云南旅游 (002059.SZ)　旅游景点行业

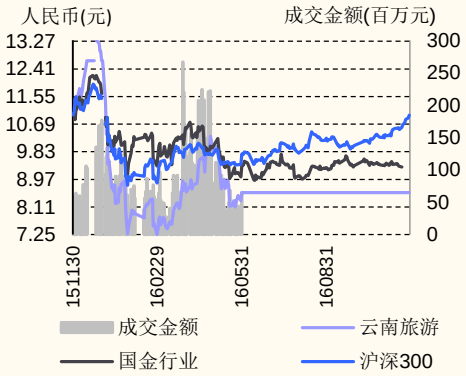
评级：买入　首次评级　　**公司深度研究**

市场价格（人民币）：8.56 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	522.43
总市值(百万元)	6,255.58
年内股价最高最低(元)	13.30/7.25
沪深 300 指数	3564.04
深证成指	11034.70



楼枫烨　联系人
(8621)60933978
loufy@gjzq.com.cn

张斌　分析师 SAC 执业编号：S1130511030002
(8621)60230230
zhangbin@gjzq.com.cn

华侨城战略入滇，云旅成资源整合平台
——云南旅游公司深度报告

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.178	0.114	0.215	0.286	0.339
每股净资产(元)	4.35	2.29	2.49	2.77	3.11
每股经营性现金流(元)	-0.19	0.12	0.11	0.25	0.27
市盈率(倍)	70.53	110.86	39.80	29.96	25.26
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	2.83%	28.35%	88.32%	32.84%	18.61%
净资产收益率(%)	4.09%	4.98%	8.64%	10.30%	10.89%
总股本(百万股)	365.40	730.79	730.79	730.79	730.79

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司实际控制人变更为华侨城集团，由直属云南省国资委变为国务院国资委，股东实力大增，资源整合未来可期：**华侨城全资子公司云南公司拟通过增资扩股方式取得世博集团 51%的股权。完成后，华侨城云南公司将通过世博集团控制云南旅游，实际控制人由地方性云南省国资委变更为国务院国资委。加上此前华侨城集团通过全资子公司华侨城资本投资管理有限公司对公司的定增，华侨城集团间接持有公司 58.28%的股份。
- **全面履行要约收购义务，不以终止上市公司上市为目的：**要约收购价 9.07 元/股，要约收购数 317,634,602 股，占云南旅游已发行股份的 43.46%，所需最高资金总额为 28.81 亿元，华侨城云南公司的收购资金来源为自有资金。目前股价为 8.56 元/股，股价安全边际高。
- **定增引入华侨城，外延扩张演艺、婚庆、地产等产业链，央企资金、资源和旅游文化地产运作能力为公司背书：**募集资金 13.48 亿元，充分利用现有旅游资源，用于 1）建设昆明故事旅游文化演艺综合体、2）设立婚庆产业公司、3）世博生态城鸣凤邻里等项目，其中世博新区范围经过规划调整后已经大幅扩容，规划范围 105.55 平方公里 。
- **华侨城战略入滇，云旅成为旅游资源整合平台，加快国企改革步伐：**1）地方政府牵头五大央企，通过全域旅游带动城镇化发展；2）华侨城谋求战略转型，五大举措开发云南旅游；3）世博集团盘活旗下土地和旅游资产，引入文旅运营巨鳄。

投资建议

- 云南省国资委、世博集团、云南旅游上市公司、华侨城及五大央企（国开行、中建、中铁、中铁建、中冶）在云南省全域旅游和城镇化开发中战略联盟，利益捆绑共享。华侨城重组并控股世博集团，并成为云南旅游实际控制人，定增完成后华侨城集团将合计控制公司 58.28%的股份。云南旅游的股东实力大增，且持有世博新区等土地和旅游资源，将成为央企华侨城集团在昆明乃至云南大布局的核心平台。停牌前公司市值 63 亿，要约收购交易价格为 9.07 元/股，停牌股价为 8.56 元/股，预期差较大，建议重点关注。

用使司公限有理管金基银瑞投国供仅告报此

此报告仅供国投瑞银基金管理有限公司使用

盈利预测和估值

- 在不考虑定增项目以及此次实际控制人变更的情况下，目前测算2016E/2017E/2018E 的业绩为 1.57/2.09/2.48 亿元，增长幅度为88.32%/32.84%/18.61%。目前股价对应 PE 为 40/30/25 倍，EPS 为0.22/0.29/0.34 元，首次覆盖给予买入评级。

风险提示

- 投资开发项目时间不可期
- 旅游文化综合体和地产项目回报期长，业绩反馈较慢
- 自上而下改革存在较多变更性

内容目录

1. 公司概况 5
2. 公司业务多元化，营收及净利保持高增长 8
2.1 公司坐拥云南旅游红利，形成旅游全产业链 8
2.2 多业务协同发展，营收净利高增长 9
2.3 以旅游为主线，布局多元化业务板块协同发展 11
3. 充分利用现有旅游资源，外延扩张演艺、婚庆、地产等产业链 15
3.1 重组引入华侨城，延伸演艺及婚庆业务 15
3.2 加速开发世博生态城，凸显地产价值 18
4. 华侨城战略入滇，云旅加快国企改革步伐 21
4.1 华侨城旅游与地产并行 21
4.2 几大利益方关系梳理，共同谋求新发展 22
4.2.1 地方政府牵头央企，通过全域旅游带动城镇化发展 22
4.2.2 华侨城战略入滇，云旅成资源整合平台 22
4.2.3 引入文旅运营巨鳄，世博集团盘活旗下资产 23
5. 盈利预测和估值 24

图表目录

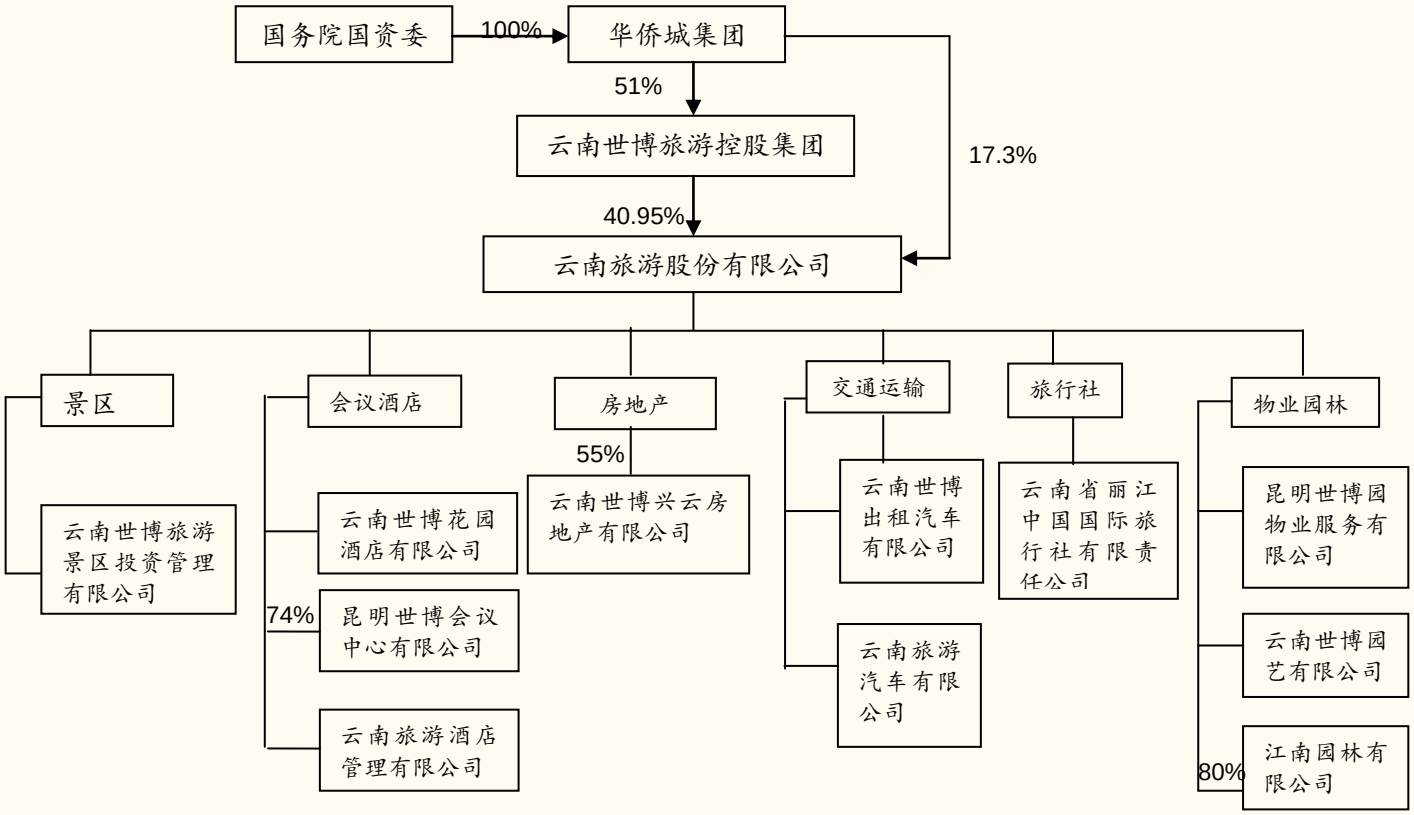
图表 1：公司股权结构及旗下业务板块分布 5
图表 2：云旅投股权结构图及公司旗下资源结构图 6
图表 3：云文旅旗下文化旅游资源情况 6
图表 4：云南世博旅游控股集团有限公司旗下的业务板块 7
图表 5：2006-2015 年云南接待游客人次情况 8
图表 6：2006-2015 年云南旅游收入情况 8
图表 7：昆明市 2007-2016 年 9 月接待游客人次 9
图表 8：2016 月 1 月-9 月云南世博园景区游客量 9
图表 9：公司多年来通过并购重组形成旅游全产业链 9
图表 10：2010-2016 年 9 月公司营业收入及增速情况 10
图表 11：2014 年-2016 年 6 月主营业务构成情况 10
图表 12：2010-2016 年 9 月公司净利润及净利率情况 10
图表 13：2010-2015 年各业务板块毛利率情况 10
图表 14：2008-2015 年公司费用率情况 11
图表 15：2013-2016 年 9 月世博园景区的游客人次情况 11
图表 16：2013-2016H 公司景区板块营收经营情况 11
图表 17：江南园林是园艺园林板块的主要收入来源 12
图表 18：兴云地产从制品住宅开发升级为旅游度假地产 12
图表 19：2011-2015 云旅汽车经营情况（万元） 13
图表 20：2011-2015 年世博出租经营情况（万元） 13

图表 21：2011-2015 年世博花园酒店营业收入及净利润情况（万元）..... 13
图表 22：云南旅游酒店管理 2011-2015 年营业收入及净利润情况（万元）.. 14
图表 23：昆明世博会议中心 2011-2015 年营业收入及净利润情况..... 14
图表 24：华侨城增资以及非公开发行均通过的情况下公司的股权结构变化... 15
图表 25： 本次非公开发行募集资金拥有昆明故事、婚庆产业以及鸣凤邻里.. 15
图表 26：中国旅游演出市场发展迅速..... 16
图表 27：2014 年主要旅游城市的旅游演艺观众转化率..... 16
图表 28：昆明故事项目与丽江宋城千古情景区情况对比..... 16
图表 29：云南省部分文化旅游演出一览表..... 17
图表 30：公司布局婚庆一站式服务与公司现有的业务资源协同作用明显 18
图表 31：世博新区作为云南省四大旅游产业发展改革综合试点之一..... 19
图表 32：昆明世博核心区地图展示图..... 19
图表 33：世博新区核心区融合了生态、智慧、文化、旅游、商业、娱乐 20
图表 34：华侨城旗下欢乐谷景区投资及游客接待人次情况 21
图表 35：华侨城集团组织架构图 21
图表 36：重组计划几大利益方关系梳理 22

