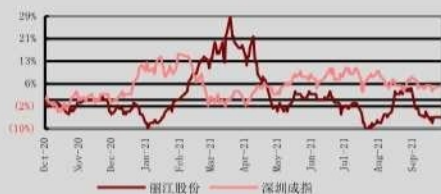


**002033.SZ**
**增持**

市场价格：人民币 5.87

板块评级：强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(4.2)	(9.1)	(1.5)	(5.7)
相对深证成指	(1.4)	(7.3)	1.6	(17.3)

发行股数(百万)	549
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	3,226
3个月日均交易额(人民币 百万)	31
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
中国工商银行股份有限公司-中欧精选灵	2

 资料来源：公司公告，聚源，中银证券  
以2021年10月8日收市价为标准

**相关研究报告**

《2021年国庆旅游数据点评：国内游恢复与管控并存，离岛免税业绩亮眼》 20211010

《社会服务行业周报：海南培育集聚免税经济，双节助力酒旅迎高峰》 20211010

《社会服务行业周报：沪上谋布局免税经济，中秋国内游持续复苏》 20210926

 中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

**休闲服务**
**证券分析师：包仁诚**

(8621)20328590

rencheng.bao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070002

# 丽江股份

## 深耕大滇西，完善产业链

经过多年在滇西市场的耕耘，公司索道运输、酒店、印象演出三大主营业务稳定发展，同时覆盖旅游交通、旅行社、旅游纪念品、餐饮服务等多项其他业务，成为具有良好成长性以及较强盈利能力的综合旅游集团企业。丽江拥有丰富的旅游资源，内外部交通持续改善，此外，公司积极布局月光城、摩梭小镇等项目介入大香格里拉环线，占领大滇西旅游环线资源，有望打开业绩增长空间，首次覆盖，给予增持评级。

**支撑评级的要点**

- **公司业务产品链持续完善。**经过多年发展，公司已构建旅游索道、酒店、旅行社、旅游演艺、餐饮服务等多项旅游业务体系，并积极推动重难点目的地区域内旅游度假综合体建设，公司多元的旅游产品链的持续完善有助于公司发展为综合型旅游目的地多功能服务商，巩固公司成为滇西旅企龙头。
- **坐拥核心旅游资源，布局大香格里拉旅游环线。**公司坐拥玉龙雪山核心旅游资源，运行的三条索道连接玉龙雪山景区最知名和成熟的三个景点，系景区主要旅游接待设施；未来将建设玉龙雪山新的游客集散中心；此外公司多项业务均位于玉龙雪山景区内，区位优势明显。背靠大香格里拉旅游资源，公司布局月光城、摩梭小镇等项目介入大香格里拉环线，未来有望拓展业绩增长空间。
- **内外部交通持续改善。**2019年丽江城市综合轨道交通项目1号线开工，项目连接游客中心和玉龙雪山。2020年又启动2号线招标为1号线输送客流，带动西山片区沿线开发建设。加之丽江三义国际机场4E改扩建工程也在如火如荼进行中，建成有望达到旅客年吞吐量1,100万人次。

**估值**

- 当前股本下，我们预计公司2021至2023年每股收益分别为0.14元、0.35元、0.45元，市盈率分别为41.6倍、16.7倍、13.1倍。

**评级面临的主要风险**

- 新冠疫情反复风险、市场竞争激烈风险、索道运营安全风险。

**投资摘要**

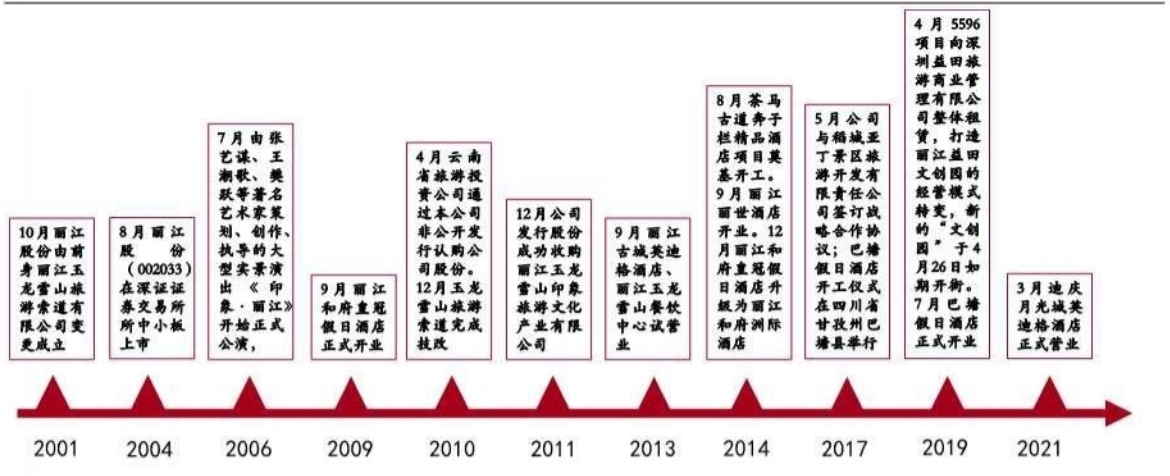
年结日：12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	723	431	427	684	825
变动(%)	7	(40)	(1)	60	21
净利润(人民币 百万)	203	70	78	193	247
全面摊薄每股收益(人民币)	0.370	0.128	0.141	0.351	0.449
变动(%)	6.2	(65.4)	10.1	148.5	28.0
全面摊薄市盈率(倍)	15.9	45.8	41.6	16.7	13.1
价格/每股现金流量(倍)	11.0	20.0	14.2	8.1	10.3
每股现金流量(人民币)	0.53	0.29	0.41	0.73	0.57
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.8	13.0	10.3	5.6	4.6
每股股息(人民币)	0.120	3.553	0.049	0.123	0.180
股息率(%)	2.0	60.5	0.8	2.1	3.1

资料来源：公司公告，中银证券预测

## 丽江股份：深耕滇西北市场，业务链持续完善

### 公司历史发展沿革

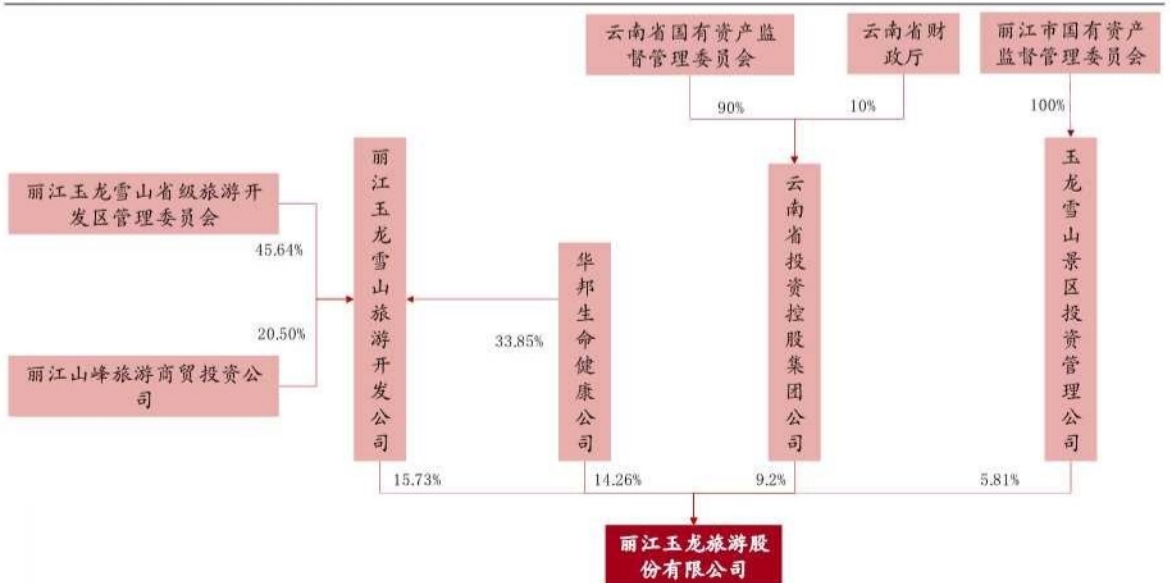
图表 103. 丽江股份发展沿革



资料来源：公司公告，中银证券

滇西北唯一 A 股上市公司，多年深耕三大主营业务。2001 年 10 月丽江玉龙旅游股份有限公司由前身丽江玉龙雪山旅游索道有限公司变更成立。2004 年 8 月丽江股份在深交所上市，是云南省第一家旅游上市企业，也是滇西北唯一的 A 股上市公司。在 2006 年 7 月由张艺谋等著名艺术家创作执导的大型实景演出《印象·丽江》正式公演。2009 年 9 月 9 日丽江和府皇冠假日酒店正式开业。2010 年 4 月云南省旅游投资公司通过本公司非公开发行认购公司股份，同年 12 月玉龙雪山旅游索道完成技改。至此，公司主营的三大业务——景区索道、旅游演艺以及酒店经营初步布局完成。2011 年 12 月公司发行股份成功收购丽江玉龙雪山印象旅游文化产业有限公司。2013、14 年多个酒店项目相继开工开业及升级。2017 年 5 月公司与稻城亚丁景区旅游开发有限责任公司签订战略合作协议，同年巴塘假日酒店在四川省甘孜州巴塘县开工。2019 年 4 月 5596 项目向深圳益田旅游商业管理有限公司整体租赁，打造丽江益田文创园的经营模式转变，新的“文创园”于当年 4 月 26 日如期开业。同年 7 月巴塘假日酒店正式开业。2021 年 3 月迪庆月光城英迪格酒店正式营业。经过多年耕耘，公司三大主营业务稳定发展，同时覆盖旅游交通、旅行社、旅游纪念品、餐饮服务等多项其他业务，成为具有良好的成长性以及较强盈利能力的综合旅游集团企业。

图表 104. 丽江股份股权结构图



资料来源：公司公告，中银证券

**上市公司、国有资本合作管理。**2016年5月国有资本云南省投资控股集团入股公司，占据总股本9.2%，成为公司第二大股东，在原有国有资本玉龙雪山景区投资管理公司的基础上，进一步加大国有资本对公司的控股力度。同年，上市公司华邦生命健康股份有限公司也成为新进股东，占据总股本5%，而后进一步扩大股权占比，达到14.26%，超越国有资本云南省投资控股集团成为第二大股东。2019年华邦健康将直接和间接控制的丽江玉龙雪山旅游开发有限责任公司合计54.36%的股权转交给丽江玉龙雪山省级旅游开发区管理委员会。此举进一步扩大国有资本对于公司的控制。目前，主要股东持股情况稳定，近两年来前四大股东持股比重保持不变，丽江玉龙雪山旅游开发有限责任公司直接持有15.73%的股份，华邦生命健康股份有限公司直接及间接持有29.99%的股份，云南省国资委、云南省财政厅、丽江市国资委等国有资本通过云南省投资控股集团公司和玉龙雪山景区投资管理公司间接持有公司15.01%的股份。国有资本的不断加码更好地使公司发展成为集“食、住、行、游、购、娱”为一体的综合型旅游集团。

**丽江旅游资源丰富，内外交通渐完善。**丽江旅游资源丰富，拥有玉龙雪山景区、丽江古城、束河古镇、泸沽湖等丰富独特的自然和人文资源。经过二十多年发展，旅游业已经成为丽江市社会发展的重要经济支柱产业，根据丽江市文旅局数据显示2019年丽江市年接待旅客人数已达5,402.35万人次，实现旅游业总收入1,078.26亿元。为了改善其制约旅游业发展的交通薄弱问题，近年来丽江交通建设工程不断落地，2019年10月，丽江城市综合轨道交通项目1号线开工，项目连接游客中心和玉龙雪山，主要经过雪山游客中心、白沙古镇及甘海子服务区等旅游景区及客流集散点。2020年11月，丽江又启动城市综合轨道交通项目2号线招标，目的是为1号线输送客流，带动西山片区沿线开发建设。目前丽江三义国际机场4E改扩建工程也在如火如荼进行中，建成有望达到旅客年吞吐量1,100万人次。公司立足于滇西北发展坐拥玉龙雪山核心旅游资源，公司运行的三条索道连接玉龙雪山景区最知名和成熟的三个景点，是景区主要旅游接待设施，此外公司多项业务均位于玉龙雪山景区内，区位优势明显。

图表 105. 2015-2019 年丽江市接待游客数及旅游收入



资料来源：丽江文旅局，中银证券

图表 106. 玉龙雪山景区景点图



资料来源：玉龙雪山官网，中银证券

## 公司经营情况分析

图表 107. 丽江股份营业收入及归母净利润变化



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 108. 丽江股份毛利率与净利率变化



资料来源: 公司公告, 中银证券

**公司业绩波动系受到宏观政策影响。**公司业绩近年来受到一定波动, 2017 年上半年云南开展旅游市场秩序整治工作, 引发短期旅游市场震荡, 团队游数量明显下降, 因此对公司业绩产生一定影响。2018 年又因索道价格下调, 公司核心业务索道运输营业收入下降, 对经营业绩产生影响。在此之前公司业绩及盈利均保持稳定上涨趋势, 2019 年公司积极调整经营、营销策略, 并稳步推进重大项目建设及加快对大香格里拉旅游环线的战略布局, 取得良好成果, 扭转盈利下降趋势。2019 年实现营收 7.23 亿元, 实现净利润 2.03 亿元。2020-2021 上半年持续受到疫情影响, 2021H1 实现营收 2.02 亿元, 2021Q2 扭亏为盈。

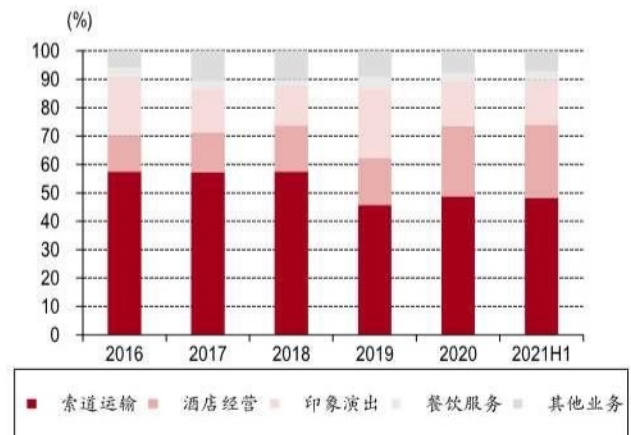
**疫前毛利率有所下滑, 内部管控良好, 净利率保持稳定。**公司毛利率虽略有下滑, 但是由于公司在费用端管控良好, 销售净利率在微小波动中保证稳定, 在疫情前均维持在 30% 左右。三费方面, 管理费用率前期保持较为稳定状态, 因受到疫情影响受营收大幅下降, 但摊销折旧费用仍较为固定, 因此管理费用率在 2020 年有较大幅度增长。21H1 管理费用率的持续增长主因系今年 3 月迪庆月光城英迪格酒店开业, 其折旧摊销及开办费增加所致。销售费用的波动主要是受到当期促销费用的涨跌影响, 2020 较大幅下降还有受到疫情影响较长时间闭园的影响。

图表 109. 丽江股份三大费用率变化



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 110. 丽江股份业务营收占比变化



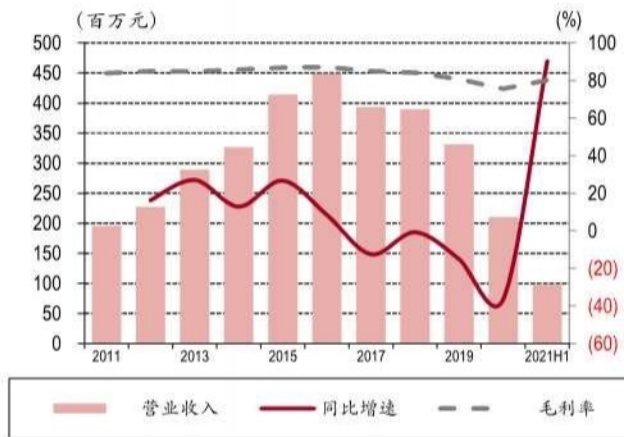
资料来源: 公司公告, 中银证券

## 公司主营业务分析

公司经营主要围绕旅游六要素“食、住、行、游、购、娱”经营，下设不同子公司进行经营，主营业务为索道运输、酒店经营和印象演出，三大业务是公司营收和利润主要来源。

**索道营收占比大高毛利，连接玉龙雪山核心景点。**索道运输业务是由玉龙雪山索道、云杉坪索道、牦牛坪索道三条索道组成，三条隧道连接着往冰川公园、云杉坪森林公园和牦牛坪山地公园，是玉龙雪山最成熟出名的三个公园。索道业务在公司整个营收占比最大，在受到票价下调影响前，均保持在 57% 以上营收占比，整体毛利率高，长期保持在 80% 左右。索道运输在 2018 年 10 月因索道票价下调，因此公司索道业务营业收入下降，2019 年占比减少至 45.85%。三条隧道中运输量最大的是玉龙雪山索道，2019 年接待人数 307.05 万人次；云杉坪索道 2015 年之前接待量是最大的，因为票价便宜，旅行社报价低对游客吸引力大，随着玉龙雪山索道运力提升，利润贡献高，公司调整营销引导，导致接待量有所下降，2018 年票价进一步下降，反而使得云杉坪索道接待人数大幅反弹恢复到 2016 前水平，2019 年接待人数 150.12 万人次，同比增长 80.68%。2021 年上半年虽受到散发疫情扰动，但索道营收恢复良好，实现营收 0.98 亿元，同比增长 90.41%，恢复至 2019 年同期的 61.64%。三条索道接待客流量均大幅上涨，玉龙雪山索道/云杉坪索道/牦牛坪索道分别接待游客 89.10/42.34/2.89 万人次，同比增长 72.22%/259.93%/73.02%，分别恢复至 2019 年同期的 60.26%/78.89%/33.49%。

图表 111. 丽江股份索道业务营收及毛利率



资料来源：公司公告，中银证券

图表 112. 丽江股份三大索道接待游客量



资料来源：公司公告，中银证券

**酒店项目以点带线介入大香格里拉旅游生态圈。**酒店经营的营收占比一直稳定，主要系公司不断布局酒店项目，近年收获成效，2018-19 年营收连续增长，2020 年受疫情影响较小，实现营收 1.06 亿元，同比仅下降 11%，是主营业务中下降最小的业务板块。目前公司主要经营酒店为和府洲际度假酒店、丽江古城英迪格酒店、茶马道丽江古城丽世酒店，茶马道德钦奔子栏丽世酒店、巴塘假日酒店、茶马道丽世山居、迪庆月光城英迪格酒店。公司计划，以酒店项目实现以点带线成面，介入金沙江旅游经济带、大香格里拉旅游生态圈。2019 年公司在金沙江旅游经济带已完成 10 个精品民宿及旅游接待设施建造，打破传统酒店管理模式，同时以点带线，带动金沙江东、西两条精品旅游线发展。公司重点布局的月光城项目正在积极推进，其中的藏文化旅游体验区进入前期招商阶段，月光城英迪格酒店已于 21 年 3 月开业。摩梭小镇前期规划及报建工作已基本完成，计划投入的假日酒店样板区域已建成，有望在 2022 年完成建设。

图表 113. 丽江股份酒店业务营收及毛利率



资料来源：公司公告，中银证券

图表 114. 丽江股份印象演出营收及毛利率



资料来源：公司公告，中银证券

**演艺市场竞争激烈，印象丽江受疫情影响较大。**2015年至2018年期间，丽江演艺市场涌入众多竞争者例如《丽江千古情》、《丽水金沙》等，印象丽江接待游客数有所下降，叠加2017年上半年云南开展旅游市场秩序整治工作，引发短期旅游市场震荡，旅行社调整改革，团队游数量明显下降，印象丽江接待游客主要为团队游客，因此对印象丽江演艺业务影响较为明显，期间印象丽江业绩出现大幅下降。2019年公司经过对营销策略的调整和营销力度的加大，当年印象丽江的经营业绩获得大幅增长，实现营收1.77亿元，同比增长83.45%，毛利率64.84%，成功扭转近4年业绩下滑的局面。2020年因疫情原因，印象丽江从1月24日停演，5月21日才恢复演出，是公司业务中最后一个恢复的，因此仅实现营收0.68亿元，同比下降61.63%。2021年上半年，印象丽江共计演出227场，接待游客33.34万人次，同比增加164.65%，实现营业收入3,189.20万元，同比增加154.86%。预计在疫情影响逐步消散后，公司演艺项目内生与外延均可能形成较强的增长。

## 盈利预测、相对估值及投资建议

图表 115. 丽江股份营业收入与毛利率预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>索道运输</b>					
收入 (百万元)	331.39	210.43	202.43	329.30	395.16
Yoy(%)	(15.09)	(36.50)	(3.80)	62.67	20.00
成本 (百万元)	64.07	51.18	43.50	52.15	59.71
Yoy(%)	4.18	(20.12)	(15.00)	19.88	14.50
毛利率(%)	80.67	75.68	78.51	84.16	84.76
<b>酒店经营</b>					
收入 (百万元)	119.23	106.11	109.82	127.40	140.14
Yoy(%)	8.14	(11.00)	3.50	16.00	10.00
成本 (百万元)	55.18	58.99	61.94	64.76	67.07
Yoy(%)	26.15	6.90	5.00	4.56	3.56
毛利率(%)	53.72	44.40	43.60	49.16	52.14
<b>印象演出</b>					
收入 (百万元)	177.41	68.08	69.90	146.34	197.07
Yoy(%)	83.45	(61.63)	2.67	109.37	34.66
成本 (百万元)	62.38	44.31	33.45	46.30	60.04
Yoy(%)	26.02	(28.97)	(24.50)	38.40	29.67
毛利率(%)	64.84	34.92	52.14	68.36	69.53
<b>餐饮服务</b>					
收入 (百万元)	27.10	13.14	12.91	27.88	29.78
Yoy(%)	119.97	(51.51)	(1.75)	115.98	6.80
成本 (百万元)	18.02	12.83	10.84	18.30	19.92
Yoy(%)	(26.06)	(28.80)	(15.50)	68.80	8.87
毛利率(%)	33.51	2.34	16.02	34.37	33.10
<b>其他业务</b>					
收入 (百万元)	67.56	33.29	31.79	52.62	63.36
Yoy(%)	(1.87)	(50.73)	(4.50)	65.52	20.40
成本 (百万元)	38.26	24.33	21.69	29.44	34.70
Yoy(%)	(12.45)	(36.41)	(10.87)	35.75	17.89
毛利率(%)	43.37	26.90	31.79	44.06	45.22
<b>营业收入合计</b>					
(百万元)	<b>722.69</b>	<b>431.05</b>	<b>426.86</b>	<b>683.54</b>	<b>825.50</b>
Yoy(%)	6.53	(40.35)	(0.97)	60.13	20.77
<b>综合毛利率(%)</b>					
	<b>67.08</b>	<b>55.54</b>	<b>59.84</b>	<b>69.14</b>	<b>70.69</b>

资料来源：公司公告，中银证券

### 盈利预测与相对估值

我们预计丽江股份 2021 年至 2023 年营收分别为 4.27 亿元、6.84 亿元、8.26 亿元，分别同比变化-0.97%、60.13%、20.77%；归母净利润在 2021 年至 2023 年预计盈利 0.78 亿元、1.93 亿元、2.47 亿元，分别同比变化 9.86%、147.44%、27.98%；当前股本下，预计每股收益分别为 0.14 元、0.35 元、0.45 元，市盈率分别为 41.6 倍、16.7 倍、13.1 倍。

图表 116. 丽江股份可比上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)			市盈率(x)		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300144.SZ	宋城演艺	买入	14.87	388.81	0.31	0.54	0.73	47.5	27.5	20.4
603136.SH	天目湖	买入	16.72	31.15	0.55	0.73	0.81	30.7	23.0	20.8
600138.SH	中青旅	买入	10.14	73.40	0.44	0.67	0.78	24.0	15.9	13.7
002033.SZ	丽江股份	增持	5.87	32.26	0.14	0.35	0.45	41.6	16.7	13.1
600054.SH	黄山旅游	未有评级	9.28	47.63	0.35	0.49	0.56	26.39	18.82	16.48
000888.SZ	峨眉山 A	未有评级	6.37	33.56	0.27	0.38	0.44	23.76	16.79	14.32
600749.SH	西藏旅游	未有评级	10.46	23.74	0.11	0.15	0.19	95.96	70.77	53.70
	可比公司均值							41.42	27.07	21.79
<b>002033.SZ</b>	<b>丽江股份</b>	<b>增持</b>	<b>5.87</b>	<b>32.26</b>	<b>0.14</b>	<b>0.35</b>	<b>0.45</b>	<b>41.6</b>	<b>16.7</b>	<b>13.1</b>

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2021 年 10 月 08 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

## 投资建议

经过多年在滇西市场的耕耘，公司索道运输、酒店、印象演出三大主营业务稳定发展，同时覆盖旅游交通、旅行社、旅游纪念品、餐饮服务等多项其他业务，成为具有良好的成长性以及较强盈利能力的旅游集团企业。丽江拥有丰富的旅游资源，内外部交通持续改善，此外，公司积极布局月光城、摩梭小镇等项目介入大香格里拉环线、占领大滇西旅游环线资源，有望打开业绩增长空间首次覆盖，给予**增持**评级。

## 风险提示

### 新冠疫情反复风险

国内疫情防控常态化，疫苗接种普及率高，但仍有可能局部散发病例和变异病毒造成疫情的反复。

### 市场竞争激烈风险

随着旅游市场发展，越来越多资本进入旅游市场，使得旅游市场竞争更加激烈，公司有可能丧失传统竞争优势，影响公司业绩。

### 索道运营安全风险

客运索道属于特种设备，索道日常维护和营运技术难度大，索道运营面临安全风险，如若发生安全事故，会对公司构成不利影响，可能影响声誉和导致客流下降。



### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	723	431	427	684	825
销售成本	(253)	(194)	(178)	(222)	(255)
经营费用	(127)	(61)	(26)	(61)	(75)
息税折旧前利润	342	177	222	400	495
折旧及摊销	(77)	(89)	(122)	(139)	(156)
经营利润 (息税前利润)	265	87	101	262	339
净利息收入/(费用)	21	23	25	25	25
其他收益/(损失)	7	(2)	(7)	(6)	(5)
税前利润	279	96	106	268	346
所得税	(47)	(20)	(21)	(56)	(73)
少数股东权益	29	5	7	19	27
净利润	203	70	78	193	247
核心净利润	202	69	76	191	245
每股收益 (人民币)	0.370	0.128	0.141	0.351	0.449
核心每股收益 (人民币)	0.367	0.125	0.138	0.347	0.445
每股股息 (人民币)	0.120	3.553	0.049	0.123	0.180
收入增长(%)	7	(40)	(1)	60	21
息税前利润增长(%)	11	(67)	15	160	29
息税折旧前利润增长(%)	3	(48)	26	80	24
每股收益增长(%)	6	(65)	10	149	28
核心每股收益增长(%)	6	(66)	10	152	28

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	279	96	106	268	346
折旧与摊销	77	89	122	139	156
净利息费用	(8)	(10)	(12)	(13)	(13)
运营资本变动	(5)	1	(58)	81	(95)
税金	(17)	(15)	(21)	(56)	(73)
其他经营现金流	(32)	0	91	(18)	(8)
经营活动产生的现金流	293	161	227	401	314
购买固定资产净值	133	57	40	290	240
投资减少/增加	14	10	1	1	4
其他投资现金流	(562)	(111)	(240)	(605)	(505)
投资活动产生的现金流	(416)	(44)	(199)	(314)	(261)
净增权益	(66)	(1,953)	(27)	(67)	(99)
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	66	1,953	27	67	99
其他融资现金流	(92)	(100)	(15)	(55)	(86)
融资活动产生的现金流	(92)	(100)	(15)	(55)	(86)
现金变动	(215)	18	13	32	(34)
期初现金	1,124	909	927	940	972
公司自由现金流	(123)	118	28	87	53
权益自由现金流	(131)	107	16	74	40

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	909	927	940	972	938
应收帐款	7	4	8	9	12
库存	13	13	8	16	11
其他流动资产	5	8	3	8	3
流动资产总计	1,179	1,064	992	1,033	999
固定资产	1,341	1,252	1,162	1,311	1,398
无形资产	81	228	244	257	267
其他长期资产	204	221	376	404	433
长期资产总计	1,627	1,701	1,782	1,971	2,097
总资产	2,859	2,837	2,839	3,069	3,154
应付帐款	17	27	19	26	5
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	144	136	88	167	98
流动负债总计	161	162	107	193	103
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	7	8	8	8	8
股本	549	549	549	549	549
储备	2,005	2,010	2,061	2,186	2,334
股东权益	2,555	2,560	2,610	2,735	2,883
少数股东权益	135	107	114	133	159
总负债及权益	2,859	2,837	2,839	3,069	3,154
每股帐面价值 (人民币)	4.65	4.66	4.75	4.98	5.25
每股有形资产 (人民币)	4.50	4.24	4.31	4.51	4.76
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.65)	(1.69)	(1.71)	(1.77)	(1.71)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率 (%)	47.3	41.0	52.0	58.6	59.9
息税前利润率 (%)	36.6	20.2	23.5	38.3	41.0
税前利润率 (%)	38.7	22.2	24.8	39.2	41.9
净利率 (%)	28.2	16.4	18.2	28.2	29.9
<b>流动性</b>					
流动比率 (倍)	7.3	6.6	9.3	5.4	9.7
利息覆盖率 (倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率 (倍)	7.2	6.5	9.2	5.3	9.6
<b>估值</b>					
市盈率 (倍)	15.9	45.8	41.6	16.7	13.1
核心业务市盈率 (倍)	16.0	47.0	42.6	16.9	13.2
市净率 (倍)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1
价格/现金流 (倍)	11.0	20.0	14.2	8.1	10.3
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	6.8	13.0	10.3	5.6	4.6
<b>周转率</b>					
存货周转天数	21.4	24.9	22.3	20.2	19.1
应收帐款周转天数	3.7	4.8	4.9	4.4	4.6
应付帐款周转天数	8.0	18.4	19.3	11.9	6.8
<b>回报率</b>					
股息支付率 (%)	32.4	2,769.9	35.0	35.0	40.0
净资产收益率 (%)	8.2	2.8	3.0	7.2	8.8
资产收益率 (%)	7.9	2.4	2.8	7.0	8.6
已运用资本收益率 (%)	1.9	0.7	0.7	1.7	2.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

### 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

### 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

### 相关关联机构:

#### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

#### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

#### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

#### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

#### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

#### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371