

2014年1月10日

欧浦钢网 (002711.SZ)

公司新股定价

证券研究报告

融合实体物流与电子商务的践行者

■ **区域钢铁物流龙头公司**：公司是一家区域性钢铁物流龙头企业，业务主要分布在广东佛山市，公司业务主要有仓储、加工、综合物流等部分。公司仓储占地面积约 350 亩、仓储能力达 150 万吨；加工中心拥有 30 条平直、分条加工生产线，年设计加工能力达 250 万吨。

■ **实体物流+电子商务的经营模式**：公司采取实体物流+电子商务的经营模式，实体物流以公司仓储资源为主要依托，电子商务主要以欧普钢网为主要平台，欧普钢网提供钢材超市现货平台、钢铁资讯服务平台两大网络服务。

■ **仓储、加工是公司主要利润来源**：2013 年上半年，公司实现毛利 8743 万元，其中仓储业务贡献毛利 4328 万元，占比为 49.5%，加工业务占比为 32.0%，综合物流占比为 18.5%，仓储和加工业务是公司利润主要来源。

■ **粗钢产量增长加速、下游盈利开始好转**：2013 年 1-11 月份，我国粗钢产量为 7.13 亿吨，同比增长 7.8%，预计全年增速有望超过 7.5%，比 2012 年增速提升 4.4 个百分点。2013 年 1-10 月份，大中型钢铁企业实现利润总额 130 亿元，比去年同期亏损 53 亿元有明显改善。随着下游需求增长加速以及盈利能力改善，公司经营环境有望改善。

■ **募投项目完成后公司仓储能力翻番、加工能力增长 80%**：公司拟募集资金 5.40 亿元，主要投向仓储中心、加工中心、电子商务中心，项目达产后公司仓储能力增加 150 万吨、加工能力增加 200 万吨，预计营业收入为 1.54 亿元，占公司 2012 年营业收入的 25%，净利润为 8304 万元，占 2012 年净利润的 70%。

■ **投资建议**：我们预计公司 2013-2015 年归属母公司所有者净利润分别为 1.15 亿元、1.33 亿元、1.51 亿元，分别同比增长-3.5%、15.1%、13.7%，参考物流主要公司 2014 年动态市盈率我们认为公司合理估值为 2014 年动态市盈率 20-23 倍，建议申购市盈率 18-20 倍，询价区间为 15.4-17.6 元，定价区间为 17.6-20.2 元。

■ **风险提示**：募集资金项目盈利不达预期。

询价区间： 15.4—17.6 元
定价区间： 17.6—20.2 元

发行数据

总股本(万股)	11,816
发行数量(万股)	3,939
网下发行(万股)	2,363
网上发行(万股)	1,576
保荐机构	华泰联合
发行日期	2014/1/17
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

佛山市中基投资有限公司	70.00%
佛山市纳百川贸易有限公司	9.90%
佛山市英联投资有限公司	6.39%
田伟炽	4.08%
陈焕枝	3.00%
陈燕枝	3.00%
其他自然人股东	1.01%
聂织锦	0.36%
林秋明	0.36%
吴毅梁	0.28%

%	1M	3M	12M
相对收益			
绝对收益			

汪立

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511050002
wangli1@essence.com.cn
0755-82558010

相关报告

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	487.7	624.8	587.8	613.8	822.4
净利润	97.3	119.4	115.3	132.7	150.8
每股收益(元)	0.82	1.01	0.77	0.88	1.00
每股净资产(元)	3.26	4.27	7.74	8.45	9.25

盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
毛利率	31.0%	30.2%	30.1%	28.4%	26.0%
净利润率	20.0%	19.1%	19.6%	21.6%	18.3%
净资产收益率	25.3%	23.7%	9.7%	10.2%	10.4%
ROIC	25.7%	26.0%	27.5%	25.1%	20.6%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

