

证券研究报告—深度报告
传媒
平面媒体
大地传媒 (000719)

合理价位: 11 元 发行价: 9.27 元

2011年12月02日

股票数据

总股本 (百万股)	74.3/439.7
总市值 (百万元)	688.8/4,076
沪深 300/深圳成指	2,583.61/9,917.86
12个月最高/最低 (元)	

相关研究报告:
证券分析师: 陈财茂

电话: 010-88005322
 E-mail: chencm@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120040

联系人: 刘明

电话: 010-88005319
 E-mail: liuming@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

新股上市定价

增长缓慢, 资产再次注入可期

●河南中原大地传媒借壳上市

中原大地传媒借壳“ST鑫安”, 自2008年1月21日停牌以来恢复上市, 注入出版、印刷及物资类资产, 盈利主要来自教材教辅, 毛利占比达67.4%。

●出版业务增长缓慢, 但仍有挖掘空间

公司近3年营收CAGR为2.5%, 未来3年有望提升至6%: (1)河南中小學生数量自2009年止跌回升, 公司教材在河南义务教育阶段占有率为50%, 未来5年有望升至60%, 年均提升2%; (2)预计到2015年, 河南职教教材市场规模达到5.68亿元, 相当于目前营收的33%; (3)公司共出版约26000种图书, 存量图书数字化后将每年增加收入约7000万元, 可贡献营业4.1%。

●若发行资产注入, 可增厚EPS 42-73%

大地传媒并未将新华书店发行业务捆绑上市, 计划两年内收购发行资产从而实现整体上市。若成功注入资产, 保守估计将增厚EPS 0.13元, 乐观估计增厚0.22元。

●合理价值在8-11元/股之间

我们预计公司2011-13年EPS分别为0.31元、0.33元和0.35元, 不考虑新华注入, 合理价为8-11元, 若考虑新华资产注入, 合理价为13-15元。股价表现的催化剂是新华发行资产的成功注入。

风险提示: 中小学教材招标体制进一步市场化改革; 发行资产注入存在不确定性。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1657	1729	1,798	1,906	2,058
(+/-%)	0.6%	4.3%	4.0%	6.0%	8.0%
净利润(百万元)	137	132	138	146	153
(+/-%)	11.7%	3.4%	4.1%	6.0%	4.8%
每股收益(元)	0.31	0.30	0.31	0.33	0.35
EBIT Margin	11.9%	9.4%	9.5%	9.5%	9.3%
净资产收益率 (ROE)	11.2%	9.5%	9.2%	9.0%	8.8%
市盈率 (PE)	29.6	30.9	29.6	27.9	26.7
EV/EBITDA	21.9	26.5	18.4	17.6	16.9
市净率 (PB)	3.33	2.94	2.72	2.52	2.34

投资摘要

估值与投资建议

预计公司重组上市后，营业收入将从 2010 年的 17.3 亿元增长 2013 年的 20.6 亿元，CAGR 为 6%，归属母公司净利润从 2010 年的 1.32 亿元增长到 2013 年的 1.53 亿元，CAGR 为 5.1%，2011-13 年 EPS 分别为 0.31 元、0.33 元和 0.35 元。

分别采取 FCFF 和 PE 两种方法对公司进行绝对和相对估值，FCFF 方法显示公司合理价值是 6.06~10.84 元/股，PE 估值为 7.75~10.85 元/股，综合认为公司合理价值是 8~11 元/股。

公司的投资价值来有两点：（1）区域出版牌照价值；（2）发行资产注入预期。

河南中小学生数量逐年增长，牌照价值得到提升。另外，牌照价值可以从 4 方面发掘：（1）公司教材在河南义务教育阶段市场占有率为 50%、高中 70%，我们认为未来有每年 2-4%的提升空间；（2）河南中等职教学生有 189.3 万人，过去 5 年 CAGR 为 8.5%，公司目前仅有 200 余种职教教材，远远低于市场需求，预计到 2015 年，河南职教教材市场规模达到 5.68 亿元，全国 45 亿元；（3）河南人均图书出版量较低，通过开拓优质图书，可以提高一般图书销售收入；（4）公司共出版约 26000 种图书，存量图书数字化后将每年增加收入约 7000 万元。

