的公路旅客客运量为 9.66 亿人次，较 2009 年增长 8.91%；旅客周转量为 630.85 亿人公里，较 2009 年增长 12.18%。2009 年湖北省的公路客运量达到 8.87 亿人次，较 2008 年增长 7.52%，旅客周转量为 562.34 亿人公里，较 2008 年增长 7.61%。截止 2010 年 11 月 30 日，水路客运量达到 0.034 亿人次，旅客周转量为 2.66 亿人公里；2009 年达到 0.037 亿人次，客运量同比降低 5.13%，旅客周转量为 2.49 亿人公里，较 2008 年增长 8.26%。

湖北地处中西部，政策上受益西部大开发与中部崛起，旅游资源丰富，此为道路、水路交通发展的优势所在。随着国民整体收入水平的提高，旅游消费近年增幅明显，旅游业资源丰富的湖北省水路、道路客运业未来都将会从中受益；随着中国制造业发展逐渐向西部迁移，湖北经济增速预计将超过全国平均水平，客运服务业将是受益经济发展最为明显的行业。

## 3. 公司业务构成及模式特点

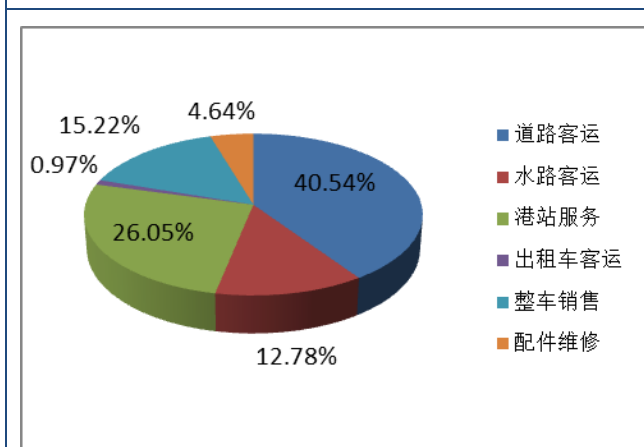
公司主营业务中的旅客运输业务主要包括道路客运、水路客运、港站服务及出租车客运；汽车经销及售后服务业务主要由整车销售和配件和维修组成，旅客运输及汽车经销及售后服务均保持持续增长的趋势。旅客运输业务 2008 年至 2010 年环比增长 20.92%、20.57%，2011 年 1-6 月公司实现旅客运输业务收入 2.09 亿元，毛利 0.81 亿元；汽车经销及售后服务业务 2008 年至 2010 年环比增长 50.43%、17.11%，2011 年 1-6 月公司实现汽车经销维修业务收入 2.23 亿元，毛利 0.20 亿元。

图 2：宜昌交运各业务收入构成（2011 年 1-6 月）



资料来源：CEIC，东兴证券研究所

图 3：宜昌交运各业务毛利构成（2011 年 1-6 月）



资料来源：CEIC，东兴证券研究所

### 3.1 道路客运：班线客运为主，网络优势明显

道路客运是公司的核心业务，利润占比 40%以上，也是站务收入的重要来源。公司主营的长途线路均有较高的进入门槛，在竞争中有一定的壁垒优势。公司目前已经在湖北省已建立了覆盖广泛的道路客运线路网络，运营范围辐射到京、津、浙、粤、苏、沪、湘、皖、陕、川等 20 多个省市。运输业网络优势较为重要，如覆盖广泛，换乘便利就可以产生规模效应。

公司道路客运运营模式包括班车客运（公车经营模式、责任运营模式）和旅游客运，其中责任运营模式占据主要份额，主要原因为公司采用此种模式降低新运营线路风险，未来班线公车化是公司的战略方向。截至 2011 年 6 月 30 日，公司拥有各类营运车辆 846 台，客座数量 21,813 个，经营的客运班线 235 条，日发班次近 2,500 班，2011 年上半年客运周转量为 7.10 亿人次。

