

丽江旅游 (002033.SZ)

旅游景点行业

评级: 买入 维持评级

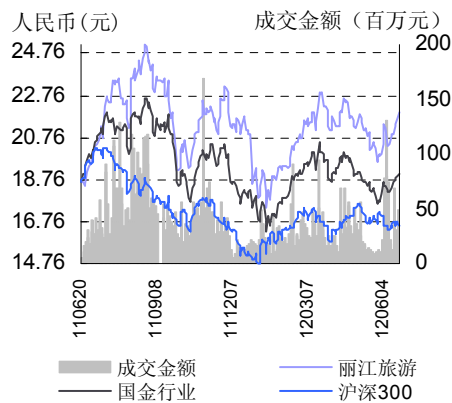
公司研究简报

市价(人民币): 21.93元
目标(人民币): 24.30-26.10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)	126.52
总市值(百万元)	3,592.24
年内股价最高最低(元)	25.18/17.44
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

1. 《业绩符合预期,稳步增长大索道存提价预期》, 2012.3.22
2. 《大索道运营回升,酒店经营超预期》, 2011.7.22

苏超 联系人
(8621)61357581
suchao@gjzq.com.cn

毛峥嵘 分析师 SAC 执业编号: S1130511030004
(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn

大索道游客增长超预期, 提价预期催化股价

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.087	0.714	0.878	1.056	1.248
每股净资产(元)	5.18	4.67	6.32	7.10	7.99
每股经营性现金流(元)	0.06	1.51	28.85	30.85	36.44
市盈率(倍)	397.85	27.16	24.98	20.77	17.57
行业优化市盈率(倍)	62.31	39.46	35.38	35.38	35.38
净利润增长率(%)	-73.64%	1060.11%	22.90%	20.25%	18.24%
净资产收益率(%)	1.67%	15.31%	12.91%	13.82%	14.51%
总股本(百万股)	116.32	163.80	163.80	163.80	163.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 丽江旅游市场平稳发展, 大索道游客增长超预期: 尽管今年经济下行对国内旅游市场产生了一定的负面影响, 但整体来看影响有限, 丽江旅游市场延续了去年以来的良好势头。受益于玉龙景区游客量稳步增长以及运力扩容后市场效应的扩张, 年初以来大索道接待游客量实现较快增长, 预计增幅达到 20% 以上, 超出此前预期, 也构成我们上调盈利预测的主要原因。
- 和府皇冠“价增量减”平稳发展, 印象丽江受益大玉龙营销政策保持稳步增长: 2011 年, 和府皇冠在平均房价 850 元的水平上实现入住率突破 70%, 从高星级酒店经营良性发展(过高入住率会导致装修、设施损耗严重, 缩短使用寿命)考虑, 今年平均房价提高了 15%, 接近 1000 元的水平, 短期导致入住率下滑 10% 以上, 收入总体维持平稳发展的态势; 而印象丽江在玉龙管委会营销政策的大力支持下同步增长, 单场上座率继续保持 75% 以上, 实际平均票价稳中有升, 对公司盈利贡献稳步增加。
- 大索道提价进程稳步推进, 提价预期催化旺季股价表现: 大索道提价近期与主管部门积极沟通, 具体获批时间尚不明确。但从其他景区启动提价程序来看, 符合国家有关规定的门票、索道提价并无政策上的明显障碍, 进入旅游旺季后, 提价预期有望催化股价的市场表现。根据我们的测算, 按照我们预测之 2013 年 124 万人次, 全年实行 200 元提价后名义票价及谨慎假设的折扣率, 将增厚当年 EPS 0.18 元左右。

投资建议

- 公司作为旅游资源类上市公司的典型代表, 在经历去年印象丽江的资产注入后, 整体盈利能力显著提升。今年在丽江旅游市场总体保持平稳发展的背景下, 大索道游客接待量略超此前预期, 其他各版块业务保持稳步增长, 而大索道提价预期始终将成为股价上涨过程中的重要催化剂。据此, 我们上调公司 2012~2014 年 EPS 预测至 0.878 元、1.051 元和 1.248 元, 继续维持对公司“买入”的投资评级。

估值

- 我们给予公司 6-12 个月 24.3-26.1 元的目标价, 相当于 28x~30x12PE, 此目标估值考虑了旺季估值季节性上升原因以及小非减持可能带来的压力。

风险

- 相关资本运作、提价进程具有不确定性, 可能在时间上低于预期;
- 小非持续减持或将对公司股价产生阶段性的负面影响。

附录：丽江旅游调研纪要

索道业务经营情况及大索道提价进程

■ 今年丽江整体的旅游市场情况怎么样？三条索道的经营情况如何？

- 从上半年截至目前的情况来看，丽江整体旅游市场发展势头良好，观光游客依然保持了较快增长，大玉龙景区的游客接待量继续保持 15% 左右的增长。但受经济下行的影响，会务市场有所下滑。丽江机场开通国际直飞航线，6 月份首航，直飞香港，年内实现两个国际航线包机直航，丽江旅游市场的内外部环境正在得到明显改善。
- 整体来看，下半年丽江旅游市场还是要看整体的经济状况，是否会对丽江的旅游产生影响。一般而言，高考填报志愿结束后，丽江将进入传统的旅游旺季。但年底的会务市场可能会受到经济的影响，具体情况需要具体看下半年经济的走势。
- 受益于大玉龙景区游客量的增长，根据以往经验，进入玉龙景区 90% 左右的游客会搭乘公司的索道-大索道或云杉坪索道，据此，公司旗下三条索道接待游客亦将保持 10% 以上的增长。
- 玉龙雪山索道在 2010 年进行了技改，停运时间比较长，对团队的影响比较大。目前，大索道在运行一年后，相关信息已经全面传递到组团社，使得游客接待量在去年的基础上实现了较快增长。而且，索道运力提升，旺季游客排队时间大大减少，公司通过营销政策的有效引导，推动进山游客向大索道分流，市场效应显著提高，而散客的比例也基本回复到 35-40% 的较高水平。据测算，我们预计大索道上半年接待游客增速有望达到 20% 以上，超出我们年初 15% 的增速预测。
- 云杉坪景点经过多年的发展，已经非常成熟，接待规模较大。云杉坪接待规模大的原因是由于丽江率先实行了“先付款、后接待团队”的工作，一卡通结算，因此旅行社要垫付资金，而云杉坪和大索道的差价比较大，很多低价团队优先选择云杉坪。云杉坪价格比较低，对中低端团队比较有吸引力，还有一些东南亚低海拔地区的老年团，上不了大索道。云杉坪 85% 以上都是团队。旺季排队时间在半小时左右，上午相对比较集中。由于基数较大，预计今年增长 10% 左右。
- 牦牛坪索道，还是由于距离和团队行程安排方面的原因，游客还是比较少，今年基本没什么增长。
- 整体而言，截至目前，我们预计三条索道总体接待量在 10% 以上。

■ 大索道提价工作的进展如何？

- 大索道提价进程，近期在积极与主管部门进行沟通。正常流程是申请报到丽江市发改委，丽江市发改委将意见转到省发改委，去年 5 月份就提交了。按照索道改造进行提价申报，但具体获批时间尚不明确。由于总价格中仍需要按照之前的规定计提 15% 的环保基金，对盈利的影响需加以考虑。

印象丽江经营情况

- 印象丽江 2011 年接待观众 200.8 万人次，增长比较明显，主要是因为接待能力增加所致。其中，团队游客要占到 90%。目前一天演出的上限是四场，9-11-14-16 点四场。天气的影响不是很大，不是十分恶劣的天气，都能正常演出。今年随着玉龙雪山进山游客的稳步增长。
- 印象丽江，一般提前一天通过团队预订，公司可以通过根据预订情况安排场次，进而把上座率保持在 75% 以上。零售价是一般散客 190 元，VIP 是 260 元，目前综合实际结算价是 118 元。现在来看，印象丽江还是主要靠游客量的增长。将来可能根据量的变化来考虑提价的问题（这部分属市场化定价，政府不干预）。

- 目前印象丽江的营销模式是管委会摸索，在购买 220 元大玉龙套票的基础上看印象丽江，只需要增加 35 元即可，总价为 255 元，而印象丽江能在套票里分成 110 元。因此，在玉龙雪山景区管委会的大力支持下，印象丽江的游客接待量有望同步于玉龙雪山景区游客的增长。我们预计，今年上半年印象丽江接待观众人数同比增长在 10% 以上。
- 印象丽江目前执行的 15% 所得税优惠还将持续，但在程序上还需要每年一报，能够一直延续到 2020 年。
- 近年人工成本上升是成本项最主要的上升原因，演出人员的工资去年 7 月份进行了一次大的调整，上半年同比会有一定程度的增长。

和府皇冠经营情况以及二期进展情况

- 和府皇冠去年入住率突破 70%（平均房价近 800 多元），因此，今年进行了提价，协议价平均提高到 1000 元/间·天左右，但由于房价一次性涨了 15%，短期对入住率略有影响，上半年下降幅度在 10% 左右，导致短期收入增长不大，总体盈利状况还是要看收入的增长。
- 品牌酒店，去年开业的铂尔曼，房价要明显高，与和府皇冠不存在直接的竞争，短期挤出的游客部分分流到大港、官房。
- 会务一般都是委托旅行社进行操作，公司还没有形成成熟的套路。目前在酒店与其他旅游主业的经营上在考虑针对住酒店的散客进行大索道票的销售。
- 对于是否将品牌升级到洲际，从公司的角度要有个权衡，品牌调整有个改造的投入，如果改造成本太大，房价提升空间还要测算，要在可接受的范围内。如果品牌升级有利可图，还是会加以考虑。目前还处在谈判阶段，短期应不会有大的变化。
- 和府二期选了洲际的 indigo 品牌，管理费收取还是分基本管理费和奖励管理费。二期有个独立的大堂，其余都是客房，共 72 间，健身、餐厅等功能性设施与和府皇冠共用，而客房本身的盈利能力还是可以的。截至目前，80% 客房的土建都已经完成，有 1-2 栋的土建要等公建完成后才能开始。二期项目争取今年底建成，争取明年年初投入试运营。根据洲际品牌体系的价格差异，如果皇冠假日开业在 800 元，indigo 开业房价预计要在 1500 元左右。

其他主业经营及投资情况

- 玛咖保健品的经营情况？
 - 公司与华邦制药、格林恒信合资成立了龙健生物，开发玛咖保健品。从经营模式上，龙健玛咖在技术上依托华邦制药，格林恒信亦是国内最大的玛咖种植企业，而丽江旅游在市场推广和营销渠道上拥有优势，将作为旅游商品率先推向市场。
 - 玛咖从秘鲁引入后，在丽江种植的效果最好，适合在高海拔地区种植。而中国游客的旅游购物习惯比较强，想作为一个旅游购物市场引入。产品打造上要形成一个品牌，作为旅游产品推向市场。现在的主打产品是胶囊、片剂，保健酒还主要是针对本地市场。
 - 目前原料主要由股东提供，今年春节后才逐步投入市场。我们从公司旁仅运行一个月的零售门店情况看，销售情况良好，旅行社还是目前的主要客户群，定价相对较高，仅就门店的销售毛利来看，还是不错的，但整体小狗还需要时间观察。预计年内实现 700-800 万的收入。
 - 玛咖最主要功效是增加血液含氧量，平衡荷尔蒙，抗疲劳的效用明显。沿海城市-广东、福建对玛咖产品比较认可。
- 甘海子餐饮的推进情况？

- 甘海子餐饮设施的建设已经启动开工建设，预计明年 5 月份以前能够投入运营，主要还是针对团队餐饮。预计有 3000 个餐位，团餐一般每位不超过 30-40 元的标准。整个项目预计投入 9000 万元左右。
- 目前团队在景区的用餐，档次、规模都不行，甘海子餐饮设施投入后延长在景区的逗留时间，边际上将构成推动玉龙雪山景区深入发展的重要动力。

