

博瑞传播 (600880 .SH)

新闻出版行业

评级：买入 维持评级

公司研究

市价(人民币)：31.89元
目标(人民币)：36.00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)	241.59
总市值(百万元)	11,967.92
年内股价最高最低(元)	32.86/14.90
沪深300指数	3356.33
上证指数	3130.30

传统媒体为“本”，新媒体为“纲”

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.522	0.701	0.939	1.064	1.212
每股净资产(元)	2.77	3.47	4.28	5.21	6.29
每股经营性现金流(元)	0.70	1.03	0.34	1.30	1.48
市盈率(倍)	25.39	38.44	33.97	29.97	26.31
行业优化市盈率(倍)	41.45	90.05	90.05	90.05	90.05
净利润增长率(%)	41.57%	37.17%	34.01%	13.34%	13.93%
先前预期每股收益(元)					
净资产收益率(%)	10.87%	10.81%	6.57%	-2.52%	-2.62%
总股本(百万股)	2,195.94	2,737.65	2,737.65	2,737.65	2,737.65

来源：公司年报、国金证券

投资逻辑

- **广告业务恢复势头强劲**，《商报》广告势头强劲，版面数量迅速增长，主要是受益于经济的回暖与传统媒体广告资源向优势媒体集中的趋势，房地产以及汽车市场的广告投放为商报广告业务全年的高增长奠定良好的基础，另外公司代理《商报》广告资源还有进一步拓展的空间；户外广告继续稳步推进，我们更看好其对现有户外资源的整合和拓展所取得的积极成效，而对于其跨地域扩张方面的效果还有待进一步观察，我们认为“成都通”有望成为2010年公司户外广告新的亮点。
- **进一步完善多业务的发行投递网络，强化商务印刷产能**，公司积极完善发行投递业务网络，向二三线城市延伸，从而形成全方位的服务体系，不断增强自身在发行投递领域的竞争力；印刷业务在2010年受益《商报》版面数量的增长的基础上，进一步提升其商务印刷的能力，积极开拓商务印刷领域。
- **网游业务高速增长可期，着眼长远积极布局新媒体领域**：我国网络游戏市场空间广阔，公司稳定的业务拓展计划将奠定网游业务的高成长的基础；我们认为博瑞梦工厂将进一步提升自身的网游业务研发能力，加快资源的整合和收购步伐，加快实现网游业务收入规模和市场份的提升；另外公司通过设立新媒体资本平台，把握产业发展的机遇，积极布局多层次的多媒体平台，为拓展新的业务增长点赢得空间。

投资建议

- 我们对公司的收入结构进行适当调整，但是维持公司10-12年每股收益分别为0.939, 1.064, 1.212元，我们非常认可公司的经营管理能力、坚定的战略执行力以及有效的管理层激励机制，在传统媒体业务保持稳定增长的基础上，公司的网游业务以及在新媒体方面的开拓有望超越预期，未来将不断出现新的业务增长点。据此，我们维持对公司“买入”的投资评级。

估值

- 按照最新股价31.89元计算，公司未来3年的动态PE分别是33.9, 29.9, 26.3倍，处于传媒上市公司估值的低端，我们给予公司未来6-12个月36.00元目标价位，相当于38x2010年PE。

风险

- 新网游项目进展不顺利的风险；新媒体拓展效果不明显



相关报告

1. 《业绩低于预期,加快推进新媒体业务发展》, 2010.3.25
2. 《业绩略低于预期,下半年增长看广告复苏、网游并表》, 2009.7.21
3. 《新媒体产业扩张提速,全资控股网游公司》, 2009.5.25

分析师:毛峥嵘

(8621)61038317

maozhr@gjzq.com.cn

内容目录

受益广告市场回暖，商报广告获益颇丰	3
报纸广告受益经济回暖显著，资源将向强势媒体聚拢	3
户外广告：现有资源整合现成效，跨地域扩张仍待观察	3
发行投递：进一步完善多业务发行投递网络	5
报章投递：商报投递基本维持稳定，晚报提价效应在 2010 年显现	5
印刷业务：受益报纸版面扩张，深入挖掘商务印刷的盈利空间	6
《商报》版面扩张带来印刷契机	6
商务印刷有望实现突破	6
网游业务稳步推进，积极开拓新媒体战略	7
可持续高增长的网游行业	7
网游业务稳步推进--规模和市场占有率将会逐步提升	7
创立新媒体投资平台，积极把握产业发展机遇	8
附录：三张报表预测摘要	10

图表目录

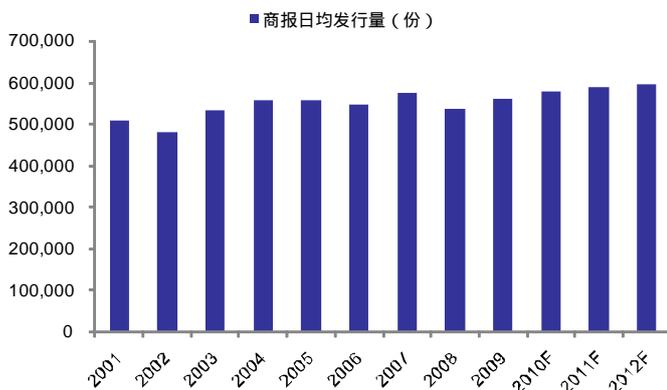
图表 1.《成都商报》日均发行量变化	3
图表 2.博瑞代理《成都商报》广告收入变化	3
图表 3.博瑞传播未经改造的“成都通”	4
图表 4.博瑞传播改造后的“成都通” - 打造城区优质户外广告资源	4
图表 5.博瑞传播发行投递网络多业务经营	5
图表 6.博瑞传播发行投递收入稳中有升	6
图表 7.博瑞传播 DM 广告单收入前景广阔	6
图表 8.网游行业收入规模仍将维持高增长	7
图表 9.付费用户比重不断提升	7
图表 10.博瑞传播盈利预测详表	9

受益广告市场回暖，商报广告获益颇丰

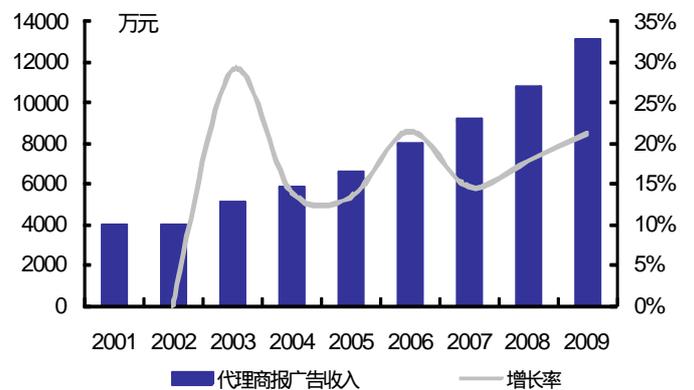
报纸广告受益经济回暖显著，资源将向强势媒体聚拢

- 报章广告显现集中化趋势，商报优势进一步扩大，地产与汽车行业的广告需求是广告业务量的保障。
 - ◆ 《成都商报》作为区域性垄断优势明显的报纸，市场份额不断提升，优势进一步扩大，反映了在新媒体的冲击下传统媒体广告向强势媒体集中的趋势；报纸版面数量不断增加，今年一季度日均版面数量已经达到 48 版，大大超过去年的平均水平，说明广告的回暖趋势明显。
 - ◆ 房地产广告和汽车广告是《成都商报》广告业务最主要的来源，而今年“不温不火”的房地产市场以及大量新车上市带来的汽车广告市场将为今年商报的广告业务延续强劲势头奠定坚实的基础。另外，《商报》2009 年广告收入超过 8 个亿，公司代理商报广告量仅为 3.3 亿，只占到商报整个广告总额的 40%左右，未来广告业务的拓展方面仍具有广阔的空间。
 - ◆ 《成都日报》和《成都晚报》由于代理广告盈利空间有限，公司不再经营 2 报的广告代理业务，由于只是部分代理其广告业务，对盈利贡献也比较小，因此，取消对“两报”的广告独家代理业务对公司的广告业务影响不大。

图表1.《成都商报》日均发行量变化



图表2.博瑞代理《成都商报》广告收入变化



来源：国金证券研究所

户外广告：现有资源整合现成效，跨地域扩张仍待观察

- 户外广告一直以来是公司广告经营的业务重点和努力拓展方向，（1）一方面，户外广告以成都及四川户外广告资源为依托，加大 LED 等优质户外媒体资源的拓展力度，（2）另外一方面，公司着眼长远发展，努力获取国内重点城市的户外广告资源，突破户外广告业务的地域限制，建立与品牌客户的战略合作，确保公司户外广告业务在 2010 年实现高速增长，提升公司户外广告业务的盈利能力。2010 年户外广告的扩张步伐包括：
 - ◆ 春熙路的 LED 数量将有望从 8 块增加到 30 块，成南高速将增加近 30 根单柱大牌广告。
 - ◆ 经成都市委市政府的认可、同意，“成都通”报刊亭从今年开始可投放广告，“成都通”的户外广告价值有望从下半年开始发挥效应。

“成都通”是成都市唯一获准在各繁华地段经营的多功能书刊、报纸连锁网点，今年公司将对遍布成都市区 400 多座“成都通”书报亭进行更新改造、充分满足传统业务增长需求的同时，拓展成都主城区户外广告功能，提升“成都通”的商业价值，将会形成新的户外广告收入来源。

- ◆ 高速路两侧的户外广告牌进行了严格清理有利于公司高速路两边广告资源价值的实现，另外公司还会积极争取户外广告资源的拍卖。我们认为对现有户外资源的整合和拓展所取得的积极效果仍然是户外广告的主要看点。
- ◆ 公司一直以来致力于户外广告资源的地域扩张，努力获取国内重点城市的户外广告资源，提升户外广告的盈利能力，打破地域限制，但是我们判断户外广告的地域扩张还需等待时机，2009 年户外广告的开拓地域预期也说明在地域扩张方面仍然面临较多的困难有待突破，我们认为跨地域的扩张步伐还有待进一步的观察，户外广告的扩张一旦有实质性的推进将会形成超预期因素。

图表3.博瑞传播未经改造的“成都通”



图表4.博瑞传播改造后的“成都通” - 打造城区优质户外广告资源

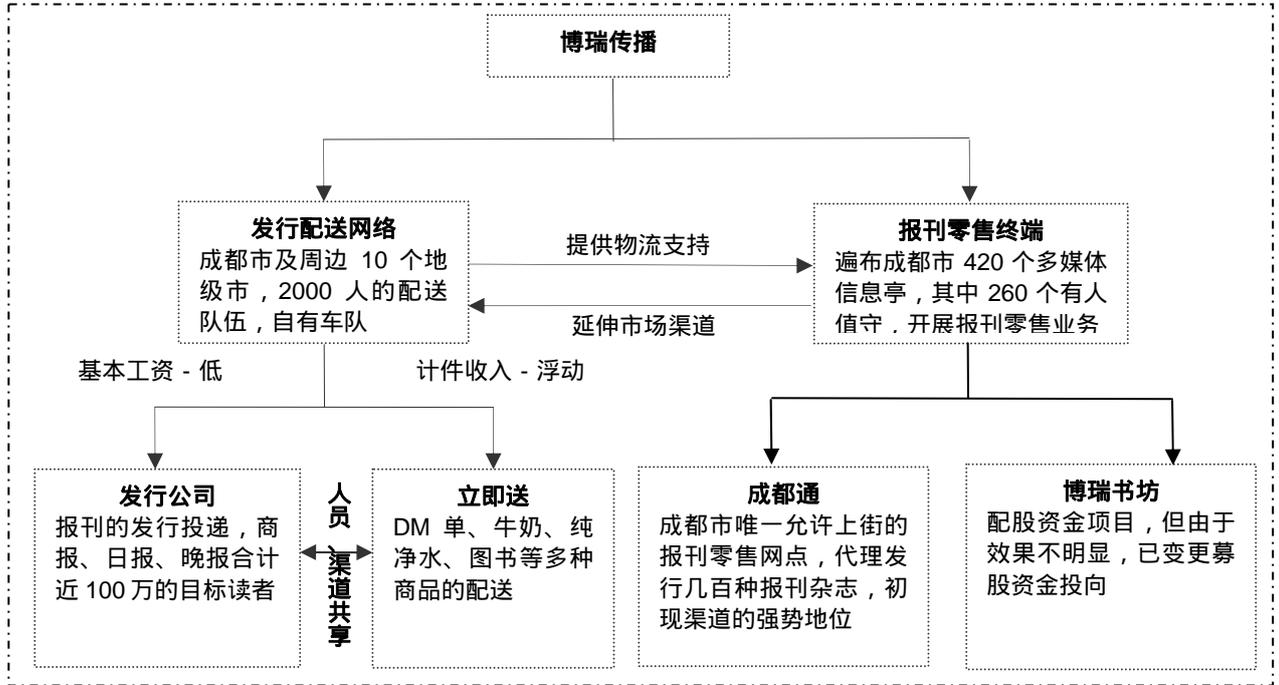


来源：国金证券研究所

发行投递：进一步完善多业务发行投递网络

- 博瑞传播发行投递网络形成多业务经营的格局，目前公司重点加大市区新建社区和周边卫星城镇市场的开拓力度，扩大发行区域、提升发行规模、从而挖掘商业价值，进一步完善公司多业务的发行投递网络。

图表5. 博瑞传播发行投递网络多业务经营

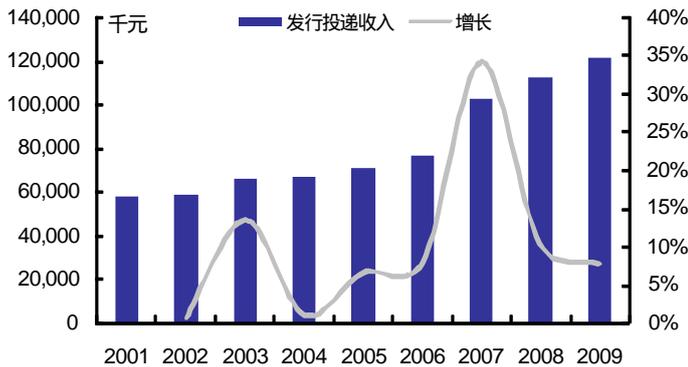


来源：国金证券研究所

报章投递：商报投递基本维持稳定，晚报提价效应在 2010 年显现

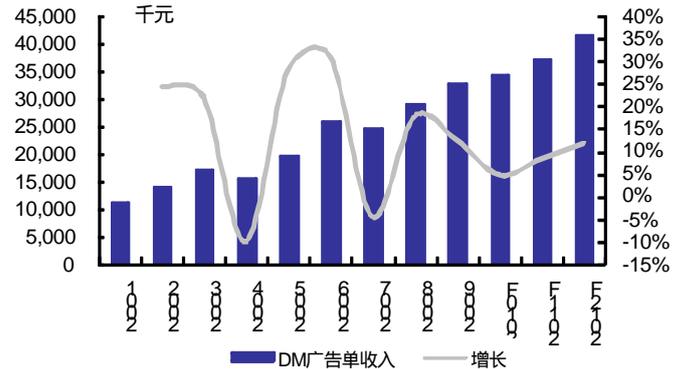
- 尽管商报发行费率有所下调，但是《商报》向二、三线城市的扩张有望带动发行量的进一步上升，从而维持商报投递收入的基本稳定。
- 08 年《晚报》的价格由 0.5 元涨到 0.8 元，而征订价格由全年的 100 元增加到 170 元，由于发行投递采用固定比率的费用，08 年的晚报提价效应仅仅反映在零售报上，09 年的征订用户中有部分是按照原价格订阅的用户。因此，2010 年将能够充分体现报纸发行代理费的提价效应。
- **发行投递业务增长点：**（1）公司在对遍布成都市区的“成都通”书报亭进行更新改造、充分满足传统业务增长需求；（2）全面启动省内二级城市的发行攻坚工作，强化发行业务网络建设，完善二级城市发行网络布点，向二、三线城市扩张有利于进一步提高报纸的发行量，以进一步巩固公司发行业务在成都及四川的竞争优势，为公司传统媒体运营业务的持续增长创造良好的条件。（3）继续加强 DM 广告和物流配送增值业务的市场拓展，力争实现较大幅度的业务增量，进一步提升盈利能力。DM 业务占用渠道的边际成本很低，为渠道经营提供了较高的边际利润，渠道资源的持续扩大和目标客户单位广告价值的提升将推动 DM 广告业务保持稳定的增长。

图表6. 博瑞传播发行投递收入稳中有升



来源：国金证券研究所

图表7. 博瑞传播DM广告单收入前景广阔



印刷业务：受益报纸版面扩张，深入挖掘商务印刷的盈利空间

《商报》版面扩张带来印刷契机

- 2009年，公司印刷实现营业收入3.91亿元，占总营业收入的42.4%，作为公司传统的三大主业之一，增长相对缓慢，拓展空间有限，如何充分利用现已形成的印刷基地以及媒体经营产业链优势，继续做大做强印刷相关业务，成为公司未来几年持续发展的重要动力所在。
- ◆ 报印业务是博瑞传播最初赖以生存和发展的核心业务之一，依托四川地区最具影响力的强势报章媒体 - 《成都商报》，经过多年的建设和发展现已形成西南地区首屈一指的报刊印刷能力，其中，公司的报章彩版印刷能力尤为突出，报章印刷将受益于报章扩版以及彩板印刷业务量的提升。
- ◆ 截止目前，独家代理印刷《成都商报》仍旧是博瑞印务最主要的报印业务，《商报》目前日均发行量近60万份，占成都五大日报发行量40%左右，居成都报纸媒体发行量之首，发行量维持相对稳定的态势。10年以来，成都商报版面扩张明显，从而保障公司印刷业务在10年实现稳步增长可期。
- ◆ 依托大股东的有力支持，公司印刷业务总体保持较为稳定的毛利率水平，其间的波动主要源自于新闻纸价格的涨跌。新闻纸价格整体上的稳定有利于保证公司印刷业务的毛利率水平。

商务印刷有望实现突破

- 2009年公司商业印刷技改项目进展较为顺利，已完成投资12,091.51万元，占项目计划的96.19%，项目的建成有利于公司提升其商印能力，形成报印、商印业务并举的产业格局。
- ◆ 公司在深挖存量业务潜力的基础上，充分发挥商业印刷技改项目形成的产能优势，及时调整营销策略、强化营销管理，努力改善业务结构，加大外接业务特别是商印业务市场的拓展力度，成功开拓了《党的建设》《南方人物周刊》《畅谈》《看天下》《新潮》以及太平洋百货、全友家私等长期客户，确保了整体印刷业务在下半年成功实现恢复性增长。2009年公司外接印刷业务收入8200万元，同比增长近20%，其中商业印刷业务同比增长50%。

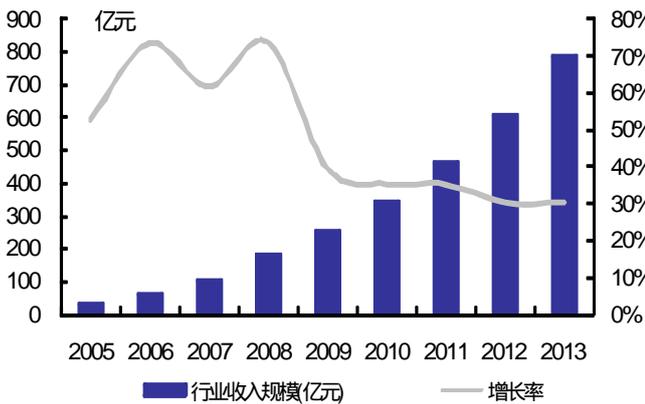
- ◆ 今年随着设备的增加，商印收入有望突破 1 亿元，拓展商务印刷领域成为公司印刷业务持续发展的必然选择。公司将进一步整合印刷资源、拓展商印细分目标市场，提高商印产品的市场占有率和盈利能力，增强公司印刷业务的核心竞争能力。

网游业务稳步推进，积极开拓新媒体战略

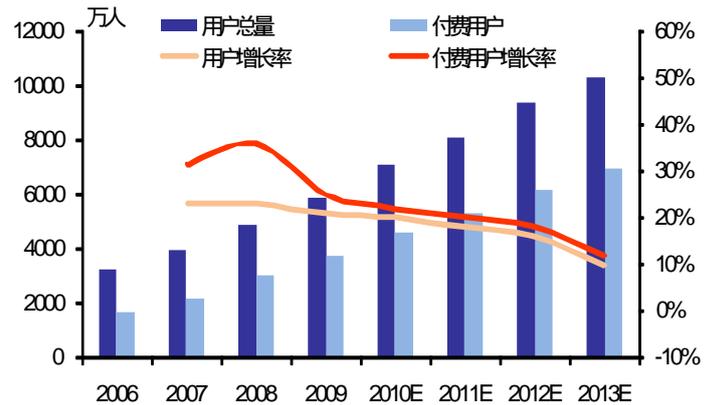
可持续高增长的网游行业

- 中国网游行业 10 年来发展神速，2009 年实际销售收入达 256.2 亿元，同比增长 39.4%，网络游戏已成为国人一种重要的生活方式，未来的发展空间依然可观。
- ◆ 2003 年到 2009 年 6 年中国网络游戏市场规模年均复合增长率为 52.5%。我们预计未来几年网游行业仍将有望维持高增长，同时行业收入增速超过用户增速，收费用户的比例不断提升。
- ◆ 网游行业的增长动力来源于网络基础条件的发展和有效需求的不断释放：互联网用户规模扩大，家庭宽带的普及率提高，人均可支配收入的提升带动网游消费者付费水平的提高，长期来看，网游行业将受益于消费升级。

图表8. 网游行业收入规模仍将维持高增长



图表9. 付费用户比重不断提升



来源：国金证券研究所

网游业务稳步推进--规模和市场占有率将会逐步提升

- 博瑞传播进军网游领域，打造新旧媒体融合的综合一体化传媒娱乐集团，我们认为 2010 年网游业务的业绩是具有一定的保障性的，同时未来新媒体的发展和业务拓展仍然非常值得关注。在传统媒体面临发展困境和增长不足的情况下，向新媒体领域的延升和拓展将是支撑公司未来发展的动力和保证。
- ◆ 目前公司运营四款网络游戏产品分别是：《侠义道 1》、《侠义道 2》、《新侠义道》、《棋魂》，梦工厂坚持在现有产品持续增长的基础上，加大新产品的研发投入，提升新产品自主创新能力，确保每年有 2 个及以上新产品投入运营。2010 年预计《web 侠义道》、新版《圣斗士》和《侠义世界》完成研发投入市场运营，将为 2010 年网游业务的增长提供保障。

- ◆ 公司的网络游戏运营采用自主运营与联合运营相结合的方式，并不断提高自主运营的比重，有助于提高网络游戏运营的毛利率。目前公司的每款游戏的同时在线用户数在 5-10 万户，付费用户占在线用户的比重在 10%-12%，平均的用户每年的 ARPU 值为 1000 元左右，付费用户比率及 ARPU 值都还有进一步提升的空间。公司期望“狭义世界”同时在线人数突破 10 万以上，自主运营超过 50%，“圣斗士”同时在线用户数达到 5-10 万，在现有游戏能够维持高增长的基础上，这 2 款游戏将有望带动公司在 10 年网络游戏收入规模进一步提升。
- ◆ “博瑞梦工厂”作为行业的整合平台，将通过收购、参股、重组网络游戏行业中的标的公司等方式，进一步延伸公司网络游戏的产品线、加速新产品的开发步伐，使得网络游戏的开发范围不仅仅局限于武侠范围，在游戏题材上拓展新的空间；另外，博瑞梦工厂推出“寻梦计划”通过整合引进管理经营人才及专业技术人才，建设一支强大的网络游戏开发和运营团队，并实施良好的期权激励计划，使公司网络游戏的新产品开发 and 运营能力得到明显的提升，促进梦工厂现有产品的互动发展，确保公司网络游戏业务的规模及市场占有率不断提高，**博瑞梦工厂成功开发新的网游产品以及新网游并购项目的落实将是未来公司网游业务的重要看点。**

创立新媒体投资平台，积极把握产业发展机遇

- 2009 年 10 月，伴随着公司新媒体战略的进一步实施，博瑞传播设立了创业投资平台——北京博瑞盛德创业投资有限公司，该公司主要从事创业投资业务，主要投资方向是文化传媒项目和 Pre-IPO 项目，11 月，公司又设立了上海投资总部，将项目拓展的触角进一步延伸，成立资本投资平台，建立起良好的项目孵化及培育机制。
- ◆ 创投平台和上海投资总部的设立作为公司新媒体业务的投资平台，将有利于拓宽博瑞传播新媒体项目信息的获取渠道，极大地扩展公司对新媒体项目的投资视角，更好地推动公司在新媒体领域的快速发展；投资拟上市公司项目，可以有效提高公司资金使用效率，提升公司资本运作的能力和水平，从而不断增强博瑞传播发展的后劲。
- ◆ **公司管理层还注重向其他新媒体领域的拓展，寻求产业发展的机遇。**积极关注和研究未来具有巨大发展潜力的其他新媒体领域，如互联网领域内的社区和社交网站、网络视频、电子商务以及手机媒体等，积极寻求具备行业领先、业务模式清晰、经营规模恰当的项目落地，不断推动博瑞传播产业升级；建立有效的新媒体人才引进、培养、储备机制，创新性地建立与新媒体发展规律相适应的运行机制，并充分利用上市平台的激励机制，公司在激励机制方面一直走的比较领先，从而有助于保证公司在向新媒体领域扩张的有效性。
- ◆ **在硬件方面**，公司明年大型房地产项目“创意成都”将全部完工并进入销售阶段，这为公司培育动漫、影视娱乐业务等创意产业提供了硬件平台。该项目是以聚集文化传媒创意企业和资源为目标的多功能商务中心，定位于影视产业、广告产业、出版产业、印刷产业等的文化创意产业平台，2010 年底将全部完成项目的建设，11 年将开始形成实质性的利润贡献。

公司积极向新媒体领域拓展，在硬件与软件方面都已具备了一定的条件，我们认为，一方面公司可以获取投资收益强化其盈利能力，另一方面有助于公司把握新媒体行业的整合机会，积极向新媒体领域延伸产业链，不断的推进其新媒体战略的实施。

图表10.博瑞传播盈利预测详表

千元	2005	2006	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F
营业收入	548,818	605,500	707,734	809,193	922,513	1,142,082	1,281,210	1,459,854
印刷业务	309,251	329,440	362,014	406,711	391,972	440,190	479,813	516,953
广告业务	82,851	103,700	150,652	237,783	282,955	319,091	345,424	394,156
发行投递业务	70,846	76,235	102,232	112,600	117,296	127,303	131,633	137,408
餐饮	36,199	52,595	59,759					
学校业务	33,657	26,329	28,020	37,551	43,680	44,554	45,445	46,354
网络游戏					65,235	187,432	253,033	336,533
其他	14,936	14,417	5,057	14,547	21,375	23,513	25,864	28,450
营业总成本	414,102	486,079	525,023	564,134	602,738	688,934	760,303	867,630
其中：营业成本	293,512	321,450	351,107	429,520	453,755	500,955	527,203	579,989
印刷业务	216,979	225,129	230,950	277,966	260,685	292,727	320,515	346,876
广告业务	10,557	24,890	50,467	87,901	110,413	108,510	97,104	111,164
发行投递业务	20,997	25,044	32,444	38,539	44,779	47,102	48,704	50,841
餐饮	13,525	19,124	20,713					
学校业务	19,578	15,735	15,528	19,578	23,809	23,881	24,222	24,567
网络游戏					4,411	18,743	25,303	33,653
其他	11,876	11,131	1,005	5,536	9,658	9,993	11,354	12,888
营业税金及附加	16,436	21,820	21,734	23,160	29,048	36,547	46,124	58,394
营业税金及附加比率	2.99%	3.60%	3.07%	2.86%	3.15%	3.20%	3.60%	4.00%
营业费用	38,532	39,277	42,162	26,041	33,303	43,399	56,373	64,234
营业费用率	7.02%	6.49%	5.96%	3.22%	3.61%	3.80%	4.40%	4.40%
管理费用	59,073	95,901	101,862	90,581	87,823	113,066	139,652	176,642
管理费用率	10.76%	15.84%	14.39%	11.19%	9.52%	9.90%	10.90%	12.10%
财务费用	6,549	5,436	4,710	(6,165)	(2,525)	(6,534)	(10,848)	(13,629)
资产减值损失		2,195	3,448	997	1,335	1,500	1,800	2,000
加：公允价值变动收益			11,443	(29,718)	17,446	7,000	4,500	6,000
投资收益	(11,882)	(1,332)	31,993	44,013	11,066	7,500	4,000	5,000
其中：对联营企业和合营企业的投资收益		844	2,398	5,966	7,772	5,000	3,000	4,000
营业利润	122,834	118,089	226,147	259,354	348,287	467,649	529,407	603,224
加：营业外收入	459	78	229	642	3,000	3,000	3,000	2,000
减：营业外支出	807	628	187	2,520	110	500	500	500
利润总额	122,486	117,539	226,189	257,476	351,177	470,149	531,907	604,724
减：所得税费用	44,697	52,442	76,498	48,163	66,653	94,030	106,381	120,945
加：未确认的投资收益	2,091							
实际所得税率	36.49%	44.62%	33.82%	18.71%	18.98%	20.00%	20.00%	20.00%
净利润	79,880	65,097	149,691	209,313	284,524	376,119	425,526	483,779
减：少数股东损益	3,959	10,774	14,307	17,644	21,630	23,793	26,172	28,790
归属母公司所有者的净利润	75,921	54,323	135,384	191,668	262,894	352,326	399,353	454,990
每股收益(元)	0.202	0.145	0.361	0.511	0.701	0.939	1.064	1.212

来源：公司年报、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	708	809	923	1,142	1,281	1,460
增长率		14.3%	14.0%	23.8%	12.2%	13.9%
主营业务成本	-351	-430	-454	-501	-527	-580
% 销售收入	49.6%	53.1%	49.2%	43.9%	41.1%	39.7%
毛利	357	380	469	641	754	880
% 销售收入	50.4%	46.9%	50.8%	56.1%	58.9%	60.3%
营业税金及附加	-22	-23	-29	-37	-46	-58
% 销售收入	3.1%	2.9%	3.1%	3.2%	3.6%	4.0%
营业费用	-42	-26	-33	-43	-56	-64
% 销售收入	6.0%	3.2%	3.6%	3.8%	4.4%	4.4%
管理费用	-102	-91	-88	-113	-140	-177
% 销售收入	14.4%	11.2%	9.5%	9.9%	10.9%	12.1%
息税前利润 (EBIT)	191	240	319	448	512	581
% 销售收入	27.0%	29.6%	34.5%	39.2%	40.0%	39.8%
财务费用	-5	6	3	7	11	14
% 销售收入	0.7%	-0.8%	-0.3%	-0.6%	-0.8%	-0.9%
资产减值损失	-3	-1	-1	-1	-2	-2
公允价值变动收益	11	-30	17	7	5	6
投资收益	32	44	11	8	4	5
% 税前利润	14.1%	17.1%	3.2%	1.6%	0.8%	0.8%
营业利润	226	259	348	468	529	603
营业利润率	32.0%	32.1%	37.8%	40.9%	41.3%	41.3%
营业外收支	0	-2	3	3	3	2
税前利润	226	257	351	470	532	605
利润率	32.0%	31.8%	38.1%	41.2%	41.5%	41.4%
所得税	-76	-48	-67	-94	-106	-121
所得税率	33.8%	18.7%	19.0%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	150	209	285	376	426	484
少数股东损益	14	18	22	24	26	29
归属于母公司的净利润	135	192	263	352	399	455
净利率	19.1%	23.7%	28.5%	30.8%	31.2%	31.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	150	209	285	376	426	484
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	51	62	75	55	57	60
非经营收益	-38	-23	-28	-21	-11	-12
营运资金变动	56	11	56	-282	18	25
经营活动现金净流	218	259	388	128	489	557
资本开支	-44	-160	-146	353	-127	-159
投资	-18	-36	-124	-6	-5	-5
其他	0	6	85	15	9	11
投资活动现金净流	-62	-191	-185	361	-123	-153
股权募资	261	32	75	0	0	0
债权募资	0	0	0	-58	0	1
其他	-45	-38	-125	-27	-49	-49
筹资活动现金净流	216	-6	-50	-85	-49	-48
现金净流量	373	63	153	405	317	357

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	532	592	745	1,150	1,466	1,823
应收款项	66	77	95	145	163	185
存货	21	22	42	34	36	40
其他流动资产	62	55	32	46	53	61
流动资产	680	746	913	1,375	1,718	2,109
% 总资产	49.2%	53.6%	43.9%	64.4%	67.4%	69.4%
长期投资	203	131	155	154	151	149
固定资产	411	418	511	576	656	760
% 总资产	29.7%	30.1%	24.6%	27.0%	25.7%	25.0%
无形资产	85	90	498	27	23	20
非流动资产	703	646	1,167	759	832	931
% 总资产	50.8%	46.4%	56.1%	35.6%	32.6%	30.6%
资产总计	1,382	1,392	2,081	2,134	2,550	3,040
短期借款	91	41	40	0	0	0
应付款项	228	205	531	310	341	385
其他流动负债	47	53	113	126	134	145
流动负债	366	299	684	436	475	529
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	64	27	26	0	0	0
负债	430	326	710	436	475	530
普通股股东权益	906	1,019	1,301	1,605	1,955	2,361
少数股东权益	47	48	70	93	120	148
负债股东权益合计	1,382	1,392	2,081	2,134	2,550	3,040

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.670	0.522	0.701	0.939	1.064	1.212
每股净资产	4.483	2.773	3.467	4.276	5.210	6.292
每股经营现金净流	1.095	0.697	1.034	0.342	1.302	1.484
每股股利	0.250	0.200	0.200	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	14.95%	18.82%	20.21%	21.96%	20.42%	19.27%
总资产收益率	9.79%	13.77%	12.63%	16.51%	15.66%	14.96%
投入资本收益率	11.73%	17.56%	18.19%	21.11%	19.74%	18.50%
增长率						
主营业务收入增长率	17.42%	14.34%	14.00%	23.80%	12.18%	13.94%
EBIT 增长率	17.41%	25.68%	32.81%	40.65%	14.22%	13.43%
净利润增长率	48.16%	41.57%	37.17%	34.01%	13.34%	13.93%
总资产增长率	64.06%	0.67%	49.53%	2.56%	19.46%	19.25%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.3	8.3	12.6	21.0	21.0	21.0
存货周转天数	19.0	18.3	25.9	25.0	25.0	25.0
应付账款周转天数	38.2	30.0	31.1	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	205.6	174.3	167.7	139.9	130.4	122.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-49.99%	-54.13%	-52.07%	-68.53%	-71.60%	-73.56%
EBIT 利息保障倍数	40.5	-38.9	-126.2	-68.6	-47.3	-42.7
资产负债率	31.11%	23.40%	34.13%	20.43%	18.62%	17.45%

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	7	21	27	28	39
买入	1	3	3	3	7
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.13	1.13	1.11	1.11	1.12

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 2008-07-17	买入	12.29	16.50 ~ 19.25
2 2008-07-21	买入	13.34	16.50 ~ 19.25
3 2009-01-05	买入	13.13	14.28 ~ 14.59
4 2009-02-12	买入	14.50	15.45 ~ 16.75
5 2009-05-25	买入	18.30	20.00 ~ 23.00
6 2009-07-21	买入	22.40	26.50 ~ 28.50
7 2010-03-25	买入	29.95	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



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。

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作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	北京	深圳
电话：(8621)-61038311	电话：(8610)-66215599-8832	电话：(86755)-82805115
传真：(8621)-61038200	传真：(8610)-61038200	传真：(86755)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：200011	邮编：100032	邮编：518000
地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号 谷泰滨江大厦 15A 层	地址：中国北京西城区金融街 27 号 投资广场 B 座 4 层	地址：中国深圳福田区金田路 3037 号 金中环商务大厦 2805 室