1. 公司概况

- **公司作为云南世博旅游集团旗下唯一的上市公司，其实际控制人为国务院国资委：**考虑到定增项目情况下云南世博旅游控股集团有限公司拥有公司40.95%股权，为公司的第一大股东，拥有丰富的旅游资源。公司打造旅游景区、有地产、交通运输、会议酒店、旅行社、园艺物业等业务板块，涵盖了“吃、住、行、购、娱”旅游六要素的产业链。未来随着集团旅游资源培育成熟后将有望注入上市公司，实现旅游资源的整合发展。

图表 1：公司股权结构及旗下业务板块分布

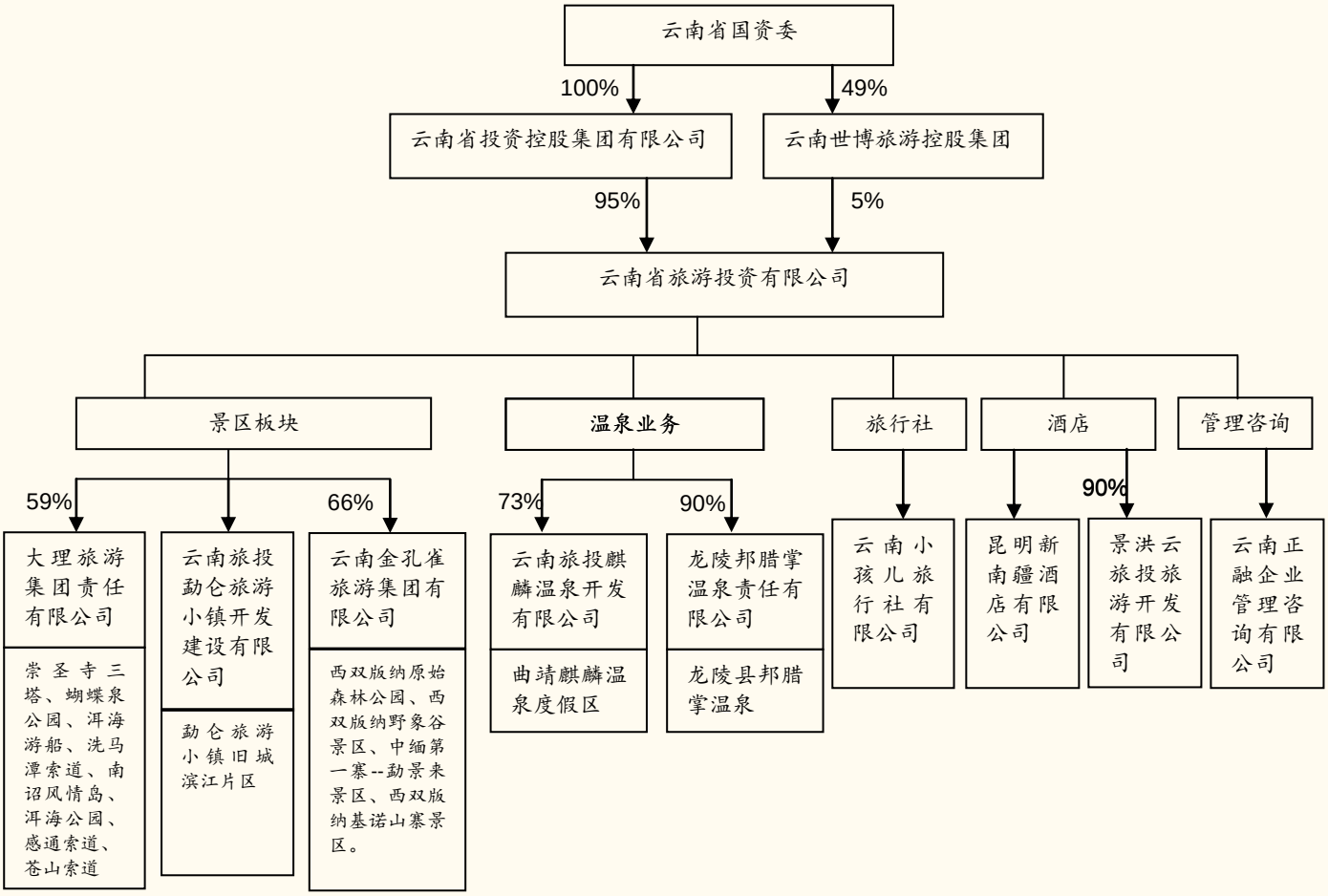


来源：公司年报，国金证券研究所

注：该股权结构依据重组项目以及公司实际控制人变更得出

- **云南省及国资委旗下旅游资源丰富，资源整合未来可期：**云南省是我国旅游资源最为丰富的省区之一，其中世界遗产 3 个，国家级风景名胜区 12 个，8 家 5A 级景区（其中 2016 年新增昆明世博园景区、保山市腾冲火山热海旅游区）。云南国资委旗下除了世博旅游集团外还设立云南省旅游投资有限公司（云旅投）以及云文投进行云南旅游资源管控和开发。
  - **云旅投**定位于云南省政府旅游产业融资平台和投资主体，成立于2005 年，其中云南省投资控股集团有限公司占 95%股权，世博集团占 5%股权。以大项目带动大开发为理念，整合存量优质资源，先后并购大理旅游集团和金孔雀旅游集团，全力打造滇西北和西双版纳旅游龙头企业及融资平台。目前正在运作多个全省重大、重点旅游项目，包括曲靖麒麟生态温泉旅游小镇、版纳勐仑旅游小镇、景洪嘎洒温泉旅游小镇、大理苍山大索道、西洱河文化长廊、鸡足山景区提升改造、龙陵邦腊掌温泉项目等。

图表 2：云旅投股权结构图及公司旗下资源结构图



来源：公司年报，国金证券研究所

- **云文投（云南文化产业投资控股集团有限责任公司）**是省属国有文化重点企业，成立于 2009 年 12 月，注册资本 11.2 亿元。集团初步形成了文化演艺、文化旅游、电影电视、金融投资、文化园区开发建设、珠宝玉石和工艺美术、文化设施建设与管理等九个业务板块的主营业务范围。旗下拥有 27 全资和控股参股子公司，资项目 24 个，2010 年-2014 年累计实现利润总额 4425 万元。

图表 3：云文旅旗下文化旅游资源情况

云文投	资源
民族文化产业园区	丽江民族文化产业示范基地
	昆明国家级民族文化产业实验园区
	瑞丽国际珠宝文化产业园区
影视拍摄基地	丽江中国云南省影视文化产业试验园
文化旅游项目	香格里拉蓝月山谷文化旅游项目
	香格里拉巴拉格宗大峡谷景区
	千年盐都黑井古镇项目
文产学院项目	丽江泛亚文化产业学院
演艺项目	梦幻腾冲文化发展有限公司
	柬埔寨暹粒演艺投资有限公司
影视产业	云文（北京）影业有限公司
文化产业新业态	云南文产数字科技有限公司
金融	云南省文旅小额贷款有限公司
	云南文产创业投资有限公司

来源：公司官网，国金证券研究所

- **世博集团拥有会展、景区、酒店、旅行社、地产等与公司具有协同性的旅游业务板块：**公司控股股东云南世博旅游控股集团有限公司在考虑到重组的情况下持有公司股权 40.95%。集团 2013 年将旗下的世博出租汽车有限公司、云南旅游汽车有限公司、云南世博花园酒店有限公司、云南旅游酒店管理有限公司注入公司体制中，未来为了避免同业竞争会将景区业务逐步注入公司进行整合。世博集团拥有旅游资源丰富，主要景区包括为昆明世博园旅游景区、元阳哈尼梯田旅游景区、丽江老君山旅游景区、禄劝轿子山旅游景区、禄丰世界恐龙谷旅游区等。

图表 4：云南世博旅游控股集团有限公司旗下的业务板块

板块	旅游资源	所属子公司	持股比例
景区	世界园艺博览会	云南旅游股份有限公司	40.95%
	丽江老君山国家公园	丽江旅游投资有限公司	54.87%
	元阳哈尼梯田风景名胜区	云南世博元阳哈尼梯田文化旅游开发有限公司	66.67%
	昆明轿子山景区	昆明轿子山旅游开发有限公司	96.25%
	云南禄丰世界恐龙谷景区	侏罗纪世界投资有限责任公司	55%
	腾越翡翠城	云南腾越翡翠城有限公司	100%
	大理世博城	大理世博城开发有限公司	100%
酒店	昆明饭店	昆明饭店有限公司	100%
	昆明会展中心酒店	昆明会展中心酒店	100%
旅行社	中青国旅、云南海外、云南招商、云南国旅、世博国旅	云南海外国际旅行社有限公司	100%
	昆明国旅	昆明中国国际旅行社	49.53%
	丽江国旅	云南省丽江中国国旅旅行社有限责任公司	100%
	云南中旅	云南中青国际旅行社有限公司	100%
会展	昆明国际会展中心有限公司	昆明国际会展中心	100%

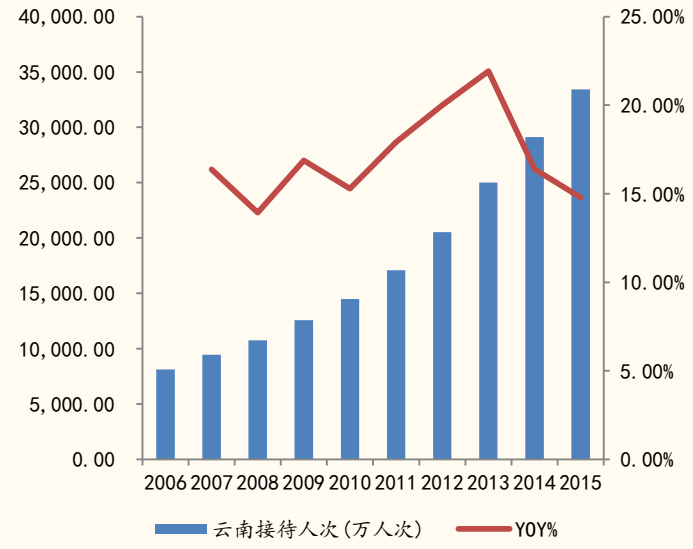
来源：公司官网，国金证券研究所

2. 公司业务多元化，营收及净利保持高增长

2.1 公司坐拥云南旅游红利，形成旅游全产业链

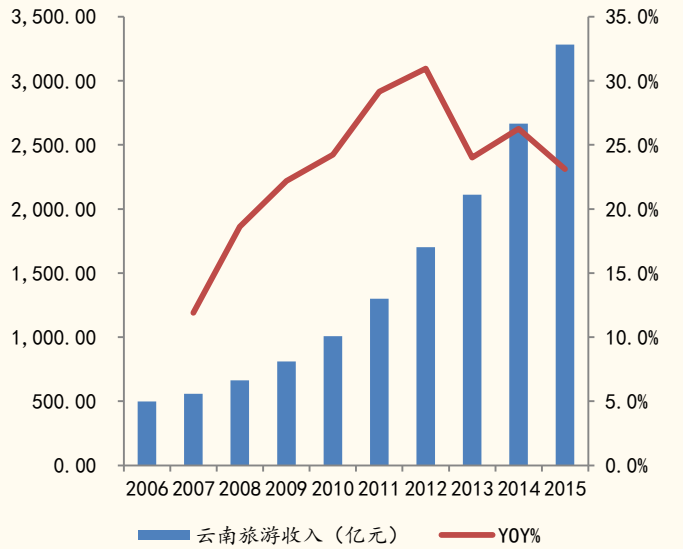
- **云南旅游备受青睐，游客人次逐年提升：**改革开放以来云南旅游业得到迅速发展，游客人次从 2006 年 8115.74 万人次到 2015 年 33419.27 万人次，年均复合增长率为 17%，旅游收入从 499.78 亿元到 3281.79 亿元，年均复合增长率为 23%。人均消费水平从 2006 年的 615.82 元提升到 2015 年的 982 元，旅游消费结构逐渐向休闲度假、娱乐转变升级。

