

2010年02月21日

市价(人民币) : 18.81元

目标价(人民币) : 18.81元

丽江旅游 (002033.SZ)

——业绩略低于预期，大索道改造无损公司长期价值

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.672	0.462	0.385	0.240	0.573	0.658
净利润增长率	55.17%	-31.22%	-16.68%	-37.61%	138.51%	14.79%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.303	N/A	N/A
市盈率(倍)	41.33	21.58	46.66	78.24	32.80	28.58
行业优化市盈率(倍)	93.45	27.16	58.07	58.07	58.07	58.07
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.70	29.70	29.70	29.70
股息率	N/A	1.50%	N/A	0.39%	1.07%	1.40%
PE/G(倍)	0.75	N/A	N/A	-2.08	0.24	1.93
净资产收益率	19.19%	11.66%	9.17%	5.50%	12.09%	12.81%
每股净资产(元)	3.50	3.97	4.20	4.37	4.74	5.14
市净率(倍)	7.93	2.52	4.28	4.30	3.97	3.66
每股经营性现金流(元)	0.92	0.45	1.12	1.09	1.39	1.41
已上市流通A股(百万股)	51.41	52.77	71.89	71.89	71.89	71.89
总股本(百万股)	99.32	99.32	99.32	99.32	99.32	99.32

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

■ 09 年实现业绩略低于预期，酒店开业巨额亏损是主因

- ◆ 公司公布 09 年报，实现营业收入 1.83 亿元，较上年增长 25.37%；实现营业利润 6068 万元，与上年基本持平；实现归属于上市公司股东的净利润为 3827 万元，同比下降 16.68%，每股收益为 0.39 元，略低于我们的盈利预测。
- ◆ 我们认为，公司旗下于 09 年 9 月开业的丽江和府皇冠假日酒店超出此前预期的巨额亏损是导致公司实现业绩低于预期的主要原因。酒店营业 3 个多月，实现收入 1020.67 万元，但由于开办费、折旧摊销等开始计入，致使亏损达到 1657.97 万元，超出我们之前 1200 万元亏损的预期。加上公司近年来银行债务规模不断扩大，在建工程转固后利息计入费用也在一定程度上影响了盈利水平。

■ 主业分析：索道业务稳中有升，酒店运营任重道远

- ◆ 云杉坪索道技改成效显著，然今年大索道技改负面影响较大。受益于丽江旅游市场整体回暖，公司索道业务整体呈现出良好的反弹势头。云杉坪索道于 09 年 3 月完成技改后，运力提升了 3 倍多，并在公司主动营销策略的推动下，游客接待量增幅达到 138.32%，有效弥补了玉龙雪山索道和牦牛坪索道接待游客人数的下滑，但在一定程度上也牺牲了人均 ARPU 值，收入增速明显低于游客增长。
- ◆ 公司明确将在 2010 年实施对玉龙雪山索道的技改，用时 7 个月，将在传统旅游旺季(4 月~11 月)进行，将对旗下目前盈利能力最强的一块资产经营形成显著的负面影响，**但从长期来看，由于主要资产技改导致的短期业绩下滑并不损害公司的核心价值。**
- ◆ 酒店运营任重道远，整体盈利或需期待明年。09 年 9 月，公司 IPO 募集资金项目 - 世界遗产论坛中心酒店建成投入运营，命名为丽江和府皇冠假日酒店，09 年运行了 3 个多月，实现营业收入 1020.67 万元，实现毛利 287.32 万元，亏损额高达 1657.96 万元。和府皇冠作为丽江古城内唯一由国际酒店管理集团管理的高星级会务及休闲度假酒店，无论是硬件条件，还是软件管理，在丽江酒店市场中均具有十分明显的竞争优势，无疑将成为公司今年进行市场推广的重中之重。开业首年可能进行的大规模市场推广和聘请外资管理发生的大额管理费用将成为决定酒店盈利水平的关键因素，整体盈利或需等到明年。

■ 资源集中开发战略彰显公司未来发展空间

- ◆ 周边交通环境的持续改善使得丽江旅游变得更为舒适、快捷、安全、方便，成本也更低，增加了丽江作为旅游目的地的吸引力和竞争力。也为公司介入整合区域旅游资源缩短培育期提供了必要条件。
- ◆ 公司计划以 11.91 元/股的价格向云南旅投定向增发 1700 万股，募集 2 亿左右的资金将用于偿还贷款及补充流动资金，将在一定程度上缓解公司的财务压力。
- ◆ 尽管从上市公司的形成渊源以及此次云南旅投介入的方式和股权比例来看，我们目前并不就此认同“丽江旅游将成为云南旅投整合云南全省旅游资源资本运作平台”的判断，而且，鉴于中国旅游资源地方政府所有的体制格局，省国资背景的旅游投资集团以行政方式整合旅游资源是不现实的，更多的还是主要依靠市场化的方式加以整合、经营，但丽江旅游从自身发展的要求来看，立足丽江地区，依托持续改善的交通环境，加大滇西北旅游资源的获取和整合力度应是十分合理的投资逻辑，而云南旅投通过定向增发参股方式参与其中也为其获得了一个既有坚实经济基础又有发展空间的旅游产业经营平台。

