

上港集团 (600018)  
 增持/首次评级  
 股价: RMB4.17

# 全球最大的集装箱港

## ——上港集团首次覆盖报告

**分析师**  
 范倩蕾  
 SAC 执业证书编号:S1000510120025  
 (0755)8236 4417  
 fanql@mail.htlhsc.com.cn

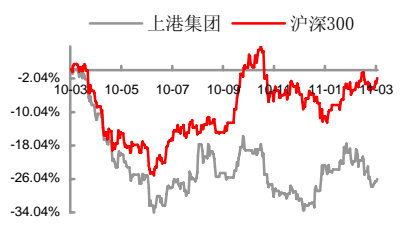
- 上港集团是全球最大的集装箱港。公司收入及利润的主要贡献来自于集装箱业务，2010 年上半年，集装箱业务贡献了公司一半的收入及 70% 以上的利润。公司的集装箱量主要来自于内贸、外贸腹地货及中转货源。我们预计随着外高桥六期的投产和洋山港产能利用率的提高，公司 2011-12 年吞吐量的增速将达到 16.7% 和 13.3%。
- 集装箱业务之外，公司的收入和利润还来自散杂货、港口物流及港口服务业务。公司目前的物流服务较为低端，贡献的收入及利润占比亦不高。未来，拓展港口相关物流服务是公司的重点工作之一。公司计划健全物流网络，延伸产业链，构建进口分拨、出口集拼物流中心，发展汽车、重大件和冷链等物流业务。
- 我们认为长期而言，集装箱业务吞吐量增速将因外贸增速的下滑而有所回落。同时，公司中转箱量的大幅提升受到来自政策层面的局限。公司长期投资的看点来自于其由传统装卸服务提供商向区域物流服务提供商的转型，其中物流服务的拓展和公司多元化经营的建设值得关注。
- 我们预测公司收入在 2010-12 年将实现 14.7%/16.5%/12.6% 的增长，但因洋山港收购造成的成本冲击和股本的摊薄，公司 2010-12 年的 EPS 将实现 0.26/0.26/0.30 元。
- 我们给予上港集团首次覆盖“增持”的评级。短期而言，我们认为三月外贸及港口吞吐增速的正常化值得关注；中期来看，上港集团将受益于产能利用率的持续提升和实际装卸费率的提升。长期而言，公司的关注点在于其发展方式的转型。目前公司的股价相当于 16.4 倍的 2011 年 PE。
- 投资风险: 我们认为公司的投资风险主要来自于中国进出口数据低于预期、员工及其他成本的大幅上升。

### 相关研究

**基础数据**

总股本 (百万股)	20,991
流通 A 股 (百万股)	20,991
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	87,532

### 最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	16545.3	18970.0	22107.0	25292.0
(+/-%)	-8.8	14.7	16.5	14.4
归属母公司净利润(百万元)	3760.0	5444.0	5804.0	6854.0
(+/-%)	-18.6	44.8	6.6	18.1
EPS(元)	0.18	0.26	0.26	0.30
P/E(倍)	23.3	16.1	16.4	13.8

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 目 录

<b>主营业务</b> .....	<b>4</b>
集装箱：业务核心和发展重点 .....	4
散杂货：利润贡献相对稳定 .....	5
港口物流：核心辅助业务 .....	6
港口服务：主业的支持性产业 .....	7
<b>投资要点</b> .....	<b>8</b>
短期：三月外贸及吞吐量增速正常化 .....	8
中期：产能利用率和单价提升 .....	8
长期：发展方式转型的推进 .....	9
<b>财务预测</b> .....	<b>12</b>
盈利预测及业绩弹性 .....	12
<b>投资评级</b> .....	<b>13</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>14</b>