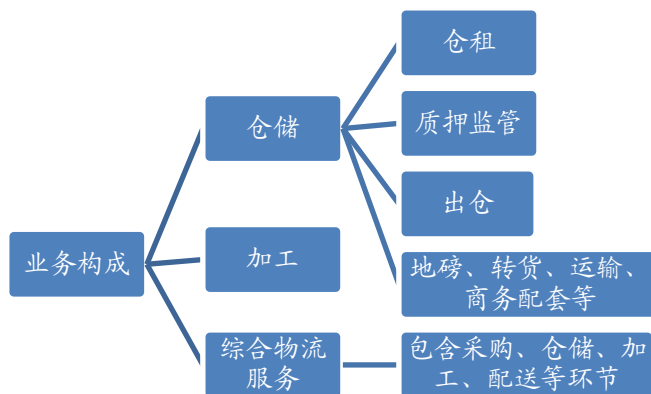
1. 公司简介及发行情况

1.1. 区域钢铁物流龙头企业，整合线上线下资源

公司是一家区域性钢铁物流龙头企业，主要业务分布在佛山市乐从镇，公司业务主要分为仓储、加工、综合物流等三个部分。其中：（1）仓储业务包括仓储以及延伸服务，延伸服务包括质押监管、吊机出仓、地磅、转货、运输、商务配套等部分；（2）加工主要是对钢材进行剪切；（3）综合物流：利用公司信息优势和规模优势，根据客户委托为其提供从基材采购到仓储、加工、运输、金融质押监管、转货、电子商务等一系列增值服务。

佛山市顺德区乐从镇是广东乃至华南地区主要的钢铁集散地，是迄今为止唯一一个被中国物流与采购联合会授予“中国专业市场示范镇”和“中国钢铁专业市场示范区”称号的乡镇。乐从钢铁市场形成于 80 年代初期，经营面积达 200 多万平方米，其中现代化仓储物流式经营和深加工区面积超过 100 万平方米，拥有欧浦、世海等一批大型物流企业，钢材贸易商户 2,000 多家、加工配送企业 100 多家，年销售钢材 1,000 多万吨，年加工能力超过 800 万吨，是集钢材销售、深加工、仓储和物流于一体的大型钢铁贸易专业市场，也是国内外钢材产品的集散地。

图 1：公司主要业务



数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

公司采取实体物流+电子商务的经营模式，实体物流以公司仓储资源为主要依托，电子商务主要以欧普钢网为主要平台，欧普钢网提供钢材超市现货平台、钢铁资讯服务平台两大网络服务。

公司仓储占地面积约 350 亩、仓储能力达 150 万吨；加工中心拥有 30 条平直、分条加工生产线，年设计加工能力达 250 万吨。华菱涟钢、五矿钢铁、中钢集团、中铁集团、浙江金属、浙江物产等众多国内著名大型钢铁生产企业及贸易企业的货物进入公司仓库储存和交易。公司是 16 家金融机构仓单质押融资业务指定合作企业。

发行前公司注册资本为 11816 万元，到 2013 年 3 季度末公司总资产为 9.91 亿元，净资产为 5.89 亿元。2012 年公司营业收入为 6.25 亿元，净利润为 1.19 亿元，2013 年前三季度公司营业收入为 4.50 亿元，净利润为 8456 万元，公司预计全年净利润为 1.13 亿元到 1.3 亿元之间，同比变化-5%-9%。

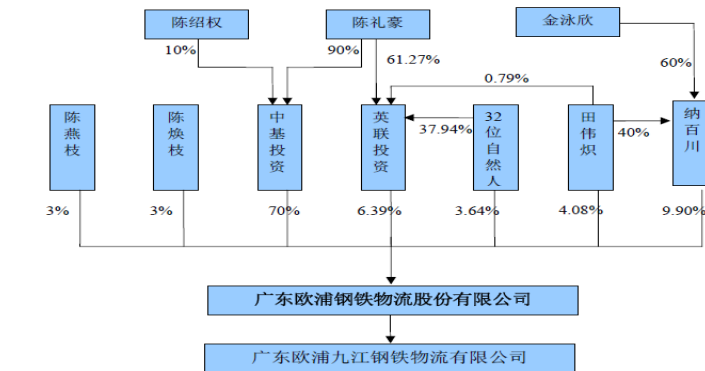
1.2. 公司为民营物流企业

中基投资持有公司 70% 的股权，是公司的控股股东。中基投资成立于 2004 年 11 月 1 日，注册资本 8,000 万元。陈礼豪出资 7,200 万元，占 90%，陈绍权出资 800 万元，占 10%。

目前陈礼豪先生通过实际控制的中基投资、英联投资合计控制公司 9,026.1 万股（占本次发行前总股本的 76.39%），是公司实际控制人。

陈礼豪先生系政协佛山市顺德区第十三届委员会副主席，顺德区人大代表、中国建筑材料流通协会副会长、中国物流与采购联合会常务理事、广东省钢铁贸易商会会长、广东省物流标准化技术委员会委员。曾获“佛山市科学技术进步一等奖”、“广东省科学技术奖三等奖”、被授予“改革开放三十年中国建材流通风云人物”、“2010 中国生产资料流通年度人物”、“全国物流行业劳动模范”。

图 2：发行前公司股权结构



数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

1.3. 发行情况及募投项目

本次发行新股数量和股东公开发售股份数量之和，不低于本次发行后总股本的 25%，且不超过 3939 万股，募集资金扣除发行费用后不超过本次募投项目所需资金总额。

公司募集资金项目主要包括钢铁仓储中心、加工中心以及电子商务中心三个项目，投资总额分别为 2.91 亿元、1.90 亿元、5868 万元，合计总投资为 5.40 亿元。

募投项目完成后，预计新增仓储能力 150 万吨，新增加工能力 200 万吨，较原来经营能力分别提高了 100%和 80%。

表 1：募投项目情况一览

项目名称	投资总额	建设投资	流动资金	建设周期
钢铁仓储中心建设项目	29,108	28,775	333	24 个月
加工中心建设项目	18,980	17,854	1,126	36 个月
电子商务中心建设项目	5,868	5,292	576	18 个月
合计	53,956	51,921	2,035	-

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

2. 以实体物流为基础，把握电子商务发展机遇

2.1. 仓储、加工是公司主要利润来源

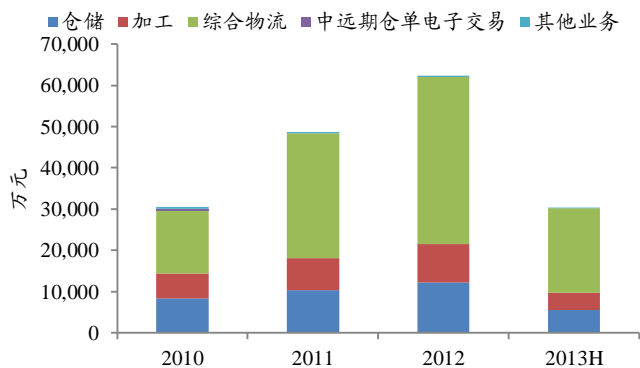
公司业务主要分为仓储、加工、综合物流等，公司属于以仓储为起点逐步延伸产业链的物流公司，仓库是公司主要资源。公司当前仓储占地面积为 250 亩，约 23.3 万平米，仓储能力约为 150 万吨，加工中心配备了 30 条分别由日本、中国台湾及国内知名企业制造的先进的分条机组及平板飞剪机组、横切飞剪机组，以及 10 多台翻板机、包装机等配套设备，年加工能力为 250 万吨。

2013 年上半年，公司实现营业收入 3.03 亿元，其中：综合物流服务收入占比为 68%，是公司收入主要来源，由于该业务属于全程物流服务，收入中包含采购成本，相当于中储股份的贸易业务，该业务主要赚取的是配套物流服务的收入和利润，所以该部分毛利率较低；仓储业务收入占比为 18%、加工业务收入占比为 14%。公司实现毛利为 8743

万元，其中仓储业务贡献毛利 4328 万元，占比为 49.5%，加工业务占比为 32.0%，综合物流占比为 18.5%。

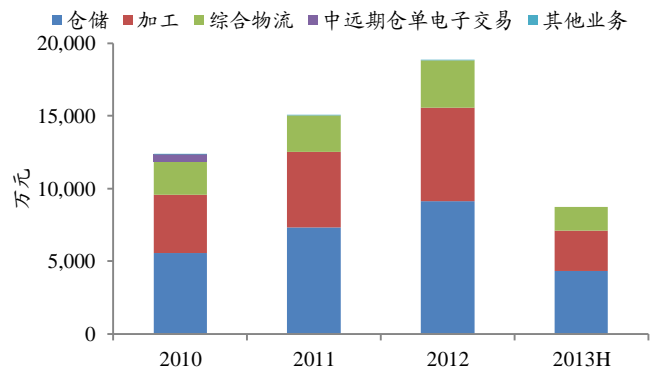
近年来综合物流业务收入占比不断提升,从2010年的50%上升到2013年上半年的67%，但是毛利占比并未有明显提升。从毛利占比来看，仓储业务占比有所提升，加工、综合物流业务占比基本上保持平稳。