大地传媒本次上市并未将新华书店发行业务捆绑上市，公司计划上市后两年内吸收发行业务资产从而实现整体上市目标。我们预计资产注入后，公司 EPS 将增厚 0.13 元，达到 0.43 元，按市场平均 33 倍 PE 计算，公司股价有望达到 14.2 元。

内容目录

投资摘要	2
内容目录	3
图表目录	4
估值与投资建议	5
绝对估值法：6.05~10.84 元/股	5
相对估值法：7.75~10.85 元/股	6
合理价值：8-11 元	6
借壳成功，中原地区文化产业龙头上市	6
资本市场助力中原文化产业崛起	6
教材教辅是公司主要盈利业务	7
投资价值：出版牌照价值和资产注入预期	8
教材出版牌照价值提升	8
多种方法深入挖掘牌照价值	8
发行资产注入预期，EPS 增厚约 0.13 元	9
盈利预测：2011-13 年净利润 CAGR 为 5.3%	11
核心判断的主要风险	11
附表 1：财务预测与估值	12
国信证券投资评级	13
风险提示	13
证券投资咨询业务的说明	13

图表目录

表 1: 三阶段模型的主要假设.....	5
表 2: 绝对估值的基本假设条件.....	5
表 3: FCFF 估值模型.....	5
表 4: WACC 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股).....	6
表 5: 出版发行上市公司估值水平.....	6
图 1: 大地传媒下属子公司情况.....	7
图 2: 公司经营业绩稳健增长.....	7
图 3: 公司 2008-10 年盈利能力.....	7
图 4: 公司主营构成-分业务.....	7
图 5: 公司毛利构成-分产品.....	7
表 6: 河南义务教育在校生数逐年增加.....	8
表 7: 河南和全国中等职业教育市场规模巨大.....	8
表 8: 上市出版传媒公司所在省份图书出版情况比较 (2010).....	9
表 9: 上市公司数字化转型版权收入.....	9
表 10: 2009 年前 10 省份出版物纯销售额.....	9
表 11: 传媒行业历次收购定价.....	10
表 11: 利润预测表 (百万).....	11

估值与投资建议

绝对估值法：6.05~10.84 元/股

我们采用 FCFF 大地传媒进行绝对估值，并运用三阶段模型。其中，2011-13 年为显性增长期，营业收入增长率分别为 4%、6%和 8%，2014-20 年为半显期，2020 年后为永续增长期，假定永续增长率为 3%。

表 1: 三阶段模型的主要假设

会计年度截止日: 12/31	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
销售收入增长率	0.6%	4.3%	4.0%	6.0%	8.0%	10.0%	8.0%	8.0%	7.0%	6.5%	6.0%	5.5%
销售成本 / 销售收入	74.2%	76.1%	75.5%	75.5%	75.8%	74.5%	74.5%	74.5%	74.5%	74.5%	74.5%	74.5%
管理费用 / 销售收入	9.8%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
销售费用 / 销售收入	3.5%	3.4%	3.7%	3.7%	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
所得税税率	11.4%	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
股利分配比例	17.2%	17.8%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%

资料来源: 国信证券经济研究所

同时，我们假定 RFR 为 3.5%，风险溢价率 6%，有效税率 25%，A 股传媒行业无杠杆 Beta 为 0.85，在此假设下，公司的 WACC 为 8.58%。

表 2: 绝对估值的基本假设条件

永续增长率	30%	实际所得税率 T	25%
无风险利率	3.50%	Ke	8.95%
行业平均 Beta	0.85	风险溢价	6.00%
公司市值 (E)	4076	E/(D+E)	93.14%
债务总额(D)	300	D/(D+E)	6.86%
Kd	3.5%	WACC	8.58%