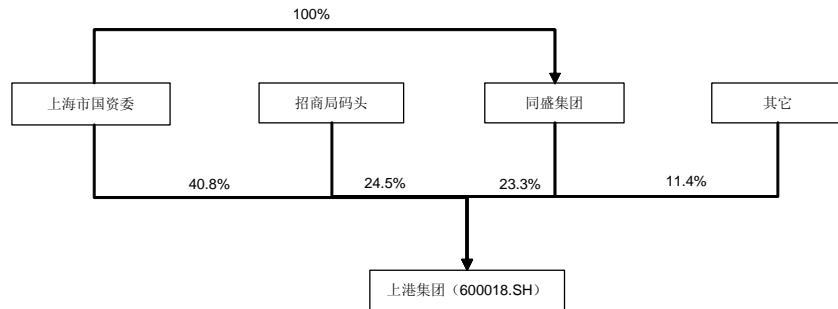
## 图表目录

图 1:	上港集团股东结构 (定向增发完成后)	4
图 2:	上港集团营业收入构成 (2003-2010E)	4
图 3:	上港集团毛利构成 (2003-2010E)	4
图 4:	上海港吞吐量构成 (2009)	5
图 5:	上海港吞吐量构成 (2013E)	5
图 6:	上港集团散杂货吞吐量 (2003-2009)	6
图 7:	上海港散杂货业务毛利 (2003-2009)	6
图 8:	海运物流链图解	6
图 9:	上港港口物流与中远物流业务毛利率对比	7
图 10:	上港港口物流与中远物流业务收入增速对比	7
图 11:	上港港口物流与中远物流业务毛利率对比	7
图 12:	上港港口物流与中远物流业务收入增速对比	<b>Error! Bookmark not defined.</b>
图 13:	中国月度进出口金额 (十亿美元)	8
图 14:	上海港集装箱月度吞吐 (百万箱)	8
图 15:	上港集团集装箱单箱收入 (2003-H110)	9
图 16:	上港集团各港区吞吐量占比 (2006-2010)	9
图 17:	上海港集装箱吞吐增速与外贸增速 (2002-2010)	9
图 18:	中国进出口贸易增长 (2003-2010)	10
图 19:	中国外贸依存度 (1990-2010)	10
图 20:	上海港水水中转比重	10
图 21:	洋山港水水中转占比	10
图 22:	洋山港国际中转占比	11
图 23:	釜山港集装箱中转吞吐量占比	11
图 24:	上港集团滚动 PE	13
表格 1:	全球十大集装箱港口 (2009) 2010 年吞吐量增长	5
表格 2:	上港集团主要集装箱港区运量增长 ('000 TEU)	12
表格 3:	上港集团集装箱费率 (元/TEU)	12
表格 4:	上港集团主营业务收入及毛利	12

## 主营业务

2003年，上海港实行政企分离体制改革，2005年，上港集团实施股份制改革。2006年上港集团通过换股吸收合并上港集箱实现整体上市。2010年，上港集团拟向同盛集团增发，收购洋山二、三期码头。收购完成后，上海市国资委将直接和间接持有公司66.2%的股份。

图 1： 上港集团股东结构（定向增发完成后）

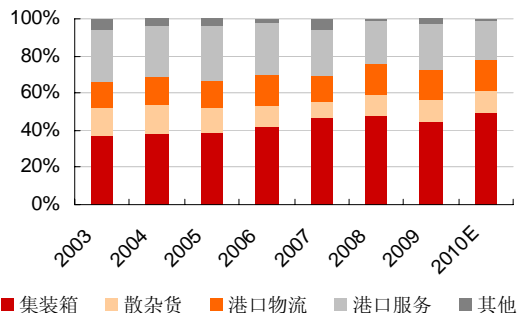


资料来源：公司信息，华泰联合证券研究所

## 集装箱：业务核心和发展重点

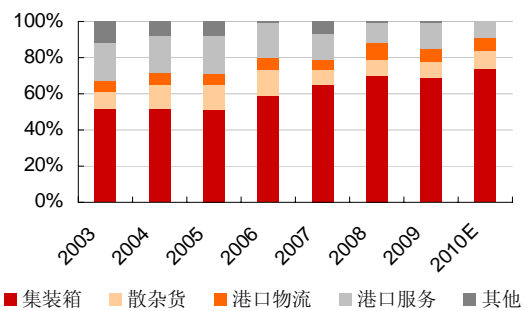
公司业务涵盖集装箱、散杂货、港口物流及港口服务。集装箱业务是上港集团的核心业务。2010年上半年，集装箱业务贡献了49.2%的营业收入和71.5%的毛利。

图 2： 上港集团营业收入构成（2003-2010E）



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究所

图 3： 上港集团毛利构成（2003-2010E）



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究所

2003至2010年，上港集团的集装箱吞吐量年复合增速约14.5%。2010年上海港集装箱吞吐量同比增长16.3%达2907万TEU，超越新加坡成为全球第一大集装箱港。

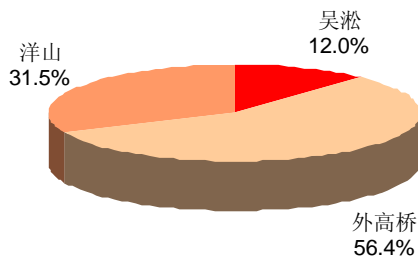
表格 1: 全球十大集装箱港口 (2009) 2010 年吞吐量增长

	2010	2009	YoY 2010-09	YoY 2009-08
新加坡	28.4	25.9	9.8%	-13.5%
上海	29.1	25.0	16.3%	-10.8%
香港	23.5	20.9	12.3%	-13.9%
深圳	22.5	18.3	23.3%	-14.8%
釜山	14.2	11.9	18.8%	-11.3%
广州	na	11.2		1.7%
迪拜	na	11.0		-8.0%
宁波-舟山	13.1	10.5	25.1%	-3.9%
青岛	na	10.2		2.2%
鹿特丹	11.1	9.7	14.1%	-9.5%

数据来源: 公司信息, 华泰联合证券研究所

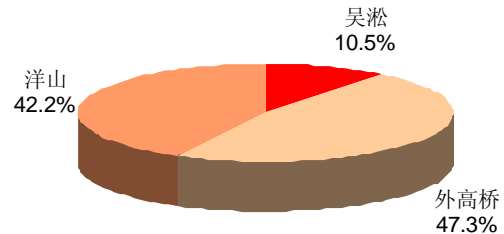
上海港吞吐量主要来自吴淞、外高桥、洋山三大港区, 吴淞口港区主要以内贸集装箱货源为主, 外高桥港区以外贸腹地货源为主, 而洋山港区则着眼于外贸中转货源。2009 年, 外高桥和洋山港区贡献了上海港吞吐量的 56% 和 32%。我们预测未来三年, 洋山港贡献的吞吐量比重将持续增加。

