

交通运输 - 航运业

稳健经营难挡行业景气下滑，等待冬去春来

——招商轮船（601872）深度研究报告

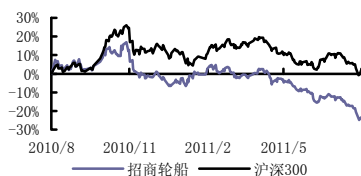
2011 年 8 月 12 日

评级： 中性

市场数据	2011 年 8 月 11 日
当前价格(元)	3.35
52 周价格区间(元)	3.29-5.12
总市值(百万)	11501.88
流通市值(百万)	11501.88
总股本(百万股)	3433.40
流通股(百万股)	3433.40
日均成交额(百万)	44.75
第一大股东	招商局集团
公司网址	http://www.cmenergyshipping.co

预测指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2597	2655	2845	3167
收入同比	39%	2%	7%	11%
净利润(百万元)	616	438	472	695
净利润同比	79%	-29%	8%	47%
毛利率	25.8%	17.4%	17.6%	22.9%
ROE	6.3%	4.3%	4.4%	6.1%
摊薄每股收益(元)	0.18	0.13	0.14	0.20

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
招商轮船	-14.20%	-21.79%	-25.99%
沪深 300	-7.91%	-8.84%	0.59%

- **全球原油需求增速放缓，油轮运输供求关系恶化，油运业务不乐观。** 原油欧美需求疲软，主要增长动力仍然来自以中国为代表的亚洲新兴经济体；美国能源署(EIA)预测，2011 年全球原油需求将增长 1.65%至 8816 万桶/日，2012 年全球需求将增长 1.8%至 8974 万桶/日，其中中国原油需求预计将增长 5.6%。2006-2008 年行业景气时新接油船订单量处于高位，使 2009-2011 年新船交付量保持高位水平；Clarkson 预测 2011 年总油船及 VLCC 船运力增速分别约 7%和 9%，超出相应的 3%和 4%的需求增速，供求关系恶化。
- **公司稳健的散货运输经营策略难挡行业景气下滑影响。** 我国 2011 上半年进口铁矿石量增长 8.1%，进口煤炭量则下跌 13.1%，处于低位水平；Clarkson/Drewry 预测，2011 年全球干散货海运量同比增长 4%/4.9%，低于 2010 年的 9.9%的水平。Clarkson 预测，2011/2012 年全球散货船交付量将突破 7000 万载重吨，使得 2011/2012 年散货船运力仍保持 13%/11%的较高增速；Drewry 年初也预测 2011 年全球散货船队运力增速将达 14.3%，保持高位水平。
- **全球经济复苏前景不明朗，远洋航运行业 2011 下半年至明年或仍将处于低谷。** 欧债危机面对蔓延风险，美债信用评级下降，美国经济复苏力度减弱，中国宏观调控继续，世界经济复苏存在不确定性，而同时船队运力投放压力较大，行业复苏前景不明。
- **盈利预测与投资评级：** 我们预测 2011-2013 年公司实现摊薄 EPS 分别为 0.13、0.14 和 0.20 元，按 8 月 11 日 3.35 元收盘价，2011-2012 年公司动态市盈率分别为 25.8 和 23.9 倍；虽然公司航运管理能力突出、经营稳健，但考虑到全球经济复苏低于预期的风险以及航运行业拐点的不确定性，给予“中性”投资评级。
- **风险提示：** 全球经济复苏缓慢程度超出预期；油轮及散货船运力释放速度超出预期。

赵晓闯

执业证书号：S1030511010004

0755-83199599-8267

zhaoxc@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

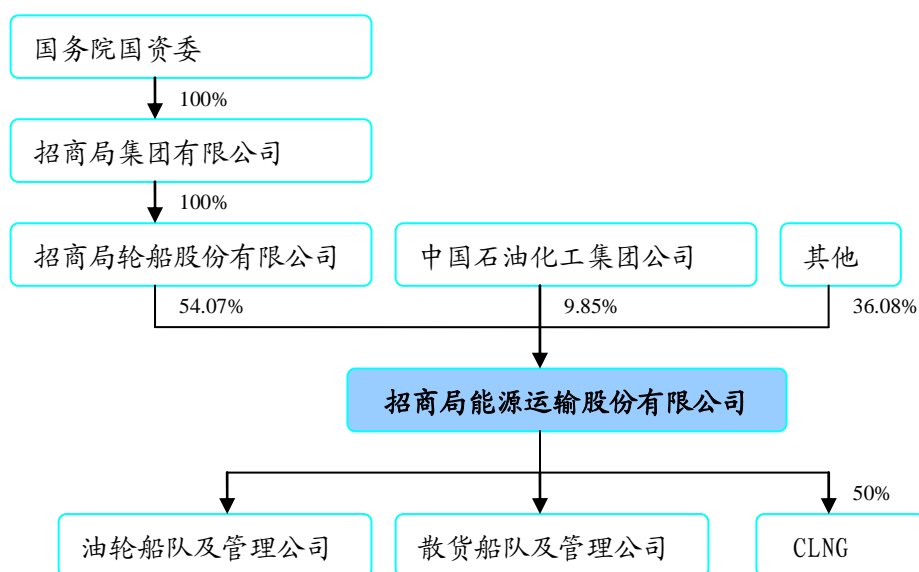
分析师声明

本人，赵晓闯，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司概况

大股东实力雄厚，管理经营团队经验丰富。招商局集团是公司的实际控制人，为国资委直接管理的国有重要骨干企业之一，其多元化业务领域包括交通基建、工业区开发、港口、金融、地产、物流等。战略投资股东中国石油化工集团公司为第二大股东，在“国油国运”政策背景下公司与之合作前景广阔。公司的全管理公司香港明华及香港海宏分别进行散货及油轮经营管理，在周期波动的航运市场中，其拥有几十年丰富的船舶运营管理经验至关重要。

