

黄山旅游 (600054.SH)

综合旅游行业

评级：买入 维持评级

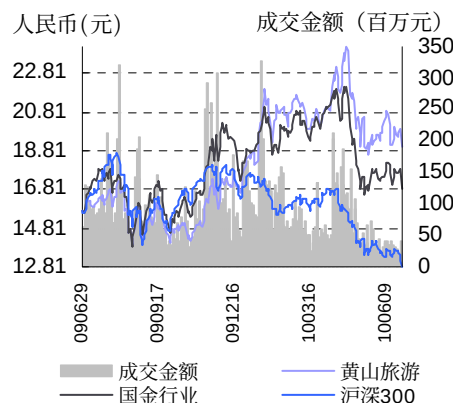
公司研究

市价(人民币)：19.00元
目标(人民币)：20.40-22.50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) 117.62
总市值(百万元) 8,955.65
年内股价最高最低(元) 24.18/13.91
沪深300指数 2592.02
上证指数 2427.05



相关报告

- 1.《年报业绩低于预期,再融资可能性放大》, 2010.3.26
- 2.《西海大峡谷开发实质启动,成长空间有望再度打开》, 2010.1.15
- 3.《峰峦随水入丹青,世博归来还看山》, 2009.10.27

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

世博效应偏中性, 淡旺季差异或进一步拉大

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.400	0.339	0.522	0.585	0.666
每股净资产(元)	2.42	2.64	3.07	3.30	3.87
每股经营性现金流(元)	0.44	0.08	1.32	0.79	0.62
市盈率(倍)	33.45	54.82	38.39	34.27	30.10
行业优化市盈率(倍)	27.51	57.40	57.40	57.40	57.40
净利润增长率(%)	24.71%	-15.22%	53.99%	12.05%	13.85%
净资产收益率(%)	16.55%	12.83%	17.03%	17.71%	17.21%
总股本(百万股)	471.35	471.35	471.35	471.35	471.35

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **世博效应偏中性, 上下半年淡旺季差异或将拉大**：从我们近期调研的情况看, 今年上半年黄山的接待游客并没有显著受益于世博会, 更多呈现出较去年同期的恢复性增长。我们认为, 今年有三方面因素将拉大上下半年淡旺季的差异: 1. 下半年暑期及长假期的增加将扩大世博辐射效应半径, 黄山景区或将从中受益; 2. 今年“入夏晚”在一定程度上推迟了黄山的旅游旺季时间; 3. 莲花峰五年后重开, 将吸引更多的新老游客。因此, 虽然门票折扣率不会有较大变动, 但是下半年的游客增长应能有效刺激门票收入的提升, 而由于一日游游客比例增加带来乘坐率的上升将推动索道收入的增长。
- **房地产业务保障短期业绩, 长期发展尚待明确定位**：玉屏府项目将从今年开始实现收入, 保障公司的短期业绩。此外公司还握有四个地块, 计划在未来三年内进行建设。公司高管表示有继续拿地的可能。房地产业务作为公司向旅游综合体发展所迈出的一步战略性步伐, 但目前看来长期发展的定位尚不明确。
- **天时、地利、人和奠定黄山景区持续增长基石**：黄山市建设国际化旅游城市, 航空口岸的开放以及高铁高速交通的完善都为公司持续发展创造了良好的外部条件。09年年底上任的许继伟董事长和叶正军总裁为公司发展带来了新的想法和理念。我们较为看好新任高管的执行力及其对行业趋势的把握, 这将成为公司未来持续增长的重要推动力。

投资建议

- **短期, 下半年旺季的游客增长驱动以及房地产收入保障将为业绩增长提速提供动力, 中长期看好黄山国际化旅游城市建设、外部交通环境进一步改善以及内部执行力提升带来的积极变化。我们预测 2010-2012 年公司每股收益为 0.522 元、0.585 元和 0.666 元。对应市盈率为 36.4 倍、32.5 倍和 28.5 倍, 仍维持“买入”评级。**

估值

- 鉴于旅游行业的平均估值水平以及公司作为旅游资源类企业的龙头地位, 我们给予公司未来 6-12 个月 20.80~22.50 元目标价位。

风险

- 世博会辐射效应存在低于预期, 甚至出现负面效应的可能性。
- 房地产调控政策对公司房地产业务产生不利影响。

内容目录

公司各业务经营情况分析 & 预测	3
门票及索道业务——世博效应偏中性，黄山游客接待量恢复性增长	3
房地产业务——保障短期业绩，长期发展尚待明确定位	4
酒店业务及旅游服务——增长空间有望扩大	6
天时、地利、人和奠定黄山景区持续增长基石	7
天时、地利——黄山旅游城市的重新定位	7
人和——新任高管带来新气象	7
附录：三张报表预测摘要	10

图表目录

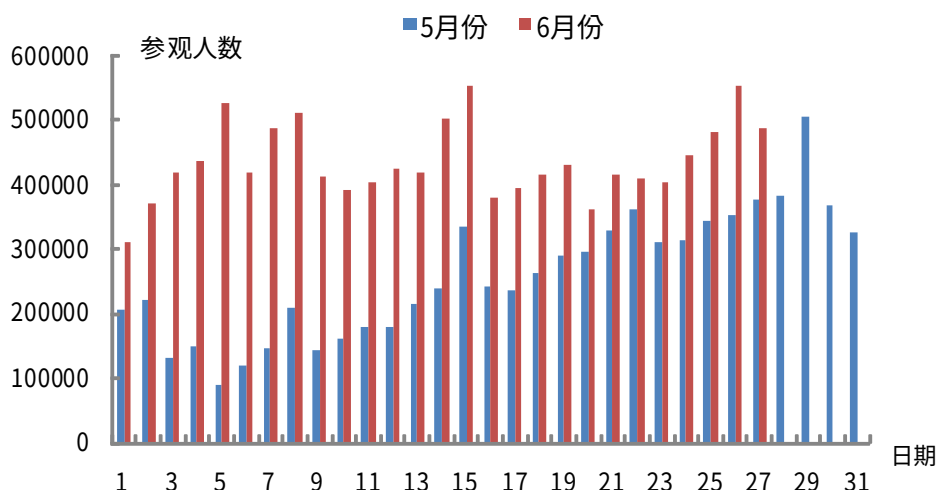
图表 1：上海世博园区 5、6 月份每日参观人数	3
图表 2：黄山景区游客人数 1996-2012F	4
图表 3：门票收入及其增长率 2004-2012F	4
图表 4：人均实际门票水平	4
图表 5：黄山景区索道乘坐率及人次数预测	4
图表 6：黄山景区索道收入及增长率预测	4
图表 7：小区建筑细节展示的徽派古韵	5
图表 8：联排别墅的徽派设计	5
图表 9：玉屏府各物业情况一览	5
图表 10：玉屏府房地产项目测算一览	6
图表 11：黄山旅游盈利预测详表	9

公司各业务经营情况分析 & 预测

门票及索道业务——世博效应偏中性，黄山游客接待量恢复性增长

- 至今，上海世博会已正式运营接近两个月，整体接待情况渐入佳境，继端午节假日 15 号单日入园人数突破 55 万人次后，26 日又创下 55.35 万人次的入园新高。正如我们此前预期，上海世博会带来的溢出和挤出效应拉动了周边各旅游景点的增长，近期对乌镇的调研情况显示，最近两月东、西栅的游客接待情况十分火爆。从团队的情况看，来自于世博的客源占到了相当的比重。然而，从我们近期调研的情况看，今年上半年黄山的接待游客并没有显著受益于世博会，更多呈现出相较于去年同期的恢复性增长。
- 我们认为，由于上半年尚处在世博会开放早期，且假期较为分散、短暂，致使游客数较少，世博辐射效应的半径也相对较小，影响范围主要集中在距离上海 1~2 小时的车程半径内。6 月份，随着世博会的逐步进行以及前期的市场推广工作开始见到成效，游客数较 5 月份出现大幅增长(见图表 1)。我们依然维持对世博会游客数乐观的态度，随着中、高考的落幕，长达两个月的暑假，以及下半年十一长假等假期，世博效应的辐射半径有望增加，将拉动黄山游客接待量在下半年的有效提升。

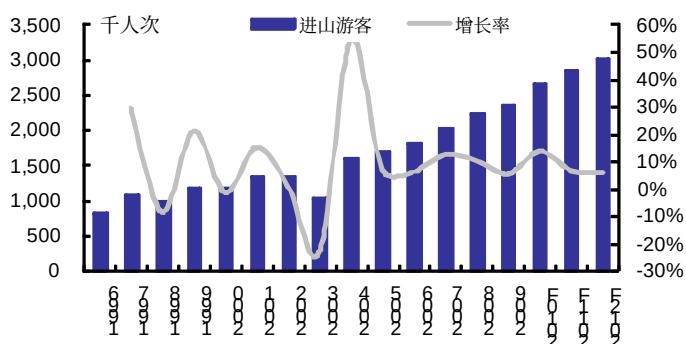
图表1：上海世博园区5、6月份每日参观人数



来源：世博网，国金证券研究所

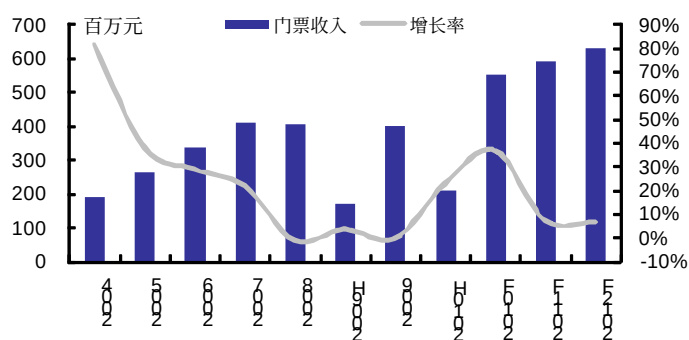
- 其次，由于今年我国大部分地区入夏较晚，上海甚至创下十年来最晚的入夏记录，由此导致黄山景区传统旺季较以往有所推迟。与此同时，4 月 1 日黄山最高峰莲花峰完成五年生态植被恢复接待游客，与天都峰进行轮休交接。五年后重新开放的莲花峰将为今年旅游旺季的游客增长锦上添花。
- 我们认为，以上因素都将导致今年黄山上下半年淡旺季的差异更为显著，预期下半年黄山游客增长将有所提速，预计上半年游客数增长 10.18%，全年游客增长为 13.5%(见图表 2)。
- 实际门票价格低位运行，延缓上半年收入增长。为吸引世博会游客，黄山景区推出门票优惠政策：从 2010 年 5 月 1 日—10 月 31 日，参加上海世博会购买全价票的客人凭世博会全价门票原件，购买黄山全价门票时，可享受九折优惠。我们预计，实际门票的折扣比率不会出现较大幅度的回升，我们预计上半年门票收入为 2.08 亿元，而全年门票收入预计将达到 5.54 亿元(见图表 3)。
- 然而，由于 2010 年全年实施新票价(2009 年 5 月 1 日黄山旺季门票提高到 230 元/人次)，实际门票绝对值仍将处在上升通道，我们预计上半年 ARPU 值稳步增至 191.36 元，而全年有望提高到 207 元(见图表 4)。

图表2：黄山景区游客人数 1996-2012F

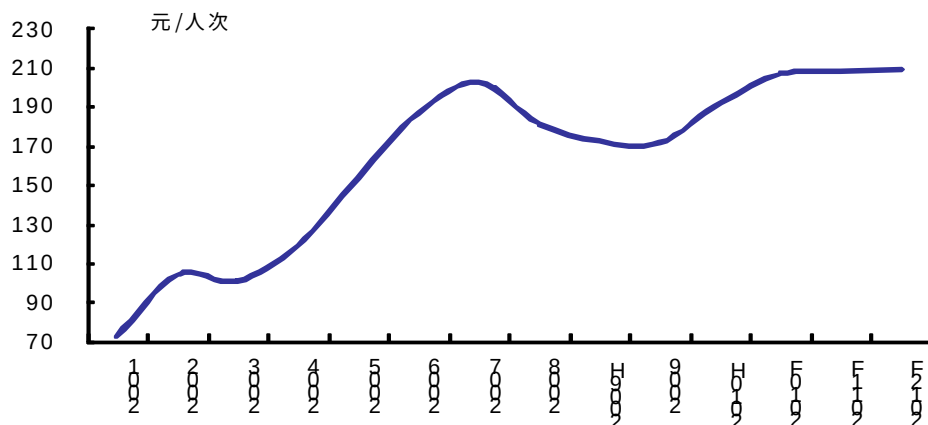


来源：国金证券研究所

图表3：门票收入及其增长率 2004-2012F



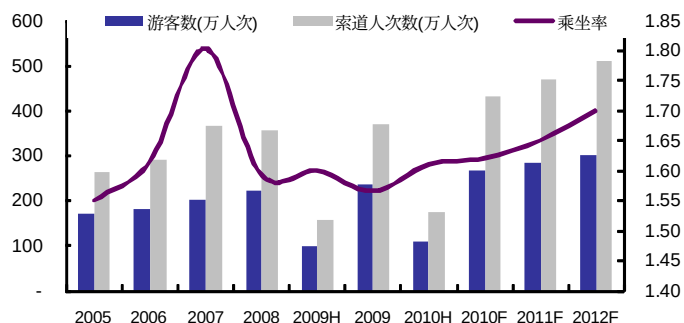
图表4：人均实际门票水平



来源：国金证券研究所

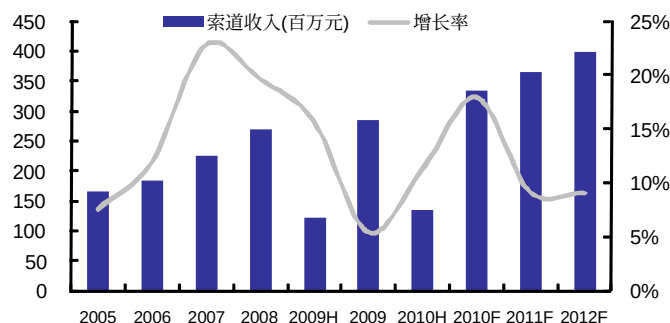
- 一日游比例增长提高索道乘坐率。我们在调研中了解到，由于团队旅游线路安排方面的原因，上半年黄山景区一日游游客比例有所提高，预计索道乘坐率将突破 1.6 的水平(见图表 5)。在游客人数稳步增长的前提下，索道的折扣幅度将进一步缩小，预计上半年索道总收入为 1.35 亿元，全年收入为 3.34 亿元(见图表 6)。

图表5：黄山景区索道乘坐率及人次预测



来源：国金证券研究所

图表6：黄山景区索道收入及增长率预测



房地产业务——保障短期业绩，长期发展尚待明确定位

- 玉屏府房地产项目地处黄山市市中心，东临徽州美食城，南为徽杭高速公路屯溪出入口，交通条件、生活配套十分便利。小区“因地制宜”，依山

傍水而建，更有新安江南岸湿地公园作为“后花园”，居住环境怡人，社区内部景观坚持“推窗见绿”的理念，绿化率也达到 35.65%。

- 据我们实地调研的结果显示，社区配套基础设施丰富，毗邻的皇冠假日酒店更是提升了整体区域形象。在房屋设计方面，小区建筑承袭徽派古韵的“马头墙，小青瓦”结构，其中别墅更是吸收传统的前后院和天井等构造要素，并赋予其现代建筑简洁明快的线条，风格清新（见图表 7，8）。

图表7：小区建筑细节展示的徽派古韵



来源：国金证券研究所

图表8：联排别墅的徽派设计



- 公司的玉屏府项目定位中高端市场，共布局双拼别墅、联排别墅、多层住宅以及高层住宅四种物业形态。目前，除一套样品房外，多层住宅已经完成预售，将于今年年底交房，预计创收 1.17 亿元；联排别墅已销售过半，建筑物也基本竣工，预计明年上半年交房；其余物业都还在筹备规划、建设阶段(见图表 9)。

图表9：玉屏府各物业情况一览

住宅类型	套数	可销售面积（平米）	目前情况
多层住宅	216	26,000	销售完毕，年底交房
高层住宅	约600多套	49,600	工程处于地基阶段
联排别墅	77	14,000	目前销售过半，明年上半年交房
双拼别墅	20	6,000	规划中
高层景观房	约100多套	27,000	规划中

来源：国金证券研究所

- 黄山居民传统家庭观念较强，一般三房住宅的销售情况较好。公司的多层住宅平均面积为 80-142 平米，与当地的消费习惯较为契合，再加上集团公司良好的品牌形象，销售情况非常火爆。目前公司的多层住宅属于黄山地区价位最高的楼盘之一，均价在 4500 元/平米左右，高位价格甚至超过 5000 元/平米。联排别墅平均面积为 200 平米，开盘时价格为 7600 元/平米，当前单价已上涨至 8100 元。
- 双拼别墅、高层住宅以及两栋以大户型为主的高层景观房。目前都处于规划和基建状态。双拼别墅主要面对外地客户，可能明年交房，高层住宅则预计在后年交房。近期房价下降，部分物业的建设和销售情况可能推迟或出现低于预期的状况。
- 除玉屏府项目外，2009 年 10 月以来，公司共以 5.54 亿的价格拍下四个地块，总计 403 亩，约 60 万平方米，地块处于齐运大道南面，毗邻长途汽车站和横江，继承玉屏府地块交通便利、环境秀丽的优点。预计这四块土地将以商用和酒店式公寓为主要用途。公司计划分三年进行建设。

- 尽管黄山市已是一流的旅游城市，但从房地产开发角度看，还只是个三线的城市。目前广宇发展、碧桂园等房地产公司在黄山市陆续开发了新项目，其中，广宇发展的江南新城与玉屏府相邻，物业类型为多层、小高层和花园洋房，总建筑面积为 80 万平方米，今年年内部分物业将交房。碧桂园在公司新拍地块附近也有约 566 亩的土地，今年年底也开始交房。从单价看，玉屏府的价格高于广宇发展和碧桂园。同时，黄山旅游凭借其良好的当地政府关系，拿地成本也相对较低。总体上看，与其他房地产大鳄相比，公司介入黄山地区的房地产业务还是具有较为明显的优势。公司管理层也表示如有合适的条件和价格，还可能继续拿地。并且有机会还将积极推动房地产业务走出黄山市。

图表10：玉屏府房地产项目测算一览

千元	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
玉屏府项目	股权比例	100%	可销售面积（平米）		1,400,000
多层住宅	套数	216	可销售面积（平米）		26,000
结算比例	100%				
结算面积（平米）	26,000				
结算收入（千元）	117,000				
结算成本（千元）	87,750				
毛利率	25%				
多层住宅单价（元/平米）	4,500				
高层住宅	套数	约600多套	可销售面积（平米）约		49,600
结算比例		60%	30%		0.1
结算面积（平米）		29,760	14,880		4960
结算收入（千元）		133,920	66,960		22320
结算成本（千元）		100,440	50,220		16740
毛利率		25%	25%		25%
高层住宅单价（元/平米）		4,500	4,500		4,500
联排别墅	套数	77	可销售面积（平米）		14,000
结算比例		80%	20%		
结算面积（平米）		11,200	2,800		
结算收入（千元）		91,280	23,100		
结算成本（千元）		56,594	13,860		
毛利率		38%	40%		
联排别墅单价（元/平米）		8,150	8,250		
双拼别墅	套数	20	可销售面积（平米）约		6,000
结算比例		10%	45%	35%	0.1
结算面积（平米）		600	2,700	2,100	600
结算收入（千元）		6,900	32,400	26,250	7800
结算成本（千元）		4,140	18,468	14,438	4056
毛利率		40%	43%	45%	48%
双拼别墅单价（元/平米）		11,500	12,000	12,500	13,000
可出租车位（个）	151	151	392	556	556
出租收入（千元）	163	166	377	500	514
出租单价（元/个、年）	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
出租比例	90%	92%	80%	75%	77%
收入合计	117,163	98,346	189,797	93,710	30,634

来源：国金证券研究所

酒店业务及旅游服务——增长空间有望扩大

- 上半年一日游游客比例较高，致使山上酒店的入住率在游客总量恢复性增长的情况下回升有线。此外，西海饭店装修也对山上酒店的经营产生负面影响。由于山上酒店的利润率高于山下酒店，我们预计上半年酒店客房收入增速将会低于游客数的增长，而餐饮业务的增长则较为平稳。
- 在建的皇冠假日酒店目前预计会在明年开业经营，由于项目总投资高达 6 亿，考虑到巨额的计提折旧和摊销费用，预计将对未来两年酒店业务的整体盈利能力产生一定的负面影响，但具体金额还有待确认。
- 我们认为，鉴于下半年世博辐射效应可能有所扩大，酒店及旅行社业务的经营有望得到一定程度的修复。

天时、地利、人和奠定黄山景区持续增长基石

天时、地利——黄山旅游城市的重新定位

- **黄山打造国际旅游城市。**黄山市委书记王福宏提出，把加快旅游产业升级、推动服务业跨越式发展作为今年黄山市城市建设的主攻方向。通过大力推进旅游基础设施建设，建成完善的旅游服务体系。其中，老街的升级改造，有可能将由黄山旅游进行整体规划。
- **黄山航空口岸扩大开放。**09年8月，国务院批复同意黄山航空口岸扩大对外国籍飞机开放。为适应口岸扩大开放的需要，黄山机场新建了国际航站楼，包括新航管楼、塔台工程均已顺利通过行业验收。今年3月30日，黄山航空口岸对外国籍飞机开放顺利通过安徽省专家组检查验收。5月1日起韩亚航空及大韩航空均开始执行首尔(仁川)至黄山的往返航班。黄山航空口岸的进一步开放，不仅有力支持了黄山国际旅游城市的长远定位，也拓展了国际客源市场，提高入境游客比例和人均游客旅游收入。
- **高铁、高速公路的拉动作用。**京福高铁安徽段、皖赣铁路扩能改造、以及新建的黄山至杭州铁路，三条通过黄山的高铁将并站建设，黄山将成为安徽省高铁交通的小枢纽。在高速公路方面，目前已有徽杭、合铜黄、黄塔桃三条高速公路经过景区，而在建的宣黄、黄祁高速将在2011、2012年建成通车，此外拟建的高速公路还有黄千、巢黄、砀祁3条高速。这八条高速和三条高铁都将大大缩短黄山至主要客源区域的时空距离，同时，更为便利的交通环境，将使得黄山房地产市场的“洼地”效应日益凸显。
- 我们认为，公司有望借助以上项目的正外部性，在游客稳步增长、人均旅游收入(ARPU值)提高、景点建设以及房地产业务等各方面从中受益。

人和——新任高管带来新气象

- 09年11月由于原董事长程迎峰的工作调动，许继伟被任命为集团公司的董事局主席及总裁，并兼任股份公司董事长职务。
- 许继伟先生曾担任股份公司董事、副董事长、总裁、副总经理等职务，对公司具体的业务有着深入的了解。许先生还曾经担任黄山市旅游局局长、党组书记，黄山市政府副秘书长，现就任黄山风景区管委会党委书记、副主任。因此，我们认为许董事长能够很好的把握黄山市旅游城市的建设思路及旅游业态发展趋势，并将其与公司扩张步伐相结合。
- 今年3月份接受中国证券报采访时，许继伟曾指出，经过多年来的发展，黄山旅游产业结构得到了明显的优化，公司通过准确的发展定位也正在有序地向旅游综合体的发展方向迈进。我们认为公司介入地产行业，形成旅游地产运营的新模式，这一战略定位正是公司在把握行业趋势的前提下，结合自身资源优势所选择的合理发展路径。
- 由于许继伟的升职，09年12月叶正军“空降”公司，担任总裁职务。叶正军历任黄山市祁门县委常委、副县长，黄山市休宁县委常委、副县长，黄山市黄山市委副书记、副区长、区长，黄山市黄山市委书记、市人大常委会主任、太平湖风景区管委会党委第一书记。现任黄山风景区管委会副主任、党委副书记。虽然叶正军并没有经营管理企业的经验，但从其工作背景看，对黄山市有较全面的了解，并且也曾经在风景区管委会担任职务，具有一定的旅游管理经验。
- 在股东大会上，叶总裁提到未来景区的建设将施行“山上做减法。山下做加法”的策略。目前黄山山上游道长度约为60公里，但由于建设规划和环保规划的限制较多，山上开发成本很高，再度开发的空间有限。将来主要通过景观的修编，扩大容量，增加吸引力和盈利空间。同时，黄山周边有约5000处可参观景点，目前只有56处收取门票。作为黄山市最大的旅游集团，公司在开发、整合新景点方面具有规模及政策优势。同时也提出公司面临的两个主要问题：如何避免旅游新增产品的同质化问题，以及黄山地区农业用地占较大部分，土地资源较为稀缺，不利于公司开展新业务的问题。在与公司高管面对面的沟通中，我们发现其对公司业务已经有了

深刻的了解，并且思路清晰，对公司未来发展方向颇有想法。我们认为叶总在任期间有可能为公司带来一些积极的变化和发展契机。

- 我们相对看好公司新任高管的执行力，有望在天时地利的前提下，有效推动公司持续增长。

图表11：黄山旅游盈利预测详表

(百万元)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	536.4	695.5	864.9	1,040.9	1,118.2	1,127.9	1,534.9	1,655.5	1,897.6
增长率		29.67%	24.36%	20.34%	7.43%	0.87%	36.09%	7.86%	14.62%
客运索道	153.09	164.45	183.87	225.52	269.54	283.89	334.46	367.34	409.59
园林门票	190.79	263.25	338.84	412.78	406.99	404.51	547.43	591.79	642.70
酒店食宿	129.78	166.70	213.75	254.39	272.88	268.20	307.63	316.43	325.68
旅游服务	90.56	143.83	185.44	239.24	234.23	272.01	339.93	380.98	441.55
房地产相关							117.16	98.35	189.80
其他	9.01	9.00	15.83	15.42	17.35	21.81	23.08	21.92	21.67
其中：内部交易互相抵消	36.9	51.7	72.8	106.5	82.8	122.5	134.7	121.3	133.4
营业成本	278.9	418.4	489.3	577.8	627.5	646.2	887.0	960.2	1,119.3
增长率		50.05%	16.94%	18.09%	8.59%	2.99%	37.26%	8.25%	16.58%
客运索道	24.39	47.64	49.22	56.68	58.95	69.52	76.30	81.43	87.74
园林门票	104.93	154.14	200.13	239.64	234.56	238.97	319.76	347.64	377.12
酒店食宿	94.67	121.64	125.91	152.68	181.56	192.08	190.11	206.57	211.69
旅游服务	88.83	140.31	181.45	229.82	225.89	248.80	326.84	365.74	422.56
房地产相关							87.91	60.90	133.14
其他	2.90	3.93	4.13	3.30	6.54	7.64	7.96	7.59	7.74
其中：内部交易	36.86	49.23	71.53	104	80.02	110.80	121.88	109.69	120.66
主营业务利润	257.5	277.1	375.6	463.1	490.7	481.7	647.9	695.4	778.2
增长率		7.60%	35.56%	23.28%	5.97%	-1.84%	34.51%	7.32%	11.92%
客运索道	128.71	116.81	134.65	168.84	210.59	214.36	258.16	285.91	321.85
园林门票	85.85	109.11	138.71	173.14	172.43	165.53	227.67	244.15	265.58
酒店食宿	35.11	45.06	87.84	101.71	91.32	76.11	117.51	109.86	113.99
旅游服务	1.73	3.52	3.98	9.41	8.34	23.21	13.09	15.24	18.99
房地产相关							29.25	37.45	56.65
其他	6.11	5.06	11.70	12.12	10.81	14.17	15.12	14.34	13.93
其中：内部交易	-0.00	2.48	1.25	2.16	2.79	11.70	12.87	11.58	12.74
主营业务利润率	48.01%	39.84%	43.43%	44.49%	43.88%	42.71%	42.21%	42.00%	41.01%
客运索道	84.07%	71.03%	73.23%	74.87%	78.13%	75.51%	77.19%	77.83%	78.58%
园林门票	45.00%	41.45%	40.94%	41.94%	42.37%	40.92%	41.59%	41.26%	41.32%
酒店食宿	27.05%	27.03%	41.09%	39.98%	33.47%	28.38%	38.20%	34.72%	35.00%
旅游服务	1.91%	2.45%	2.15%	3.93%	3.56%	8.53%	3.85%	4.00%	4.30%
房地产相关							24.97%	38.08%	29.85%
其他	67.80%	56.29%	73.94%	78.58%	62.32%	64.96%	65.52%	65.40%	64.28%
营业税金及附加	21.05	26.55	33.65	40.08	43.65	44.39	70.42	75.53	74.69
营业税金税率	3.92%	3.82%	3.89%	3.85%	3.90%	3.94%	4.59%	4.56%	3.94%
销售费用						10.04	11.51	12.91	14.80
销售费用率						0.89%	0.75%	0.78%	0.78%
管理费用	116.39	101.89	130.58	152.48	164.38	159.56	199.54	206.94	233.40
管理费用率	21.70%	14.65%	15.10%	14.65%	14.70%	14.15%	13.00%	12.50%	12.30%
财务费用	0.92	-1.15	0.43	-0.12	-1.02	7.44	6.15	3.36	4.01
资产减值准备			1.63	3.17	1.10	20.21	0.55	0.26	0.19
投资净收益	-62.71	-22.39	20.80	0.18	-0.96	1.70	1.30	0.90	0.95
其中：对联营企业和合营企业的	-	-	-	-	-	0.10	-	-	
投资收益									
营业利润	56.44	127.40	230.14	267.61	281.63	241.74	361.05	397.26	452.10
营业外收支净额	-0.84	-2.27	-1.19	-3.43	-0.26	0.74	0.50	0.50	0.50
利润总额	55.59	125.13	228.95	264.19	281.37	242.48	361.55	397.76	452.60
所得税	47.55	50.53	85.56	101.45	76.55	71.60	99.43	103.42	116.77
实际所得税率	85.53%	40.38%	37.37%	38.40%	27.21%	29.53%	27.50%	26.00%	25.80%
净利润	8.04	74.61	143.39	162.73	204.82	170.88	262.13	294.34	335.83
减：少数股东损益	3.71	5.79	7.93	11.56	16.28	11.04	15.99	18.54	21.83
少数股东损益比例	46.19%	7.76%	5.53%	7.10%	7.95%	6.46%	6.10%	6.30%	6.50%
归属于母公司所有者的净利润	4.33	68.82	135.46	151.18	188.54	159.84	246.14	275.80	314.00
增长率		1490.21%	96.84%	11.60%	24.71%	-15.22%	53.99%	12.05%	13.85%
净利润率	0.81%	9.89%	15.66%	14.52%	16.86%	14.17%	16.04%	16.66%	16.55%
每股收益	0.014	0.227	0.298	0.321	0.400	0.339	0.522	0.585	0.666

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	1,041	1,118	1,128	1,535	1,656	1,898
增长率		7.4%	0.9%	36.1%	7.9%	14.6%
主营业务成本	-578	-627	-646	-887	-960	-1,119
% 销售收入	55.5%	56.1%	57.3%	57.8%	58.0%	59.0%
毛利	463	491	482	648	695	778
% 销售收入	44.5%	43.9%	42.7%	42.2%	42.0%	41.0%
营业税金及附加	-40	-44	-44	-70	-76	-75
% 销售收入	3.9%	3.9%	3.9%	4.6%	4.6%	3.9%
营业费用	0	0	-10	-12	-13	-15
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	-152	-164	-160	-200	-207	-233
% 销售收入	14.6%	14.7%	14.1%	13.0%	12.5%	12.3%
息税前利润 (EBIT)	270	283	268	366	400	455
% 销售收入	26.0%	25.3%	23.7%	23.9%	24.2%	24.0%
财务费用	0	1	-7	-6	-3	-4
% 销售收入	0.0%	-0.1%	0.7%	0.4%	0.2%	0.2%
资产减值损失	-3	-1	-20	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	2	1	1	1
% 税前利润	0.1%	n.a	0.7%	0.4%	0.2%	0.2%
营业利润	268	282	242	361	397	452
营业利润率	25.7%	25.2%	21.4%	23.5%	24.0%	23.8%
营业外收支	-3	0	1	1	1	1
税前利润	264	281	242	362	398	453
利润率	25.4%	25.2%	21.5%	23.6%	24.0%	23.9%
所得税	-101	-77	-72	-99	-103	-117
所得税率	38.4%	27.2%	29.5%	27.5%	26.0%	25.8%
净利润	163	205	171	262	294	336
少数股东损益	12	16	11	16	19	22
归属于母公司的净利润	151	189	160	246	276	314
净利率	14.5%	16.9%	14.2%	16.0%	16.7%	16.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	163	205	171	262	294	336
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	63	76	107	88	95	96
非经营收益	7	-1	4	25	7	6
营运资金变动	44	-72	-248	248	-26	-147
经营活动现金净流	277	207	33	622	371	292
资本开支	-318	-266	-147	-159	-76	-140
投资	-58	-72	-17	-1	0	0
其他	110	3	3	1	1	1
投资活动现金净流	-267	-335	-161	-158	-75	-139
股权募资	301	0	2	0	-164	0
债权募资	-56	52	93	-21	-39	-35
其他	-76	-81	-81	-12	-56	-8
筹资活动现金净流	169	-29	14	-33	-258	-43
现金净流量	180	-156	-114	431	37	110

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	442	286	191	622	659	769
应收款项	55	49	147	109	154	192
存货	18	278	419	413	329	368
其他流动资产	149	12	10	20	22	26
流动资产	663	626	767	1,164	1,164	1,355
% 总资产	43.1%	36.9%	40.8%	50.0%	50.4%	53.3%
长期投资	67	66	66	67	66	66
固定资产	741	927	978	1,074	1,058	1,103
% 总资产	48.2%	54.8%	52.0%	46.2%	45.8%	43.4%
无形资产	42	46	44	19	18	16
非流动资产	875	1,068	1,113	1,162	1,144	1,188
% 总资产	56.9%	63.1%	59.2%	50.0%	49.6%	46.7%
资产总计	1,538	1,693	1,880	2,327	2,308	2,543
短期借款	13	68	171	194	156	117
应付款项	274	251	282	431	380	328
其他流动负债	156	152	111	221	161	195
流动负债	443	471	564	845	698	639
长期贷款	8	8	3	4	3	7
其他长期负债	62	59	51	0	0	0
负债	512	538	618	849	700	647
普通股股东权益	1,018	1,139	1,246	1,445	1,557	1,824
少数股东权益	12	16	16	32	51	72
负债股东权益合计	1,542	1,693	1,880	2,327	2,308	2,543

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.321	0.400	0.339	0.522	0.585	0.666
每股净资产	2.160	2.417	2.644	3.066	3.304	3.870
每股经营现金净流	0.588	0.440	0.077	1.320	0.787	0.619
每股股利	0.140	0.145	0.100	0.100	0.000	0.100
回报率						
净资产收益率	14.85%	16.55%	12.83%	17.03%	17.71%	17.21%
总资产收益率	9.80%	11.13%	8.50%	10.58%	11.95%	12.35%
投入资本收益率	15.83%	16.68%	13.09%	15.86%	16.75%	16.72%
增长率						
主营业务收入增长率	27.44%	7.43%	0.87%	36.09%	7.86%	14.62%
EBIT 增长率	34.98%	4.50%	-5.30%	36.89%	9.15%	13.84%
净利润增长率	9.01%	24.71%	-15.22%	53.99%	12.05%	13.85%
总资产增长率	33.17%	9.81%	11.05%	23.73%	-0.79%	10.18%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.0	12.1	14.1	16.0	23.0	26.0
存货周转天数	10.2	86.0	196.7	170.0	125.0	120.0
应付账款周转天数	15.1	16.6	20.4	15.0	13.0	13.0
固定资产周转天数	224.7	295.6	299.5	247.7	231.4	212.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-40.92%	-18.25%	-1.42%	-28.70%	-31.09%	-34.01%
EBIT 利息保障倍数	-2,279.2	-276.4	36.0	59.6	119.1	113.5
资产负债率	33.21%	31.75%	32.88%	36.51%	30.34%	25.42%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	0	1	1	7	25
买入	0	0	0	4	11
持有	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.31	1.40

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 2008-08-15	买入	14.51	16.80~18.50
2 2008-11-18	买入	11.50	15.00~15.00
3 2009-04-09	买入	16.09	N/A
4 2009-04-28	买入	14.85	N/A
5 2009-08-21	买入	14.69	N/A
6 2009-10-27	买入	14.29	17.50~19.30
7 2010-01-15	买入	20.69	23.30~25.60
8 2010-03-26	买入	20.63	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