图 4: 上海港吞吐量构成 (2009)



资料来源: 公司信息, 华泰联合证券研究所

图 5: 上海港吞吐量构成 (2013E)



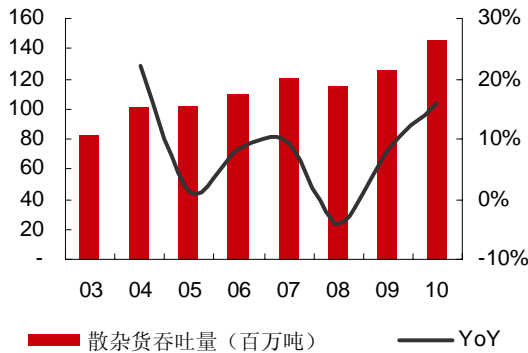
资料来源: 公司信息, 华泰联合证券研究所

### 散杂货: 利润贡献相对稳定

上港集团是上海港最大的散杂货码头综合运营商, 拥有上海港所有的散杂货公共码头。散杂货码头经营散货和件杂货的装卸业务, 包括煤炭、矿石等。外贸散杂货装卸费及船舶使用费自 2002 年起实行政府定价, 内贸散杂货装卸费 2005 年起实行市场调节价, 船舶使用费由政府定价。

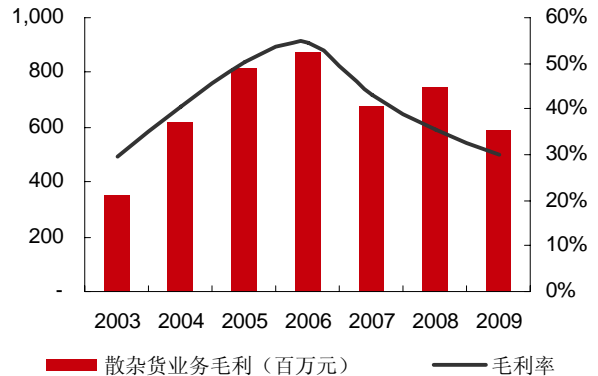
罗泾二期码头建成后, 为集团原 2400 万吨的基础上新增了 4380 万吨的散杂货吞吐能力。2009 年, 上港集团散杂货吞吐约 1.25 亿吨。项目建成后上港未再投资建设散杂货码头, 我们预计未来散杂货业务贡献利润将相对稳定。

图 6: 上港集团散杂货吞吐量 (2003-2009)



资料来源: 公司信息, 华泰联合证券研究所

图 7: 上海港散杂货业务毛利 (2003-2009)



资料来源: 公司信息, 华泰联合证券研究所

### 港口物流: 核心辅助业务

公司把港口物流服务定位为**核心辅助业务**, 起对集装箱和散货业务的支撑作用。自 2003 年, 港口物流业务对公司的收入贡献一直稳定在 16%到 18%之间, 毛利贡献则在 10%以下。

港口物流业务是公司在海运物流产业链上纵向延伸的组成部分。业务包括水、陆运输、仓储堆存、园区物流及汽车物流等。

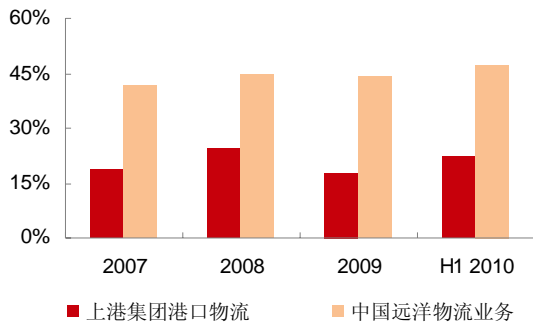
图 8: 海运物流链图解



资料来源: OECD, 华泰联合证券研究所

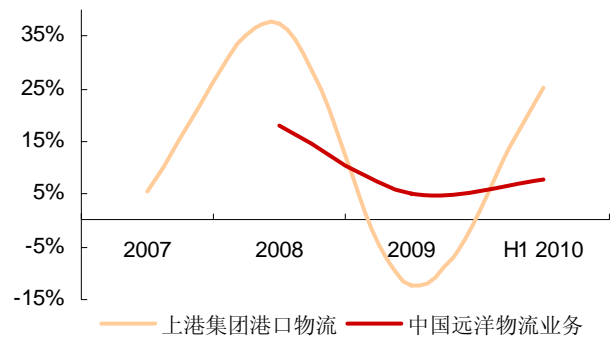
同样是在海运物流链上延伸出的物流服务, 上港的物流与中远的物流业务属性仍有较大区别。上港的港口物流业务表现出较低的毛利率水平和更高的业务波动性。我们与公司的沟通中也了解到, 尽管硬件设施的建设相对完善, 但公司的物流服务仍相对低端, 在与第三方物流和货主物流的竞争中不具明显优势。同时, 上港集团物流业务的波动性可能也来自于其包含的航运子业务。