资料来源: 国信证券经济研究所

根据 FCFF 三阶段模型和 WACC 的假设，我们测算大地传媒的合理价值为 7.8 元。

表 3: FCFF 估值模型

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TV
EBIT	171	182	191	255	276	299	320	341	362	382	
t	6%	6%	6%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	
EBIT*(1-t)	161	171	179	192	207	224	240	256	271	287	
D&A	61	67	75	84	94	104	114	124	134	144	
营运资金净变动	(172)	(6)	(16)	(32)	(23)	(27)	(24)	(24)	(23)	(22)	
资本性投资	(60)	(80)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	
FCFF	(10)	152	138	144	178	201	230	256	282	308	5,691
PV(FCFF)	(9)	129	108	103	118	123	129	132	134	135	2,499
核心企业价值	3,601										
减: 净债务	170										
股票价值	3,431										
每股价值	7.80										

资料来源: 国信证券经济研究所

将每股价值对永续增长率和 WACC 进行敏感性分析，当永续增长率为 2.5-3.5%，WACC 为 7.6-9.6%时，大地传媒每股价值为 6.05-10.84 元，中准价格为 7.8 元。

表 4: WACC 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	7.6%	8.1%	8.58%	9.1%	9.6%
3.5%	10.84	9.48	8.39	7.50	6.76
3.3%	10.32	9.09	8.08	7.26	6.56
3.0%	9.86	8.73	7.80	7.03	6.38
2.8%	9.45	8.41	7.55	6.82	6.21
2.5%	9.08	8.12	7.31	6.63	6.05

资料来源: 国信证券经济研究所

相对估值法: 7.75~10.85 元/股

我们预计大地传媒 2011-13 年 EPS 分别为 0.31 元、0.33 元和 0.35 元, 国内已经上市的出版发行公司市盈率区间为 24~56 倍, 平均值为 33 倍, 公司还具有预见性强的发行资产注入预期, 综合以上分析, 我们给予公司 25-35 倍 PE 估值, 对应价格为 7.75~10.85 元/股。

表 5: 出版发行上市公司估值水平

公司名称	股价(2011/11/29)	每股收益				市盈率 PE			
		10A	11E	12E	TTM	11E	12E	CAGR(11-13)	
出版传媒	9.61	0.24	0.24	0.26	43	41	37	7.3%	
中文传媒	21.10	0.93	0.82	0.94	15	25	22	22.0%	
时代出版	13.50	0.61	0.57	0.66	25	24	21	12.3%	
中南传媒	10.57	0.41	0.42	0.50	28	25	21	21.0%	
皖新传媒	12.85	0.36	0.43	0.46	32	30	28	13.1%	
天舟文化	25.08	0.55	0.45	0.64	73	56	39	39.1%	
均值					36	33	28	19.1%	

资料来源: wind 资讯, 国信证券经济研究所整理

合理价值: 8-11 元

我们分别采取 FCFF 和 PE 两种估值方法对其估值, FCFF 的结果显示大地传媒的合理价值为每股 6.05-10.84 元, 而 PE 相对估值的结果为每股 7.75-10.85 元, 我们认为公司的合理价值区间为 8-11 元。

借壳成功, 中原地区文化产业龙头上市

资本市场助力中原文化产业崛起

公司通过借壳“ST 鑫安”成功上市, 本次注入的经营性资产为中原出版传媒集团旗下出版、印刷及物资类业务, 旗下有 13 家子公司和 1 家中小学教材出版业务, 其中印刷、物资及纸张公司 4 家和出版社 9 家。2009 年, 公司共出版图书和音像制品 2.65 亿册, 定价总额达 15.46 亿元, 规模均处于行业领先地位。上市后, 公司将借力资本市场完善治理结构, 强化图书出版业务, 提高市场影响力, 在文化渊源深厚的中原地区振兴文化产业。

