

爱建证券有限责任公司
研究发展总部

分析师: 侯佳林
执业编号: S0820511030002
TEL: 021-32229888-25508
E-mail: houjalin@ajzq.com



(%)	1个月	6个月	12个月
绝对表现	0.32	45.09	56.74
相对表现	4.78	53.58	65.68

评级: 推荐(首次)

基础数据

收盘价 (2014-3-20)	19.05
目标价 (未来 6 个月)	-
52 周内高	19.54
52 周内低	11.12
总市值(百万元)	2286
流通市值(百万元)	2286
总股本(百万股)	120
已流通(百万股)	120
限售股(百万股)	-
每股净资产(元)	7.08

数据来源: Wind, 爱建证券研究发展总部

证券研究报告 公司深度报告

发布日期: 2014 年 3 月 24 日星期一

交通运输行业
重资产模式下租客减少, 未来区位调整与产业链延伸是看点

投资要点

- 公司是第三方石化物流服务提供商, 业务辐射国内石化工业最发达的珠三角地区和长三角地区, 是目前华南沿海地区规模最大的石化产品码头之一和仓储设施最好、规模能力最大的石化产品仓储基地之一。
- 油品与石化贸易是影响石化物流的主要因素。目前国内石化物流企业主要仓储产品来自进口, 持续的油品及化工品进出口需求是保障石化物流企业仓储的重要来源。从需求上看, 12 年我国原油及油品表观消费量已达 4.91 亿吨, 保持稳定增长而在进口量上呈上升趋势, 12 年油品进口依存度已达 60% 以上。预计未来我国油品进口增速将快于表观消费增速, 进口依存度将提高至 65% 以上。同时, 在成品油方面尽管进口依存度较小但消费量保持增长趋势, 13 年我国成品油表观消费量达 2.86 亿吨, 预计未来成品油出口增速将强于其进口, 进口依赖度维持在 3% 左右。而在石化工方面, 近年国内需求增长虽受经济下滑影响出现下降, 但从各类主要产品的消费与进口占比上看, 总体保持累计增长, 预计未来我国主要化工品的进口依赖度仍较高。
- 重资产模式下 13 年长租客有所减少。公司的主要资产是化工储罐、码头岸线等相关资源, 具有明显的重资产属性。同时, 公司的租客多以 1 年以上的为主, 虽短期不易受大环境影响, 但在行业持续低迷及新增储罐供给加大的情况下导致整体长租客减少, 进而影响了 13 年业绩, 未来在公司运营区位调整下逐步减少对珠海基地的依赖值得关注。
- 参股恒投控股与收购金腾兴, 利于优化未来业务结构。今年 1 月以来, 公司先后公布了两项对外投资项目, 分别是拟增资恒投控股及拟收购金腾兴 70% 股权。我们认为公司通过增资旗下恒投控股进而参股山东油气投资公司, 切入高景气的天然气产业链, 未来有望分享我国天然气产业的高增长红利, 而收购金腾兴意味着公司在华中地区区域中心以及长江中游开始拓展市场及营业网点, 相关的业绩承诺也利于公司未来 ROE 的提升。
- 我们预计公司 2014-16 年归属净利润为 0.55 亿元、0.67 亿元、0.75 亿元, EPS 为 0.462 元、0.553 元、0.628 元。目前股价对应 PE 分别为 41.23、34.45、30.33 倍, 从市场容量与公司市值上分析可有一定的基于行业 14 年动态盈率上的溢价空间, 给予公司“推荐”的投资评级。
- 风险提示: 下游石化产品需求持续低迷; 大客户出现流失致出租率下降现象; 行业公司竞争加剧等风险。

财务预测简表(单位: 百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	166.92	192.79	220.17	252.84
增长率(%)	-6.48%	15.50%	14.20%	14.84%
归属母公司股东净利润	48.67	55.41	66.58	75.32
增长率(%)	-24.07%	13.85%	20.16%	13.13%
每股收益(EPS)	0.406	0.462	0.553	0.628
净资产收益率(ROE)	5.73%	6.21%	7.13%	7.94%
市盈率(PE)	46.92	41.23	34.45	30.33

数据来源: WIND, 爱建证券研究发展总部预测

一、公司是规模最大石化物流商之一

1.1 公司历史概况

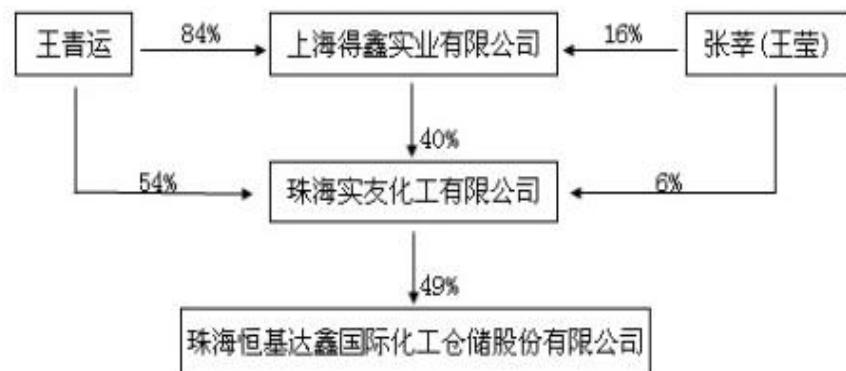
珠海恒基达鑫国际化工仓储股份有限公司系经国家商务部批准，于2008年4月11日由珠海恒基达鑫国际化工仓储有限公司依法整体变更设立的外商投资股份有限公司。其前身是创立于2000年11月的珠海恒基达鑫国际化工仓储有限公司，2010年11月2日公司在深圳证券交易所上市。

公司是第三方石化物流服务提供商，业务辐射国内石化工业最发达的珠三角地区和长三角地区，是目前华南沿海地区规模最大的石化产品码头之一和仓储设施最好、规模能力最大的石化产品仓储基地之一。主要业务包括为国内石化产品生产商、贸易商的进出口货物提供码头装卸、仓储、管道输送以及为境外客户提供码头驳运中转、保税仓储等服务。

1.2 公司股权情况

截至2013年12月31日，公司总股本1.20亿股，珠海实友化工有限公司持股49%，为第一大股东。公司共有五家控股子公司：扬州恒基达鑫国际化工仓储有限公司、恒基达鑫(香港)国际有限公司、信威国际有限公司、珠海横琴新区恒投控股有限公司、珠海横琴新区恒基永盛实业投资有限公司。

图1 公司股权示意图



资料来源：公司财报

二、行业分析：港口贸易需求直接影响石化物流仓储

2.1 近年来我国物流行业发展势头迅猛

物流行业是一国经济运行发展的重要基础性行业之一，我国自2009年伊始出台了《物流业调整和振兴规划》之后，先后就有多项政策明确鼓励与支持行业的发展。

同时，进入新世纪以来，我国物流业总体规模也呈现快速增长，服务水平显著提高，发展的环境和条件不断改善。2013年，全国社会物流总额达197.80万亿元，比2000年增长了近12倍，年均增长8.876%；物流业实现增加值3.90万亿元，比2000年增长了近6倍。2013年我国物流业增加值占GDP的比重达6.8%。

图2 近年来我国物流行业总额增长情况

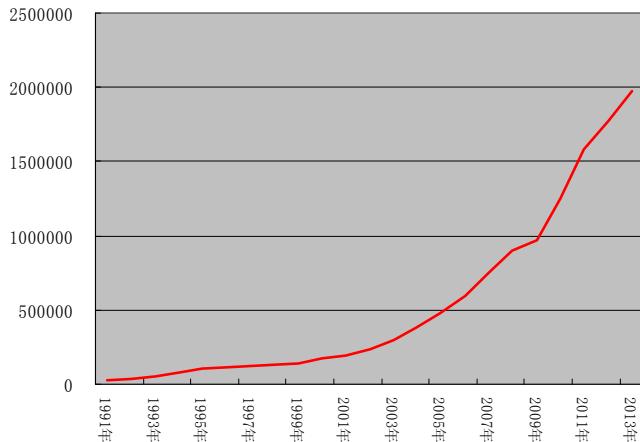
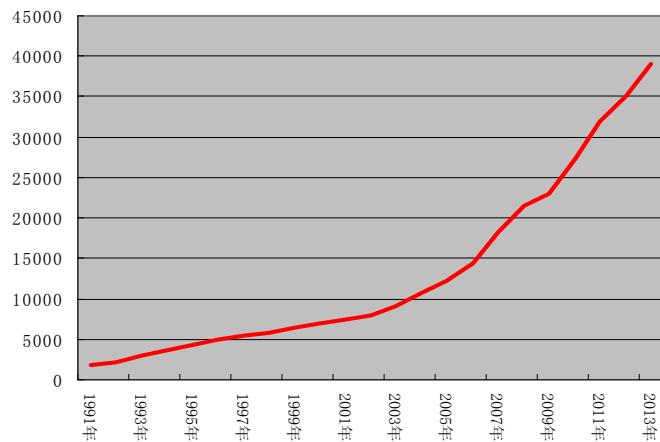


图3 近年来我国物流行业增加值增长情况



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

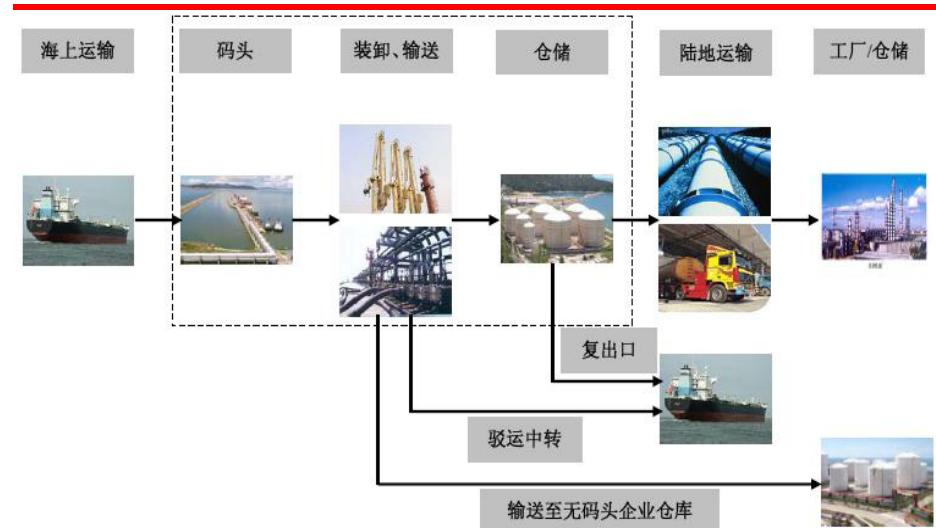
2.2、石化物流为专业化物流，仓储与港口是主要环节

石化物流是专为石化工业提供产品运输、仓储、配送服务的体系，是连接供应方和需求方的纽带。同时，石化产品的运输方式包括水路运输、铁路运输、公路运输、航空运输和管道运输，在不同运输方式转换过程中，必须通过仓储设施来完成，因此，仓储是石化物流体系中的关键中转环节。

目前在石化产品的各种运输方式中，水路运输具有成本低、运载能力强的优点，适合远距离运输，因此在石化产品的国际贸易中发挥着至关重要的作用，国际区域内的石化产品物流基本依赖于水路运输。由于水路运输装卸次数多，因此需要通过码头实现货物的中转，或通过与码头相连的输送管道到达仓储设备，实现货物的存储。

此外，港口也是物流系统中的关键节点，它是连接国内和国际市场的桥梁，在现代国际生产、贸易和运输系统中处于重要的战略地位。作为货物水陆空运输的中转地，港口是发展转口贸易、自由港和自由贸易区的必备条件，是现代物流发展的重要领域。石化产品港口物流由于运输成本的原因，运输半径受到限制，因此石化产品港口物流主要为辐射区域内的石化工业服务，基本没有跨区服务，具有明显的区域性特征。

图4 石化物流过程示意图



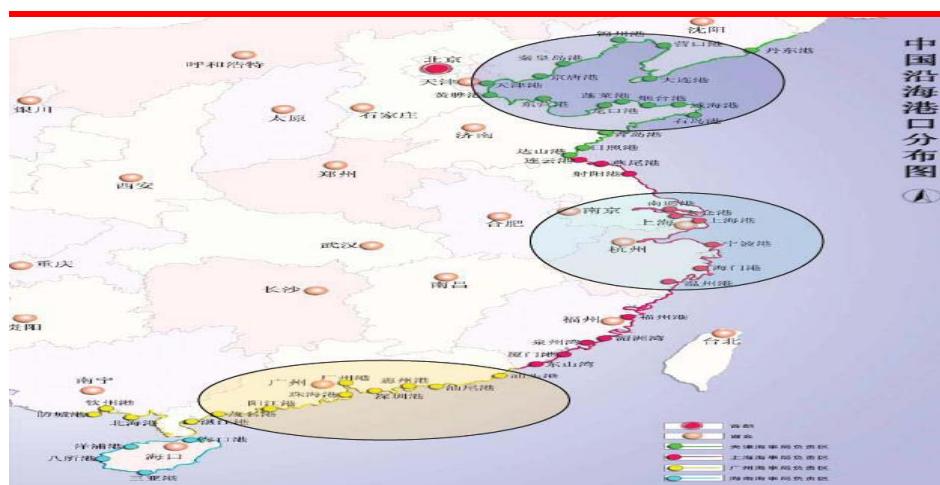
资料来源：公司招股说明书

2.3 国内石化物流港口主要集中在三大区域

2006年国务院审议并通过《全国沿海港口布局规划》，标志着我国沿海港口建设与发展进入新阶段。根据规划，全国沿海港口分为环渤海、长三角、东南沿海、珠三角和西南沿海五个港口群。目前由于环渤海、长三角和珠三角三大港口群具有深水航道优势，适合建设大吨位码头，同时拥有对外籍船舶开放的口岸及便捷的疏港交通，辐射区域内石化工业发达，已经成为国内三大石化物流基地。

这三大港口群石化产品吞吐量占全国总量的80%以上，由于石化产品的运输主要通过上面提到的水运方式，其中我国原油进口又有约90%通过海运完成。因此国内石化物流主要基于围绕港口来建设码头和储罐。

图5 我国主要石化物流港口示意图



资料来源：爱建证券研究发展总部整理

2.4、油品与石化贸易是影响石化物流的主要因素

目前国内的石化物流企业主要仓储产品来自于进口,特别是在国内石化产品进口依赖度高的情况下,持续的油品及化工品进出口需求是保障港口石化物流企业仓储的重要来源。

近年来随着我国经济的快速发展,原油及油品需求量不断提升。2012年我国原油及油品表观消费量已经达到4.91亿吨,继续保持稳定增长而在进口量上近年来也是同样呈现不断上升的趋势,进口依存度不断提升,12年依存度已经达到60%以上。2014年1月我国当月原油进口量达到2815万吨的高峰,同比增长11.95%,我们预计未来几年我国原油及油品进口增速将快于表观消费量增速,进口依赖度将继续提高至65%以上。同时,在成品油方面尽管我国进口依赖度总体较小但消费总量保持增长趋势,2013年我国成品油表观油消费量达2.86亿吨,12年的进口依赖度为2.58%,预计未来成品油的进口增速将弱于出口增速,表观消费量继续保持增长态势。

此外,石化的中间主要产品为三烯三苯(乙烯、丙烯、丁二烯、苯、甲苯、二甲苯),终端产品主要包括合成树脂、合成纤维和合成橡胶等。目前国内主要化工中间品的产量依然不能完全满足需求,其中乙烯的进口依赖度略低,而其他中间产品如丙烯、甲苯、二甲苯等的对外依存度较高。最近两年国内需求增长虽然受到经济下滑的影响有所减慢,但从各类主要产品的消费及进口量占比上看,总体保持累计增长,预计在未来我国主要化工品进口依赖度仍较高。

图6 原油及油品表观消费量与进口依赖度

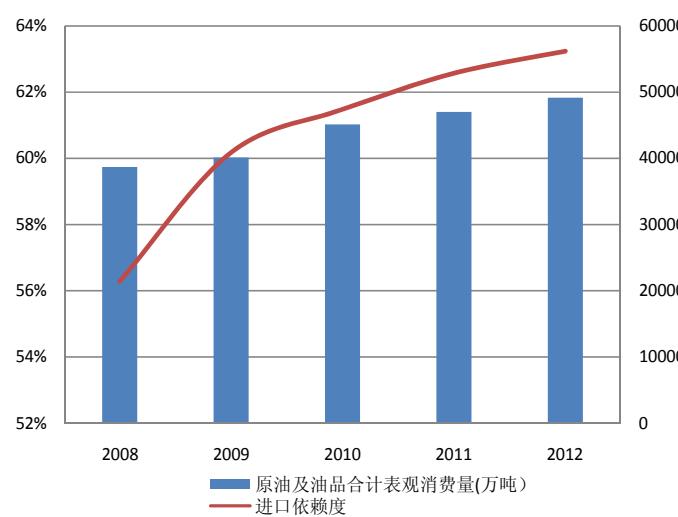
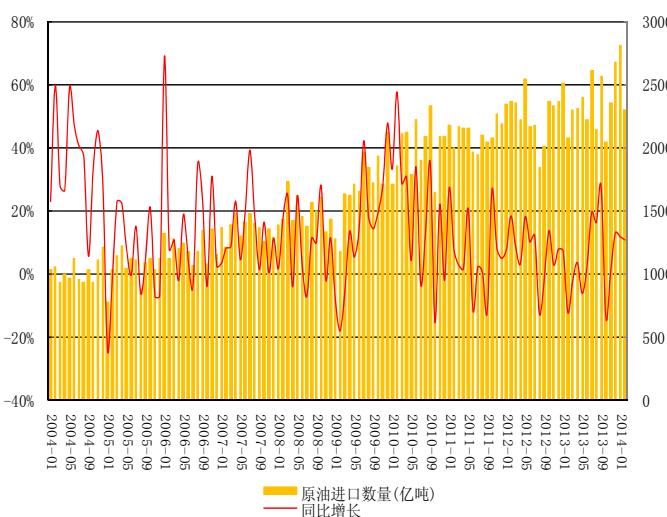


图7 原油进口量以及同比增长



资料来源: WIND, 爱建证券研究发展总部

图8 成品油表观消费量与进口依赖度

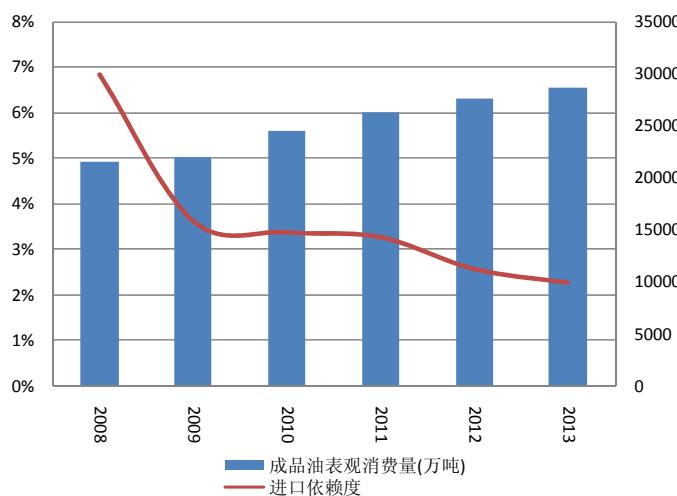
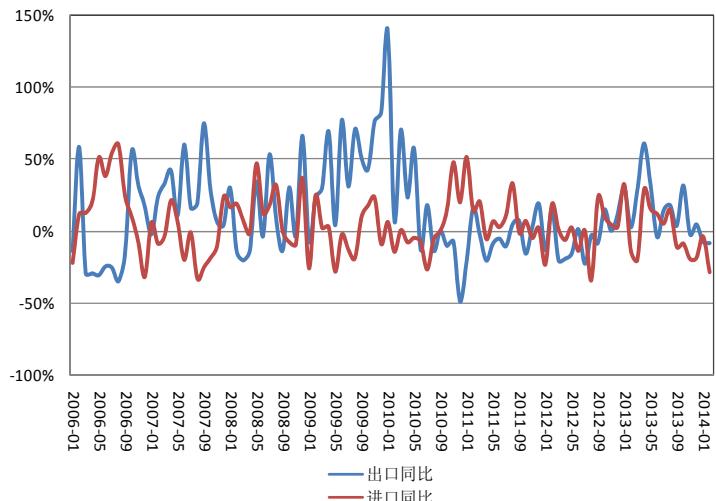


图9 成品油当月进出口同比



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

三、主业分析：重资产模式下盈利易受折旧与产能利用率影响

3.1 主营业务构成

公司主营业务为液体化工品和石油产品的装卸、仓储。装卸业务指利用自有码头，为客户提供货物的装卸服务，收取装卸费；仓储业务指货物通过连接码头的专用管道输送至储罐，为客户提供货物仓储服务，收取仓储费。

仓储的化工品包括醇类(甲醇、乙醇、乙二醇等)、芳香烃(甲苯、二甲苯、苯乙烯等)、酯类(乙酸乙酯、DOP等)、酸碱类(醋酸、浓硫酸、烧碱)等。石油产品包括汽油、柴油、石脑油、航空煤油等。根据仓储货物特性的要求，公司具备对货物进行加热、冷却和利用氮气保护的仓储条件。

图10 2013年分业务收入构成情况

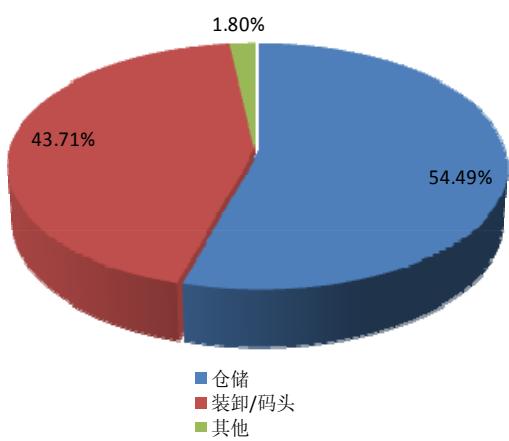
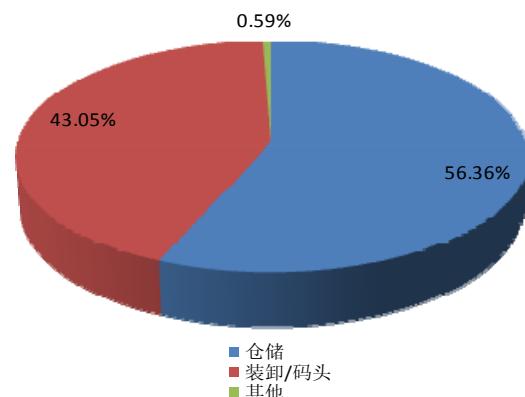


图11 2013年分业务成本构成情况



资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

3.2 主业收费模式

公司装卸、仓储业务收取的费用包括装卸费、仓储费和代理费，各项费用的收费模式如下：

(1) 装卸费：按货物卸货数量收取，收费标准每吨20元。

(2) 仓储费：分按仓储货物数量收费和按包罐立方米数收费。按仓储货物数量收费指按实际仓储货物吨数收取仓储费。包罐收费指客户按月支付所包储罐费用，无论实际存储与否均需支付，包罐费中的40%作为装卸费收入、60%作为仓储费收入。

(3) 代理费：公司代理客户办理报关、公证、检验检疫手续所收取的费用，公司按照不低于实际办理费用的标准向客户收取。

3.3 主业分布区域

目前公司主业有两大运营区域，分别位于珠海港高栏港区的南迳湾和扬州化工园区。具体来看，珠海库区占地面积13.07万平方米，现有7个储罐区，其中1至5区为化工品储存区（部分储罐可以存储油品）；6区和7区为油品储存区（部分储罐可以存储化工品），总共有储罐52个，罐容总计44.80万平方米，去年又扩容新增16.5万平方米，而扬州库区占地面积12万平方米，截至去年底储罐达47个，罐容总计27.6万立方米，其扩建项目预计有望今年年底投产。

表1 公司产能分布情况

	珠海	扬州
储罐	运营44.8万立方米，三期一阶段新增16.5万平方米，为去年初投产，二阶段根据市场情况再新增产能。	运营27.6万立方米，其中4万立方米2012年初新增，扩建13.5万立方米为2012年开工，预计今年年底开始投产。
码头	全长754.7米，两个5万吨级泊位和一个1万吨级泊位，其中5万吨级联合使用可停靠10万吨级船。	全长390米，一个4万吨级泊位和一个5千吨级泊位，其中一个4万吨级可停靠5万吨船。

资料来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

图12 公司珠海高栏港区地理情况



图13 公司扬州化工园区地理情况



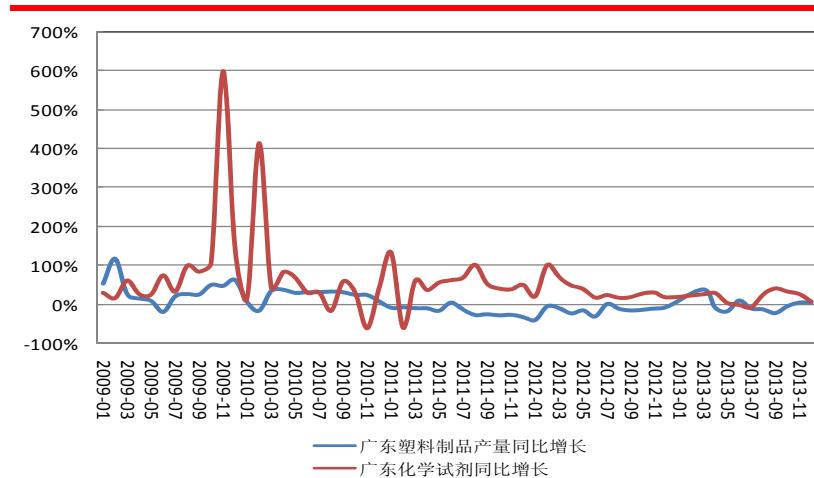
资料来源：爱建证券研究发展总部整理

3.4 公司客户以长租为主，13年出租率有所下滑

公司的客户是以租期1年以上的长租客户为主，长租客户对储罐采取包租方式。同时，公司按照客户租用的罐容按月收取包括仓储和装卸费在内的包干费，包干费仅与租用罐容的多少相关，与租户实际完成周转的石化产品总量无关。在这种模式下，当行业景气下滑时，化工品价格下行和周转率下降，主要是影响短租客户带来的货量和费率。对于长租客户，至少当年的包干费不受影响，但若行业景气持续下滑，在长租客户重新签约时会对出租率和费率产生负面影响。

值得注意的是，由于2013年公司长期租用储罐客户已有所减少。我们认为这主要有两大原因，一是受国内外经济大环境继续低迷及油品行业不确定性的影响，下游石化产品需求有所萎缩导致部分客户货物年周转量下降以及客户对储罐罐容的需求下降；二是近年来国内石化仓储企业的新建储罐罐容在不断增加并陆续投入使用，使得罐容需求减小与供给增大的矛盾越来越突出，进而导致公司在招商方面出现一定压力。

图 14 广东地区化工制品增长处低位



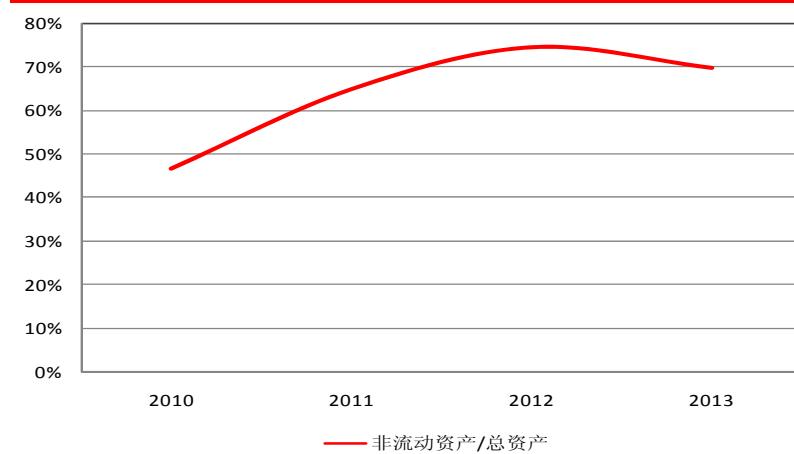
资料来源： WIND, 爱建证券研究发展总部

3.5 重资产模式下盈利易受折旧和产能利用率影响

公司的主要资产是化工储罐、码头岸线资源等，具有明显的重资产属性，上市前非流动资产占比总资产始终在80%以上，上市初期由于货币资金大幅增加，这一比例有所降低，但随着资本开支的进行，近三年非流动资产占比整体是上升趋势。

除固定资产占比高外，公司成本结构中折旧占比也说明了公司重资产属性。根据2013年报，公司固定资产折旧约占营业成本的44%。我们认为重资产型企业的特点是每当有新增产能投产后，由于新增折旧、产能利用率较低等情况，会造成利润增长慢于收入增长，而随着产能利用率逐渐提升，成本相对固化，营业收入的增长能带来利润的更快增长，利润增长相对收入增长的弹性也会更高。但由于2013年公司珠海恒基达鑫库区三期工程一阶段项投产且珠海地区出租率整体下降的缘故，公司这一特性对盈利造成的波动就会显现。

图 15 近年公司固定资产占比仍在高位



资料来源： WIND, 爱建证券研究发展总部

四、公司财务分析：近年收入走弱，但收益质量尚可

4.1 公司营业收入受石化行业影响明显

公司主要从事石化仓储物流服务，因此公司的经营业绩与下游石油化工行业景气程度息息相关。石化行业是与国家宏观经济紧密相关的行业之一，2011年下半年到2013年全球经济复苏出现反复，并于2013年第二季度达到近年最低点。公司的经营业绩基本与石化行业经营业绩的走势相符，2013年公司实现营业收入1.67亿元，同比下降6.48个百分点。

与公司所属物流行业相比，公司的经营业绩增长处于相对低位，2013年物流行业营业收入增长率为20%左右，而公司则为负增长。其主要原因是化工原料仓储需求及储罐需求下降。同时，石化物流企业同质性日趋明显，特别是珠海地区的竞争加大，客户续约率降低，从而影响了公司的市场份额。石化仓储物流行业需求减少与供给增加之间的矛盾逐步显现，公司业绩受到一定冲击。

图 16 公司与石化行业营业收入增长情况

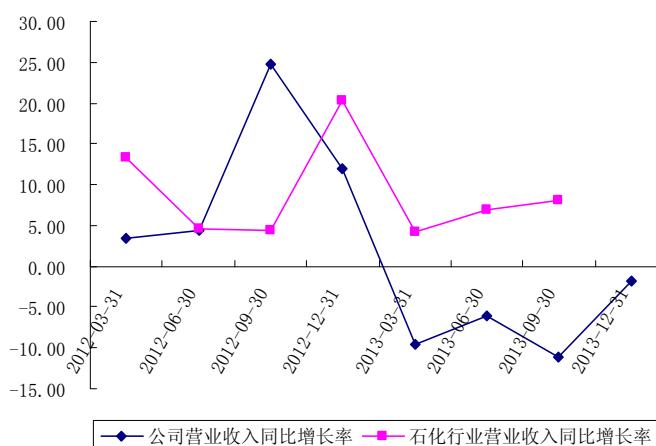
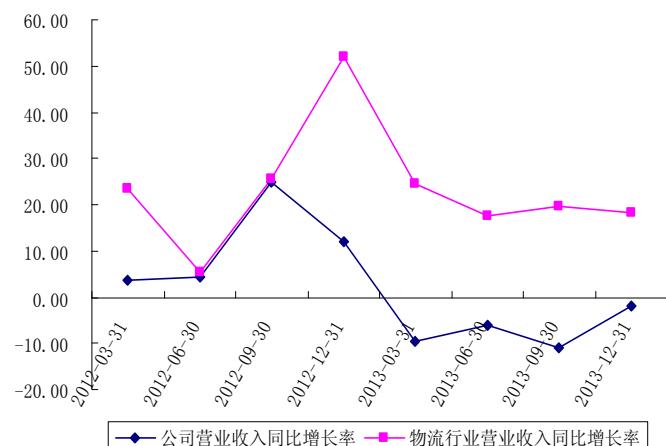


图 17 公司与物流行业营业收入增长情况



数据来源：WIND，爱建证券研究发展总部

4.2 公司收益质量高于物流行业平均水平

我们先横向比较看，虽然公司的营业收入情况欠佳，但收益质量在行业中处于较高水平，毛利率与净利率历年来均远高于行业平均水平。2013年公司的毛利率为46%，净利率为29%。

再从纵向比较看，公司2013年的毛利率与净利率与2012年相比均有一定幅度的下降，归属于母公司的净利润为0.49万元，同比下降24.07%，为上市以来首次负增长。其主要原因是公司珠海库区三期工程一阶段于2013年7月建成投产，使得折旧大幅度提升。由于公司属于重资本企业，折旧占营业成本比例较大。同时，公司的人力成本在13年上涨较快。2012年公司有员工341人，年末应付职工薪酬为213万元，而2013年

公司员工数为370人，仅增加29人，但年末应付职工薪酬翻倍，达到469.8万元。因此13年公司营业成本在营业收入负增长的情况下仍上涨22.86%，进而影响公司毛利率与净利率。

图 18 07 年来行业及公司收益质量情况

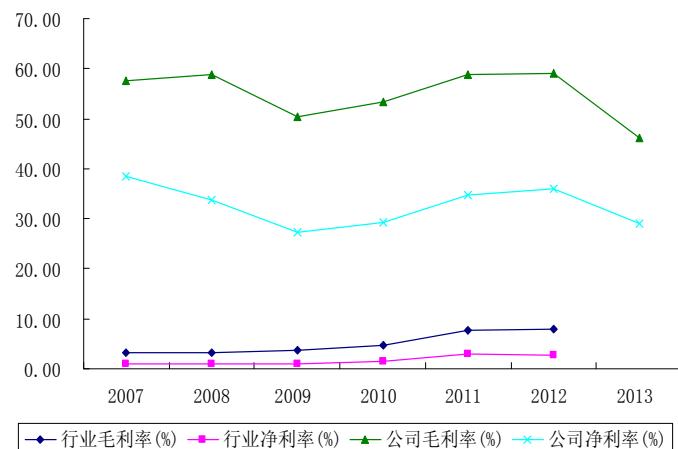
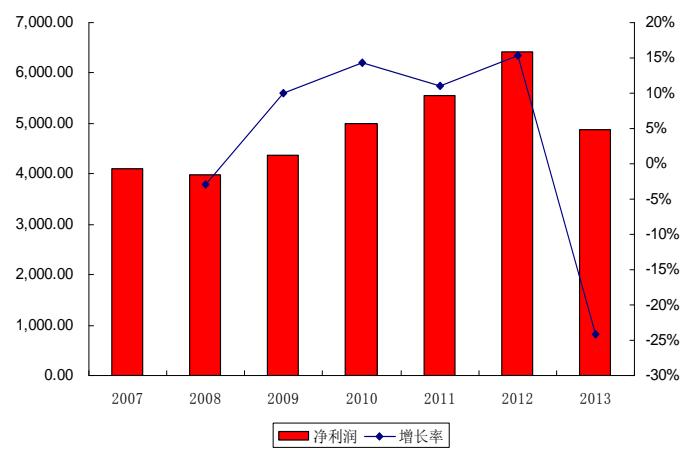


图 19 公司 07 年来净利润与增长率情况



数据来源：WIND，爱建证券研究发展总部

从公司财务风险方面来看，公司偿债能力较强，财务状况相对较为健康，流动比率和速动比率都保持在合理水平上。公司资产负债率相对较低，但近两年来逐年提高，正朝着更健康的方向发展，主要是因为公司增加借款，以支持公司新建成项目顺利达产。公司的2013年的营业周期相比起12年来看有所延长，主要是因为受整个行业及下游石化行业的景气程度影响。

图 20 公司偿债能力情况

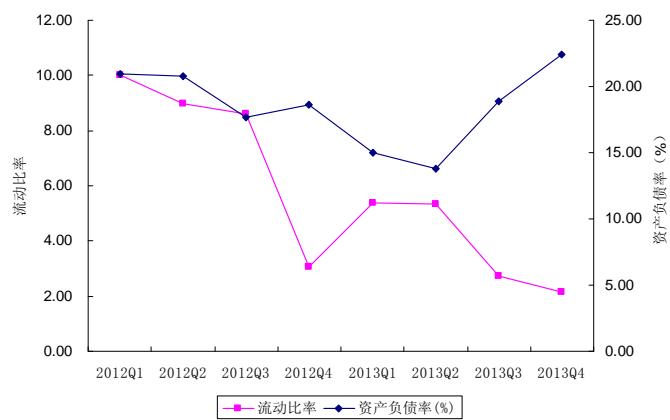
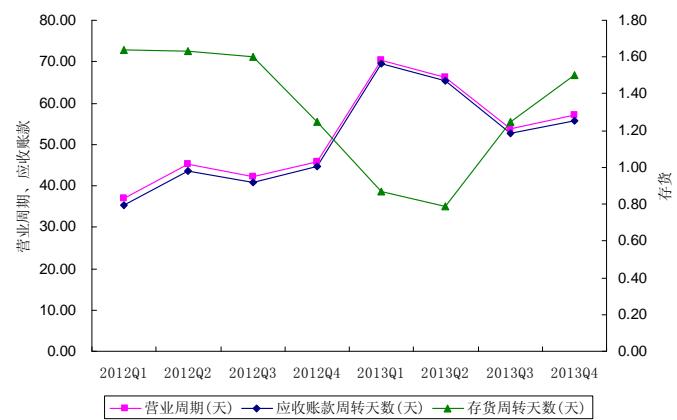


图 21 公司运营能力情况



数据来源：WIND，爱建证券研究发展总部

五、参股恒投控股与收购金腾兴，利于优化未来业务结构

今年1月以来，公司进行了两项对外投资的举措。首先是公司拟对全资子公司恒投控股增资5400万元。同时，恒投控股拟以自有资金出资6000万元参股设立山东油气投资公司，恒投控股将占其约12%的股权。其次是公司拟以自筹资金或其他方式投入人民币2650万元收购金腾兴70%股权，而前期金腾兴已与武汉化学工业园区管理委员会于2012年10月签署了《湖北金腾兴化学品仓储物流和码头项目投资协议书》，同意在武汉化学工业区北湖组团内安排金腾兴投资项目建设用地，选址D040605地块内，占地约170亩，岸线占用265米用于2个泊位的固体化工码头建设。

我们认为，由于公司目前业务易受下游产品需求、油品不确定性特征和国内外宏观经济大环境限制，且区位结构相对单一。此次公司通过增资旗下恒投控股进而参股山东油气投资公司，切入高景气的天然气产业链，尽管短期可能带来的投资收益相对有限，但未来有望通过经验积累进一步加大在油气行业的投资规模，有望分享我国天然气产业高增长红利，从而提高收益降低业务相对集中的风险。同时，另一方面收购金腾兴，意味着公司在华中地区区域中心以及长江中游开始拓展市场及营业网点，而通过该项目也可增加公司固体化工品和其他石化品种的仓储服务，相关的业绩承诺更利于公司未来ROE的提升。

六、盈利预测与估值

综合来看，公司前期业绩下滑主要原因一是受国内外宏观大环境影响，下游需求及国内外贸易活跃度下降，公司珠海基地景气度持续走低，公司相应的暂停了珠海新库的建设；二是公司在珠海港地区的新增产能使得目前需求减少的情况下储罐供给相对过剩。不过公司相对也调整了发展方向，扬州扩建一阶段已于去年底完成，二阶段公司今年得到批复同意建设，准备已分批建设的方式开始。公司分期建设的做法可以看作是对于市场需求的试探，避免步母公司供给过剩的后尘。同时，我们看到管理层持股近期有所增加，表明对公司未来持续稳定发展具有信心，而拟参股恒投控股与收购武汉金腾兴，都将利于优化储罐区位结构及向产业链延伸从而进一步提高公司的盈利前景。

我们判断年内扬州基地的客户总体保持稳定，而珠海基地年内有望逐步恢复，产能利用率会略有改善。在暂不考虑公司收购事宜的情况下，预计2014-2016年公司每股收益分别为0.462、0.553、0.628元，对应当前股价的动态市盈率分别为41.23、34.45、30.33倍，从市场容量与目前公司市值上分析，我们认为可有基于物流行业14年平均动态市盈率基础上的溢价空间，给予公司“推荐”的投资评级。

表 2 国内可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价	EPS			PE		
			2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
002183.SZ	怡亚通	8.16	0.18	0.23	0.30	44.69	35.26	27.34
002210.SZ	飞马国际	9.61	0.26	0.30	0.38	37.05	32.21	25.44
002245.SZ	澳洋顺昌	10.22	0.29	0.33	0.48	35.83	30.89	21.26
002711.SZ	欧浦钢网	45.40	0.82	0.95	1.15	55.08	47.84	39.42
300240.SZ	飞力达	12.55	0.42	0.55	0.65	29.76	22.98	19.32
300350.SZ	华鹏飞	19.79	0.49	0.56	0.62	40.04	35.14	31.88
600119.SH	长江投资	12.68	0.14	0.17	0.21	91.42	73.21	59.59
600180.SH	瑞茂通	11.75	0.51	0.62	0.77	23.09	18.83	15.27
600787.SH	中储股份	13.09	0.41	0.55	0.59	32.23	23.89	22.21
600794.SH	保税科技	9.84	0.39	0.43	0.54	25.15	22.64	18.06
算术平均		-	-	-	-	41.43	34.29	27.98

数据来源：WIND，爱建证券研究发展总部(截止日期 2014 年 3 月 19 日)

图 22 近年公司 PE-BAND 情况

图 23 近年公司 PB-BAND 情况


资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部

七、 风险提示

- 下游石化产品需求持续低迷
- 大客户流失使得出租率下滑
- 行业公司间竞争加剧

附：公司财务报表预测(单位：百万元)

资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	215.80	278.70	354.35	461.01	671.96		营业收入	178.48	166.92	192.79	220.17	252.84
应收和预付款项	35.06	44.58	34.55	55.53	48.98		减: 营业成本	73.07	90.01	106.81	120.65	139.43
存货	0.16	0.59	0.28	0.71	0.43		营业税金及附加	6.83	0.72	2.50	2.85	3.15
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		管理费用	18.71	19.44	17.50	20.05	22.10
投资性房地产	0.00	2.91	2.61	2.32	2.02		财务费用	4.75	4.08	4.13	2.01	1.43
固定资产和在建工程	658.50	664.70	564.01	463.32	362.63		资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	84.72	82.79	73.52	64.24	54.97		加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	4.79	12.00	9.08	6.16	8.16		公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	999.02	1086.27	1038.40	1053.29	1147.16		其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	123.19	0.00	0.00	0.00		营业利润	75.12	52.66	61.85	74.61	83.73
应付和预收款项	39.51	17.15	23.10	30.21	28.90		加: 其他非经营损益	7.18	9.00	11.00	13.00	16.00
长期借款	103.30	90.80	90.80	90.80	90.80		利润总额	82.31	61.67	72.85	87.61	98.73
其他负债	38.19	6.08	45.10	29.10	34.50		减: 所得税	18.21	13.00	17.44	21.03	23.41
负债合计	181.00	237.22	159.10	150.11	154.20		净利润	64.10	48.67	55.41	66.58	75.32
股本	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00		减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	477.53	477.53	477.53	477.53	477.53		归属母公司股东净利润	64.10	48.67	55.41	66.58	75.32
留存收益	220.49	251.52	288.51	333.12	385.59							
归属母公司股东权益	818.02	849.05	886.04	930.65	983.12							
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		业绩和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
股东权益合计	818.02	849.05	886.04	930.65	983.12		EBITDA	125.50	107.88	187.16	196.80	206.42
负债和股东权益合计	999.02	1086.27	1045.14	1080.76	1137.32		净利润	64.10	48.67	55.41	66.58	75.32
							EPS	0.534	0.406	0.462	0.553	0.628
现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		BPS	6.817	7.075	7.383	7.753	8.189
经营性现金净流量	103.76	91.15	150.05	104.77	139.91		PE	35.67	46.92	41.23	34.45	30.33
投资性现金净流量	-122.66	-79.41	8.36	-9.88	-10.33		PB	2.79	2.69	2.58	2.46	2.33
筹资性现金净流量	-72.16	7.93	12.76	192.88	98.29		EV/EBITDA	17.31	20.53	11.88	9.72	9.05
现金流量净额	-91.17	19.00	75.66	106.65	227.87		股息率	0.005	0.008	0.008	0.010	0.011

数据来源：WIND，爱建证券研究发展总部预测

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。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5% ~ 15%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要免责声明

本报告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，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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。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服务或其他服务。

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发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

爱建证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号33楼（陆家嘴商务广场）

电话：021-32229888 邮编：200122

网站：www.ajzq.com