

业务稳步发展，酒店开业或成短期不确定因素

丽江旅游(002033.SZ)2007 年报点评

评级： **增持-A**

上次评级： 增持-A

目标价格： **32.00 元**

期限： 12 个月 上次预测： 38.00 元

现价： 25.98 元

报告日期： **2008-02-04**
报告关键点：

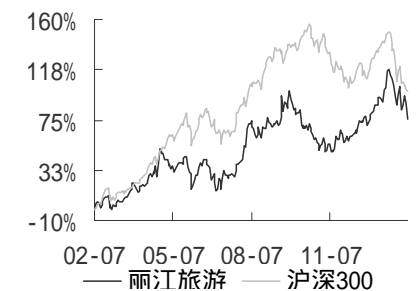
- 📖 公司2007年实现业绩情况符合我们的预期；
- 📖 接待游客增长低于区域增速，业务转型势在必行；
- 📖 论坛中心酒店10月开业，一次性开办费支出或成影响盈利的重大不确定因素。

报告摘要：

- **公司2007年实现业绩符合预期：**公司发布2007年报，实现主营业务收入1.54亿元，同比增长19.79%；全年共接待游客169.97万人次，较上年增加1.2万人次；实现净利润6678.29万元，同比增长41.38%；净利润实现较大幅度增长主要是由于从2007年起享受国家西部大开发税收政策减按15%的税率征收企业所得税所致，最终实现业绩情况与我们的预测基本一致；
- **接待游客增长低于区域增速，业务转型势在必行：**07年丽江地区共接待游客超过530.93万人次，连续第7年实现10%以上的增长，而公司目前经营的3条索道共接待游客169.97万人次，同比仅增长0.72%，为01年以来的最低增速（03年除外），我们认为，丽江地区丰富的旅游资源及其可达性的不断提高，使得地理位置较为优越的玉龙雪山景区逐渐丧失它原本具有的优势，并日益受到其他自然禀赋更为优越之景区的竞争威胁，因此，公司以丽江为基地建立以高端酒店住宿、会议娱乐为主要内容的业务转型势在必行；
- **世界论坛中心酒店计划10月开业，一次性开办费支出或成财务不确定因素：**世界论坛中心调整规划后，无论是投资规模，还是建设规格，均较原先有很大幅度的提升，凭借其临近古城的优越地理位置，良好的市场前景以及较高的销售定价是可以预期的，但首年很可能成为公司财务上的负担。根据现有会计准则，一次性开办费用保守估计在1500~2000万元左右，公司07年报亦将08年营业成本计划提高到5700万元，大幅上升的2700万元即是世界遗产论坛中心酒店今年开业所致，因此，我们在对世界论坛中心酒店未来经营状况予以乐观估计的同时，一次性开发费用的提取使得我们在对公司08年整体盈利状况进行预测时予以了保守估计；
- **盈利预测及投资评级：**根据公司07年报情况，我们调整公司未来几年的盈利预测，由于一次性巨额开办费支出的原因，下调2008年EPS预测至0.628元，对2009~2011年每股收益预测分别为0.882元、1.063元和1.183元；以2月5日27.23元的收盘价计算，2008~2011年的动态市盈率分别为43倍、31倍、26倍和23倍。公司目前的估值水平处于国内旅游上市公司的平均值附近，而08年由于论坛中心酒店开业导致盈利水平阶段性下滑可能成为投资的不确定因素之一；据此，我们仍旧维持对公司“增持-A”的投资评级，下调12个月目标价至32元。

市场数据

总市值(百万元)	2,580.41
流通市值(百万元)	1,335.65
总股本(百万股)	99.32
流通股本(百万股)	51.41
12 个月最高/最低	14.79/32.66 元
十大流通股东(%)	39.61%
股东户数	15,676

12 个月股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	7.82	35.32	(23.71)
绝对收益	(8.81)	18.86	75.24

研究员

毛峥嵘 首席行业分析师
021-68801196 maozr@essences.com.cn

苏慧 助理行业分析师

财务和估值数据摘要

利润表(百万元)	2006	2007	2008F	2009F	2010F
主营业务收入	121.7	154.3	186.8	250.6	279.5
Growth(%)	16.3%	26.8%	21.0%	34.1%	11.6%
净利润	43.0	66.8	62.4	87.6	105.5
Growth(%)	12.4%	55.2%	-6.6%	40.5%	20.5%
主营利润率(%)	78.3%	75.5%	66.9%	77.4%	78.1%
净利润率(%)	35.4%	43.3%	33.4%	35.0%	37.8%
每股收益(元)	0.43	0.67	0.63	0.88	1.06
每股净资产(元)	3.14	3.50	3.88	4.41	5.05
市盈率	62.84	40.50	43.37	30.87	25.63
市净率	8.68	7.77	7.02	6.17	5.39
净资产收益率(%)	15.0%	20.2%	16.5%	19.9%	20.7%
投资回报率(%)	46.1%	40.2%	27.4%	40.5%	42.0%
EV/EBITDA	29.42	25.49	26.42	19.43	16.20
股息收益率	0.73%	0.00%	0.92%	1.30%	1.56%

前期研究成果

丽江旅游：云杉坪索道提价“锦上添花”
2008-01-17

平稳发展一如既往，期待新的增长点
2007-08-20

1. 业绩符合预期

丽江旅游于2月2日发布2007年报,实现主营业务收入1.54亿元,同比增长19.79%;全年共接待游客169.97万人次,较上年增加1.2万人次;实现净利润6678.29万元,同比增长41.38%。公司净利润实现较大幅度增长主要是由于从2007年起享受国家西部大开发税收政策,减按15%的税率征收企业所得税,对公司今年的净利润产生较大影响。我们在1月17日对云杉坪提价公告的点评报告(见报告《云杉坪索道提价“锦上添花”-丽江旅游税费调整及索道提价点评》)中对07年盈利预测进行了相应调整,公司最终实现业绩情况与我们的预测(2007年EPS-0.69元)基本一致。

2. 主营业务分析

2.1. 接待游客增长低于区域增速,业务转型势在必行

公司所在地-丽江所处的滇西北地区是云南省旅游资源最为富集的地方之一。“中国香格里拉生态旅游区”、“三江并流区域”、“茶马古道”均是世界知名的精品旅游区。丽江则是“中国香格里拉生态旅游区”的中心和示范区。随着交通、通讯等基础设施的不断改善,丽江已经发展国内重要的旅游目的地,由此推动了丽江地区旅游产业的持续、快速发展。2007年,丽江地区共接待游客超过530.93万人次,这是自2001年以来连续第7年实现10%以上的增长(见图1)。公司目前主要经营玉龙雪山景区内的玉龙雪山、云杉坪和牦牛坪三条索道及其相关配套设施,07年共接待游客169.97万人次,同比仅增长0.72%(见图2),为2001年以来的最低增速(由于SARS2003年除外)。此间除了云杉坪大规模技改对游客人数增长产生不利影响的原因外,玉龙雪山景区07年总体接待游客人数同比出现下滑也对公司所属三条地处该景区内的索道经营也带来了一定的负面效应,而丽江其他风景区对玉龙雪山的竞争替代也日趋明显,这从全地区接待游客近几年稳步增长的发展态势就可见一斑(见图3)。

图1.丽江地区接待游客人数增长(1996~2007)

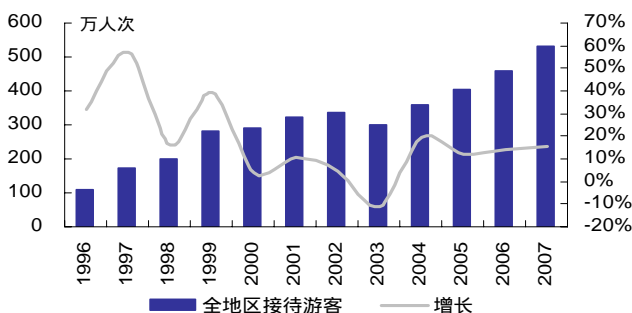
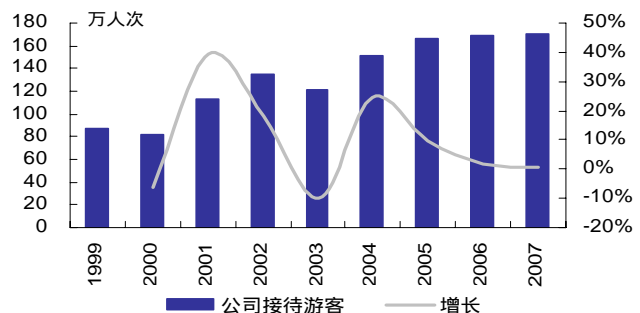
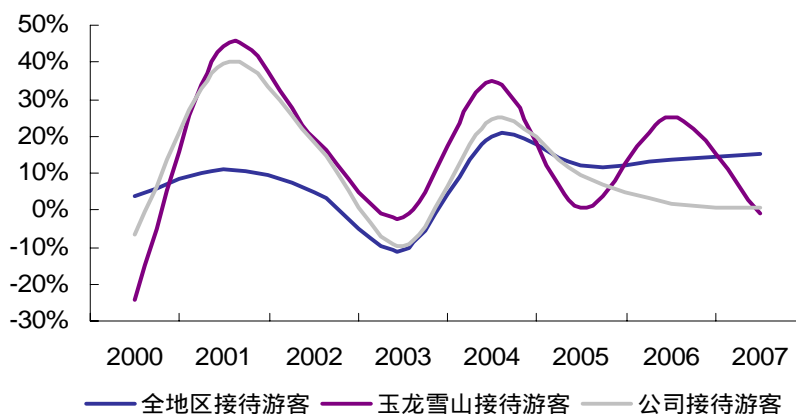


图2.公司接待游客人数增长(1999~2007)



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 3. 丽江地区、玉龙雪山及公司接待游客人数增长率对比(2000~2007)



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

对此，我们认为，丽江地区丰富的旅游资源及其可达性的不断提高，使得地理位置较为优越的玉龙雪山景区（距离丽江市最近）逐渐丧失它原本具有的优势，并日益受到其他自然禀赋更为优越之景区的竞争威胁，公司所属地处玉龙雪山景区内的 3 条索道接待游客人数的增长在未来总体低于地区发展速度的情况很可能会成为常态，因此，公司主营业务和资源重点的转型势在必行。无论从地理区位条件，还是旅游服务设施的完善程度来看，丽江城区越来越具备发展成为旅游集散地的条件，以此为基地建立以高端酒店住宿、会议娱乐为主要内容的旅游服务设施将具有良好的发展前景，这与我们 2008 年旅游行业投资策略的观点存在较好的契合。

2.2. 云杉坪索道将成 08 年增长点

云杉坪索道由于 07 年 11 月 10 日开始的技改停运，全年接待游客人数仅为 76.01 万人次，较上年同期下降 11.73%，收入、净利润同比分别下降了 3.11% 和 23.73%。2008 年，随着索道技改完成（预期在 08 年 1 月下旬完工），运力将得到大幅提高。与此同时，公司于 2008 年 1 月 17 日公告，经云南省发展和改革委员会审核批复，云杉坪索道的客运票价将进行调整，改造完成后的云杉坪索道客运单程票价将由现行每人每次 20 元调整为每人每次上行 30 元、下行 20 元。票价调整后，公司须将每人每次上行票价提高部分的 6 元、下行票价提高部分的 3 元上缴丽江市财政，专项用于丽江玉龙雪山景区旅游资源和生态环境的保护。新的云杉坪索道客运票价将自丽江云杉坪索道技改完工，并通过相关部门验收合格投入营运之日起执行。

鉴于云杉坪景区相对较近的地理位置，索道运力的大幅提高使得原本在旺季显得有些紧张的云杉坪索道可接待游客人数有望出现较大幅度的增长，与此同时提高的索价票价将促使云杉坪索道营收的增长更为显著。我们预测，08 年云杉坪索道接待游客人数将达到 98.81 万人次，同比增长 30%（见图 4），而随着票价水平的上升人均 ARPU 值水平也将有所提升，收入将实现近 50% 的增长（见图 5）。相较 07 年的水平，云杉坪索道由此将成为公司 08 年的增长点。

图 4.云杉坪索道接待游客人数及其增长(1999~2011F)

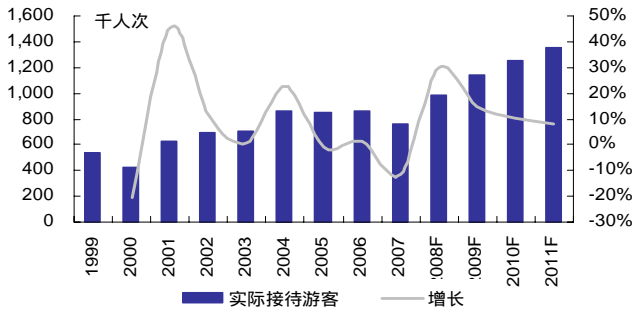
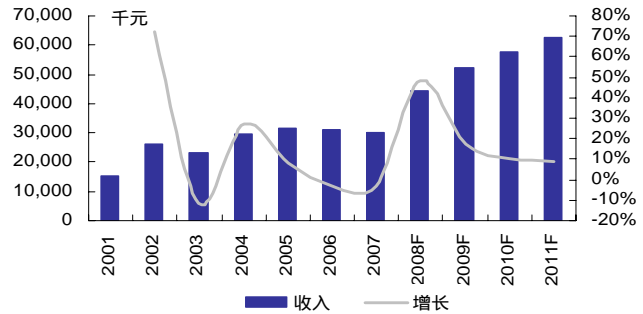


图 5.云杉坪索道实现收入及其增长(1999~2011F)

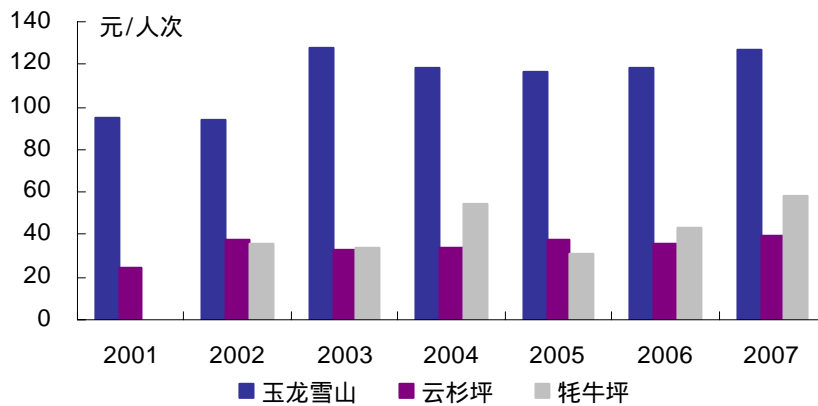


数据来源：公司资料，安信证券研究中心

2.3. 索道 ARPU 稳步提升，牦牛坪数据值得商榷

索道经营属于十分传统的景区经营业务，其营收趋势与游客人数及人均收入贡献（ARPU）密切相关。近几年随着游客结构的变化（散客、会奖游客比例不断提高），索道 ARPU 稳步提升，2007 年玉龙雪山、云杉坪、牦牛坪索道 ARPU 分别达到 126.5 元、39.4 元和 58.3 元，较上年均有较为明显的提升（见图 6）。然而，值得关注的是，牦牛坪距离丽江城区较远，山路难行，且索道运营负荷率一直处于较低的水平。按照索道的设计运力，07 年的负荷率仅为 18.51%，在此情况下实现的 ARPU 水平较上下行 60 元/人次的全票价格仅有 2.85% 的扣率，以经验来看，牦牛坪的这一数据似乎就值得商榷。

图 6.玉龙雪山、云杉坪、牦牛坪索道 ARPU 变化(2001~2007)



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

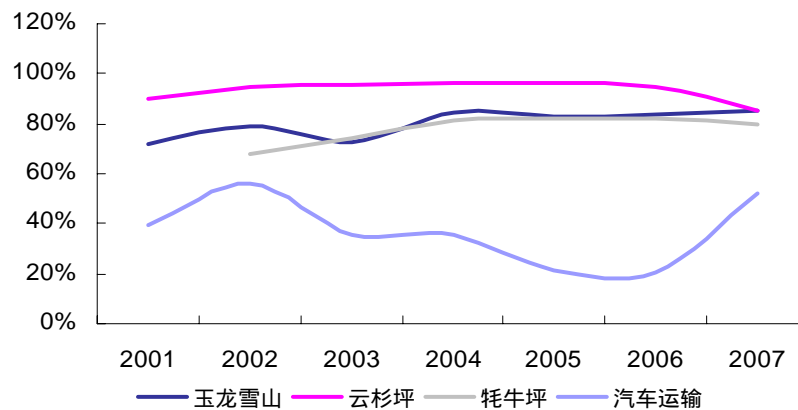
3. 财务分析

3.1. 毛利率 - 汽车运输业务“逆市上扬”

由于业务的特点，索道业务正常运行后毛利率相对稳定。尽管云杉坪 07 年 11 月开始停车技改，毛利率有所下降，但仍应保持在 85% 以上的水平。然而，让我们颇感意外的是汽车运输毛利率由 06 年 20.85% 大幅上升至 52.3%。公司的汽车运输业务主要是玉龙雪山索道从迎客大厅到索道下部站游客往返接送，近几年受成品油价格持续上涨的影响，在 2006 年之前的 5 年间保持了震荡下行的趋势，但在 2007 年成品油维持

高位甚至有所上涨的情况下，此项业务毛利率却提高 31 个百分点（见图 7），需要我们对其中原因做进一步的了解。

图 7. 公司各项主营业务毛利率变化(2001~2007)



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

3.2. 酒店开业或成短期不确定因素

公司 IPO 时确定的三个募股资金项目 - 世界遗产论坛中心（五星级酒店）、古城艺术风情休闲区和古城南入口旅游服务区主要由于征地方面的原因均进行了变更。艺术风情区和旅游服务区的建设从目前来看已被无限期地推后，目前已完成征地的 76.4 亩土地及所有募股资金将全部用于世界遗产论坛中心的建设（原规划占地 45 亩）。世界遗产论坛中心项目将由原先的占地 45 亩、总建筑面积 18,000 平方米、200 个客房以及总投资 9,700 万元的规划，变更为计划用地 76.4 亩、总建筑面积 41,795 平方米（其中地下建筑面积为 11,120 平方米），客房数为 277 间（套），总投资达到 32,282 万元。从以上数据及其相应比例关系的变化我们可以看到，世界论坛中心调整规划后，无论是投资规模，还是建设规格，均较原先有很大幅度的提升。以本人稍嫌“悠久”的调研经验来看，计划于今年 10 月建成试运行的世界遗产论坛中心酒店无疑将是丽江地区最高档的五星级酒店之一，而凭借其临近古城的优越地理位置，良好的市场前景以及较高的销售定价应是可以预期的。我们对该项目前景始终持较为乐观的态度。

然而，世界遗产论坛中心运营首年很可能会成为公司财务上的负担。高端酒店开业往往需要支付高昂的开办费用，而根据现有会计准则，这部分费用需要在今年一次性计入，保守估计需要在 1500~2000 万元左右。公司在 07 年报公布的 2008 年经营计划中，规划营业成本将达到 5700 万元，较 07 年实际水平大幅上升 2700 万元，这主要是由于世界遗产论坛中心酒店今年开业所致。因此，我们在对世界论坛中心酒店未来经营状况予以乐观估计（见表 1）的同时，一次性开发费用的提取使得我们在对公司 08 年整体盈利状况进行预测时予以了保守估计（见表 2）。

表 1.世界遗产论坛中心酒店经营估测(2008F~2015F)

	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
营业收入	6,663.8	48,867.8	60,378.0	65,964.8	72,695.9	78,619.2	82,792.5	84,919.6
客房收入	4,936.1	36,198.4	44,724.4	48,862.8	53,848.8	58,236.5	61,327.8	62,903.4
房间数(间)	277	277	277	277	277	277	277	277
平均房价(元/天.间)	660	660	690	700	720	730	750	760
入住率	30.0%	55.0%	65.0%	70.0%	75.0%	80.0%	82.0%	83.0%
餐饮收入	987.2	7,239.7	8,944.9	9,772.6	10,769.8	11,647.3	12,265.6	12,580.7
比例	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
会议、娱乐、商品销售收入	740.4	5,429.8	6,708.7	7,329.4	8,077.3	8,735.5	9,199.2	9,435.5
比例	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
毛利率	78.0%	83.5%	85.5%	86.5%	87.0%	87.5%	88.0%	88.5%

数据来源：安信证券研究中心

表 2.丽江旅游盈利预测(2006~2011F)

千元	2006	2007	2008F	2009F	2010F	2011F
营业收入	128,845.0	154,339.0	186,789.8	250,551.4	279,546.3	298,142.3
索道运输	116,467.0	136,648.0	160,235.4	179,721.0	195,423.7	207,252.7
玉龙雪山	78,502.0	96,374.0	107,901.0	118,950.9	128,696.8	134,697.2
云杉坪	30,876.0	29,916.0	44,465.9	52,272.1	57,499.3	62,774.2
牦牛坪	7,089.0	10,358.0	7,868.6	8,498.0	9,227.6	9,781.3
汽车运输	5,246.0	6,241.0	6,942.5	7,569.6	8,043.6	8,357.1
酒店经营			6,663.8	48,867.8	60,378.0	65,964.8
其他业务	7,132.0	11,450.0	12,948.1	14,393.1	15,701.0	16,567.8
营业成本	22,523.0	29,526.6	51,914.4	43,217.2	46,249.4	47,866.9
索道运输	15,678.0	20,679.0	20,619.3	22,341.1	23,841.2	24,905.5
汽车运输	4,152.0	2,983.0	5,484.5	5,904.3	6,274.0	6,435.0
酒店经营			19,466.0	8,063.2	8,754.8	8,905.2
其他业务	2,693.0	5,864.6	6,344.6	6,908.7	7,379.5	7,621.2
营业税金及附加	6,539.8	8,251.0	9,993.3	13,404.5	14,955.7	15,950.6
营业税金及附加比率	5.08%	5.35%	5.35%	5.35%	5.35%	5.35%
营业费用	5,774.4	9,141.8	11,394.2	22,549.6	22,922.8	23,255.1
营业费用率	4.48%	5.92%	6.10%	9.00%	8.20%	7.80%
管理费用	17,823.3	25,848.3	35,116.5	62,637.9	64,295.6	67,082.0
管理费用率	13.83%	16.75%	18.80%	25.00%	23.00%	22.50%
财务费用	-1,851.7	-355.3	2,041.1	1,446.3	481.8	-1,216.1
资产减值损失	0.0	85.8	0.0	0.0	0.0	0.0
其他经营收益						
公允价值变动净收益	0.0	(2,698.7)	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	(3,207.7)	10,398.3	2,000.0	1,500.0	0.0	0.0
营业利润	74,828.5	89,540.5	78,330.3	108,795.9	130,640.8	145,203.8
营业外收入	48.8	496.6	500.0	500.0	500.0	500.0
减：营业外支出	1,777.3	3,551.3	2,000.0	1,500.0	1,500.0	1,500.0
利润总额	72,744.8	86,485.7	76,830.3	107,795.9	129,640.8	144,203.8
所得税	22,679.7	14,942.6	13,445.3	18,864.3	22,687.1	25,235.7
实际所得税率	31.18%	17.28%	17.50%	17.50%	17.50%	17.50%
加：净利润差额(平衡项)	(1,072.3)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	48,992.7	71,543.1	63,385.0	88,931.6	106,953.7	118,968.1
减：少数股东损益	5,954.4	4,760.5	1,000.0	1,300.0	1,400.0	1,500.0
归属于母公司所有者的利润	43,038.3	66,782.6	62,385.0	87,631.6	105,553.7	117,468.1
增长	12.35%	55.17%	-6.58%	40.47%	20.45%	11.29%
净利润率	33.40%	43.27%	33.40%	34.98%	37.76%	39.40%
每股收益	0.433	0.672	0.628	0.882	1.063	1.183

数据来源：安信证券研究中心

4. 盈利预测及投资评级

根据公司 2007 年报的情况，我们调整公司未来几年的盈利预测，由于一次性巨额开放费支出的原因，下调 2008 年 EPS 预测至 0.628 元，对 2009~2011 年每股收益预测分别为 0.882 元、1.063 元和 1.183 元。以 2 月 5 日 27.23 元的收盘价计算，2008~2011 年的动态市盈率分别为 43 倍、31 倍、26 倍和 23 倍。根据我们的预测，公司目前的估值水平处于国内旅游上市公司的平均值附近，而 08 年由于论坛中心酒店开业导致盈利水平阶段性下滑可能成为投资的不确定因素之一。据此，我们仍旧维持对公司“增持-A”的投资评级，下调 12 个月目标价至 32 元。

财务报表预测和估值数据汇总

模型更新时间 2008-02-11

财务报表(百万元)						模型更新时间					
	2006	2007	2008F	2009F	2010F	2006	2007	2008F	2009F	2010F	
利润表(百万元)	2006	2007	2008F	2009F	2010F	财务指标	2006	2007	2008F	2009F	2010F
主营业务收入	121.7	154.3	186.8	250.6	279.5	销售利润率					
减:主营业务成本	19.8	29.5	51.9	43.2	46.2	主营业务利润率	78.3%	75.5%	66.9%	77.4%	78.1%
减:营业税金	6.5	8.3	10.0	13.4	15.0	EBITDA Margin	69.2%	67.1%	51.1%	51.6%	54.5%
主营业务利润	95.3	116.6	124.9	193.9	218.3	EBIT Margin	59.7%	59.6%	43.0%	44.0%	46.9%
加:其他业务利润	4.1	-	-	-	-	NOPLAT Margin	40.2%	47.8%	35.5%	36.3%	38.7%
减:营业费用	5.8	9.1	11.4	22.5	22.9	净利润率	35.4%	43.3%	33.4%	35.0%	37.8%
减:管理费用	17.8	25.8	35.1	62.6	64.3	投资资本效率					
减:财务费用	-1.9	-0.4	2.1	1.5	0.5	固定资产周转率	1.77	1.98	1.43	1.29	1.29
营业利润	77.7	81.8	76.3	107.3	130.6	流动资金周转率	10.01	-5.17	-6.89	-241.91	26.90
加:投资收益	-3.2	10.4	2.0	1.5	-	流动资产周转率	0.55	0.89	1.14	1.28	1.11
加:非经常性损益	-1.7	-3.1	-1.5	-1.0	-1.0	应收帐款周转率	23.32	29.60	28.22	26.47	25.76
利润总额	72.7	86.5	76.8	107.8	129.6	存货周转率	52.49	102.05	85.76	31.54	21.09
减:所得税	22.7	14.9	13.4	18.9	22.7	总资产周转率	0.33	0.35	0.37	0.44	0.44
净利润	43.0	66.8	62.4	87.6	105.5	投资资本周转率	1.15	0.84	0.77	1.12	1.09
资产负债表(百万元)	2006	2007	2008F	2009F	2010F	投资回报率					
货币资金	155.5	142.1	111.8	134.3	202.4	ROE	15.0%	20.2%	16.5%	19.9%	20.7%
应收帐款	5.6	4.8	8.4	10.5	11.2	ROA	12.7%	15.2%	12.4%	15.1%	16.5%
应收票据	-	-	-	-	-	ROIC(税前)	68.4%	50.1%	33.2%	49.1%	50.9%
存货	2.0	1.0	3.4	12.5	14.0	ROIC(税后)	46.1%	40.2%	27.4%	40.5%	42.0%
其他流动资产	29.2	4.9	41.1	50.1	50.3	增长率					
固定资产净额	70.4	85.5	175.6	213.0	220.8	主营收入增长率	16.3%	26.8%	21.0%	34.1%	11.6%
在建工程	96.0	-	155.0	140.0	120.0	主营利润增长率	15.3%	22.3%	21.0%	55.3%	12.6%
其他固定资产	-	213.0	-	-	-	EBITDA 增长率	16.8%	23.0%	-7.9%	35.7%	17.8%
其他资产	23.5	34.3	29.9	32.6	28.0	EBIT 增长率	17.0%	26.6%	-12.6%	37.2%	18.9%
资产总额	384.8	485.6	534.8	603.0	656.7	NOPLAT 增长率	7.9%	50.8%	-10.1%	37.2%	18.9%
短期债务	-	45.0	56.0	50.1	50.3	净利润增长率	12.4%	55.2%	-6.6%	40.5%	20.5%
应付帐款	0.4	4.7	1.0	0.9	0.9	投资资本增长率	-34.3%	236.1%	-28.9%	23.1%	8.0%
应付票据	-	-	-	-	-	财务杠杆					
其他流动负债	58.4	71.3	74.7	95.2	83.9	资产负债率	15.3%	24.9%	24.6%	24.2%	20.6%
长期负债合计	-	-	-	-	-	负债权益比	18.8%	34.8%	34.2%	33.4%	26.9%
其他债务	-	-	-	-	-	净负债权益比	49.9%	27.9%	14.5%	19.2%	30.3%
负债总额	58.7	121.1	131.8	146.2	135.1	流动比率	3.32	1.26	1.32	1.49	2.13
少数股东权益	14.4	16.5	17.5	18.8	20.2	速动比率	3.28	1.25	1.30	1.40	2.03
股本	99.3	99.3	99.3	99.3	99.3	分红指标	2006	2007	2008F	2009F	2010F
留存收益	212.4	248.8	286.2	338.7	402.1	DPS(元)	0.20	0.00	0.25	0.35	0.43
股东权益	311.7	348.1	385.5	438.1	501.4	分红比率	46.2%	0.0%	40.0%	40.0%	40.0%
负债与股东权益	384.8	485.6	534.8	603.0	656.7	股息收益率	0.73%	0.00%	0.92%	1.30%	1.56%
现金流量表(百万元)	2006	2007	2008F	2009F	2010F	业绩和估值指标	2006	2007	2008F	2009F	2010F
EBIT	72.6	92.0	80.4	110.2	131.1	EBITDA	84.2	103.5	95.4	129.4	152.5
减:EBIT 的税赋	22.6	15.4	14.1	19.3	22.9	EBIT	72.6	92.0	80.4	110.2	131.1
NOPLAT	50.0	76.6	66.3	91.0	108.2	NOPLAT	48.9	73.8	66.3	91.0	108.2
加:折旧	11.6	11.6	15.0	19.2	21.4	净利润	43.0	66.8	62.4	87.6	105.5
减:营运资本变动	(43.9)	(40.2)	45.8	6.4	16.5	EPS(元)	0.43	0.67	0.63	0.88	1.06
经营活动现金流	105.4	128.3	35.6	103.7	113.0	BVPS(元)	3.14	3.50	3.88	4.41	5.05
资本支出	(14.9)	(26.6)	(105.1)	(56.5)	(29.2)	PE(X)	62.84	40.50	43.37	30.87	25.63
其他净资产变动	3.3	(223.8)	217.5	(2.7)	4.6	PB(X)	8.68	7.77	7.02	6.17	5.39
投资活动现金流	(11.5)	(250.5)	112.4	(59.2)	(24.6)	CAGR	26.7%	16.5%	23.5%		
营运自由现金流	93.9	(122.2)	147.9	44.5	88.4	PEG	2.35	2.46	1.85		
税后财务费用	1.3	0.3	(1.7)	(1.2)	(0.4)	EV/EBITDA	29.42	25.49	26.42	19.43	16.20
付息债务变动	-	45.0	11.0	(5.9)	0.2	EV/EBIT	34.11	28.70	31.36	22.81	18.84
股东权益变动	23.2	36.4	37.4	52.6	63.3	EV/NOPLAT	50.65	35.78	38.01	27.64	22.84
红利	(19.9)	-	(24.9)	(35.0)	(42.2)	EV/IC	29.44	9.33	12.52	10.15	9.24
少数股东权益变动	6.0	4.8	1.0	1.3	1.4	ROIC/WACC	4.89	11.23	3.00	5.79	5.60
融资活动现金流	(18.7)	67.3	(1.1)	28.2	87.5	REP	6.02	0.83	4.17	1.75	1.65

资料来源:安信证券研究所 Wind.NET 资讯

作者简介

毛峥嵘

安信证券传媒、旅游行业首席分析师，毕业于华东师范大学国际金融系，上海财经大学数量经济专业研究生，近十年证券市场投资、研究经历。在 2004 年 6 月至 2007 年 4 月间，就职于光大证券研究所研究所，在 2006、2007 年度《新财富》最佳分析师评选中传媒、旅游行业均获入围。2007 年 5 月加盟安信证券研究所。

苏慧，传媒、旅游行业研究员；毕业于上海财经大学，金融学学士；1 年证券研究经验，曾为天相投顾策略研究助理，后担任酒店旅游行业研究员；2007 年 10 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究所撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究所所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为安信证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究所对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

梁涛

021-68801216

李国瑞

021-68801229

马正南

010-58331112

何诗钊

0755-23982979

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

ligr@essences.com.cn

北京联系人

mazn@essences.com.cn

深圳联系人

hesz2@essences.com.cn

张勤

021-68801217

李昕

010-58331156

潘琳

0755-23982944

李瑾

0755-23982931

上海联系人

zhangqin@essences.com.cn

北京联系人

lixin@essences.com.cn

深圳联系人

panlin@essences.com.cn

深圳联系人

lijin@essences.com.cn

安信证券研究所

上海

上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 2008 室

邮编：200120

电话：021-68801200

北京

北京市西城区金融大街 28 号院盈泰中心二号楼三层

邮编：100032

电话：010-66578819

深圳

深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 35 层

邮编：518026

电话：0755-82825555