

丽江旅游 (002033.SZ)

旅游景点行业

评级: 买入 上调评级

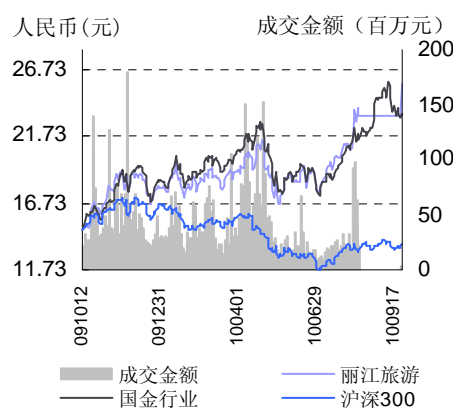
公司研究

市价(人民币): 28.26元
目标(人民币): 33.40-35.90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)	71.89
总市值(百万元)	3,287.29
年内股价最高最低(元)	28.26/14.71
沪深300指数	3044.23
中小板指数	6864.57



相关报告

- 《业绩略低于预期,资源整合方向尚需观察》, 2010.8.20
- 《业绩略低于预期,大索道改造无损公司长期价值》, 2010.2.21

毛峥嵘 分析师 SAC 执业编号: S1130208070237
(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn

资源整合空间依然存在, 索道增长将重新提速

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.462	0.385	0.205	0.490	0.562
每股净资产(元)	3.97	4.20	4.37	4.74	5.14
每股经营性现金流(元)	0.45	1.12	1.09	1.39	1.41
市盈率(倍)	21.58	46.66	125.15	52.47	45.71
行业优化市盈率(倍)	27.16	58.07	58.07	58.07	58.07
净利润增长率(%)	-31.22%	-16.68%	-37.61%	138.51%	14.79%
净资产收益率(%)	11.66%	9.17%	5.50%	12.09%	12.81%
总股本(百万股)	99.32	99.32	116.32	116.32	116.32

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **大股东注入“印象丽江”, 优质资产带来新增长:** 公司拟通过定向增发的方式购买丽江玉龙雪山景区投资管理公司所持丽江玉龙雪山印象旅游文化产业有限公司 51% 股权。印象旅游主要经营“印象丽江”文艺表演, 09 年净利润 7584.76 万元, 按照 2.1 亿元的预估值计算, 收购 PE 为 5.42 倍, 目前旅游资源股估值多在 30-40 倍市盈率, 本次收购“性价比”极高, 且显示出大股东对上市公司极大的支持。**我们认为尽管“印象丽江”的盈利水平已相对较高, 但未来仍具有持续增长的动力:** 大玉龙景区游客的增长; 演出座位扩建已经完成, 所带来单位经营成本的降低; 与白鹿旅行社业务发挥协同效应。我们对“印象旅游”进行了盈利预测, 完全摊薄后未来三年预计将为公司分别贡献 EPS: **0.327 元、0.384 元和 0.452 元。**
- **索道业务将重拾快速增长势头:** 大索道今年的停业改造, 影响了索道业务收入。然而, 从中长期看, 索道业务依然有望重拾升势: 大索道改造完成后运力大幅扩容, 将有助于进入玉龙雪山景区游客索道搭乘率的提高; 其次, 云杉坪和牦牛坪索道今年得益于大索道停运游客分流, 经济效益显著回升, 未来也将随着大索道接待量提升而稳步增长。最后, 在成本增加压力下, 未来一年时间内进行提价的可能性大大增加。
- **整合平台定位清晰, 资源整合空间依然广阔:** 本次交易的顺利推进, 表明丽江旅游作为丽江地区旅游资源的投融资平台的定位得到云南省和丽江市各级政府的认可, 我们继续看好现有股东雪山管委会和云南旅投所掌握部分旅游资源进一步整合的空间。省内其他旅游集团, 如云南旅游产业集团已经介入部分丽江旅游资源建设, 亦存在与丽江旅游合作的可能。此外, 本次交易较低的收购 PE, 有望成为未来之整合资源定价估值的重要参考。