公司战略规划及未来可能发展重点

- 丽江旅游近期完成了企业的十二五规划。提出，立足丽江，辐射到滇西北。对于旅游资源的扩张，目前仍在做一些前期工作。滇西北是云南旅游资源最富集的地方，旅游文化将成为未来的主导产业。而国家旅游局做了大香格里拉大生态旅游区的发展规划，公司能否将业务延伸到香格里拉地区，既需要机会，也需要实力。长远来看，最先可能涉足的是迪庆地区，丽江是进入大香格里拉重要的门户，在游客资源和销售渠道方面具有一定的优势。
- 丽江有两张名片，一个是 大研古城，另一个就是 泸沽湖，这几年主要是交通的制约，一旦机场通航，未来市场前景还是看好的。
- 公司的战略定位是做好主营业务基础上发展旅游产业链。开辟两个市场，一个是观光市场，第二个培育休闲度假会展产业，主要面向高端消费的群体。泸沽湖、大香格里拉做的是高端市场。通过和 府皇冠 这样的产品来做延伸，中国高端度假酒店还是要围绕景区资源来做。
- 玉龙雪山景区仍有较大的发展空间，目前“大玉龙”只是一个营销的概念，玉龙雪山景区的范围，经过几任政府的规划调整，面积达到 415 平方公里，有 11 个核心景区，有自然和人文资源，独一无二的。现在只是开发了 40 平方公里，还有下虎跳、古山石头城、玉府村等等资源尚未得到有效开发，一旦大景区的开发力度形成，整个景区的旅游深度和广度将大大提高，可能一个星期都玩不了。玉龙雪山景区总规已经批准，但做起来需要有个市场开发的过程。

图表1: 丽江旅游盈利预测详表

百万元	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011H	2011F	2012F	2013F	2014F
营业收入	114.0	128.8	154.3	146.1	183.5	190.4	136.4	555.3	630.5	718.7	806.3
索道运输	100.7	116.5	136.6	126.2	149.4	105.9	82.2	195.7	229.5	259.9	289.0
玉龙雪山	59.9	78.5	96.4	87.3	84.3	21.9	46.3	111.5	135.1	155.9	176.4
云杉坪	31.7	30.9	29.9	29.2	60.3	78.7	34.5	79.4	89.3	98.6	106.8
牦牛坪	9.0	7.1	10.4	9.7	4.8	5.4	1.4	4.8	5.1	5.4	5.7
汽车运输	4.0	5.2	6.2	6.2	6.1	1.7	3.1	8.1	9.9	11.3	12.8
酒店经营					10.2	72.5	43.1	99.2	101.1	123.8	148.6
其他业务	9.3	7.1	11.5	13.7	17.8	10.3	8.0	22.4	23.0	26.0	28.9
减: 公司内部抵消					0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
印象丽江			14.8	61.8	157.4	183.1		229.9	267.0	297.6	327.1
营业成本	19.41	22.52	29.53	27.45	29.53	43.08	33.15	131.79	143.94	164.77	182.83
索道运输	13.2	15.7	20.7	17.8	17.2	12.9	14.6	31.3	35.4	39.8	43.8
汽车运输	3.2	4.2	3.0	3.2	2.7	1.3	2.1	5.0	6.0	6.9	7.8
酒店经营					1.1	22.1	11.9	27.3	27.3	34.0	40.1
其他业务	3.1	2.7	5.9	6.5	8.6	6.8	4.6	11.1	11.1	12.6	14.0
印象丽江			0.0	0.0	41.3	47.3		57.1	64.1	71.4	77.2
营业税金及附加	5.6	6.9	8.3	7.7	9.7	10.1	7.6	25.3	31.1	35.9	41.5
营业税金及附加比率	4.91%	5.35%	5.35%	5.25%	5.31%	5.30%	5.56%	4.56%	4.93%	5.00%	5.15%
营业费用	4.9	5.8	9.1	10.2	21.4	23.1	10.8	74.7	83.9	93.4	103.2
营业费用率	4.32%	4.48%	5.92%	6.96%	11.68%	12.12%	7.90%	13.45%	13.30%	13.00%	12.80%
管理费用	19.8	21.5	25.8	32.0	51.9	79.4	38.1	95.3	105.9	117.1	128.2
管理费用率	17.35%	16.66%	16.75%	21.92%	28.29%	41.67%	27.96%	17.17%	16.80%	16.30%	15.90%
财务费用	-1.9	-1.9	-0.4	8.2	10.8	12.4	7.6	19.1	20.5	20.0	18.0
资产减值损失	0.0	-1.8	0.1	-0.1	0.3	0.2	0.0	-0.4	0.0	0.0	0.0
其他经营收益											
公允价值变动净收益	0.00	2.63	(2.70)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0	0.0
投资净收益	(2.21)	0.40	10.40	0.41	1.27	7.76	2.92	4.00	9.60	11.30	12.90
营业利润	63.96	78.83	89.54	61.16	60.68	29.96	42.01	213.43	254.8	298.7	345.5
营业外收支净额								-3.29	0.0	0.0	0.0
营业外收入	0.05	0.05	0.50	0.50	0.01	0.23	0.00	0.18	0.08	0.08	0.08
减: 营业外支出	1.86	1.78	3.55	2.87	1.98	8.51	1.07	3.48	0.07	0.07	0.07
利润总额	62.2	77.1	86.5	58.8	58.7	21.67	40.94	210.14	254.8	298.7	345.5
所得税	15.6	23.9	14.9	10.0	13.3	1.3	5.9	34.4	39.5	46.6	53.9
实际所得税率	25.06%	31.04%	17.28%	16.96%	22.57%	5.91%	14.43%	15.80%	15.50%	15.60%	15.60%
加: 净利润差额(平衡项)	(1.2)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	45.4	53.2	71.5	48.8	45.5	20.4	35.0	175.7	215.3	252.1	291.6
增长		17.14%	34.56%	-31.75%	-6.90%	-55.14%		761.67%	22.54%	17.09%	15.65%
减: 少数股东损益	7.1	5.9	4.8	2.9	7.2	10.3	4.8	58.7	71.5	79.2	87.1
少数股东损益比率	15.60%	11.16%	6.65%	5.93%	15.81%	50.53%	13.75%	33.40%	33.22%	31.43%	29.88%
归属于母公司所有者的利润	38.3	47.2	66.8	45.9	38.3	10.09	30.21	117.02	143.8	172.9	204.4
增长		23.30%	41.38%	-31.22%	-16.68%	-73.64%	367.19%	1060.11%	22.87%	20.23%	18.26%
净利润率	33.61%	36.66%	43.27%	31.43%	20.86%	5.30%	22.15%	21.07%	22.80%	24.05%	25.35%
每股收益	0.234	0.288	0.672	0.462	0.385	0.087	0.200	0.714	0.878	1.055	1.248

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)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	183	190	555	631	719	806	货币资金	163	105	326	468	499	789
增长率		4.0%	191.6%	13.5%	14.0%	12.2%	应收款项	15	3	5	6	6	7
主营业务成本	-30	-43	-132	-144	-165	-183	存货	11	3	5	6	6	7
%销售收入	16.1%	22.6%	23.7%	22.8%	22.9%	22.7%	其他流动资产	62	4	21	21	35	40
毛利	154	147	423	487	554	623	流动资产	251	116	358	501	546	843
%销售收入	83.9%	77.4%	76.3%	77.2%	77.1%	77.3%	%总资产	24.7%	12.2%	28.2%	30.0%	28.6%	38.5%
营业税金及附加	-10	-10	-25	-31	-36	-42	长期投资	8	13	16	18	17	17
%销售收入	5.3%	5.3%	4.6%	4.9%	5.0%	5.2%	固定资产	671	731	795	1,001	1,199	1,186
营业费用	-21	-23	-75	-84	-93	-103	%总资产	66.0%	76.9%	62.7%	59.9%	62.7%	54.1%
%销售收入	11.7%	12.1%	13.5%	13.3%	13.0%	12.8%	无形资产	86	84	93	149	146	143
管理费用	-52	-79	-95	-106	-117	-128	非流动资产	765	834	910	1,170	1,364	1,348
%销售收入	28.3%	41.7%	17.2%	16.8%	16.3%	15.9%	%总资产	75.3%	87.8%	71.8%	70.0%	71.4%	61.5%
息税前利润 (EBIT)	71	35	228	266	307	351	资产总计	1,017	951	1,267	1,670	1,910	2,191
%销售收入	38.5%	18.3%	41.1%	42.1%	42.8%	43.5%	短期借款	225	60	104	34	0	0
财务费用	-11	-12	-19	-20	-20	-18	应付款项	113	91	88	90	90	95
%销售收入	5.9%	6.5%	3.4%	3.2%	2.8%	2.2%	其他流动负债	78	27	58	58	100	119
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动负债	416	178	250	182	190	214
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	134	156	136	186	201	213
投资收益	1	8	4	10	11	13	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	2.2%	35.8%	1.9%	3.8%	3.8%	3.7%	负债	550	334	386	368	391	427
营业利润	61	30	213	255	299	345	普通股股东权益	417	602	764	1,114	1,252	1,410
营业利润率	33.1%	15.7%	38.4%	40.4%	41.6%	42.8%	少数股东权益	49	15	117	188	267	355
营业外收支	-2	-8	-3	0	0	0	负债股东权益合计	1,017	951	1,267	1,670	1,910	2,191
税前利润	59	22	210	255	299	345	比率分析						
利润率	32.0%	11.4%	37.8%	40.4%	41.6%	42.8%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-13	-1	-34	-39	-47	-54	每股指标						
所得税率	22.6%	5.9%	16.4%	15.5%	15.6%	15.6%	每股收益	0.385	0.087	0.714	0.878	1.056	1.248
净利润	45	20	176	215	252	292	每股净资产	4.203	5.177	4.667	6.318	7.097	7.992
少数股东损益	7	10	59	72	79	87	每股经营现金净流	1.124	0.061	1.513	28.847	30.846	36.440
归属于母公司的净利润	38	10	117	144	173	204	每股股利	0.150	0.000	0.150	0.000	0.201	0.264
净利率	20.9%	5.3%	21.1%	22.8%	24.1%	25.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	9.17%	1.67%	15.31%	12.91%	13.82%	14.51%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	3.76%	1.06%	9.23%	8.61%	9.05%	9.33%
净利润	45	20	176	215	252	292	投入资本收益率	6.62%	3.93%	17.01%	14.74%	15.08%	14.96%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	19	38	56	46	51	55	主营业务收入增长率	25.37%	3.96%	191.57%	13.55%	13.99%	12.19%
非经营收益	11	5	13	20	14	11	EBIT增长率	2.58%	-50.64%	554.99%	16.46%	15.70%	14.03%
营运资金变动	36	-57	3	7	-8	7	净利润增长率	-16.68%	-73.64%	1060.11%	22.9%	20.25%	18.24%
经营活动现金净流	112	7	248	288	308	364	总资产增长率	45.69%	-6.49%	33.32%	31.81%	14.35%	14.71%
资本开支	-245	-92	-94	-310	-245	-39	资产管理能力						
投资	0	20	-4	-2	0	0	应收账款周转天数	5.4	5.4	1.8	2.5	2.0	2.0
其他	0	2	3	10	11	13	存货周转天数	78.7	62.1	12.3	15.0	14.0	14.0
投资活动现金净流	-245	-70	-95	-302	-234	-26	应付账款周转天数	579.7	634.6	136.6	99.0	80.0	72.0
股权募资	25	195	0	206	0	0	固定资产周转天数	1,115.1	1,241.5	456.5	480.3	518.9	464.3
债权募资	142	-143	6	-20	-19	12	偿债能力						
其他	-38	-47	-34	-31	-25	-60	净负债/股东权益	42.02%	17.94%	-9.75%	-19.02%	-19.59%	-32.65%
筹资活动现金净流	129	5	-28	155	-44	-48	EBIT利息保障倍数	6.5	2.8	11.9	13.0	15.4	19.5
现金净流量	-4	-58	125	142	31	290	资产负债率	54.11%	35.09%	30.47%	22.01%	20.46%	19.47%

