

宋城演艺(300144.SZ) 旅游景点行业

评级：买入 维持评级

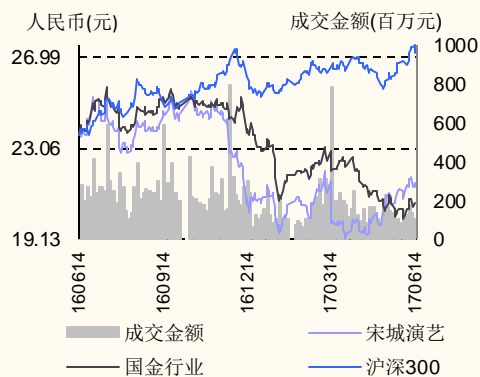
公司点评

市场价格(人民币)：21.36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)	1,125.84
总市值(百万元)	31,027.83
年内股价最高最低(元)	25.53/19.13
沪深300指数	3535.30



相关报告

1. 《宋城演艺一季报点评-一季报业绩增速26.28%，内生外延齐发...》，2017.4.26
2. 《宋城演艺公司点评-非公开发行解决资金缺口，全方位升级产品内容》，2017.3.14
3. 《宋城演艺公司跟踪报告-演艺龙头白马股，涅槃洗礼待重生》，2017.2.9
4. 《宋城演艺公司业绩预告点评-千古情项目优势凸显，VR主题公园步...》，2017.1.19
5. 《宋城演艺点评报告-战略投资美国科技公司SPACES，国际化和...》，2016.12.21

魏立 分析师 SAC 执业编号：S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

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

卞丽娟 联系人
bianlijuan@gjzq.com.cn

五维解析轻资产模式，“一轻一重”拓演艺发展

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.44	0.61	0.79	0.94	1.09
每股净资产(元)	3.86	4.41	5.05	5.84	6.78
每股经营性现金流(元)	0.63	0.71	1.31	1.08	1.23
市盈率(倍)	65.03	34.07	27.04	22.72	19.60
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	78.25%	41.21%	28.35%	19.09%	16.16%
净资产收益率(%)	11.28%	13.94%	15.62%	16.08%	16.08%
总股本(百万股)	1,452.68	1,452.61	1,452.61	1,452.61	1,452.61

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 根据宜春市公共资源交易网于2017年6月14日发布的“关于宜春市明月山旅游投资有限公司明月情景区项目一揽子服务电子化公开招标采购预中标公告”，公司及旗下全资控制的公司霍城宋城旅游发展有限公司为该项目的预中标供应商。

业绩分析

- **轻资产项目再拿一城，服务费用2.7亿元**：公司预中标明月情景区项目，项目位于位于赣西中部的宜春市明月山温泉风景名胜区内，距离宜春市区15公里。占地面积150亩左右，于2018年10月1日试营业。一揽子服务（包括品牌授权、节目导演、规划方案、筹备等）费用2.7亿元（宁乡及听音湖项目服务费用2.6亿元），开业后的管理费用按照一定比例的年实际收入来收取（宁乡及听音湖项目的收费标准为收入总额的20%）。公司轻资产模式继宁乡、听音湖演艺项目后再次拿下明月情景区，实现千古情模式的再一次异地复制，证明了千古情模式的复制性以及旅游演艺的轻资产化运营。
- **正文中通过回答以下五个问题梳理与公司轻资产相关的议题内容**：1) 轻资产输出对于宋城来说意味着什么？2) 轻资产项目是否会挤压到公司现有和在在建重资产项目的市场渗透率？3) 宋城的轻资产项目有哪些竞争者？核心竞争力如何体现？4) 高额的轻资产输出咨询费用由谁来出？如何用旅游地产的角度理解？未来还有多少空间？5) 轻资产项目对公司业绩如何体现？
- **轻资产项目直接贡献公司业绩，成为公司新的利润增长点。三个轻资产项目17E-19E能够直接贡献公司业绩1.966/1.938/2.39亿元**：1) 宁乡项目：2017年7月2日开业，16/17E年服务收入分别为1.17/1.43亿元，17E/18E/19E管理收入分别为0.1/0.3/0.5。假设服务收入净利率为60%，17E/18E/19E的业绩增厚分别为0.958/0.3/0.5亿元。2) 听音湖项目：2020年3月1日开业，假设2017-2020年结算款为0.6/0.6/0.7/0.7亿元，按照60%的净利率来算，听音湖项目直接贡献17E-20E业绩0.36/0.36/0.42/0.42亿元。3) 明月情项目：假设服务收入按照40%/60%分摊，17E/18E服务收入为1.08/1.62亿元，按照20%的收入分成比例能够直接贡献18E/19E业绩为0.306/1.47亿元。假设服务收入净利率为60%，明月情项目能够直接贡献17E/18E/19E业绩分别为0.648/1.278/1.47亿元。

盈利调整及投资建议

- 在不计算宋城新项目和澳大利亚项目情况下，目前测算 2017E/2018E/2019E 的业绩为 11.46/13.65/15.85 亿元，增长幅度为 28.35%/19.09%/16.16%，EPS 为 0.79/0.94/1.09 元，对应目前的股价 PE 为 27/23/20 倍。在考虑三个轻资产项目的业绩增厚情况下，测算 2017E/2018E/2019E 的业绩为 12.11/14.93/17.32 亿元，增长幅度为 36%/23%/16%，EPS 为 0.83/1.03/1.19 元，对应目前的股价 PE 为 26/21/18 倍。维持买入评级。

风险提示

- 客流增长不及预期
- 海外项目进展不顺利
- 项目投资过大造成资金缺口

1、投资逻辑及盈利预测

1.1 投资逻辑

- **轻资产项目再拿一城，服务费用 2.7 亿元：**公司预中标明月情景区项目，项目位于位于赣西中部的宜春市明月山温泉风景名胜区，距离宜春市区 15 公里。占地面积 150 亩左右，于 2018 年 10 月 1 日试营业。一揽子服务（包括品牌授权、节目导演、规划方案、筹备等）费用 2.7 亿元（宁乡及听音湖项目服务费用 2.6 亿元），开业后的管理费用按照一定比例的年实际收入来收取（宁乡及听音湖项目的收费标准为收入总额的 20%）。公司轻资产模式继宁乡、听音湖演艺项目后再次拿下明月情景区，实现千古情模式的再一次异地复制，证明了千古情模式的可复制性以及旅游演艺的轻资产化运营。
- **通过回答以下五个问题梳理与公司轻资产相关的议题内容：**1) 轻资产输出对于宋城来说意味着什么？2) 轻资产项目是否会挤压到公司现有和在建重资产项目的市场渗透率？3) 宋城的轻资产项目有哪些竞争者？核心竞争力如何体现？4) 高额的轻资产输出咨询费用由谁来出？如何用旅游地产的角度理解？未来还有多少空间？5) 轻资产项目对公司业绩如何体现？
- **轻资产项目直接贡献公司业绩，成为公司新的利润增长点。三个轻资产项目 17E-19E 能够直接贡献公司业绩 1.966/1.938/2.39 亿元：**1) 宁乡项目：2017 年 7 月 2 日开业，16/17E 年服务收入分别为 1.17/1.43 亿元，17E/18E/19E 管理收入分别为 0.1/0.3/0.5。假设服务收入净利率为 60%，17E/18E/19E 的业绩增厚分别为 0.958/ 0.3/0.5 亿元。2) 听音湖项目：2020 年 3 月 1 日开业，假设 2017-2020 年结算款为 0.6/0.6/0.7/0.7 亿元，按照 60% 的净利率来算，听音湖项目直接贡献 17E-20E 业绩 0.36/0.36/0.42/0.42 亿元。3) 明月情项目：假设服务收入按照 40%/ 60% 分摊，17E/18E 服务收入为 1.08/1.62 亿元，按照 20% 的收入分成比例能够直接贡献 18E/19E 业绩为 0.306/1.47 亿元。假设服务收入净利率为 60%，明月情项目能够直接贡献 17E/18E/19E 业绩分别为 0.648/1.278/1.47 亿元。

1.2 盈利调整及投资建议

- 在不计算宋城新项目和澳大利亚项目情况下，目前测算 2017E/2018E/2019E 的业绩为 11.46/13.65/15.85 亿元，增长幅度为 28.35%/19.09%/16.16%，EPS 为 0.79/0.94/1.09 元，对应目前的股价 PE 为 27/23/20 倍。在考虑三个轻资产项目的业绩增厚情况下，测算 2017E/2018E/2019E 的业绩为 12.11/14.93/17.32 亿元，增长幅度为 36%/23%/16%，EPS 为 0.83/1.03/1.19 元，对应目前的股价 PE 为 26/21/18 倍。维持买入评级。

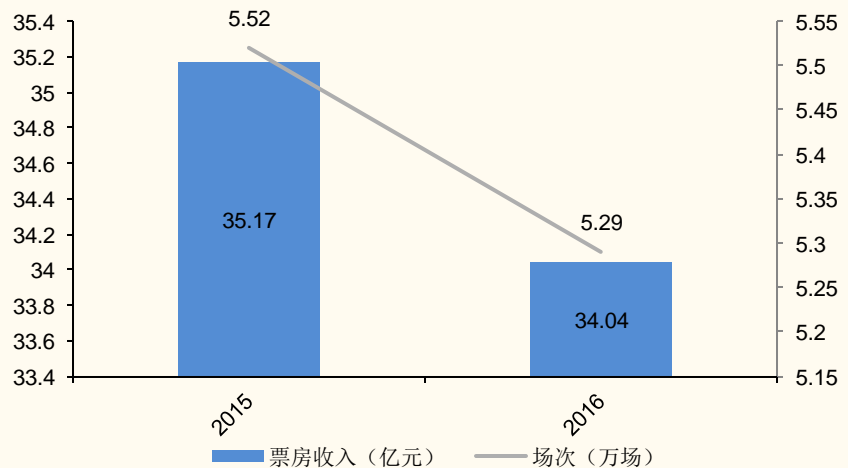
1.3 风险提示

- 客流增长不及预期
- 海外项目进展不顺利
- 项目投资过大造成资金缺口

2、轻资产输出对于宋城来说意味着什么？

- **轻资产输出模式下能够快速实现千古情项目的全国扩张，资金投放少，运营压力小：**旅游演艺市场兼具了旅游和演艺的发展，市场规模不断扩大，旅游演出供给较大，竞争相对激烈。2016 年旅游演出 5.29 万场/-4.17%，票房收入 34.04 亿元/-3.21%。旅游演出品牌主要以宋城系列、山水系列、印象系列和又见系列为代表。各个品牌拥有一定的知名度但区域布局相对局限，通过规模扩大和异地扩张来实现品牌的全国扩张是现如今的旅游演出品牌的发展方向。以**轻资产方式进行品牌输出、管理输出**有助于公司**低投入低风险高收入的全国化经营**，一方面提升了千古情景区的品牌影响力，获得管理及经营收入，一方面减轻了公司进行项目开发的前期资本投入，以最少的投入来获得最大的经济回报。

图表 1：2015-2016 年旅游演出场次及收入情况



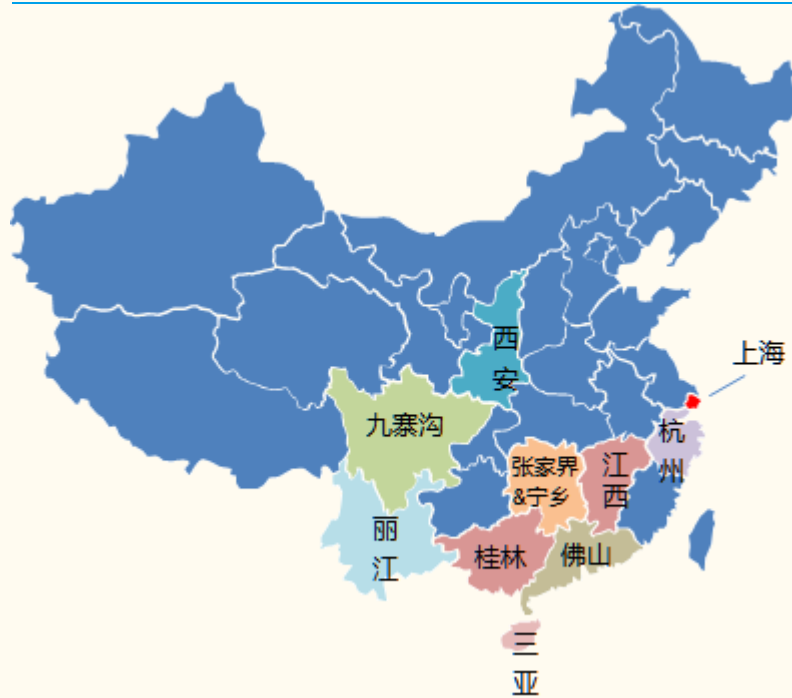
来源：中国演出行业协会网站，国金证券研究所

- **轻资产项目异地扩张代表了宋城演艺的 IP 输出能力：**中国各大省份均形成了大大小小的演艺项目，演艺的低投入高收益带来行业高度竞争。高度供给的行业背景下产品的知名度和品牌化能够极大地吸引到游客，形成行业的二八定律（20%的剧目贡献了 80%以上的票房），进一步提升行业集中度。通过**品牌授权输出的方式来实现千古情品牌的输出**，以一揽子服务来保障品牌输出的质量，从而达到公司千古情品牌的全国化扩张目标。

3、轻资产项目是否会挤压到公司现有和在建重资产项目的市场渗透率？

- **千古情项目的全国扩张对于现有项目的转化率影响相对较少：**首先旅游演艺是以当地文化资源为核心，通过将当地文化与演艺科技手段进行有效融合，打造出具有地方特色的演艺作品，在未来的项目扩张过程中当地文化的挖掘将成为项目规划的重点。演艺项目的开发选址一般会集中在景区和旅游城市，满足游客夜晚观光需求，通过演艺节目对旅游文化的诠释来补充观光游的文化体验。各地旅游城市根据游客的需求，打造“白天看山水，晚上看人文”的旅游方式，千古情的异地扩张模式市场较大，各地项目之间的影响相对较小。

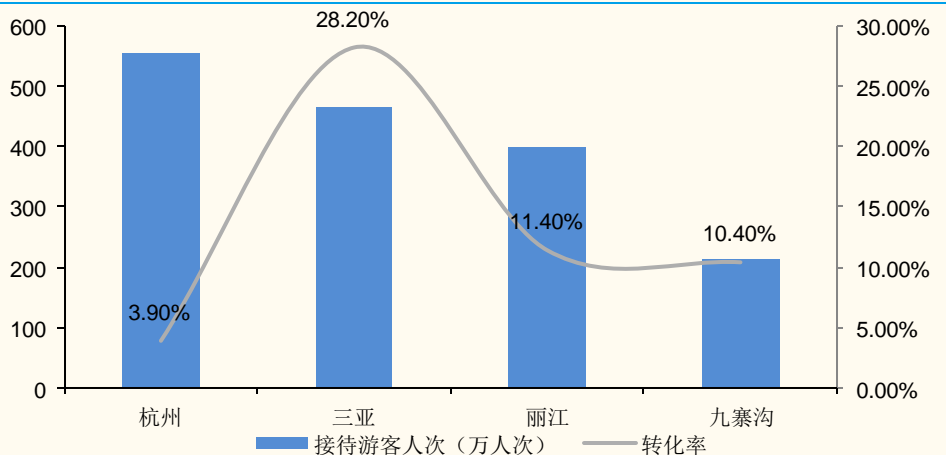
图表 2：宋城演艺的千古情品牌通过轻重资产扩张后的版图



来源：国金证券研究所

- **客群的差异性，轻资产输出项目的客群主要为当地居民：**旅游演艺的类别大致分为三类，辐射范围和客群不同：1) 超大和一线城市型，客群为当地居民+游客；2) 旅游目的地城市，客群为游客；3) 区域型核心景点，客群为当地及周边居民。公司在轻资产输出的项目中，主要为第三类，即主要辐射客群为当地及周边居民，与原有辐射游客的旅游目的地项目并不冲突。
- **现有景区的转化率相对较高，通过其品牌优势和营销优势来实现吸引游客：**2016 年按照公司年报所披露的经营数据来估算，杭州、三亚、丽江、九寨沟千古情项目分别接待游客约 555/465/400/215 万人次，城市转化率为 3.9%、28.2%（注：三亚为过夜游客人次，所以转化率相对较高）、11.4% 及 10.4%。除杭州以外现有景区的转化率均达到了 10% 以上，在进行异地扩张的过程中，品牌影响力将逐步增强，千古情品牌的转化率将逐步提升。

图表 3：2016 年宋城千古情各地项目的游客人次及转化率情况



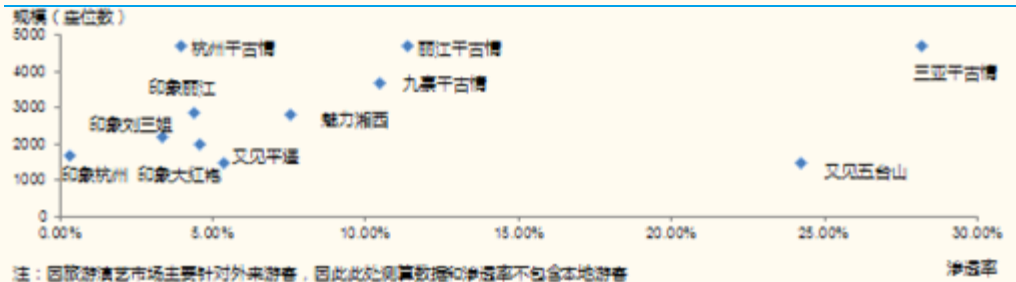
来源：公司年报，国金证券研究所

注：三亚的游客人次为过夜游客人次，故转化率较高，其他为接待游客人次。

4、宋城的轻资产项目有哪些竞争者？核心竞争力如何体现？

- 首先，从旅游演艺的产业链角度来说，一般涉及到以下的环节：**项目投资→内容制作→演艺产品出品→舞美设计→人员培训→艺术团/剧团管控→舞台搭建→后期运营→渠道营销管理**。在这条产业链上，一头（投资）和一尾（运营）去掉之后，即轻资产输出的重要环节。
- 在旅游演艺领域，目前具备轻资产输出能力的有张艺谋团队（印象系列）、王潮歌团队（又见系列）和梅帅元团队（山水庆典），导演/制片的创作背景使得其在旅游演艺的剧目创作、现场排演和舞美设计方面都有优势。三者都属于“演出创作+知识产权许可”的轻资产盈利模式，主营业务为旅游文化演艺项目的创作和版权运营，提供创意服务。即其创作团队本身不具备前期投资和后期运营能力。而由于艺术团人员招聘、舞台搭建和剧团管理在人员和资产上都偏重，所以亦不是导演背景出身的三位倾向的方式。而反过来看，宋城不管是在重资产投资、后期项目运营上都具备了现实成功案例的操作（杭州、三亚、丽江和九寨沟），杭州千古情和丽江千古情在当地的人次都远远超过杭州印象和丽江印象。从这点上可以看出在目的地市场高度竞争的情况下，后期运营能力对于项目盈利水平更为重要。

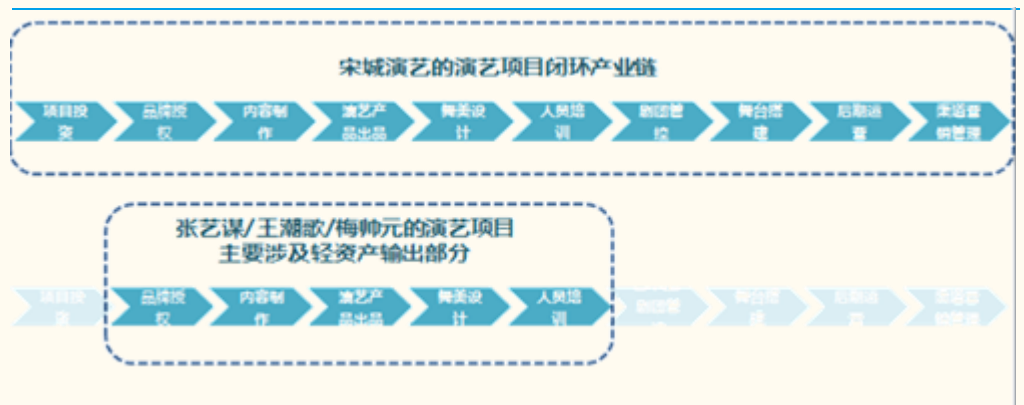
图表 4：演艺项目渗透率和规模比较图



来源：国金证券研究所

- 再从品牌的角度来看，对于一般的旅游演艺来说，其本身不能构成一个旅游目的地项目，一般只能依托 **500 万人以上的特大城市、著名的旅游目的地城市，以及年客流量不低于 100 万以上的 4A 或 5A 级著名旅游景区**。依附于这样大的市场，它才能做锦上添花的事，否则它不能独自形成核心吸引力，不能给城市和景区雪中送炭。而当旅游演艺的 IP 足够强势时，其渗透率的数据会优化，品牌效应能够充分发挥。因此对于有演艺品牌植入需求的地方政府和开发集团来说，品牌的知名度亦是需要重点考虑的。综上所述两点所述，宋城千古情在全国布点项目数量、质量、品牌知名度、产业链闭环设计上，都略胜一筹。

图表 5：宋城演艺和其他竞争者产业链对比



来源：国金证券研究所

5、高额的轻资产输出咨询费用由谁来出？如何用旅游地产的角度理解？未来还有多少空间？

- 公司目前已落三单轻资产项目，总包咨询费用分别为 2.6/2.6/2.7 亿，签约对象都为当地政府/政府直属旅游开发集团。此处，我们应当用旅游地产的思路来理解这几个关联利益方。首先，这三单轻资产项目都有几个共性：
 - ◆ 距离核心省会城市/城市群一个小时车程，客流为周边近郊本地居民为主：1) 湖南宁乡项目离长沙一个小时车程；2) 佛山听音湖项目 2 小时内畅达深圳、东莞、中山等珠三角核心城市及港澳地区，1 小时车程范围到达佛山、广州和肇庆，30 分钟内可到达多个轨道交通枢纽，港口、码头和机场。3) 江西宜春明月山景区距离宜春 50 分钟车程。
 - ◆ 签约对象都为当地政府/政府直属旅游开发集团，地方知名度和土地出让金是其主要诉求：政府或开发集团的利益诉求无非以下几点：1) 借希望打造更有知名度的旅游吸引物来提升当地旅游的景气度；2) 培育目的地客流，聚集人气，提升土地溢价；3) 吸引更多外部投资者和地产开发商进驻，从而获得高额的土地出让金。在这一诉求的循环中，旅游景点也好，宋城演艺的千古情产品也罢，实则都为当地的土地溢价做铺垫，对于成片土地开发的规模交易来看，宋城的轻资产项目咨询费用并不算是高额的支出。
- 由此可见，在中国城镇化大举进行的情况下，次发达/欠发达地区的区域开发模式被包装成“特色小镇”的方式。而旅游及文化当道是较为捷径的路径。只要此类区域开发的背景和旅游地产的运作模式不变，那么宋城开辟轻资产的疆土依然非常广阔。

6、轻资产项目对公司业绩如何体现？

- 轻资产项目直接贡献公司业绩，成为公司新的利润增长点：2016 年 6 月宁乡项目签约，开启千古情品牌的轻资产输出模式，2016 年营业收入中宁乡项目服务收入为 1.17 亿元，根据公司为宁乡项目提供的劳务及项目完工进度来进行确认。宁乡项目 2017 年 7 月 2 日开业，开业后公司将根据项目实际的收入的 20%收取管理收入。2017 年将并表 1.43 亿元的服务收入以及下半年的管理收入，按照下半年 50 万游客人次，100 元人均消费水平来测算，2017 年宁乡项目的管理收入为 $50 \times 100 \times 0.2 = 1000$ 万元，假设 1.43 亿服务收入的净利率为 60%，宁乡项目 2017 年能够贡献业绩 0.958 亿元。18 年-19E 按照 150/250 万游客人次、100 元的人均收入来测算贡献业绩 0.3/0.5 亿元。
- 预计听音湖项目能够贡献 17E-20E 业绩 0.36/0.36/0.42/0.42 亿元：听音湖项目服务费 2.6 亿，开业时间为 2020 年 3 月 1 日，假设 2017-2020 年结算款为 0.6/0.6/0.7/0.7 亿，按照 60%的净利率来算，听音湖项目直接贡献 17E-20E 业绩 0.36/0.36/0.42/0.42 亿元。
- 预计明月情项目能够直接贡献 17E/18E/19E 业绩分别为 0.648/1.278/1.47 亿元：明月山景区 2016 年接待游客 608 万人次，同比增长 44.1%，假设未来三年的游客人次增速保持在 20%，明月山景区 17E/18E/19E 的游客人次分别为 729.6/875.5/1050.6 万人次。明月情项目位于明月山景区内，按照 70%的景区渗透率来看，18E/19E 明月情项目接待游客人次 153/735.42 万人次，假设人均消费 100 元/人，明月情项目按照 20%的收入分成比例能够直接贡献 18E/19E 业绩为 0.306/1.47 亿元。叠加 2.7 亿元的服务收入情况（假设按照 17 年/18 年分摊 40%/60%，净利率为 60%），明月情项目能够直接贡献 17E/18E/19E 业绩分别为 0.648/1.278/1.47 亿元。

- 一揽子服务费用直接贡献业绩，管理费用按照项目收入情况做提成：公司从 2016 年 6 月开始拿下三家轻资产项目（宁乡、听音湖景区以及明月情景区），宁乡及听音湖景区的服务费用均为 2.6 亿元，明月情景区由于开业活动筹备工作服务费用为 2.7 亿元，总体来说公司 2.6 亿元的品牌及管理输出收入得以持续。管理费用按照项目的运营情况来做提成，宁乡及听音湖项目均销售收入的 20% 来收取，这部分收入分成将直接计入公司利润，成为新的业绩增长点。三个轻资产项目 17E-19E 能够直接贡献公司业绩 1.966/1.938/2.39 亿元。

图表 6：宋城演艺轻资产输出模式的基本情况分析及盈利预测

宋城演艺	宁乡项目	佛山听音湖项目	明月情景区项目
地理位置	炭河里国家遗址公园	佛山市南海区西樵镇听音湖片区	宜春市明月山温泉风景名胜区
投资额	3.09 亿元	—	—
合作时间	5 年	10 年	10 年
开业时间	2017.7.2	2020.3.1	2018.10.1
项目进展	即将开业	—	预中标
座位数	2200	不少于 2500	—
建筑面积	14955 平方米	62 亩	150 亩左右
产品业态	剧场+演艺+主题公园	演艺剧场+主题公园	演艺剧场+主题公园
合作模式	管理输出：2.6 亿服务费用+年收入 20%管理费	管理输出：2.6 亿服务费用+年收入 20%管理费	2.7 亿元服务服务+一定比例收入分成
盈利测算	16/17E 年服务收入分别为 1.17/1.43 亿元，17E/18E/19E 管理收入分别为 0.1/0.3/0.5。假设服务收入净利率为 60%，17E/18E/19E 的业绩增厚分别为 0.958/0.3/0.5 亿元。	假设 2017-2020 年结算款为 0.6/0.6/0.7/0.7 亿，按照 60%的净利率来算，听音湖项目直接贡献 17E-20E 业绩 0.36/0.36/0.42/0.42 亿元。	假设服务收入按照 40%/60% 分摊，17E/18E 服务收入为 1.08/1.62 亿元，按照 20%的收入分成比例能够直接贡献 18E/19E 业绩为 0.306/1.47 亿元。假设服务收入净利率为 60%，明月情项目能够直接贡献 17E/18E/19E 业绩分别为 0.648/1.278/1.47 亿元。

来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
主营业务收入	935	1,695	2,644	3,307	3,969	4,672	货币资金	1,020	1,483	1,005	2,431	3,455	4,700	
增长率		81.2%	56.0%	25.1%	20.0%	17.7%	应收款项	12	24	60	47	53	60	
主营业务成本	-307	-582	-1,014	-1,196	-1,504	-1,797	存货	2	3	5	5	6	7	
%销售收入	32.8%	34.4%	38.4%	36.2%	37.9%	38.5%	其他流动资产	18	229	770	188	193	197	
毛利	628	1,112	1,630	2,111	2,465	2,875	流动资产	1,053	1,739	1,839	2,670	3,707	4,964	
%销售收入	67.2%	65.6%	61.6%	63.8%	62.1%	61.5%	%总资产	27.4%	24.9%	24.3%	30.3%	36.5%	42.5%	
营业税金及附加	-34	-49	-34	-67	-68	-80	长期投资	126	186	194	194	194	194	
%销售收入	3.7%	2.9%	1.3%	2.0%	1.7%	1.7%	固定资产	1,873	1,865	1,911	2,311	2,611	2,911	
营业费用	-37	-107	-277	-351	-407	-502	%总资产	48.7%	26.7%	25.3%	26.2%	25.7%	24.9%	
%销售收入	3.9%	6.3%	10.5%	10.6%	10.3%	10.7%	无形资产	786	3,178	3,476	3,448	3,435	3,422	
管理费用	-103	-132	-169	-265	-289	-315	非流动资产	2,789	5,248	5,728	6,155	6,442	6,729	
%销售收入	11.0%	7.8%	6.4%	8.0%	7.3%	6.8%	%总资产	72.6%	75.1%	75.7%	69.7%	63.5%	57.5%	
息税前利润 (EBIT)	454	825	1,150	1,428	1,702	1,978	资产总计	3,842	6,987	7,567	8,825	10,149	11,693	
%销售收入	48.6%	48.7%	43.5%	43.2%	42.9%	42.3%	短期借款	0	0	0	0	0	0	
财务费用	12	-1	-13	7	7	7	应付款项	286	603	518	592	731	871	
%销售收入	-1.3%	0.1%	0.5%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	其他流动负债	37	59	83	333	359	385	
资产减值损失	-1	-1	-3	-2	-3	-4	流动负债	323	662	601	925	1,090	1,256	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	600	400	400	400	400	
投资收益	0	7	5	4	4	5	其他长期负债	5	11	5	0	0	0	
%税前利润	0.0%	0.8%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	负债	328	1,273	1,006	1,325	1,490	1,656	
营业利润	465	829	1,139	1,436	1,710	1,985	普通股股东权益	3,444	5,603	6,404	7,335	8,485	9,856	
%营业利润率	49.8%	48.9%	43.1%	43.4%	43.1%	42.5%	少数股东权益	70	111	157	165	173	181	
营业外收支	19	-3	12	6	6	6	负债股东权益合计	3,842	6,987	7,567	8,825	10,149	11,693	
税前利润	485	827	1,150	1,442	1,716	1,991	比率分析		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利润率	51.9%	48.8%	43.5%	43.6%	43.2%	42.6%	每股指标							
所得税	-127	-180	-243	-288	-343	-398	每股收益	0.636	0.435	0.615	0.789	0.939	1.091	
所得税率	26.1%	21.7%	21.2%	20.0%	20.0%	20.0%	每股净资产	6.175	3.857	4.409	5.050	5.841	6.785	
净利润	358	647	907	1,154	1,373	1,593	每股经营现金净流	0.947	0.630	0.709	1.310	1.077	1.231	
少数股东损益	4	15	14	8	8	8	每股股利	0.100	0.150	0.100	0.150	0.150	0.150	
归属于母公司的净利润	355	632	893	1,146	1,365	1,585	回报率							
净利率	37.9%	37.3%	33.8%	34.6%	34.4%	33.9%	净资产收益率	10.30%	11.28%	13.94%	15.62%	16.08%	16.08%	
							总资产收益率	9.23%	9.05%	11.80%	12.98%	13.45%	13.56%	
							投入资本收益率	9.55%	10.23%	13.03%	14.46%	15.03%	15.16%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	37.78%	81.21%	56.05%	25.08%	20.00%	17.71%	
							EBIT增长率	27.61%	81.62%	39.37%	24.16%	19.17%	16.22%	
							净利润增长率	19.11%	78.25%	41.21%	28.35%	19.09%	16.16%	
							总资产增长率	11.19%	81.84%	8.31%	16.62%	14.99%	15.21%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	1.9	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4	
							存货周转天数	1.8	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5	
							应付账款周转天数	258.1	139.2	71.7	100.0	100.0	100.0	
							固定资产周转天数	644.4	378.9	247.5	220.0	201.7	187.0	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-29.04%	-15.45%	-11.81%	-29.34%	-37.24%	-44.53%	
							EBIT利息保障倍数	-36.4	690.5	85.7	-204.0	-243.1	-282.5	
							资产负债率	8.54%	18.22%	13.29%	15.01%	14.68%	14.16%	

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	31
增持	0	0	0	0	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.16

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。

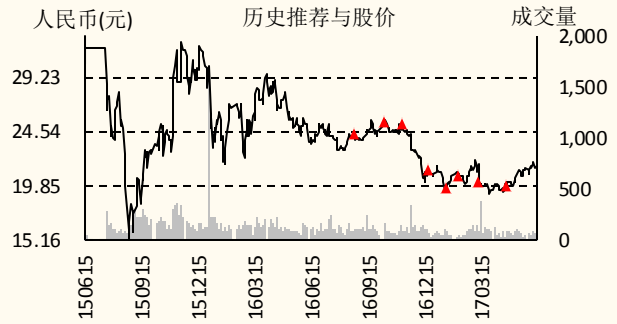
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-08-24	买入	23.99	N/A
2	2016-10-11	买入	25.08	30.00~35.00
3	2016-11-10	买入	24.94	N/A
4	2016-12-21	买入	20.78	N/A
5	2017-01-19	买入	19.62	N/A
6	2017-02-09	买入	20.76	25.00~27.00
7	2017-03-14	买入	21.70	25.00~27.00
8	2017-04-26	买入	20.00	N/A

来源：国金证券研究所



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作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。

此报告仅限于大陆使用。

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