

## 宋城股份 (300144.SZ)

## 旅游景点行业

评级: 增持 维持评级

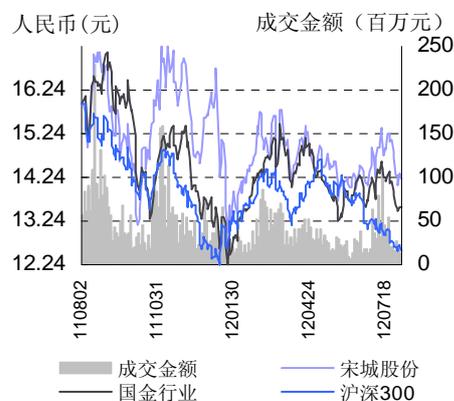
公司研究简报

市价(人民币): 14.20元  
目标(人民币): 14.50-16.00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)	176.18
总市值(百万元)	78.72
年内股价最高最低(元)	17.22/12.95
沪深300指数	2334.88



## 相关报告

1. 《业绩符合预期,新项目增长前景仍属观察》, 2012.7.27
2. 《业绩符合预期,经营亮点不断涌现》, 2012.2.28
3. 《杭州乐园提价符合预期,业绩增长更为明朗》, 2011.12.30

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

## 本部业绩平稳增长, 异地项目需按市场规律

## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)		0.601	0.482	0.586	0.757
每股净资产(元)	15.08	7.32	7.74	8.62	9.65
每股经营性现金流(元)	1.49	0.80	1.33	1.23	1.52
市盈率(倍)	#DIV/0!	42.08	29.47	24.24	18.76
行业优化市盈率(倍)	62.31	39.46	33.98	33.98	33.98
净利润增长率(%)	87.76%	36.05%	20.22%	21.58%	29.20%
净资产收益率(%)	6.45%	8.22%	9.34%	10.20%	11.76%
总股本(百万股)	168.00	369.60	554.40	554.40	554.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **本部业务平稳发展:** 上半年, 宋城景区游客量实现平稳增长, 主要原因是阴雨天气较多影响接待情况, 而不观看演出门票价格的提高致使散客增长有所放缓, 我们预计整体接待量增速不到 10%。宋城二期已经完成梁山好汉区, 增加游乐设施及室内游乐园, 加之提价效应, 游客人均消费有一定程度的提高, 景区总收入则实现 20.07% 的增长。
- 杭州乐园同样受天气及提价因素影响下, 预计接待量与去年基本持平。吴越千古情于 5 月 30 日推出正式版本, 演出仍处于市场培育期。公司将吴越定位为宋城千古情补充和差异化的中低端演艺产品。通过公司针对性的渠道营销, 现吴越已被加到部分组团社的正式行程中。就目标市场情况和竞争对手实力分析, 公司对吴越未来盈利发展较乐观。
- 烂苹果乐园于 7 月 8 日开业, 主要针对两小时交通圈的亲子活动市场, 散客占比 80% 左右, 目前因正值暑期, 接待情况较好。预计全年本部业务收入实现平稳增长, 毛利率因成本、折旧的增加而有所下滑。
- **吴越提供拓展经验, 异地扩张仍需按市场规律:** 吴越千古情作为扩张项目的试验田, 为异地项目的剧院标准化建设、前期市场推广等提供了经验。吴越为公司第二台演出, 在杭州上演, 但从演出的质量及市场反馈看, 暂时并没有显示出明显的市场竞争力, 虽然其他异地项目的选址确具有一定优势, 但后期的市场仍需投入和培育, 我们认为这些项目从开业至成熟期至少需要半年以上的时间, 其短期盈利需谨慎看待。
- 目前三亚项目的大剧院土方、装机已完成, 预计明年年初主体建筑完工, 新节目至少需要 3 个月的磨合期, 预计要到 4、5 月份才能正式推出。
- 丽江项目已完成大剧院土方, 装机也近完成。泰山项目则刚刚启动, 在做土方, 因北方有冻土期, 预计后年推出。其他项目暂未有规划和进度安排。

## 投资建议及估值

- 综合考虑游客量增长、宋城二期、杭州乐园及烂苹果乐园投入运营后对公司毛利率的影响, 以及异地项目的培育预期, 我们调整公司盈利预测, 预计 2012-2014 年 EPS 分别为 0.482 元、0.586 元和 0.757 元。
- 我们给予公司未来 6-12 个月 14.50-16.00 元目标价位, 相当于 30x12PE-33x12PE, 继续维持“增持”评级。

## 风险

- 异地项目推进低于预期; 未来的政府补助具有不确定性。

## 附录：宋城股份调研纪要

### 现有主业经营情况

#### ■ 宋城上半年具体经营情况如何？二期工程进度？

- 今年受天气的影响，宋城景区游客接待量增长不是很快。今年由于宋城二期建设分部投入运营，不观看演出的单独景区门票从之前的 80 元/人提高到 120 元/人，导致进园散客增长放缓，团队增长情况尚可。
- 宋城一场演出的变动成本在 3~4 万左右，演员是计件工资，基本工资非常低，约为 1000 元左右，主要靠演出补贴，演到第四场、第五场，演出补贴自动翻倍。剧场折旧，道具、灯光、舞美、广告费，折旧年限 5-10 年。
- 宋城二期已完成梁山好汉区，增加很多游乐设施，还有室内的游乐园，如类似于世博会的动态清明上河图，增加游客休闲互动环节。接下来的主要工作是做好南宋古街、水街，目前是刚完成建筑物构造，内部装修还没有做好，酒吧、商铺还要在下一步推出，招商工作尚未展开，因此关于高价门票与综合业态结合的问题还需下一步讨论。
- 尽管天气炎热，但由于暑期旺季，目前宋城千古情的演出场次，平时 3-4 场，周末要增加到 5-6 场，由于团队需要事先预约，通过有效组织，近期上座率基本在 90% 以上。

#### ■ 考虑新增吴越千古情的影响，上半年杭州乐园增长乏力，什么原因？

- 今年 3、5 月份，江南地区连续阴雨，对杭州乐园游客数产生较大的负面影响，加上由于杭州乐园的游客大部分是散客，要占到 80% 左右，今年提价(120 元/人提高到 160 元/人)后短期也产生了一定影响。
- 今年 10 月 1 日，杭州地铁开通，杭州乐园是个终点站，将把大学区域全部连通，夜游也会好很多。公司在地铁开通后，将对秋季市场进行重点营销，届时，将对杭州乐园的游客量产生积极影响。
- 吴越千古情(简称“吴越”)在 2 月尝试性地推出，之后又停演进行整改。吴越作为中低端产品，是宋城在演艺产品上的一次尝试，尝试用一个完整的故事做一台节目，这一版是 5 月 30 日才定稿，本身有一个不断完善的过程，市场也需要培育，真正开始推广也是从 5 月 30 日以后开始的，目前的上座率还不到 20%。
- 吴越定位在中低端团队。是对宋城的补充和差异化的营销。5 月 30 日之后主要是市场销售，之前大多是邀请为主。杭州市场底量很大，按照官方的统计，一年有 6000 万人次，从团队市场来看，一年在 700-800 万左右。宋城千古情 260 元的定价和印象西湖 300 元的定价主要面向一些中端以上消费能力的团队，还有一些游客消费不起这样的演出，这部分客流量有将近不到 200 万左右的，过去主要是西湖之夜在做这部分市场，现在公司推出吴越这个产品，竞争力明显更强。
- 吴越最后三段舞蹈主要是市场推广的考虑：加入茶叶的舞蹈是华东线团队购物环节的需要，而另外两段内容主要针对韩国和台湾市场，因为，宋城千古情已经在韩国、台湾市场做了很多年，目前渐渐有所流失，分流到印象西湖和西湖之夜，希望利用吴越这台差异化的节目和这样一些情节上的安排，吸引这部分客源回流到公司的体系内。
- 吴越作为一台针对中低端团队市场的产品，团队结算价也就是 45-50 元/人左右，相较宋城，吴越被加入到部分组团社的正式行程里，京津唐地区的客源从南京进入华东线的团队有部分已把吴越写进行程，这主要是公司针对性渠道营销的结果，把市场推广费投入到更有保证的渠道上去。但从市场推广的角度来看，写进行程的推广比较慢，导游加点要快得多，华东线把吴越主要还是加点。明年如果有 20 条线路把吴越写进行程，再加上华东线的加点，明年吴越可能做起来。

- 吴越对公司带来的新增投资大约在 8000 万元左右，主要是大剧院改造和增加灯光、道具、舞美的投入。如果吴越明年的客流量能起来，将带动杭州乐园毛利率水平的提高，但吴越也不做到太大的量，由于吴越和宋城的价差明显，宋城千古情仍是公司在杭州市场上的主打产品，吴越只是一个补充，吴越做得太大就会冲击到宋城的客源。
- 杭州乐园上半年毛利率下降幅度很大，主要是因为在建工程是分三部分转固的，今年上半年开始全部计入固定资产计提折旧摊销，而上半年游客量又受到天气的影响增长情况不佳，导致毛利率大幅下滑。由于存在大量的游乐设施，能耗、维修保养、折旧等成本也较宋城景区高很多，无论怎么做，杭州乐园的毛利率都比宋城低，如果将来吴越能做起来，毛利率会逐步提高。
- **烂苹果乐园 7 月 8 日开业后经营情况如何？如何面对迪斯尼的竞争？**
  - 烂苹果主要针对两小时交通圈的亲子活动市场，游客多以家庭为主，一大一小或是两大一小，实行套票销售(单人票 120 元，一大一小 200 元，两大一小 280 元)，散客要占到 80%左右，有效票价为名义票价的 7-8 折。烂苹果乐园 7 月 8 日正式推出后，由于正值暑期，效果还算不错。两个乐园，推出夜游，上周六一天接待量达到 2.58 万人次(杭州乐园和烂苹果合计)。
  - 从烂苹果里面的游乐设施和活动内容来看，同即将于 2015 年开幕的上海迪斯尼肯定存在很大的差距，但烂苹果主打杭州两小时交通圈的客源，周末临时起意，就可以带小孩过来游玩，还是要方便些，尤其是针对杭州市民。整体而言，烂苹果还是公司现有业务的延伸和扩展，主要还是要旅游文化演艺。
  - 公司今年开始形象广告投入明显减少，上半年广告费少了 600 多万，烂苹果仅投入广告费 70 万，营销主要以渠道为主。杭州、萧山客源占 50%，以外的地区游客占 50%。从今年开始，公司主要做渠道推广，形象广告做得比较少，从团队市场的特点来看，效果更明显。

## 旅游文化演艺异地项目扩张进展情况

- **异地扩张的总体定位？投资规模是否过大？新项目运作周期需多久？**
  - 宋城对外复制还是走文化演艺“大拼盘”的方式，不会参照吴越的模式。吴越只是宋城的一次尝试，讲述一个完整的故事，对编剧的要求、表现艺术性要求较高，而宋城的演艺目前主要还是面向大众团队，会把当地风土人情、故事传说、民族文化等各种要素组合在一起，一个场景一个主题，每个场景停留不超过 7-8 分钟，有利于团队的产品推广。
  - 宋城现在异地扩张的项目投资规模平均都在 3 亿左右，比原来招股书中大了很多。从投资的构成来讲，大剧院投资 1.2~1.5 亿，基本差不多；配套的主题公园建筑部分要看情况，一般是 5000 万到 1 亿不等，由于三亚市场比较好，游客停留时间长，配套的公园部分就比较大，石林和泰山就要少很多；节目打造一般在 4000-5000 万，主要是前期排练，大部分演员就要到位，没有收入但要支付工资，还要请舞蹈教练排练舞蹈，前期的视频、灯光、舞美效果制作也需要较大的支出。其次的差异主要就是土地了，三亚是比较大的旅游目的地，土地价格已经涨了很多，三亚光土地就花了 1.4 亿，其他项目的土地基本在几千万的量级。丽江 160 亩、石林 110 亩、武夷山 300 亩、泰山 200 亩左右、三亚 80 亩左右，剧场只要 30-50 亩就够了。有些项目土地面积较大，公司是有些长远规划，想等到全国旅游文化演艺的布局基本完成后，利用土地储备再做些产业链上延伸，如餐饮、酒店住宿、休闲娱乐等。
  - 一个新项目的推出，首先是演艺节目，从吴越可以看到，节目推出，自己修修改改就要花不少时间，吴越从 2 月份推出，5 月 30 日最新一

版定稿就花了 3 个多月的时间，大家看了还是有很多意见，这就可见一斑。另外就是市场推广，节目本身成熟需要时间，自然被市场接受就需要时间，和公司有过长期合作的旅行社不看节目也没问题就敢推，但还有没与公司合作过的旅行社，就一定要过来看过节目，评估后再做决定是否放进线路。进入异地市场，尽管象三亚、丽江、石林这样的市场条件非常好，但毕竟是一个全新的市场，有大量的旅行社没有打过交道，市场这块要发布出去，生成一个线路，做成加点的产品，至少需要半年的时间。大致来看，一个新项目建设一年，市场培育需要一年，但通过加点方式，如果产品好，导游认可，很有可能会在之后某一年出现爆发式的增长。

- 异地扩张项目演员不会是一个太大的问题。以宋城目前的演出量，女演员有两波，领舞的比较累，旺季的时候一个场景可能会略少上几个演员，也看不出来，能够轮换休息。宋城千古情，连道具、灯光舞美总共 178 人，最多的 2010 年演出 1414 场，还有一些跑龙套和杂技演员，是民俗团的 50-60 人，不是宋城节目的正式演员。吴越大概需要 120-130 人左右。明年计划推出三亚和丽江两台节目，由于刚开始的演出场次不会很多，预计仅需要增加 200 人，演员提前半年到位开始训练即可。
- 关于文化补贴，各级地方政府都有文化扶持基金，公司能争取的还会积极争取，中央对文化 30 强的补贴还有 1 年。以后这方面的补贴收入有多少不好说，还要地方政府的政策和财政情况。
- **三亚项目：进度低于预期的原因？三亚团队市场情况如何？进度计划？**
  - 三亚动工时间比预期的迟，主要是土地证、规划证、施工证等合规手续花了不少时间，而今年 2 月吴越开演后，发现很多问题，对剧院的标准化设计进行了很多修改。在吸取吴越的经验教训基础上，剧院的大体设计、舞台大小和座位安排已经基本成形，形成一些标准化的设计，再根据具体内容不同，稍加些非标的设备进去，以后新项目的建设应该会顺畅很多。
  - 目前三亚项目的施工进度是，大剧院的土方、装机已经做完了，在做地下室混凝土工程，钢构已经进场，预计今年底明年初大部分主体建筑能够完工，保守估计也就是春节之前。但鉴于吴越的教训，市场部希望还是要留出节目打磨的时间，以免在新产品推广之初形成不利的口碑。估计正式推向市场的时间要到 4、5 月份。
  - 三亚目前的游客市场，45% 是团队，55% 是散客，总游客量大约在 450-500 万左右，即团队有 200-250 万的市场。三亚的散客市场比较重要，这也是公司上半年设立“独木桥”公司的主要考量，网上营销会主要针对散客。在三亚游客的平均过夜时间有 3 晚，当地没有大型的旅游文化演艺节目，市场空缺，市场部还是比较有信心的。提前半年开始推广，大拼盘的节目推广还是比较有优势的。
  - 上半年三眼项目推出后，虽然 3 季度是相对的淡季，但 7、8 月份中低端团队量还是可以的，可以做下市场铺垫，进一步打磨节目，等 4 季度逐步进入旅游旺季后，有利于进一步的市场推广。
  - 三亚还是一个大拼盘的节目，很多故事打造一个节目，提前半年左右开始排练，剧本已经出来，现在要翻译成演出语言，灯光、道具、舞美、音乐等等。旅行社也希望游客晚上有节目看，有返点。
- **丽江项目：目前建设进度如何？团队市场如何？进度计划？**
  - 目前丽江项目已完成大剧院的土方，装机也做得差不多了，进度略慢于三亚项目。
  - 丽江的游客底量在 300 万左右，团队占大头，每一个散客都待好几天，团队也要呆 3 天。游客过夜天数长，心态好，愿意花钱，而且和三亚相比有优势的是，三天都在旅行社的操控范围之内，属于旅行社的游客。宋城过去主打夜间城区附近的客源，同印象丽江的竞争不很

明显，主要是争夺丽水金沙的市场。丽水金沙座位只有 700 个，到了旺季增加到一天 4 场，一年也只有 40~50 万的接待量，节目质量也明显弱于宋城，市场容量还是比较大的。

- 丽江的剧本已经出来了，大剧院工程全部完工估计也是在明年春节前后，丽江项目明年上半年应该能开出来。丽江项目在古城的西南面，距离大研古镇 6 公里，十几分钟的车程。
- **泰山项目：目前建设进度？团队市场状况如何？进度计划？**
  - 泰山项目刚刚开始动工，还在做土方，因为北方有冻土期，估计明年做不完，预计是后年推出。
  - 泰山每年的进山人数有 300 万，2010 年的数据是团队占到 48%，团散比基本是 1:1 的关系，但在游客底量上还要考虑周边当地的组团市场，如去方特等游乐园的团队，不上泰山，总的量可能还要稍大些。泰山是北方必玩的一个景点，尤其是高铁通车后对泰山的客流量会有比较大的影响，南北到泰山都变得十分方便，未来还会有比较大的成长空间。
  - 其他项目还暂时没有规划和进度安排。

**图表1: 宋城股份盈利预测详表**

项目(单位: 百万元)	2007	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F
<b>营业总收入</b>	<b>121.02</b>	<b>197.71</b>	<b>273.30</b>	<b>444.76</b>	<b>504.53</b>	<b>611.89</b>	<b>796.55</b>	<b>1,026.92</b>
收入增长率		63.37%	38.23%	62.74%	13.44%	21.28%	30.18%	15.00%
其中: 宋城景区	117.24	141.67	187.60	321.01	341.23	399.41	418.13	444.05
杭州乐园		45.62	60.11	88.56	120.52	153.98	208.43	264.93
动漫馆			6.30	7.87	5.92	27.50	51.00	64.50
泰安景区								27.98
三亚景区						-	51.78	80.96
丽江景区							30.22	62.63
石林景区							-	41.86
其他业务收入	2.03	10.42	19.29	27.32	36.85	31.00	37.00	40.00
<b>营业成本</b>	<b>26.49</b>	<b>46.81</b>	<b>82.14</b>	<b>105.49</b>	<b>125.28</b>	<b>172.32</b>	<b>213.66</b>	<b>283.44</b>
其中: 宋城景区	25.70	20.47	36.00	48.26	60.55	72.00	78.00	82.00
杭州乐园		20.96	29.17	32.09	42.44	80.37	90.08	97.40
动漫馆			5.62	4.79	5.02	15.85	24.80	25.86
泰安景区								6.43
三亚景区						-	9.98	13.73
丽江景区							6.00	10.92
石林景区							-	41.86
其他业务成本	0.24	5.37	11.35	20.35	17.28	4.10	4.80	5.25
<b>毛利</b>	<b>94.53</b>	<b>150.91</b>	<b>191.15</b>	<b>339.27</b>	<b>379.25</b>	<b>439.57</b>	<b>582.89</b>	<b>743.47</b>
毛利率	78.11%	76.33%	69.94%	76.28%	75.17%	71.84%	73.18%	72.40%
营业税金及附加	4.75	7.15	9.76	15.72	19.26	22.03	28.68	35.94
占营业总收入比重	3.92%	3.62%	3.57%	3.53%	3.82%	3.60%	3.60%	3.50%
销售费用	14.81	24.25	22.07	30.37	41.86	45.89	57.35	69.83
占营业总收入比重	12.24%	12.27%	8.07%	6.83%	8.30%	7.50%	7.20%	6.80%
管理费用	9.21	16.12	26.88	40.61	49.95	58.74	70.89	87.29
占营业总收入比重	7.61%	8.15%	9.83%	9.13%	9.90%	9.60%	8.90%	8.50%
财务费用	9.77	12.43	17.43	23.89	-13.17	-2.08	4.70	5.70
资产减值损失	0.58	0.52	-0.86	0.06	0.66	0.30	0.20	0.20
投资收益	0.71	0.09	0.67	-	-	-	-	-
<b>营业利润</b>	<b>56.12</b>	<b>90.52</b>	<b>116.55</b>	<b>228.62</b>	<b>280.69</b>	<b>314.69</b>	<b>421.07</b>	<b>544.51</b>
营业外收支	-0.79	-0.18	0.93	-10.63	16.72	41.50	12.00	15.00
加: 营业外收入	0.13	0.39	3.58	2.31	20.92	45.00	12.00	15.00
减: 营业外支出	0.92	0.58	2.64	12.94	4.19	3.50	-	-
利润总额	55.33	90.33	117.48	217.98	297.41	356.19	433.07	559.51
减: 所得税费用	10.76	23.30	29.07	54.65	75.19	89.05	108.27	139.88
所得税费用率	19.5%	25.8%	24.7%	25.1%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>净利润</b>	<b>44.57</b>	<b>67.03</b>	<b>88.41</b>	<b>163.34</b>	<b>222.22</b>	<b>267.14</b>	<b>324.81</b>	<b>419.64</b>
净利润增长率		50.40%	31.90%	84.75%	36.05%	20.22%	21.58%	29.20%
净利润率	36.8%	33.9%	32.4%	36.7%	44.0%	43.7%	40.8%	40.9%
减: 少数股东损益	-0.63	2.87	1.42	-	-	-	-	-
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>45.20</b>	<b>64.16</b>	<b>87.00</b>	<b>163.34</b>	<b>222.22</b>	<b>267.14</b>	<b>324.81</b>	<b>419.64</b>
<b>完全摊薄后每股收益(元)</b>	<b>0.380</b>	<b>0.530</b>	<b>0.700</b>	<b>0.972</b>	<b>0.601</b>	<b>0.482</b>	<b>0.586</b>	<b>0.757</b>

来源: 公司数据, 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
<b>主营业务收入</b>	<b>273</b>	<b>445</b>	<b>505</b>	<b>612</b>	<b>797</b>	<b>1,027</b>	货币资金	87	2,350	1,767	1,710	1,360	1,100
增长率		62.7%	13.4%	21.3%	30.2%	28.9%	应收款项	4	5	18	12	13	14
<b>主营业务成本</b>	<b>-82</b>	<b>-105</b>	<b>-125</b>	<b>-172</b>	<b>-214</b>	<b>-283</b>	存货	0	1	0	1	1	1
%销售收入	30.1%	23.7%	24.8%	28.2%	26.8%	27.6%	其他流动资产	3	15	209	30	23	28
<b>毛利</b>	<b>191</b>	<b>339</b>	<b>379</b>	<b>440</b>	<b>583</b>	<b>743</b>	流动资产	95	2,371	1,995	1,752	1,397	1,142
%销售收入	69.9%	76.3%	75.2%	71.8%	73.2%	72.4%	%总资产	13.3%	79.7%	65.6%	54.3%	38.8%	29.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-10</b>	<b>-16</b>	<b>-19</b>	<b>-22</b>	<b>-29</b>	<b>-36</b>	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	3.6%	3.5%	3.8%	3.6%	3.6%	3.5%	固定资产	358	353	656	1,089	1,818	2,293
<b>营业费用</b>	<b>-22</b>	<b>-30</b>	<b>-42</b>	<b>-46</b>	<b>-57</b>	<b>-70</b>	%总资产	50.4%	11.9%	21.6%	33.7%	50.5%	60.1%
%销售收入	8.1%	6.8%	8.3%	7.5%	7.2%	6.8%	无形资产	257	251	391	383	380	377
<b>管理费用</b>	<b>-27</b>	<b>-41</b>	<b>-50</b>	<b>-59</b>	<b>-71</b>	<b>-87</b>	非流动资产	615	603	1,047	1,475	2,200	2,673
%销售收入	9.8%	9.1%	9.9%	9.6%	8.9%	8.5%	%总资产	86.7%	20.3%	34.4%	45.7%	61.2%	70.1%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>132</b>	<b>253</b>	<b>268</b>	<b>313</b>	<b>426</b>	<b>550</b>	<b>资产总计</b>	<b>710</b>	<b>2,974</b>	<b>3,042</b>	<b>3,227</b>	<b>3,597</b>	<b>3,815</b>
%销售收入	48.5%	56.8%	53.2%	51.1%	53.5%	53.6%	短期借款	38	150	160	110	329	109
<b>财务费用</b>	<b>-17</b>	<b>-24</b>	<b>13</b>	<b>2</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	应付款项	31	44	85	78	84	90
%销售收入	6.4%	5.4%	-2.6%	-0.3%	0.6%	0.6%	其他流动负债	13	16	23	128	21	65
<b>资产减值损失</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	82	210	267	316	433	264
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	362	232	70	50	-22	-17
<b>投资收益</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>444</b>	<b>442</b>	<b>337</b>	<b>366</b>	<b>411</b>	<b>247</b>
<b>营业利润</b>	<b>117</b>	<b>229</b>	<b>281</b>	<b>315</b>	<b>421</b>	<b>545</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>266</b>	<b>2,533</b>	<b>2,704</b>	<b>2,861</b>	<b>3,186</b>	<b>3,568</b>
营业利润率	42.6%	51.4%	55.6%	51.4%	52.9%	53.0%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>1</b>	<b>-11</b>	<b>17</b>	<b>42</b>	<b>12</b>	<b>15</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>710</b>	<b>2,974</b>	<b>3,042</b>	<b>3,227</b>	<b>3,597</b>	<b>3,815</b>
<b>税前利润</b>	<b>117</b>	<b>218</b>	<b>297</b>	<b>356</b>	<b>433</b>	<b>560</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	43.0%	49.0%	58.9%	58.2%	54.4%	54.5%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>所得税</b>	<b>-29</b>	<b>-55</b>	<b>-75</b>	<b>-89</b>	<b>-108</b>	<b>-140</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	24.7%	25.1%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.000	0.000	0.601	0.482	0.586	0.757
<b>净利润</b>	<b>88</b>	<b>163</b>	<b>222</b>	<b>267</b>	<b>325</b>	<b>420</b>	每股净资产	2.112	15.075	7.317	7.740	8.619	9.654
<b>少数股东损益</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	每股经营现金净流	1.196	1.490	0.798	1.330	1.225	1.520
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>87</b>	<b>163</b>	<b>222</b>	<b>267</b>	<b>325</b>	<b>420</b>	每股股利	0.000	0.300	0.200	0.300	0.000	0.100
净利率	31.8%	36.7%	44.0%	43.7%	40.8%	40.9%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	32.69%	6.45%	8.22%	9.34%	10.20%	11.76%
							总资产收益率	12.25%	5.49%	7.31%	8.28%	9.03%	11.00%
							投入资本收益率	14.96%	6.49%	6.83%	7.77%	9.15%	11.28%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	38.23%	62.74%	13.44%	21.28%	30.18%	28.92%
							EBIT增长率	28.13%	90.69%	6.18%	16.68%	36.13%	29.21%
							净利润增长率	35.58%	87.76%	36.05%	20.22%	21.58%	29.20%
							总资产增长率	56.84%	318.84%	2.26%	6.09%	11.47%	6.06%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	1.9	1.4	2.5	2.0	1.8	1.3
							存货周转天数	1.7	1.6	1.5	1.5	1.3	1.2
							应付账款周转天数	126.4	92.6	153.0	102.0	90.0	70.0
							固定资产周转天数	472.0	286.0	382.1	477.7	540.8	517.3
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	117.76%	-77.72%	-56.86%	-54.18%	-33.07%	-28.25%
							EBIT利息保障倍数	7.6	10.6	-20.4	-150.2	90.7	96.6
							资产负债率	62.53%	14.85%	11.08%	11.34%	11.44%	6.47%

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	13	15	22	27	53
增持	7	8	11	12	29
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.35	1.35	1.34	1.33	1.35

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 2011-05-16	增持	13.81	N/A
2 2011-07-20	增持	14.18	N/A
3 2011-07-24	增持	14.35	N/A
4 2011-07-25	增持	14.45	N/A
5 2011-10-12	增持	14.16	N/A
6 2011-12-30	增持	16.71	N/A
7 2012-02-28	增持	15.20	26.90 ~ 29.30
8 2012-07-27	增持	14.28	N/A

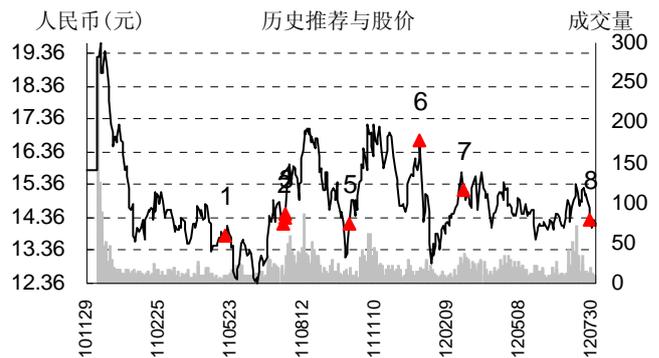
来源：国金证券研究所

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	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