图 3：公司收入情况一览



数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

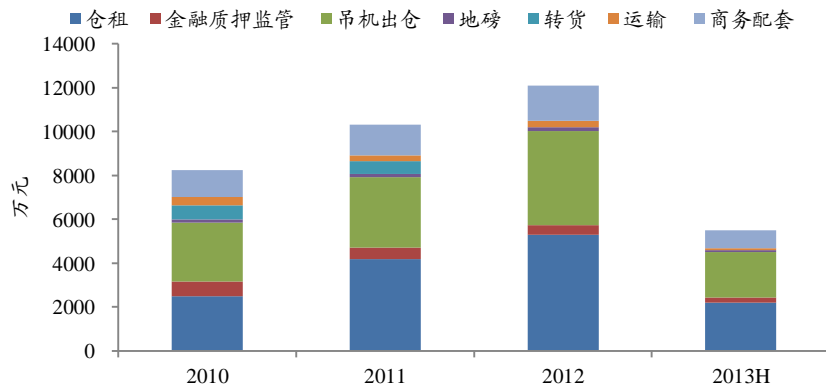
图 4：公司毛利情况一览



数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

仓储业务中主要包括仓租、仓单质押监管、出仓（出库）、地磅、转货、运输、商业配套（相当于中储的现货市场）等部分。从收入构成来看，仓租及吊机出仓收入是仓储业务收入的主要来源，2011年以来收入占比持续超过70%，2013年上半年为77.3%。另外，商务配套业务是仓储收入第三大来源，主要是为客户提供办公场所租赁、宿舍租赁和广告牌租赁业务带来的收入，2013年上半年占比为14.8%。仓单质押监管收入占比从2010年以来持续下降，主要是受到钢铁行业低迷、钢铁贸易商贷款出现问题等影响。

图 5：仓储业务收入构成



数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

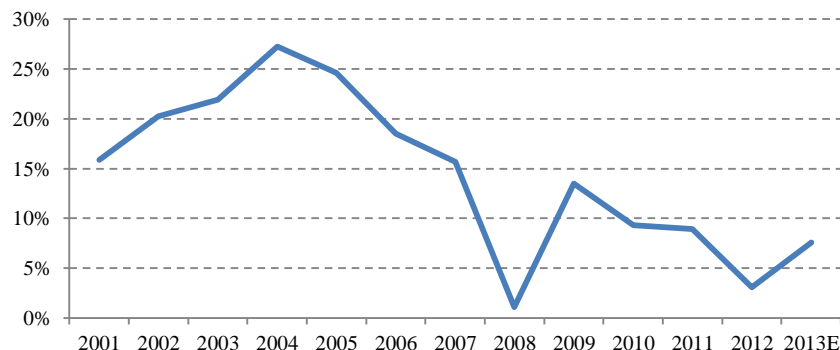
2.2. 钢铁行业持续低迷给公司业绩带来压力，去产能或带来机遇

公司主要服务中小钢铁贸易商。钢铁行业产量持续增长为公司成长拓展了空间，但是由于近年来钢铁价格持续走低，导致贸易商盈利空间缩小，而作为服务贸易商为主的企业，盈利必然受到影响。特别是在钢贸贷款危机之后，银行对钢贸的贷款趋向谨慎，对公司仓单质押监管业务产生负面影响。

由于钢铁行业持续低迷，必然会导致进出库减少、贸易商减少库存等因素，从而导致公司库存量减少、货物进出库次数减少等，从而影响到公司业务收入的增长。

2013年1-11月份，我国粗钢产量为7.13亿吨，同比增长7.8%，全年有望实现7.5%的增长，增速比上年提升4.4个百分点。从历史数据来看，我国粗钢产量持续增长，进入20世纪以来从增量是更是惊人，2001年我国粗钢产量仅为1.49亿元，预计2013年将超过7.6亿吨，12年增长4倍多。钢铁行业容量的增长为钢铁物流发展奠定了基础。

图6：粗钢产量持续增长



数据来源：wind、安信证券研究中心

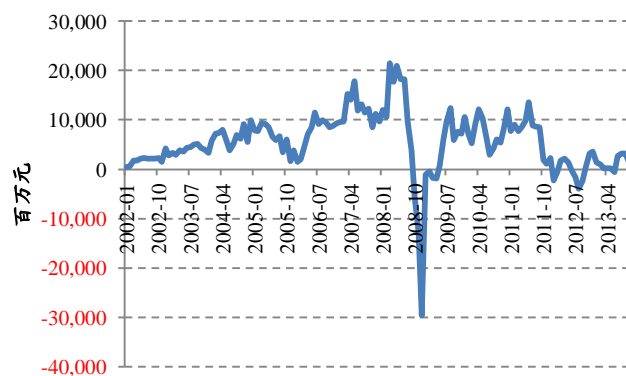
中钢协钢材综合价格指数自2011年以来持续处于下降通道，当前值为98.93，比2011年5月时下跌超过27%。从04年以来该指数只有在05年12月-06年2月、09年2季度跌破100，目前钢材价格处于历史低点水平。由于钢材价格的持续低迷，导致钢铁企业盈利持续在低位徘徊。2013年整体盈利情况比2012年有所改善，2013年1-10月大中型钢铁企业实现利润总额130亿元，跟去年同期-52亿元有明显改善，主要是由于成本端压力减小，产量也较去年增加，增速也有所提升。

图7：钢材价格持续下跌



数据来源：wind、安信证券研究中心

图8：大中型钢铁企业盈利情况



数据来源：wind、安信证券研究中心

随着全国雾霾天气增多，对于环境保护呼声越来越大，高耗能产业将通过限产、淘汰落后产能等方式减少排放。另外，随着淡水河谷、力拓等矿山产能释放，铁矿石的供给增速将高于需求增速，铁矿石价格将面临回落，钢铁行业盈利能力有望改善，在此背景下，钢铁贸易以及钢铁物流企业盈利空间将有所改善。

2.3. 未来费率有望提升

公司仓储、出仓吊装、质押监管等业务收费标准都集中在2010、2011年上调，2012、2013年均未调整。近年来由于工业用地价格逐步上涨，仓库租金价格整体呈现上涨趋势，公司近两年费率均未有调整，一旦钢铁行业盈利有所改善，下游承受能力增强，公司仓储及相关费率有望提升。

表 2：公司历次主要费率调整

业务名称	次序	收费标准	变动时间	变动幅度
出仓吊装	1	12 元 /吨	2010.1	20%
	2	14 元 /吨	2010.4	17%
	3	16 元 /吨	2010.11	14%
	4	19 元 /吨	2011.2	19%
仓租	1	0.15 元 /吨天 "	2010.1	50%
	2	0.2 元/吨天 "	2010.11	33%
	3	0.3 元/吨天 "	2011.2	50%
金融质押监管	1	1.5 元/吨月 "	2010.4	50%
	2	2 元/吨月 "	2011.2	33%

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

2.4. 电子商务或为公司带来机遇，融合线上交易与线下物流服务

现代物流企业不再局限于物流领域，开始向资金流、信息流拓展，向全面供应链企业转型。公司旗下欧普钢网是公司电子商务的主要平台，主要能够实现钢材超市现货交易以及钢铁资讯服务两大功能。

“钢材超市”是欧浦钢网充分整合其线下庞大的仓储、加工、物流资源，推出的基于第三代 B2B 电子商务模式的现货交易平台，是欧浦钢网与实体仓库的有机结合，以真实现货为基础搭建的一个开放式钢材大卖场。

公司按照网上现货交易的数量向买卖双方收取手续费，2009 年和 2010 年收费标准为：2 元/吨。2011 年，公司推出“钢付宝”交易支持工具，为吸引客户，扩大市场影响力，网上现货交易免收手续费。

3. 募集资金项目投产后仓储能力翻番，加工能力增长 80%

公司募集资金项目主要包括钢铁仓储中心、加工中心以及电子商务中心三个项目，投资总额分别为 2.91 亿元、1.90 亿元、5868 万元，合计总投资为 5.40 亿元。

募投项目完成后，预计新增仓储能力 150 万吨，新增加工能力 200 万吨，较原来经营能力分别提高了 100%和 80%。

募投项目以欧普九江为实施主体，项目位于佛山市南海区九江镇内。目前九江钢材市场以九江钢材城为代表，九江钢材城总用地 1,000 亩，其中码头 400 亩，钢材城用地 600 亩，建筑总面积 10 万平方米，拥有将近 450 亩钢材专用堆场，计划引进全国 600 家优秀的钢材贸易公司进驻，实现年交易量 500 万吨，交易额 200 亿元。九江钢材城将招揽全国各大型的钢铁公司进驻，首钢项目在九江投产之后，钢材现货交易量可达年 500 万吨，还可吸引包括五矿钢铁、广东省金属公司、上海期货交割仓等机构进驻，为钢材城营造非常丰富的钢铁商业氛围。

钢铁仓储中心建设项目占地面积 94,724 平方米，总建筑面积 67,724 平方米，室外卖场面积 26,200 平方米。其中：室内仓库建筑面积 61,424 平方米，设置 34 座单层工业仓库；仓储配套建筑面积 6,300 平方米，包括办公楼、员工食堂、变配电房和垃圾站。

钢铁加工中心建设项目占地面积 36,212 平方米，总建筑面积 32,932 平方米，建设内容主要包括：加工车间、辅助生产车间、配套仓库、现场管理办公室和变配电房等。

电子商务中心将以电子商务大楼为载体，进行现代物流系统和 B2B 电子商务平台建设。

根据公司预测仓储中心项目、加工中心项目达产后分别能够实现营业收入为 8265 万元、7106 万元，净利润分别为 4686 万元、3618 万元，合计营业收入为 1.54 亿元，占公司 2012 年营业收入的 25%，净利润为 8304 万元，占 2012 年净利润的 70%。

4. 盈利预测与定价：建议申购区间为 15.4-17.6 元，对应 2014 年市盈率为 18-20 倍

4.1. 盈利预测

根据公司募投项目进度，我们预计公司 2013-2015 年营业收入分别为 5.88 亿元、6.14 亿元、8.22 亿元，分别同比变化-5.9%、4.4%、34.0%，归属母公司所有者净利润为 1.15 亿元、1.33 亿元、1.51 亿元，同比分别变化-3.5%、15.1%、13.7%。2014 年净利润增长大部分是由于今年 IPO 之后财务费用大幅减少所致，2015 年业绩增长主要来自募投项目的逐步投产带来的收入增量。

表 3：业务收入预测

营业收入	2012	2013E	2014E	2015E
仓储业务	12,159	11,257	11,667	13,630
加工业务	9,375	8,809	9,073	11,795
综合物流服务	40,525	38,514	40,439	56,615

数据来源：wind、安信证券研究中心

表 4：欧普钢网盈利预测

	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	62,477	58,779	61,379	82,241
同比变化	28.1%	-5.9%	4.4%	34.0%
营业成本	43,587	41,110	43,922	60,852
同比变化	29.4%	-5.7%	6.8%	38.5%
毛利率	30.2%	30.1%	28.4%	26.0%
净利润（母公司）	11,945	11,528	13,269	15,082
同比变化	22.7%	-3.5%	15.1%	13.7%

数据来源：wind、安信证券研究中心

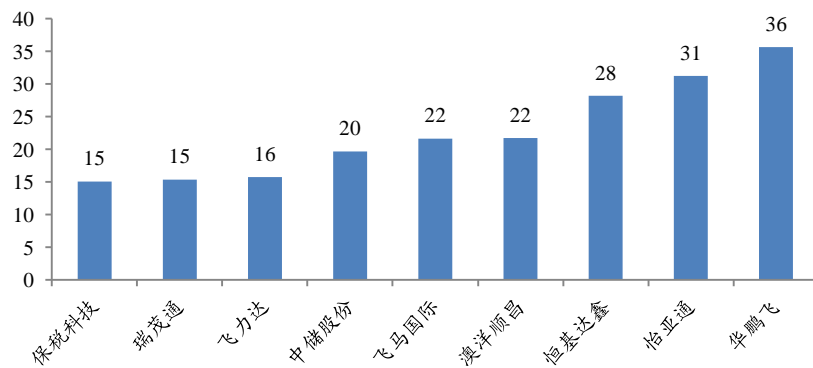
4.2. 建议申购区间为 15.4-17.6 元，对应 2014 年市盈率为 18-20 倍

根据 wind 一致预期数据，我们观察主要物流公司 2014 年动态市盈率区间为 15-36 倍，均值为 22.7 倍，中位数为 22 倍。公司业务模式与中储股份十分相似，都是做钢铁物流为主，在实体物流方面的业务模式非常相似，公司跟中储比在规模上差距非常大，中储是全国性钢铁服务提供商，而公司是区域性的钢铁物流服务提供商。公司最大优势是民营企业，机制更加灵活，公司发展线上业务，重视线上交易与线下物流服务融合。综合考虑，我们认为公司合理估值为 2014 年动态市盈率 20-23 倍之间，建议合理申购动态市盈率区间为 18-20 倍，对应股价区间为 15.4-17.6 元。公司合理股价区间为 17.6 元-20.2 元，对应动态市盈率为 20-23 倍。

由于采取新的发行方式之后，发行价格会影响新股发行数量，从而影响到每股收益使得 PE 发生变化，表 5 是我们做的敏感性分析。我们按照 5% 的发行成本计算，如果达到募集项目所需金额，发行价格必须高于 14.4 元。

主要风险：募投项目盈利不达预期。

图 9：主要物流公司 2014 年动态市盈率



数据来源：wind、安信证券研究中心

表 5：不同发行价格对应 PE

发行价格	新股数量	老股发行	发行后总股本	2014 年 EPS	对应 PE
12	3,939	0	15,755	0.84	14.2
13	3,939	0	15,755	0.84	15.4
14	3,939	0	15,755	0.84	16.6
15	3,786	153	15,602	0.85	17.6
16	3,550	389	15,366	0.86	18.5
17	3,341	598	15,157	0.88	19.4
18	3,155	784	14,971	0.89	20.3
19	2,989	950	14,805	0.90	21.2
20	2,840	1,099	14,656	0.91	22.1
21	2,705	1,234	14,521	0.91	23.0
22	2,582	1,357	14,398	0.92	23.9
23	2,469	1,470	14,285	0.93	24.8
24	2,366	1,573	14,182	0.94	25.7
25	2,272	1,667	14,088	0.94	26.5
26	2,184	1,755	14,000	0.95	27.4
27	2,104	1,835	13,920	0.95	28.3
28	2,028	1,911	13,844	0.96	29.2
29	1,958	1,981	13,774	0.96	30.1
30	1,893	2,046	13,709	0.97	31.0

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总(2014年01月09日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	487.7	624.8	587.8	613.8	822.4	成长性					
减:营业成本	336.7	435.9	411.1	439.2	608.5	营业收入增长率	57.7%	28.1%	-5.9%	4.4%	34.0%
营业税费	8.0	8.2	2.9	3.1	4.1	营业利润增长率	16.1%	29.4%	-5.8%	17.8%	19.9%
销售费用	1.3	0.9	0.9	0.9	1.2	净利润增长率	31.4%	22.7%	-3.5%	15.1%	13.6%
管理费用	22.4	29.2	27.6	28.8	38.7	EBITDA 增长率	18.3%	23.3%	-2.7%	9.6%	30.3%
财务费用	21.8	23.7	26.1	1.3	1.4	EBIT 增长率	20.9%	25.6%	-3.3%	-2.4%	19.8%
资产减值损失	-0.1	0.1	-	-	-	NOPLAT 增长率	21.2%	25.6%	-3.5%	-2.4%	15.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	24.1%	-8.7%	6.7%	41.1%	21.9%
投资和汇兑收益	0.8	0.6	0.8	0.9	1.0	净资产增长率	33.8%	31.0%	136.4%	8.9%	11.2%
营业利润	98.4	127.4	120.0	141.3	169.4	利润率					
加:营业外净收支	15.7	12.7	15.5	14.7	14.3	毛利率	31.0%	30.2%	30.1%	28.4%	26.0%
利润总额	114.1	140.1	135.5	156.0	183.7	营业利润率	20.2%	20.4%	20.4%	23.0%	20.6%
减:所得税	16.8	20.7	20.2	23.3	32.9	净利润率	20.0%	19.1%	19.6%	21.6%	18.3%
净利润	97.3	119.4	115.3	132.7	150.8	EBITDA/营业收入	29.3%	28.2%	29.2%	30.6%	29.7%
						EBIT/营业收入	24.7%	24.2%	24.8%	23.2%	20.8%
资产负债表						运营效率					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	固定资产周转天数	147	110	108	154	213
货币资金	175.7	356.2	686.1	601.9	591.9	流动营业资本周转天数	16	-9	-9	13	-1
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	176	174	392	472	310
应收帐款	6.8	9.6	48.7	21.6	32.0	应收帐款周转天数	16	5	18	21	12
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	21	11	48	68	30
预付帐款	10.1	8.8	12.2	8.7	20.0	总资产周转天数	532	492	724	834	667
存货	18.4	19.9	137.5	93.5	45.2	投资资本周转天数	330	273	286	341	331
其他流动资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	25.3%	23.7%	9.7%	10.2%	10.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	12.7%	12.7%	8.1%	9.4%	9.2%
长期股权投资	14.6	15.2	15.2	15.2	15.2	ROIC	25.7%	26.0%	27.5%	25.1%	20.6%
投资性房地产	44.5	43.0	43.0	43.0	43.0	费用率					
固定资产	195.0	185.1	167.9	355.9	615.2	销售费用率	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
在建工程	1.8	2.5	30.0	-	-	管理费用率	4.6%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%
无形资产	293.7	285.7	277.6	269.4	261.3	财务费用率	4.5%	3.8%	4.4%	0.2%	0.2%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	9.3%	8.6%	9.3%	5.1%	5.0%
资产总额	768.7	940.3	1,425.4	1,417.0	1,631.8	偿债能力					
短期债务	170.0	170.0	-	-	-	资产负债率	49.9%	46.3%	16.3%	8.3%	11.4%
应付帐款	10.2	14.7	141.1	37.4	83.7	负债权益比	99.6%	86.3%	19.5%	9.1%	12.9%
应付票据	-	-	22.1	3.9	10.6	流动比率	0.81	1.52	3.90	6.54	3.83
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.74	1.44	3.29	5.69	3.58
长期借款	116.1	166.5	-	-	-	利息保障倍数	5.51	6.38	5.61	109.49	119.22
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	383.5	435.7	232.2	117.6	186.8	DPS(元)	-	-	0.15	0.18	0.20
少数股东权益	-	-	28.3	28.3	53.3	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	118.2	118.2	150.4	150.4	150.4	股息收益率					
留存收益	267.0	386.5	1,014.4	1,120.6	1,241.2						
股东权益	385.2	504.6	1,193.1	1,299.3	1,444.9						

现金流量表

	2011	2012	2013E	2014E	2015E	业绩和估值指标					
净利润	97.3	119.4	115.3	132.7	150.8	EPS(元)	0.82	1.01	0.77	0.88	1.00
加:折旧和摊销	24.2	26.3	25.3	45.2	73.8	BVPS(元)	3.26	4.27	7.74	8.45	9.25
资产减值准备	-0.1	0.1	-	-	-	PE(X)	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	22.3	24.7	26.1	1.3	1.4	P/FCF	-	-	-	-	-
投资损失	-0.8	-0.6	-0.8	-0.9	-1.0	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	71.4	27.3	-20.8	-49.2	101.7	CAGR(%)	10.9%	8.1%	15.9%	10.9%	8.1%
经营活动产生现金流量	195.3	184.3	145.1	129.1	326.8	PAG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-173.4	-12.5	0.8	-199.1	-299.0	ROIC/WACC	4.1	4.1	4.4	4.0	3.3
融资活动产生现金流量	-33.5	8.8	184.0	-14.2	-37.6	REP	-	-	-	-	-

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

汪立声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