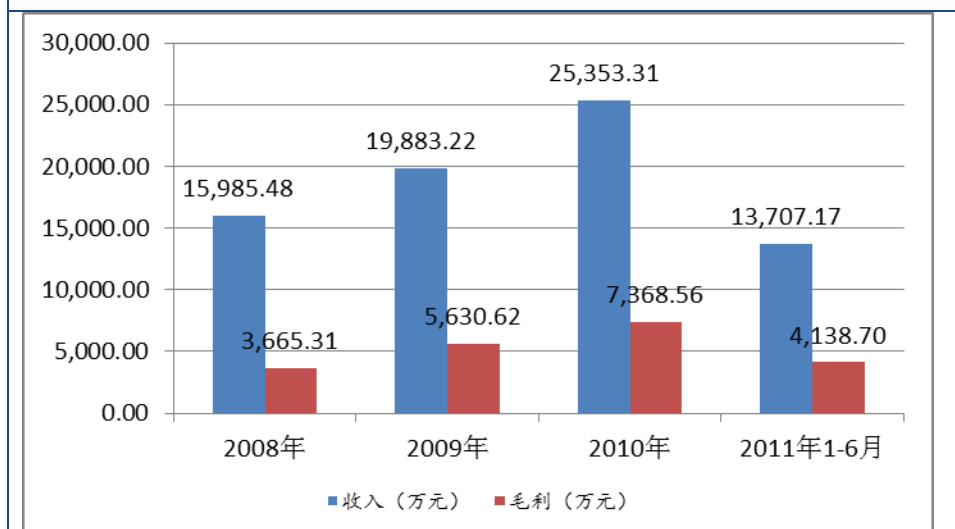
表 4：道路客运主要运营模式

项目	模式	资源
班线客运--公车经营模式	公车经营模式是指由公司直接运营所拥有的部分线路经营权及车辆，公司购置车辆，由公司员工担任司乘人员，公司进行统一调度及管理，在相关线路开展道路旅客运输的经营模式。	线路：36 条 车辆：201 辆
班线客运--责任经营模式	责任经营模式是指由公司购置营运车辆，将公司拥有的部分线路经营权及车辆通过公开招标的程序，由责任经营者在指定的线路开展道路客运业务，并完成目标利润的一种经营模式。	线路：199 条 车辆：542 辆
旅游客运模式	旅游客运是指以运送游客游览观光为目的的旅客运输方式。本公司道路旅游客运业务采用公车经营的经营模式，公司现已开展了旅游班线、会务包车、景区游览车等多种旅游客运业务模式	车辆：63 辆

资料来源：招股说明书，东兴证券



图 4：道路客运业务 2008 年-2010 年及 2011 年 1-6 月收入 and 毛利

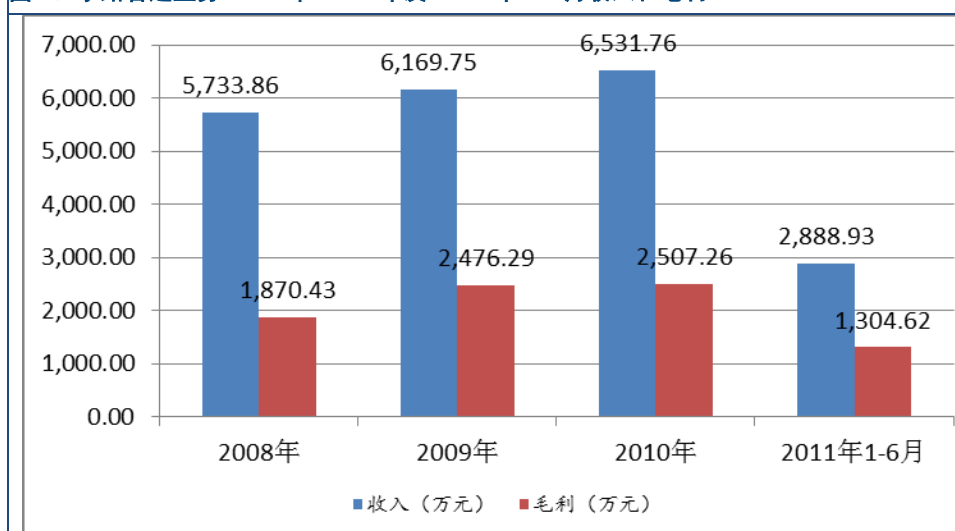


资料来源：招股说明书，东兴证券

### 3.2 水路客运：兼具运输与旅游概念

公司控股的长江高速现拥有 10 艘高速水翼飞船，主要运营宜昌—巴东—巫山—奉节—云阳—万州线路的水上高速航线，为目前长江水上高速客运宜昌至万州航线的主要运营商。长江高速和宜昌三峡金山公司船务有限公司采取联合发船，收入按船次均分，运营成本各自承担。水路运输同样有严格的资格审核，为新进入者设置了门槛，短期难出现有力的竞争者。该项业务与宜万铁路走向部分重合，宜昌—巴东、宜昌—万州航段会有一定的分流效应，2011 年 1-6 月份营业收入上已有所体现。公司于 2010 年 4 月投入一艘旅游船，运行路线与本次募投的新型三峡游轮客运项目服务相同。

图 5：水路客运业务 2008 年-2010 年及 2011 年 1-6 月收入 and 毛利



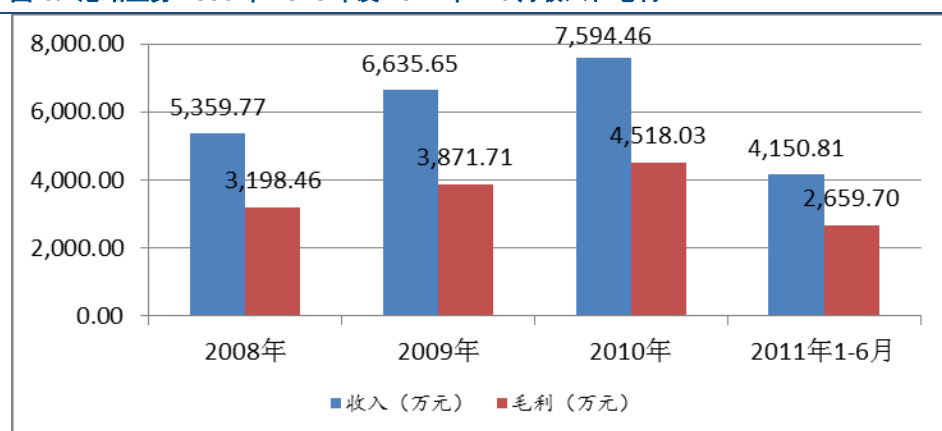
资料来源：招股说明书，东兴证券



### 3.3 客运站与客运港经营业务：区域资源独享，道路水路联动

客运站及客运港具有地域垄断优势，不仅是公司自营客运线路经营的支点和基础，也可与其他客运公司提供客运代理、安检服务、等各类站务服务，确认为站务收入。该业务具有盈利稳定，独占区域资源的特点，且公司兼有客运站和客运港，可实现联动效应。目前，公司拥有长途客运站、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 个等级客运站和 1 个客车站（小溪塔客车站）；公司拥有宜昌港、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，此外还拥有归州、三斗坪、黄柏河等三个码头，在宜昌的港口中处于垄断地位。

**图 6：港站业务 2008 年-2010 年及 2011 年 1-6 月收入 and 毛利**

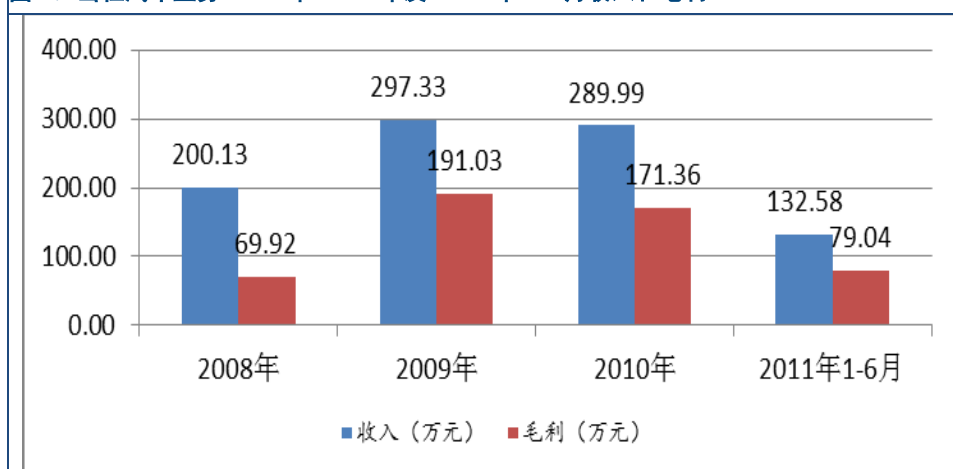


资料来源：招股说明书，东兴证券

### 3.4 出租汽车业务：占据宜昌市过半份额，整体贡献较小

公司子公司交运出租、腾飞出租、兴山客运和长阳客运拥有出租车运输经营许可权，目前公司拥有宜昌市超过 50% 的出租车管理业务。出租车公司拥有出租车经营权，对外出租收取管理费，公司目前管理的出租车供给 579 辆，对公司整体盈利贡献不大。

**图 7：出租汽车业务 2008 年-2010 年及 2011 年 1-6 月收入 and 毛利**



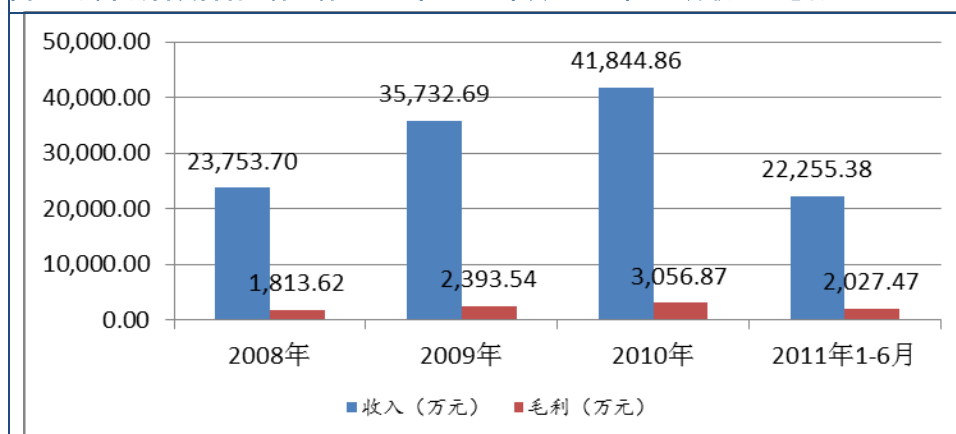
资料来源：招股说明书，东兴证券

### 3.5 汽车经销及售后服务业务：特许经销，稳定增长

公司的汽车销售业务采用汽车 4S 店经营方式，除东风雪铁龙在宜昌地区授权了包括公司在内的两家经销商外，公司为东风日产、郑州日产、东风标致和东风风神等轿车生产厂家在宜昌地区的唯一特许经销商；公司为东风日产和上海大众在恩施地区的唯一特许经销商。

4S 店模式除销售利润外，未来预计有长期稳定的售后服务收入。受国家汽车销售刺激政策影响，2009-2010 年公司汽车销售收入取得了高速增长，预期 2011 年增速将有一定幅度的回落，但是考虑到湖北省的经济发展速度和基础设施的完善性，预期未来汽车销售业务会保持较为稳定的增长态势。

图 8：汽车销售及售后服务业务 2008 年-2010 年及 2011 年 1-6 月收入 and 毛利



资料来源：招股说明书，东兴证券

## 4. 募投项目情况

### 4.1 打造宜昌公路客运新枢纽

图 9：宜昌汽车客运中心站项目效果图



资料来源：招股说明书，东兴证券

宜昌汽车客运中心站项目位于宜昌市伍家岗区，毗邻宜昌新火车站，可以宜昌东站实现无缝连接。项目占地面积 57,636 平方米，按国家一级客运站标准建设客运站及相关配套设施。项目建成后，预计第一年达到 10,000 人次/日的旅客发送量，中期达到 15,000 人次/日的旅客发送量，远期达到为 25,000 人次/日的旅客发送量，项目预期后完工第一年可实现营业收入 3653.6 万元，净利润 1710.6 万元。

宜昌市现有客运站规模不足，宜昌市城区现有的客运站中，二级以上站场仅有 4 个，且高等级站场比例过低。同时，宜昌市客运站分布不尽合理，城区客运站分布较为凌乱、布局不够合理，城区现有 9 家客运站，且大部分位于城市中心区，缺少分布在市区边缘的站场对外来客流进行截转，大量的进出站车辆给城市交通带来很大压力。宜昌汽车客运中心站首先在规模满足城市要求，其次项目位置设在新火车站附近，可以有效分流宜万高铁、汉宜高铁等的客源。由于三峡、鄂西生态文化圈旅游市场的吸引力以及宜昌本身经济发展带来的客源自然增长，预计未来客运中心的旅客发送量会达到预期值。

## 4.2 借三峡地利发展旅游航运

为把握三峡区域旅游市场快速发展的机遇，公司拟在三峡大坝、葛洲坝和西陵峡之间的黄金水路通过投资建设 6 艘新型三峡游轮并开发运营“两坝一峡”旅游，向游客提供集游览、休闲、娱乐为一体的旅游服务。项目拟在 4 年内分期建造 6 艘新型观光休闲游轮，最终建成 6 艘“两坝一峡”游轮，形成 1800 个客位、146 万人次/年的接待能力（按照 6 艘船每天 3 班次年运行 270 天计算）。2010 年 4 月开通的游轮定价为 65 元/人，募投项目开通后会引入更多的增值服务，根据长江船舶设计院编制的项目可行性研究报告测算，该项目达产后年营业收入 6220.8 万元，税后利润 2442.5 万元。

图 10：“两坝一峡”游轮效果图



资料来源：网上资料，东兴证券

公司开展新型游轮项目具有如下资源优势：

（1）天时——旅游业的大时代

中国经济发展到当前阶段，旅游消费已经成为了人民日常生活的重要组成部分，以过去的十一黄金周为例，即使在整体经济景气度偏低情况下，旅游消费也保持连年增长。宜昌交运在这个时点选择游轮项目作为未来发展的突破口无疑具备了天时。

### （2）地时——外有“两坝一峡”，内有自营港站

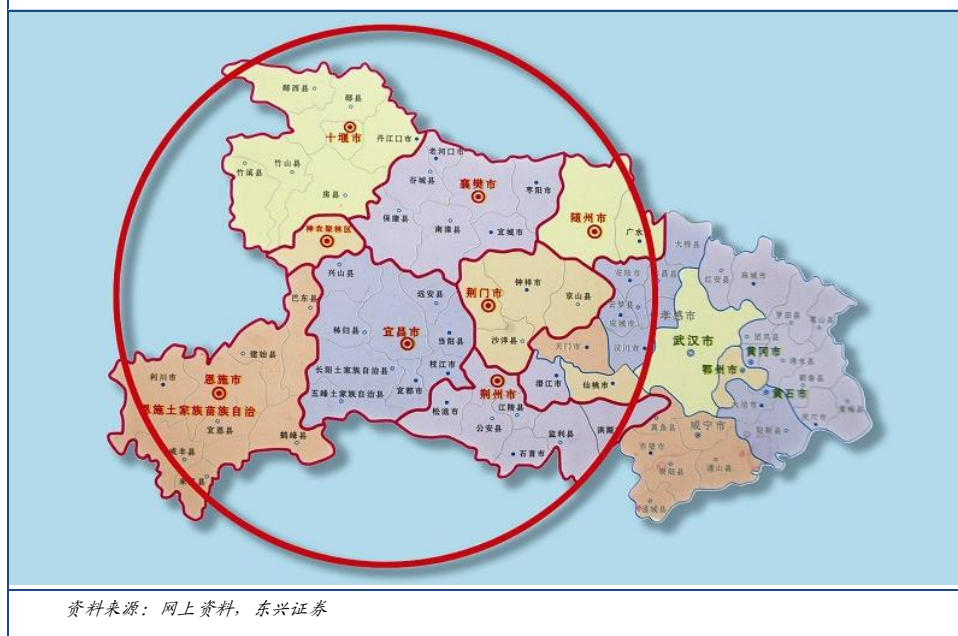
毗邻“两坝一峡”是公司发展游轮业务的天然地利优势，在此基础上，宜昌市内的主要港口、车站资源均由公司掌控，游轮可以在自营港口停泊。更重要的是过往宜昌旅客均需通过公司控制的客运港或者客运站，公司可以凭借天然的港站资源对游客进行营销，为本项目提供充足的客源。

### （3）人和——丰富的水上运营管理经验

公司在运营宜万高速客轮的过程中积累了丰富的水上客运经营管理经验和高素质的技术船员，这为游轮项目做好了必要的技术储备。此外，公司多年来规范运营，在长江水上客运领域积累了良好的口碑，与各级管理部门和业务单位的稳定合作关系也是重要的无形资产。

## 4.3 分享鄂西生态文化圈旅游盛宴

图 11：鄂西生态文化圈位置图



鄂西生态文化旅游圈由襄阳、荆州、宜昌、十堰、荆门、随州、恩施、神农架八个市（州、林区）组成，域内旅游资源十分丰富，区内拥有 2 个世界级旅游资源、9 个国家自然保护区、44 个国家非物质文化遗产、4 个国家级风景名胜区及 3 个国家级地质公园，各类生态、文化旅游资源及旅游景区等占全省比重均在 50% 以上。近年来，湖北省旅游市场发展势头良好，旅游人数和旅游收入持续快速增长。2009 年，湖北省共接待游客 1.53 亿人次，实现旅游总收入 1,004.48 亿元，位列全国第 13 位。宜昌地处鄂西生态文化圈的中心位置，具备连接鄂西的地理优势。鄂西目前旅游客运市

场较为混乱，景区内的游览车、景区间的旅游班车以及旅游包车均无法达到旅游客运的高品质需求。特别是在旅游旺季和节假日，各种用车短缺现象较为明显。交通的便利与否直接对游客的出行产生重要影响，若没有快捷便利舒适的交通做后盾，将难以发挥旅游资源的优势。

鄂西生态文化旅游圈公路旅游客运项目拟投资 11,100 万元，用于购买 200 辆环保旅游客车，扩充公司目前的旅游车辆规模，其中 19 座 26 辆、39 座 134 辆、55 座 40 辆。本项目分 3 年建设，主要投放于武汉和鄂西区域市场；根据测算，项目车辆全部投入当年实现收入 9,773.7 万元，净利润 1,875.4 万元。

## 5. 盈利预测与估值

我们预计公司 2011、2012、2013 年收入规模分别为 9.13 亿元、10.70 亿元和 11.95 亿元，归属母公司的净利润分别为 1.05 亿元、1.33 亿元和 1.52 亿元，对应发行后的每股收益分别为 0.79 元、1.00 元、1.14 元。

表 5：可比公司 10-12 年 PE

股票代码	股票名称	当前股价	EPS			PE		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
600561	江西长运	9.840	0.61	0.65	0.68	16	15	14
002357	富临运业	9.780	0.25	0.43	0.51	39	23	19

资料来源：东兴证券

以道路运输为主业的 A 股上市公司主要有富临运业和江西长运，11 年对应 PE 值分别为 15 倍和 23 倍。考虑公司未来的旅游板块利润有望取得高增速，给予公司 11 年 18-22 倍 PE 估值，对应合理股价为 14.4-17.6 元。

## 风险提示

水路、道路客运存在安全风险；水路、道路运输行业存在被铁路等其他运输业分流的风险；存在燃油价格波动风险。



表 6: 预测利润表

利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
营业收入	719.41	858.53	912.69	6.31%	1,073.17	17.58%	1,198.54	11.68%
营业成本	559.53	664.02	711.90	7.21%	810.24	13.81%	898.90	10.94%
营业费用	10.21	13.38	13.69	2.31%	16.10	17.58%	17.98	11.68%
管理费用	40.21	48.52	51.20	5.52%	60.20	17.58%	67.24	11.68%
财务费用	3.77	5.38	6.10	13.42%	7.20	18.03%	8.40	16.67%
投资收益	1.34	0.64	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	93.72	111.24	111.55	0.28%	157.96	41.61%	182.05	15.25%
利润总额	101.66	124.50	136.55	9.68%	172.96	26.67%	197.05	13.93%
所得税	24.67	27.63	30.04	8.71%	38.05	26.67%	43.35	13.93%
净利润	76.99	96.87	106.51	9.95%	134.91	26.67%	153.70	13.93%
归属母公司所有者的净利润	75.40	95.28	104.91	10.10%	133.31	27.07%	152.10	14.09%
NOPLAT	73.83	90.73	91.76	1.14%	128.82	40.39%	148.55	15.31%

资料来源: 东兴证券

表 7: 预测资产负债表

资产负债表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
货币资金	78.77	150.82	123.21	-18.30%	144.88	17.58%	161.80	11.68%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	6.94	11.65	11.25	-3.40%	13.23	17.58%	14.78	11.68%
预付款项	16.23	49.78	56.90	14.30%	65.00	14.24%	73.99	13.83%
存货	27.28	27.43	31.21	13.75%	35.52	13.81%	39.40	10.94%
流动资产合计	147.16	253.13	236.87	-6.42%	275.44	16.28%	308.75	12.09%
非流动资产	492.72	566.87	685.96	21.01%	761.96	11.08%	831.96	9.19%
资产总计	639.89	820.01	922.83	12.54%	1,037.40	12.41%	1,140.71	9.96%
短期借款	45.00	92.00	732.90	696.63%	703.85	-3.96%	646.48	-8.15%
应付帐款	72.45	50.42	81.92	62.47%	93.23	13.81%	103.44	10.94%
预收款项	45.86	37.19	46.31	24.54%	57.05	23.17%	69.03	21.01%
流动负债合计	264.77	277.07	877.13	216.57%	870.13	-0.80%	834.95	-4.04%
非流动负债	106.69	205.39	87.75	-57.28%	87.75	0.00%	87.75	0.00%
少数股东权益	26.46	28.97	30.57	5.52%	32.17	5.23%	33.77	4.97%
母公司股东权益	241.97	308.58	432.75	40.24%	552.73	27.72%	689.62	24.77%
净营运资本	(117.61)	(23.94)	(640.26)	N/A	(594.68)	N/A	(526.20)	N/A
投入资本 IC	(393.14)	(263.57)	577.21	N/A	648.07	12.28%	1,294.26	99.71%

资料来源: 东兴证券

**表 8：预测现金流量表**

现金流量表（百万元）	2009A	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
净利润	76.99	96.87	106.51	9.95%	134.91	26.67%	153.70	13.93%
折旧摊销	48.27	51.21	0.00	N/A	24.00	N/A	30.00	25.00%
净营运资金增加	84.12	93.67	(616.32)	N/A	45.58	N/A	68.49	50.26%
经营活动产生现金流	60.33	89.81	64.69	-27.97%	171.25	164.73%	197.90	15.56%
投资活动产生现金流	(76.35)	(107.34)	(632.22)	N/A	(100.00)	N/A	(100.00)	N/A
融资活动产生现金流	37.12	89.58	539.93	502.76%	(49.59)	N/A	(80.97)	N/A
现金净增（减）	21.10	72.05	(27.61)	N/A	21.66	N/A	16.92	-21.88%

资料来源：东兴证券

### 分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席研究员，消费品行业研究小组负责人，2007 年加盟东兴证券研究所。

### 联系人简介

苏魁

同济大学工学硕士，清华大学工商管理硕士，3 年公路设计院工作经验，2011 年加盟东兴证券研究所，从事交通运输行业研究。

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。