

神州泰岳 (300002.SZ)

软件行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

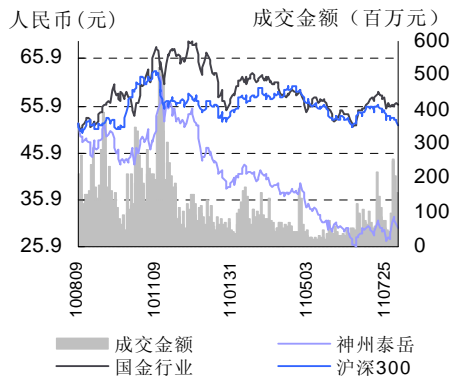
市价(人民币): 28.28元

目标(人民币): 34.50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)	103.28
总市值(百万元)	10,723.78
年内股价最高最低(元)	62.09/25.90
沪深 300 指数	2793.90



## 相关报告

1. 《股权激励获批,买入时机来临》, 2011.3.17
2. 《10 年业绩略低预期,11 年机会大于挑战》, 2011.2.25
3. 《业绩低于市场预期,业绩增速整体后延》, 2010.10.28

陈运红 分析师 SAC 执业编号: S1130511030023  
(8621)61038242  
chenyh@gjzq.com.cn

## 持续优化收入结构, 扩大运维管理业务占比

## 公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	2.142	1.038	1.121	1.379	1.743
每股净资产(元)	17.88	8.07	9.42	11.07	13.16
每股经营性现金流(元)	1.68	0.62	1.70	1.64	2.07
市盈率(倍)	49.11	53.86	24.67	20.05	15.86
行业优化市盈率(倍)	57.32	60.85	47.25	47.25	47.25
净利润增长率(%)	124.60%	21.11%	29.63%	23.03%	26.41%
净资产收益率(%)	11.98%	12.86%	14.28%	14.95%	15.89%
总股本(百万股)	126.40	316.00	379.20	379.20	379.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 2011H1 业绩简评

- 神州泰岳 2011H1 实现营业总收入 5.35 亿元, 同比增长 40.25%, 实现净利润 2.0 亿元, 同比增长 33.86%, 摊薄后 EPS 为 0.53 元。公司的收入增速略超预期, 净利润增速符合预期。这主要是公司在互联网业务发展受到一定限制的情况下, 加大了毛利率略低运维管理业务的市场开拓力度, 最终业绩实现了较快的增长。
- 2011H1, 公司实现运维管理业务收入 2.17 亿元, 同比增长 68.74%, 该业务的增长最大的部分来自于系统集成业务规模的扩大, 但这也拖低了毛利率; 互联网业务收入 3.16 亿元, 同比增长 24.68%, 其中飞信业务收入 2.93 亿元, 同比增长 22.36%, 实现农信通业务收入 2139 万元。运维管理业务的收入增速远超预期, 互联网业务收入低于预期。
- 对比 2011H1 和 2010H1 各项影响净利率的因素, 公司投资收益比重上升至 10%。该投资收益系公司参股大连华信 8% 股权所得, 具有持续性。同时, 公司来自飞信和电信行业的收入比重下降。这些在一定程度上可以缓解市场部分投资者对于飞信持续运营风险而产生的忧虑。

## 公司将持续扩大运维管理业务, 优化收入结构

- 加快扩大软件/运维服务/系统集成等业务的规模, 持续降低对飞信业务的依赖, 是公司未来几年的战略。我们认为公司将积极向电信运维服务产业链新领域延伸、承接系统集成快速切入新客户、收购具有技术和市场资源协同效应的企业、抓住电信行业云计算投资机会、拓展电信外行业客户。我们预计未来三年该项业务达到收入 29%、毛利 22% 的复合增长率。
- 考虑到神州泰岳兼具软件厂商和互联网厂商能力、其对飞信运营业务的全方位深度参与, 以及飞信运营的实际效果, 我们判断中移动和公司续约飞信运营合同是大概率事件。在结算方式上即使按维护人数支付劳务费, 飞信收入亦能保持平稳增长。
- 随着中移动对农信通业务的推广力度逐渐加大, 同时随着农信通业务的成熟, 预计 2012-2013 年实现爆发, 2013 年该项收入将达到 1.5 亿元以上。

## 业绩预测与投资建议

- 在考虑飞信续约后结算方式的悲观情形, 我们预测公司 2011-2013 年 EPS 为 1.12 元、1.38 元和 1.74 元。重申其“买入”评级, 给予 25 × 2012EPS 估值 34.5 元。
- 风险提示: 公司目前仍然存在运维管理业务对电信行业的依赖风险和飞信业务持续发展的风险。

## 内容目录

2011H1 公司业绩点评 .....	3
收入增长超预期、净利润增长符合预期 .....	3
运维管理业务规模高速增长，互联网业务稳定增长 .....	3
来自飞信和电信行业收入比例降低，公司为多元化收入来源作出努力 .....	3
投资收益占利润总额超过 10% .....	4
经营亮点 .....	4
在中国移动移动互联网政策趋紧的情况下，公司积极扩大收入来源，维持了快速增长 .....	4
飞信运营可圈可点 .....	5
公司将持续扩大运维管理业务规模，优化收入结构 .....	5
运维管理业务将加快增长 .....	5
飞信运营合同续签概率极大，若结算模式发生变化亦可维持增长 .....	6
农信通业务将逐渐进入增长期 .....	7
业绩预测与投资建议 .....	8
盈利预测：维持买入评级 .....	8
风险提示 .....	8
附录：三张报表预测摘要 .....	10

## 图表目录

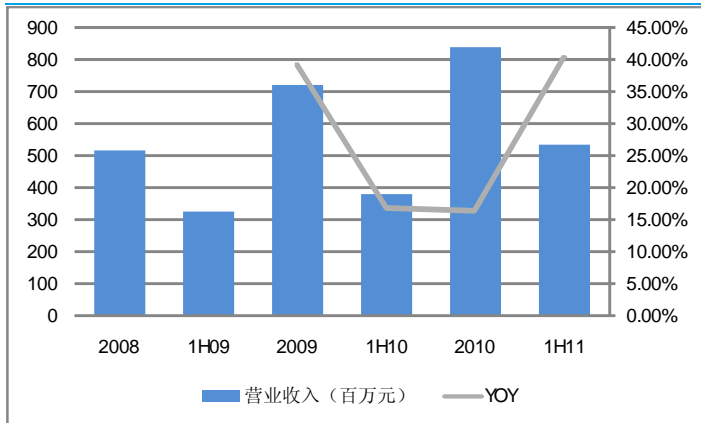
图表 1：公司 2011H1 营业收入增长 40.25% .....	3
图表 2：2011H1 净利润增速 33.86% .....	3
图表 3：2011H1 运维管理业务高速增长，毛利率下降 .....	3
图表 4：2011H1 互联网业务增速缓慢回升 .....	3
图表 5：飞信收入占比逐期下降 .....	4
图表 6：电信行业收入占比开始下降 .....	4
图表 7：投资收益占利润总额超过 10% .....	4
图表 8：运维管理业务收入预测 .....	6
图表 9：飞信不仅仅是一个 IM 软件，而是一个开放的互联网平台 .....	7
图表 10：部分互联网或软件厂商员工数量 .....	7
图表 11：神州泰岳飞信收入预测 .....	7
图表 12：农信通业务收入预测 .....	8
图表 13：神州泰岳收入预测 .....	8
图表 14：神州泰岳 EPS 预测 .....	8
图表 15：神州泰岳销售预测 .....	9

## 2011H1 公司业绩点评

### 收入增长超预期、净利润增长符合预期

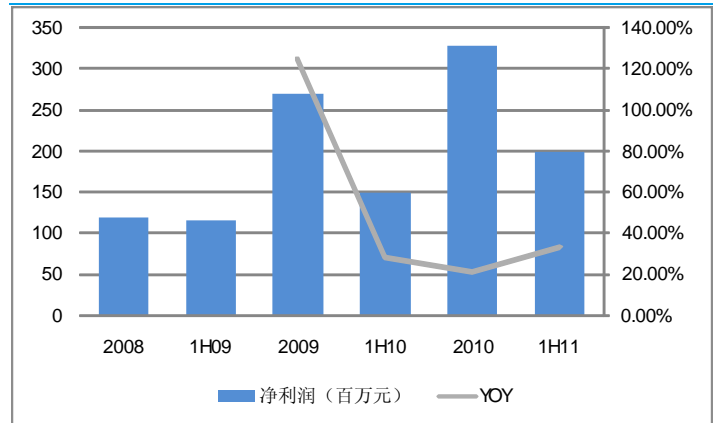
- 神州泰岳 2011 年上半年实现营业收入及归属于上市公司股东净利润 5.35 亿元和 2.0 亿元，同比增长 40.25%和 33.86%，EPS 为 0.53 元。收入增速超出市场预期，但利润增速符合市场预期。这主要是毛利率略低的运维管理业务出现大幅上升所致。

图表1: 公司 2011H1 营业收入增长 40.25%



来源: 公司中报、年报,国金证券研究所

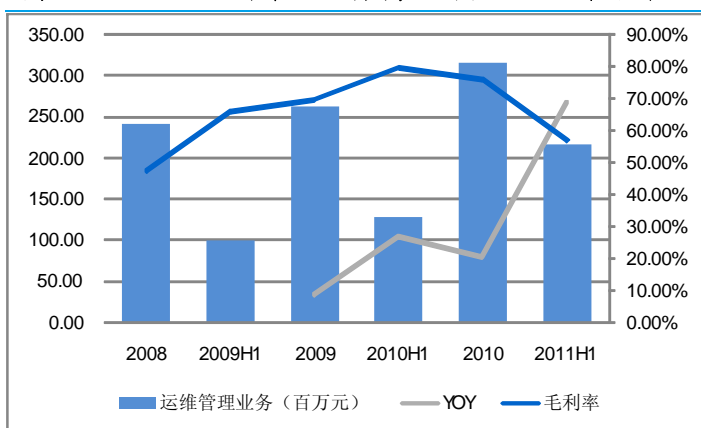
图表2: 2011H1 净利润增速 33.86%



### 运维管理业务规模高速增长，互联网业务稳定增长

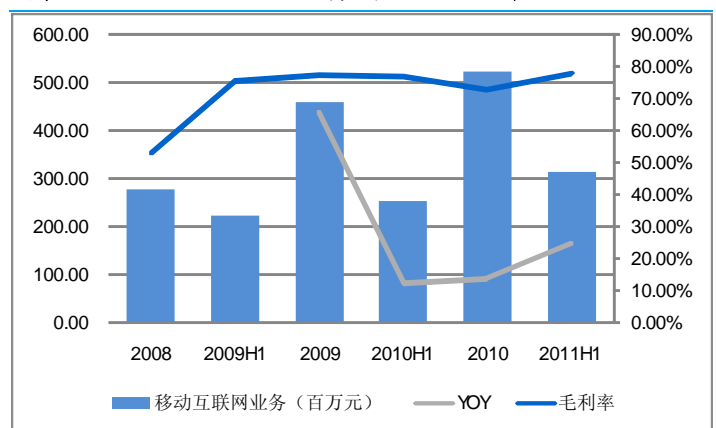
- 与 2010 年上半年相比，公司运维管理业务高速增长，互联网业务增速缓慢回升。2011H1 运维管理业务收入达到 2.17 亿元，同比增长 68.74%，其增长的主要原因是毛利率较低的系统集成业务由去年同期的 2880 万元增长至今年的 7695 万元。由于系统集成的毛利率显著低于其他 BSM、OSS 业务，因此运维管理业务整体的毛利率水平被拉低 22.40%。
- 由于中国移动对移动互联网的管理政策尚未松动以及中国移动内部调整带来的影响，飞信业务未实现预期中的高速增长，增速在缓慢回升。农信通业务目前仍处于培育期，2011H1 农信通收入主要来自于开发和支撑费用。2011H1，公司实现互联网业务收入 3.16 亿元，同比增长 24.68%。其中，飞信业务收入 2.93 亿元，同比增长 22.36%；实现农信通业务收入 2139 万元。

图表3: 2011H1 运维管理业务高速增长，毛利率下降



来源: 公司中报、年报,国金证券研究所

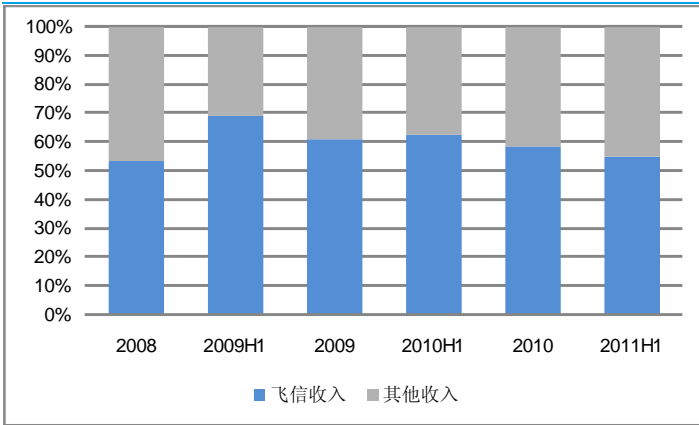
图表4: 2011H1 互联网业务增速缓慢回升



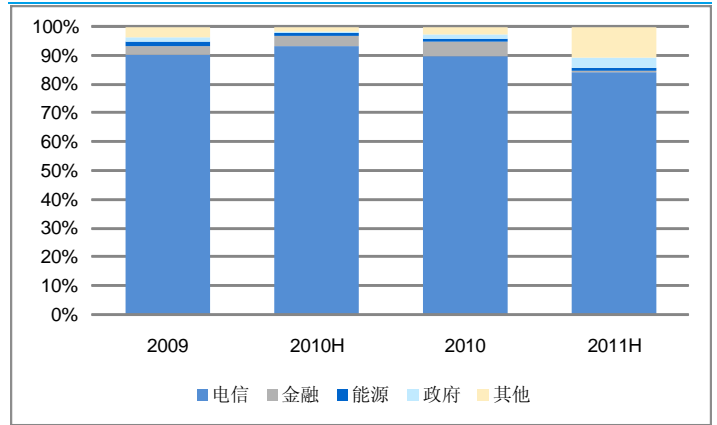
### 来自飞信和电信行业收入比例降低，公司为多元化收入来源作出努力

- 由于运维管理业务规模的快速增长，飞信业务占营业总收入比例进一步降低。同时公司积极拓展电信以外行业客户，取得了明显的成效。

图表5: 飞信收入占比逐期下降



图表6: 电信行业收入占比开始下降

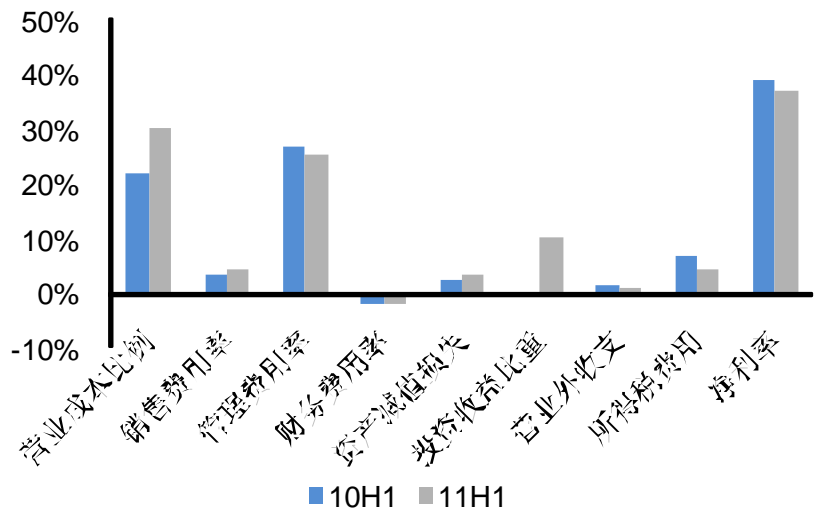


来源: 公司中报、年报,国金证券研究所

投资收益占利润总额超过 10%

- 对比 2011H1 和 2010H1 各项影响净利率的因素, 我们可以观察到: 除营业成本比例大幅上升外, 另一项显著的变化是投资收益比重上升至 10%。该投资收益系公司参股大连华信 8% 股权所得, 具有持续性。
- 公司此项投资, 对多元化公司的盈利来源起到了有效的作用。

图表7: 投资收益占利润总额超过 10%



来源: 公司中报, 国金证券研究所

经营亮点

在中国移动移动互联网政策趋紧的情况下, 公司积极扩大收入来源, 维持了快速增长

- 2011 年上半年对中国移动的 SP、CP 来说仍然是比较困难的。中国移动对移动互联网的从紧态度暂时没有发生变化, 这一方面是由于目前中国移动的网络建设仍处于落后水平, 其在战略采取“先网络-后内容”的路线; 另一方面, 中国移动内部的一些列调整对延缓了其数据业务的发展进度。因此, 与神州泰岳主营业务有关的飞信和农信通业务的增长速度也受到了限制。
- 在这种背景下, 神州泰岳通过拓展运维管理业务, 增强其在 BSM 和 OSS 领域获得订单和盈利的能力, 仍然实现了营业总收入和净利润的高速增长。这一方面打消了市场部分投资者对其扩大收入来源能力的疑虑; 另一

方面，也说明了公司有很强的发展动力与执行力，以及在困难环境下达到目标的能力。

#### 飞信运营可圈可点

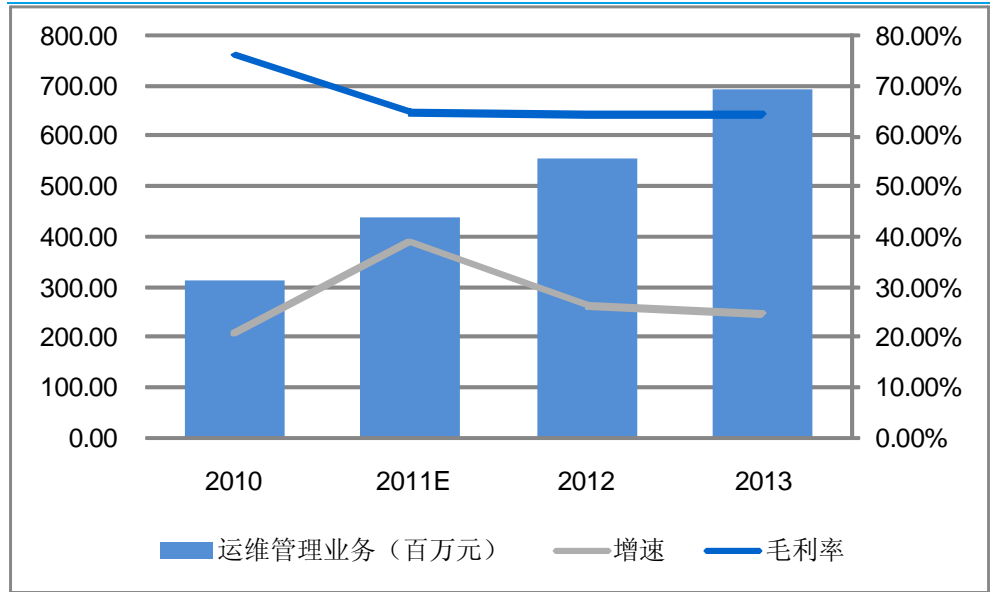
- 在飞信业务上，公司对开发和运营进行了积极的改进，同时配合中国移动推进了飞信的开放平台战略。
  - **天下武功，唯快不破：**从 2010 年下半年以来，公司改进了飞信的开发模式，从传统的瀑布式开发改变为互联网通用的敏捷式开发。现在基本每个月升级一个小版本，每三个月升级一个大版本，“快”是互联网产品设计的要点。
  - **开放大势，不可逆转：**从飞信的经营战略上，神州泰岳积极的推进开放策略，开放平台已经上线，成功实现和主流的微博、SNS、互联网游戏等应用互通；同时，融合 PC 客户端、Web、Wap、手机客户端、短信接口等各种接入方式。这样的布局已经初具互联网大平台的雏形。
- 正是神州泰岳兼具软件厂商和互联网厂商能力，以及其对飞信运营业务的全方位深度参与，我们判断神州泰岳对飞信的运营效果达到甚至超过了中国移动的心理预期，中移动飞信对神州泰岳的运营服务具有较强依赖性。

#### 公司将持续扩大运维管理业务规模，优化收入结构

##### 运维管理业务将加快增长

- 加快扩大软件/运维服务/系统集成等业务的规模，持续降低对飞信业务的依赖，是公司未来几年的战略。我们判断，公司将从以下几方面入手：
  - 通过向网络优化等产业链延伸，公司在电信运维服务的业务范围逐渐扩大，拓宽了该项业务的收入来源。
  - 通过加大对毛利率较低的系统集成业务的承接力度，实现收入规模的扩大。同时，系统集成业务是公司快速切入新客户、新领域，从而获得后续软件与服务订单的契机。
  - 通过收购与自身在技术和市场资源上互补的企业实现快速获得技术能力或者切入目标市场。
  - 抓住未来几年电信行业将大规模投入云计算的历史机遇，在系统集成、运维服务和行业应用上获得重量级的云计算订单。
  - 积极拓展政府、金融等电信以外行业市场，公司的电信级运维服务能力应用到其他行业，能够体现较大的竞争优势。
- 预计未来三年公司运维管理业务将达到收入 29%，毛利 22%的复合增长率，尤其是 2011 年公司加大对系统集成业务的开拓力度，该项业务收入增速将达到 39%。但与此同时，我们预计运维管理业务的毛利率也将下降至 64.58%。预计未来几年内，毛利率将稳定在此水平。

图表8: 运维管理业务收入预测



来源: 国金证券研究所

飞信运营合同续签概率极大，若结算模式发生变化亦可维持增长

- 神州泰岳在飞信上，向中国移动提供的整体的运营支撑能力。公司不仅提供了传统意义上的软件开发、系统维护与优化、技术支持等服务，同时还承担了飞信产品开发、业务规划建议、规范制定、业务运营分析、产品实施方案设计、营销支撑、业务培训和客服服务等多方面的工作。神州泰岳对飞信业务的参与是全面的、深度的，同时经过多年的配合神州泰岳和中国移动的磨合程度已经很高，飞信业务的发展速度很快，达到了中国移动的目标。因此我们判断，中国移动同神州泰岳续签飞信运营合同是大概率事件。
- 市场上目前比较担心中移动会将按照活跃用户数量与神州泰岳结算的方式改变为按照维护人员数向神州泰岳支付劳务支持费的方式。我们认为，即使按照这种最坏的情形考虑，神州泰岳在飞信上仍然能够维持平稳增长。目前神州泰岳通过全资子公司新媒传信参与飞信开发、运营、服务的总人数接近 3000 人。按照目前 20 万/人年的较低报价，亦能达到近 6 亿元的飞信劳务支持费收入。考虑到飞信不仅仅是一个 IM 工具，而是被定位为中国移动的互联网和移动互联网平台，参与运营人数仍将逐年增长。对比下图各互联网厂商的员工数量，可见一斑。

图表9: 飞信不仅仅是一个IM软件, 而是一个开放的互联网平台

飞信功能不完全统计		
免费短信无限发送	飞信会员服务	语音群聊
多终端支持无缝沟通	彩信服务	天气预报服务
手机与PC文件互传	手机联系人备份	飞信空间
NBA赛事	读书频道	飞信群组
手机支付	飞信音乐	飞信游戏
飞信邮箱	飞信迷你首页	飞信开放平台

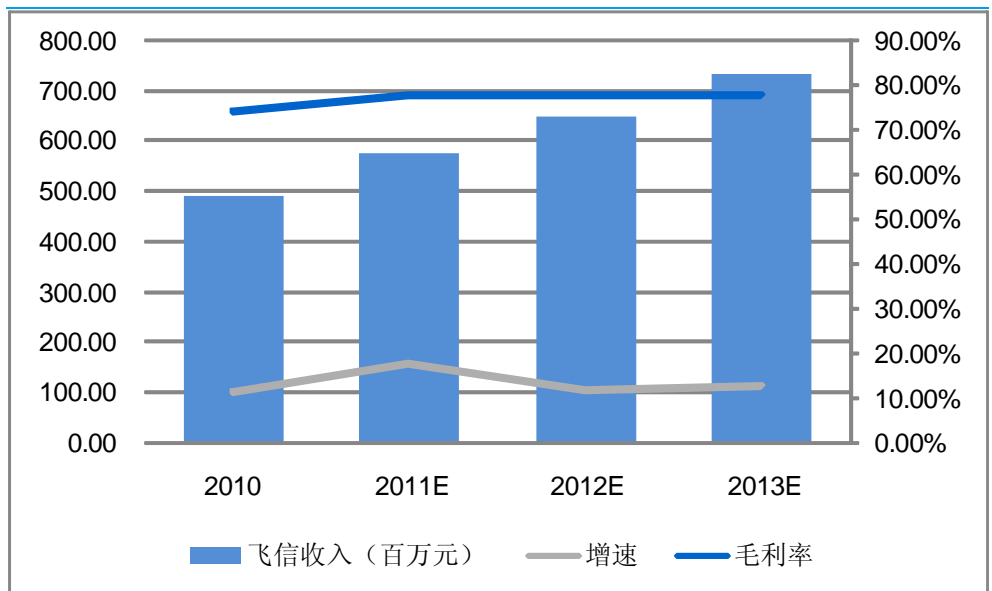
来源: 国金证券研究所

图表10: 部分互联网或软件厂商员工数量

部分互联网或软件厂商员工数量	
腾讯	>10000人
百度	>10000人
阿里巴巴集团	>20000人
淘宝	6000人
Wind资讯	1400人

- 考虑最坏的计算, 按照维护人员收取劳务支持费。神州泰岳在未来几年内飞信业务收入将维持 12%-15%的平稳增长(2011年仍能达到 18%的增速), 毛利率将维持在目前水平, 约 78%。

图表11: 神州泰岳飞信收入预测

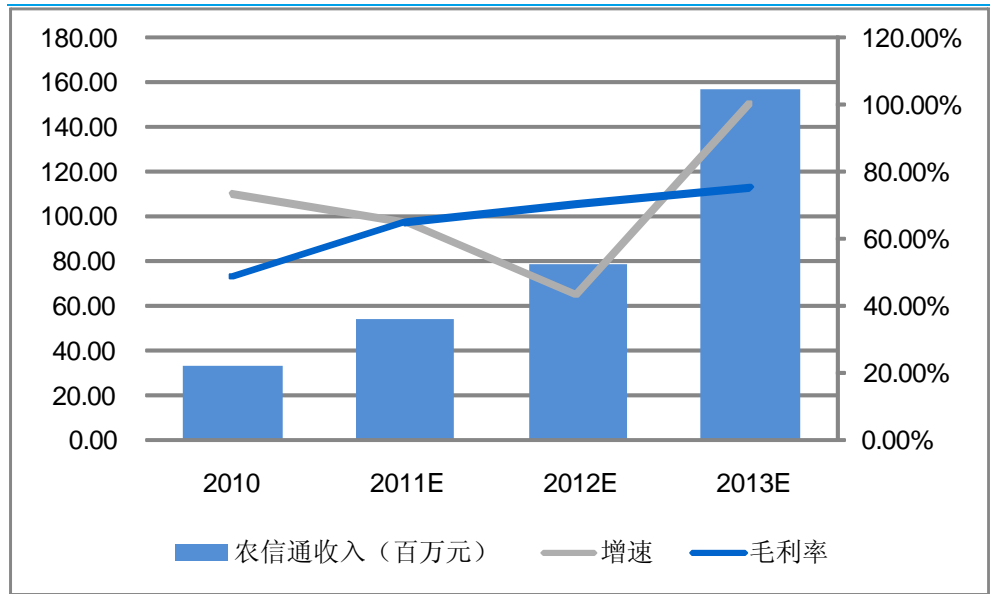


来源: 国金证券研究所

### 农信通业务将逐渐进入增长期

- 在未来几年, 农信通业务仍然保持一定的分成模式。2011年, 农信通主要推广的业务仅是百事易和务工易两项, 目前处于用户培育期, 收入主要来自开发 and 支撑费用。所以总的而言, 农信通 2011年收入贡献还不大。
- 随着中国移动的调整逐步到位, 数据业务将重归快速发展的轨道。农信通平台的全国推广力度预计将在年底或者明年初开始加大, 同时随着农信通产品本身逐渐由培育期进入增长期, 我们预测未来三年内, 农信通业务对神州泰岳收入的贡献将达到 1.5 亿元, 爆发时点在 2012-2013 年。根据我们测算, 2011H1 农信通的毛利率已经提高至 65%。我们预测随着销售收入的扩大, 未来毛利率将进一步提升至 75%。

图表12: 农信通业务收入预测



来源: 国金证券研究所

### 业绩预测与投资建议

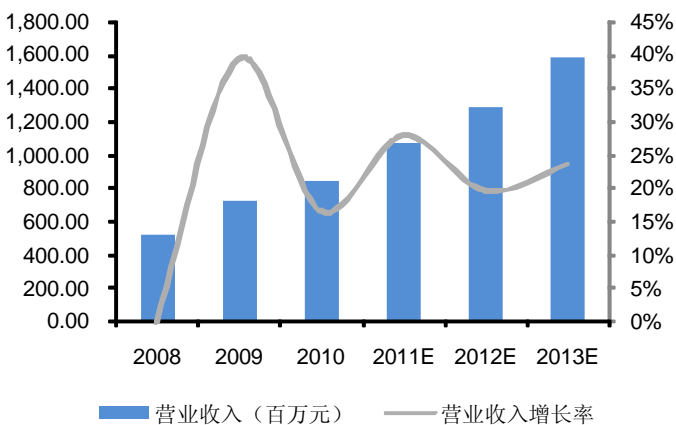
#### 盈利预测: 维持买入评级

- 在考虑到飞信续约后, 结算方式的悲观情形, 我们预测 2011-2013 年, 神州泰岳的主营业务收入分别为 10.75 亿元、12.85 亿元和 15.87 亿元, 对应 EPS 为 1.12 元、1.38 元和 1.74 元。我们重申其“买入”评级, 给予 25 × 2012EPS 估值 34.5 元。

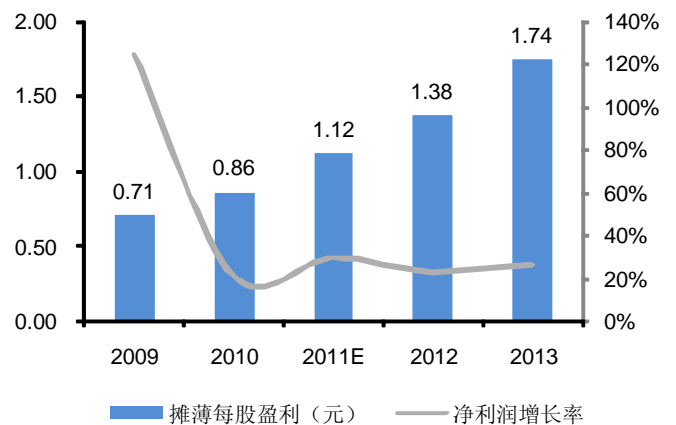
#### 风险提示

- 公司目前仍然存在运维管理业务对电信行业的依赖风险和飞信业务持续发展的风险。

图表13: 神州泰岳收入预测



图表14: 神州泰岳 EPS 预测



来源: 国金证券研究所



**图表15：神州泰岳销售预测**

产品销售收入（单位：人民币百万元）

项 目	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
<b>IT运维管理业务</b>								
销售收入（百万元）	355.03	241.45	262.55	317.12	440.67	557.13	696.41	860.29
增长率（YOY）	N/A	-31.99%	8.74%	20.78%	38.96%	26.43%	25.00%	23.53%
毛利率	33.18%	47.55%	72.57%	76.08%	64.58%	64.15%	64.15%	65.02%
销售成本（百万元）	237.22	126.65	72.02	75.86	156.10	199.71	249.64	300.91
增长率（YOY）	N/A	-46.61%	-43.14%	5.33%	105.79%	27.94%	25.00%	20.54%
毛利（百万元）	117.81	114.80	190.53	241.27	284.57	357.42	446.77	559.38
增长率（YOY）	N/A	-2.55%	65.97%	26.63%	17.95%	25.60%	25.00%	25.21%
占总销售额比重	80.18%	46.50%	36.33%	37.68%	40.98%	43.35%	43.87%	43.75%
占主营业务利润比重	69.45%	43.90%	35.81%	38.81%	36.84%	38.90%	39.29%	39.56%
<b>移动互联网业务</b>								
销售收入（百万元）	87.74	277.83	460.21	524.51	634.62	727.93	891.07	1,106.27
增长率（YOY）	N/A	216.66%	65.64%	13.97%	20.99%	14.70%	22.41%	24.15%
毛利率	59.08%	52.80%	74.22%	72.51%	76.87%	77.13%	77.47%	77.27%
销售成本（百万元）	35.91	131.12	118.64	144.19	146.77	166.44	200.76	251.48
增长率（YOY）	N/A	265.19%	-9.52%	21.53%	1.79%	13.41%	20.62%	25.26%
毛利（百万元）	51.83	146.71	341.57	380.32	487.86	561.49	690.31	854.79
增长率（YOY）	N/A	183.03%	132.82%	11.35%	28.28%	15.09%	22.94%	23.83%
占总销售额比重	19.82%	53.50%	63.67%	62.32%	59.02%	56.65%	56.13%	56.25%
占主营业务利润比重	30.55%	56.10%	64.19%	61.19%	63.16%	61.10%	60.71%	60.44%
其中： <b>飞信业务</b>								
销售收入（百万元）	87.74	277.83	441.03	491.21	579.62	649.18	733.57	836.27
增长率（YOY）	N/A	216.66%	58.74%	11.38%	18.00%	12.00%	13.00%	14.00%
毛利率	59.08%	52.80%	75.32%	74.13%	78.00%	78.00%	78.00%	78.00%
销售成本（百万元）	35.91	131.12	108.85	127.08	127.52	142.82	161.39	183.98
增长率（YOY）	N/A	265.19%	-16.99%	16.74%	0.35%	12.00%	13.00%	14.00%
毛利（百万元）	51.83	146.71	332.18	364.13	452.11	506.36	572.19	652.29
增长率（YOY）	N/A	183.03%	126.42%	9.62%	24.16%	12.00%	13.00%	14.00%
占总销售额比重	19.82%	53.50%	61.02%	58.36%	53.90%	50.52%	46.21%	42.52%
占主营业务利润比重	30.55%	56.10%	62.43%	58.58%	58.53%	55.10%	50.32%	46.13%
<b>农信通</b>								
销售收入（百万元）	0.00	0.00	19.18	33.30	55.00	78.75	157.50	270.00
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	73.62%	65.17%	43.18%	100.00%	71.43%
毛利率	0.00%	0.00%	48.94%	48.60%	65.00%	70.00%	75.00%	75.00%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	9.79	17.12	19.25	23.63	39.38	67.50
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	74.80%	12.47%	22.73%	66.67%	71.43%
毛利（百万元）	0.00	0.00	9.39	16.18	35.75	55.13	118.13	202.50
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	72.40%	120.91%	54.20%	114.29%	71.43%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	2.65%	3.96%	5.11%	6.13%	9.92%	13.73%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	1.76%	2.60%	4.63%	6.00%	10.39%	14.32%
<b>销售总收入（百万元）</b>	<b>442.77</b>	<b>519.28</b>	<b>722.76</b>	<b>841.63</b>	<b>1,075.30</b>	<b>1,285.06</b>	<b>1,587.49</b>	<b>1,966.57</b>
<b>销售总成本（百万元）</b>	<b>273.12</b>	<b>257.77</b>	<b>190.66</b>	<b>220.04</b>	<b>302.87</b>	<b>366.16</b>	<b>450.40</b>	<b>552.39</b>
<b>毛利（百万元）</b>	<b>169.64</b>	<b>261.51</b>	<b>532.10</b>	<b>621.59</b>	<b>772.43</b>	<b>918.90</b>	<b>1,137.08</b>	<b>1,414.18</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>38.31%</b>	<b>50.36%</b>	<b>73.62%</b>	<b>73.86%</b>	<b>71.83%</b>	<b>71.51%</b>	<b>71.63%</b>	<b>71.91%</b>

来源：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)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	519	723	842	1,075	1,285	1,587	货币资金	193	2,077	1,678	1,754	2,292	3,017
增长率		39.2%	16.4%	27.8%	19.5%	23.5%	应收款项	124	162	354	311	336	372
主营业务成本	-258	-191	-220	-303	-366	-450	存货	31	42	71	58	65	74
% 销售收入	49.6%	26.4%	26.1%	28.2%	28.5%	28.4%	其他流动资产	12	5	16	15	15	14
毛利	261	532	622	772	919	1,137	流动资产	360	2,285	2,118	2,138	2,708	3,476
% 销售收入	50.4%	73.6%	73.9%	71.8%	71.5%	71.6%	% 总资产	94.8%	96.1%	77.2%	66.5%	71.6%	77.1%
营业税金及附加	-14	-8	-11	-14	-17	-21	长期投资	0	0	76	376	376	376
% 销售收入	2.7%	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	固定资产	15	87	488	595	592	551
营业费用	-20	-19	-29	-35	-42	-50	% 总资产	3.9%	3.7%	17.8%	18.5%	15.6%	12.2%
% 销售收入	3.8%	2.6%	3.4%	3.3%	3.2%	3.2%	无形资产	1	1	53	106	106	106
管理费用	-121	-223	-253	-323	-374	-448	非流动资产	20	94	624	1,076	1,073	1,033
% 销售收入	23.3%	30.9%	30.0%	30.0%	29.1%	28.2%	% 总资产	5.2%	3.9%	22.8%	33.5%	28.4%	22.9%
息税前利润 (EBIT)	107	282	329	400	486	618	资产总计	380	2,379	2,743	3,214	3,781	4,509
% 销售收入	20.6%	39.0%	39.1%	37.2%	37.9%	38.9%	短期借款	10	0	0	3	0	0
财务费用	1	4	33	17	20	27	应付款项	103	79	123	188	226	278
% 销售收入	-0.1%	-0.6%	-3.9%	-1.6%	-1.6%	-1.7%	其他流动负债	28	33	52	47	57	70
资产减值损失	-3	-2	-11	0	0	0	流动负债	141	112	175	238	282	348
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	4	40	55	65	其他长期负债	5	6	14	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	1.0%	8.5%	9.5%	8.8%	负债	146	118	189	238	282	349
营业利润	105	284	354	457	562	709	普通股股东权益	234	2,260	2,551	2,976	3,499	4,160
营业利润率	20.2%	39.2%	42.0%	42.5%	43.7%	44.7%	少数股东权益	0	1	3	0	0	0
营业外收支	19	17	12	15	20	25	负债股东权益合计	380	2,379	2,743	3,214	3,781	4,509
税前利润	124	300	365	472	581	735							
利润率	23.9%	41.6%	43.4%	43.9%	45.2%	46.3%							
所得税	-4	-30	-38	-47	-58	-73							
所得税率	2.9%	10.0%	10.5%	10.0%	10.0%	10.0%							
净利润	121	270	327	425	523	661							
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0							
归属于母公司的净利润	121	271	328	425	523	661							
净利率	23.2%	37.5%	39.0%	39.5%	40.7%	41.6%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	121	270	327	425	523	661	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	2.791	2.142	1.038	1.345	1.655	2.092
非现金支出	7	8	21	43	53	61	每股净资产	5.411	17.880	8.072	9.417	11.072	13.164
非经营收益	2	-2	-4	-47	-74	-90	每股经营现金净流	3.326	1.678	0.619	1.702	1.636	2.069
营运资金变动	14	-64	-148	117	15	22	每股股利	N/A	0.300	0.300	0.000	0.000	0.000
经营活动现金净流	144	212	196	538	517	654	回报率						
资本开支	-7	-77	-424	-188	-31	5	净资产收益率	51.58%	11.98%	12.86%	14.28%	14.95%	15.89%
投资	0	0	-137	-300	0	0	总资产收益率	31.71%	11.38%	11.95%	13.23%	13.83%	14.66%
其他	0	0	0	40	55	65	投入资本收益率	42.68%	11.21%	11.53%	12.09%	12.51%	13.36%
投资活动现金净流	-7	-77	-561	-448	25	70	增长率						
股权募资	0	1,786	3	0	0	0	主营业务收入增长率	N/A	39.18%	16.45%	27.76%	19.51%	23.53%
债权募资	-6	-10	0	-14	-3	1	EBIT增长率	N/A	162.88%	16.73%	21.73%	21.56%	26.99%
其他	-23	-24	-39	0	0	0	净利润增长率	N/A	124.60%	21.11%	29.63%	23.03%	26.41%
筹资活动现金净流	-29	1,751	-36	-14	-3	1	总资产增长率	66.98%	525.86%	15.30%	17.17%	17.65%	19.25%
现金净流量	108	1,886	-402	76	538	725	资产管理能力						
							应收账款周转天数	70.6	69.1	107.9	100.0	90.0	80.0
							存货周转天数	44.0	70.3	93.5	70.0	65.0	60.0
							应付账款周转天数	73.7	115.1	66.6	80.0	80.0	80.0
							固定资产周转天数	10.5	10.8	165.1	148.6	137.6	109.0
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-78.36%	-91.84%	-65.69%	-58.83%	-65.50%	-72.50%
							EBIT利息保障倍数	-153.8	-62.6	-10.0	-23.3	-24.1	-23.3
							资产负债率	38.52%	4.95%	6.90%	7.41%	7.47%	7.74%

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
强买	1	4	6	6	12
买入	0	2	2	3	7
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.29	1.27	1.29	1.36

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-07-30	买入	45.66	N/A
2 2010-08-04	买入	49.89	N/A
3 2010-08-04	买入	49.89	N/A
4 2010-09-03	买入	51.94	77.37 ~ 77.37
5 2010-10-15	买入	46.01	N/A
6 2010-10-28	买入	47.98	N/A
7 2011-02-25	买入	41.63	75.00
8 2011-03-17	买入	38.96	75.00

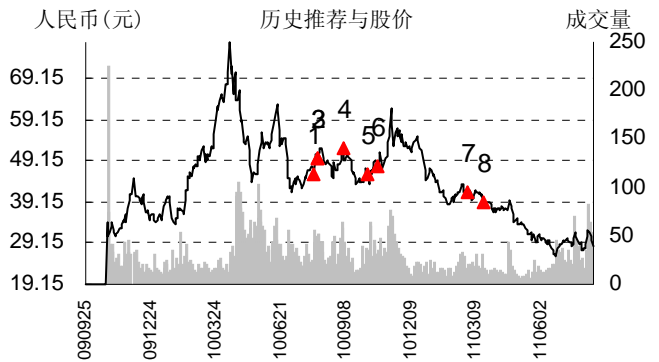
来源：国金证券研究所

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



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：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-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: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 921 室