■ 盈利预测及投资评级：维持“持有”评级

- ◆ 根据 09 年报的情况及公司 2010 年经营计划，我们调整公司 2010~2012 年每股盈利预测分别至 0.24 元、0.573 元和 0.658 元(此盈利预测暂未考虑可能在上半年完成的定向增发对财务费用和股本结构的影响)，动态市盈率分别为 78.2 倍、32.8 倍和 28.6 倍。今年盈利预测向下调整主要是考虑到玉龙雪山索道旺季技改对经营业绩的负面影响以及和府皇冠假日酒店运营初期可能出现的较大亏损。
- ◆ 我们认为，鉴于今年盈利水平的大幅下滑是受到公司主要经营性资产大索道停工技改的影响，并非正常经营的业绩水平，而从长期来看，大索道技改不仅不会损害公司的长期价值，还将在丽江旅游市场不断发展的过程中获得更大的发展空间。因此，我们对公司的估值主要是以技改完成后 2011 年的盈利水平为基础，根据旅游资源型上市公司平均 30~35 倍的市盈率区间测算，公司的合理估值区间在 17.19~20.05 元，维持“持有”的投资评级。

内容目录

1.	09 年业绩略低于预期，酒店开业巨额亏损是主因	4
2.	主业分析：索道业务稳中有升，酒店运营任重道远	4
2.1.	云杉坪索道技改成效显著，然今年大索道技改负面影响较大....	4
2.2.	酒店运营任重道远，整体盈利或需期待明年	6
3.	资源集中开发战略彰显公司未来发展方向	7
3.1.	丽江周边交通环境持续改善	7
3.2.	定向增发降低财务费用，平台打造或存资源整合空间	7
4.	盈利预测及投资建议	8
	附录：三张报表预测摘要	10

图表目录

图表 1.丽江地区接待游客人数及其增长(1996~2009)	4
图表 2.丽江接待国内游客人数及其增长(1995~2009)	4
图表 3.丽江接待入境游客人数及其增长(1995~2009)	5
图表 4.丽江旅游接待游客人数及其增长(1999~2009)	5
图表 5.云杉坪索道接待游客人数及其增长(1999~2009).....	5
图表 6.云杉坪索道 ARPU 及折扣率变化(2001~2009).....	5
图表 7.玉龙雪山索道接待游客人数及其增长(1999~2009)	6
图表 8.牦牛坪索道接待游客人数及其增长(2000~2009).....	6
图表 9.丽江和府皇冠假日酒店运营分析及预测(2009~2015F)	7
图表 10.丽江旅游盈利预测详表(2005~2012F).....	9

1. 09 年业绩略低于预期，酒店开业巨额亏损是主因

公司公布 2009 年报，实现营业收入 1.83 亿元，较上年同期增长 25.37%；实现营业利润 6068 万元，与上年基本持平；实现归属于上市公司股东的净利润为 3827 万元，同比下降 16.68%，每股收益为 0.39 元，略低于我们的盈利预测。

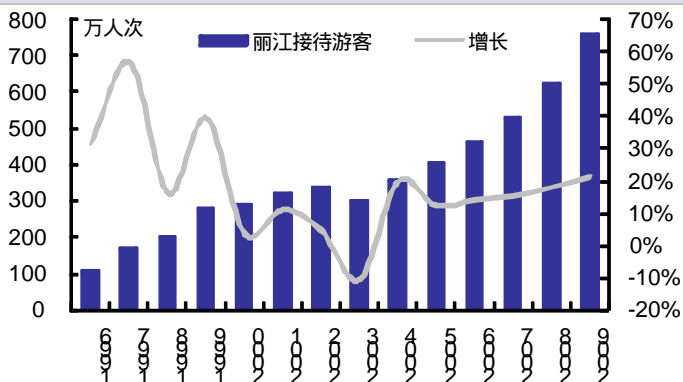
分析其中原因，我们认为，公司旗下于 09 年 9 月开业的丽江和府皇冠假日酒店(以下简称“和府皇冠”或酒店)超出此前预期的巨额亏损是导致公司实现业绩低于预期的主要原因。和府皇冠营业 3 个多月，实现收入 1020.67 万元，由于开业当年开办费一次性摊销以及从 10 月份开始计提折旧摊销，致使酒店 09 年录得 1657.97 万元的亏损，超出我们之前 1200 万元亏损的预期。加上公司近年来银行债务规模不断扩大，酒店在建工程转固后利息计入费用也在一定程度上影响了盈利水平。

2. 主业分析：索道业务稳中有升，酒店运营任重道远

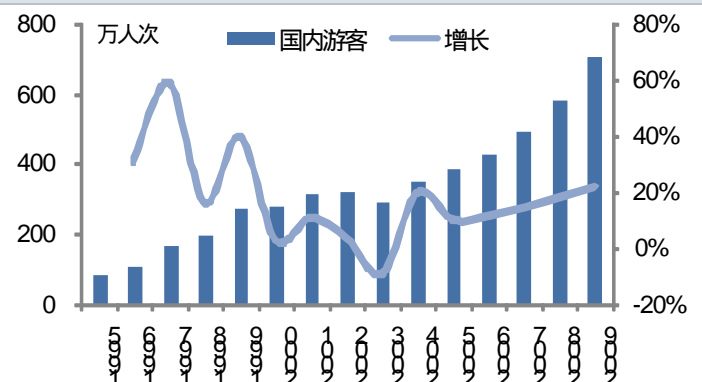
2.1. 云杉坪索道技改成效显著，然今年大索道技改负面影响较大

受金融危机后续影响、H1N1 甲型流感阶段性冲击和中国经济强劲复苏以及股市、楼市反弹财富效应的交互影响，2009 年的中国旅游业注定是一个转折的年份，呈现出“前低后高、稳步回升”的发展态势。在此背景下，作为滇西北重要旅游集散地的丽江旅游市场继续保持了较快增长，09 年全地区接待游客 758.1 万人次，较 08 年增长 21.21%，增速较上年进一步提高(见图表 1)。对比入境和国内旅游市场，与全国其他地区一样，呈现出“内热外冷”的特点。09 年丽江接待国内游客 706.5 万人次，同比增幅达到 21.88%(见图表 2)，而接待入境游客 52.6 万人次，同比仅增长 12.90%，增速较 08 年进一步下降(见图表 3)。相较整个地区的游客接待水平，公司旗下三条索道 09 年共计接待游客 203.9 万人次，同比增长 44.43%(见图表 4)，较 07 年这一正常情况下(未见不利的突发性事件)的较好年份亦实现同比增长 19.96%，在丽江旅游市场中继续保持行业强势地位。

图表1.丽江地区接待游客人数及其增长(1996~2009)

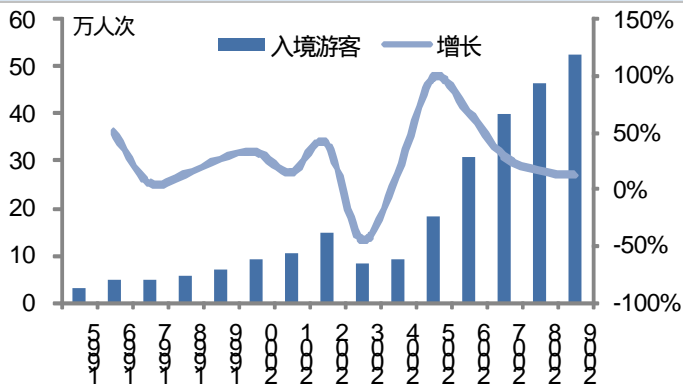


图表2.丽江接待国内游客人数及其增长(1995~2009)

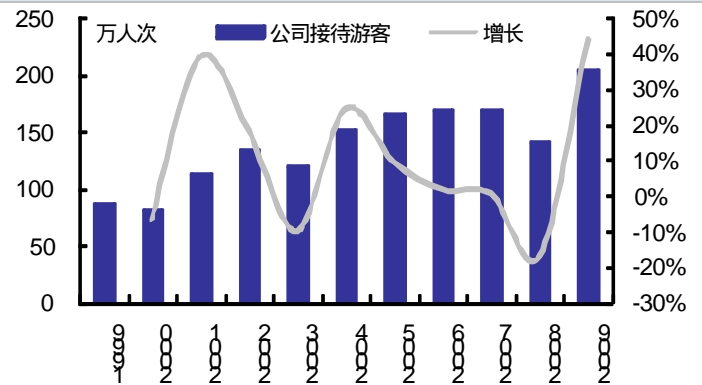


来源：丽江旅游局，国金证券研究所

图表3. 丽江接待入境游客人数及其增长(1995~2009)



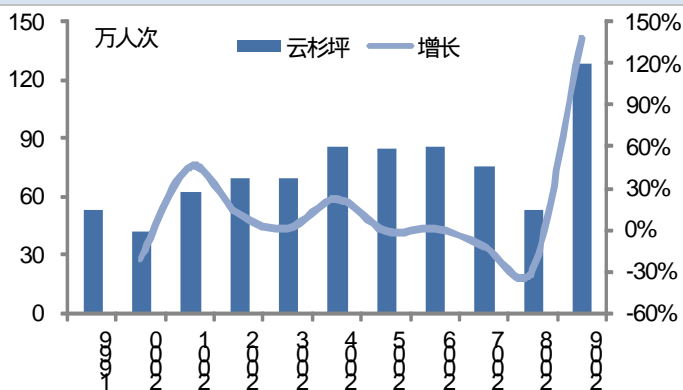
图表4. 丽江旅游接待游客人数及其增长(1999~2009)



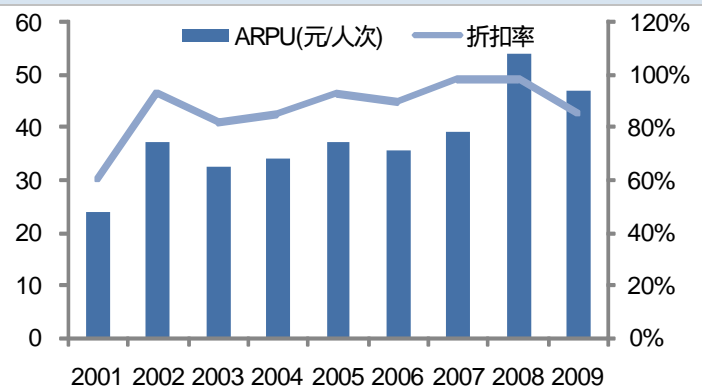
来源：丽江旅游局，公司资料，国金证券研究所

从总量来看，公司旗下三条索道接待客流大幅超出预期，云杉坪索道接待量的大幅增长起到了决定性作用。云杉坪索道于 08 年 3 月完成技改后，运力由原先的每年 120 万人次上提升至 380 万人次，09 年，云杉坪索道接待游客 128.43 万人次，同比增长 138.32%(见图表 5)，是 09 年游客接待量大幅增长的唯一因素。与此相对的是，由于旺季运力瓶颈和天气(风力过大)等方面，玉龙雪山索道(以下简称“大索道”)接待量继续出现了小幅下滑的情况，全年接待游客 66.84 万人次，同比下降 4.32%(见图表 7)；而牦牛坪索道则由于旅游线路问题、公司营销重心转移等原因，09 年游客接待量仅为 8.63 万人次，同比大幅下滑 50.49%(见图表 8)。然而，从云杉坪索道收入和游客增速的对比来看，收入增幅远低于客流的增长，显示出公司对于完成技改运力大幅提升后的云杉坪索道加大了营销力度，加大对旅行团队的折扣力度应是增加客流最为直接的方式。09 年，云杉坪索道 ARPU 仅为 47 元/人次，相较 55 元/人次的折扣率近 15%，较前几年明显扩大(见图表 6)。而由于大索道今年要实施技改，预计公司仍将对云杉坪索道实行积极的营销策略，部分弥补大索道停运后对公司经营的影响。

图表5. 云杉坪索道接待游客人数及其增长(1999~2009)

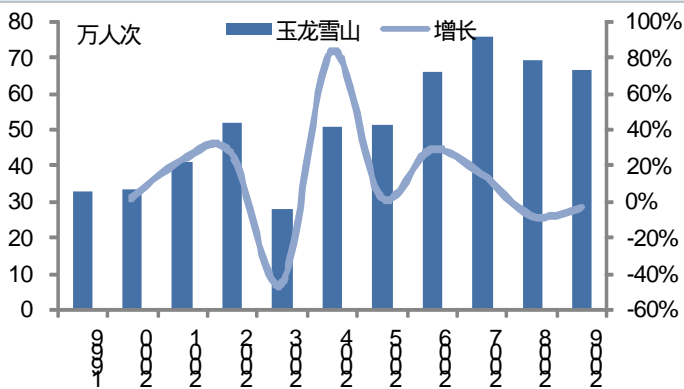


图表6. 云杉坪索道 ARPU 及折扣率变化(2001~2009)

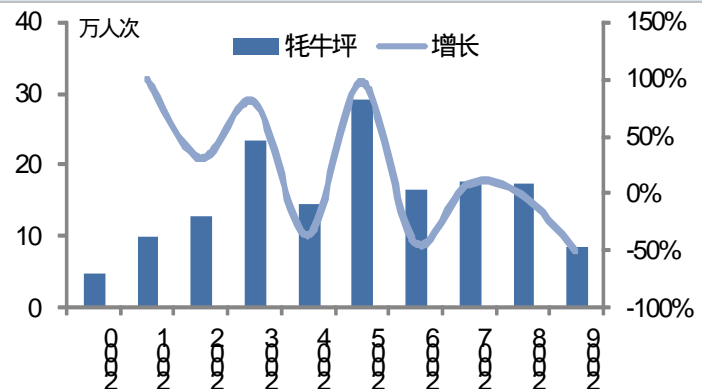


来源：国金证券研究所

图表7. 玉龙雪山索道接待游客人数及其增长(1999~2009)



图表8. 牦牛坪索道接待游客人数及其增长(2000~2009)



来源：国金证券研究所

公司已经明确将在 2010 年实施对大索道的技改，计划总共投入 8845 万元，用时 7 个月，由于受气候影响，技改工作必须在传统旅游旺季(4 月~11 月)进行，将对公司旗下目前盈利能力最强的一块资产经营形成显著的负面影响。根据我们的初步测算，预计大索道今年接待游客量将降至 26.15 万人次，较 09 年下降 67.4%，由于大索道的 ARPU 值要到 126.1 元，技改将对公司整体营收和业绩产生显著影响。此外，与大索道经营密切相关的汽车运输业务也将因此受到较大影响，营收下滑也将是在所难免。然而，从长期来看，由于主要资产技改导致的短期业绩下滑并不损害公司的核心价值，对于企业的估值应是建立在正常经营假设基础之上。

2.2. 酒店运营任重道远，整体盈利或需期待明年

09 年 9 月 21 日，公司 IPO 募集资金项目世界遗产论坛中心酒店建成投入运营，命名为丽江和府皇冠假日酒店，由洲际酒店集团管理，使用洲际旗下“皇冠假日”品牌经营。09 年由于运行了 3 个多月，仅实现营业收入 1020.67 万元，实现毛利 287.32 万元，由于开办费一次性计入和折旧等固定成本开始摊销，去年亏损额高达 1657.96 万元。

丽江和府皇冠假日酒店是丽江古城内唯一由国际酒店管理集团管理的高星级会务及休闲度假酒店，总建筑面积 49,693.87 平米，酒店接待规模为 274 间(套)，具备 500 人左右规模的会议接待能力。和府皇冠假日酒店由洲际集团管理，建筑物巧妙地融合了现代时尚元素和纳西民族建筑特色的精华及多个有代表性的景观，无论是硬件条件，还是软件管理，在丽江酒店市场中均具有十分明显的竞争优势。我们认为，由于今年大索道将实施停运技改，且公司明确表示将实施主动营销战略，新建成的和府皇冠无疑将成为公司进行市场推广的重中之重。按照携程网(Ctrip)最新近 900 元/晚普通高级房的报价，考虑渠道商的费用，我们估计和府皇冠实际平均房价在 800 元以上。据此，我们对和府皇冠未来几年的经营情况进行了测算(见图表 9)。需要说明的是，受公开资料的限制，我们无法获得和府皇冠单独的财务信息，有关成本、费用的假设均是建立在已有收入成本信息、项目资本开支以及外资管理酒店一般财务经验的基础上，而且，财务费用未在酒店业务中单独核算，因此，此处的营业利润为未扣除财务费用后的数据，供投资者参考。公司在 09 年报中表示，今年酒店计划实现收入 6000 万元，预计亏损 1000 万元，这一亏损水平应是扣除财务费用后的结果，鉴于公司目前的银行债务规模，我们认为，对于和府皇冠 2010 年运

营情况假设具有一定的合理性，开业首年可能进行的大规模市场推广和聘请外资管理发生的大额管理费用将成为决定酒店盈利水平的关键因素。

图表9. 丽江和府皇冠假日酒店运营分析及预测(2009~2015F)

单位：千元	2009	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
营业收入	10,653.1	59,256.9	65,396.6	71,825.3	76,173.1	79,478.3	82,903.0
客房收入	7,891.2	43,571.3	47,734.7	52,047.3	54,800.8	56,770.2	58,796.5
房间数(间)	274	274	274	274	274	274	274
平均房价(元/天/间)	800	818	834	851	868	885	903
入住率	10.0%	54.0%	58.0%	62.0%	64.0%	65.0%	66.0%
餐饮收入	1,578.2	9,150.0	10,501.6	11,970.9	13,152.2	14,192.5	15,287.1
比例	20.0%	21.0%	22.0%	23.0%	24.0%	25.0%	26.0%
会议、娱乐、商品销售收入	1,183.7	6,535.7	7,160.2	7,807.1	8,220.1	8,515.5	8,819.5
比例	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
毛利率	89.5%	89.8%	89.6%	88.9%	88.7%	88.6%	88.5%
毛利	9,535.6	53,212.7	58,595.3	63,852.7	67,565.5	70,417.8	73,369.2
营业税金及附加	569.9	3,170.2	3,498.7	3,842.7	4,075.3	4,252.1	4,435.3
营业税金及附加率	5.35%	5.35%	5.35%	5.35%	5.35%	5.35%	5.35%
主营业务利润	8,965.7	50,042.5	55,096.6	60,010.0	63,490.3	66,165.7	68,933.8
营业费用		14,814.2	13,079.3	13,287.7	13,711.2	13,908.7	14,093.5
营业费用率		25.00%	20.00%	18.50%	18.00%	17.50%	17.00%
管理费用		34,017.6	34,888.8	34,765.8	35,090.2	35,253.9	35,383.8
其中：开办费		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定费用额		11,500.0	12,000.0	12,500.0	13,000.0	13,000.0	13,000.0
变动费用率		38.00%	35.00%	31.00%	29.00%	28.00%	27.00%
费用总额	25,545.7	48,831.9	47,968.1	48,053.5	48,801.4	49,162.6	49,477.3
费用率	239.8%	82.4%	73.3%	66.9%	64.1%	61.9%	59.7%
营业利润	-16,580.0	1,210.6	7,128.5	11,956.5	14,688.9	17,003.0	19,456.5

来源：国金证券研究所

3. 资源集中开发战略彰显公司未来发展方向

3.1. 丽江周边交通环境持续改善

丽江处在云南省旅游资源最为富集的地方之一滇西北地区，拥有世界文化遗产、世界自然遗产和世界记忆遗产，“中国香格里拉生态旅游区”、“三江并流区域”、“茶马古道”均是世界知名的精品旅游区，丽江则是“中国香格里拉生态旅游区”的中心和示范区，无论是旅游业产值，还是市场成熟度，均在云南旅游产业中显示出市场龙头的地位。

近年来，丽江当地政府加快交通、通讯等基础设施的建设，大大改善了丽江作为旅游目的地的可达性和易达性。丽江机场目前已开通北京、上海、深圳、广州、成都等地的航线，联结昆明的支线航班日益密集，已成为云南省内最繁忙的支线空港之一。丽江到大理、丽江到香格里拉都有一级公路连接，大丽(大理-丽江)铁路已于2009年9月28日建成通车，新建的丽江火车站是云南第二大火车客运站。大理至丽江的高速公路勘察设计工作已于2007年正式启动，预计2010年底建成通车。大丽铁路的建成通车与高速公路网的日益完善将大大降低进入丽江的交通成本，游客规模有望得到进一步扩大，为区域内景区长期发展提供增长动力。丽江区内各著名景点玉龙雪山、虎跳峡、黎明老君山、泸沽湖之间也都实现了高等级公路贯通。周边交通环境的持续改善使得丽江旅游变得更为舒适、快捷、安全、方便，成本也更低，增加了丽江作为旅游目的地的吸引力和竞争力。也为公司介入整合区域旅游资源缩短培育期提供了必要条件。

3.2. 定向增发降低财务费用，平台打造或存资源整合空间

公司于09年6月29日与云南省旅游投资有限公司(以下简称“云南旅投”)签订协议，计划以11.91元/股的价格向云南旅投定向增发1700万股，募集2亿

左右的资金将用于偿还贷款及补充流动资金。近几年，由于在世界遗产论坛中心酒店上投资不断增加，大大超出 IPO 时的募股资金投资计划，加上云杉坪索道和玉龙雪山索道的大规模技改投入，使得公司银行贷款规模不断增加，截至 09 年底，公司长短期银行借款合计达到 3.59 亿元，随着酒店投入运营，今年将有大量的利息支出显性化(之前有相当部分的利息资本化了)，将对公司经营业绩产生一定的负面影响。因此，通过定向增发募集资金将在一定程度上缓解公司的财务压力。**我们将在定向增发正式实施后及时调整公司的盈利预测。**

而且，云南旅投作为云南省国资控股的旅游投资平台，通过定向增发方式参股丽江旅游无疑为市场提供了诸多想象空间。我们认为，经过多年的发展，丽江旅游已经成为滇西北旅游市场的龙头企业，尽管各地国资系统都有整合地方资源、打造旅游企业旗舰的规划，但鉴于丽江地区的旅游市场格局，重新打造一个上市平台无疑将是事倍功半。因此，借助丽江旅游的上市平台在资本层面上参与到滇西北旅游市场的发展和资源整合具有十分合理的逻辑。公司又适时提出“优势资源集中开发战略”，通过取得开发经营权、参股或控股开发经营权等方式，取得地区内外旅游资源和特色资源，以获取充分的生存发展空间。

尽管从上市公司的形成渊源到此次云南旅投介入的方式和股权比例来看，我们目前并不就此认同“丽江旅游将成为云南旅投整合云南全省旅游资源资本运作平台”的判断，而且，鉴于中国旅游资源地方政府所有的体制格局，省国资背景的旅游投资集团以行政方式整合旅游资源是不现实的，更多的还是主要依靠市场化的方式加以整合、经营，但丽江旅游从自身发展的要求来看，立足丽江地区，凭借持续改善的交通环境，加大滇西北旅游资源的获取和整合力度应是十分合理的投资逻辑，而云南旅投通过定向增发参股方式参与其中为其获得了一个既有坚实基础又有发展空间的旅游产业经营平台。

4. 盈利预测及投资建议

根据 09 年报的情况及公司 2010 年经营计划，我们调整公司 2010~2012 年每股盈利预测分别至 0.24 元、0.573 元和 0.658 元(见图表 10，此盈利预测暂未考虑可能在上半年完成的定向增发对财务费用和股本结构的影响)，动态市盈率分别为 78.2 倍、32.8 倍和 28.6 倍。今年盈利预测向下调整主要是考虑到玉龙雪山索道旺季技改对经营业绩的负面影响以及和府皇冠假日酒店运营初期可能出现的较大亏损。

我们认为，鉴于今年盈利水平的大幅下滑是受到公司主要经营性资产大索道停工技改的影响，并非正常经营的业绩水平，而从长期来看，大索道技改不仅不会损害公司的长期价值，还将在丽江旅游市场不断发展的过程中获得更大的发展空间。因此，我们对公司的估值主要是以技改完成后 2011 年的盈利水平为基础，根据旅游资源型上市公司平均 30 倍~35 倍的市盈率区间测算，公司的合理估值区间在 17.19~20.05 元，维持“持有”的投资评级。

图表10. 丽江旅游盈利预测详表(2005~2012F)

千元	2005	2006	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F
营业收入	113,993.0	128,845.0	154,339.0	146,117.6	183,189.0	180,470.2	263,591.2	284,995.6
索道运输	100,661.0	116,467.0	136,648.0	126,222.9	149,406.0	110,055.7	170,821.4	183,456.6
玉龙雪山	59,929.0	78,502.0	96,374.0	87,306.3	84,256.0	32,682.4	83,691.8	86,963.4
云杉坪	31,748.0	30,876.0	29,916.0	29,240.4	60,335.0	71,985.0	81,471.9	90,552.6
牦牛坪	8,984.0	7,089.0	10,358.0	9,676.1	4,815.0	5,388.4	5,657.8	5,940.7
汽车运输	3,995.0	5,246.0	6,241.0	6,190.9	6,106.0	2,353.1	6,020.5	6,231.2
酒店经营					10,207.0	59,256.9	65,396.6	71,825.3
其他业务	9,337.0	7,132.0	11,450.0	13,703.8	17,771.0	8,804.5	21,352.7	23,482.4
减：公司内部抵消					301.0			
营业成本	19,410.2	22,523.0	29,526.6	26,575.1	29,531.0	23,743.3	40,316.2	43,252.5
索道运输	13,182.1	15,678.0	20,679.0	16,911.1	17,153.0	11,987.9	20,359.4	20,962.2
汽车运输	3,152.0	4,152.0	2,983.0	3,207.2	2,659.0	1,353.0	2,799.5	2,928.7
酒店经营					1,071.0	6,044.2	6,801.2	7,972.6
其他业务	3,076.1	2,693.0	5,864.6	6,456.8	8,648.0	4,358.2	10,356.0	11,389.0
营业税金及附加	5,597.3	6,896.1	8,251.0	7,672.1	9,739.9	9,655.2	14,102.1	15,247.3
营业税金及附加比率	4.91%	5.35%	5.35%	5.25%	5.32%	5.35%	5.35%	5.35%
营业费用	4,923.8	5,774.4	9,141.8	10,173.2	21,438.9	28,514.3	34,003.3	36,194.4
营业费用率	4.32%	4.48%	5.92%	6.96%	11.70%	15.80%	12.90%	12.70%
管理费用	19,774.9	21,463.7	25,848.3	32,032.0	51,918.0	61,901.3	75,123.5	79,798.8
管理费用率	17.35%	16.66%	16.75%	21.92%	28.34%	34.30%	28.50%	28.00%
财务费用	-1,881.8	-1,851.7	-355.3	8,153.1	10,832.6	18,021.3	17,693.3	16,570.3
资产减值损失	0.0	-1,768.2	85.8	-114.9	321.9	100.0	100.0	100.0
其他经营收益								
公允价值变动净收益	0.0	2,625.6	(2,698.7)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	(2,211.1)	397.3	10,398.3	414.5	1,274.6	1,000.0	1,000.0	1,000.0
营业利润	63,957.6	78,830.5	89,540.5	62,041.5	60,680.2	39,534.8	83,252.9	94,832.3
营业外收入	54.4	48.8	496.6	503.6	8.3	20.0	20.0	20.0
减：营业外支出	1,860.0	1,777.3	3,551.3	2,866.9	1,977.5	1,500.0	1,500.0	1,500.0
利润总额	62,150.8	77,103.1	86,485.7	59,678.2	58,711.0	38,054.8	81,772.9	93,352.3
所得税	15,572.2	23,932.3	14,942.6	9,971.5	13,252.9	8,410.1	18,153.6	20,817.6
实际所得税率	25.06%	31.04%	17.28%	16.71%	22.57%	22.10%	22.20%	22.30%
加：净利润差额(平衡项)	(1,189.3)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	45,389.3	53,170.8	71,543.1	49,706.7	45,458.1	29,644.7	63,619.3	72,534.8
减：少数股东损益	7,082.1	5,933.9	4,760.5	2,896.1	7,187.7	5,887.7	6,687.7	7,187.7
少数股东损益比率	15.60%	11.16%	6.65%	5.83%	15.81%	19.86%	10.51%	9.91%
归属于母公司所有者的利润	38,307.2	47,236.9	66,782.6	46,810.7	38,270.3	23,757.0	56,931.6	65,347.0
增长	4.62%	23.31%	41.38%	-29.91%	-18.24%	-37.92%	139.64%	14.78%
净利润率	33.60%	36.66%	43.27%	32.04%	20.89%	13.16%	21.60%	22.93%
每股收益	0.386	0.476	0.672	0.471	0.385	0.239	0.573	0.658

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)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	154	146	183	181	264	286
增长率		-5.3%	25.4%	-1.1%	45.9%	8.1%
主营业务成本	-30	-27	-30	-24	-40	-43
% 销售收入	19.1%	18.8%	16.1%	13.1%	15.3%	15.2%
毛利	125	119	154	157	224	242
% 销售收入	80.9%	81.2%	83.9%	86.9%	84.7%	84.8%
营业税金及附加	-8	-8	-10	-10	-14	-15
% 销售收入	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.4%	5.4%
营业费用	-9	-10	-21	-29	-34	-36
% 销售收入	5.9%	7.0%	11.7%	15.8%	12.9%	12.7%
管理费用	-26	-32	-52	-62	-75	-80
% 销售收入	16.7%	21.9%	28.3%	34.3%	28.5%	28.0%
息税前利润 (EBIT)	82	69	71	57	100	111
% 销售收入	52.9%	47.1%	38.5%	31.4%	38.0%	38.8%
财务费用	0	-8	-11	-18	-18	-17
% 销售收入	-0.2%	5.6%	5.9%	9.9%	6.7%	5.8%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-3	0	0	0	0	0
投资收益	10	0	1	1	1	1
% 税前利润	12.0%	0.7%	2.2%	2.6%	1.2%	1.1%
营业利润	90	61	61	40	84	95
营业利润率	58.0%	41.9%	33.1%	22.0%	31.6%	33.3%
营业外收支	-3	-2	-2	-1	-2	-2
税前利润	86	59	59	38	82	94
利润率	56.0%	40.2%	32.0%	21.2%	31.1%	32.8%
所得税	-15	-10	-13	-9	-18	-21
所得税率	17.3%	17.0%	22.6%	22.5%	22.5%	22.5%
净利润	72	49	45	30	64	73
少数股东损益	5	3	7	6	7	7
归属于母公司的净利润	67	46	38	24	57	65
净利率	43.3%	31.4%	20.9%	13.2%	21.5%	22.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	72	49	45	30	64	73
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	13	14	19	41	45	49
非经营收益	-6	8	11	19	20	19
营运资金变动	13	-25	36	18	10	-1
经营活动现金净流	92	45	112	108	138	140
资本开支	-113	-173	-245	-100	-67	-41
投资	-3	-8	0	-2	0	0
其他	0	0	0	1	1	1
投资活动现金净流	-116	-181	-245	-101	-66	-40
股权募资	6	4	25	0	0	0
债权募资	45	172	142	-41	16	-14
其他	-39	-15	-38	-19	-26	-39
筹资活动现金净流	12	161	129	-60	-11	-52
现金净流量	-12	25	-4	-53	62	48

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	142	167	163	110	172	220
应收款项	5	2	15	16	17	17
存货	1	1	11	10	10	9
其他流动资产	4	13	62	19	27	30
流动资产	153	184	251	155	226	276
% 总资产	31.5%	26.4%	24.7%	15.8%	21.1%	24.8%
长期投资	0	8	8	11	10	10
固定资产	299	470	671	704	728	721
% 总资产	61.5%	67.4%	66.0%	71.9%	67.9%	64.9%
无形资产	34	34	86	108	105	102
非流动资产	333	514	765	825	845	836
% 总资产	68.5%	73.6%	75.3%	84.2%	78.9%	75.2%
资产总计	486	698	1,017	980	1,072	1,111
短期借款	45	118	225	169	219	205
应付款项	14	14	113	90	73	65
其他流动负债	62	52	78	83	132	148
流动负债	121	185	416	342	424	417
长期贷款	0	99	134	149	115	115
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	121	284	550	491	539	532
普通股股东权益	348	394	417	434	471	510
少数股东权益	16	20	49	55	62	69
负债股东权益合计	486	698	1,017	980	1,072	1,111

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.672	0.462	0.385	0.240	0.573	0.658
每股净资产	3.504	3.967	4.203	4.371	4.743	5.137
每股经营现金净流	0.918	0.453	1.124	1.090	1.392	1.408
每股股利	0.000	0.150	0.000	0.072	0.201	0.264
回报率						
净资产收益率	19.19%	11.66%	9.17%	5.50%	12.09%	12.81%
总资产收益率	13.75%	6.58%	3.76%	2.44%	5.31%	5.88%
投入资本收益率	16.48%	9.05%	6.62%	5.47%	8.98%	9.56%
增长率						
主营业务收入增长率	26.81%	-5.33%	25.37%	-1.13%	45.93%	8.12%
EBIT增长率	7.57%	-15.67%	2.58%	-19.30%	76.23%	10.45%
净利润增长率	51.40%	-31.22%	-16.68%	-37.61%	138.51%	14.79%
总资产增长率	26.21%	43.68%	45.69%	-3.59%	9.33%	3.70%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.3	7.6	5.4	9.5	8.9	8.6
存货周转天数	18.7	16.1	78.7	160.0	90.0	75.0
应付账款周转天数	31.7	71.5	579.7	150.0	80.0	72.0
固定资产周转天数	202.2	284.0	1,115.1	1,232.5	869.7	817.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-26.64%	12.00%	42.02%	42.53%	30.32%	17.23%
EBIT利息保障倍数	-229.6	8.4	6.5	3.2	5.7	6.7
资产负债率	24.93%	40.67%	54.11%	50.10%	50.28%	47.89%

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	0	3	3	6	10
买入	0	4	4	5	12
持有	0	3	3	3	10
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	1.91	1.95

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 2008-07-08	买入	16.95	20.00 ~ 22.00
2 2008-08-01	买入	14.59	22.00 ~ 22.00
3 2008-10-28	买入	9.42	N/A
4 2009-02-24	持有	12.65	N/A
5 2009-03-10	持有	13.20	N/A
6 2009-06-30	持有	13.95	N/A
7 2009-07-23	持有	14.77	N/A

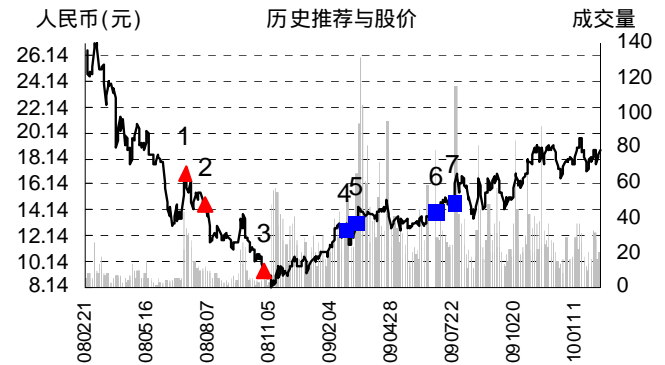
来源：国金证券研究所

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“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



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。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

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。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之