图 1: 大地传媒下属子公司情况

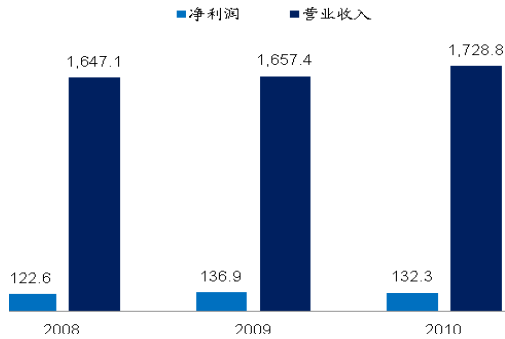


资料来源: 重组报告书, 国信证券经济研究所整理

教材教辅是公司主要盈利业务

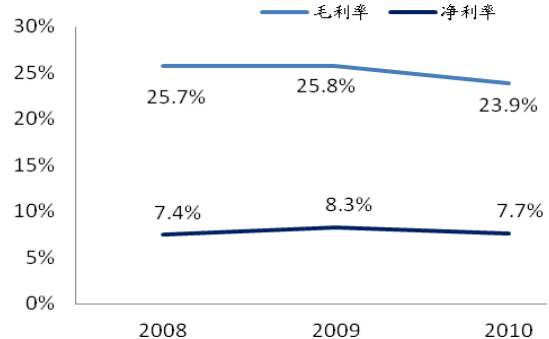
2010 年营业收入达到 17.3 亿元, 净利润 1.32 亿元, 毛利率 23.9%, 净利率 7.7%, 达到行业平均水平。从收入构成看, 主要收入来自出版和物资销售业务, 分产品看公司毛利构成, 教材教辅占比达 67.4%, 是公司的主要盈利业务。

图 2: 公司经营业绩稳健增长



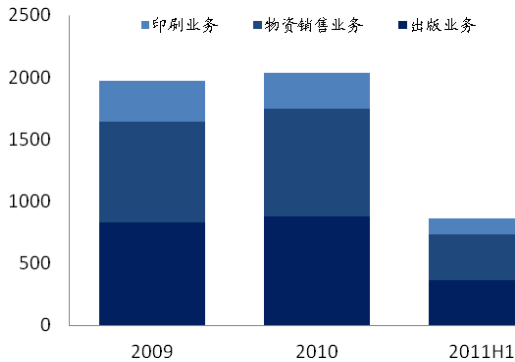
资料来源: 重组报告书, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司 2008-10 年盈利能力



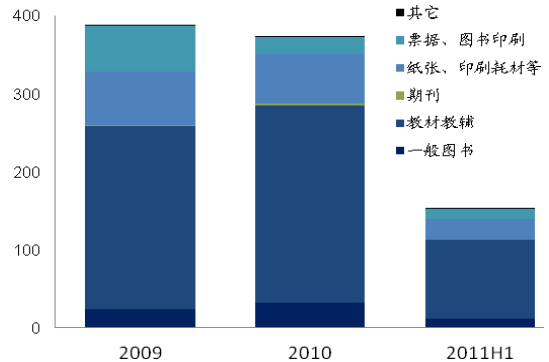
资料来源: 重组报告书, 国信证券经济研究所整理

图 4: 公司主营构成-分业务



资料来源: 重组报告书, 国信证券经济研究所整理

图 5: 公司毛利构成-分产品



资料来源: 重组报告书, 国信证券经济研究所整理

投资价值：出版牌照价值和资产注入预期

教材出版牌照价值提升

中原大地传媒以租型方式获得人教社、人美社和苏教社等出版商的教材，为河南义务教育学生提供免费教材，目前占有义务教育阶段 50% 和高中阶段 70% 以上的市场份额。河南省义务教育在校生数在 2009 年止跌回升，2010 年达到 1540 万人，从近 2 年招生及毕业生情况看，义务教育在校生数增加趋势仍将持续，尽管河南高中在校生数有所下降，但中小学在校生总量仍在增长。由于中小学教材教辅是公司盈利的主要来源，因此学生数量的增长将提升公司的教材出版牌照价值。

表 6：河南义务教育在校生数逐年增加

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
高中招生数	61.3	70.0	67.8	70.6	68.4	64.5	62.8
高中在校生数	168.7	188.4	201.6	212.6	207.3	201.2	192.2
高中毕业生数	42.5	53.7	57.4	65.1	75.0	70.2	70.4
义务教育招生数	358.6	359.0	343.0	344.1	352.0	345.2	346.6
义务教育在校生数	1,604.7	1,556.7	1,537.7	1,525.9	1,520.8	1,526.3	1,539.9
义务教育毕业生数	401.8	390.3	354.6	349.3	352.0	328.9	320.3

资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

多种方法深入挖掘牌照价值

提高市场份额，渗透省外市场。公司目前在义务教育阶段教材市场占有率为 50%，而政府免费教材招标都会优先省内公司，因此市场占有率仍有提升空间，我们预计每年可以 2-4%。另外，公司可以仿照其它出版传媒公司渗透省外教材招标，从而增加教材收入多样性，提高抗风险能力。

立足河南、放眼全国，开拓职业教育教材市场。目前，公司与各职业教育教材出版社鉴定代理协议销售教材，并且开发了 200 多种职业教育教材，积累了丰富的经验。2010 年河南中等职业教育在校生数由 2006 年的 137.1 万人增长到 189.3 万人，CAGR 为 8.5%，预计 2015 年将达到 284.1 万人。2010 年发布的《国家中长期教育改革和发展规划纲要》要求大力发展职业教育，提出到 2015 年中职在校生数达到 2250 万人。职业市场将是公司教材未来重要的增长点，按照每人 8 册，每册 25 元计算，估计到 2015 年，河南职教教材市场规模达到 5.68 亿元，全国 45 亿元。

表 7：河南和全国中等职业教育市场规模巨大

	2010	2015E	2020E
全国	2231.8	2,250	2,350
河南	189.3	284.1	426.2

资料来源：国家统计局，教育部，国信证券经济研究所整理

深耕一般图书市场。2010 年，河南出版图书约 2 亿册，人均出版量仅 2.13 册，是已有出版发行上市公司省份中最低的，而河南人均 GDP 处于中游，可以看出河南图书出版市场仍有巨大的增长空间，按照其它 6 个省的平均值估计，人均图书出版量将达 4.7 册，出版总量将达 4.4 亿册，是目前的 2.2 倍，市场规模空间巨大，作为河南出版业的巨头，公司一般图书市场广阔的前景。

表 8: 上市出版传媒公司所在省份图书出版情况比较 (2010)

指标	单位	辽宁	江苏	江西	湖南	安徽	湖北	河南
图书出版总数	亿册	1.5	5.5	1.6	3.1	2.4	2.8	2
GDP	亿元	18,457.3	41,425.5	9,451.3	16,038.0	12,359.3	15,967.6	23,092.4
总人口数	万人	4,375	7,869	4,462	6,570	5,957	5,728	9,405
人均出版量	册/人	3.43	6.99	3.59	4.72	4.03	4.89	2.13
人均 GDP	万元	4.22	5.26	2.12	2.44	2.07	2.79	2.46

资料来源: 新闻出版总署, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

数字化转型, 释放存量内容价值。至 2010 年中期, 公司共出版图书 23948 种, 每年新版图书约 2000 种, 我们估计公司目前出版图书约 26000 种, 内容资源丰富。公司也意识到数字出版将是未来的发展潮流, 积极转型数字出版商, 开设了包括中国教育出版网、中国戏曲网、大象数字化教学系统、干部学习电子文库、大象教育资源网等数字出版平台, 丰富的内容资源数字化后有望为公司持续创造收入。假定公司 60% 图书转化成电子书, 每种电子书销量 1500 册, 按每册 3 元计算, 将增加公司收入 7000 万元, 而 2010 年公司一般图书收入仅 1.19 亿元, 相当于一般图书收入增长 58.8%。

表 9: 上市公司数字化转型版权收入

单位: 百万元	出版图书总数	数字版权收入	版权价值	网点数	文化地产价值	市值(111201)	营业收入	价值提升	营收提升
出版传媒	14600	39.4	788	210	648.1	4859.1	1328.4	29.6%	3.0%
中文传媒	14400	39	780	306	1004.2	11447.0	3131.4	15.6%	1.2%
时代出版	14400	39	780			6332.9	1833.4	12.3%	2.1%
中南传媒	24300	65.6	1312	392	1324.0	18013.9	4762.6	14.6%	1.4%
皖新传媒				507	1542.4	10829.0	2760.4	14.2%	
大地传媒	26000	70.2	1404			4076.2	1728.8	34.4%	4.1%

资料来源: 中国出版年鉴, wind 资讯, 公司年报, 国信证券经济研究所整理

发行资产注入预期, EPS 增厚约 0.13 元

大地传媒本次上市并未将新华书店发行业务捆绑上市, 主要原因是地方新华书店控制权并未理顺、土地资产问题复杂和人员包袱影响盈利等, 公司计划上市后两年内吸收发行业务资产从而实现整体上市目标。目前, 新华书店系统拥有发行网点 1213 个, 2009 年营业收入达 27.8 亿元, 净利润 1 亿元, 占集团净利润的 42.4%, 出版物纯销售额达到 29.4 亿元, 排名全国第 5, 预计新华发行资产厘清拖累业绩因素后盈利能力将大幅增强, 资产注入后将大幅增升公司业绩和影响力。

表 10: 2009 年前 10 省份出版物纯销售额

排名	地区	纯销售额	占全国份额
1	江苏	48.23	8.30%
2	浙江	39.34	6.77%
3	山东	35.19	6.06%
4	四川	31.35	5.40%
5	河南	29.44	5.07%
6	湖南	29.33	5.05%
7	安徽	27.47	4.73%
8	广东	25.15	4.33%
9	湖北	19.66	3.38%
10	江西	19.36	3.33%

资料来源: 中国出版年鉴 2010, 国信证券经济研究所整理

2009年，新华发行营业收入约28亿元，净利润1亿元，净利率仅为3.6%，低于行业平均水平，下次资产注入准备期间，将剥离盈利差的劣质资产和精简人员，提高盈利能力。目前发行系统有15000员工，若通过资产剥离减少员工5000人，按每人年工资支出20000元计算，节省费用1亿元，预计净利润有望提升至2亿元。

按1亿净利润保守估计，EPS增厚0.13元。若按10倍PE增发收购，收购价为10亿元，以每股10股增发，则要增发1亿股，总股本为5.4亿股，净利润总额为2.32亿元，则EPS约0.43元，较10年增厚0.13元，按行业33倍PE计算，股价将达14.2元。

按2亿净利润乐观估计，EPS增厚0.22元。预计增发2亿股，股本达到6.4亿股，净利总额为3.32亿元，EPS约0.52元，增厚0.22元，按行业33倍PE计算，股价达17.2元。