图表 5：2006-2015 年云南接待游客人次情况



来源：wind，国金证券研究所

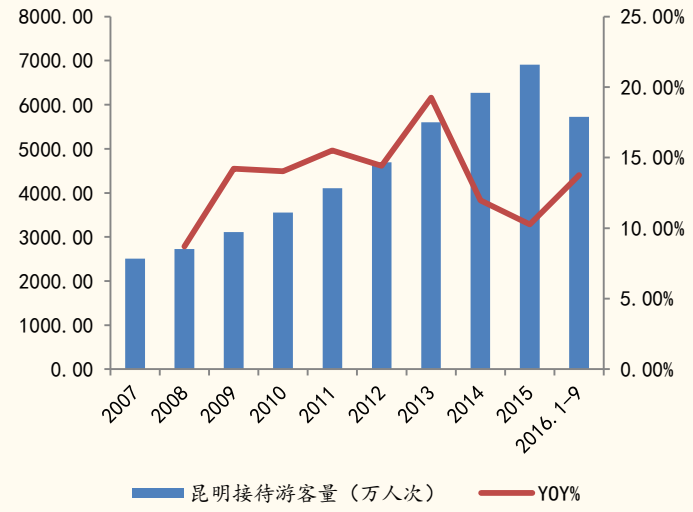
图表 6：2006-2015 年云南旅游收入情况



来源：wind，国金证券研究所

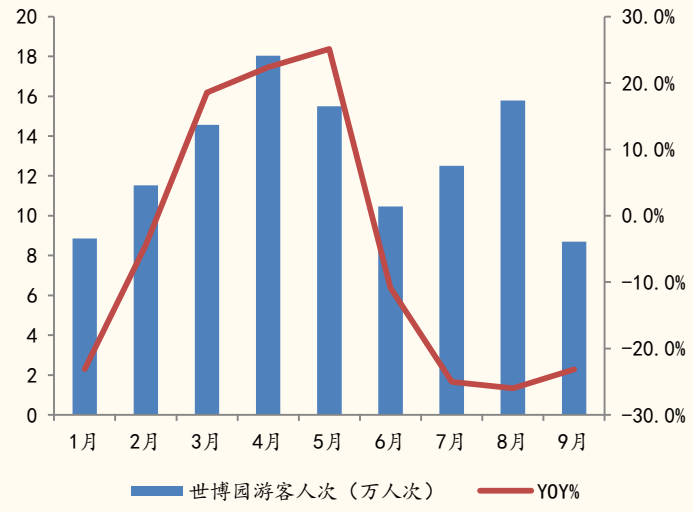
- **云南省将昆明世博新区列为旅游综合改革试点之一，融合生态、智慧、文化、旅游、商业、娱乐等六大核心要素：**世博新区总体规划范围为 106.55 平方公里，新区总体布局为“一心、三片、七区、三廊”。其中“一心”是指世博核心区，包括昆明世博园、世博生态城及周边区域及区内森林，其规划定位为“城市生态文化旅游综合体”，具体规划分为“世博广场”、“世博花园”、“世博森林”三大功能区。1-9 月份昆明市接待游客 5728.24 万人次，同比增长 13.37%。昆明市作为云南省总要的旅游集散地，2007-2015 年游客人次年均复合增长率为 13.5，多年来保持稳定增长。世博园 2016 年 1-9 月游客接待量为 115.93 万人次，较去年同期下降 6%，其游客人次渗透率为 2%，昆明市的游客人次增速及稳定的人次渗透率保证了世博园的游客量。

图表 7：昆明市 2007-2016 年 9 月接待游客人次



来源：昆明旅游管理网，国金证券研究所

图表 8：2016 月 1 月-9 月云南世博园景区游客量



来源：昆明旅游管理网，国金证券研究所

- **公司通过多次并购重组形成了景区运营、旅游酒店、旅游交通、旅游地产、旅行社及园林园艺等全产业链布局：**业务板块之间形成协同效应，盈利能力得到有效提升，公司逐步发展为“城市生态文化旅游发展商，现代服务产业运营商”。2016 年 8 月 3 日，昆明世博园被国家旅游局批准为 5A 景区，借助 5A 景区的创建来推进世博园区的转型升级。

图表 9：公司多年来通过并购重组形成旅游全产业链

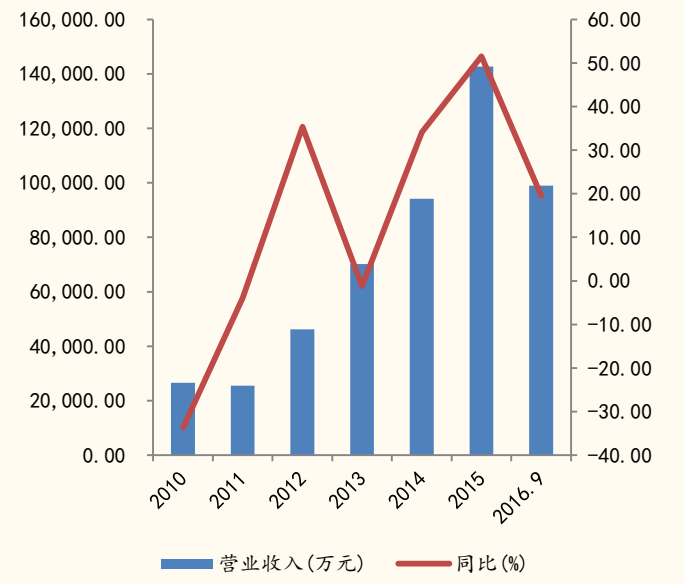
日期	交易标的	交易价值（万元）
2008.3.15	云南世博园艺有限公司 98%的股权	1435.24
2012.8.8	丽江国旅 49.53%股权	247.14
2013.12.12	世博出租汽车有限公司 100%股权	65661.91
	云南世博花园酒店有限公司 100%股权	
	云南旅游汽车有限公司 100%股权	
	云南旅游酒店管理有限公司 100%股权	
2014.12.30	江南园林 80%股权	47520

来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 多业务协同发展，营收净利高增长

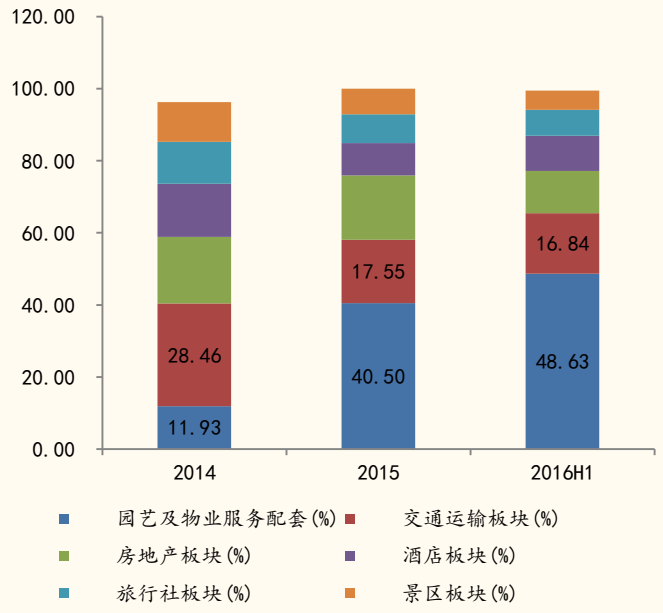
- **公司各项业务收入占比较为平均，多元化发展业务依靠度低：**公司业务板块主要包括景区、酒店、交通、地产、旅行社及园林业务等，2010-2015 年营业收入年均复合增长率为 40%，2015 年公司实现营收 14.26 亿元，增速为 51.52%，主要系江南园林并表影响。其中园林园艺板块实现 5.78 亿元，占比 40.50%，为营业收入贡献最大的业务板块，景区、酒店、房地产、交运以及旅行社板块分别实现 1.0、1.29、2.55、2.50、1.13 亿元的营业收入，占比为 7.07%、9.02%、17.86%、17.55%、7.99%。各项业务之间协同发展能力较强，在并购江南园林后，园林园艺业务占比有所增加。

图表 10：2010-2016 年 9 月公司营业收入及增速情况



来源：wind，国金证券研究所

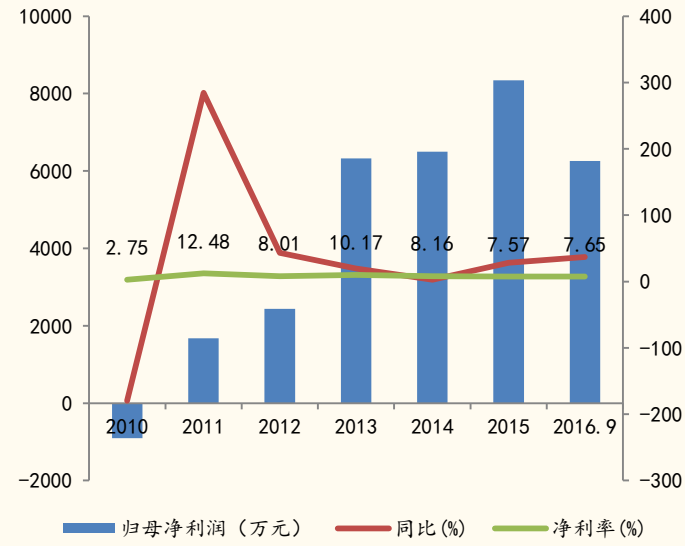
图表 11：2014 年-2016 年 6 月主营业务构成情况



来源：wind，国金证券研究所

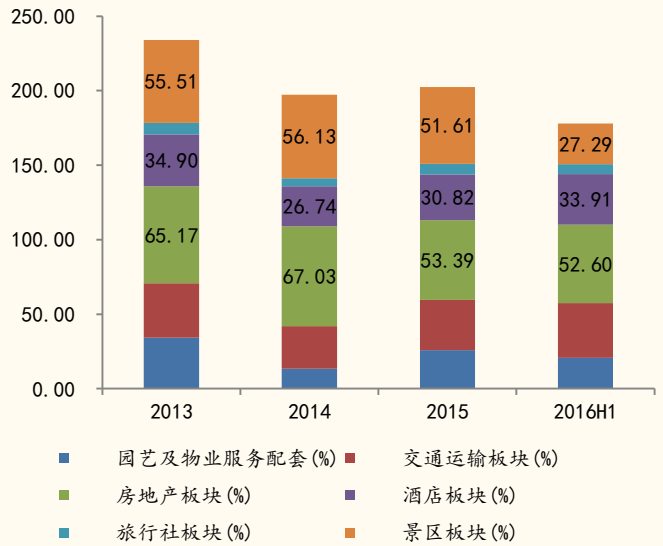
- **净利润维持高增速，房地产业务毛利率较高：**公司 2011-2015 年实现归母净利润复合年均增长率为 49%，其中 2015 年实现归母净利润 0.83 亿元，同比增长 28.35%。毛利率为 32.92%，增速为-0.82pct，其中房地产业务及景区业务拥有较高的毛利率，分别为 53.39%、51.61%，园艺、交运、酒店、旅行社、景区的毛利率分别为 25.84%、33.80%、30.82%、6.98%。公司旗下业务毛利率水平较高，各传统业务变现能力较强。公司 2015 年净利率为 7.57%，增速为-0.59%，净利率水平维持相对稳定。

图表 12：2010-2016 年 9 月公司净利润及净利率情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 13：2010-2015 年各业务板块毛利率情况