投资建议

- 在不考虑“印象旅游”及增发的情况下, 我们维持原有盈利预测 0.205 元、0.49 元和 0.562 元。鉴于玉龙雪山大索道改造有可能提前完工, 此后提价可能性较高, 及“印象旅游”注入和定向增发后预计每股收益增至 0.516 元、0.836 元和 0.97 元, 我们上调公司评级为“买入”。

估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 33.40~35.90 元目标价位, 考虑定向增发和资产购置后, 该目标价位相对应的 2011 年市盈率为 40~43 倍。

风险

- 自然灾害、流行疫病等不可抗力因素。
- 资产购置方案未通过并购重组委审核。

内容目录

大股东资产注入丰富旅游资源，索道改造完成提升盈利能力.....	3
大股东注入“印象丽江”，优质资产带来新的成长空间	3
大索道改造渐近尾声，索道业务将重拾升势	5
和府酒店品质一流，市场尚处培育期	6
整合平台定位清晰，立足丽江之旅游资源整合空间依然广阔.....	7
现有股东-雪山管委会及云旅投仍掌握丰富资源.....	7
省内其他旅游集团-云南旅游产业集团已进入丽江市场，存在合作可能性..	8
盈利预测及投资建议	8

图表目录

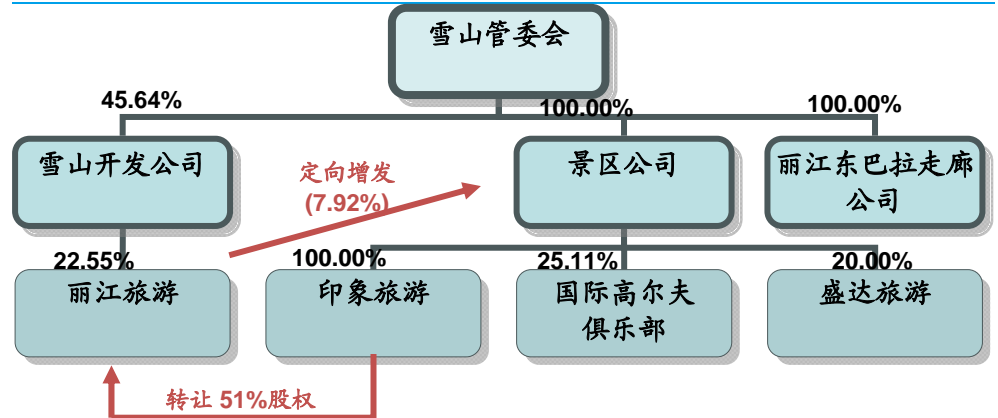
图表 1: 本次定向增发资产整合路径	3
图表 2: 丽江市接待国内外游客数及增长率.....	4
图表 3: 丽江市旅游综合收入及增长率.....	4
图表 4: “印象旅游”经营数据及盈利预测	5
图表 5: 玉龙雪山、云杉坪、牦牛坪索道营收预测.....	6
图表 6: 和府酒店盈利预测.....	7
图表 7: 云旅投控股旅游资源一览.....	7

大股东资产注入丰富旅游资源，索道改造完成提升盈利能力

大股东注入“印象丽江”，优质资产带来新的成长空间

- 丽江旅游拟通过定向增发的方式购买丽江玉龙雪山景区投资管理有限公司(下称: 景区公司)所持有的丽江玉龙雪山印象旅游文化产业有限公司(下称: 印象旅游)51%的股权。
- 由于景区公司为丽江玉龙雪山管委会的全资子公司, 本次资产购置实质上是大股东将“印象旅游”优质资产注入上市公司, 使得丽江旅游的旅游资源体系更为丰富。

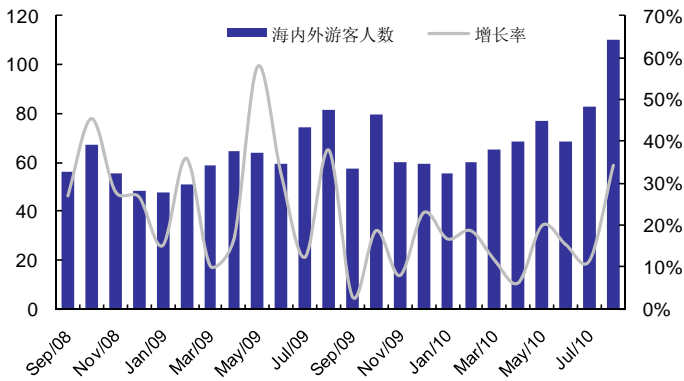
图表1: 本次定向增发资产整合路径



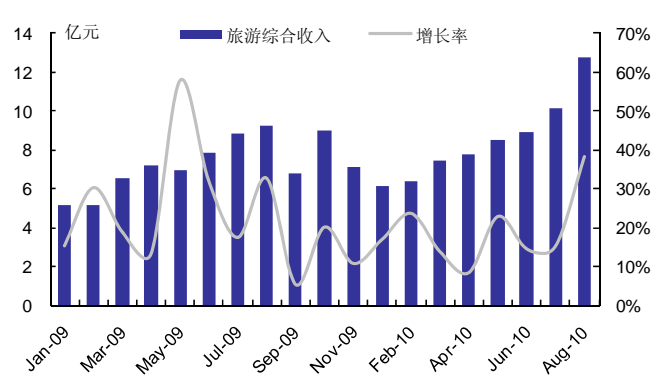
来源: 国金证券研究所

- 印象旅游主要经营“印象丽江”文艺表演。2009年, 该公司实现净利润7584.76万元, 按照此次购买51%股权的评估值2.1亿元测算, 收购市盈率仅为5.42倍, 参考目前旅游资源类上市公司动则40倍PE以上的, 本次收购显示出极高的“性价比”。印象旅游不仅是景区公司利润的主要来源(2009年和2010年上半年分别占景区公司净利润的105%和89%), 对比09年的营业收入和净利润, 印象旅游约为目前丽江旅游现有资产每年实现营业收入的85.8%, 净利润的1.67倍, 盈利能力极强。
- 尽管“印象旅游”的存量利润已相对较高, 但我们认为, 其未来仍具有较强的成长动力: 大玉龙景区游客规模稳步增长; 演出座位扩建已经完成, 带来单位运营成本的降低和接待能力的显著提升; 与白鹿旅行社业务发挥协同效应。
- 景区游客数稳步增长。从今年前八个月的丽江旅游人数统计看, 虽然受到极端天气和世博会分流的影响, 但是游客增速依然超过我们的预期(见图表2、3)。基于此, 我们小幅上调对今年丽江旅游人数增速的预测为15%。

图表2: 丽江市接待国内外游客数及增长率



图表3: 丽江市旅游综合收入及增长率



来源: 丽江市旅游局, 国金证券研究所

- **演出场地扩建完成, 接待能力显著提升, 降低单位运营成本。**今年4月, 印象旅游完成了对演出剧场的改造, 演出座位由原来的1,700个增至2,870个。虽然今年上半年由于改造, 演出场次减少, 上座率由于基数增大也出现下滑, 但是整体收入并没有显著降低。我们保守估计今年演出场数和上座率分别为800场及74%。由于人工等经营成本主要与演出场次相关, 我们认为座位改造后, 服务单位顾客所消耗的成本下降, 能够充分享受到边际成本下降带来的效益的提升。
- **有望与旅行社业务发挥协同效应。**《印象·丽江》雪山篇门票的销售渠道包括旅行社和散客两部分, 演出票价分为190元/人(普通票)和260元/人(贵宾票)两种。旅行社团队销售收入占公司门票销售收入的比例约为95%, 散客仅占5%左右。我们注意到, 公司旗下的控股企业-白鹿旅行社与公司现有索道及酒店业务的合作关系, 分别占到公司同类交易金额的10%左右。据此, 我们认为, 公司控股企业间所形成的产业链上下游合作有望形成更多的双赢局面, 从而提高公司整体的业绩表现。
- 据此, 我们对“印象旅游”未来三年的经营数据及盈利做出预测(见图表4), 按照增发后的股本计算, 预计“印象旅游”将为公司分别贡献EPS: 0.327元、0.384元和0.452元。

图表4: “印象旅游”经营数据及盈利预测

	2007	2008	2009	2010H	2010E	2011E	2012E
经营数据							
丽江旅游人数(万人次)	531.0	625.5	758.1		871.9	967.8	1,083.9
增长		17.79%	21.21%		15.00%	11.00%	12.00%
玉龙雪山入山人数(万人次)	182.79	191.01	244.64		261.56	295.17	336.01
占比	34.42%	30.54%	32.27%		30.00%	30.50%	31.00%
增长		4.50%	28.07%		6.92%	12.85%	13.84%
门票销售数量(万张)	14.87	54.91	138.41	67.63	146.47	165.29	188.16
占比	8.14%	28.74%	56.58%		56%	56%	56%
演出场数(场次)	350	537	923	353	800	850	900
每场次观看人数	424.90	1,022.47	1,499.52	1,915.90	2,123.80	2,152.50	2,152.50
最大可接待人数	1700	1700	1700	2090	2870	2870	2870
上座率	28.33%	68.16%	88.21%	78.38%	74%	75%	75%
盈利预测(万元)							
营业收入	1,484.08	6,181.16	15,741.95	8,870.72	19,125.09	22,057.48	25,460.90
ARPU值(元)	99.79	112.58	113.74	131.16	130.57	133.44	135.31
增长		12.81%	1.03%		14.80%	2.20%	1.40%
营业成本	1,777.30	3,416.96	8,232.57	4,091.98	9,775.62	12,612.11	14,296.84
单场成本	5.078	6.36	8.92	11.59	12.22	14.84	15.89
增长		25.31%	40.17%		37%	28%	30%
营业利润	-293.22	2,764.20	7,509.38	4,778.74	9,349.47	9,445.37	11,164.06
营业利润率	-19.76%	44.72%	47.70%	53.87%	48.89%	42.82%	43.85%
利润总额	-291.49	2,746.20	7,572.90	4,725.68	9,753.79	11,469.89	13,494.28
利润比例	-19.64%	44.43%	48.11%	53.27%	51.00%	52.00%	53.00%
所得税	-	0.73	-11.86	736.75	1,658.15	1,949.88	2,294.03
实际所得税率				15.59%	17.00%	17%	17%
净利润	-291.49	2,745.47	7,584.76	3,988.93	8,095.65	9,520.01	11,200.25
净利润率	-19.64%	44.42%	48.18%	44.97%	42.33%	43.16%	43.99%
归属于母公司股东的净利润	-291.49	2,745.47	7,584.76	3,988.93	4,128.78	4,855.20	5,712.13
少数股东的净利润					3,966.87	4,664.80	5,488.12
每股贡献EPS(元)					0.327	0.384	0.452

来源: 公司公告, 国金证券研究所

大索道改造渐近尾声, 索道业务将重拾升势

- 由于大索道今年在旺季开始停业改造, 严重影响了索道业务的营收状况。然而, 随着玉龙雪山索道改造渐近尾声, 运力显著扩大, 从中长期来看, 索道业务有望重拾升势:
 - 玉龙雪山大索道将在今年 11 月份完成改造, 改造后的运力将由原来的 100 万人次/年增至 280 万人次/年。由于索道业务主要接待旅游团队游客, 旅行社的行程安排较为一致, 很容易造成高峰拥挤而其余时段运力空闲的状况。我们认为, 本次改造运力扩张后, 将对未来几年进入玉龙雪山景区游客大索道搭乘率提升产生十分积极的影响。
 - 云杉坪和牦牛坪索道今年得益于大索道停运游客分流, 经济效益显著回升。明年随着大索道恢复正常运行, 鉴于在团队行程安排中, 玉龙雪山与云杉坪往往是作为组合产品推出, 大索道运力提升, 游客接待量增长将进一步带动云杉坪接待量的提升, 而牦牛坪也有望在游客接待量整体增长的推动下稳步发展。
 - 大索道前次提价是在 2003 年(由 100 元上调到 160 元), 今年改造后, 成本显著上升, 为其提价获得有力支持, 未来一年时间内进行提价的可能性大大增加。我们目前在盈利预测中尚未进行调整, 只是小幅上调了人均旅游消费(ARPU)值(见图表 5)。对此, 我们将保持密切跟踪。

图表5: 玉龙雪山、云杉坪、牦牛坪索道营收预测

千元、千人次	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F
玉龙雪山						
实际接待游客	761.9	698.6	668.4	217.9	791.0	907.6
增长	15.08%	-8.31%	-4.32%	-67.40%	263.00%	14.75%
最大接待量	1,000.0	1,000.0	1,000.0	2,800.0	2,800.0	2,800.0
负荷率	76.19%	69.86%	66.84%	7.78%	28.25%	32.42%
搭乘率	41.68%	36.57%	27.32%	8.33%	26.80%	27.01%
ARPU(元/人次)	126.5	125.0	126.1	125	126.5	127
票价(元/人次)	150	150	150	150	150	150
折扣率	84.33%	83.32%	84.04%	83.33%	84.33%	84.67%
收入	96,374	87,306	84,256	27,237	100,058	115,270
增长	22.77%	-9.41%	-3.49%	-67.67%	267.36%	15.20%
毛利率	85.34%	86.35%	87.50%	86.00%	85.50%	85.80%
云杉坪						
实际接待游客	760.1	538.9	1,284.3	1,746.6	1,694.2	1,846.7
增长	-11.73%	-29.10%	138.32%	36.00%	-3.00%	9.00%
最大接待量	1,200.0	3,800.0	3,800.0	3,800.0	3,800.0	3,800.0
负荷率	63.34%	14.18%	33.80%	45.96%	44.59%	48.60%
搭乘率	41.58%	28.21%	52.50%	66.78%	57.40%	54.96%
ARPU(元/人次)	39.4	54.3	47.0	47.5	48	48.5
票价(元/人次)	40	55	55	55	55	55
折扣率	98.39%	98.65%	85.42%	86.36%	87.27%	88.18%
收入	29,916	29,240	60,335	82,966	81,324	89,566
增长	-3.11%	-2.26%	106.34%	37.51%	-1.98%	10.14%
毛利率	96.50%	89.54%	90.50%	91.20%	91.50%	91.80%
牦牛坪						
实际接待游客	177.7	174.3	86.3	110.5	117.1	124.1
增长	8.09%	-1.91%	-50.49%	28.00%	6.00%	6.00%
最大接待量	960.0	960.0	960.0	960.0	960.0	960.0
负荷率	18.51%	18.16%	8.99%	11.51%	12.20%	12.93%
搭乘率	9.72%	9.12%	3.53%	4.22%	3.97%	3.69%
ARPU(元/人次)	58.3	55.5	55.8	55.5	55.5	55.5
票价(元/人次)	60	60	60	60	60	60
折扣率	97.15%	92.52%	92.99%	92.50%	92.50%	92.50%
收入	10,358	9,676	4,815	6,131	6,499	6,889
增长	46.11%	-6.58%	-50.24%	27.33%	6.00%	6.00%
毛利率	82.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%
合计						
收入	136,648	126,223	149,406	116,334	187,880	211,725
增长		-7.63%	18.37%	-22.14%	61.50%	12.69%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

和府酒店品质一流, 市场尚处培育期

- 预计今年和府酒店平均房价和入住率都有所增加, 亏损将缩小, 但高星级酒店固定成本较高, 市场培育期较长, 我们预计, 和府酒店能够在 2012 年扭亏为盈(见图表 6)。

图表6: 和府酒店盈利预测

单位: 千元	2009	2010H	2010F	2011F	2012F
营业收入	10,206.6	24,345.8	50,733.5	56,742.1	64,078.0
客房收入	7,560.4	16,228.9	35,478.0	40,530.1	45,770.0
房间数(间)	270	270	270	270	270
RevPar	255	334	365	417	471
平均房价(元/天.间)	620	712	730	745	759
入住率	41.1%	46.9%	50.0%	56.0%	62.0%
餐饮收入	1,512.1	4,868.7	9,224.3	9,727.2	10,984.8
比例	20.0%	30.0%	26.0%	24.0%	24.0%
会议、娱乐、商品销售收入	1,134.1	3,248.2	6,031.3	6,484.8	7,323.2
比例	15%	20%	17%	16%	16%
毛利率	28.2%	50.0%	54.0%	62.0%	67.0%
毛利	2,873.1	12,172.9	27,396.1	35,180.1	42,932.3
营业税金及附加	546.1	1,302.5	2,714.2	3,035.7	3,428.2
营业税金及附加率	5.35%	5.35%	5.35%	5.35%	5.35%
主营业务利润	2,327.1	10,870.4	24,681.9	32,144.4	39,504.1
营业费用			10,654.0	10,213.6	10,252.5
营业费用率			21.00%	18.00%	16.00%
管理费用			29,256.7	29,657.5	29,223.4
其中: 固定费用额			11,500.0	11,500.0	10,000.0
变动费用率			35.00%	32.00%	30.00%
费用总额	18,907.1	21,650.4	39,910.8	39,871.0	39,475.9
费用率	185.2%	88.9%	78.7%	70.3%	61.6%
营业利润	-16,580.0	-10,780.0	-15,228.9	-7,726.7	28.2
净利润	-16,580.0	-10,780.0	-15,228.9	-7,726.7	28.2

来源: 国金证券研究所

整合平台定位清晰, 立足丽江之旅游资源整合空间依然广阔

现有股东-雪山管委会及云旅投仍掌握丰富资源

- 按照定向增发收购预案中的方案进行, 增发后, 景区公司将持有上市公司 1000 万股, 占总股本的 7.92%。实际控制人-雪山管委会将合计间接持有丽江旅游 28.68% 的股份。雪山管委会除了雪山开发公司和景区公司外, 还持有云南丽江东巴拉走廊有限公司 100% 的权益。
- 增发后, 第三股东云南旅投持股比例由 14.61% 下降为 13.46%。云南旅投是由云南省投资控股集团投资 47500 万元和世博集团投资 2500 万元共同组建的旅游投资企业, 是云南省重点旅游开发项目、旅游基础设施、旅游精品工程以及相关配套产业建设的投融资平台。云旅投自 2005 年成立以来, 利用仅有 5 亿元现金的注册资本金完成投融资总额约 61 亿元, 实现四年连续盈利, 资产增长幅度超 400%。目前, 云旅投掌握着丰富的旅游资源(见图表 7)。

图表7: 云旅投控股旅游资源一览

	控股情况	地点	经营景区或项目性质
大理旅游集团	59%	大理	西洱河旅游文化长廊、苍山大索道及国家地质公园、蝴蝶泉公园, 宾川鸡足山索道及景区、巍山古城和巍宝山等旅游资源、剑川石宝山和老君山
金孔雀旅游集团	66%	西双版纳	拥有原始森林公园、野象谷、基诺山寨、勐景来共4个景区。
麒麟温泉旅游小镇	控股	曲靖	度假旅游小镇
勐仑旅游小镇	控股	西双版纳	度假旅游小镇
嘎洒温泉旅游小镇	控股	西双版纳	度假旅游小镇
邦腊掌温泉开发项目	控股	龙陵	度假旅游小镇
新南疆酒店	控股	昆明	酒店

来源: 国金证券研究所

- 从云旅投目前的资源看，三个小镇、邦腊掌项目及新南疆酒店都处于建设投入初期，资金需求较大；而且，从云旅投“投融资平台”的定位来看，旅游资源运营并非其最终目的，鉴于其目前全面推开的旅游小镇项目面临较大的资金压力，考虑以某种方式将成熟旅游资源项目(例如大理旅游集团、金孔雀旅游集团旗下的旅游资源)证券化很可能成为未来云旅投资本运作的主要方向。
- 由于丽江旅游是丽江当地政府融资的平台，定位主要是立足于丽江。而云旅投也更希望在丽江与丽江旅游合作开发业务。因此，我们认为云旅投和丽江旅游未来可能发生的旅游资源整合将主要集中在丽江及其周边地区旅游景点和酒店项目上。
- 此次资产购买方案的收购 PE 仅为 5.42 倍，相较二级市场估值存在较大的折价，鉴于上市公司各主要股东间较为均衡的股权博弈，这一资产定价模式有望在其他股东资产注入过程中得以延续。

省内其他旅游集团 - 云南旅游产业集团已进入丽江市场，存在合作可能性

- 本次交易的顺利推进，表明丽江旅游作为丽江地区旅游资源的投融资平台的定位得到省级和市级政府的认可。目前在云南省内实力较为雄厚之国资背景的旅游集团主要有云旅投、云南旅游产业集团和世博集团三家。
 - 其中，云旅产业集团定位于整合云南旅游产业，引进战略投资者，集团重点发展景区景点、酒店、旅行社和旅游运输 4 块主营业务，拥有昆明饭店、石林宾馆、昆明中国国际旅行社、云南省旅游汽车公司等 10 多家知名的旅游骨干企业。下一步将发展休闲度假、旅游房地产、旅游商品、文化传播等业务。
 - 2009 年 12 月，云旅产业集团与丽江市政府签署协议，由云旅产业集团以增资控股的方式投资丽江市旅游开发投资管理公司，将其重组为丽江市旅游开发投资有限公司。其中云旅产业集团持股 55%，丽江市人民政府持股 45%。新公司作为丽江老君山国家公园排他性的唯一实施主体，将在 3 年内投资 5 亿元，开发建设老君山国家公园。老君山国家公园建成后，将成为丽江继玉龙雪山景区之后最为重要的生态旅游景区。考虑到丽江旅游在丽江当地的平台定位，立足丽江，与云旅产业集团的合作存在一定的可能性。
 - 世博集团以经营为主，拥有旅游文化、会展展览、景观地产、投资管理、园林园艺 5 大产业板块，产业链完整，旗下拥有云南旅游(上市公司)、昆明国际会展中心、世博园艺、世博出租、世博花园酒店、世博广告、世博投资、世博兴云地产、世博旅行社、世博元阳哈尼梯田旅游、世博物业等。一方面，世博集团旗下的旅游资源多分布在丽江以外地区，不符合丽江旅游的定位；其次，世博集团持有云南旅游(002059.SZ)48.72%的股权，仅通过持有云旅投 5%的股权与丽江旅游有所联系，因此，世博集团更可能将云南旅游作为其资源整合的平台，与丽江旅游合作的可能性不大。

盈利预测及投资建议

- 鉴于此次定向增发收购大股东资产对于公司盈利水平及未来发展前景影响巨大，我们对于资产注入、定向增发股本扩张后的每股盈利水平进行了测算，按照预案增发后股本计算，丽江旅游 2010~2012 年每股收益将达到 0.516 元、0.836 元和 0.97 元。在暂不考虑“印象旅游”资产注入及增发的情况下，我们维持原有盈利预测 0.205 元、0.49 元和 0.562 元。
- 考虑到“印象旅游”51%股权注入后对于公司资产质量的显著提升以及可能引致的持续资产注入预期，加上玉龙雪山大索道改造完成后推动原有旅游主业重拾增长势头和成本上升后带来的提价预期，我们上调公司评级至“买入”，未来 6~12 个月目标价 33.40~35.90 元。

附录：三张报表预测摘要(未并表印象旅游)

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

来源：公司年报，国金证券研究所

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	0.205	0.490	0.562
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	0.150	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%

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	3	9	13	14	22
买入	0	0	1	3	5
持有	0	0	3	3	4
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.24	1.33	1.36

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 2008-10-28	买入	9.56	N/A
2 2009-02-24	持有	12.84	N/A
3 2009-03-10	持有	13.40	N/A
4 2009-06-30	持有	14.09	N/A
5 2009-07-23	持有	14.87	N/A
6 2010-02-21	持有	18.68	18.34 ~ 20.05
7 2010-08-20	持有	23.35	N/A

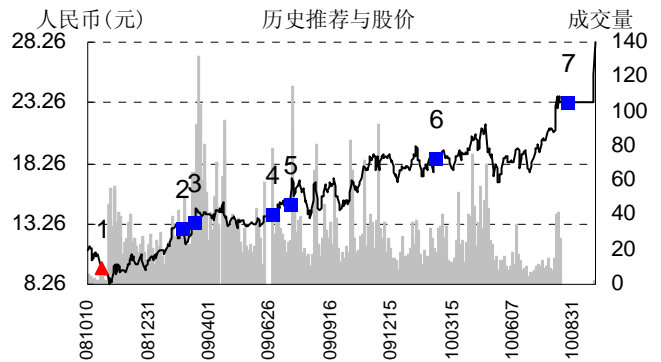
来源：国金证券研究所

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。

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：

- 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为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

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室