表 11: 传媒行业历次收购定价

公司	公告时间	资产类别	收购比例	收购价格(百万)	P/S	市盈率	市净率
东方明珠	2001-11	两报一刊	80%	400	8.3	10.1	..
新华传媒	2006-08	新华发行集团资产	100%	649	0.5	18.2	1
	2007-05	解放日报资产	51-100%	2026	1.8	12.8	7.6
	2008-04	杨航传媒	70%	34	0	6.6	..
	2008-05	嘉美广告	100%	112	0.6	6.5	9.1
华闻传媒	2006-08	时报传媒	84%	84	0.6	2.1	1
	2007-04	华商传媒	31%	270	1.1	7.4	1.7
	2007-12	辽宁盈丰	85%	20	0.2	18	1.1
		重庆华博	85%	20	0.4	..	1.2
		天津华商	90%	10	1.4
		北京华商	85%	10	57	..	1.2
博瑞传播	2000-09	博瑞广告	35%	50	1
	2001-04	博瑞广告	6%	9	1
	2001-11	博瑞印务	100%	80	2.9	5.7	2.3
		博瑞广告	39%	55	2.9	5.5	2.5
时代出版	2008-02	安徽出版集团资产	60-100%	1581	1.2	8.3	1.1
出版传媒	2008-07	辽少社	100%	22	0.9	12.1	1.1
	2008-07	春风社	100%	3	0.1	1.3	1.4
	2008-07	音像社	100%	3	0.4	5.1	1.5
中文传媒	2011-11	江西高教社	49%	32.95	0.7	21.5	2.1
mean					4.7	9.4	2.2
median					0.8	7	1.2

盈利预测：2011-13 年净利润 CAGR 为 5.3%

根据对公司基本面的分析，我们假设公司 2011-13 年的营业收入增长率分别为：4%、6%和 8%，每年获得 2600 万元营业外净收入，根据这些假设，我们预计公司 11-13 年的 EPS 分别为 0.31、0.33 和 0.35 元。

表 11：利润预测表（百万）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1657	1729	1798	1906	2058
营业成本	1231	1316	1357	1439	1560
营业税金及附加	8	10	9	10	10
销售费用	58	59	67	71	76
管理费用	163	181	194	205	221
财务费用	40	30	31	33	34
资产减值及公允价值变动	19	(21)	(19)	(19)	(19)
其他收入	0	(0)	0	0	0
营业利润	139	115	121	130	137
营业外净收支	22	26	26	26	26
利润总额	161	141	147	156	163
所得税费用	18	9	9	9	10
少数股东损益	(6)	0	0	0	0
归属于母公司净利润	137	132	138	146	153
EPS	0.31	0.30	0.31	0.33	0.35

资料来源：国信证券经济研究所预测

核心判断的主要风险

- 1、中小学教材招标体制改变，公司未能在省内获得足够市场份额；
- 2、循环教材推广超预期，教材收入大幅下滑；
- 3、数字出版超预期增长，传统出版收入下降；

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	708	729	950	1153	营业收入	1729	1798	1906	2058
应收款项	333	473	501	541	营业成本	1316	1357	1439	1560
存货净额	476	517	547	592	营业税金及附加	10	9	10	10
其他流动资产	38	41	44	47	销售费用	59	67	71	76
流动资产合计	1555	1761	2042	2334	管理费用	181	194	205	221
固定资产	539	524	523	534	财务费用	30	31	33	34
无形资产及其他	197	192	187	183	投资收益	3	0	0	0
投资性房地产	45	45	45	45	资产减值及公允价值变动	(21)	(19)	(19)	(19)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(0)	0	0	0
资产总计	2337	2523	2798	3097	营业利润	115	121	130	137
短期借款及交易性金融负债	240	300	400	500	营业外净收支	26	26	26	26
应付款项	440	434	460	498	利润总额	141	147	156	163
其他流动负债	175	172	182	197	所得税费用	9	9	9	10
流动负债合计	854	907	1042	1195	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	132	138	146	153
其他长期负债	60	80	100	120					
长期负债合计	60	80	100	120	现金流量表 (百万元)				
负债合计	914	987	1142	1315	净利润	132	138	146	153
少数股东权益	36	36	37	37	资产减值准备	(4)	0	0	0
股东权益	1387	1500	1620	1745	折旧摊销	0	61	67	75
负债和股东权益总计	2337	2523	2798	3097	公允价值变动损失	21	19	19	19
					财务费用	30	31	33	34
					营运资本变动	43	(172)	(6)	(16)
					其它	4	0	0	0
					经营活动现金流	196	46	227	231
					资本开支	12	(60)	(80)	(100)
					其它投资现金流	3	0	0	0
					投资活动现金流	15	(60)	(80)	(100)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(24)	(25)	(26)	(28)
					其它融资现金流	2	61	100	100
					融资活动现金流	(45)	36	74	72
					现金净变动	167	22	220	204
					货币资金的期初余额	541	708	729	950
					货币资金的期末余额	708	729	950	1153
					企业自由现金流	209	(10)	152	138
					权益自由现金流	211	49	249	234

关键财务与估值指标				
	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.30	0.31	0.33	0.35
每股红利	0.18	0.06	0.06	0.06
每股净资产	10.72	3.41	3.68	3.97
ROIC	10%	10%	10%	11%
ROE	10%	9%	9%	9%
毛利率	24%	25%	25%	24%
EBIT Margin	9%	10%	10%	9%
EBITDA Margin	9%	13%	13%	13%
收入增长	4%	4%	6%	8%
净利润增长率	-3%	4%	6%	5%
资产负债率	41%	41%	42%	44%
息率	2.0%	2.1%	2.2%	2.3%
P/E	30.8	29.6	27.9	26.7
P/B	0.9	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	13.0	21.8	21.0	20.3

资料来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340		
				技术分析	
交通运输		银行		闫莉	010-88005316
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	房地产	
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	方焱	0755-82130648
岳鑫	0755-82130432			区瑞明	0755-82130678
周俊	0755-82130833-6215			黄道立	0755-82133397
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
祝彬	021-60933156			秦波	010-66026317
常伟					
机械		基础化工		石油化工	
郑武	0755-82130422	刘旭明	010-66025272	刘旭明	010-66025272
陈玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	朱振坤	010-66025229
杨森	0755-82133343	罗洋	0755-82150633		
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867		
		梁丹	0755-82134323		
医药		电力设备与新能源		传媒	
贺平鸽	0755-82133396	杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322
丁丹	0755-82139908	张骥	010-88005311	刘明	010-88005319
杜佐远	0755-82130473				
胡博新	0755-82133263				
刘勍	0755-82130833-1845				
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭波	0755-82133909	谢达成	021-60933161	邵子钦	0755-82130468
龙飞	0755-82133920			田良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		轻工		家电	
严平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
唐俊杰	021-60875160	邵达	0755-82130706		
建筑		计算机及电子元器件		纺织服装	
邱波	0755-82133390	段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158
刘萍	0755-82130678	高耀华	010-88005321		
		欧阳仕华	0755-82151833		
		熊丹	0755-82133528		
农业		建材		旅游	
张如	021-60933151	郑东	010-66025270	曾光	0755-82150809
		马彦	010-88005304	钟潇	0755-82132098
食品饮料		新兴产业		研究支持	
黄茂	0755-82138922	陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998
		李筱筠	010-66026326	余辉	0755-82130741
		孙伟	010-66026320	王越明	0755-82130478
				吴美玉	010-66026319
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
周琦	0755-82133568	康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
邓岳	0755-82150533	刘舒宇	0755-82133568	郑云	021-60875163
		李腾	0755-82130833-6223	毛甜	021-60933154
		刘洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		

	钱晶	0755-82130833-1367	
量化交易策略与技术	数据与系统支持		
戴军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090
秦国文	0755-82133528	李扬之	0755-82136165
韦敏	0755-82130833-3772	陈爱华	0755-82133397
张璐楠	0755-82130833-1379	袁剑	0755-82139918

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法	盛建平	魏宁
010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	马小丹	林莉
010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
焦骥	郑毅	邵燕芳
010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	黄胜蓝	王昊文
010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	刘塑	甘墨
010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原祎	叶琳菲	段莉娟
010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
杨柳	孔华强	徐冉
010-66026341 18601241651 yangliu1@guosen.com.cn	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		颜小燕
		0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		赵晓曦
		0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		郑灿
		0755-82133043 18620399819 zhengcan@guosen.com.cn