

中国联通 (600050.SH) 无线通信行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

市价(人民币): 5.79 元
目标(人民币): 6.48-6.91 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)	21,196.60
总市值(百万元)	122,728.29
年内股价最高最低(元)	6.22/4.93
沪深 300 指数	3230.96
上证指数	2938.98



相关报告

1. 《11 年追求用户规模,12 年是利润拐点》, 2010.12.17
2. 《3G 终端补贴加大是拉低业绩增长的关键》, 2010.11.1
3. 《公司基本面已见底,当前就是买入机会》, 2010.8.29

陈运红 分析师 SAC 执业编号: S1130511030023
(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

下一步关注的焦点是网络质量和离网率

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.148	0.058	0.098	0.202	0.277
每股净资产(元)	3.35	3.34	3.41	3.52	3.71
每股经营性现金流(元)	2.80	3.22	2.81	3.64	4.08
市盈率(倍)	4.97	92.38	61.38	29.67	21.63
行业优化市盈率(倍)	29.70	29.70	29.70	29.70	29.70
净利润增长率(%)	-84.11%	-60.87%	68.51%	106.88%	37.15%
净资产收益率(%)	4.42%	1.73%	2.86%	5.74%	7.46%
总股本(百万股)	21,196.60	21,196.60	21,196.60	21,196.60	21,196.60

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 2011 年 Q1 季报: 通信业务增长 12%, 净利润下降 87.9%, EPS 为 0.002 元, 3G 手机补贴力度超过我们预测, 是业绩低于预期的关键因素。从成本结构增长看, 网络结算成本、销售费用、管理费用增速均超过公司通信业务增速, 特别是 3G 终端补贴预计从 2010 年 Q1 的 3 亿元大幅提升到 41 亿元, 导致其他经营费用同比增长 71%。根据我们的模型测算, 2011 年 Q1 联通 3G 业务亏损约 26 亿元, 同时我们预计联通 3G 业务单季度实现盈亏平衡的时间点最早在明年 Q1 季度。
- 联通 3G 发展三步曲从用户规模→效益→品牌: 第一步是以终端差异、积极营销策略获取用户规模优势; 第二步是以网络优势、开放环境提升网络效率, 降低离网率, 改善业绩; 第三步是优化人力资源、增加战略性资源投资, 提升品牌形象。当前公司正处于拓展 3G 用户发展的攻坚阶段, 用户规模与网络质量是双重考核指标, 一方面用户规模上来了对网络质量带来更大考验, 毕竟用户体验是保留用户的关键指标, 另外一方面发展用户的根本是为了赚钱, 如果不能在降低补贴率的前提下降低离网率的话, 必将导致发展用户规模越大亏损越大的囚徒困境, 所以我们认为用户规模、网络质量、降低离网率是评价联通基本面根本性好转的核心指标, 用户规模仅仅是第一步, 我们建议投资者采纳走一步看一步的稳健风格为宜。

业绩预测

- 2011-2013 年联通终端补贴控制 100 亿元左右的前提下, 联通 A 股 2011-2013 年 EPS 预计分别为 0.10、0.20 和 0.28 元, 其中, GSM 业务贡献分别为 0.143、0.137 和 0.132 元, 3G 业务 EPS 贡献分别为-0.052、0.058、0.136 元。

估值及投资建议

- 综合用户价值法和相对估值法, 联通 A 股股票在 12 月内目标价格区间为 6.48-6.90 元, 红筹 17.19 -18.16 港币, 维持买入评级。

风险

- 竞争加剧, 导致联通手机补贴超出预期, 将拉低公司经营业绩的风险。

图表1：业绩改善的关键看 3G 业务：预计 12 年盈利

新联通A股(RMB)	2010	2011E	2012E	2013E
GSM业务	0.160	0.143	0.137	0.132
3G业务	-0.083	-0.052	0.058	0.136
固网业务	-0.018	0.007	0.007	0.009
其他	0.000	0.000	-0.001	-0.001
联通A股EPS	0.058	0.098	0.202	0.277
增速	-60.27%	68.27%	106.88%	37.15%
红筹EPS(RMB)	2010	2011E	2012E	2013E
GSM业务	0.425	0.380	0.365	0.352
3G业务	-0.221	-0.139	0.154	0.362
固网业务	-0.049	0.019	0.020	0.025
其他	0.000	-0.001	-0.002	-0.003
联通红筹EPS	0.155	0.259	0.536	0.735
增速	-60.86%	67.63%	106.88%	37.15%

来源：国金证券研究所

图表3：用户价值法：11 年联通红筹合理价 19.49 港币

基准用户价值	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
400	14.38	15.61	16.86	18.22	19.48
450	15.04	16.40	17.76	19.22	20.57
500	15.70	17.19	18.66	20.23	21.66
550	16.36	17.98	19.56	21.23	22.74
600	17.02	18.77	20.46	22.24	23.83

来源：国金证券研究所

图表5：相对估值法：12 年联通红筹目标价 18.16 港币

业务估值	2010	2011E	2012E	2013E
GSM业务			16.7	15.0
3G业务			58.3	33.3
固网业务			10.0	8.3
联通红筹每股价值(港币)			18.16	20.87

来源：国金证券研究所

图表2：A 股区间 6.48-6.90 元，红筹 17.19 -18.16 港币

A股 (RMB)	2010	11E	12E	13E
持续业务EPS	0.058	0.098	0.202	0.277
每股净资产	3.423	3.493	3.635	3.830
对应PE			34.2	28.6
相对估值法目标股价 (RMB)			6.90	7.93
对应PB		1.9	1.9	2.0
用户价值法目标股价 (RMB)		6.48	7.03	7.62
联通红筹(RMB)	2010	11E	12E	13E
持续业务EPS	0.155	0.267	0.538	0.738
每股净资产	9.087	9.274	9.651	10.168
对应PE			28.4	23.8
相对估值法目标股价(港币)			18.16	20.87
对应PB		1.6	1.6	1.7
用户价值法目标股价(港币)		17.19	18.66	20.23

图表4：用户价值法：11 年联通 A 股合理价 6.74 元

基准用户价值	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
400	5.42	5.88	6.35	6.86	7.34
450	5.66	6.18	6.69	7.24	7.75
500	5.91	6.48	7.03	7.62	8.16
550	6.16	6.77	7.37	8.00	8.57
600	6.41	7.07	7.71	8.38	8.98

图表6：相对估值法：12 年联通 A 股合理价 6.90 元

业务估值	2010	2011E	2012E	2013E
GSM业务			20.0	18.0
3G业务			70.0	40.0
固网业务			12.0	10.0
联通A股每股价值 (RMB)			6.90	7.93

内容目录

11 年 Q1 季报点评：手机补贴加大是导致 业绩下滑的主要原因	4
联通业务发展分析：2011 年联通 3G 用户发展加快	5
移动业务经营分析与预测：3G 业务是提升移动业务盈利的关键	5
固网业务：2012 年固网业务预计回稳	6
联通投资价值与投资建议	7
联通收入与盈利预测	7
投资建议：维持买入	8
附录：三张报表预测摘要	9

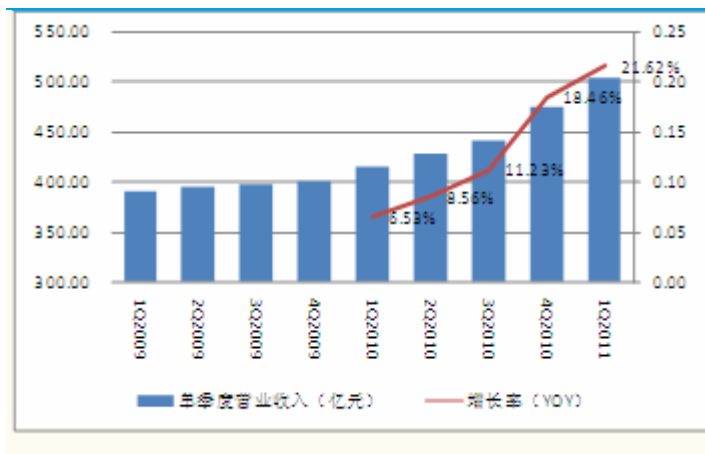
图表目录

图表 1：业绩改善的关键看 3G 业务：预计 12 年盈利	2
图表 2：A 股区间 6.48-6.90 元，红筹 17.19 -18.16 港币	2
图表 3：用户价值法：11 年联通红筹合理价 19.49 港币	2
图表 4：用户价值法：11 年联通 A 股合理价 6.74 元	2
图表 5：相对估值法：12 年联通红筹目标价 18.16 港币	2
图表 6：相对估值法：12 年联通 A 股合理价 6.90 元	2
图表 7：单季度收入保持持续上升态势	4
图表 8：单季度净利润持续下降	4
图表 8：影响 Q1 业绩主要因素：3G 手机补贴约 40 亿元	4
图表 9：3G 业务 MOU 和 ARPU 值分析与预测	5
图表 10：GSM 业务 MOU 和 ARPU 值分析与预测	5
图表 11：3G 用户预计 2014 年突破 1 亿	5
图表 12：联通 GSM 用户将在 2012 年见顶	5
图表 13：3G 通信服务收入预计 2011 年达到 347 亿	6
图表 14：GSM 业务通信服务收入逐年下降	6
图表 15：宽带用户将持续增长	6
图表 16：固定业务通信服务收入 2012 年预计回稳	6
图表 17：2011-2013 年联通主要业务盈利能力预测	7
图表 18：联通 A 股股票价格预测	8

11 年 Q1 季报点评：手机补贴加大是导致 业绩下滑的主要原因

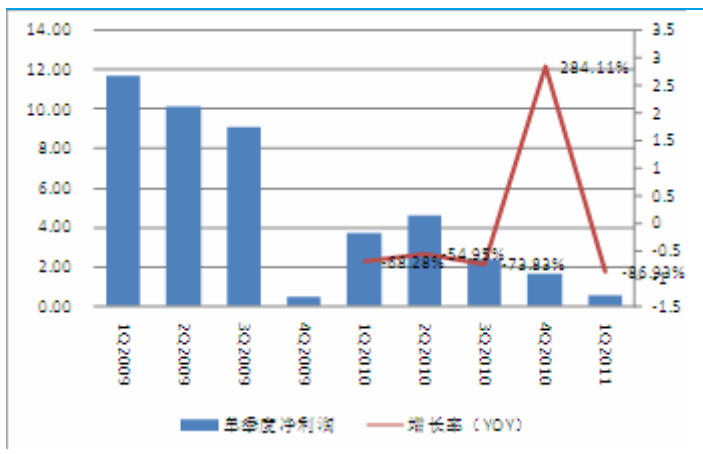
- 2011 年 1 季度报告概要：通信业务增长 12%，实现净利润 1.5 亿元，归属于 A 股股东的净利润 0.48 亿元，EPS 为 0.002 元，下降 87.9%。
- ◆ 收入增长基本符合预期，但是由于 3G 手机补贴力度超过我们预测，实际利润比我们预期要差，之前我们预期 EPS 为 1 分钱。
- ◆ 从收入增长趋势看，公司过去 5 个季度持续保持加快的态势，但是单季度净利润却保持持续下滑趋势，这一方面说明加大 3G 终端补贴对拉动收入的效果是非常明显的，但是也拉低了短期的盈利能力，从联通 3G 业务发展战略看，2011 年的重点仍是用户规模，加大 3G 终端补贴力度仍将持续，短期盈利能力仍面临压力。

图表7：单季度收入保持持续上升态势



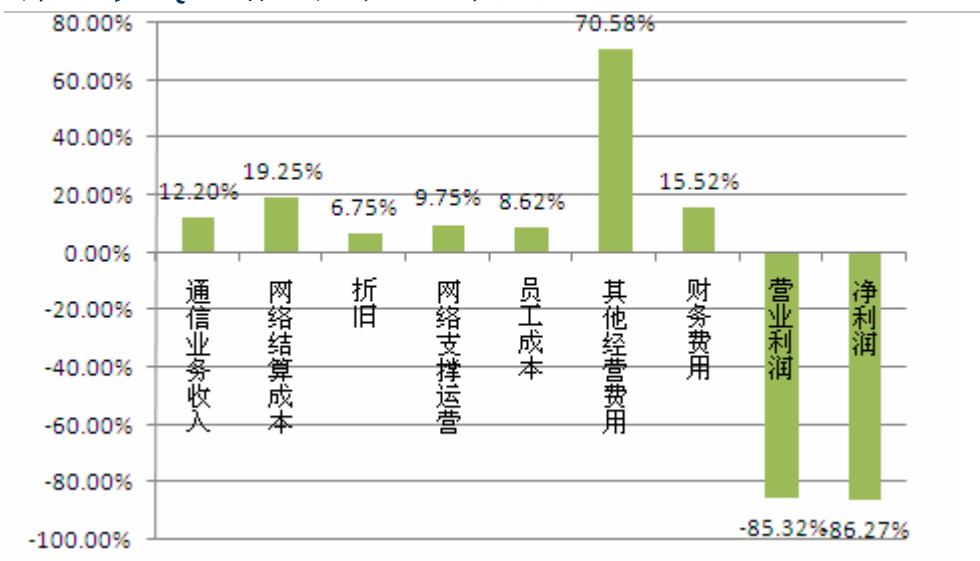
来源：国金证券研究所

图表8：单季度净利润持续下降



- ◆ Q1/11 业绩驱动因素分析：从成本结构增长看，网络结算成本、销售费用、管理费用增速均超过公司通信业务增速，特别是 3G 终端补贴预计从 2010 年 Q1 的 3 亿元大幅提升到 41 亿元，导致其他经营费用同比增长 71%。根据我们的模型测算，2011 年 Q1 联通 3G 业务亏损约 26 亿元，同时我们预计联通 3G 业务单季度实现盈亏平衡的时间最早在明年 Q1 季度。

图表9：影响 Q1 业绩主要因素：3G 手机补贴约 40 亿元



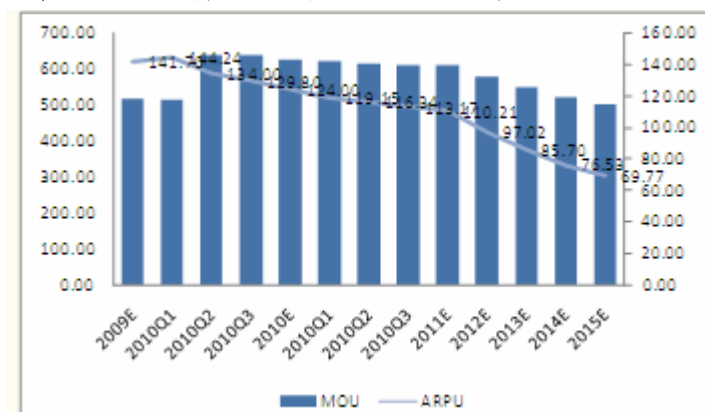
来源：红筹报表，国金证券研究所

联通业务发展分析：2011 年联通 3G 用户发展加快

移动业务经营分析与预测：3G 业务是提升移动业务盈利的关键

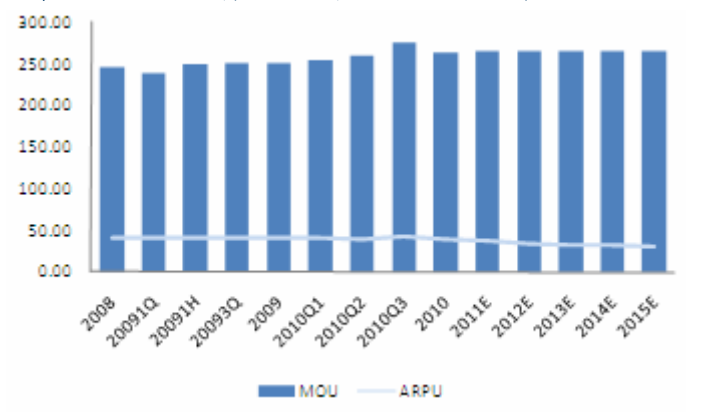
- 联通移动业务通信服务收入预测：2011-2013 年公司移动业务通信服务收入预计分别为 1035 亿元、1257 亿元、1453 亿元，同比增速分别为 22%、22%和 16%。
- 联通 3G 业务通信服务收入预测：2011-2013 年公司 3G 业务通信服务收入预计分别为 346.72 亿元、603.10 亿元、832.06 亿元，同比增速分别为 190.63%、73.94%和 37.96%。当前正处于 3G 发展初期，联通优势明显，去年联通采取一系列措施发展 3G，取得了不错的成绩，今年 3G 用户将迎来规模发展。
- ◆ WCDMA 产业链优势：2010 年公司全面开放终端产业链合作，丰富终端产品体系，满足不同用户对各种价位终端的需求。全年定制 3G 终端过百款，其中智能终端 50 余款。
- ◆ 补贴政策促进用户发展：2010 年公司积极实施补贴政策，实行终端补贴和话费补贴两种模式，快速拉动了 3G 用户的发展，同时提升了用户的质量，高 ARPU 值也提升了移动用户的综合 ARPU。
- ◆ 手机补贴会计政策变更，为改善公司业绩留下空间：公司将手机补贴一次进成本改为 46%一次进成本，54%分 24 个月影响收入，2010 年公司手机补贴一共 69 亿，其中有 40 亿左右来自于第四季度，若仍采用一次行进成本方法，会造成公司业绩压力，较为不合理，变更手机补贴政策，也为改善公司的业绩留下空间。

图表10：3G 业务 MOU 和 ARPU 值分析与预测

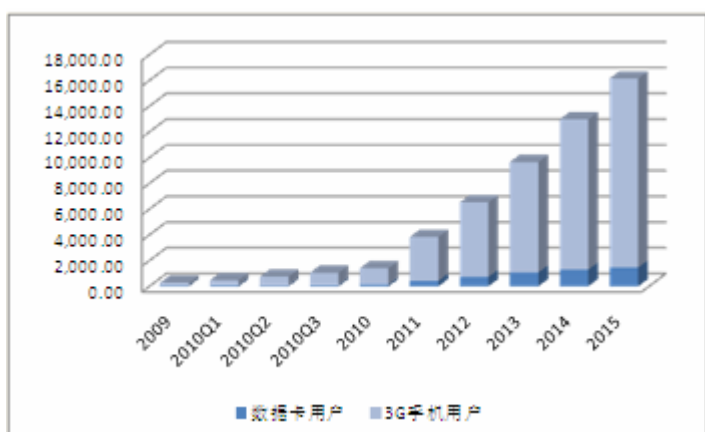


来源：国金证券研究所

图表11：GSM 业务 MOU 和 ARPU 值分析与预测

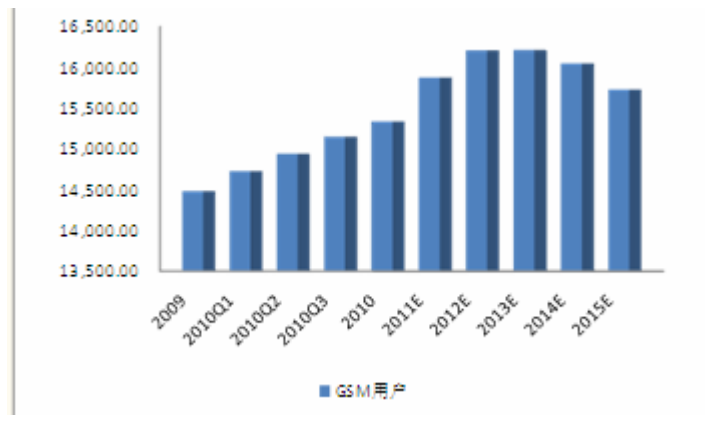


图表12：3G 用户预计 2014 年突破 1 亿

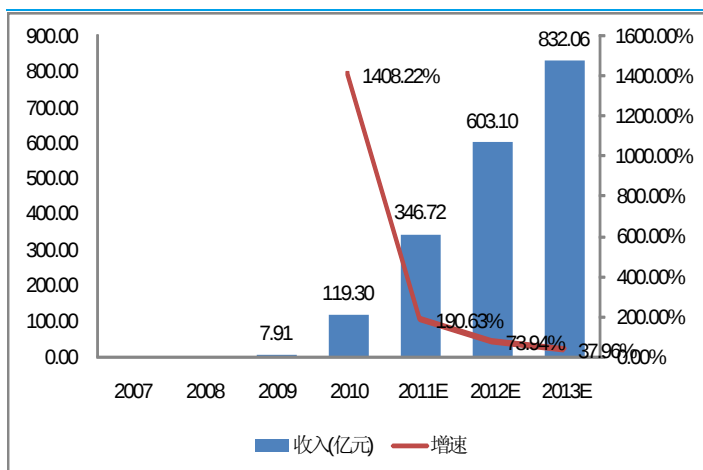


来源：国金证券研究所

图表13：联通 GSM 用户将在 2012 年见顶

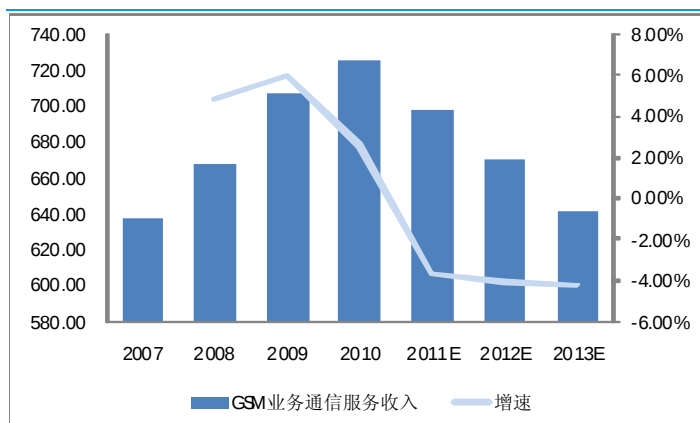


图表14: 3G 通信服务收入预计 2011 年达到 347 亿



来源: 国金证券研究所

图表15: GSM 业务通信服务收入逐年下降

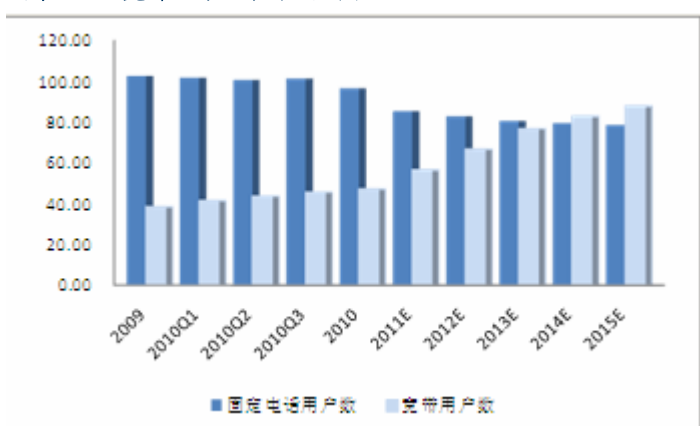


固网业务: 2012 年固网业务预计回稳

■ 联通固定业务收入预测: 2011-2013 年公司固定业务通信服务收入预计分别为 807、814、832 亿元, 同比增速分别为 -0.73%、0.9% 和 2.21%。

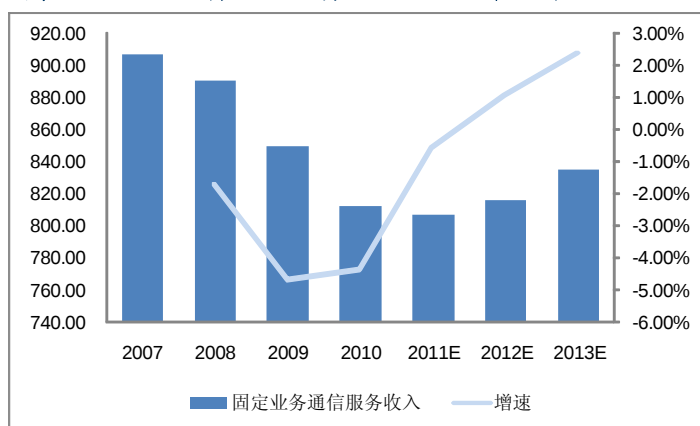
- ◆ 2010 年固网业务结构持续改善, 收入下降趋缓, 宽带增长较快: 固网业务结构持续改善, 固网非语音业务收入规模首次超过语音业务收入, 占固网通信服务收入的比例达到 55.2%。固网宽带业务持续快速增长, 比去年同比增长 24.7%。
- ◆ 宽带资本开支仍是投资重点: 11 年宽带及数据投资为 187.5 亿, 相比 10 年 224.5 亿元下滑 16.5%。其原因在于考虑到联通网络结构, 将部分投资放在基础设施及传输网上, 算上其中固网建设投资后, 宽带的资本开支与 10 年持平, 此外当前只是计划投资额, 例如 10 年计划宽带投资 153 亿元, 下半年因为宽带发展较快追加投资至 224.5 亿元, 因此不排除在下半年继续追加资本。

图表16: 宽带用户将持续增长



来源: 国金证券研究所

图表17: 固定业务通信服务收入 2012 年预计回稳



联通投资价值与投资建议

联通收入与盈利预测

- 2011-2013 年联通合并收入预计分别为 2042 亿元、2277 亿元、2495 亿元，同比增速分别为 15.9%、11.5%、9.6%；11-13 年联通净利润分别为 63 亿元、129 亿元和 175 亿元，同比增速分别为 72%、102%、37%。

图表18：2011-2013 年联通主要业务盈利能力预测

GSM业务	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入(亿元)	637.32	667.88	707.64	725.78	687.83	653.92	621.36
增速		4.80%	5.95%	2.56%	-5.23%	-4.93%	-4.98%
税前利润	92.88	89.45	117.52	127.65	117.08	112.45	108.46
增速		-3.69%	31.38%	8.62%	-8.28%	-3.95%	-3.55%
3G业务	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入(亿元)			7.91	119.30	346.72	603.10	832.06
增速				1408.22%	190.63%	73.94%	37.96%
税前利润			-11.98	-66.52	-42.73	47.55	111.58
增速				-455.10%	-35.76%	-211.27%	134.68%
固定业务	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入(亿元)	907.04	891.33	822.67	812.42	807.03	812.33	825.90
增速		-1.73%	-3.00%	-1.25%	-0.66%	0.66%	1.67%
税前利润	159.76	-14.63	16.28	-14.66	5.92	6.06	7.71
增速		-109.16%	-211.27%	-190.09%	-140.40%	2.24%	27.36%
业务合并	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
通信服务收入(亿元)	1,534.35	1,510.54	1,538.22	1,657.50	1,841.58	2,069.35	2,279.31
ICT业务		0.00	23.13	21.75	12.12	11.52	10.96
终端销售		17.10	22.33	74.61	188.52	196.21	204.65
营业收入		1,527.64	1,583.69	1,761.68	2,042.22	2,277.08	2,494.92
增速		-1.55%	1.83%	11.24%	15.92%	11.50%	9.57%
税前利润(亿元)	265.76	74.82	121.81	46.47	80.27	166.06	227.75
增速		-71.85%	62.80%	-61.85%	72.75%	106.88%	37.15%
所得税	-74.95	-17.21	-28.02	-9.75	-16.85	-34.86	-47.81
税率	28.20%	23.00%	23.00%	20.99%	20.99%	20.99%	20.99%
股东应占净利润	190.81	57.61	93.79	36.71	63.41	127.86	175.37
增速		-69.81%	62.80%	-60.86%	72.32%	101.64%	37.15%

来源：国金证券研究所

投资建议：维持买入

■ 用户价值计算方法：2011 年联通 A 股合理价 6.48 元。

- ◆ 用户价值计算方法：公司价值等于公司净资产与公司用户价值的总和，而用户价值等于用户数量与单用户价值的乘积；联通用户价值包括 GSM 用户价值、3G 用户价值、固定电话用户价值和宽带用户价值。以 GSM 单用户价值为基准，各其他业务单用户价值与 ARPU 比值成线性关系。

图表19：联通 A 股股票价格预测

GSM用户价值	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
GSM用户数量(百万)	153.37	160.56	163.95	163.95	162.31
ARPU	39.50	36.52	33.58	31.58	29.99
单用户价值	500.00	462.24	425.12	399.78	379.62
GSM用户价值(亿元)	766.83	742.20	696.98	655.44	616.16
3G用户价值	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
3G业务用户	14.06	38.37	65.23	96.58	129.81
ARPU	124.00	110.21	97.02	85.70	76.53
用户价值	1569.62	1395.05	1228.05	1084.81	968.71
3G用户价值(亿元)	220.69	535.33	801.12	1047.72	1257.50
固话用户价值	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
固定电话数量	96.64	87.76	82.63	80.67	80.03
ARPU	28.90	26.01	23.41	21.07	18.96
单用户价值	250.00	225.00	202.50	182.25	164.03
固话用户价值(亿元)	241.59	197.46	167.33	147.03	131.26
宽带用户价值	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
宽带用户数量	47.22	56.67	66.87	76.90	83.05
ARPU	57.10	56.53	55.96	55.40	54.85
单用户价值	722.78	715.56	708.40	701.32	694.30
宽带用户价值(亿元)	341.33	405.50	473.70	539.31	576.63
公司价值	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
GSM用户-亿元	766.83	742.20	696.98	655.44	616.16
3G用户	220.69	535.33	801.12	1047.72	1257.50
固话用户	241.59	197.46	167.33	147.03	131.26
宽带用户	341.33	405.50	473.70	539.31	576.63
合计用户价值	1570.43	1880.49	2139.12	2389.49	2581.55
公司净资产	2158.45	2202.84	2292.35	2415.11	2562.16
公司价值=净资产+月	3728.89	4083.33	4431.47	4804.60	5143.72
联通A股合理股价	5.91	6.48	7.03	7.62	8.16

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）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	152,764	158,369	176,168	204,222	227,708	249,492
增长率		3.7%	11.2%	15.9%	11.5%	9.6%
主营业务成本	-96,191	-105,654	-123,735	-146,036	-154,333	-163,630
% 销售收入	63.0%	66.7%	70.2%	71.5%	67.8%	65.6%
毛利	56,574	52,715	52,433	58,186	73,375	85,862
% 销售收入	37.0%	33.3%	29.8%	28.5%	32.2%	34.4%
营业税金及附加	-4,164	-4,487	-4,871	-5,021	-5,554	-6,052
% 销售收入	2.7%	2.8%	2.8%	2.5%	2.4%	2.4%
营业费用	-17,079	-20,957	-23,733	-23,829	-27,323	-30,729
% 销售收入	11.2%	13.2%	13.5%	11.7%	12.0%	12.3%
管理费用	-12,558	-14,048	-16,113	-16,526	-17,584	-18,621
% 销售收入	8.2%	8.9%	9.1%	8.1%	7.7%	7.5%
息税前利润 (EBIT)	22,773	13,223	7,717	12,810	22,913	30,460
% 销售收入	14.9%	8.3%	4.4%	6.3%	10.1%	12.2%
财务费用	-2,169	-944	-1,625	-2,268	-3,687	-4,954
% 销售收入	1.4%	0.6%	0.9%	1.1%	1.6%	2.0%
资产减值损失	-15,191	-2,376	-2,664	-2,778	-2,897	-3,021
公允价值变动收益	0	1,239	0	0	0	0
投资收益	0	212	485	0	0	0
% 税前利润	0.0%	1.7%	10.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	5,413	11,356	3,914	7,765	16,330	22,485
营业利润率	3.5%	7.2%	2.2%	3.8%	7.2%	9.0%
营业外收支	30,017	825	733	262	275	290
税前利润	35,430	12,181	4,647	8,027	16,606	22,775
利润率	23.2%	7.7%	2.6%	3.9%	7.3%	9.1%
所得税	-1,702	-2,807	-975	-1,846	-3,819	-5,238
所得税率	4.8%	23.0%	21.0%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润	33,728	9,374	3,671	6,181	12,786	17,537
少数股东损益	13,986	6,237	2,444	4,112	8,507	11,667
归属于母公司的净利润	19,741	3,137	1,228	2,069	4,280	5,870
净利率	12.9%	2.0%	0.7%	1.0%	1.9%	2.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	5,780	9,374	3,671	6,181	12,786	17,537
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	64,455	51,718	57,880	55,546	58,512	62,439
非经营收益	-992	-561	1,867	3,366	-275	-290
营运资金变动	-8,514	-1,508	4,622	-5,462	6,174	6,724
经营活动现金净流	60,729	59,023	68,040	59,631	77,196	86,411
资本开支	-49,116	-80,929	-77,708	-69,648	-69,725	-57,010
投资	0	1	-46	0	0	0
其他	742	-388	1,285	0	0	0
投资活动现金净流	-48,374	-81,316	-76,470	-69,648	-69,725	-57,010
股权募资	450	0	0	0	-685	0
债权募资	-21,004	74,180	4,810	17,233	-4,666	-20,242
其他	-9,277	-6,505	-5,732	-6	-621	-1,284
筹资活动现金净流	-29,831	67,675	-922	17,226	-5,972	-21,526
现金净流量	-17,476	45,382	-9,352	7,209	1,500	7,875

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	9,488	8,828	22,791	30,000	31,500	39,375
应收款项	24,009	16,563	12,086	28,300	31,555	34,573
存货	1,171	2,412	3,728	2,801	2,960	3,138
其他流动资产	1,493	2,920	3,688	2,921	3,087	3,273
流动资产	36,160	30,723	42,293	64,022	69,101	80,359
% 总资产	10.4%	7.3%	9.5%	15.0%	15.5%	17.6%
长期投资	0	7,992	6,261	6,261	6,261	6,261
固定资产	281,933	349,171	363,651	339,827	356,110	355,585
% 总资产	81.2%	83.3%	82.0%	79.5%	79.6%	77.9%
无形资产	24,637	27,266	27,594	17,611	15,713	14,119
非流动资产	310,877	388,510	401,173	363,699	378,084	375,965
% 总资产	89.6%	92.7%	90.5%	85.0%	84.5%	82.4%
资产总计	347,037	419,232	443,466	427,721	447,185	456,325
短期借款	11,997	63,997	36,911	59,033	54,367	34,124
应付款项	87,335	130,865	132,329	112,958	120,745	128,965
其他流动负债	15,715	18,116	8,212	10,640	13,281	15,652
流动负债	115,047	212,978	177,451	182,631	188,393	178,740
长期贷款	997	759	1,462	1,462	1,462	1,463
其他长期负债	8,631	7,457	35,930	29,869	32,754	35,769
负债	124,675	221,194	214,844	213,962	222,609	215,973
普通股股东权益	70,318	70,984	70,836	72,302	74,613	78,721
少数股东权益	138,679	137,862	137,344	141,456	149,963	161,631
负债股东权益合计	333,672	430,040	423,024	427,721	447,185	456,325

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.931	0.148	0.058	0.098	0.202	0.277
每股净资产	3.317	3.349	3.342	3.411	3.520	3.714
每股经营现金净流	2.834	2.798	3.218	2.813	3.642	4.077
每股股利	0.067	0.054	0.000	0.029	0.061	0.083
回报率						
净资产收益率	28.07%	4.42%	1.73%	2.86%	5.74%	7.46%
总资产收益率	5.69%	0.73%	0.29%	1.44%	2.85%	3.83%
投入资本收益率	9.47%	3.62%	2.18%	3.24%	5.63%	7.52%
增长率						
主营业务收入增长率	52.05%	3.67%	11.24%	15.92%	11.50%	9.57%
EBIT增长率	80.84%	-41.93%	-41.64%	65.99%	78.87%	32.94%
净利润增长率	250.47%	-84.11%	-60.87%	68.51%	106.88%	37.15%
总资产增长率	140.15%	23.92%	-1.63%	-3.55%	4.55%	2.04%
资产管理能力						
应收账款周转天数	15.0	22.1	21.0	15.0	15.0	15.0
存货周转天数	7.0	6.2	9.1	7.0	7.0	7.0
应付账款周转天数	169.3	280.4	286.5	190.0	190.0	190.0
固定资产周转天数	576.3	656.9	630.7	471.8	425.2	380.0
偿债能力						
净负债/股东权益	5.03%	30.13%	23.60%	28.24%	25.42%	13.31%
EBIT利息保障倍数	10.5	14.0	4.8	5.6	6.2	6.1
资产负债率	39.78%	51.44%	50.79%	50.02%	49.78%	47.33%

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	5	17	25	37	72
买入	1	5	9	15	30
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.17	1.21	1.24	1.26	1.29

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 2009-07-22	买入	7.16	8.59 ~ 8.59
2 2009-08-31	买入	6.04	7.82 ~ 7.82
3 2009-09-07	买入	6.49	7.82
4 2010-03-29	买入	6.34	7.42 ~ 8.88
5 2010-04-27	买入	5.93	7.97
6 2010-08-29	买入	5.11	6.38 ~ 6.38
7 2010-11-01	买入	5.36	N/A
8 2010-12-17	买入	5.74	7.12 ~ 7.12

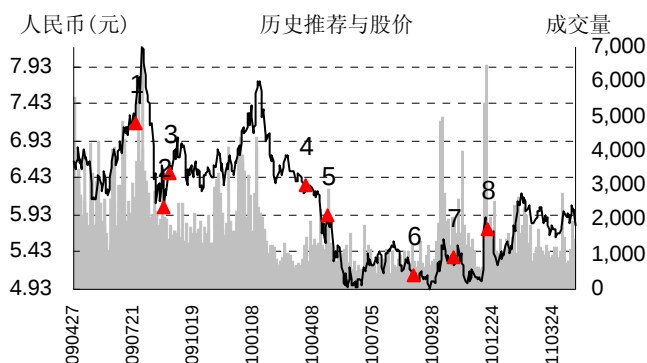
来源：国金证券研究所

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)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

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)-66215599-8792

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)-33089915

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 921 室