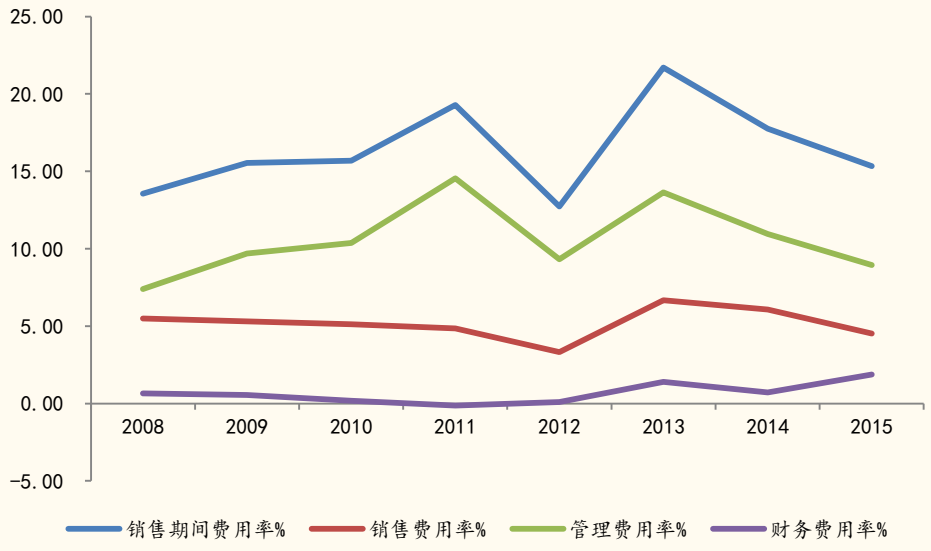


来源：wind，国金证券研究所

注：景区业务的毛利率下降主要因为游客人次的下滑以及创建 5A 级景区所付出的成本所致。

- **公司近几年来费用率持续下降，费用管控成效好：**公司 2015 年期间费用率为 15.33%，下降 2.42pct，其中销售费用率为 4.51%，下降 1.57%;管理费用率为 8.94%，下降 2.02%；财务费用率为 1.87%，上升 1.87%。公司自 2013 年开始费用率下降较为明显，费用管控效果较好。

图表 14：2008-2015 年公司费用率情况

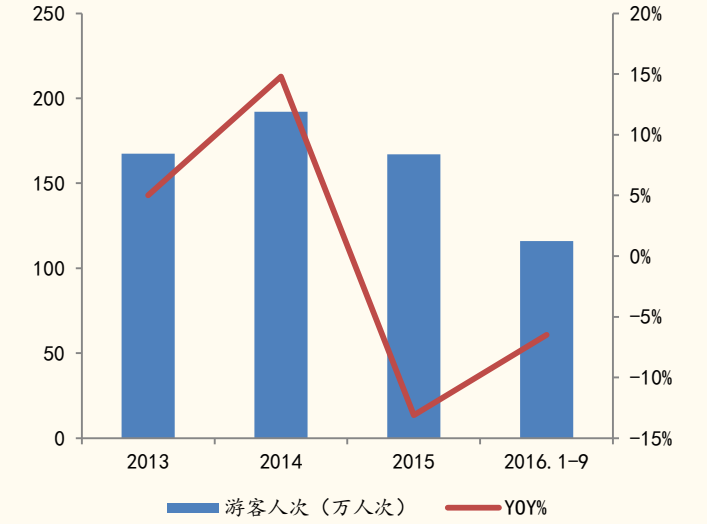


来源：wind，国金证券研究所

2.3 以旅游为主线，布局多元化业务板块协同发展

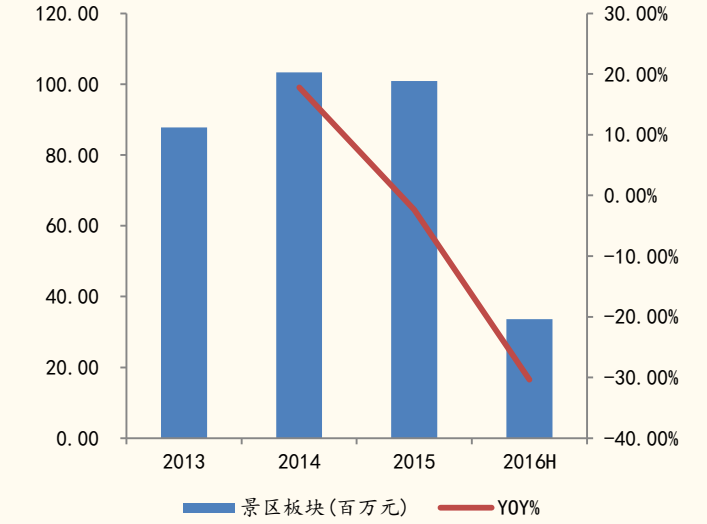
- **景区业务以世博园为主，园区客流相对稳定：**昆明世界园艺博览会是 1999 年昆明世界园艺博览会会址，主要有 5 个场馆、7 个专题展园、34 个国内展园和 34 个国际展园组成，占地面积约 218 公顷，植被覆盖率达 76.7%。门票价格 100 元/人，团队票价 30 元/人。2015 年世博园景区接待人次 166.96 万人次，同比下降 13.1%，按照汇总口径来看景区业务实现收入 1.15 亿元，同比下降 0.36%；利润总额 79 万元，同比下降 86.81%。世博园景区的观光游景气有所回落，昆明世博园旅游区被批准为国家 5A 级旅游景区，能够收窄景区游客人次的下降幅度。世博园旅游区作为公司业务的重要组成部分，其流量入口能够促进公司其他业务的联动发展。

图表 15：2013-2016 年 9 月世博园景区的游客人次情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 16：2013-2016H 公司景区板块营收经营情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- **园林物业业务是公司业绩的主要部分，江南园林贡献较大：**园艺业务主要的运营主体为世博园艺、世博园物业以及江南园林，2015 年实现营业收入 5.78 亿元，较去年增加 404.49%，主要系江南园林的并表贡献。同时江南园林的加入提升了公司的园林业务能力，显著增厚公司的业绩水平。

- **江南园林**：2014 年 12 月公司通过支付股价及现金的方式以交易价格 4.75 亿元购买 80%股权，增加了园林园艺业务的经营情况，提升了公司的盈利能力。从 2015 年经营数据来看，江南园林实现营业收入 5.34 亿元，是园林业务板块的重要来源（占比 92%），同比增长 15.4%，净利润 0.55 亿元，同比增长 44.1%。并购江南园林后公司将形成了“旅游+园林+地产”的业务格局，形成三大业务多元化发展。

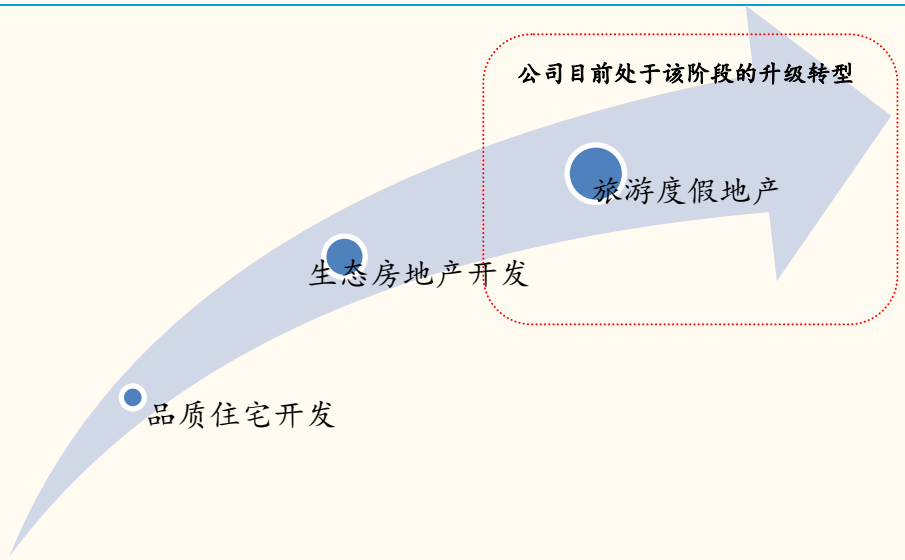
图表 17：江南园林是园艺园林板块的主要收入来源

单位：万元	2014		2015	
	营业收入	净利润	营业收入	净利润
江南园林	46286.04	3836.72	53396.94	5528.43
世博园艺	3309.84	192.40	4556.19	257.53
世博园物业	1307.41	32.66	1590.77	30.47

来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司房地产业务主打生态项目，以建造生态居住社区为特色**：公司房地产项目主要以兴云地产为经营主题，公司在旅游板块增长较快，主要系低碳中心项目销售情况良好，2015 年实现营业收入 2.55 亿元，同比增长 25.35%，实现净利润 0.30 亿元，同比增长 30%。公司在房地产板块坚持差异化特色，未来将继续以打造城市生态文化旅游综合体的发展理念来坚持公司房地产设计。在房地产市场不景气的情况下，公司以生态化居住社区满足都市人群的高品质需求来寻找新的增长点，同时昆明世博新区的规划试点也将促进公司的房地产发展。鸣凤邻里”于 10 月开工，定位为低密度建筑和舒适型平层构成的高品质生态居住社区，满足居民住宅升级需求。

图表 18：兴云地产从制品住宅开发升级为旅游度假地产

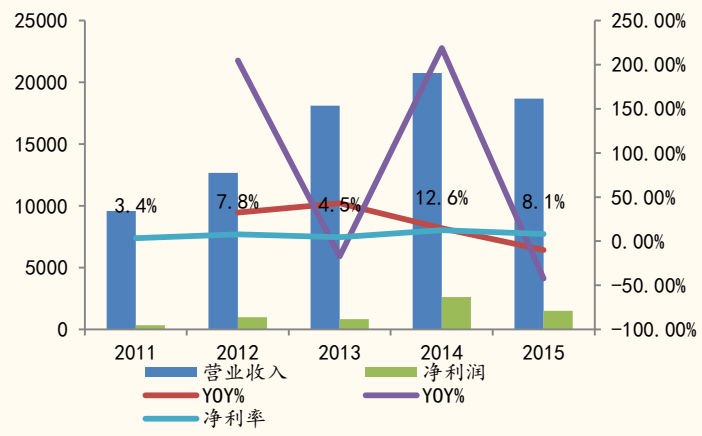


来源：国金证券研究所

- **交通运输业务主要由云旅汽车和世博出租运营，经营情况有所下滑**：云旅汽车搭建以昆明、大理、丽江、迪庆及其他主要旅游目的地的交通布局，通过交通的可达性提前实现旅游目的地的布局，公司拥有 700 多辆国内外品牌中高档旅游客车，旅游交通业务向全省主要州市拓展，在景洪拥有出

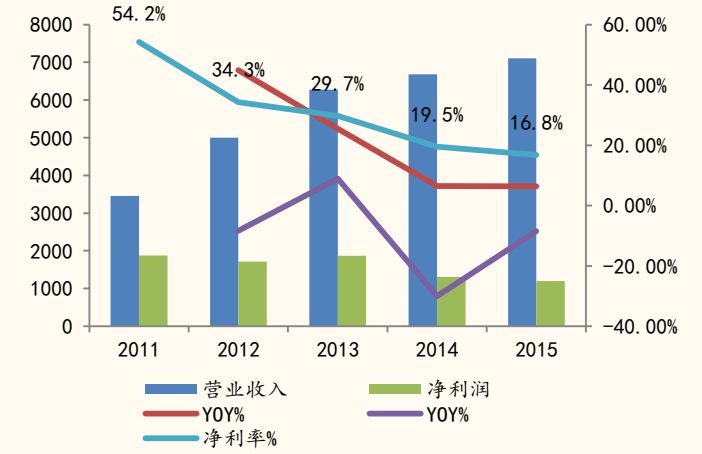
租车 450 辆。2015 年实现营业收入 1.87 亿元，同比下降 10%，净利润 0.15 亿元，同比下降 42.5%。世博出租车公司在昆明拥有并运营出租车 1000 辆，旅游交通和出租车规模保持全省行业第一地位。2015 年实现营业收入 0.71 亿元，同比增长 6.4%，净利润为 0.12 亿元，同比下降 8.5%。交运业务的营业收入及净利润均出现一定程度的下滑，随着高铁网络的不断完善以及汽车保有量的提高，交运业务将存在替代效应。