Figure 1 公司股权及业务结构



资料来源：公司定期报告、世纪证券研究所

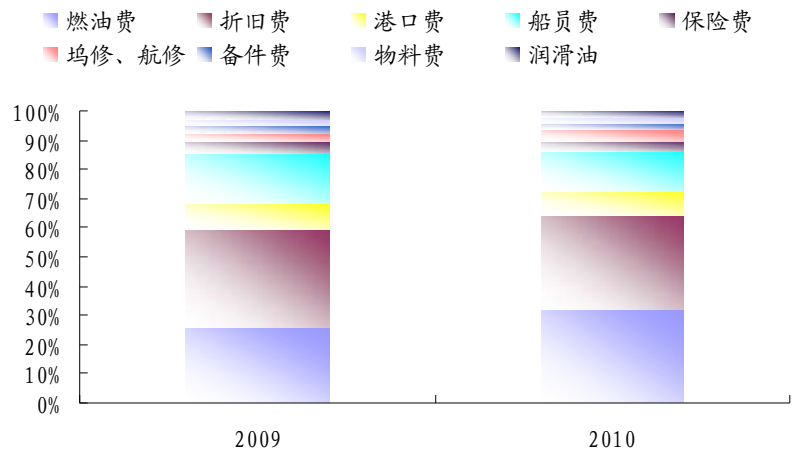
远洋油轮、散货及LNG运输多元业务。公司主营业务为远洋油轮及散货船运输，油轮主要运输原油，散货船主要运输煤炭、铁矿石等。同时公司参股（50%）中国液化天然气运输（控股）有限公司（简称CLNG）开展LNG运输业务。三种业务风险收益特征不同，多元业务组合利于经营业绩的相对稳定。

公司油轮与散货运输业务收入之比约7:3左右，散货运输业务毛利率高于油轮运输业务，油轮与散货运输业务毛利之比约6:4左右。CLNG公司的LNG运输业务贡献的投资收益占总营业利润比例还不大，2010年为10.1%。

公司所处的远洋航运行业周期性显著。远洋运输业受全球经济周期影响较大，作为远洋运输公司收入的运价随全球经济形势变化而波动。公司营业成本主要由燃油费、折旧费、船员费等构成，除程租方式下燃

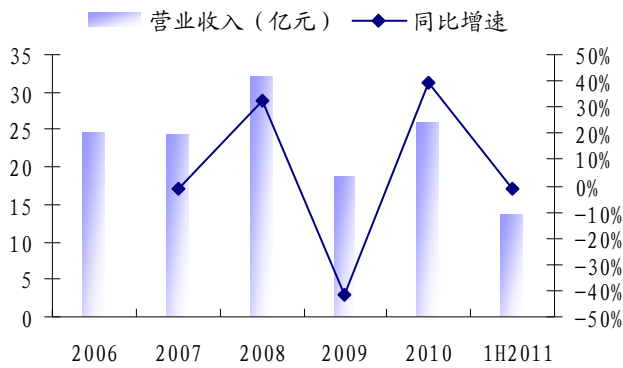
油费波动影响成本外，其他费用成本相对稳定；而当租金运费随全球经济波动而波动时，公司的收入及利润将受到较大影响。