图 9: 上港港口物流与中远物流业务毛利率对比



资料来源: 公司信息, 华泰联合证券研究所

图 10: 上港港口物流与中远物流业务收入增速对比



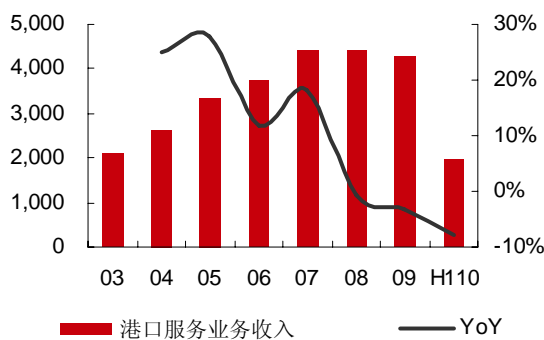
资料来源: 公司信息, 华泰联合证券研究所

港口物流业务是公司下一个五年发展战略的重点方向之一。公司计划健全其物流网络, 延伸产业链, 构建进口分拨、出口集拼物流中心, 发展汽车、重大件和冷链等物流业务。

### 港口服务: 主业的支持性产业

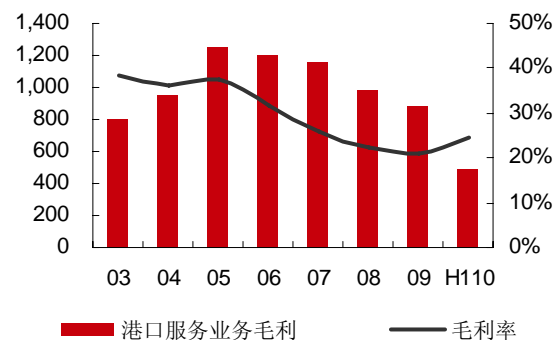
上港集团的港口服务包括引航、拖带、理货代理、港口信息技术及工程技术咨询, 及国际客运等, 对其主业发展的起支持作用。公司的港口服务业务主要由国家制定服务价格, 近年来毛利呈现下降的趋势。

图 11: 上港集团港口服务业务收入



资料来源: 公司信息, 华泰联合证券研究所

图 12: 上港集团港口服务业务毛利



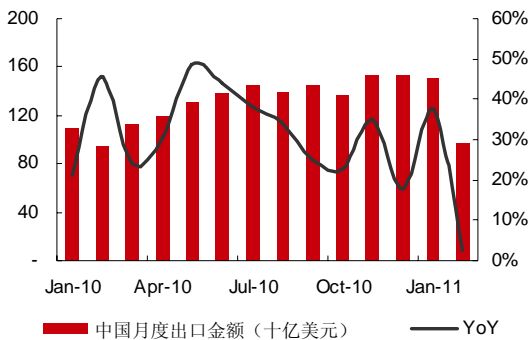
资料来源: 公司信息, 华泰联合证券研究所

## 投资要点

### 短期：三月外贸及吞吐量增速正常化

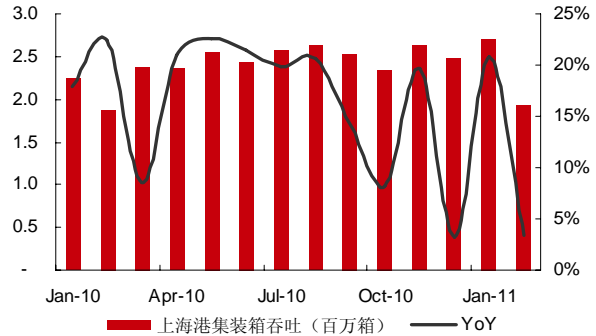
我们认为上港集团短期内的投资看点在于三月外贸数据及吞吐量增速的正常化。二月由于春节因素的影响，外贸及港口吞吐同比增速均出现大幅下滑。这一情况延续到节后的三月上旬。根据我们与长三角地区港口公司的沟通，三月下旬以来吞吐量开始逐渐恢复。我们判断三月中国出口贸易及港口吞吐增速将恢复到 1-2 月累计增速水平，尽管难以再现 1 月的火爆情况，但 3 月的月度增速将在 2 月的基础上有所提升。

图 13： 中国月度进出口金额（十亿美元）



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究所

图 14： 上海港集装箱月度吞吐（百万箱）



资料来源：公司信息，华泰联合证券研究所

### 中期：产能利用率和单价提升

#### 固定资产投资完成，产能利用率将持续提升

随着外六期的建设完成和洋山港收购的推进，上港集团用于港口产能扩张的资本支出将暂告一段落，未来三年公司的产能利用率将持续提升，经营杠杆将为公司带来利润率的提升。

上港集团外高桥六期码头于 2010 年底初步完工，将于 2011 年下半年开始贡献盈利。外六期新增设计通过能力 210 万 TEU。六期投入使用后，外高桥港区的设计通过能力约 800-900 万 TEU，新增产能使得码头的产能利用率得以下降，亦使今后外高桥港吞吐量的增长空间得以提升。

洋山港区的设计通过能力接近 1000 万 TEU，目前的产能利用率 100%左右，提升空间仍较大。我们判断洋山西港区的建设在短期内不会启动。

目前，公司成本构成为：20%左右的折旧，30%左右的人工成本，及其他可变成本。2011 年公司规划人均收入上升 8%，但总人数应有所下降。

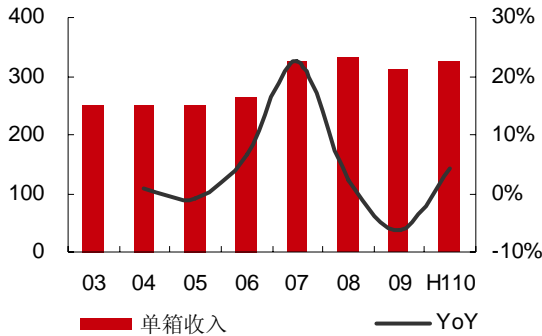
#### 2011 年单价提升将超过名义提价幅度

据公司信息，2011 年公司的集装箱装卸费率将上调。费率上调之前洋山港重箱费率 515 元/TEU，外高桥港约 566 元/TEU。调价后两港费率将拉平，平均上调幅度约 4-5%。

我们认为 2011 年公司运输单价的提升将超过名义费率。2010 年，我们预计公司在名义费率未调整的情况下，单箱运价提升超过 5%。由于航运公司的盈利好转，公司在 2010 年逐步减少了运价折扣。我们判断 2011 年这种情况将得以持续。

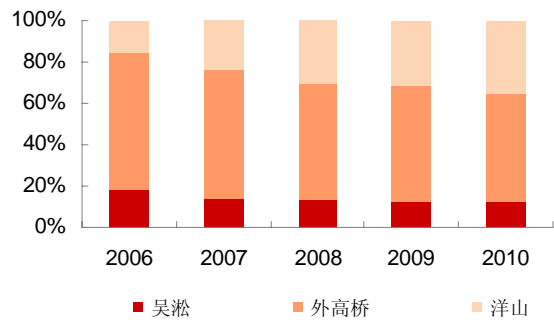


图 15: 上港集团集装箱单箱收入 (2003-H110)



资料来源: 公司信息, 华泰联合证券研究所

图 16: 上港集团各港区吞吐量占比 (2006-2010)



资料来源: 公司信息, 华泰联合证券研究所

## 长期: 发展方式转型的推进

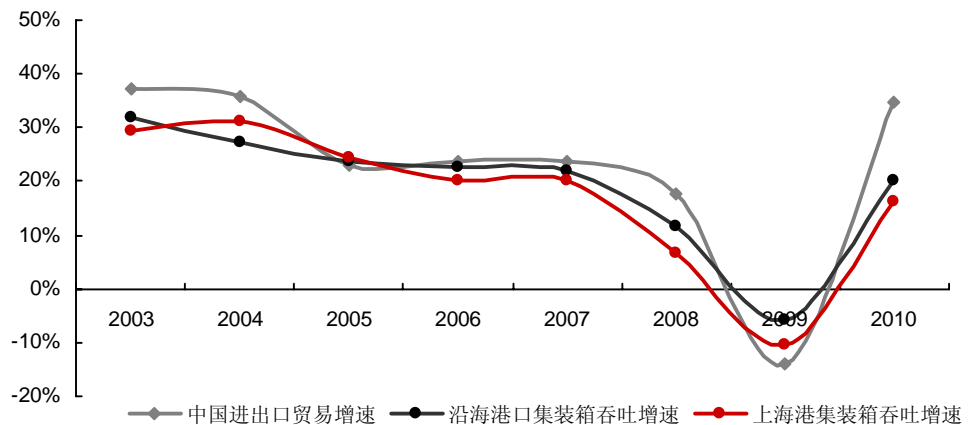
### 长期贸易增速下滑将影响外贸货物吞吐增长

我国沿海集装箱吞吐量的增速与进出口贸易增速高度相关, 我们预测上港集团的外贸集装箱吞吐量增速将伴随着外贸增速的下降而有所放缓, 外高桥港区的吞吐量增速均值将下降至 8%-10%。

我们的宏观研究认为, 中国未来的进出口增速将放缓。未来五年的进出口贸易增速可能下降至 15% 左右, 低于 03-08 年 27% 的平均增速。原因在于:

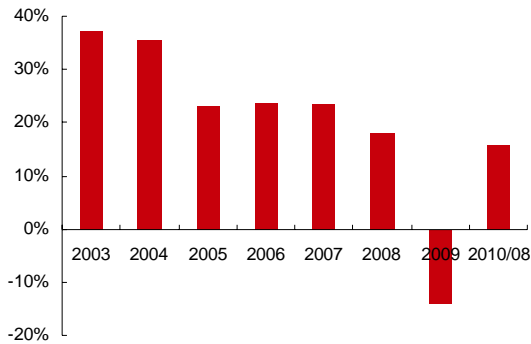
- 1) 从历史数据观察, 这一趋势已经开始发生。2010 年的进出口总额尽管实现同比 35% 的增速, 但在 2008 年的基数之上增长仅为 16%。
- 2) 中国的外贸依存度将下降, 经济增长动力将由外需逐渐转向内需。2010 年, 中国的外贸依存度约为 51%, 低于 2004-07 年 60% 以上的外贸依存度。
- 3) 近年来中国对周边国家的投资有所增加, 部分出口贸易可能转由境外出口的方式体现。