图表 19：2011-2015 云旅汽车经营情况（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

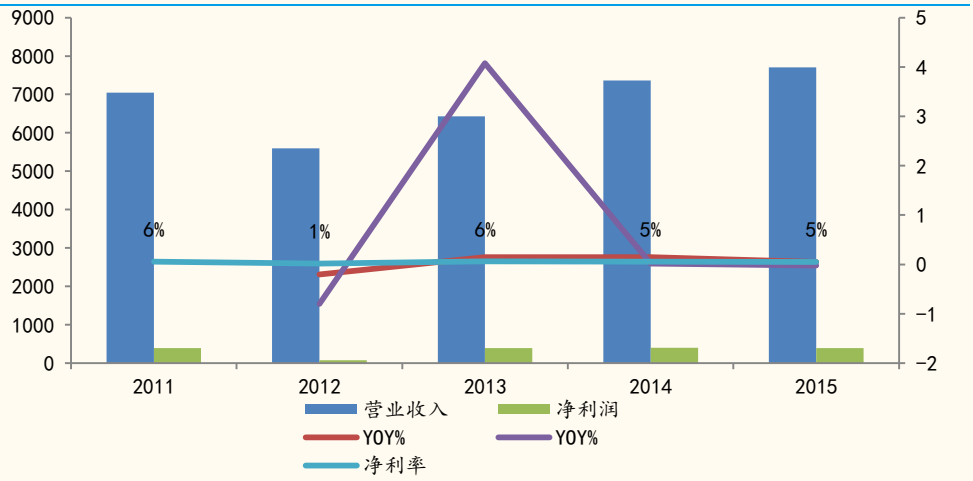
图表 20：2011-2015 年世博出租经营情况（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司世博花园酒店及云旅酒店管理系世博集团 2013 年的资源注入，未来将能够与婚庆业务协同作用：**按照汇总口径来看公司 2015 年会议酒店板块实现营业收入 1.32 亿元，同比下降 5.3%，利润总额-1 万元，同比减少 201 万元。世博会议中心及酒店管理公司的收入及利润下降较为明显。占公司经营收入的比例为 9.02%左右，在酒店业务市场竞争激烈的环境下公司的酒店会议业务经营能力较为薄弱，未来将配合公司的婚庆事业做出相应的改革调整，从而减低酒店业务的亏损幅度。
  - 世博花园酒店：位于昆明生态城中心区，定位于精品商务酒店，共有 295 间客房，配备了能满足 10-600 人的会议室。世博会期间成功承办了 95 个世博会参展国的相关活动、50 个世博会参展国的馆日活动及国 17 个省周活动。2015 年实现营业收入 0.77 亿元，同比增长 4.6%，净利润 388.37 万元，同比下降 2.4%，净利率达到 5%。

图表 21：2011-2015 年世博花园酒店营业收入及净利润情况（万元）

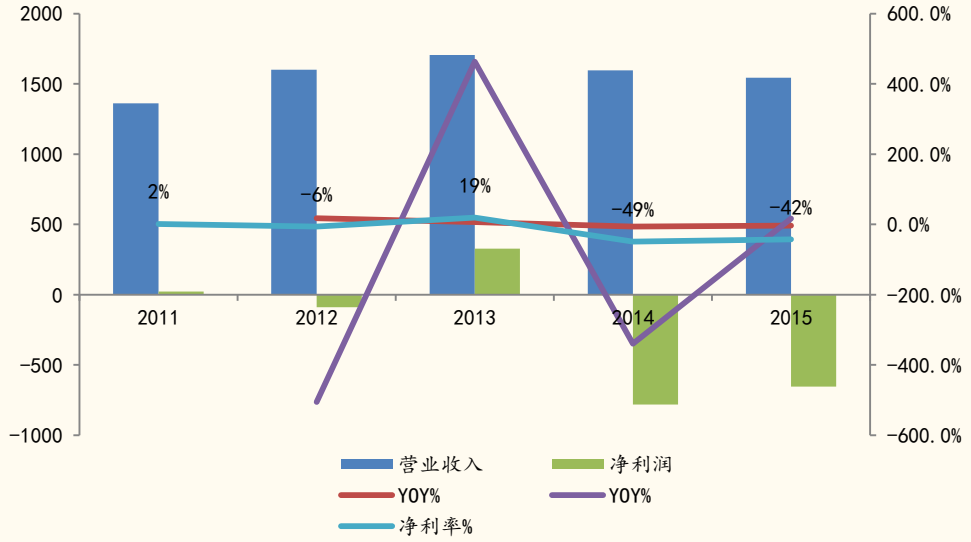


来源：公司公告，国金证券研究所

注：2012 年的营收及净利润的下降主要系世博花园酒店完成了酒店开业以来的最大装修改造。

- **云南旅游酒店管理有限公司**：目前投资经营“云之舍”品牌连锁酒店七家，拥有客房数量 800 多间，酒店主要定位于休闲度假。2015 年实现营业收入 0.15 亿元，同比增长-3.4%，净利润-652.82 万元，同比增长-16.5%，盈利能力较弱。旅游酒店管理公司同时承接多家酒店的咨询服务及委托管理业务，在云南旅游热点地区完成云之舍连锁酒店的布局，以形成规模效应和品牌效应。

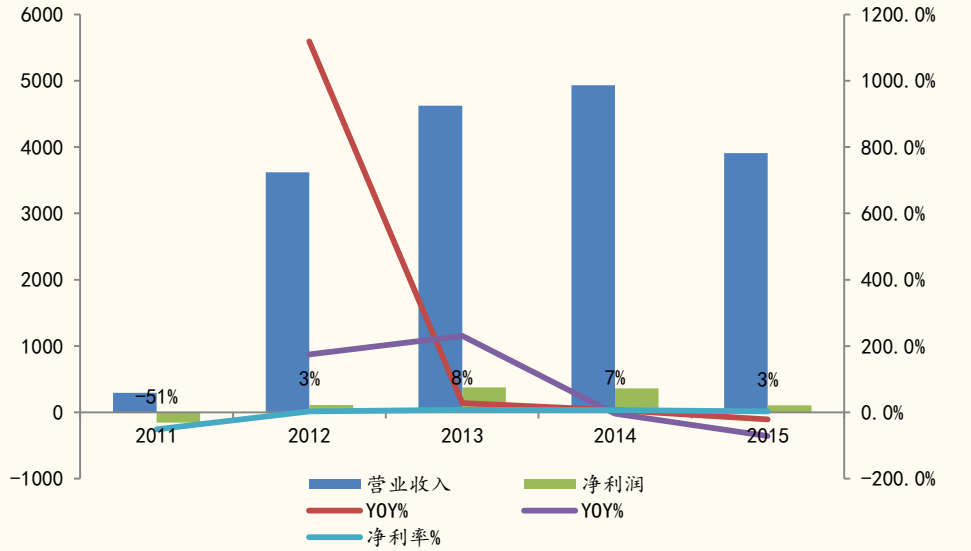
图表 22：云南旅游酒店管理 2011-2015 年营业收入及净利润情况（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 昆明世博会议中心：2011 年 11 月 18 日正式由世博园区中国馆转型，集餐饮、会议接待、商务洽谈于一体的多功能会议中心，包括 9 个会议厅，同时容纳 3000 人会议或宴会，实现世博元从单一观光型向复合型旅游转型。2015 年打造全新定位的百姓婚礼宫，可容纳十几桌到几百桌的婚宴用餐，满足不同的婚宴需求。2015 年实现营业收入 0.39 亿元，同比增长-20.7%，净利润 104.38 万元，同比增长-71%，能够为公司打造的婚庆公司提供酒店及场地资源。

图表 23：昆明世博会议中心 2011-2015 年营业收入及净利润情况



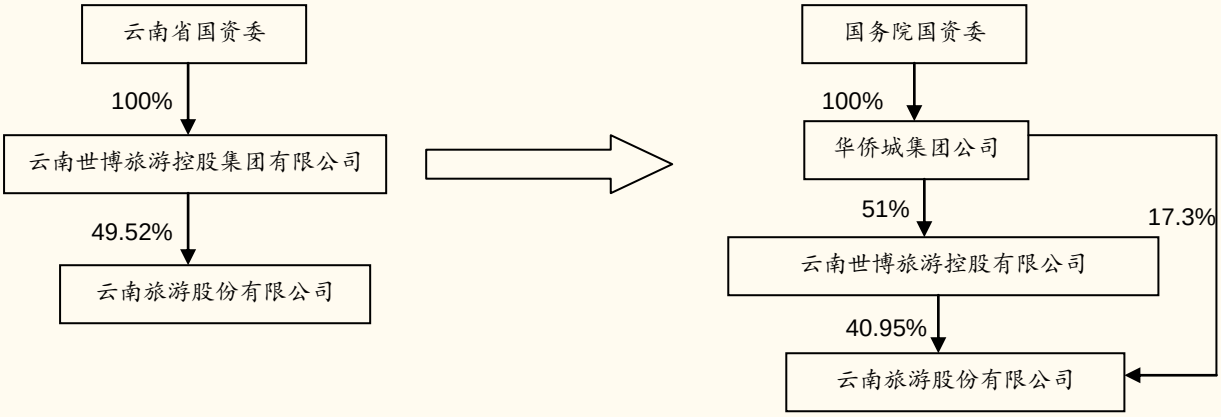
来源：公司公告，国金证券研究所

3. 充分利用现有旅游资源，外延扩张演艺、婚庆、地产等产业链

3.1 重组引入华侨城，延伸演艺及婚庆业务

- **华侨城云南公司将通过增资持有世博旅游集团 51%股权，公司实际控制人变更为国务院国资委：**华侨城以 74.63 亿元增资取得世博旅游集团 51%股权，从而间接控制云南旅游已发行股份的 49.52%。同时触发要约收购，不以终止云南旅游上市公司上市地位为目的履行法定全面要约收购义务，要约收购股份为云南旅游上市公司除华侨城间接收购取得的股份以外的其他已上市流通普通股 317,634,602 股，要约收购交易价格为 9.07 元/股（目前股价为 8.56 元/股），要约收购所需最高资金为 28.81 亿元。

图表 24：华侨城增资以及非公开发行均通过的情况下公司的股权结构变化



来源：公司公告，国金证券研究所

- **非公开发行募集资金 13.48 亿元，用于昆明故事项目、设立婚庆产业公司、世博生态城鸣凤邻里项目：**非公开发行数量不超过 15335.61 万股，发行价格为 8.79 元/股，认购对象为华侨城投资管理公司，完成后华侨城投资管理有限公司将持有公司 17.31%股份。本次定增主要为了推出昆明故事项目，进一步发挥世博园的现有景观优势，建立婚庆业务全产业链，构建旅游地产生态示范区，提升公司盈利能力。

图表 25：本次非公开发行募集资金拥有昆明故事、婚庆产业以及鸣凤邻里

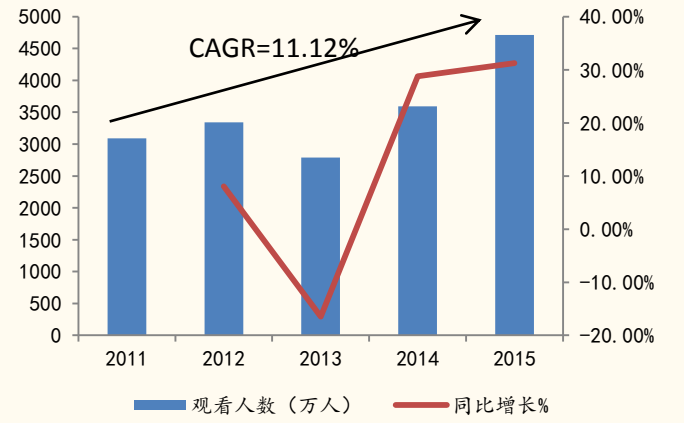
募集资金投向		实施主体	项目需求资金	募集资金
昆明故事项目	收购旅游文化公司 100%股权	云南旅游	27,501 万元	27,501 万元
	世博艺术广场升级改造	旅游文化公司	42,061 万元	41,000 万元
	小计		**69,562 万元**	**68,501 万元**
设立婚庆产业公司		云南旅游	15,628 万元	13,428 万元
世博生态园鸣凤邻里项目		世博兴云	36,400 万元	12,665 万元
补充流动资金		云南旅游	43,604 万元	40,206 万元
融资合计			**165,194 万元**	**134,800 万元**

来源：公司公告，国金证券研究所

- **打造昆明故事，切入文化演艺旅游综合体：**近年来我国的旅游演艺文化综合体发展迅速，以《宋城千古情》为核心的宋城景区、以山水实景演出《印象▪刘三姐》为核心工程的漓江景区、以情景体验剧《又见平遥》为“文化独创”的平遥景区，是旅游消费模式升级的表现。公司利用昆明的历史文化底蕴和世博园景区自身

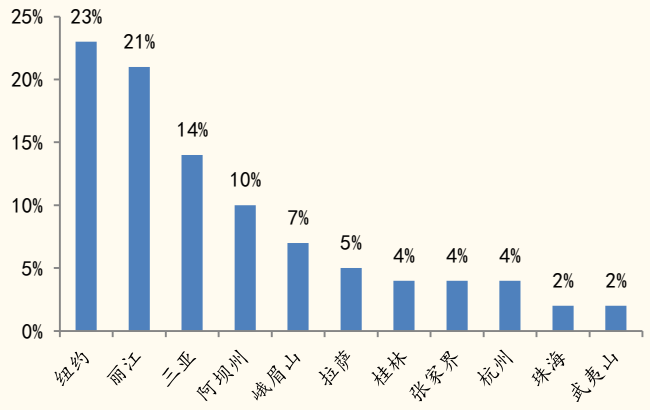
优势打造昆明故事项目，主要建造昆明故事演艺剧场、老昆明文化体验街。昆明故事项目总投资 6.96 亿元，其中 2.75 亿元收购旅游文化公司 100%股权，作为从事昆明故事项目筹备工作的主体公司；4.21 亿元用于世博艺术广场升级改造。项目规划用地 75.15 亩（50100 平米），共分为三个区，其中，昆明故事演艺剧场以现有露天艺术广场为基址；老昆明文化体验街区将融会昆明 100 多个历史文化建筑元素，并提供餐饮、零售等商业服务。

图表 26：中国旅游演出市场发展迅速



来源：产业信息网，国金证券研究所

图表 27：2014 年主要旅游城市的旅游演艺观众转化率



来源：产业信息网，国金证券研究所

图表 28：昆明故事项目与丽江宋城千古情景区情况对比

	昆明故事项目	丽江宋城 景区
实施主体	云南旅游	宋城演艺
投资额	4.21 亿元	10 亿元
占地面积	75.15 亩	140 亩
开业时间	建设期 30 个月	2014 年 3 月 21 日
地理位置	世博园艺术广场	距丽江古城 6 公里
主要内容	昆明故事演艺剧场、老昆明文化体验街	文化公园+丽江千古情大剧院
票价	——	贵宾席：280 元/人，豪华席：380 元/人
城市游客人次	昆明 2015 年游客人次 6911.4 万人次	丽江 2015 年游客人次 3055.98 万人次
分析	**两者之间的共同点**：昆明故事项目与宋城千古情均属于旅游演艺项目，以演艺为中心的旅游景区，地处旅游城市，能够分享旅游城市的高游客量优势，具有较好的游客入口优势。 **昆明故事的优势所在**：1）云南旅游所打造的昆明故事从历史、文化来展现昆明的名城文化，项目位于世博园文化广场，具有一定的景观优势和客流优势。2）公司作为世博旅游集团旗下唯一的上市公司，有望成为集团旅游资产整合平台，资源（周边景区）和客流导入（旅行社）的获得相对容易。3）昆明市作为云南省主要的旅游分散地，接待的游客人次 2015 年达到 6911.4 万人次，按照丽江宋城的渗透率转化来看昆明故事项目培育成熟后能够实现 10%-15%的渗透率。4）昆明本地目前无其他旅游演艺综合体竞争项目，昆明故事具有市场先入优势。5）沪昆高铁 2016 年年底通车，将大幅带动华东沿线客流。 **昆明故事的劣势所在**：1）目前云南省内共有 20 多台主要以云南民族文化为主题的文化旅游演出，围绕云南省民族大省来进行演绎，演艺市场竞争进入白热化，仅仅以昆明的故事为主要突破点不足以形成大的差异化，公司需要在规划设计进行差异化开发。2）昆明市的交通集散作用逐渐减弱，随着云南省高铁和机场的普及，昆明市游客人次增速将有所放缓。3）昆明市内拥有 2 个 5A 级旅游景点，7 个 4A 级旅游景区，游客的可选择性较强，竞争较为激烈。	

来源：国金证券研究所

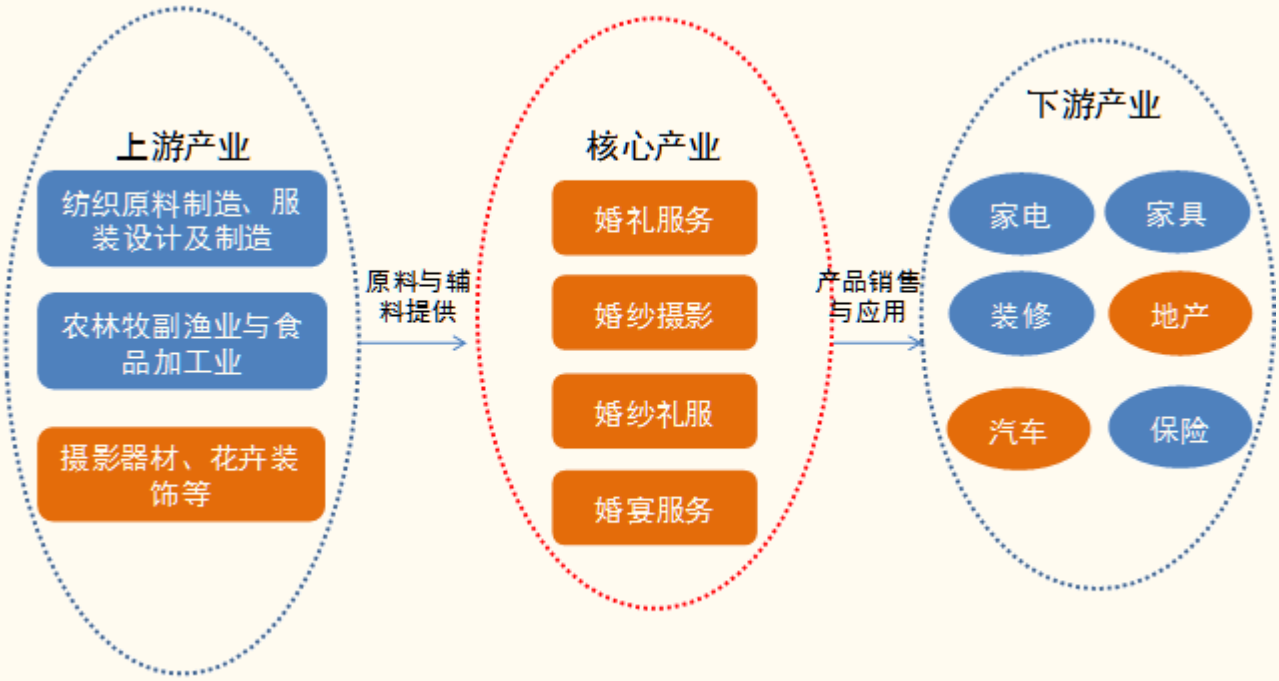
图表 29：云南省部分文化旅游演出一览表

地区	演艺节目	公司	特色
云南	《云南映像》	云南杨丽萍文化传播股份有限公司	将云南原创乡土歌舞精髓与民族舞经典整合，展示了云南浓郁的民族风情
	《云南的响声》	云南杨丽萍文化传播股份有限公司	大型衍生态打击乐舞
	《孔雀》	云南杨丽萍文化传播股份有限公司	传递艺术家个人成长过程中对艺术和生命的思考和感悟
	《十面埋伏》	云南杨丽萍文化传播股份有限公司	以古照今，融合了京剧、武术等元素，用舞蹈的形式重新诠释社会和人性。
	《走婚》	云南省花灯剧院	大型原创花灯歌舞剧，以摩梭族的走婚来了解摩梭人的生活
西双版纳	《水舞源》	云南山林文化发展有限公司和西双版纳海诚旅游发展有限公司	展现西双版南本土民族文化及东南亚同源民族文化
	《水 水 水》	西双版纳民族文化工作团	傣族人民生活生产、热爱自然、热爱生命
	《勐巴拉娜西》		以西双版纳民族风情为题材的大型旅游歌舞秀
普洱	《傣秀》	万达集团与国际顶尖舞台艺术制作	突出水主题，世界顶级魔幻秀
	《天赐普洱》	普洱市民族歌舞团有限责任公司	展现了普洱的民族文化、茶文化及马帮文化
	《佤部落》		佤族原生态歌舞，佤族神话传说、民族文化
丽江	《印象丽江》	丽江旅游文化产业有限公司	白天演出，全部是非专业演员，展现雪的四季变幻，融合大量民族元素
	《丽江千古情》	宋城演艺发展股份有限公司	展现丽江千年文化历史风情
	《丽水金沙》		丽江旅游歌舞晚会，堪称中国百老汇
红河	《乐作神韵》	红河州歌舞团	诠释哈尼文化精髓
	《我家红河》	红河州歌舞团	展示了红河家乡的美、民族的美、生活的美
	《诺玛阿美》	红河州民族文化工作团	哈尼史诗舞剧
大理	《希夷之大理》	大理州旅游产业开发集团有限责任公司	演绎了大理民间关于望夫云的爱情故事
	《蝴蝶泉边》	大理州旅游产业开发集团有限责任公司	呈现大理州非物质文化遗产
	《白族三道茶》		白族茶文化
保山腾冲市	《梦幻腾冲》	腾冲梦幻腾冲文化发展有限公司	原创旅游歌舞晚会，展示了腾冲文化
保山	《巍巍松山》	保山市文化广播电视新闻出版局	以龙陵为背景，松山为主题的抗战史诗剧
德宏	《目瑙纵歌》	德宏州民族文化工作团	以景颇族历史为线索的大型歌舞乐诗
迪庆	《梦幻香格里拉》	迪庆民族歌舞团	将藏族人民俗文化，香格里拉高原风光
玉溪	《山花》	玉溪市花灯剧院	花灯戏地方剧种的独特魅力，展现本土剧目的风采

来源：网络公开信息，国金证券研究所

- **打造一站式婚庆服务，与公司景区业务协同发展：**公司拟投资 1.5628 亿元设立婚庆公司通过借助公司“中国馆”现有的婚宴品牌优势，利用世博园国际及园林景区景点以及国内外风格各异的建筑景观，打造涵盖婚纱摄影、婚庆服务及婚宴等婚庆业务全产业链，打造婚庆行业知名品牌“欢喜谷”。根据云南省民政厅统计，2011 年至 2015 年，云南省年均结婚登记人数为 44.32 万对，昆明市结婚人数为 5.15 万对。根据公司的市场调研，约 88%的新人选择拍摄婚纱照，约 49%的新人聘请婚庆策划，约 78%的新人举办婚宴，购买婚纱和蜜月旅行的人分别约为 37%和 68%。在结婚人群保持稳定的基础上，目前婚礼消费的总额还在不断扩大。据调查统计，现昆明婚庆行业的年产值为 70-74 亿元，平均每对新人消费 14 万元。

图表 30：公司布局婚庆一站式服务与公司现有的业务资源协同作用明显



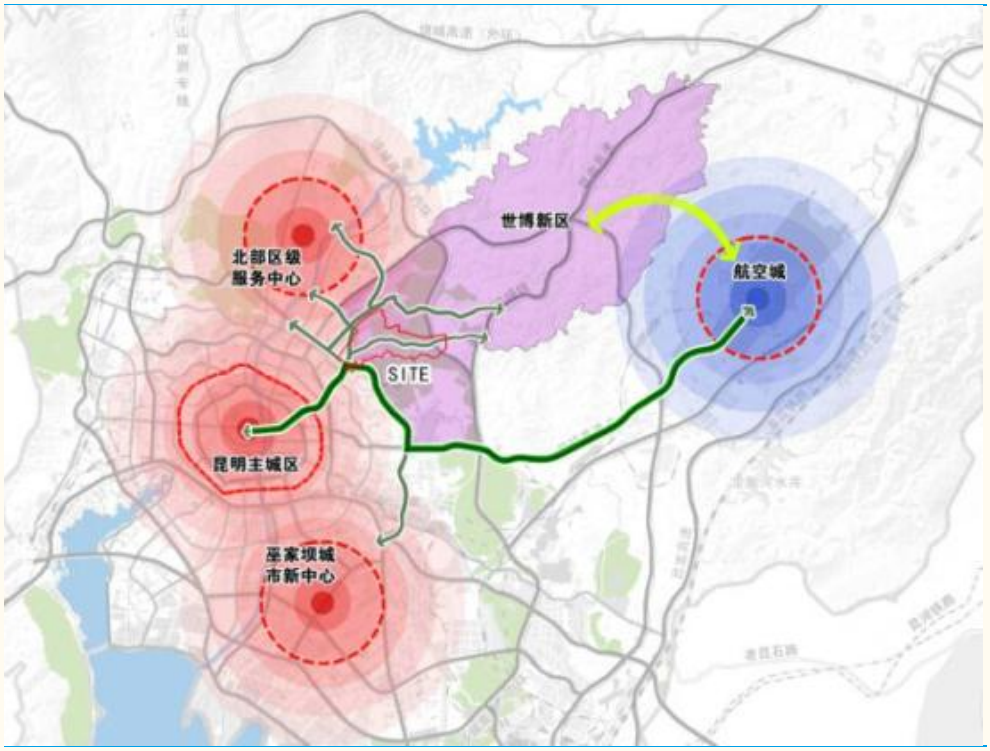
来源：国金证券研究所

注：红色表示公司在婚庆产业链中已经拥有的相应资源。

3.2 加速开发世博生态城，凸显地产价值

- **世博新区建设纳入云南省四大旅游产业发展改革综合试点之一，带动昆明旅游二次创业：**世博新区总体规划范围为 106.55 平方公里（16 万亩），新区总体布局为“一心、三片、七区、三廊”。其中“一心”是指世博核心区（包括昆明世博园、世博生态城及周边区域）。上市公司拥有昆明世博园附近最核心 700 亩土地，主要以世博园低碳中心为主。该中心位于昆明市东北方向，世博生态城西北角，为世博国家森林板块，以低密度物业开发及高档小区为主，属于新兴高档居住区；项目总投资额约 8 亿元，规划面积约 46 亩。

图表 31：世博新区作为云南省四大旅游产业发展改革综合试点之一



来源：网络公开信息，国金证券研究所

图表 32：昆明世博核心区地图展示图

来源：网络公开信息，国金证券研究所

- **世博旅游核心区规划面积 8.67 平方公里，是世博新区的先行区、示范区：**其规划定位为“城市生态文化旅游综合体”，划分为 “世博广场”、“世博花园”、“世博森林”三大功能区，融合了生态、智慧、文化、旅游、商业、娱乐六大要素。2016 年重点进行昆明故事大型演艺及旅游文化街、世博“欢喜谷”婚礼小镇项目以及鸣凤邻里项目的规划建设。未来五年公司计划在世博核心区投资 160 亿元，建设 22 个重点项目和基础设施，同步实施世博园景区的提升改造。

图表 33：世博新区核心区融合了生态、智慧、文化、旅游、商业、娱乐

来源：网络公开信息，国金证券研究所

- **升级住宅产品质量，主打生态精品高档型：**鸣凤邻里项目作为世博旅游核心区项目体系中的有机组成部分，定位于低密度建筑和舒适型平层构成的高品质生态居住社区，以 1.5 的容积率、27.7%建筑密度和 40%绿地率创建昆明高品质生态住宅新典范。位于昆明世博新区核心区、世博生态城范围内，项目净用地 47.1 亩，建筑总面积约为 7.7 万平方米，总投资额 3.64 亿元，可入住 265 户，预计 2017 年年底封顶断水。项目完成后将为世博旅游核心区的整体发展提供完善的功能配备。

4. 华侨城战略入滇，云旅加快国企改革步伐

4.1 华侨城旅游与地产并行

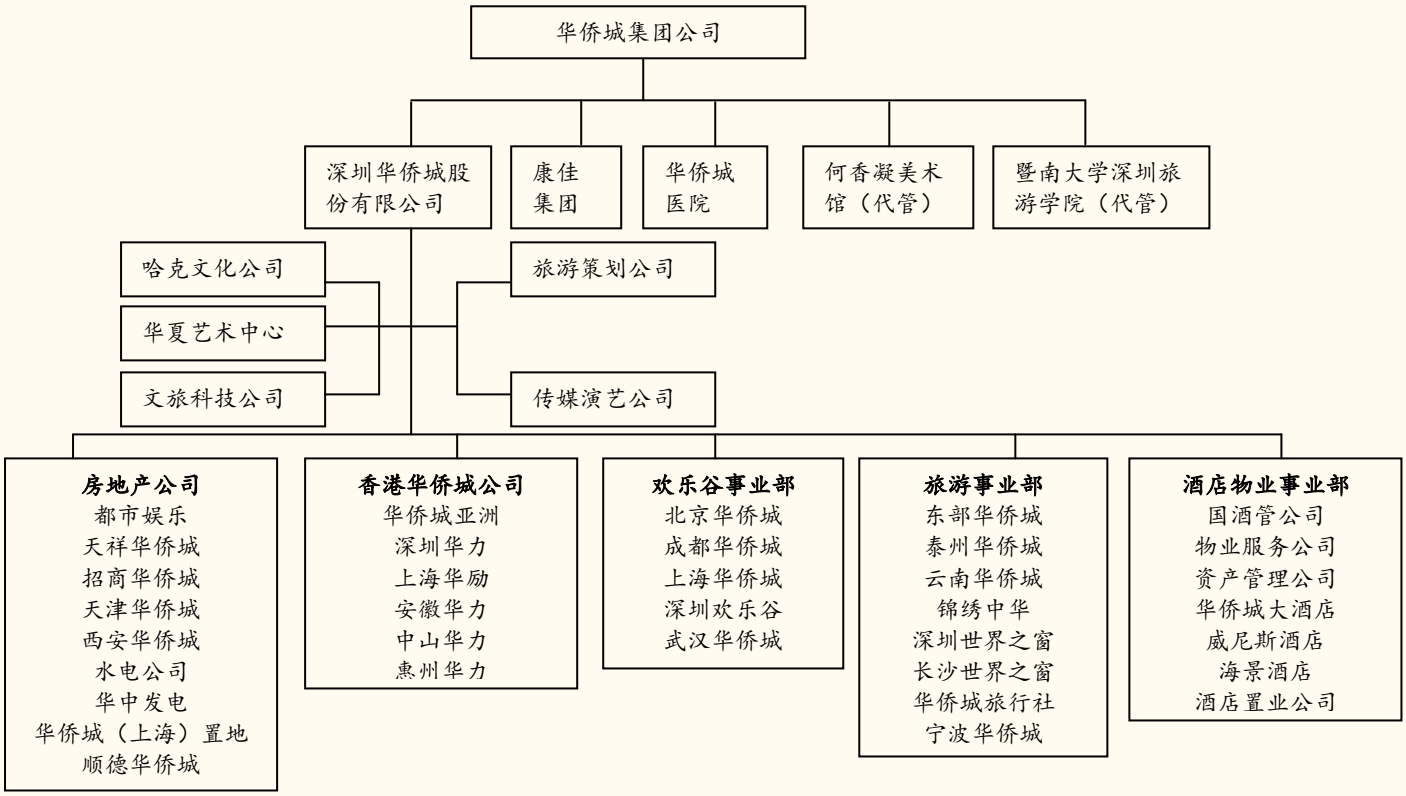
- 华侨城集团是隶属于国务院国资委直接管理的大型中央企业，控股华侨城A、康佳集团、华侨城（亚洲）、华侨城文旅科技 4 家上市公司，截止2015 年资产规模近 1500 亿元。多年来共培育了旅游及相关文化产业经营、房地产及酒店开发经营、电子及配套包装产品制造等三项国内领先的主营业务，旅游业态覆盖文化主题景区（锦绣中华▪民俗村、世界之窗）、连锁文化主题公园（欢乐谷连锁公园）。旅游度假区（东部华侨城旅游度假区、泰州潼湖旅游度假区、昆明阳宗海旅游度假区等）、城市旅游综合体（欢乐海岸等）、当代艺术馆群、公众开放空间、创意文化园、儿童职业体验园、星级酒店等。2015 年华侨城集团接待游客人次 30.18 百万元，同比增长7.8%，在全国重点城市已开发建设大型旅游综合项目 18 处。随着华侨城创造性提出“文化+旅游+城镇化”创新发展模式的落地，文化旅游古镇开发和运营、大型自然和人文景区管理以及全域旅游开发将成为华侨城旅游的新业态。

图表 34：华侨城旗下欢乐谷景区投资及游客接待人次情况

城市	开业时间	投资额	占地面积	2015 年游客人次
深圳欢乐谷	1998 年	20 亿元	35 万平方米	325 万人次
北京欢乐谷	2006 年 7 月	——	56 万平方米	374 万人次
成都欢乐谷	2009 年 1 月	——	50.7 万平方米	——
上海欢乐谷	2009 年 9 月	40 亿元	65 万平方米	300 万人次
武汉欢乐谷	2012 年 4 月	25 亿元*	35 万平方米	——
天津欢乐谷	2013 年 7 月	27 亿元	35 万平方米	——
重庆欢乐谷	2017 年 6 月	20 亿元	50 万平方米	——

来源：公司官网，国金证券研究所

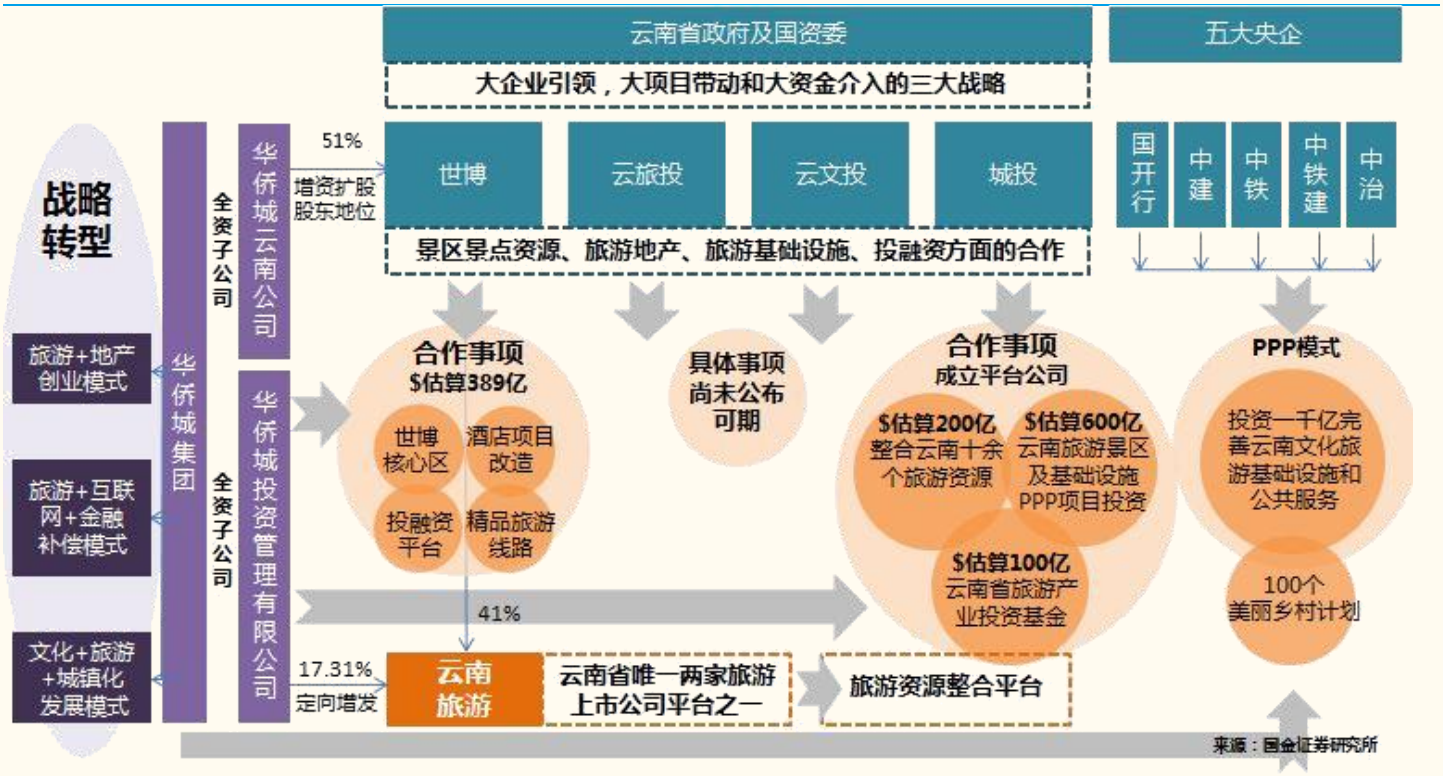
图表 35：华侨城集团组织架构图



来源：公司官网，国金证券研究所

4.2 几大利益方关系梳理，共同谋求新发展

图表 36：重组计划几大利益方关系梳理



来源：国金证券研究所

4.2.1 地方政府牵头央企，通过全域旅游带动城镇化发展

- **战略诉求**：1）城镇化发展诉求，在开发过程中最优化土地价值；2）全域旅游发展诉求，云南省是旅游大省，通过全域旅游脱贫致富；3）基础设施薄弱，交通制约，地方政府财政收入有限，需牵头资金方、基建方、开发商和运营商共同谋划发展；4）自然人文资源禀赋优越，但旅游项目以点状分散、区隔较远，需通过全盘考虑全域旅游来谋求全省文化旅游产业转型升级

- **具体措施**：1）云南提出大企业引领，大项目带动和大资金介入的三大战略。央企入滇是云南推动产业发展的主要抓手之一。此次云南旅游的重大资产重组在云南省委省政府的指示下进行。2）三个国资委平台和合作：世博、城投、文投。3）PPP 模式与五大央企的合作推进。

4.2.2 华侨城战略入滇，云旅成资源整合平台

- **战略诉求**：华侨城在新时代背景下需要战略转型，华侨城 A 将以并购、委托管理、品牌输出等方式获取包括主题公园和自然风光类、人文历史类景区的资源。华侨城 A 将参照三个转型思路：一是继续推进“旅游+地产”的创业模式；二是创新“旅游+互联网+金融”的补偿模式；三是深耕“文化+旅游+城镇化”的发展模式。

- **具体举措**：1）通过三大平台梳理全省现有和正在开发的旅游大项目，面向世界级旅游目的地，规划云南全域旅游大格局。同时，通过拍摄“七彩云南”主题电影和大型纪录片，在央视、网络以及各大主流媒体和大众新媒体进行广泛传播，进一步扩大七彩云南的影响力；2）第二，由于云南幅员辽阔，传统交通基础建设和公共治理服务相对薄弱。华侨城将通过 PPP 模

式，联手五大央企，围绕大型旅游项目展开旅游、交通和公共服务设施的投资，加大对公路、桥梁、铁路车站、城镇游客服务中心以及通用机场等基础设施的投资和建设，提升全省游客接待的项目策划、投资运营、交通组织及服务能力；3）第三，着力打造特色州县、特色景区和景点，深度挖掘云南文化特色，在昆明、大理、丽江、腾冲、德宏州、普洱等地，通过古镇、古村、自然风光、民俗体验、休闲度假、特色商品等内容的塑造，构建和完善若干条旅游精选路线，将华侨城“100 个美丽乡村”计划与线路结合，在云南选择适合的村落实施；4）第四，立足云南，连接南亚各国，辐射印度洋，在缅甸、越南等国，通过景区投资运营、大型演艺、旅游城镇的投资开发以及港口建设，结合本地文化，输出中国文化，实施“走出去”战略，构建“一带一路”的文化旅游和城镇化战略，进一步强化云南和昆明作为南亚文化旅游、金融以及贸易中心的地位；5）第五，创建云南智慧旅游云“云南旅游一卡通”，统筹文化旅游景区和市场运营，并以旅游资产证券化手段，构建“旅游+互联网+金融”大平台，实现产业策划、运营管理和金融资本全要素的整合，为云南文化旅游大发展提供强大的金融体系和资本保障。

4.2.3 引入文旅运营巨鳄，世博集团盘活旗下资产

- **具体举措**：华侨城以现金入股世博集团，将实现实际控股，投资的重点将放在 1）世博核心区中“城市生态旅游文化综合体”的建设；2）酒店项目的建设，包括新云南饭店、昆明饭店改造等项目。3）推动 “昆大丽”、“昆腾瑞”、“昆玉红”三条精品旅游线路建设，以上项目估算投资额 389 亿元。4）此外华侨城集团将通过“旅游+互联网+金融”模式共同做大做强做优世博集团，打造云南省旅游文化专业性投融资平台。世博集团旗下资源以及云南旅游手握世博新区等资源，将成为央企华侨城集团在昆明乃至云南大布局的核心资源。

5. 盈利预测和估值

6. 在不考虑定增项目以及此次实际控制人变更的情况下，目前测算2016E/2017E/2018E 的业绩为 1.57/2.09/2.48 亿元，增长幅度为88.32%/32.84%/18.61%。目前股价对应 PE 为 40/30/25 倍，EPS 为0.22/0.29/0.34 元，首次覆盖给予买入评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	**702**	**941**	**1,426**	**1,726**	**2,126**	**2,599**
增长率		34.1%	51.5%	21.0%	23.2%	22.2%
主营业务成本	-442	-624	-957	-1,193	-1,463	-1,801
%销售收入	62.9%	66.3%	67.1%	69.1%	68.8%	69.3%
毛利	260	318	470	533	663	797
%销售收入	37.1%	33.7%	32.9%	30.9%	31.2%	30.7%
营业税金及附加	-27	-73	-81	-26	-11	-13
%销售收入	3.8%	7.7%	5.7%	1.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-47	-57	-64	-78	-96	-117
%销售收入	6.7%	6.1%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
管理费用	-96	-103	-128	-155	-191	-234
%销售收入	13.6%	11.0%	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润（EBIT）	91	85	197	274	365	433
%销售收入	13.0%	9.0%	13.8%	15.9%	17.2%	16.7%
财务费用	-10	-7	-27	-36	-53	-63
%销售收入	1.4%	0.7%	1.9%	2.1%	2.5%	2.4%
资产减值损失	2	4	-40	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	2	3	0	0	0
%税前利润	1.4%	1.9%	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	84	84	134	238	311	370
营业利润率	12.0%	8.9%	9.4%	13.8%	14.7%	14.2%
营业外收支	3	17	2	2	2	2
税前利润	88	101	136	240	313	372
利润率	12.5%	10.7%	9.5%	13.9%	14.7%	14.3%
所得税	-16	-24	-27	-48	-63	-74
所得税率	18.4%	23.7%	20.3%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	71	77	108	192	251	298
少数股东损益	8	12	25	35	42	50
归属于母公司的净利润	**63**	**65**	**83**	**157**	**209**	**248**
净利率	9.0%	6.9%	5.9%	9.1%	9.8%	9.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	71	77	108	192	251	298
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	80	94	154	84	92	104
非经营收益	9	-3	28	39	56	66
营运资金变动	-75	-235	-200	-236	-219	-268
经营活动现金净流	**85**	**-68**	**90**	**79**	**180**	**200**
资本开支	-216	-234	-99	-68	-298	-198
投资	-150	176	-128	0	0	0
其他	1	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	**-366**	**-57**	**-227**	**-68**	**-298**	**-198**
股权募资	141	167	0	0	0	0
债权募资	248	124	136	98	241	116
其他	-33	-71	-43	-55	-73	-68
筹资活动现金净流	**355**	**220**	**93**	**43**	**168**	**48**
现金净流量	**74**	**96**	**-44**	**53**	**50**	**50**

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	395	491	447	500	550	600
应收款项	66	526	517	641	785	957
存货	576	1,125	1,418	1,634	2,005	2,468
其他流动资产	203	46	31	60	70	81
流动资产	1,240	2,188	2,412	2,835	3,410	4,106
%总资产	58.9%	56.5%	59.7%	63.7%	65.2%	68.2%
长期投资	33	280	240	240	240	240
固定资产	534	590	602	603	787	860
%总资产	25.4%	15.2%	14.9%	13.6%	15.0%	14.3%
无形资产	268	801	763	748	773	796
非流动资产	866	1,687	1,628	1,614	1,822	1,918
%总资产	41.1%	43.5%	40.3%	36.3%	34.8%	31.8%
资产总计	**2,106**	**3,875**	**4,041**	**4,449**	**5,232**	**6,024**
短期借款	124	263	325	432	673	789
应付款项	304	1,173	1,075	1,180	1,448	1,781
其他流动负债	74	125	166	193	216	262
流动负债	501	1,561	1,565	1,806	2,338	2,832
长期贷款	234	340	9	0	0	0
其他长期负债	30	57	447	446	446	446
负债	**765**	**1,957**	**2,021**	**2,251**	**2,783**	**3,278**
普通股股东权益	1,074	1,591	1,676	1,818	2,027	2,275
少数股东权益	267	327	344	379	421	471
负债股东权益合计	**2,106**	**3,875**	**4,041**	**4,449**	**5,232**	**6,024**

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.203	0.178	0.114	0.215	0.286	0.339
每股净资产	3.442	4.353	2.293	2.488	2.774	3.112
每股经营现金净流	0.272	-0.186	0.123	0.108	0.246	0.273
每股股利	0.050	0.000	0.000	0.020	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	5.89%	4.09%	4.98%	8.64%	10.30%	10.89%
总资产收益率	3.00%	1.68%	2.07%	3.53%	3.99%	4.11%
投入资本收益率	4.37%	2.56%	5.71%	7.24%	8.30%	8.82%
增长率						
主营业务收入增长率	52.09%	34.09%	51.52%	20.99%	23.17%	22.23%
EBIT 增长率	89.44%	-6.87%	132.62%	39.05%	33.23%	18.72%
净利润增长率	159.53%	2.83%	28.35%	88.32%	32.84%	18.61%
总资产增长率	80.63%	83.95%	4.28%	10.10%	17.60%	15.14%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.4	92.0	109.5	110.0	110.0	110.0
存货周转天数	432.9	497.9	485.1	500.0	500.0	500.0
应付账款周转天数	68.4	214.5	260.4	230.0	230.0	230.0
固定资产周转天数	260.2	222.5	149.0	112.8	105.9	82.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.80%	5.84%	13.97%	14.92%	21.19%	21.31%
EBIT 利息保障倍数	9.2	12.7	7.4	7.7	6.8	6.9
资产负债率	36.34%	50.51%	50.01%	50.61%	53.20%	54.42%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归"国金证券股份有限公司"（以下简称"国金证券"）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为"国金证券股份有限公司"，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD