

深圳华强 (000062)

模式独特，成长无界

增持/首次评级

股价 : RMB9.87

鱼晋华

+755-82492232 yujinhua@lhzq.com

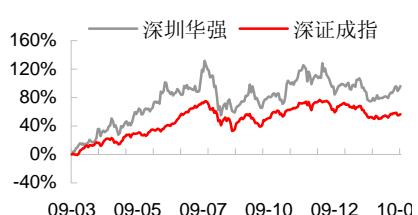
相关研究

- 深圳华强于 2009 年剥离亏损严重的视频业务，同时以每股 4.13 元的价格，发行 3.58 亿股购入大股东华强集团直接持有的深圳华强发展 100% 股权。自此，公司转型为电子专业市场和配套商业地产的开发和运营商。
- 本次重组后公司在深圳华强北商圈持有的电子专业市场面积将达到 12.5 万平米，年租金收入稳定在 3 亿元以上。如按目前项目周边类似项目售价重估，公司所持有电子专业市场价值高达 49 亿元以上。
- 公司还在全国五大区域战略选取了一些拥有电子产业基础的区域电子产品集散中心的二线城市，力图实现异地扩张。目前已进入的城市为济南。在谈的城市包括苏州、天津与重庆。公司大股东在沈阳拥有达 14.8 万平米的电子市场城市综合体项目。按大股东在重组时对同业竞争的承诺，我们判断这个项目被注入上市公司的可能性极大。
- 我们看好公司电子专业市场的开发运营模式及其异地扩张。电子卖场商业群聚效应高，有利实现物业升值，而公司的品牌效应将降低异地扩张难度。电子行业进入长景气周期也将支撑电子专业卖场持续繁荣。我们同时看好公司以“华强电子网”为龙头在电子商务这一无形市场的拓展。目前该网已在境内电子元器件行业专业电子网中排名第一，随着该网客户的快速增长，公司未来的成长将突破区域局限。
- 深圳于去年 12 月出台了《深圳城市更新办法》。该办法规定拥有旧工业区、旧商业区、等区域的权利人可自行改造。我们分析公司至少有两个项目可潜在受益于这一地方新政。其一为位于深圳梅林的华强激光头厂房，其二为公司总部所在地的深圳华强大厦。基于这两个项目所处地段的价值，我们测算若这两个项目更新改造，其潜在市场价值或销售收入将高达 52 亿元。
- 公司大股东华强集团控股的华强新城市发展公司是专业从事住宅开发的公司。除芜湖项目外，在安阳还拥有未建及在建项目建筑面积约 160 万平米，以及已获准更新改造的深圳华强花园项目。
- 预测公司 10、11 年 EPS 为 0.33、0.35 元，对应动态 PE 为 30X 和 28X。假定贴现率为 8.7%，仅考虑公司目前业务状况，而未考虑潜在可城市更新的项目价值，测算出公司 09 年末 NAV 为 10.15 元，给予增持评级。

基础数据

总股本 (百万股)	667
流通 A 股 (百万股)	167
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	1688

与上证指数对比走势图



经营预测与估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1794.7	2197	1692	1884	2097
(+/-%)	-22.1	-5.4	-0.23	0.11	0.11
归属母公司净利润(百万元)	45.6	201	224	235	239
(+/-%)	-60.8	28	0.12	0.05	0.02
EPS(元)	0.07	0.30	0.33	0.35	0.36
P/E(倍)	147.9	33	30	28	27

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

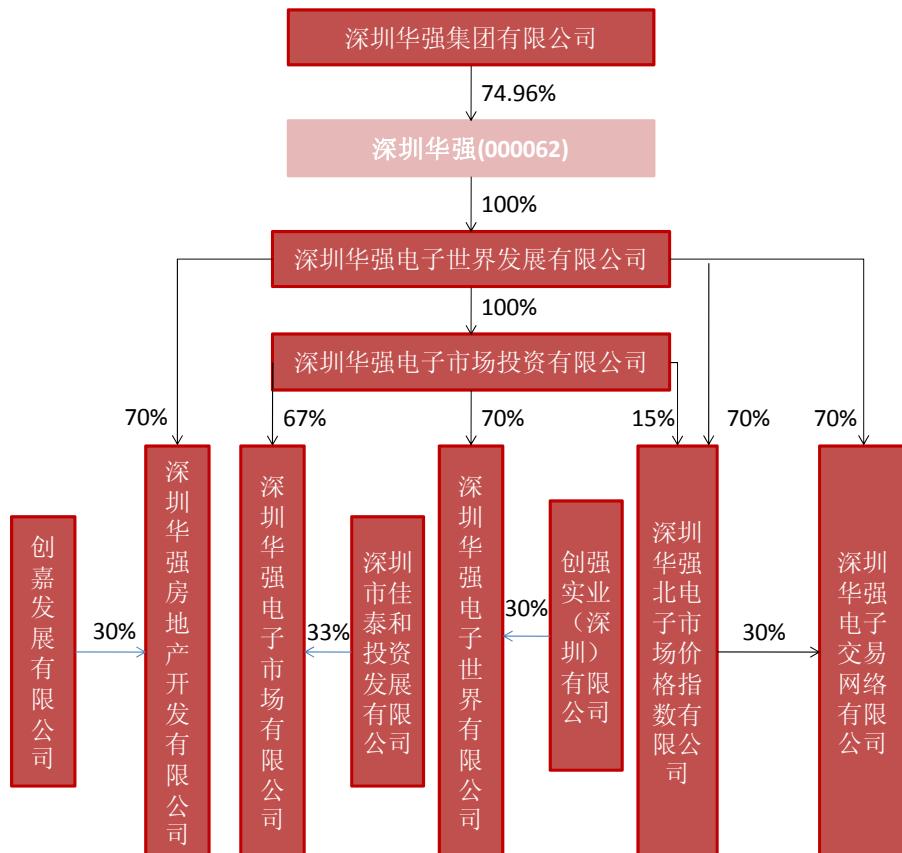
重组后，公司转型为电子专业市场的开发经营商

公司 1992 年成立，主营业务为物业开发与管理、视频产品（主要为三洋牌电视机）生产和销售等两大方面。2006 年以来，受上下游环节的双重挤压以及人民币持续升值等因素影响，公司视频产品业务经营困难，亏损较大。

为扭转这一被动局面，公司于 2009 年剥离亏损严重的视频业务（东莞三洋、广东三洋、三洋设计），同时以每股 4.13 元的价格，发行 3.58 亿股购入大股东华强集团直接持有的深圳华强电子世界发展公司（华强发展）100%股权。

华强发展是一家控股型公司，下属各子公司主要从事电子专业市场和配套商业地产的开发、经营以及电子交易平台的综合运营，核心资产为华强广场。本次重组后深圳华强转型为电子专业市场和配套商业地产的开发和经营商。

图 1 重组后公司股权结构



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究

现有电子专业市场租金稳定，重估价值高

重组前，公司经营的电子专业市场为位于深圳市深南大道华强北商圈的“华强电子世界”，总建面 4 万平米，出租率超过 90%。华强电子世界基本可视为中国电子元器件交易市场的策源地，以及中国式元器件分销渠道的开创者。

本次重组后进入上市公司的华强广场是一座集办公、酒店、商业、商务公寓、大型停车场于一体的超大型多功能高层综合楼。住宅及办公部分已全部售出，仅余商业裙楼、地下商业及酒店物业进入上市公司，面积约 8.5 万平米。

“华强广场”同样位于华深圳华强北商圈，与公司原拥有的“华强电子世界”位置相连，一起构成了华强北商圈临街面积最大的商业物业。由于两项物业分别紧邻地铁 1 号线、3 号线出口，因此也成为华强北商圈商业价值最高的核心商业物业。按目前各项目周边类似项目售价重估，其商业物业权益重估价值高达 67.8 亿元。目前公司两大电子专业市场的租金收入都较为稳定，每平米租金约在 350 元/月，年租金收入 3 亿元以上。

经过本次重组，公司在深圳华强北电子专业市场的市场份额如以经营面积来计，成功上升到 20%。

表 1 出租业务收入估算

单位：百万元

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
租金收入	310.4	321.2	326.5	332.1
净利润	68.7	38.7	41.3	39.7

资料来源：公司公告，华泰联合研究所

表 2 商业物业重估价值高 单位：万平米、元/平米、亿元

项目	地点	总体建面	重估均价	重估价值	权益	权益重估价值
华强电子世界	深圳	4.0	75000	30.00	70%	21.0
华强广场商业裙楼	深圳	5.3	75000	39.75	70%	27.8
华强广场地下商业	深圳	0.6	23000	1.38	70%	1.0
华强广场酒店	深圳	2.6	13000	3.38	70%	2.4
济南电子广场	济南	5	30000	15	100%	15.0
总计		17.5		90.5		67.8

资料来源：公司公告，华泰联合研究所

表3 周边交易案例
单位: 元/平米、平米

交易实例	位置	用途	楼层	建筑面积	交易价格	交易日期
赛格广场商铺	华强北	商铺	1-8	920	73000	2008.5
新亚洲电子商城	华强北	商铺	1-4	380	78000	2008.4
都会100电子市场	华强北	商铺	1-4	420	77000	2008.4
鼎诚国际商铺	深南路	商铺	1	460	80000	2008.3
新亚洲太古城商铺	航苑路	商铺	1	358	89385	2008.3
华强北商铺	华强北	商铺	3	26	76923	2008.4
航苑大厦商铺	振华路	商铺	1	400	90000	2008.5
振兴路商铺	振兴路	商铺	1	329	91185	2008.4
城建公园商铺	中心区	商铺	1	203	93596	2008.4
福田中心区商铺	中心区	商铺	1	107	67290	2008.4
女人世界商铺	华强北	商铺	3	350	85000	2008.5

资料来源：公司公告，华泰联合研究所

拓展二线城市，欲异地复制深圳华强北电子专业市场模式

基于深圳华强北电子市场的成功，公司将目光投向了全国更多的城市，并在全国五大区域战略选取了一些拥有电子产业基础的区域电子产品集散中心的二线城市，希望实现深圳华强北电子市场模式的异地复制，以实现深圳华强品牌的跨区域连锁经营。

在环渤海区域，公司选取的城市为济南和天津两个城市。09年10月，公司以6.57亿元拍得济南历下区解放路北侧、山大路西侧的中心地段用地。项目占地3万平米，规划建筑面积13万平米。其中电子市场5万平、写字楼4万平，公寓4万平，平均楼面地价5100元/平米。由150米高的顶级写字楼、100米高的商务公寓、4层超大规模的集中商业三部分建筑组成。目前该项目已奠基。天津华强电子市场还在洽谈中。

在华南区域，公司还在洽谈宝安沙井电子制造业生产服务基地。

在华东和西南区域，公司选择进入的目标城市为苏州和重庆，不过目前都还在选址的洽谈中。

在东北区域，集团已在沈阳建成华强电子市场。基于公司重组时对同业竞争的承诺，我们判断沈阳电子市场未来注入上市公司概率较大。

沈阳华强电子广场，地处沈阳市和平区三好街，占地面积约2.23万平方米，建筑面积约14.8万平方米，可售部分约为10万平米，是集商业（电子市场）、写字楼和住宅为一体的大型综合项目。已于2009年4月开售，目前销售率约为60%。

住宅部分项目名为华强公馆，由三栋30层的高层组成，总建筑面积5万余平，中小面积户型设计，精装交楼，可做办公用途，属于城市投资、自用双用途项目。售价7800元/平米。

写字楼部分共35层，150米高，总建筑面积5万余平，建筑设计的硬件设施、配套服务标准高，公司定位将其打造成为未来城市核心办公区域的地标志性建筑。售价约9000元/平米。

电子广场部分共五层商业，总建筑面积4.8万平方米，公司欲把沈阳华强电子世界打

造成为东北地区3C数码卖场的开创者和领袖。

表4 沈阳项目销售收入情况预测

单位：万平米、元/平米、亿元

项目	地点	总体建面	销售价格	集团权益	权益销售收入	权益净利润
沈阳电子广场-写字楼	沈阳	5	9000	100%	4.5	0.9
沈阳电子广场-公寓	沈阳	5	7800	100%	3.9	0.8
总计		10			8.4	1.68

资料来源：公司网站，联合证券研究所

表5 沈阳项目自持商业重估价值

单位：万平米、元/平米、亿元

项目	地点	总体建面	重估均价	重估价值	集团权益	权益重估价值
沈阳电子广场	沈阳	5	25000	12	100%	12
总计		5		12		12

资料来源：公司网站，联合证券研究所

图2 沈阳项目效果图



资料来源：新浪网，华泰联合研究所

图3 沈阳项目位置



资料来源：新浪网，华泰联合研究所

品牌效应将降低异地扩张难度

我们认为公司在深圳形成的华强北电子专业市场的品牌知名度对大大降低公司在异地扩张的难度。这是因为深圳电子科技产业的发展处于全国领先地位，成功经验对内地愿意寻找发展电子产业的城市具备相当的吸引力。同时公司“华强电子市场”的品牌已在全国范围内形成影响力，公司长期发展电子卖场形成的厂商资源和租户管理经验都可对内地寻求城市发展新亮点的政府部门产生很大的吸引力。

图 4 深圳华强广场



资料来源：新浪网，华泰联合研究所

图 5 济南地块紧挨鲁商银座数码广场



资料来源：华泰联合研究所

看好公司电子专业市场的开发运营模式及其异地扩张

电子专业市场一般选址于城市核心商圈，并且在过去的发展过程中自然形成了一种集聚效应，往往以“科技一条街”、“电子一条街”的形式出现，与城市核心商圈内商业及交通配套的发展形成良性互动循环，以电子卖场为核心的集中商圈一旦形成，商业人气的凝聚力往往经久不衰。

公司电子专业市场的开发运营模式，主要是通过华强品牌实现持续经营，并附带实现住宅及商业项目的开发销售。

在城市的不断扩容中，热点住宅片区会实现轮换，导致物业价格的波动，而核心商圈的物业价值则相对保持稳定上升态势。公司定位于城市核心商圈的地产开发策略一方面有利于持有物业的保值升值，另一方面也有利于利用城市成熟商业配套实现出售物业的溢价。

从公司目前的品牌、经营经验积累及电子行业发展趋势来看，我们认为公司利用电子专业市场作为异地扩张的切入点具有一定的独特性和低时效性，可以形成公司在异地发展上持续的竞争能力。

电子行业进入长景气周期将支撑电子专业卖场持续繁荣

公司目前的电子专业卖场主要分为两类，一类是以电子元器件为主的电子生产资料专业市场，另一类是以 IT 数码产品为主的终端消费电子产品市场。近年来，以安防产品市场为代表的应用电子产品市场发展亦呈上升趋势。

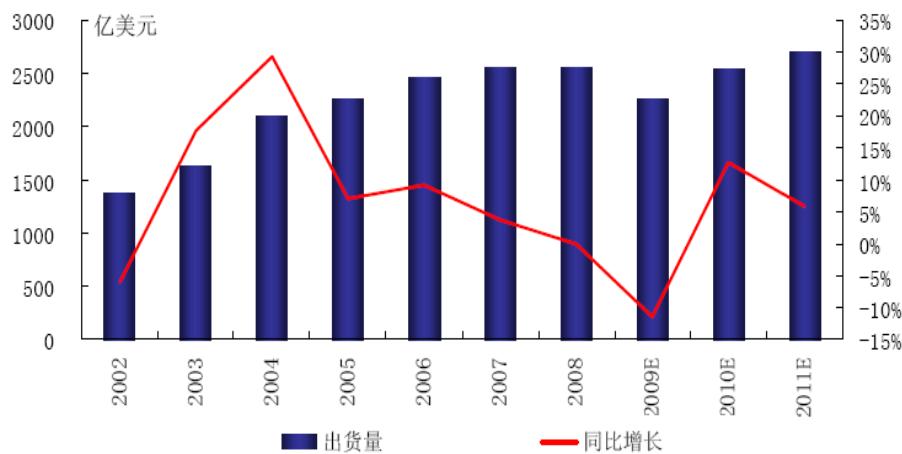
根据华泰联合证券电子行业研究小组的判断，电子行业目前处于复苏拐点向景气拐点的过程中，预计将在 2010 年进入一个长景气周期。基于电子行业长期向好的判断，我们认为作为电子产品销售渠道之一的电子专业卖场也将持续受益，保持周期内的经营繁荣。而公司作为国内电子专业卖场领域具备一定品牌影响力和经营经验积累的老牌经营商将更具竞争优势。

图 6 全球 PC 出货量预测

单位：百万台



资料来源：华泰联合电子研究组，华泰联合研究所

图 7 全球半导体出货量预测


资料来源：联合证券电子研究组，联合证券研究所

将潜在受益于《深圳城市更新办法》

基于城市可开发土地资源的日益匮乏，为加快存量土地的盘活，2009 年 12 月 1 日深圳出台了《深圳城市更新办法》。该办法规定拥有旧工业区、旧商业区、旧住宅区、城中村及旧屋村等区域的权利人，可自行改造。我们分析认为，公司将潜在受益于这一刚刚出台的地方新政。

公司旗下的华强激光头厂房，位于深圳市梅林片区梅秀路，占地 3.3 万平米。项目所处片区靠近梅林关，由于片区长期无新地块供应，周边新楼盘紧缺，售价均比较高，目前片区内在售的两个新盘售价分别为 32000 元/平米及 40000 元/平米。紧邻本地块

的有 7 年房龄的二手住宅碧华庭居目前售价在 18000 元左右。

由于公司主业在重组之后已转为电子专业市场的开发和运营，该激光头厂的业务已不符合公司的主营定位。而在关内土地资源稀缺的现状下，该地块的开发价值显著。我们认为该激光头厂的厂址做商业住宅开发的概率较大。如改造为商业住宅，即使按较为谨慎的估计，其售价至少也可达 25000 元/平米，预计可为公司带来潜在的销售收入 24.8 亿元左右。

表 6 梅林项目周边新房售价 单位：万平米、元/平米

项目	容积率	建面	业态	售价
新世界四季山水	3.8	14.6	高层、别墅	32000
阳光天下花园	3.5	4.8	高层	40000

表 7 潜在城市更新改造项目收益可观 单位：万平米、元/平米、亿元

所属权	项目	地点	占地	预计容积率	预计售价	预计销售收入	预计净利润
上市公司所有	梅林厂房	深圳市福田区梅秀路	3.3	3.0	25000	24.8	5.0
集团所有	华强花园	深圳市福田区福华路	6.4	3.5	30000	66.8	13.4
	总计			9.7		91.5	18.3

资料来源：深圳市国土资源局，华泰联合研究所

除梅林厂房外，公司总部所在地的华强集团大厦，由于位于深南大道与华强北交汇处，又紧临地铁出口，也具备较大的更新改造价值。我们估测该大厦占地面为 5000 平米左右，如果按紧邻的赛格广场的容积率估算，将该大厦改造为超高层写字楼，建筑面积可达 9 万平米左右，以 3 万元/平米价格测算，则其潜在的市场价值将达到 27 亿元。

无形电子专业市场的建设将拓展公司成长边界

有形与无形市场结合，欲突破成长的地域局限

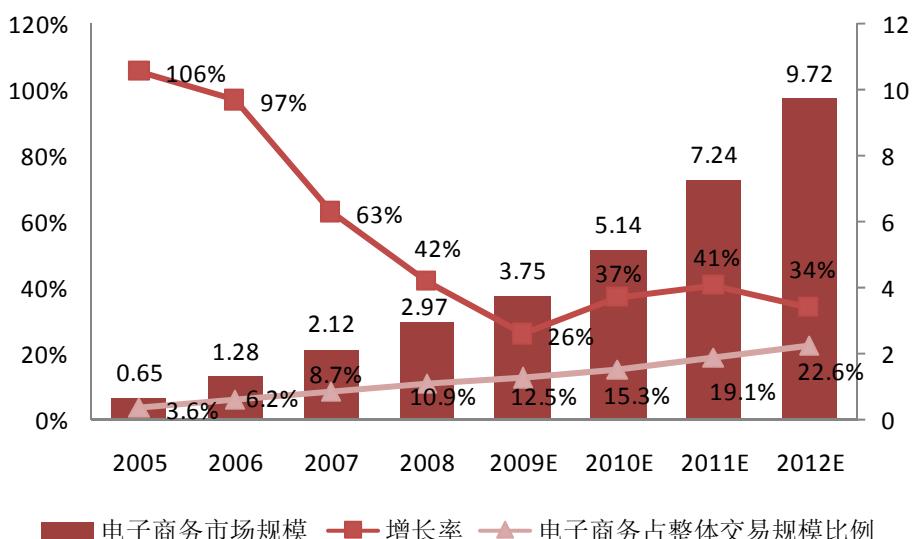
除有形的电子专业市场之外，公司还在拓展电子商务等无形市场，通过为电子信息产业上下游各环节提供交易平台、电子商务平台、信息服务、物流服务、金融服务等全面的产业链服务，欲突破成长的地域局限。

公司的电子商务平台“华强电子网”目前在境内电子元器件行业专业电子网络排名第一，随着“华强电子网”客户数量的增加，其市场影响力及其对公司实体电子专业市场产生的协同效应也将更加突出。

从国内 B2B 电子商务市场发展的趋势来看，公司华强电子网的发展空间巨大。根据艾瑞咨询公司的研究，09 年全国 B2B 电子商务总体成交规模预计为 3.75 万亿，占市场整体交易规模的比例约为 12.5%，未来 3 年仍将达到 35% 以上的增速，占到整体

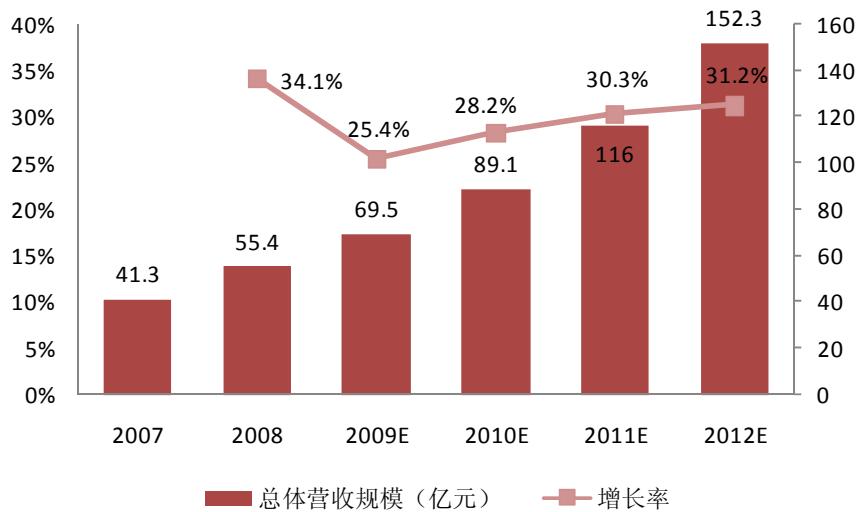
交易规模的比例将超过 22%。而电子商务运营商的收入未来三年的也将保持在 30% 左右的增速。

图 8 全国电子商务 B2B 市场规模达万亿 单位: 万亿元



资料来源: 艾瑞咨询公司“2009 年中国 B2B 电子商务行业发展报告”, 华泰联合研究所

图 9 全国电子商务运营商收入规模 单位: 亿元

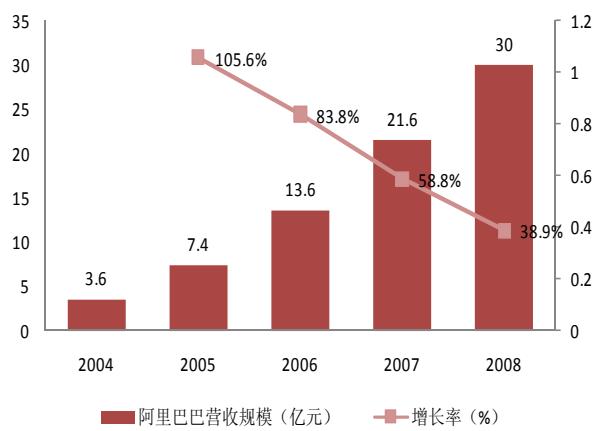


资料来源: 艾瑞咨询公司“2009 年中国 B2B 电子商务行业发展报告”, 华泰联合研究所

不过其发展面临着大型综合性 B2B 公司挑战

公司目前的电子商务业务属于行业垂直型电子商务服务网站，与业内综合型的服务商如阿里巴巴等相比无论用户规模或是盈利水平都有很大差距。华强电子网目前注册用户为 30 万，其中付费用户为 6000 人，华强电子网络公司 08 年营业收入为 388 万元，根据公司保守估计，“华强电子网”经过持续的改造升级至 2012 年的注册客户数将达到 60 万户，收费客户达到 12,000 户，每日流量 100 万，而电子商务行业内的龙头老大阿里巴巴 08 年的营业收入已高达 30 亿元，即使与同是垂直型电子商务服务商中国化工网相比公司电子网络的营收规模也属较小。我们认为电子商务业务越进入后期发展有可能将更利于大的综合网站发挥集群和品牌效应，公司的电子商务平台虽然目前属于电子细分行业的老大，但未来生存空间有可能将面临综合性网站的挤压，公司电子商务业务发展的关键在于能否利用实体市场的品牌影响力在尽可能短的时间内将虚拟平台业务做大，以抵挡未来有可能遭遇的来自大型综合性电子商务网站的压力。

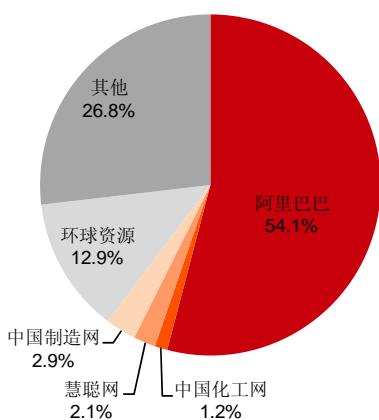
图 10 阿里巴巴营收规模



资料来源：艾瑞咨询公司，华泰联合研究所

单位：亿元

图 11 国内主流电子商务运营商市场份额



资料来源：艾瑞咨询公司，华泰联合研究所

表 8 公司用户数及收入情况均低于主要电子商务服务商

	注册用户（万人）	付费用户（万人）	收入规模（百万元）
阿里巴巴	3808	43.2	3003
中国化工网	38	1.0	66
慧聪	840	8.0	116
中国制造网	275	0.9	161
环球资源	39	0.9	715
华强电子网	30	0.6	4

资料来源：公司公告，艾瑞咨询公司，华泰联合研究所。注：收入规模为 08 年数据

表 9 公司电子商务业务收入估算
单位：百万元

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
营业收入	14.90	16.09	18.02	20.73
净利润	4.52	3.92	3.25	2.60

资料来源：公司公告，华泰联合研究所

“旅游+地产”定位三线城市，大盘操作，溢价逐步体现

公司目前持有 35% 股权的芜湖华强旅游城项目，为典型的“旅游+地产”模式。

芜湖华强旅游城项目，位于安徽省芜湖市芜湖长江大桥开发区，其中旅游项目“方特欢乐世界”总面积约 125 万平方米，是中国目前规模最大的第四代主题公园。配套住宅项目醇美华城共有 10 个地块，总体建面达 260 万平米，社区以世界各国风情为文化背景，目前在建部分为澳然天成（30 万平）及德邑风尚（10 万平）。配套商业项目总计 12 万平米，已建成 3.8 万，公司自持经营。2009 年住宅部分销售面积 15.26 万平米，销售金额 4.56 亿元。

“旅游+地产”模式优势明显。“旅游+地产”模式对稳定开发资金来源及提高出售产品溢价的优势明显，公司在旅游项目周边上百万的大体量住宅项目储备保证了旅游资源的溢价效用的逐步开发实现。同时，由于公司旅游地产开发定位于政府职能仍处于相对弱势的三线城市，迎合当地政府提升业绩和城市形象的需求，更利于公司在当地实现“地产政府”的职能，进而影响城市整体后期规划往利于项目溢价的方向发展。

风险和问题。相较于传统的地产开发模式，旅游地产的发展模式对执行公司的旅游项目、商业项目运营能力和地产开发设计领先理念要求更高，公司在三线城市开发相对高端的地产项目需要在控制成本的同时实现设计理念的领先和品质的保障，以保证后期品牌的溢价空间，这对公司的设计能力、成本控制能力和品牌经营能力提出更高的要求。

图 12 芜湖华强城——澳然天成


资料来源：公司网站，华泰联合证券研究所

图 13 芜湖华强城——德邑风尚


资料来源：公司网站，华泰联合证券研究所

集团房地产储备丰富

公司大股东华强集团 100%控股的深圳华强新城市发展有限公司是专业从事住宅开发的公司。除芜湖项目外，集团在安阳还拥有未建及在建项目建筑面积约 160 万平米，以及已获准更新改造的深圳华强花园项目。

对于新城市发展旗下的住宅开发业务，虽然与上市公司并不存在同业竞争的关系，但从新城市发展公司自身发展的需求来看，后续住宅开发有融资需求。此外从逻辑上分析，由于大股东华强集团已完成改制，实现了由内部管理层及员工控股（华强集团高管团队合计直接持有华强集团 31.34% 的股权），从股东财富最大化和市值管理的角度，我们认为这些住宅开发业务在未来被放进上市公司的可能性不是没有。

安阳项目。位于安阳市高新区，总占地面积 1100 多亩，总开发量约 160 万平方米。其中，中央商务区 20 万平米，创业园区 10 万平米，住宅项目 130 万平米，已建 10 万，已售 5 万。

中心商务区拟建成以旅游（高科技旅游、文化辅助教育）、休闲娱乐、购物为主体的大型旅游消费公园、辅助商务公寓、写字楼、高档酒店的综合性中心商务区，打造旅游+游乐+地产的业态组合。

创业园区位于中华路和弦歌大道交叉口的东北方向，一期工程建筑面积 9.6 万平方米，其中五星级宾馆 5.8 万平方米、创业大厦 1.9 万平方米、创新大厦 1.9 万平方米。六幢企业家公寓 12 万平方米。

图 14 安阳项目概念效果图



资料来源：新浪网，华泰联合证券研究所

华强花园

该项目位于深圳市福田区华强南片区福华路，紧邻地铁一号线华强站，交通便利，原为华强集团员工分配用房，占地 6.36 万平米，已在深圳市 2010 年 3 月公布的首批 108 个城市更新改造项目中获批进行更新改造。由于项目处于深圳传统核心商业区域，地理位置十分优越，预计公司将改造为商住综合体项目，参考目前周边写字楼及公寓住宅售价情况，预计该项目可为公司贡献销售收入 66.8 亿元。

图 15 华强花园项目位置图



资料来源：华泰联合研究所

图 16 华强花园项目实景



资料来源：华泰联合研究所

估值与投资建议

预计公司 2010、2011 年 EPS 为 0.33、0.35 元，对应动态 PE 为 30X 和 28X。假定贴现率为 8.7%，仅考虑公司目前业务状况，而不考虑公司潜在的城市更新改造项目，测算出公司 09 年末 NAV 为 10.15 元，P/NAV 为 0.97。考虑到公司潜在的城市更新改造项目收益，给予增持评级。

表 10 NAV 估值

现有业务情况	金额
09 年末净资产（百万元）	1694
房地产销售业务利润现值（百万元）	957
出租物业重估（百万元）	4979
09 年末投资性房地产（百万元）	907
电子业务利润净现值（百万元）	46
总股本（百万元）	667
NAV（元/股）	10.15

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

盈利预测表

资产负债表				利润表					
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	846	2602	3089	3917	营业收入	2197	1693	1884	2097
现金	613	1941	2381	3158	营业成本	1737	811	934	1031
应收账款	3	8	8	8	营业税金及附加	59	203	260	318
其他应收款	108	160	160	160	营业费用	81	68	75	84
预付账款	2	0	0	0	管理费用	104	68	34	36
存货	91	467	514	565	财务费用	45	33	31	33
其他流动资产	30	26	26	26	资产减值损失	-2	0	0	0
非流动资产	1903	1826	1773	1718	公允价值变动收益	11	0	0	0
长期投资	200	195	195	195	投资净收益	49	-7	0	0
固定资产	235	216	183	144	营业利润	233	503	550	595
无形资产	116	116	115	115	营业外收入	5	0	0	0
其他非流动资产	1352	1300	1280	1265	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	2749	4428	4862	5636	利润总额	238	503	550	595
流动负债	511	1671	1709	1843	所得税	34	126	137	149
短期借款	0	300	300	400	净利润	203	377	412	446
应付账款	35	90	100	110	少数股东损益	3	153	178	208
其他流动负债	476	1281	1309	1333	归属母公司净利润	201	225	235	239
非流动负债	545	691	684	886	EBITDA	355	586	634	683
长期借款	520	670	670	870	EPS (元)	0.30	0.33	0.35	0.36
其他非流动负债	25	21	14	16					
负债合计	1055	2362	2393	2729					
少数股东权益	34	187	365	573					
股本	667	671	671	671					
资本公积	115	115	115	115					
留存收益	878	1103	1326	1555					
归属母公司股东权益	1660	1880	2104	2333					
负债和股东权益	2749	4428	4862	5636					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	335	1056	483	526	成长能力				
净利润	203	377	412	446	营业收入	-5.4%	-23.0%	11.3%	11.3%
折旧摊销	77	50	53	55	营业利润	7.5%	115.8%	9.4%	8.2%
财务费用	45	33	31	33	归属于母公司净利润	28.0%	12.1%	4.6%	1.8%
投资损失	-49	7	0	0	盈利能力				
营运资金变动	42	598	-9	-12	毛利率(%)	20.9%	52.1%	50.4%	50.8%
其他经营现金流	16	-10	-4	3	净利率(%)	9.1%	13.3%	12.5%	11.4%
投资活动现金流	-297	-20	-10	-10	ROE(%)	12.1%	12.0%	11.2%	10.3%
资本支出	21	0	0	0	ROIC(%)	70.0%	-117.2%	-112.5%	-109.6%
长期投资	19	8	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-257	-12	-10	-10	资产负债率(%)	38.4%	53.3%	49.2%	48.4%
筹资活动现金流	-200	292	-33	261	净负债比率(%)	55.91%	41.07%	40.53%	46.53%
短期借款	0	300	0	100	流动比率	1.66	1.56	1.81	2.13
长期借款	520	150	0	200	速动比率	1.48	1.28	1.51	1.82
普通股增加	358	4	0	0	营运能力				
资本公积增加	-321	0	0	0	总资产周转率	0.92	0.47	0.41	0.40
其他筹资现金流	-756	-162	-33	-39	应收账款周转率	18	297	236	262
现金净增加额	-162	1328	440	777	应付账款周转率	6.28	13.01	9.83	9.82
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.30	0.33	0.35	0.36
					每股净资产(最新摊薄)	0.50	1.57	0.72	0.78
					估值比率	2.47	2.80	3.13	3.48
					P/E	34.07	30.39	29.07	28.56
					P/B	4.12	3.63	3.25	2.93
					EV/EBITDA	15	9	8	8

资料来源：公司公告，联合证券研究所



华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责申明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券投资等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码：518001
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhzq.com