

首旅股份 (600258.SH)

酒店餐饮行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

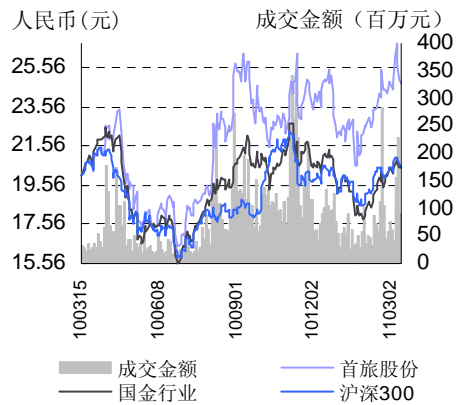
市价(人民币): 24.77元

## 经营情况基本符合预期, 世博会影响业绩表现

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)	231.40
总市值(百万元)	5,731.78
年内股价最高最低(元)	26.81/16.45
沪深 300 指数	3247.38
上证指数	2933.80



### 相关报告

1. 《业绩基本符合预期, 关注南山门票分成》, 2010.8.23

### 公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.690	0.809	0.914	1.002	1.102
每股净资产(元)	4.20	4.44	5.30	5.64	6.66
每股经营性现金流(元)	1.18	1.38	1.45	1.61	1.79
市盈率(倍)	33.52	27.65	27.10	24.72	22.48
行业优化市盈率(倍)	49.18	49.18	49.18	49.18	49.18
净利润增长率(%)	-7.55%	17.20%	13.02%	9.66%	9.94%
净资产收益率(%)	16.42%	18.23%	17.25%	17.78%	16.55%
总股本(百万股)	231.40	231.40	231.40	231.40	231.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 2010 年公司实现营业收入 23.05 亿元, 比去年同期增长了 39.73%; 实现利润总额 3.02 亿元, 比去年同期增长了 18.19%; 归属于母公司所有者的净利润 1.87 亿元, 比去年同期增长了 17.20%。实现每股收益 0.809 元, 基本符合我们的预期。

### 经营分析

- **酒店业务: 受益于需求面增长。**北京市饭店的整体经营环境较好。就四星级酒店而言, 平均房价从 3 月以来保持持续平稳增长, 出租率亦表现良好, RevPar 的同比增速约为 15.45%。公司位于北京的三家四星级酒店(民族、京伦和前门)报告期内共实现业务收入 4.06 亿元, 同比增长 15.34%, 经营表现与市场平均水平持平。
- **景区业务: 下半年增速减缓。**实现收入 4.21 亿元, 同比增长 10.74%。其中南山文化本期门票收入 2.8 亿元, 增长 12.85%, 结合中报数据分析, 下半年景区经营增速明显减缓, 我们认为这主要是受世博分流的影响。
- **旅游服务: 收入增长显著, 国内游占比提升, 毛利率下滑。**实现收入 14.17 亿元, 同比增长 65.7%, 毛利率下降至 4.89%。对此, 我们认为收入的增长受益于去年国内旅游市场的火爆, 以及出境游的不断升温。而国内旅游相对更高的增速, 降低了整体旅游服务的毛利率水平。
- **运营效率恢复性提升, 流动比率下调。**公司加大管理力度, 运营效率继续恢复性提升, 期间费用率下调为 23.6%。由于有 1.73 亿元的长期借款将在一年内到期, 流动比率数据出现下调。但借款到期日主要集中在 8 月和 12 月份, 考虑到公司目前的货币资金水平和历史经营现金流变动趋势等情况, 我们预计流动性压力并不会长期存在。

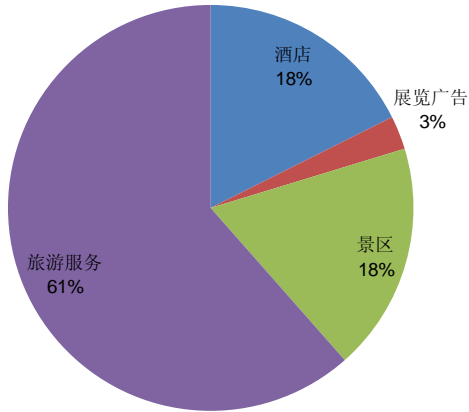
### 盈利调整及投资建议

- 在不考虑进一步的资产收购和门票分成的情况下, 预计未来三年每股收益分别为 0.914 元, 1.002 元和 1.102 元。目前股价对应的市盈率分别为 27.1 倍, 24.7 倍和 22.5 倍。处于行业估值区间的低位。我们继续维持对公司“买入”的投资评级。
- 我们预计南山门票分成问题解决后, 定向增发有望被重新提上日程, 届时或将催化股价表现。我们将持续关注相关事项的动态。

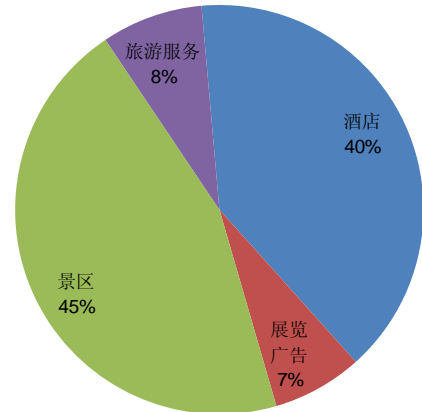
业绩表现基本符合预期

- 2010 年公司实现营业收入 23.05 亿元，比去年同期增长了 39.73%；实现利润总额 3.02 亿元，比去年同期增长了 18.19%；归属于母公司所有者的净利润 1.87 亿元，比去年同期增长了 17.20%。实现每股收益 0.809 元，基本符合我们的预期。
- 其中旅游服务贡献 61% 的营业收入，而景区业务则贡献了 45% 的毛利。

图表1: 公司主营业务收入构成



图表2: 公司主营业务毛利构成

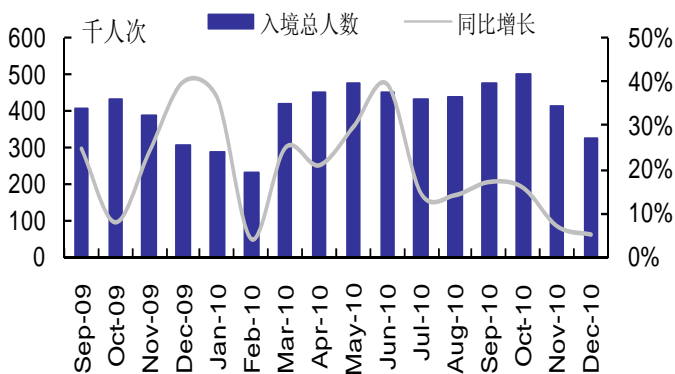


来源: 公司年报, 国金证券研究所

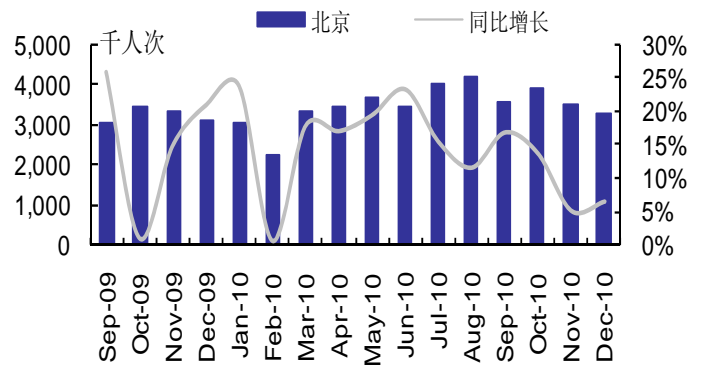
酒店业务: 受益于需求面增长

- 今年上半年北京入境游市场高速增长, 下半年受上海世博会影响, 增长略显乏力, 全年入境旅游人次累计同比增长 18.8%, 而接待住宿人天数的同比增速也维持在高位, 上半年累计同比增长 14.3%, 其中国内住宿者同比增长 14.8%, 入境住宿者增长 12.1%。

图表3: 北京入境游客人数及增速



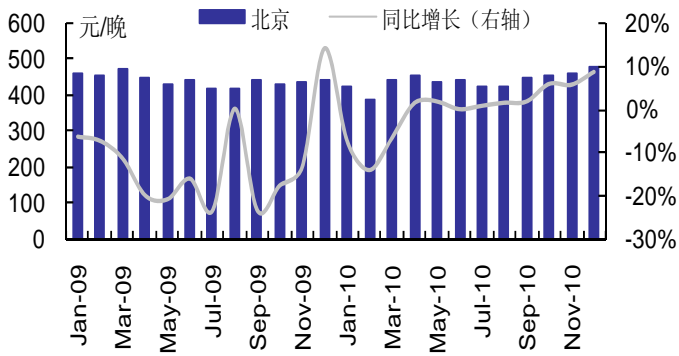
图表4: 北京接待住宿人天数及增速



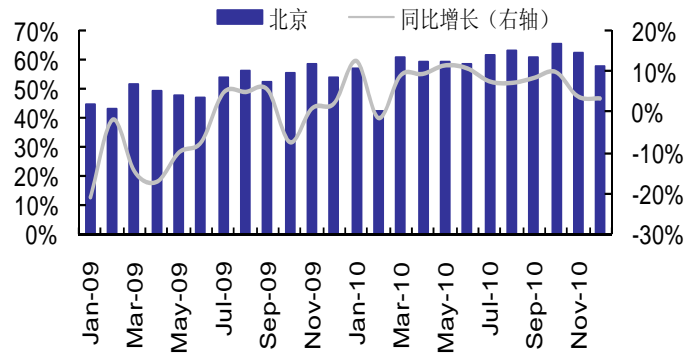
来源: 北京统计局, 国金证券研究所

- 北京市饭店的整体经营环境较好。就四星级酒店而言, 平均房价从 3 月以来保持持续平稳增长, 出租率亦表现良好, RevPar 的同比增速约为 15.45%。公司位于北京的三家四星级酒店 (民族、京伦和前门) 报告期内共实现业务收入 4.06 亿元, 同比增长 15.34%, 经营表现与市场平均水平持平。

图表5: 北京市四星级酒店平均房价及增速



图表6: 北京市四星级酒店平均出租率及增速



来源: 北京统计局, 国金证券研究所

景区业务: 下半年增速减缓

- 报告期内, 景区业务实现收入 4.21 亿元, 同比增长 10.74%, 贡献毛利 3.91 亿元。其中南山文化本期门票收入 2.8 亿元, 增长 12.85%, 结合中报数据 (收入 1.65 亿元, 增速为 28.1%) 分析, 下半年景区经营增速明显减缓, 我们认为这主要是受世博分流的影响。

旅游服务: 收入增长显著, 国内游占比提升, 毛利率下滑

- 2010 年旅游服务实现收入 14.17 亿元, 同比增长 65.7%, 但毛利率由 09 年的 6.49% 下降至 4.89%。对此, 我们认为收入的增长受益于去年国内旅游市场, 尤其是世博团队旅游市场的火爆, 以及出境游的不断升温。同时, 国内旅游相对更高的增速, 提高了其在“三游”中的比例, 也降低了整体旅游服务的毛利率水平。

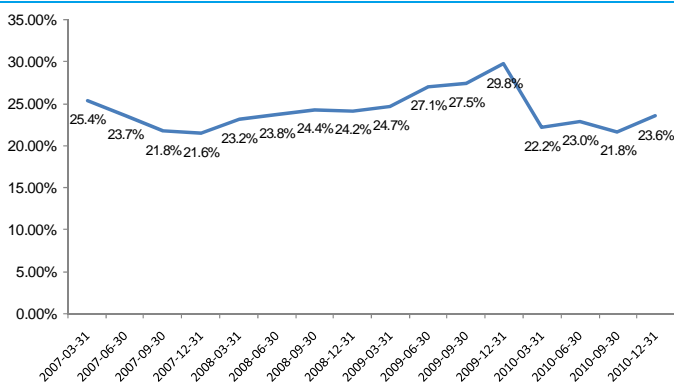
展览广告: 收入小幅下降, 成长空间较大

- 实现收入 6175 万元, 同比下降 1.94%, 毛利率小幅提升至 99.99%。今年北京提出建设国际会展之都的计划, 预计在此背景下, 公司有望通过提高展会质量、开发新的展会附属业务, 以拓展展览业务的成长空间。

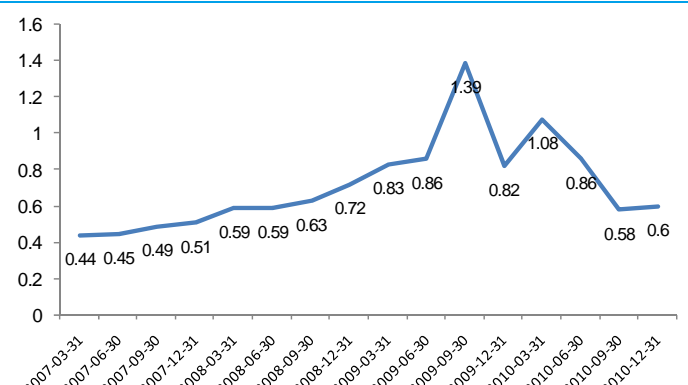
运营效率恢复性提升, 流动比率下调

- 公司加大管理力度, 运营效率继续恢复性提升, 期间费用率下调为 23.6%。其中管理费用率下降 3.3 个百分点, 销售费用率则下降 2.7 个百分点。

图表7: 公司期间费用比例



图表8: 公司流动比率数据



来源: 聚源数据库, 国金证券研究所

- 虽然公司整体资本结构并没有发生大幅变动, 但是由于有 1.73 亿元的长期借款将在一年内到期, 流动比率数据出现下调。借款到期日主要集中在 8

月和 12 月份，考虑到公司目前的货币资金水平和历史经营现金流变动趋势等情况，我们预计流动性压力并不会长期存在。

#### 南山门票分成及定向增发或将催化股价表现

- 旅游行业正在面临需求多样化、消费升级之重要阶段，亦为旅游企业的发展开启了广阔的空间。目前已经拥有酒店、景区、旅行社、会议会展这些业务板块的首旅，有望在行业快速发展的背景下，进一步全面完善产业链，并提升自身市场竞争力。
- 考虑到北京市着力发展的会展业务，公司的酒店、会展以及旅行社业务都将获得相应的发展机会。
- 今年 1 月公司披露了关于南山门票分成事宜进展公告，三亚市国有资产管理公司已同意三亚南山观音苑建设发展有限公司作为南山文化旅游区门票分成主体。分成主体确定后，南山公司正积极推进门票分成事项。由于南山门票分成问题长期悬而未决，导致公司估值水平始终处于行业低位。同时，该问题还影响了公司定向增发收购集团资产的进展。我们预计门票分成问题解决后，定向增发将被重新提上日程，届时或将催化股价表现。

#### 盈利预测及投资建议

- 在不考虑进一步的资产收购和门票分成的情况下，预计未来三年每股收益分别为 0.914 元，1.002 元和 1.102 元。目前股价对应的市盈率分别为 27.1 倍，24.7 倍和 22.5 倍。处于行业估值区间的低位。我们继续维持对公司“买入”的投资评级。由于南山门票分成问题的解决将有效改善公司的基本面并推动定向增发收购集团资产的进程，我们将持续关注相关事项的动态。

图表9：盈利预测详表

百万元	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
<b>营业收入</b>	<b>1,467.4</b>	<b>1,819.6</b>	<b>1,875.7</b>	<b>1,649.4</b>	<b>2,304.6</b>	<b>2,536.2</b>	<b>2,703.6</b>	<b>2,869.6</b>
增长率(YOY)	14.78%	24.00%	3.08%	-12.06%	39.73%	10.05%	6.60%	6.14%
酒店	217.0	309.1	361.5	351.6	405.5	421.0	451.3	480.9
展览广告	87.6	71.4	57.5	63.0	61.8	63.4	64.7	66.0
景区	183.8	251.2	311.4	379.8	420.6	501.1	543.9	580.3
旅游服务	976.1	1,183.1	1,061.8	855.0	1,416.7	1,550.7	1,643.7	1,742.4
其他业务	0.0	4.7	83.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>营业成本</b>	<b>976.7</b>	<b>1,178.0</b>	<b>1,067.2</b>	<b>879.6</b>	<b>1,438.4</b>	<b>1,561.5</b>	<b>1,660.4</b>	<b>1,758.6</b>
酒店	27.3	37.7	39.4	53.7	61.0	55.3	58.6	62.8
展览广告	12.1	6.5	0.0	0.5	0.0	0.6	0.7	0.7
景区	11.5	17.9	21.3	26.0	30.0	37.1	41.1	40.6
旅游服务	925.3	1,115.8	995.3	799.5	1,347.4	1,468.5	1,559.9	1,654.4
其他业务	0.0	0.1	11.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>毛利</b>	<b>490.7</b>	<b>641.6</b>	<b>808.5</b>	<b>769.7</b>	<b>866.2</b>	<b>974.7</b>	<b>1,043.2</b>	<b>1,111.0</b>
毛利率	33.44%	35.26%	43.10%	46.67%	37.59%	38.43%	38.59%	38.72%
营业税金及附加	27.0	33.7	42.2	39.2	44.2	50.7	54.1	57.4
营业税金及附加比率	1.84%	1.85%	2.25%	2.38%	1.92%	2.00%	2.00%	2.00%
营业费用	178.4	202.5	235.4	238.6	270.3	294.2	310.9	325.7
营业费用率	12.16%	11.13%	12.55%	14.47%	11.73%	11.60%	11.50%	11.35%
管理费用	144.7	173.2	238.6	234.3	251.6	271.4	287.1	301.3
管理费用率	9.86%	9.52%	12.72%	14.20%	10.92%	10.70%	10.62%	10.50%
财务费用	18.7	17.1	16.0	18.4	21.7	23.3	24.6	25.6
资产减值损失	-0.2	-0.7	-0.2	0.0	2.2	3.0	3.0	3.0
投资收益(损失以“-”填列)	8.8	12.6	14.9	15.5	20.1	22.0	25.0	28.9
占利润总额比重	6.94%	5.77%	5.13%	6.07%	6.66%	6.25%	6.48%	6.81%
<b>营业利润(亏损以“-”填列)</b>	<b>130.9</b>	<b>228.3</b>	<b>291.3</b>	<b>254.8</b>	<b>296.4</b>	<b>354.1</b>	<b>388.5</b>	<b>426.9</b>
占营业收入比重	8.92%	12.55%	15.53%	15.45%	12.86%	13.96%	14.37%	14.88%
加：营业外收入	0.5	1.5	2.2	1.6	7.3	1.0	0.6	0.6
减：营业外支出	4.9	12.3	3.2	1.1	2.0	3.0	3.0	3.0
<b>利润总额</b>	<b>126.5</b>	<b>217.5</b>	<b>290.4</b>	<b>255.2</b>	<b>301.6</b>	<b>352.1</b>	<b>386.1</b>	<b>424.5</b>
占营业收入比重	8.62%	11.96%	15.48%	15.47%	13.09%	13.88%	14.28%	14.79%
减：所得税费用	38.5	54.1	55.5	52.4	64.2	77.5	85.0	93.4
实际所得税率	30.45%	24.86%	19.12%	20.52%	21.29%	22.00%	22.00%	22.00%
<b>净利润</b>	<b>88.0</b>	<b>163.5</b>	<b>234.8</b>	<b>202.9</b>	<b>237.4</b>	<b>274.7</b>	<b>301.2</b>	<b>331.1</b>
减：少数股东损益	8.1	41.1	49.8	43.2	50.3	63.2	69.3	76.2
<b>归属母公司所有者的净利润</b>	<b>79.9</b>	<b>122.4</b>	<b>185.1</b>	<b>159.7</b>	<b>187.1</b>	<b>211.5</b>	<b>231.9</b>	<b>255.0</b>
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.345</b>	<b>0.529</b>	<b>0.800</b>	<b>0.690</b>	<b>0.809</b>	<b>0.914</b>	<b>1.002</b>	<b>1.102</b>
增长率(YOY)	-69.97%	53.15%	51.25%	-13.74%	17.20%	13.02%	9.66%	9.93%

来源：国金证券研究所

**图表10：三张报表摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,792</b>	<b>1,649</b>	<b>2,305</b>	<b>2,536</b>	<b>2,704</b>	<b>2,870</b>
增长率		-8.0%	39.7%	10.0%	6.6%	6.1%
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,056</b>	<b>-880</b>	<b>-1,438</b>	<b>-1,561</b>	<b>-1,660</b>	<b>-1,759</b>
% 销售收入	<b>58.9%</b>	<b>53.3%</b>	<b>62.4%</b>	<b>61.6%</b>	<b>61.4%</b>	<b>61.3%</b>
<b>毛利</b>	<b>736</b>	<b>770</b>	<b>866</b>	<b>975</b>	<b>1,043</b>	<b>1,111</b>
% 销售收入	<b>41.1%</b>	<b>46.7%</b>	<b>37.6%</b>	<b>38.4%</b>	<b>38.6%</b>	<b>38.7%</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>-38</b>	<b>-39</b>	<b>-44</b>	<b>-51</b>	<b>-54</b>	<b>-57</b>
% 销售收入	<b>2.1%</b>	<b>2.4%</b>	<b>1.9%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.0%</b>
<b>营业费用</b>	<b>-218</b>	<b>-239</b>	<b>-270</b>	<b>-294</b>	<b>-311</b>	<b>-326</b>
% 销售收入	<b>12.2%</b>	<b>14.5%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.6%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.4%</b>
<b>管理费用</b>	<b>-201</b>	<b>-234</b>	<b>-252</b>	<b>-271</b>	<b>-287</b>	<b>-301</b>
% 销售收入	<b>11.2%</b>	<b>14.2%</b>	<b>10.9%</b>	<b>10.7%</b>	<b>10.6%</b>	<b>10.5%</b>
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>280</b>	<b>258</b>	<b>300</b>	<b>358</b>	<b>391</b>	<b>427</b>
% 销售收入	<b>15.6%</b>	<b>15.6%</b>	<b>13.0%</b>	<b>14.1%</b>	<b>14.5%</b>	<b>14.9%</b>
<b>财务费用</b>	<b>-16</b>	<b>-18</b>	<b>-22</b>	<b>-23</b>	<b>-25</b>	<b>-26</b>
% 销售收入	<b>0.9%</b>	<b>1.1%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.9%</b>
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>
<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>
<b>投资收益</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>20</b>	<b>22</b>	<b>25</b>	<b>29</b>
% 税前利润	<b>5.4%</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.7%</b>	<b>6.3%</b>	<b>6.5%</b>	<b>6.8%</b>
<b>营业利润</b>	<b>279</b>	<b>255</b>	<b>296</b>	<b>354</b>	<b>389</b>	<b>427</b>
营业利润率	<b>15.6%</b>	<b>15.4%</b>	<b>12.9%</b>	<b>14.0%</b>	<b>14.4%</b>	<b>14.9%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>
<b>税前利润</b>	<b>278</b>	<b>255</b>	<b>302</b>	<b>352</b>	<b>386</b>	<b>425</b>
利润率	<b>15.5%</b>	<b>15.5%</b>	<b>13.1%</b>	<b>13.9%</b>	<b>14.3%</b>	<b>14.8%</b>
<b>所得税</b>	<b>-55</b>	<b>-52</b>	<b>-64</b>	<b>-77</b>	<b>-85</b>	<b>-93</b>
所得税率	<b>19.9%</b>	<b>20.5%</b>	<b>21.3%</b>	<b>22.0%</b>	<b>22.0%</b>	<b>22.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>222</b>	<b>203</b>	<b>237</b>	<b>275</b>	<b>301</b>	<b>331</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>50</b>	<b>43</b>	<b>50</b>	<b>63</b>	<b>69</b>	<b>76</b>
<b>归属于母公司的净利</b>	<b>173</b>	<b>160</b>	<b>187</b>	<b>211</b>	<b>232</b>	<b>255</b>
净利率	<b>9.6%</b>	<b>9.7%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.3%</b>	<b>8.6%</b>	<b>8.9%</b>

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>净利润</b>	<b>222</b>	<b>203</b>	<b>237</b>	<b>275</b>	<b>301</b>	<b>331</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>61</b>	<b>71</b>	<b>78</b>	<b>68</b>	<b>70</b>	<b>79</b>
<b>非经营收益</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>-5</b>	<b>7</b>	<b>5</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-37</b>	<b>-2</b>	<b>4</b>	<b>-1</b>	<b>-6</b>	<b>-1</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>248</b>	<b>274</b>	<b>319</b>	<b>337</b>	<b>371</b>	<b>415</b>
<b>资本开支</b>	<b>-39</b>	<b>-34</b>	<b>-56</b>	<b>-109</b>	<b>-175</b>	<b>-262</b>
<b>投资</b>	<b>13</b>	<b>-335</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-4</b>	<b>-6</b>
<b>其他</b>	<b>10</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>22</b>	<b>25</b>	<b>29</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-16</b>	<b>-360</b>	<b>-47</b>	<b>-86</b>	<b>-153</b>	<b>-240</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-131</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>-35</b>	<b>132</b>	<b>-51</b>	<b>-178</b>	<b>29</b>	<b>31</b>
<b>其他</b>	<b>-104</b>	<b>-133</b>	<b>-201</b>	<b>-26</b>	<b>-40</b>	<b>-53</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-139</b>	<b>-1</b>	<b>-252</b>	<b>-204</b>	<b>-141</b>	<b>-22</b>
<b>现金净流量</b>	<b>93</b>	<b>-88</b>	<b>20</b>	<b>46</b>	<b>77</b>	<b>153</b>

来源：国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>货币资金</b>	<b>290</b>	<b>210</b>	<b>230</b>	<b>276</b>	<b>353</b>	<b>505</b>
<b>应收款项</b>	<b>46</b>	<b>38</b>	<b>42</b>	<b>67</b>	<b>66</b>	<b>66</b>
<b>存货</b>	<b>11</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>19</b>	<b>21</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>11</b>	<b>15</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>19</b>
<b>流动资产</b>	<b>358</b>	<b>277</b>	<b>305</b>	<b>379</b>	<b>457</b>	<b>611</b>
% 总资产	<b>19.3%</b>	<b>14.7%</b>	<b>16.0%</b>	<b>18.7%</b>	<b>20.7%</b>	<b>24.0%</b>
<b>长期投资</b>	<b>249</b>	<b>274</b>	<b>290</b>	<b>290</b>	<b>293</b>	<b>299</b>
<b>固定资产</b>	<b>831</b>	<b>877</b>	<b>867</b>	<b>939</b>	<b>1,038</b>	<b>1,205</b>
% 总资产	<b>44.9%</b>	<b>46.6%</b>	<b>45.4%</b>	<b>46.5%</b>	<b>47.1%</b>	<b>47.3%</b>
<b>无形资产</b>	<b>412</b>	<b>455</b>	<b>443</b>	<b>408</b>	<b>412</b>	<b>426</b>
<b>非流动资产</b>	<b>1,492</b>	<b>1,606</b>	<b>1,605</b>	<b>1,642</b>	<b>1,749</b>	<b>1,936</b>
% 总资产	<b>80.7%</b>	<b>85.3%</b>	<b>84.0%</b>	<b>81.3%</b>	<b>79.3%</b>	<b>76.0%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,850</b>	<b>1,883</b>	<b>1,910</b>	<b>2,021</b>	<b>2,206</b>	<b>2,547</b>
<b>短期借款</b>	<b>243</b>	<b>75</b>	<b>228</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>203</b>	<b>218</b>	<b>240</b>	<b>251</b>	<b>248</b>	<b>251</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>48</b>	<b>44</b>	<b>36</b>	<b>62</b>	<b>72</b>	<b>65</b>
<b>流动负债</b>	<b>495</b>	<b>337</b>	<b>504</b>	<b>313</b>	<b>320</b>	<b>316</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>330</b>	<b>127</b>	<b>177</b>	<b>207</b>	<b>237</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>43</b>	<b>17</b>	<b>15</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>7</b>
<b>负债</b>	<b>537</b>	<b>683</b>	<b>647</b>	<b>495</b>	<b>532</b>	<b>560</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,095</b>	<b>972</b>	<b>1,026</b>	<b>1,226</b>	<b>1,304</b>	<b>1,541</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>226</b>	<b>230</b>	<b>238</b>	<b>302</b>	<b>371</b>	<b>447</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,858</b>	<b>1,886</b>	<b>1,911</b>	<b>2,022</b>	<b>2,207</b>	<b>2,548</b>

**比率分析**

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.746	0.690	0.809	0.914	1.002	1.102
每股净资产	4.731	4.201	4.435	5.299	5.637	6.658
每股经营现金净流	1.071	1.182	1.380	1.454	1.605	1.792
每股股利	0.270	0.370	0.600	0.050	0.100	0.080
<b>回报率</b>						
净资产收益率	15.78%	16.42%	18.23%	17.25%	17.78%	16.55%
总资产收益率	9.30%	8.47%	9.79%	10.42%	10.44%	9.92%
投入资本收益率	14.25%	12.64%	14.48%	16.39%	16.19%	14.93%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-1.50%	-7.97%	39.73%	10.05%	6.60%	6.14%
EBIT增长率	20.42%	-7.84%	16.50%	19.41%	9.12%	9.08%
净利润增长率	41.13%	-7.55%	17.20%	13.02%	9.66%	9.94%
总资产增长率	-1.36%	1.50%	1.36%	5.81%	9.14%	15.45%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	7.0	6.8	4.2	7.1	6.7	6.3
存货周转天数	3.9	5.4	3.8	4.0	4.2	4.4
应付账款周转天数	29.2	34.0	23.5	22.0	20.0	19.0
固定资产周转天数	168.1	191.5	135.4	125.0	120.6	121.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-3.58%	16.24%	9.90%	-6.47%	-8.70%	-13.50%
EBIT利息保障倍数	17.6	14.0	13.8	15.4	15.9	16.7
资产负债率	28.93%	36.23%	33.83%	24.37%	23.94%	21.79%

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	0	3	7	17
买入	0	1	3	5	12
持有	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.50	1.89	1.68	1.56

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 2009-08-20	买入	15.88	N/A
2 2010-08-23	买入	22.19	N/A

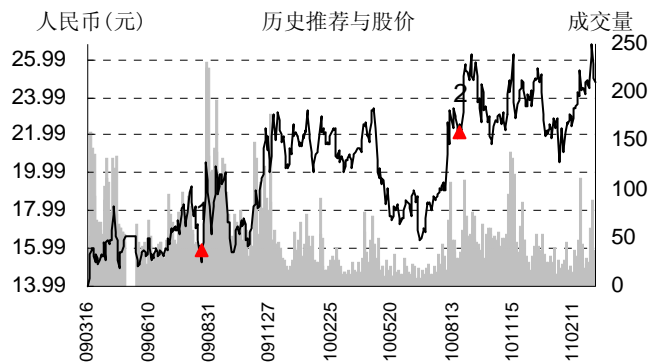
来源：国金证券研究所

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	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
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: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
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: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室