图 17: 上海港集装箱吞吐增速与外贸增速 (2002-2010)



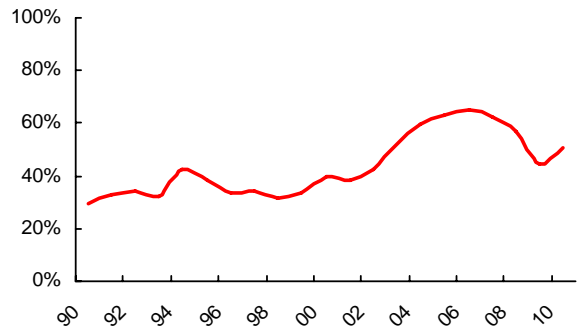
资料来源: 公司信息, 华泰联合证券研究所

图 18: 中国进出口贸易增长 (2003-2010)



资料来源: WIND, 华泰联合证券研究所

图 19: 中国外贸依存度 (1990-2010)

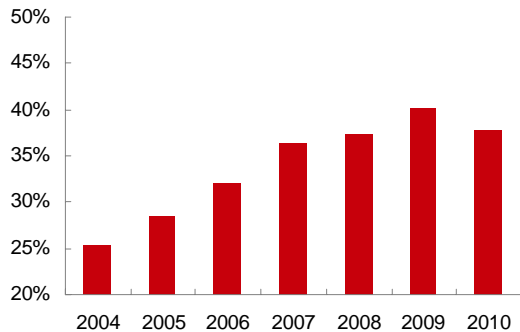


资料来源: WIND, 华泰联合证券研究所

### 中转箱量大幅提升的阻碍来自政策层面

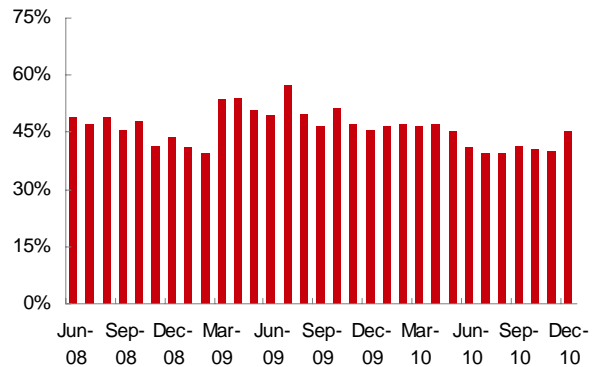
2004 年以来, 上海港集装箱水水中转的比重由 25% 左右上升至近 40%。其中, 洋山港的水水中转比重约 43.1%, 高于全港。但其中全港国际中转比重仅由 2004 年的 2% 上升至 2010 年的 5% 左右, 低于上海港的规划目标。洋山港国际中转占比约 8.3%, 高于集团整体。

图 20: 上海港水水中转比重



资料来源: 上海港口行业协会, 华泰联合证券研究所

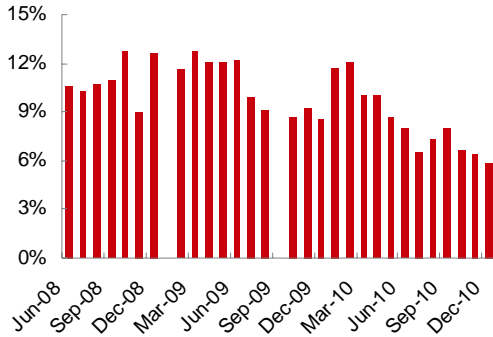
图 21: 洋山港水水中转占比



资料来源: 上海市开发区协会, 华泰联合证券研究所

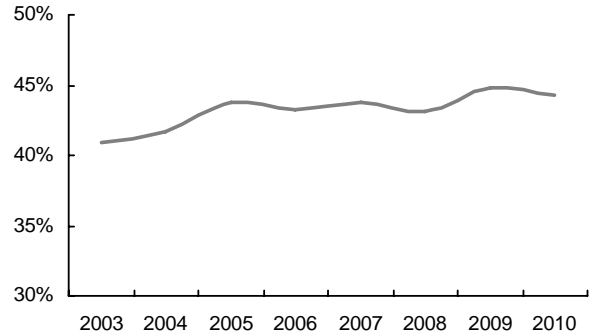
上海港并不位于国际主要航线的要冲, 纯粹的国际中转比重大幅提升的可能不大, 但洋山深水港的建设使得部分外支线向内支线转移成为可能。2010 年, 釜山港的中转吞吐量占比仍维持高位, 上港集团在东北亚地区作为中转港的崛起仍处于起步阶段。