Figure 2 公司主要营业成本结构



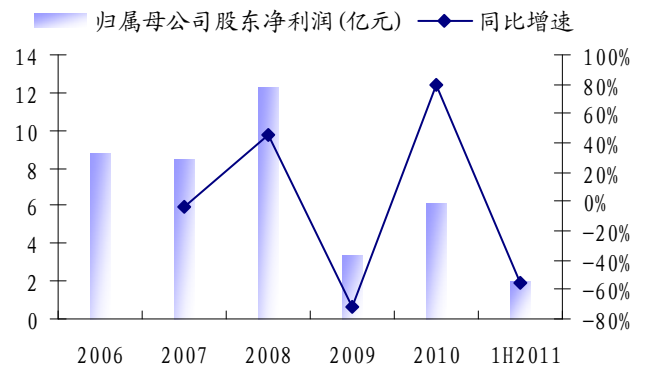
数据来源：公司年报、世纪证券研究所

Figure 3 公司营业收入 2008 年达到高峰



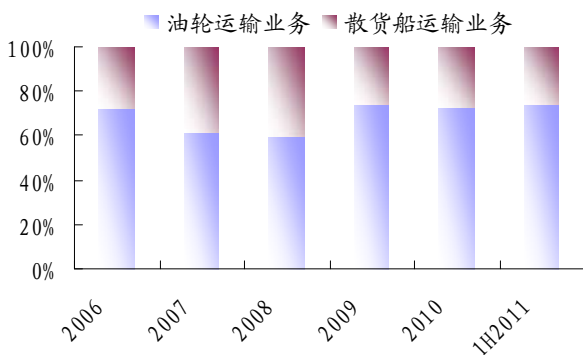
数据来源：公司定期报告、世纪证券研究所

Figure 4 归属母公司利润在 2008 年达到高峰



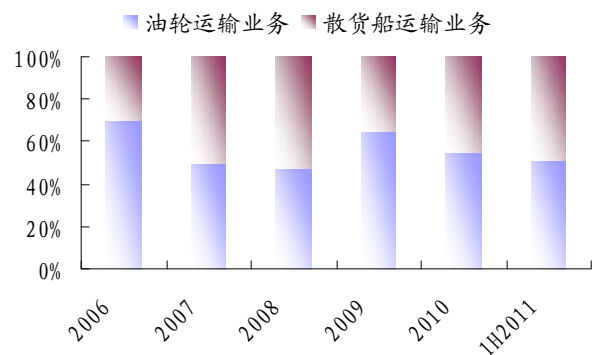
数据来源：公司定期报告、世纪证券研究所

Figure 5 2006-1H2011 公司主营业务收入构成



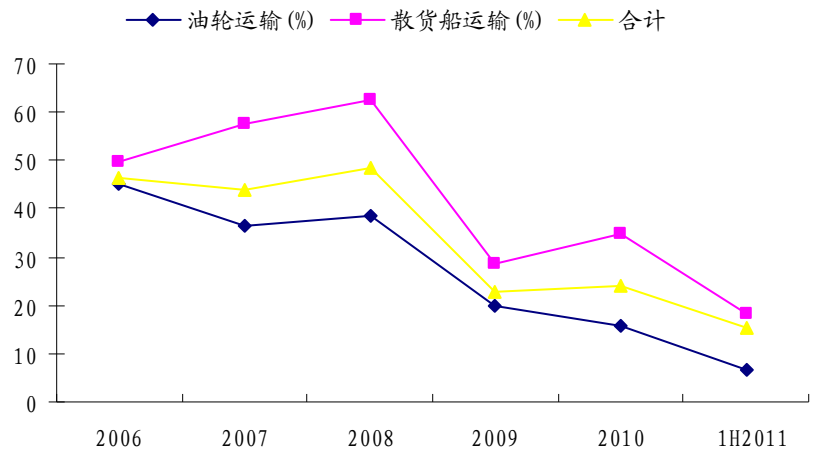
数据来源：公司定期报告、世纪证券研究所

Figure 6 2006-1H2011 年公司主营业务毛利构成



数据来源：公司定期报告、世纪证券研究所

Figure 7 公司主营业务毛利率水平随景气周期下滑而下滑 (%)



数据来源：公司定期报告、世纪证券研究所

油轮运输供求关系恶化，油运业务不乐观

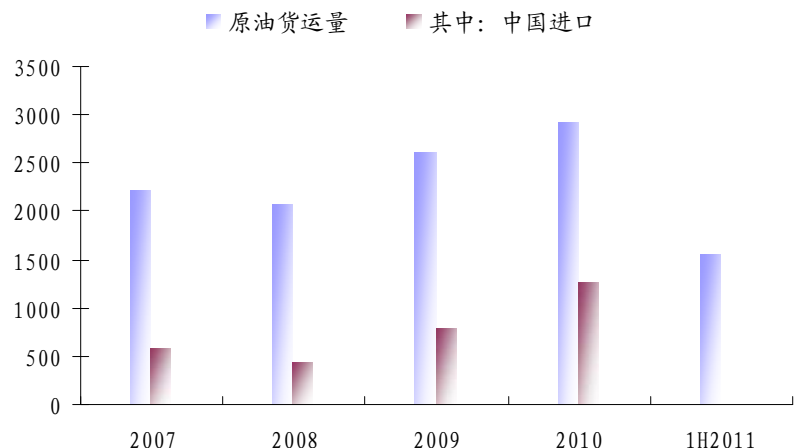
公司近年油轮运力不断增加，但行业景气下滑影响其收入及利润增长。公司油轮船队规模目前为 21 艘，运力达到 472 万载重吨，平均船龄 7.9 年。船队由 13 艘超级油轮 (VLCC)、1 艘苏伊士型 (Suezmax) 及 7 艘阿芙拉型 (Aframax) 油轮组成，由全资专业管理公司香港海宏负责日常经营管理。虽然公司油轮运力不断增加，原油货运量保持增长，但由于金融危机后运价大幅下滑，公司营业收入及毛利率也随之下滑。

Figure 8 公司油轮船队情况 (截止 2011.7)

油轮船型	数量 (艘)	载重量 (万吨)	平均船龄 (年)
超大型 (VLCC)	13	382	8.1
苏伊士型 (Suezmax)	1	15	19.7
阿芙拉型 (Aframax)	7	75	5.9
油轮合计	21	472	7.9

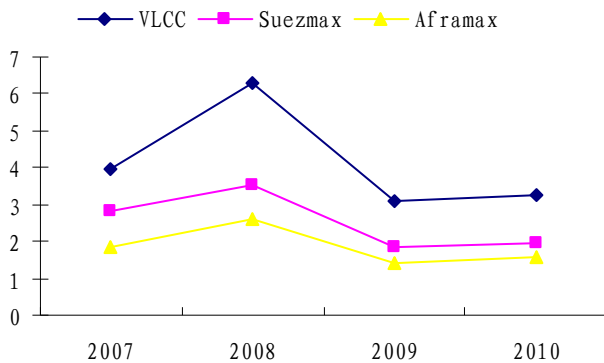
数据来源：公司定期报告、世纪证券研究所

Figure 9 公司油轮业务货运量 (万吨)



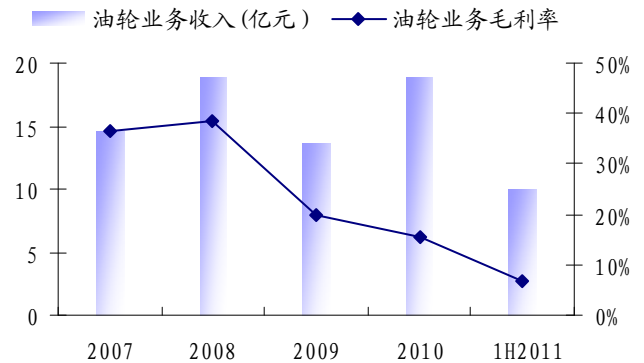
数据来源：公司定期报告、世纪证券研究所

Figure 10 公司近几年各油轮船型运价 (万美元)



数据来源：公司定期报告、世纪证券研究所

Figure 11 油运业务收入及毛利率



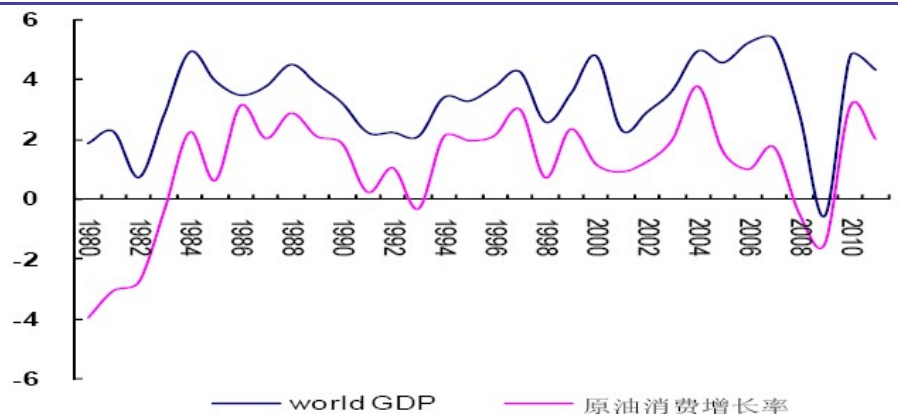
数据来源：公司定期报告、世纪证券研究所

全球未来经济不确定、原油需求放缓，油轮运力释放较快，油运行业将仍处低谷。

2011 上半年原油需求主要来自中国为代表的亚洲。据国际能源署 (IEA) 估计, 2011 上半年全球原油日需求量 8830 万桶, 同比增长 1.9%, 增幅低于 2010 年同期的 2.9%。欧美需求疲软, 主要增长动力仍然来自以中国为代表的亚洲新兴经济体, 上半年亚洲原油日需求量同比增加 110 万桶, 占全球增量的 69%, 其中中国原油进口量达 12621 万吨, 比去年同期增加 6.99%。