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	2	6	12	19
增持	0	0	6	16	21
中性	0	0	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.53	1.59	1.59

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 2010-10-10	增持	21.56	33.40 ~ 35.90
2 2010-11-23	增持	25.01	35.84 ~ 40.32
3 2010-11-26	增持	25.93	35.80 ~ 40.30
4 2011-01-17	增持	20.27	N/A
5 2011-03-02	增持	25.09	N/A
6 2011-03-10	增持	24.31	N/A
7 2011-07-22	增持	23.45	N/A
8 2012-03-22	增持	22.29	25.50 ~ 28.00

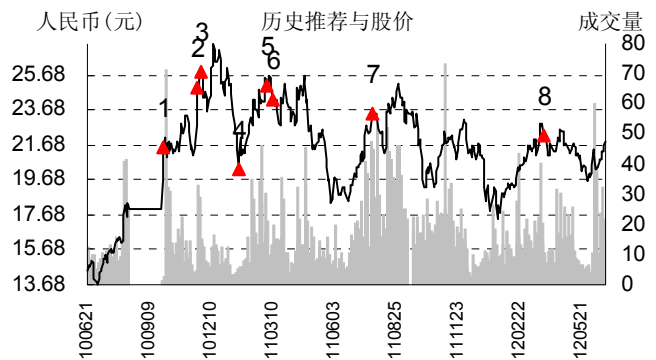
来源：国金证券研究所

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“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20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 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%以下。

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，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。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B