图 22: 洋山港国际中转占比



资料来源: 上海港口行业协会, 华泰联合证券研究所

图 23: 釜山港集装箱中转吞吐量占比



资料来源: 上海市开发区协会, 华泰联合证券研究所

我们认为上海港中转箱量大幅提升的主要局限在于“沿海捎带”政策的影响。目前, 外籍船公司无法在我国沿海港口之间捎带集装箱, 导致大量中转箱量在国外港口进行吞吐。政策层面的制约影响了上海港中转箱量提升的速度, 但这一政策短期并未有松动的迹象。

### 向港口综合物流服务供应商的转型

我们认为由于基于进出口增长的传统码头装卸业务的增速可能下滑, 同时上海港中转箱量的大幅提升受到政策层面的局限, 公司长期发展的看点在于发展战略的转型。

从“传统码头装卸服务提供商”向“港口综合物流服务提供商”的转型是上港集团十二五的发展重点之一。2011年, 上港集团在工作要点中提出, 大力开发港口物流业务, 发挥港口在物流链中的核心节点作用, 拓展综合、高端物流服务; 构建进口分拨、出口集拼物流中心; 发展汽车、重大件及冷链商品等物流业务, 提升集团物流业务在市场上的竞争力。同时, 集团还计划配合上海航运中心建设, 通过在港口中心地区集聚商业要素, 提升附加业务对集团的贡献。

## 财务预测

### 盈利预测及业绩弹性

公司已经预披露 2010 年 EPS 约 0.26 元，我们预测公司 2011-12 年将分别实现 EPS 0.26, 0.30 元。我们的盈利预测包含的假设是：

吞吐量：吴淞港区 2011-12 年吞吐量将微增 3%，外高桥港区因外六期投产增速将高于 2010 年，实现 15%/12% 的年增长。洋山港区水水中转比重进一步提升，实现 25%/20% 的年增长。母港吞吐量增速 2011/2012 年分别为 16.7% 和 13.3%。

**表格 2：上港集团主要集装箱港区运量增长（'000 TEU）**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
吴淞	3,478	3,633	2,992	3,600	3,708	3,819
外高桥	15,568	15,387	14,048	14,987	17,235	19,304
洋山	6,008	8,228	7,848	10,108	12,635	15,162
母港吞吐量	26,152	28,006	25,002	29,069	33,928	38,434
增长率						
吴淞		4.5%	-17.6%	20.3%	3.0%	3.0%
外高桥		-1.2%	-8.7%	6.7%	15.0%	12.0%
洋山		37.0%	-4.6%	28.8%	25.0%	20.0%
母港吞吐量		7.1%	-10.7%	16.3%	16.7%	13.3%

数据来源：公司信息，华泰联合证券

公司在 2010 年底提价后，集装箱单箱收入在 2011 年提升 7%，2012 年微幅提升 3%。因在建项目基本投产，公司产能利用率的提升将带来业务毛利率的微升，但洋山港收购并表带来折旧的增加将吞噬利润率的提升。

**表格 3：上港集团集装箱费率（元/TEU）**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
集装箱单箱费率	312	324	310	335	369	380
YoY		3.9%	-4.2%	7.9%	10.0%	3.0%

数据来源：公司信息，华泰联合证券

**表格 4：上港集团主营业务收入及毛利**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
集装箱	8,155	9,075	7,763	9,738	12,502	14,588
散杂货	1,566	2,093	1,960	2,183	2,473	2,697
港口物流	2,282	3,133	2,749	3,299	3,695	4,139
港口服务	4,431	4,405	4,264	4,179	4,263	4,348
<b>营业收入</b>	<b>16,328</b>	<b>17,704</b>	<b>16,171</b>	<b>18,570</b>	<b>22,107</b>	<b>24,892</b>
同比增长						
集装箱		11.3%	-14.5%	25.4%	28.4%	16.7%
散杂货		33.7%	-6.4%	11.4%	13.3%	9.1%

港口物流	37.3%	-12.3%	20.0%	12.0%	12.0%
港口服务	-0.6%	-3.2%	-2.0%	2.0%	2.0%
营业收入	8.4%	-8.7%	14.8%	19.0%	12.6%

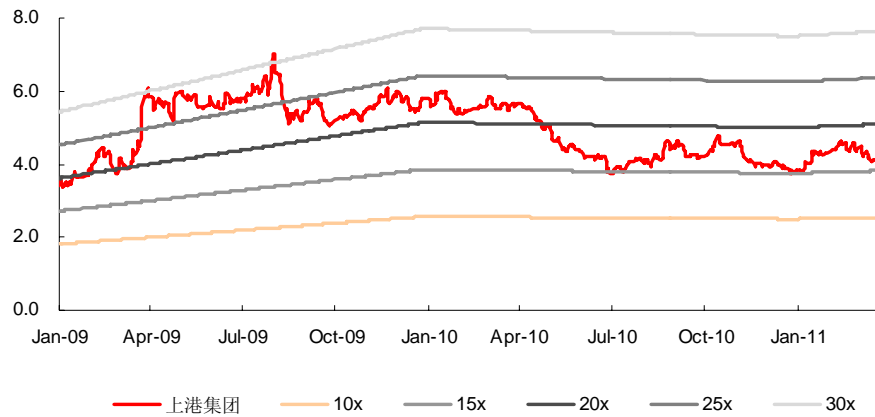
毛利率	48%	49%	43%	48%	50%	51%
-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