2011 下半年至明年原油需求放缓。IEA 预期下半年全球原油需求增长放缓至 97 万桶/天或 1.1%, 而美国能源署 (EIA) 也预测, 2011 年全球原油需求将增长 1.65% 至 8816 万桶/日, 2012 年全球需求将增长 1.8% 至 8974 万桶/日, 其中中国原油需求预计将增长 5.6% 至 1042 万桶/日。

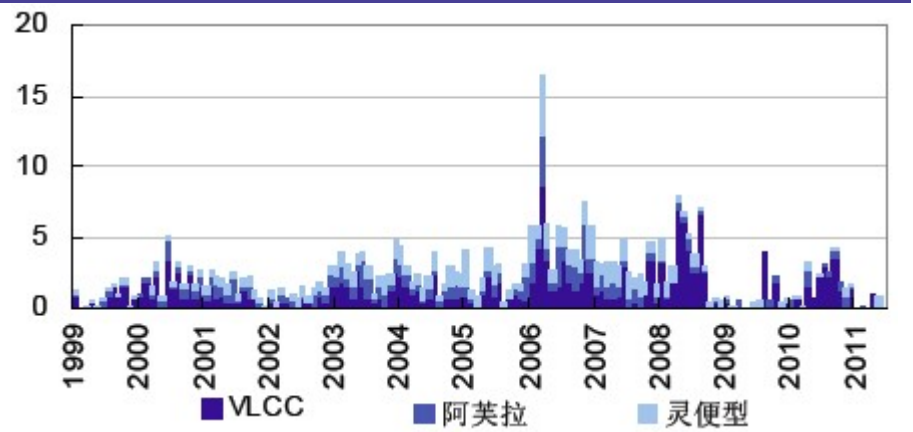
Figure 12 世界经济及原油需求增速将放缓 (%)



数据来源：IEA、世纪证券研究所

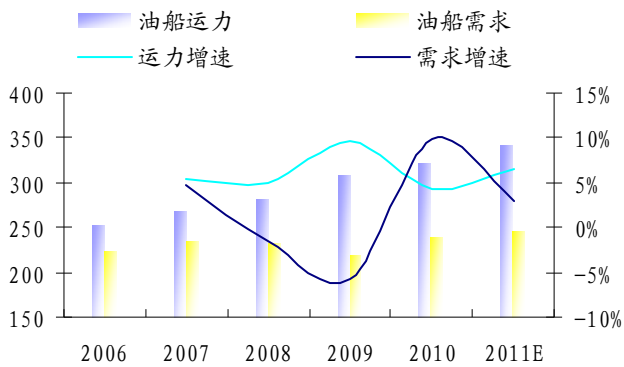
油轮运力释放速度快于原油需求增速。2006-2008年行业高景气时新接油船订单量处于高位，使2009-2011年新船交付量保持高位水平。2011年上半年新船交付量保持相对高位水平，约有17艘VLCC、17艘Suezmax及23艘Aframax油轮交付使用。2011年下半年油轮新船交付数量可能增多，根据订单约有54/31/40艘VLCC/Suezmax/Aframax新船投放市场，虽然部分新船可能会延迟交付，但总体交付量仍将保持高位。预计2011年总油船及VLCC运力增速分别约7%和9%，超出相应为3%和4%的需求增速，供求关系紧张。

Figure 13 行业新油船订单量在2006-2008年处于高位(百万载重吨)



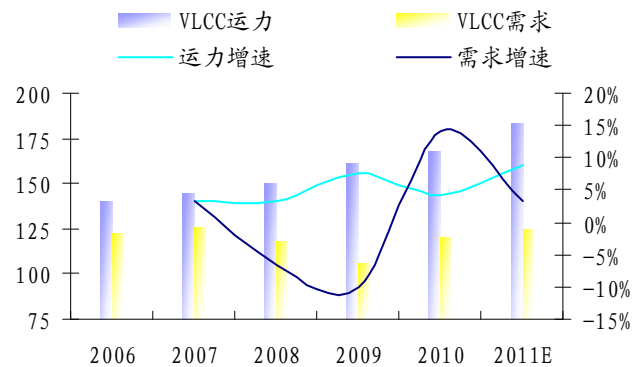
数据来源: Clarkson、世纪证券研究所

Figure 14 油轮运力及需求(百万载重吨, %)



数据来源: Clarkson、世纪证券研究所

Figure 15 VLCC运力及需求(百万载重吨, %)



数据来源: Clarkson、世纪证券研究所

油运行业2011下半年至明年仍将处于低谷。欧债危机面对蔓延风险，美债信用评级下降，美国经济复苏力度减弱，中国宏观调控继续，世界经济复苏存在不确定性，再加上运力增长压力，今年下半年至明年行业仍将处于低谷。

稳健的散货运输经营策略难挡行业景气下滑

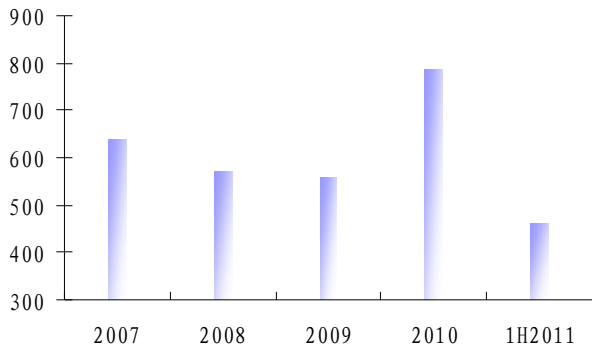
公司散货运输业务经营稳健。公司散货船队目前规模 19 艘，运力达到 160 万载重吨，平均船龄 13 年。由 5 艘好望角型 (Capesize)、2 艘巴拿马型 (Panamax) 及 12 艘大灵便型 (Handymax) 散货船组成，由全资专业管理公司香港明华负责日常经营管理。由于公司散货船队规模相对较小，市场竞争激烈，即期市场运作难度较大，公司采取以期租方式为主，同时根据市场调整期租/程租比例，稳健经营。

Figure 16 公司散货船队情况 (截止 2011.6)

散货船型	数量 (艘)	载重量 (万吨)	平均船龄 (年)
巴拿马 (Panamax)	2	15	17.9
大灵便 (4.9 万载重吨, Handymax)	6	29.4	14.9
大灵便 (4.3 万载重吨, Handymax)	4	17.2	18.3
大灵便 (4.2 万载重吨, Handymax)	2	8.4	19.3
好望角 (Capesize)	5	90	0.6
散货船合计	19	160	13

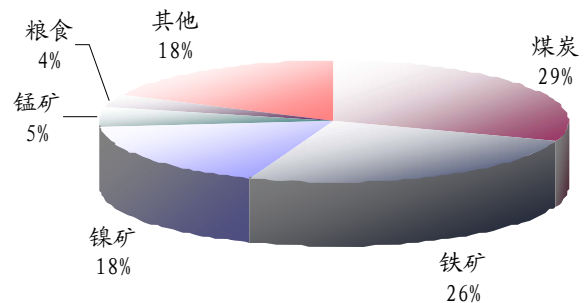
数据来源：公司定期报告、世纪证券研究所

Figure 17 公司散货船货运量 (百万吨)



数据来源：公司定期报告、世纪证券研究所

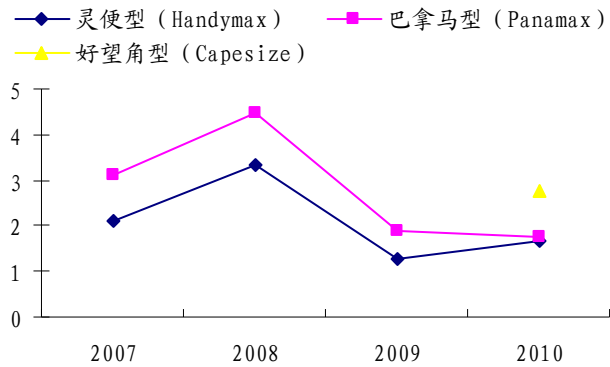
Figure 18 公司承运散货种结构 (2010)



数据来源：公司定期报告、世纪证券研究所

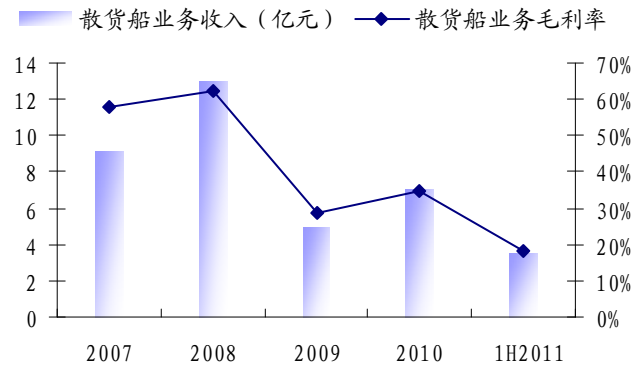
经营受行业下滑影响明显。公司虽然通过期租锁定部分收益，并积极利用即期市场短期较高运价最大化收益，但受累于金融危机后整个散货运输行业景气下滑影响，在各散货船型运价大幅下滑超过 50% 下，公司收入及毛利率随之大幅下滑。

Figure 19 公司近几年各散货船型运价 (万美元)



数据来源: 公司定期报告、世纪证券研究所

Figure 20 公司散货运输业务收入及毛利率

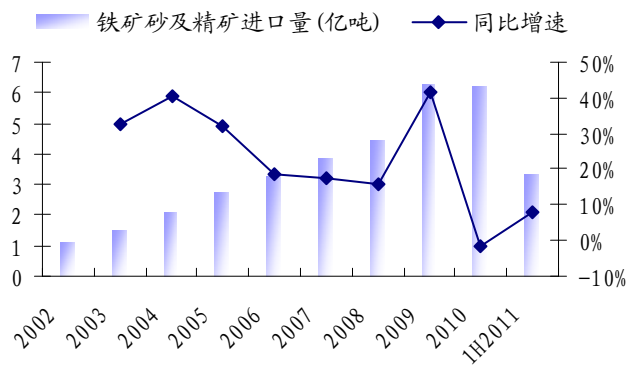


数据来源: 公司定期报告、世纪证券研究所

散货船队承运货种主要为铁矿石、煤炭等, 公司前五大货种货运量占总散货货运量 80%以上, 全球铁矿石、煤炭等大宗货品的贸易量决定了行业的景气度。

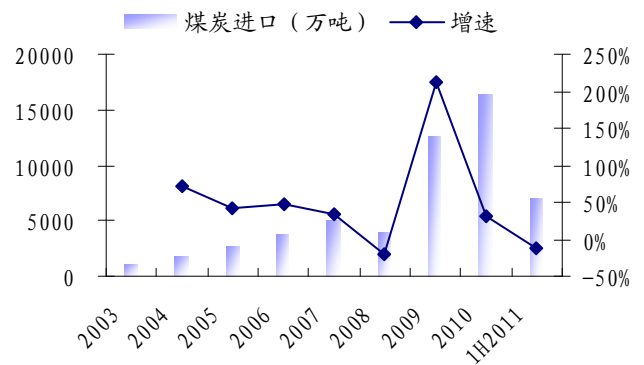
全球干散货海运量增速下滑。据海关统计, 我国 2011 上半年进口铁矿石 3.34 亿吨, 同比增长 8.1%, 处于低位; 上半年我国煤炭进口量则大幅度减少, 同比下跌 13.1%。据 Clarkson 2011 年 6 月预测, 今年全球干散货海运量为 34.32 亿吨, 同比增长 4%, Drewry 2011 年初预测今年干散货海运增速 4.9%, 都低于 2010 年的 9.9% 的水平, 处于低位。

Figure 21 我国铁矿石进口量增速下滑



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 22 我国煤炭进口量增速下滑



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 23 全球干散货海运需求 2011 年放缓 (单位: 百万吨)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E
铁矿石	758.8	822.7	885.6	958.7	1032.8	1088.7
炼焦煤	239.3	246.5	250.4	191.1	241.1	247
动力煤	529.2	586.8	577.1	593	674.9	707.7
谷物	221.1	227.8	234.5	209.2	247.1	265.5
小宗散货	1035	1074.5	1087	969.4	1015.6	1058.4
干散货合计	2783.4	2958.3	3034.6	2921.4	3211.5	3367.3
合计增速	7.0%	6.3%	2.6%	-3.7%	9.9%	4.9%

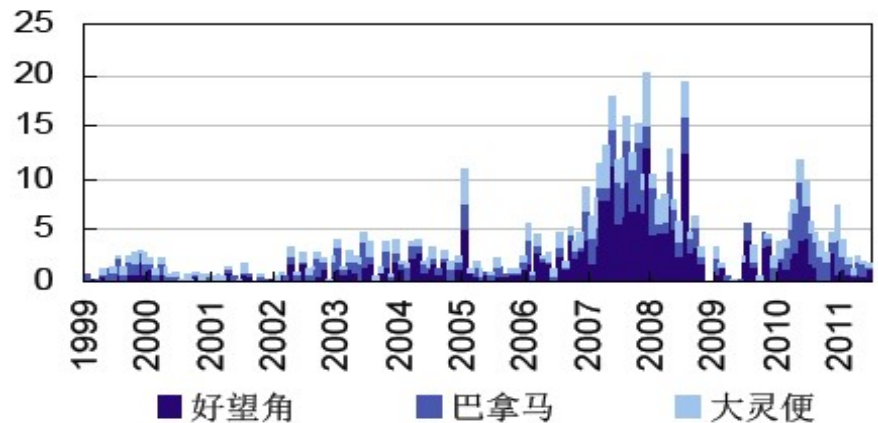
数据来源: Drewry、世纪证券研究所

散货船 2011-2012 运力增速较快，行业复苏前景不明朗。虽然大宗干散货铁矿石和电煤等贸易量下半年增速或会有所加快，但是散货船运力的快速增加成为散货海运行业复苏的最大障碍。

据 Clarkson 预测，2011 年散货船交付量预计将突破 7000 万载重吨，2012 年仍将保持相似水平，由此导致 2011 和 2012 年散货船运力仍保持 13%和 11%的增速，而 Drewry 年初也预测 2011 年全球干散货船队运力增速将达 14.3%，保持高位水平。

另外由于欧美债务危机及中国宏观调控等各种因素存在使得全球经济复苏预期更加悲观，从而使得行业复苏不确定性加剧。

Figure 24 行业散货船订单量在 2007-2008 年处于高位（百万载重吨）



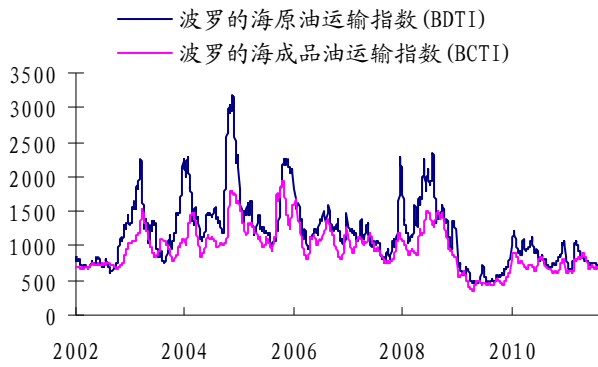
数据来源：Clarkson、世纪证券研究所

Figure 25 全球散货船队运力增速 2011 年保持高位

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E
灵便型（1-4万载重吨）	70	73	75	73	81	84
大灵便型（4-6万载重吨）	67	76	83	91	108	123
巴拿马型（6-8万载重吨）	89	96	99	100	103	105
超巴拿马型（8-11万载重吨）	9	16	19	26	36	51
海岬型（11-20万载重吨）	97	111	114	128	163	197
超大型矿砂船（20万载重吨以上）	22	28	32	40	47	53
干散货船队合计	354	400	421	457	537	614
船队运力增速	6.9%	12.9%	5.3%	8.6%	17.5%	14.3%

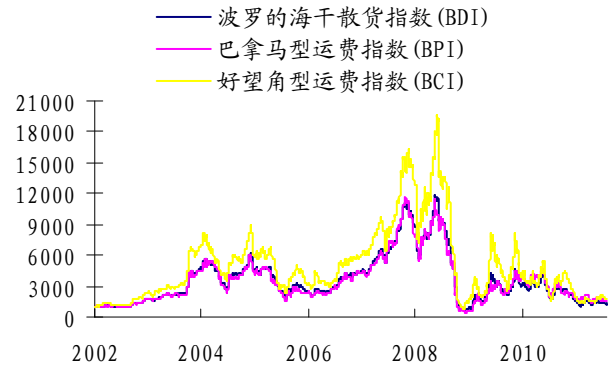
数据来源：Drewry、世纪证券研究所

Figure 26 全球油轮海运市场处于底部区域



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 27 全球干散货海运市场处于底部区域



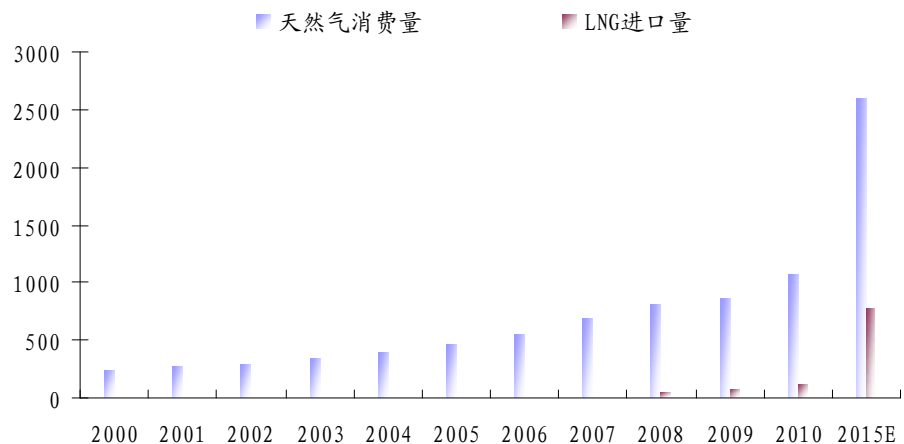
数据来源: wind、世纪证券研究所

LNG 运输业务获得长期稳定回报

中国液化天然气运输(控股)有限公司(简称“CLNG”)由招商局集团和中远集团共同投资(香港明华船务有限公司和大连远洋运输公司各投资 50%),是我国目前唯一一家集 LNG 运输、投资、管理等综合功能的国际化专业 LNG 运输公司。

CLNG 公司已经取得广东进口液化天然气运输项目、福建进口液化天然气运输项目和上海福建进口液化天然气运输项目的经营权。项目运输合同为 25 年期的长期合同,稳定获得股本金税前 12%的内部收益率(IRR)。未来几年内,随着我国 LNG 应用市场及进口规模的不断扩大,公司还将争取参与珠海、浙江等地筹划中的进口液化天然气运输项目。

Figure 28 我国天然气消费量及进口量(单位:亿立方米)



数据来源: wind、世纪证券研究所

LNG 运输业务贡献长期稳定的投资收益。目前 CLNG 公司 拥有 5 艘在营运的 LNG 船（广东及福建项目）及 1 艘在建 LNG 船（上海项目），2010 年为公司贡献投资收益 6296 万元。预计 2011-2012 年 CLNG 将每年稳定为公司贡献 6 千多万的投资收益，之后随着 LNG 船队规模上升，盈利能力也将随之上升。

Figure 29 公司 LNG 船队

LNG船	交付时间	服务项目
大鹏昊	2008.4.10	澳大利亚-深圳
大鹏月	2008.7.4	澳大利亚-深圳
闽榕	2009.2.24	印尼-福建
闽鹭	2009.8.13	印尼-福建
大鹏星	2009.12.10	澳大利亚-深圳
上海项目船（在建）	2012年底	上海项目

数据来源：公司公告、世纪证券研究所

盈利预测及投资评级

主要假设：

- 1) 全球经济复苏不确定因素多，船队运力投放压力较大，虽然 2011 年四季度在季节周期景气下，行业或有反弹，但整个航运业从 2011 下半年至明年仍将在底部区域；
- 2) 运费租金下降，公司油轮及散货业务毛利率保持低位，行业船队运力投放压力在 2012 年后向好；
- 3) 公司油轮及散货船队运力按计划投放，保持稳健的经营策略；
- 4) 各项费用率保持稳定。

根据假设条件我们预测 2011-2013 年公司实现的营业收入分别为 26.55 亿元、28.45 亿元和 31.67 亿元；实现的归属母公司净利润分别为 4.38 亿元、4.72 亿元和 6.95 亿元，实现的摊薄后 EPS 分别为 0.13 元、0.14 元和 0.20 元。

根据我们的盈利预测，按照 8 月 11 日 3.35 元收盘价，公司 2011-2012 年的动态市盈率分别为 25.8 和 23.9 倍；虽然公司航运管理能力突出、经营稳健，但考虑到全球经济复苏低于预期的风险以及航运行业拐点到来的不确定性，给予公司“中性”的投资评级。

Figure 30 油轮运输业务盈利假设

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
超级油轮 (VLCC)							
平均日租金 (美元/天)	39497	63155	30951	32454	28560	29987	34486
增速		59.9%	-51.0%	4.9%	-12%	5%	15%
运营船天数	1938	1785	2301	3740	4680	4680	4680
增速		-7.9%	28.9%	62.5%			
期租收入 (百万人民币)	582	783	487	822	889	933	1059
增速		34.6%	-37.9%	68.9%	8.2%	5.0%	13.4%
苏伊士油轮 (Suezmax)							
平均日租金 (美元/天)	28356	35436	28669	19714	18531	19458	21403
增速		25.0%	-19.1%	-31.2%	-6%	5%	10%
运营船天数	350	160	350	350	350	350	350
增速		-54.3%	118.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期租收入 (百万人民币)	75	39	69	47	43	45	49
增速		-47.8%	74.0%	-31.9%	-7.7%	5.0%	8.5%
阿芙拉油轮 (Aframax)							
平均日租金 (美元/天)	18718	25887	14185	15819	14553	15281	16809
增速		38.3%	-45.2%	11.5%	-8%	5%	10%
运营船天数	2460	2976	2580	2267	2300	2300	2400
增速		21.0%	-13.3%	-12.1%	1.5%	0.0%	4.3%
期租收入 (百万美元)	350	535	250	243	223	234	265
增速		52.9%	-53.3%	-2.9%	-8.3%	5.0%	13.2%
油轮业务合计							
期租收入合计	1008	1358	805	1111	1155	1212	1373
增速		34.8%	-40.7%	38.0%	3.9%	5.0%	13.2%
运营船天数	4748	4921	5231	6357	7330	7330	7430
增速		3.6%	6.3%	21.5%	15.3%	0.0%	1.4%
航次成本	450	524	564	784	800	820	850
增速		16.4%	7.6%	39.0%	2.1%	2.5%	3.7%
业务收入	1458	1882	1369	1895	1955	2032	2223
增速		29.1%	-27.3%	38.4%	3.1%	4.0%	9.4%
油轮业务成本							
折旧	241	233	320	445	500	575	580
增速		-3.3%	37.3%	39.1%	12.4%	15.0%	0.9%
其他运营成本	237	399	216	371	375	390	410
增速		68.1%	-45.9%	71.8%	1.2%	4.0%	5.1%
营业成本	928	1156	1100	1599	1675	1785	1840
增速		24.5%	-4.9%	45.5%	4.7%	6.6%	3.1%
毛利率	36.3%	38.6%	19.7%	15.6%	14.3%	12.2%	17.2%

注：期租收入包含 TCE 期租收入

数据来源：公司年报、世纪证券研究所

Figure 31 散货运输业务盈利假设

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
好望角型 (Capesize)							
平均日租金 (美元/天)				27610	13805	14495	18119
增速					-50%	5%	25%
运营船天数				470	1546	2390	2390
增速					228.9%	54.6%	0.0%
期租收入 (百万人民币)				88	142	229	284
增速					61.6%	61.1%	24.2%
巴拿马型 (Panamax)							
平均日租金 (美元/天)	31185	44906	18986	17400	15660	16443	18909
增速		44.0%	-57.7%	-8.4%	-10.0%	5%	15%
运营船天数	715	710	705	700	700	700	700
增速		-0.7%	-0.7%	-0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
期租收入 (百万人民币)	170	222	91	82	73	76	87
增速		30.7%	-58.7%	-9.8%	-11.6%	4.2%	14.3%
大灵便型 (Handymax)							
平均日租金 (美元/天)	20834	33334	12825	16450	14805	15545	17877
增速		60.0%	-61.5%	28.3%	-10.0%	5%	15%
运营船天数	4300	4230	4180	4125	4120	4120	4120
增速		-1.6%	-1.2%	-1.3%	-0.1%	0.0%	0.0%
期租收入 (百万美元)	681	980	366	459	406	423	483
增速		43.8%	-62.6%	25.4%	-11.7%	4.2%	14.3%
散货业务合计							
期租收入合计	851	1201	458	630	620	727	854
增速		41.2%	-61.9%	37.6%	-1.5%	17.2%	17.4%
运营船天数	5015	4940	4885	5295	6366	7210	7210
增速		-1.5%	-1.1%	8.4%	20.2%	13.3%	0.0%
航次成本	68	100	37	72	80	85	90
增速		46.2%	-62.6%	94.0%	10.6%	6.3%	5.9%
业务收入	919	1301	495	702	700	812	944
增速		41.6%	-62.0%	41.8%	-0.2%	16.0%	16.2%
散货业务成本							
折旧	114	105	103	129	165	200	210
增速		-7.9%	-1.9%	25.2%	27.9%	21.2%	5.0%
其他运营成本	206	284	213	255	273	273	300
增速		37.5%	-25.0%	20.1%	7%	0%	10%
营业成本	389	488	353	457	518	558	600
增速		25.7%	-27.7%	29.4%	13.5%	7.7%	7.6%
毛利率	57.7%	62.5%	28.7%	35.0%	26.0%	31.3%	36.4%

注：期租收入包含 TCE 期租收入

数据来源：公司年报、世纪证券研究所

风险提示

- (1) 全球经济复苏缓慢程度超出预期;
- (2) 油轮及散货船运力投放速度超出预期。

附：财务预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3457	2885	3959	5392	营业收入	2597	2655	2845	3167
现金	3059	2361	3398	4779	营业成本	1928	2193	2343	2440
应收账款	128	131	140	156	营业税金及附加	0	0	0	0
其他应收款	129	132	141	157	营业费用	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	管理费用	61	66	71	79
存货	118	134	143	149	财务费用	48	35	35	18
其他流动资产	23	127	136	150	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	12777	13920	13339	12618	公允价值变动收益	-3	0	0	0
长期投资	554	554	554	554	投资净收益	63	63	65	80
固定资产	10000	11784	11661	11258	营业利润	621	423	461	709
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	68	68	68	68
其他非流动资产	2223	1583	1125	807	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	16233	16805	17298	18010	利润总额	686	488	526	774
流动负债	2791	2907	2942	2974	所得税	53	38	41	60
短期借款	1722	2000	2000	2000	净利润	633	450	485	714
应付账款	166	189	202	210	少数股东损益	17	12	13	19
其他流动负债	903	718	740	764	归属母公司净利润	616	438	472	695
非流动负债	3598	3598	3598	3598	EBITDA	1243	1224	1373	1648
长期借款	3560	3560	3560	3560	EPS (元)	0.18	0.13	0.14	0.20
其他非流动负债	38	38	38	38					
负债合计	6389	6505	6540	6572	主要财务比率				
少数股东权益	85	97	110	129	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	3433	3433	3433	3433	成长能力				
资本公积	4377	4377	4377	4377	营业收入	39.3%	2.2%	7.1%	11.3%
留存收益	3124	3411	3883	4578	营业利润	46.2%	-31.9%	8.9%	53.9%
归属母公司股东权益	9759	10203	10648	11309	归属于母公司净利润	79.5%	-28.8%	7.7%	47.3%
负债和股东权益	16233	16805	17298	18010	获利能力				
					毛利率(%)	25.8%	17.4%	17.6%	22.9%
					净利率(%)	23.7%	16.5%	16.6%	22.0%
					ROE(%)	6.3%	4.3%	4.4%	6.1%
					ROIC(%)	5.0%	3.2%	3.5%	5.5%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	39.4%	38.7%	37.8%	36.5%
					净负债比率(%)	94.86%	93.96%	94.17%	93.94%
					流动比率	1.24	0.99	1.35	1.81
					速动比率	1.20	0.95	1.30	1.76
					营运能力				
					总资产周转率	0.17	0.16	0.17	0.18
					应收账款周转率	25	21	21	21
					应付账款周转率	14.20	12.36	12.00	11.85
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.18	0.13	0.14	0.20
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.37	0.37	0.44
					每股净资产(最新摊薄)	2.84	2.97	3.10	3.29
					估值比率				
					P/E	18.68	26.24	24.36	16.54
					P/B	1.18	1.13	1.08	1.02
					EV/EBITDA	11	11	10	9

数据来源：天软、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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征价。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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.