

## 上港集团 (600018. SH)

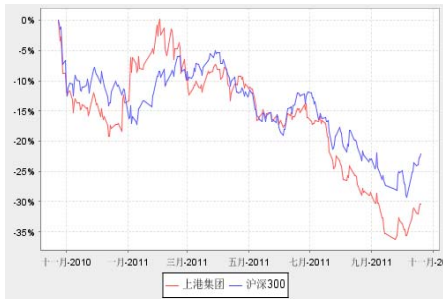
致力于成为港航供应链中的核心企业

评级: **增持** 前次:  
 目标价(元): **3.5-3.5**  
 分析师 分析师  
 李周  
 S0740511100001  
 021-20315087  
 lizhou@r.qlzq.com.cn  
 2011年11月8日

### 基本状况

总股本(百万股)	22755.18
流通股本(百万股)	20990.80
市价(元)	3.17
市值(百万元)	73499.23
流通市值(百万元)	67800.28

### 股价与行业-市场走势对比



### 业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	16,545.	19,105.	21,675.	24,556.	27,974.
营业收入增速	-8.79%	15.47%	13.45%	13.29%	13.92%
净利润增长率	-18.60%	44.07%	-17.47%	15.99%	23.92%
摊薄每股收益(元)	0.18	0.26	0.20	0.23	0.28
前次预测每股收益(元)				0.24	0.26
市场预测每股收益(元)				0.24	0.3
偏差率(本次-市场/市场)				-18.12%	-12.33%
市盈率(倍)	32.38	14.76	16.13	13.91	11.22
PEG	—	0.33	—	0.87	0.47
每股净资产(元)	1.53	1.69	2.06	2.23	2.47
每股现金流量	0.06	0.39	0.75	0.45	0.51
净资产收益率	11.72%	15.31%	9.52%	10.21%	11.42%
市净率	3.79	2.26	1.54	1.42	1.28
总股本(百万股)	20,990.	20,990.	22,750.	22,750.	22,750.

备注: 市场预测取 Wind 一致预期

### 投资要点

- 我们用“一、二、三、四”来概括公司的业务及发展前景: 一个中心, 国际航运中心的主要承建者之一; 两篇文章: 做好集装箱优势产业发展和老港区功能转换; 三个战略: 立足长江、布局东北亚、放眼国际; 四个支柱: 集装箱、散杂货、港口物流、港口服务四大业务板块。
- 我们认为上港集团的主要竞争优势在于其独特的地理区位优势和专业化的服务品质, 上港集团已经开始向第四代港口迈进, 具备较为显著的第三代港口特征。我们认为上港集团在经营网络覆盖面和管理水平中, 已经体现出明显的优势, 同时上港集团具有人才优势, 高效的管理团队和专业化的服务品质。
- 我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.20、0.23、0.28 元, 基于上港集团未来的行业龙头地位和发展前景, 给予公司 2012 年 15 倍 PE, 对应目标价格为 3.50 元, 较当前股价有 10% 左右的空间, 给予增持评级。
- 风险提示: 中国经济和外贸增速持续下滑, 集装箱生成量整体下行, 导致上港集团腹地生成量下降较快, 从而影响公司业务量增速。华东区域港口间竞争加剧, 港口有效费率提升空间低于预期, 人工、燃料动力照明等成本增速高于预期。

## 内容目录

公司业务发展可概括为：一个中心、两篇文章、三个战略、四大支柱 .....	- 3 -
一个中心：国际航运中心的主要建设者之一 .....	- 3 -
两篇文章：做好集装箱优势产业发展和老港区功能转换 .....	- 3 -
三个战略：立足长江、布局东北亚、放眼国际 .....	- 3 -
四个支柱：集装箱、散杂货、港口物流、港口服务四大业务板块 .....	- 5 -
估值与投资建议：首次给予增持评级，目标价 3.5 元 .....	- 7 -
上港集团的竞争优势主要体现为：地理区位优势和专业服务品质 .....	- 7 -
关键业务指标假设 .....	- 8 -
盈利预期简要结果 .....	- 9 -
估值定价 .....	- 9 -
风险提示 .....	- 10 -

## 图表目录

图表 1：上海港集装箱泊位、设备、堆场情况 .....	- 3 -
图表 2：上海港散杂货码头基本情况 .....	- 3 -
图表 3：上海港经济腹地主要沿长江布局 .....	- 4 -
图表 4：国际产业资本向长江流域转移趋势明显 .....	- 4 -
图表 5：11 年上半年集装箱业务贡献公司 65% 毛利 .....	- 5 -
图表 6：上港集团集装箱量航线结构占比 .....	- 5 -
图表 7：散杂货业务毛利占比维持为 7-8% 之间 .....	- 6 -
图表 8：散杂货 2006-2010 年期间复合增长率 7% .....	- 6 -
图表 9：上海港物流服务供应链运营(集货)简图 .....	- 7 -
图表 10：上海港物流服务供应链运营(集货)简图 .....	- 7 -
图表 11：港口功能演进与差异 .....	- 8 -
图表 12：吞吐量及装卸费率预测表 .....	- 9 -
图表 13：上港集团 2011-2013 年预估收入构成 .....	- 9 -
图表 14：盈利预测结果 .....	- 9 -
图表 15：港口上市公司相对估值表 .....	- 10 -
图表 16：盈利预测结果简表 .....	- 11 -

## 公司业务发展可概括为：一个中心、两篇文章、三个战略、四大支柱

### 一个中心：国际航运中心的主要建设者之一

#### ■ 上港集团是上海地区最大的码头运营商

- 上港集团拥有上海港所有的集装箱码头和散杂货公共码头，是目前上海港最大的综合码头运营商。公司现有生产用码头岸线长度 28.1 公里，共有生产用泊位 147 个，其中万吨以上泊位 84 个，集装箱泊位 45 个。
- 公司业务包括港口集装箱、大宗散货和件杂货的装卸生产，以及与港口生产有关的引航、船舶拖带、理货、驳运、仓储、船货代理、集卡运输、国际邮轮服务等港口服务以及港口物流业务。

### 两篇文章：做好集装箱优势产业发展和老港区功能转换

#### ■ 做集装箱优势产业发展和老港区功能转换

- 公司港区主要分布于洋山、外高桥、吴淞港区等地，公司将重点发挥洋山作为国际深水港的优势，重点发展远洋国际航线，同时侧重对原有老港区的功能进行转换，使得新老港区优势互动。
- 公司集装箱业务主要通过洋山港区、外高桥港区进行，其中洋山港区主要定位远洋国际航线，外高桥则负责近洋航线，吴淞港区专注于内贸集装箱业务。
- 公司散杂货业务主要通过沿黄浦江分布，主要是张华浜路、军工路、龙吴路等地布局，主要业务品种为煤炭、铁矿石。铁矿石主要客户为宝钢、沙钢等大型钢铁公司，业务较为稳定。

**图表 1：上海港集装箱泊位、设备、堆场情况**

	浦东	浦东	浦东	浦东	浦东	张华浜	军工路	中海	合计	
码头长度(米)	900	1566	1250	1110	3000	2600	784	857	231	12298
泊位个数(个)	3	5	4	4	9	7	3	4	1	40
前沿水深(米)	-10.5	-13.2	-12.5	-12.8	-16	-17.5	-10.5	-10.5		
岸线(米)	11	26	16	16	34	26	7	6		142
RTG(台)	42	79	48	48	108	82	18	15	3	443
正面吊(台)	3	3	3	2	5	6	1	2	24	31
堆场面积(万平方米)	27.9	94.7	78.4	82.7	148.6	141.8	30.4	30.7	3.8	639
仓库面积(万平方米)	0.52	0.58	0.94	0.95				0.45	0.18	3.82
吞吐能力/年	135	250	180	70	430	500	95	85	21	1766

来源：齐鲁证券研究所

**图表 2：上海港散杂货码头基本情况**

	煤炭分公司	罗泾分公司	张华浜分公司	军工路分公司	宝山分公司	龙吴分公司	罗矿分公司	合计
码头长度(米)	2025	2460	540	743	690	1360	1943	12938
泊位个数(个)	14	17	3	4	5	8	11	62
设计水深(米)	-14.3	-13.2	-10.5	-9.7	-9.4	-8.5	-13.2	
前沿水深(米)	-12.5	-12.2	-11	-10.5	-8.7	-8.5	-11~13	
堆场(万平方米)	20.8	28.7	13.5	11.6	11.2	18.8	33.5	138.1
仓库(万平方米)		1.65	1.32	4.01	2.7	5.2		14.88
吞吐能力/年	3003	860	180	170	146	522	2200	7081

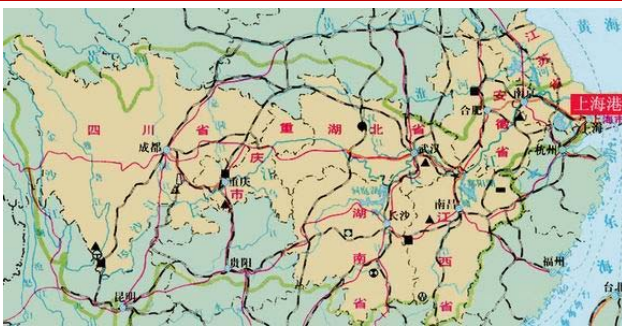
来源：齐鲁证券研究所

### 三个战略：立足长江、布局东北亚、放眼国际

#### ■ 长江战略：固本而自强

- 目前上港集团在宜宾、重庆、武汉、九江、南京、江阴、长沙等长江主要港口都有股权投资和合作，公司视长江为固本之源。
- 公司通过长江公司将上港集团在长江领域的资产进行全面整合和管理，目前经营管理的主要资产包括船队、港口码头、物流园区、仓库、代理，资产总额近 100 亿元。此举旨在形成点-线-面互动合作的业务体系，发挥协同作用。
- 依托上海母港资源,以航运为主线、物流为支撑、码头为依托,构建长江流域快速物流通道,为客户提供一体化物流服务,协助客户以及合作伙伴提高市场竞争力,使上港集团不仅要做强港口码头运营商,还要发展成为卓越的物流运营商。”
- 目前长江中转占据上港集团母港货量的 20%左右，预计随着长江港口的快速成长，这一比例将逐步提升。

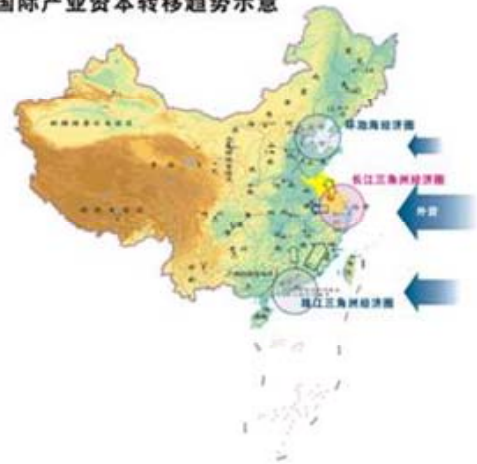
**图表 3: 上海港经济腹地主要沿长江布局**



来源：齐鲁证券研究所

**图表 4: 国际产业资本向长江流域转移趋势明显**

沿海地区国际产业资本转移趋势示意



来源：齐鲁证券研究所

■ **东北亚战略：增量空间巨大**

- 作为上海港间接货源腹地的东北亚地区，是发展母港的增量空间，是确立和巩固上海成为东北亚国际航运中心的核心区域。在未来，提高东北亚集装箱中转市场的占有率，是上港集团实现跨越式发展的重要台阶。东北亚战略的核心，旨在以洋山为中心，确立上海港的国际航运中心地位，实现上港集团跨越式发展。
- 我们认为目前来说对于上海港来说，东北亚战略有两个比较大的瓶颈，一个是政策层面的，如果能获得自由港地位及大规模降低港航企业的税费，我们认为国际中转的比例将可能较大幅度提升；另一个是业务层面的，一方面是需要大力发展航运金融业务，另一方面则是提高港口配套部门的效率和简化手续等。

■ **国际化战略：逐步推进，储备项目**

- 作为执行国际化战略的主要方式，全球视野下的海外市场开拓，是实现上港集团愿景目标的必然选择。码头及相关业务的产业扩张，是上港集团为股东创造价值的重要平台。国际化战略的实施，旨在培养国际化运营能力，提升国际化管理水平，逐步形成辐射国内国际市场的跨地区、跨国经营格局。

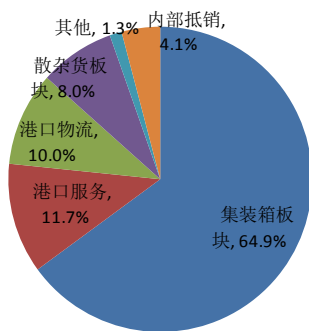


- 国际化战略中主要是采取财务投资的形式，因此将主要考虑效益性的问题，我们认为国际化的过程将是中国港口企业较长的一个过程。与马士基合资的比利时泽布吕赫集装箱码头公司 2010 年正式运营，跨出了国际化战略第一步，公司已经派出高级管理人员进驻，进行日常运营管理。

#### 四个支柱：集装箱、散杂货、港口物流、港口服务四大业务板块

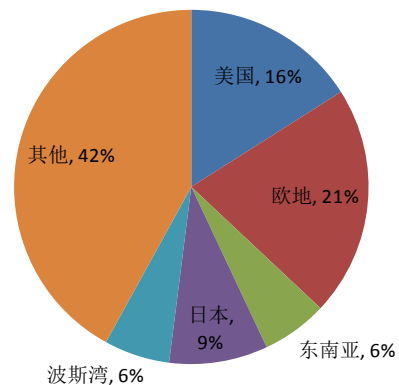
- **集装箱板块是公司近年来发展的基础业务**
  - 公司集装箱业务的发展主要依托于前面所提及的长江、东北亚战略来实现业务增量；从集装箱来源来划分，长三角周边地区约贡献 70% 的业务量，长江中转占据 20%，沿海中转 5-6%，国际中转 5-6%。随着长江战略和东北亚战略的继续实施和以上区域箱量生成量的增长尤其是国家政策导向的变化，预计箱量贡献结构将发生变化。
  - 从航线结构来看，上港集团航线结构较为均衡，从航线箱量贡献来看，欧美航线总量占比也仅在 40% 不到的比例。
  - 集装箱定价方面我们认为虽然与国际、深圳等地集装箱装卸价格相较很低，但整体定价策略主要考虑竞争性和总体发展考虑，因此我们预计装卸价格将保持稳定上升态势。

图表 5: 11 年上半年集装箱业务贡献公司 65% 毛利



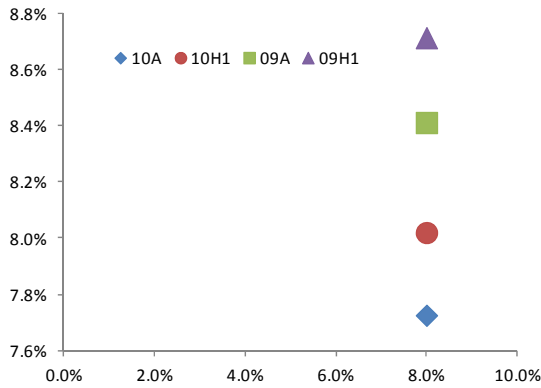
来源：齐鲁证券研究所

图表 6: 上港集团集装箱量航线结构占比

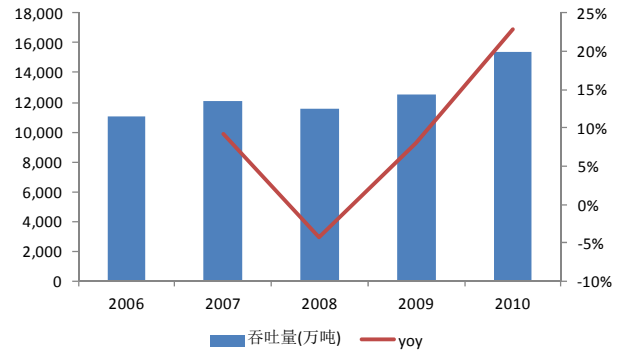


来源：齐鲁证券研究所

- **散杂货业务板块业务毛利占比保持平稳**
  - 公司散杂货业务主要为煤炭、铁矿石等大宗商品，业务量保持平稳增长。公司主要客户为宝钢、沙钢等大型钢厂和华东电厂，因此整体需求比较平稳。

**图表 7: 散杂货业务毛利占比维持为 7-8% 之间**


来源: 齐鲁证券研究所

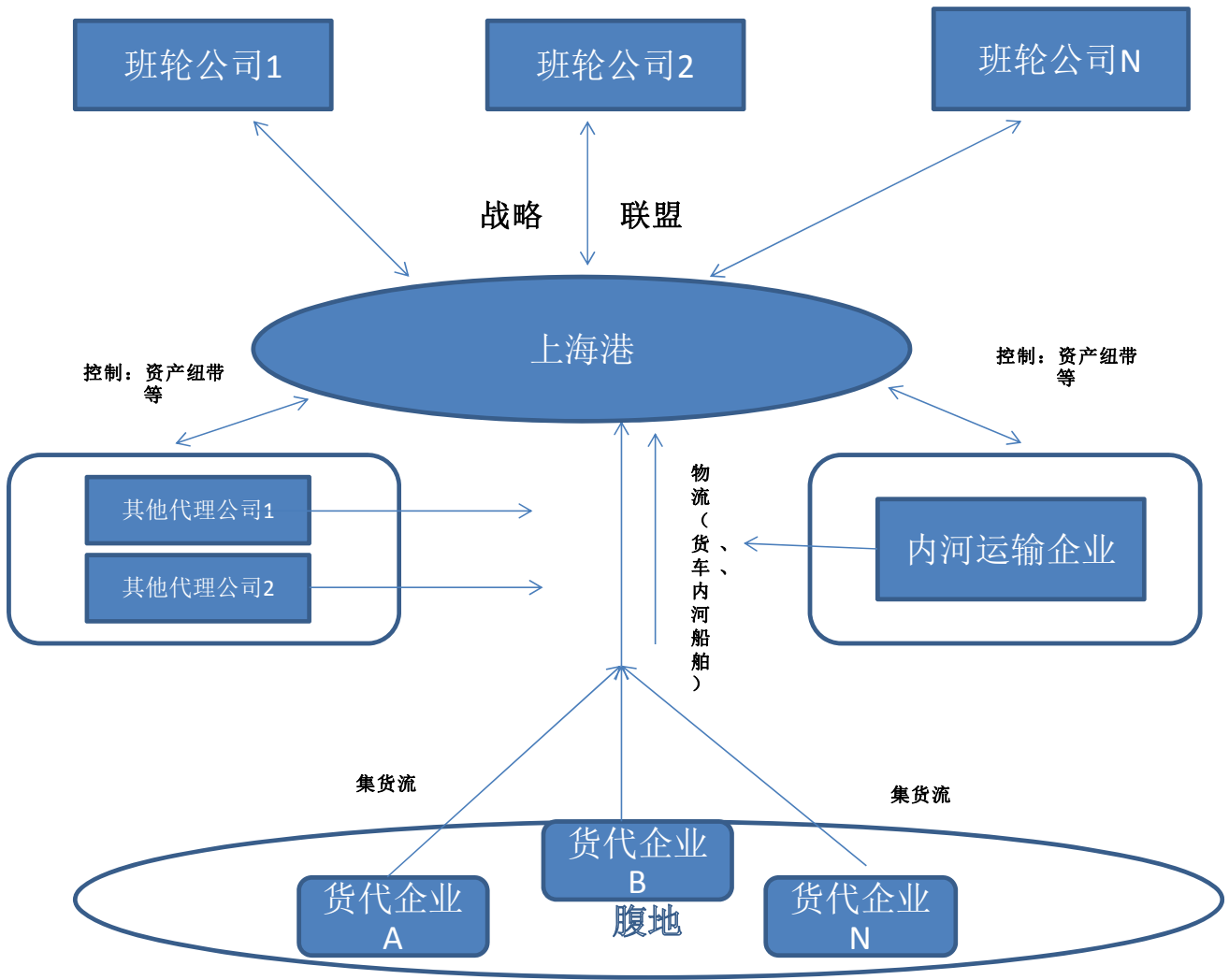
**图表 8: 散杂货 2006-2010 年期间复合增长率 7%**


来源: 齐鲁证券研究所

### ■ 港口物流业务板块: 致力于港口产业链核心企业

- 上港集团通过进一步的资产重组, 做大做强联合船代和集海航运等物流核心企业, 以资源集聚来成就物流专业化实力, 在上港物流统一品牌下进行整体化运作。
- 总体来说, 上港集团通过三方面来完善供应链来向精细化运营迈进: 一方面, 利用资产关系, 组建港口控制的物流代理公司和内河运势企业; 同时, 发展与地方港口、地方性高市场占有率货代企业的战略伙伴关系, 形成集货网络; 在这, 探索新的商业合作模式, 将与主要班轮公司之间的销售关系升级为战略联盟, 形成双赢的长期战略合作。

图表 9: 上海港物流服务供应链运营(集货)简图



来源: 齐鲁证券研究所

■ **港口服务业务: 港口服务质量的关键环节之一**

- 上港集团旗下引航、拖轮、理货等港口服务产业，为集装箱、散杂货和物流产业发展发挥重要的支持保障作用。上港集团通过健全的服务体系，可以提供安全、便捷、高效的一站式港口配套服务，可以在同一个业务控制实体之下，建立内部协调机制，实施纵向一体化运作，以优化港口服务，提高港口效率。

**估值与投资建议: 首次给予增持评级, 目标价 3.5 元**

上港集团的竞争优势主要体现为: 地理区位优势和专业服务品质

- 上港集团的主要竞争优势体现在两点, 得天独厚的地理区位优势; 专业化的服务品质。
- 上港集团具有得天独厚的区位优势, 并通过长江、东北亚战略逐步将腹地有效延伸, 其新老港区能满足船舶和航运公司的多种需求, 区位优势显著。我们认为随着上海国际航运中心的建设推进, 上海港将更加

巩固其国际枢纽港的地位，且洋山深水港适合船舶大型化、服务现代化的需求，能满足目前最大型在建 18000TEU 船舶的停靠。

- 我们认为上港集团与宁波港的实质竞争是有限的，两者在经济腹地上的差异性较大，上港集团主要依托长江三角洲中的苏南、上海、浙北和长江流域，宁波港则主要致力于浙江本地货物和内陆无水港的拓展，在业务上两者竞争有限。双方每年举行两次高层会谈并承诺不进行价格战，成立双方各占 50% 股权的合营企业上海港航投资，主要做港航企业的风险投资、Pre-IPO 等项目，因此两者在业务和投资上更多是一种竞合关系。
- 我们认为上港集团在经营网络覆盖面和管理水平中，已经体现出明显的优势，同时上港集团具有人才优势，高效的管理团队和专业化的服务品质。旗下的盛东公司曾经十多次打破集装箱装卸效率世界纪录。
- **上港集团已经开始向第四代港口迈进，具备较为显著的第三代港口特征。**
- 我们认为上港集团在经营网络覆盖面和管理水平中，已经体现出明显的优势，同时上港集团具有人才优势，高效的管理团队和专业化的服务品质。旗下的盛东公司曾经十多次打破集装箱装卸效率世界纪录。

**图表 11: 港口功能演进与差异**

	第一代港口	第二代港口	第三代港口	第四代港口
发展时期	1960年以前	1960年以后	1980年以后	1990年以后
主要货物	大宗货物	大宗散杂货	大宗、单位包装货	集装箱
港口发展策略	保守的海陆运输模式的转换点	扩张的运输、工业和商业的中心	商业、整合性运输及物流中心	港航合资及港际间策略联盟
作业活动范围	(1)船/岸边的货物转换接口	(1)+(2)货物改装和当地产业活动	(1)+(2)+(3)货物和资讯合作配送，潜在的全面物流	(1)+(2)+(3)+(4)不同国际间的港航业结盟
组织特征	独立活动、非正式关系	港口和使用者紧密、港口区域外活动松散	港市活动很少不同运输联合及港市整合性关系	地主港方式、民营化作业
生产特征	货物流通、低附加价值	货物流通与改包装、共同性服务增加附加价值	货物/信息流通、配送等多重服务、高附加价值	枢纽港和转运港、结合整合性物流
成功决定因素	劳动力/资本	资本	技术/专门知识	地主港功能、决策和规划、管制及监理、推广功能、港口培训等

来源：齐鲁证券研究所

### 关键业务指标假设

- 基于我们对上港集团及区域腹地货物的整体研判，我们在关键指标下预测如下：
  - 装卸价格：预计 2011-2013 年集装箱综合费率上涨 5%、3%、5%；散杂货装卸价格上涨 7%、3%、3%。
  - 货物吞吐量预测为：集装箱 2011-2013 年 7%、8.3%、6.5%，散杂货吞



吐量 15%、5%、5%。

➤ 我们盈利预测不考虑近三年港口地产业务对公司业绩的贡献。

**图表 12: 吞吐量及装卸费率预测表**

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
集装箱吞吐量(万TEU)	2,500	2,907	3,109	3,427	3,724
yoy	-10.7%	16.3%	7.0%	10.2%	8.7%
单箱收入(元/TEU)	310	326	336	346	363
yoy	-4.2%	5.1%	5.0%	3.0%	5.0%
散杂货吞吐量(万吨)	12,540	15,400	17,710	18,596	19,525
yoy	8.1%	22.8%	15.0%	5.0%	5.0%
单吨收入(元/吨)	16	14	15	16	16
yoy	-13.4%	-9.6%	7.0%	3.0%	3.0%
上港集团母港吞吐量	3.7	4.3	4.8	5.2	5.7
yoy	-1.1%	17.3%	11.2%	9.7%	8.8%
集装箱业务收入(百万元)	7,763	9,490	10,440	11,853	13,525
散杂货业务收入(百万元)	1,960	2,174	2,676	2,894	3,129

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 13: 上港集团 2011-2013 年预估收入构成**

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
集装箱业务收入(百万元)	7,763	9,490	10,440	11,853	13,525
yoy	-14.5%	22.2%	10.0%	13.5%	14.1%
散杂货业务收入(百万元)	1,960	2,174	2,676	2,894	3,129
yoy	-6.4%	11.0%	23.1%	8.1%	8.2%
港口物流业务	2,749	3,331	4,331	5,197	6,236
yoy	-12.3%	21.2%	30.0%	20.0%	20.0%
港口服务业务	4,264	4,458	5,126	5,639	6,203
yoy	-3.2%	4.5%	15.0%	10.0%	10.0%
其他	480	266	292	321	354
yoy	149.1%	-44.6%	10.0%	10.0%	10.0%
主营业务收入	16,545	18,655	21,676	24,556	27,975
yoy	-8.8%	12.8%	16.2%	13.3%	13.9%

来源: 齐鲁证券研究所

### 盈利预期简要结果

- 我们认为 2011-2012 年公司将因为固定资产折旧和财务费用上升比较显著而影响业绩的增速, 但随着业务量的进一步发展, 尤其是未来对自由港的期望, 我们认为上港集团将具有广阔的发展空间。

**图表 14: 盈利预测结果**

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股盈利(元)	0.18	0.26	0.20	0.23	0.28
净利润增长率	-18.6%	44.1%	-17.5%	16.0%	23.9%
市盈率(倍)	32.4	14.8	16.1	13.9	11.2
EV/EBITDA(倍)	17.9	9.6	7.1	5.0	3.5
EV/销售收入(倍)	7.3	4.4	3.1	2.4	1.8
股息率	0.0%	2.8%	0.9%	1.9%	1.3%
净资产收益率	11.7%	15.3%	9.5%	10.2%	11.4%
每股净资产(元)	1.5	1.7	2.1	2.2	2.5
市净率(倍)	3.8	2.3	1.5	1.4	1.3
每股经营性现金(元)	0.06	0.39	0.75	0.45	0.51

来源: 齐鲁证券研究所

### 估值定价

- 我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.20、0.23、0.28 元, 基于上港集团未来的行业龙头地位和发展前景, 给予公司 2012 年 15 倍 PE, 对应目标价格为 3.5 元, 较当前股价有 10% 左右的空间, 给予增持评级。
- 相对估值: 从相对估值来说, 目前上港集团在同类港口中处于低位, 且在同类港口中, 具备第四类港口优势最为显著, 未来将受益于国际航运中心建设相关政策的兑现, 我们认为上港集团在同类港口中具有相对估值优势。

**图表 15: 港口上市公司相对估值表**

公司	股价	11EPS	12EPS	13EPS	11PE	12PE	13PE	PB
深赤湾A	12.1	0.82	0.88	0.98	14.7	13.8	12.3	2.3
盐田港	5.3	0.33	0.36	0.39	16.1	14.7	13.5	1.7
厦门港务	6.2	0.30	0.34	0.38	20.9	18.4	16.5	1.9
日照港	3.3	0.20	0.25	0.29	16.1	13.4	11.3	1.4
<b>上港集团</b>	<b>3.2</b>	<b>0.20</b>	<b>0.23</b>	<b>0.28</b>	<b>15.9</b>	<b>13.8</b>	<b>11.3</b>	<b>1.6</b>
锦州港	3.8	0.17	0.20	0.27	22.1	19.1	14.0	1.5
营口港	4.5	0.24	0.28	0.31	19.0	16.2	14.2	1.1
天津港	7.0	0.59	0.69	0.77	12.0	10.2	9.2	1.1
唐山港	7.0	0.42	0.57	0.77	16.4	12.3	9.1	1.7
连云港	5.9	0.24	0.32	0.38	24.2	18.4	15.7	1.5
宁波港	2.8	0.19	0.22	0.26	14.6	12.7	10.8	1.5
大连港	3.1	0.17	0.19	0.21	18.3	16.7	15.0	1.1
<b>平均值</b>					<b>17.5</b>	<b>15.0</b>	<b>12.7</b>	<b>1.5</b>
<b>中值</b>					<b>16.3</b>	<b>14.3</b>	<b>12.9</b>	<b>1.5</b>

来源: 齐鲁证券研究所

### 风险提示

- 中国经济和外贸增速持续下滑, 集装箱生成量整体下行, 导致上港集团腹地生成量下降较快, 从而影响公司业务量增速。
- 华东区域港口间竞争加剧, 港口有效费率提升空间低于预期, 人工、燃料动力照明等成本增速高于预期。

**图表 16: 盈利预测结果简表**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业总收入</b>	<b>18,140</b>	<b>16,545</b>	<b>19,105</b>	<b>21,676</b>	<b>24,556</b>	<b>27,975</b>	货币资金	6,435	6,745	6,896	29,623	32,650	41,523
增长率	11.10%	-8.8%	15.5%	13.5%	13.3%	13.9%	应收账款	8,132	12,123	12,500	4,833	5,475	6,237
营业成本	-9,117	-9,284	-10,074	-11,923	-13,016	-13,901	存货	1,531	869	937	980	1,070	1,143
%销售收入	50.3%	56.1%	52.7%	55.0%	53.0%	49.7%	其他流动资产	1,820	1,975	2,222	2,234	2,278	2,313
毛利	9,024	7,261	9,031	9,753	11,540	14,073	流动资产	17,918	21,712	22,554	37,670	41,472	51,216
%销售收入	49.7%	43.9%	47.3%	45.0%	47.0%	50.3%	%总资产	30.3%	34.3%	34.2%	39.3%	42.8%	49.2%
营业税金及附加	-654	-499	-337	-325	-344	-392	长期投资	4,599	5,748	7,190	7,190	7,190	7,190
%销售收入	3.6%	3.0%	1.8%	1.5%	1.4%	1.4%	固定资产	26,539	26,260	26,113	43,624	41,082	38,539
营业费用	0	0	0	0	0	0	%总资产	44.9%	41.5%	39.6%	45.5%	42.4%	37.0%
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	9,357	9,129	9,694	7,040	6,899	6,761
管理费用	-1,819	-1,813	-1,804	-1,907	-2,161	-2,462	非流动资产	41,163	41,635	43,340	58,197	55,514	52,834
%销售收入	10.0%	11.0%	9.4%	8.8%	8.8%	8.8%	%总资产	69.7%	65.7%	65.8%	60.7%	57.2%	50.8%
息税前利润 (EBIT)	6,551	4,948	6,891	7,521	9,036	11,220	<b>资产总计</b>	<b>59,081</b>	<b>63,347</b>	<b>65,895</b>	<b>95,867</b>	<b>96,987</b>	<b>104,050</b>
%销售收入	36.1%	29.9%	36.1%	34.7%	36.8%	40.1%	短期借款	269	266	7,659	7,659	7,159	6,659
财务费用	-365	-462	-434	-660	-924	-738	应付款项	7,628	6,897	7,018	8,134	8,936	9,654
%销售收入	2.0%	2.8%	2.3%	3.0%	3.8%	2.6%	其他流动负债	7,031	2,144	2,135	2,554	3,436	3,196
资产减值损失	-136	53	-75	0	0	0	流动负债	14,929	9,307	16,812	18,347	19,531	19,508
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	3,089	3,040	2,409	5,909	4,409	3,909
投资收益	283	222	248	280	310	330	其他长期负债	5,093	12,834	5,212	17,212	13,212	13,212
%税前利润	4.0%	4.1%	3.1%	3.9%	3.6%	3.0%	<b>负债</b>	<b>23,111</b>	<b>25,181</b>	<b>24,434</b>	<b>41,469</b>	<b>37,152</b>	<b>36,630</b>
营业利润	6,333	4,760	6,631	7,141	8,421	10,812	<b>普通股股东权益</b>	29,876	32,093	35,378	46,946	50,767	56,283
营业利润率	34.9%	28.8%	34.7%	32.9%	34.3%	38.6%	少数股东权益	6,094	6,073	6,083	7,453	9,068	11,137
营业外收支	766	623	1,272	70	80	80	<b>负债股东权益合计</b>	<b>59,081</b>	<b>63,347</b>	<b>65,895</b>	<b>95,867</b>	<b>96,987</b>	<b>104,050</b>
税前利润	7,099	5,383	7,902	7,211	8,501	10,892	<b>比率分析</b>						
利润率	39.1%	32.5%	41.4%	33.3%	34.6%	38.9%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-1,069	-641	-1,290	-1,370	-1,700	-2,396	<b>每股指标</b>						
所得税率	15.1%	11.9%	16.3%	19.0%	20.0%	22.0%	每股收益 (元)	0.220	0.179	0.258	0.197	0.228	0.282
净利润	6,030	4,743	6,613	5,841	6,801	8,495	每股净资产 (元)	1.423	1.529	1.685	2.063	2.231	2.474
少数股东损益	1,410	983	1,195	1,370	1,615	2,069	每股经营现金净流 (元)	0.151	0.059	0.392	0.755	0.450	0.508
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>4,619</b>	<b>3,760</b>	<b>5,417</b>	<b>4,471</b>	<b>5,186</b>	<b>6,426</b>	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.108	0.030	0.060	0.040
净利率	25.5%	22.7%	28.4%	20.6%	21.1%	23.0%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	15.46%	11.72%	15.31%	9.52%	10.21%	11.42%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	7.82%	5.94%	8.22%	4.66%	5.35%	6.18%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	投入资本收益率	18.14%	13.75%	15.27%	14.01%	18.12%	23.28%
净利润	6,030	4,743	6,613	5,841	6,801	8,495	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	1,370	1,615	2,069	营业总收入增长率	11.10%	-8.79%	15.47%	13.45%	13.29%	13.92%
非现金支出	1,829	1,728	1,889	2,133	2,683	2,680	EBIT增长率	17.43%	-24.46%	39.25%	9.14%	20.14%	24.18%
非经营收益	-535	-173	-578	310	534	328	净利润增长率	26.90%	-18.60%	44.07%	-17.47%	15.99%	23.92%
营运资金变动	-4,145	-5,063	296	8,886	225	62	总资产增长率	13.96%	7.22%	4.02%	45.49%	1.17%	7.28%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,179</b>	<b>1,234</b>	<b>8,219</b>	<b>18,540</b>	<b>11,858</b>	<b>13,636</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	2,224	1,476	2,624	16,920	-80	-80	应收账款周转天数	46.8	49.3	42.3	45.0	45.0	45.0
投资	-544	233	-1,626	0	0	0	存货周转天数	47.5	47.2	32.7	30.0	30.0	30.0
其他	195	150	177	280	310	330	应付账款周转天数	119.8	93.8	66.2	50.0	50.0	50.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-2,573</b>	<b>-1,093</b>	<b>-4,073</b>	<b>-16,640</b>	<b>390</b>	<b>410</b>	固定资产周转天数	454.7	516.9	433.1	498.7	532.9	434.6
股权募资	19	124	14	7,780	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	2,517	3,632	-645	15,500	-6,000	-1,000	净负债/股东权益	-2.50%	-2.99%	7.65%	-7.46%	-21.86%	-34.05%
其他	-4,604	-3,588	-3,364	-1,082	-1,607	-2,103	EBIT利息保障倍数	17.9	10.7	15.9	11.4	9.8	15.2
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-2,068</b>	<b>168</b>	<b>-3,995</b>	<b>22,197</b>	<b>-7,607</b>	<b>-3,103</b>	资产负债率	39.12%	39.75%	37.08%	43.26%	38.31%	35.20%
<b>现金净流量</b>	<b>-1,462</b>	<b>310</b>	<b>151</b>	<b>24,097</b>	<b>4,641</b>	<b>10,942</b>							

来源: 齐鲁证券研究所

**投资评级说明**

**买入:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有:** 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持:** 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海  
联系人:王莉本  
电话: 021-20315181  
手机: 18616512309  
传真: 021-20315125  
邮编: 200120  
地址: 上海市花园石桥路 66  
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳  
联系人:李霖  
电话:0755-23819303  
手机:15816898448  
传真:0755-82717806  
邮编:518048  
地址:深圳市福田区深南大道  
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京  
联系人:张哲  
电话: 021-20315112  
手机:18621368050  
传真: 021-20315125  
邮编: 200120  
地址: 上海市花园石桥路 66  
号东亚银行金融大厦 18 层

济南  
联系人:韩丽萍  
电话:0531-68889516  
手机:15806668226  
传真:0531-68889536  
邮编:250001  
地址:山东济南经七路 86 号  
证券大厦 2308