数据来源：公司信息，华泰联合证券

我们的盈利预测包含的假设还包括：洋山港区的收购为公司额外增加约 1 亿左右的财务费用，公司的有效税率在 2010-12 年分别为 15%，17%和 18%。通过与公司的沟通，公司表示汇山地块的开发在 2011 年末开始贡献盈利，我们的盈利预测未包含汇山地块在 2012 年潜在的利润贡献。

我们的盈利弹性测算显示，集装箱收费在 2011 年每高于我们的预测 5%，则 2011 年 EPS 则将增厚约 0.02 元。

图 24： 上港集团滚动 PE



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

## 投资评级

我们给予上港集团首次“增持”的评级，原因在于：1) 短期而言，股价已经充分反应了二月进出口及吞吐数据的低迷，三月外贸及港口吞吐增速的正常化将为股价提供催化。2) 中期范围内，上港集团码头建设投资暂告段落，未来三年公司的产能利用率将持续提升。同时，随着集运公司的盈利好转，公司在 2011 年的实际费率增长可能超过名义费率提升。3) 长期而言，公司的由传统装卸服务提供商向港口物流服务提供商的转型值得关注。

## 风险提示

我们认为公司的投资风险主要来自于中国进出口数据低于预期、员工及其他成本的大幅上升。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	21712	21102	25095	32435	<b>营业收入</b>	16545	18970	22107	25292
现金	6745	10870	13496	19469	营业成本	9284	9803	11039	12097
应收账款	2227	2551	2973	3401	营业税金及附加	499	322	354	405
其他应收款	9696	4558	5311	6076	营业费用	0	0	0	0
预付账款	136	147	166	181	管理费用	1813	1707	1990	2276
存货	869	931	1049	1149	财务费用	462	435	566	630
其他流动资产	1802	2046	2101	2158	资产减值损失	-53	75	0	0
<b>非流动资产</b>	41635	45251	59846	58111	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	3456	3663	3883	4116	投资净收益	222	245	265	286
固定资产	23234	27639	44072	42977	<b>营业利润</b>	4760	6872	8423	10170
无形资产	5731	5586	5442	5300	营业外收入	0	650	700	770
其他非流动资产	419	8363	6449	5718	营业外支出	65	15	55	61
<b>资产总计</b>	63347	66354	84941	90546	<b>利润总额</b>	5383	7947	9068	10879
<b>流动负债</b>	17007	18166	15936	16929	所得税	641	1192	1542	1958
短期借款	243	0	0	0	净利润	4743	6755	7526	8921
应付账款	2016	2451	2760	3024	少数股东损益	983	1311	1723	2067
其他流动负债	0	15715	13177	13905	归属母公司净利	3760	5444	5804	6854
<b>非流动负债</b>	8174	5240	13330	11923	EBITDA	5223	8967	11280	13608
长期借款	3040	2240	10240	8740	EPS (元)	0.18	0.26	0.26	0.30
其他非流动负	0	3000	3090	3183					
<b>负债合计</b>	25181	23406	29266	28852	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	6073	7384	9107	11174	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	20991	20991	22755	22755	<b>成长能力</b>				
资本公积	1751	1751	7909	7909	营业收入	-8.8%	14.7%	16.5%	14.4%
留存收益	9332	12815	15897	19849	营业利润	-24.8%	44.4%	22.6%	20.7%
归属母公司股	32093	35563	46567	50519	归属母公司净利	-18.6%	44.8%	6.6%	18.1%
<b>负债和股东权</b>	63347	66354	84941	90546	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	0.0%	48.3%	50.1%	52.2%
					净利率(%)	22.7%	28.7%	26.3%	27.1%
					ROE(%)	11.7%	15.3%	12.5%	13.6%
					ROIC(%)	13.0%	15.4%	13.4%	16.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	39.8%	35.3%	34.5%	31.9%
					净负债比率(%)	80.58	33.07	36.53	31.90
					流动比率	1.28	1.16	1.57	1.92
					速动比率	1.23	1.11	1.51	1.85
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.27	0.29	0.29	0.29
					应收账款周转率	7	7	7	7
					应付账款周转率	3.89	4.39	4.24	4.18
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新)	0.18	0.26	0.26	0.30
					每股经营现金流	0.06	0.68	0.45	0.54
					每股净资产(最	1.82	1.69	2.05	2.22
					<b>估值比率</b>				
					P/E	23.28	16.08	16.35	13.84
					P/B	2.29	2.46	2.04	1.88
					EV/EBITDA	20	10	8	7

数据来源: 华泰联合证券研究所



**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起 6 个月内  
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

**股票评级**

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

**行业评级**

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

**免责声明**

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、投资管理和证券咨询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 2011 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**

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电 话: 86 755 8249 3932  
传 真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**上海**

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电 话: 86 21 5010 6028  
传 真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn