

世博受益符合预期

研究结论

- **经济型酒店行业受益于国内旅游业的快速增长。**从近期对主要经济型酒店品牌的调研来看,全国市场的情况有不同程度的好转,入住率和房价均有一定幅度提升,如入住率均达 90%以上,平均房价包括成熟店房价也出现上升势头,这是近年行业面临的最好的发展形势。我们认为国内旅游及国内商务市场的快速恢复性增长及消费向网络化和品牌化的趋势性变化是造成当前这种良好发展形势的主要原因。展望未来 2-3 年,国内旅游有望出现持续快速增长,为经济型酒店行业创造了良好的市场环境,另外酒店业的结构调整使得经济型酒店行业受益。我们预计未来的 3-5 年行业的发展将再次加速,全国性品牌将形成,前景看好。
- **未来 3-5 年,锦江之星将发展至千家门店。**至 2010 年 4 月末,锦江之星开业店数预计在 361 家,至 10 年底预计在 400 家以上,未来三到五年,公司将同时发展锦江之星、百时和高端客户品牌,锦江之星将以年 100-120 家店的速度发展,百时品牌未来 3-5 年将发展到 300-500 家。由此多品牌全方位进行国内二三线城市,全国性网络基本形成。值得一提的是,此次资产重组完成后,上市公司 30 多亿的可供出售和现金资产,为锦江之星的发展奠定了良好的发展基础,可能的收购和兼并等将开店速度进一步提高,有助于锦江之星真正成为国内经济型酒店的龙头品牌。
- 正如我们之前在锦江股份的世博弹性分析报告的指出,经济型酒店是世博会召开期间上海服务业中最大的受益者,而锦江之星由于在上海的门店数较多,占比较大,有望成为世博最大的受益者之一。从 5 月份行业及公司的调研情况来看, **公司世博受益情况符合预期。**保守估计,世博会期间的新增收入 5516 万元,新增净利润 3309 万元,影响每股收益 0.05 元。考虑到 5 月可能是世博接待人次最低的月份,我们谨慎得将世博未来 5 个月的收入较 5 月份小幅提升 10%,则世博半年的新增收入为 6790 万元,新增净利润 4074 万元,折合每股收益 0.07 元。
- **维持增持评级,目标价 26.6 元。**目前股价,总市值近 120 亿,给予 20 倍 PE 予肯德基则 28 亿,近 25 亿的长江证券和现金,剩余近 67 亿市值。这部分市值包括锦江之星、吉野家、新亚大包等连锁餐饮业务,另外锦江之星有 29 家自有物业。即使不考虑其他连锁餐饮业务,这 67 亿市值与目前 105 亿的如家和 40 亿的七天,57 亿的汉庭相比,也存在明显低估。综合考虑当前门店规模、系统、管理、网络和品牌影响力等,我们维持增持评级,目标价 26.6 元。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨春燕

旅游/轻工行业资深分析师

8621-63325888 × 6080

yangy@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860200010015

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2010 年 6 月 4 日)	20.7 元
目标价格	26.6 元
总股本/A 股 (万股)	60324/44724
A 股市场	125 亿元
国家/地区	中国
行业	旅游
报告日期	2010 年 6 月 7 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	9.83%	-32.18%	17.61%
相对表现 (%)	14.61%	-13.05%	26.18%

资料来源: WIND

财务预测

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入 (百万)	783	1624	1777	2015
营业利润 (百万)	329	475	507	548
净利润 (百万)	281	358	382	413
EBITDA (百万)	383	557	580	612
每股收益 (元)	0.47	0.59	0.63	0.69
净资产收益率	7.2%	8.8%	9.2%	9.7%
每股经营现金流 (元)	0.09	0.04	0.58	0.33
市盈率 (倍)	45.1	35.4	33.2	30.7

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突,不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

锦江之星回归 A 股

根据公告，公司于 2010 年 5 月 13 日收到中国证券监督管理委员会《关于核准上海锦江国际酒店发展股份有限公司重大资产重组方案的批复》。由此锦江之星回归 A 股的相关审批程序全部结束，根据进程，6 月 1 日开始锦江之星将正式进入上市公司。未来上市公司将成为主要的收入和利润来源，初步估计收入占比将在 90%以上。

重组后公司主要资产包括锦江之星、连锁餐饮和可供出售金融资产等三大类资产，从集团定位来看，AB 股的上市公司是锦江之星发展的主平台，未来连锁餐饮业务除了提供部分现金流外，如果难有更大发展不排除退出上市公司，而帐面近 20 多亿的可供出售金融资产可供锦江之星未来 3-4 年的发展。总体来看，重组后的上市公司将为锦江之星的提供了非常好的发展平台。

我们认为，此次重大资产重组对上市公司是重大利好，重组后，公司主营将进入国内最具吸引力的经济型酒店行业，实现从以上海为主的高星级酒店的投资和管理业务向锦江之星为主的投资和管理业务的过渡，从一家业绩稳定的分红型公司转变为一家快速成长型公司。

表 1：公司主要资产

	序号	资产名称	权益比例
经济型酒店	1	锦江之星旅馆有限公司	91.2%
	2	上海锦江国际旅馆投资有限公司	100.0%
连锁餐饮	3	上海肯德基	42.0%
	4	苏锡杭肯德基	8.0%
	5	新亚大家乐	75.0%
	6	上海吉野家	42.8%
	7	上海静安面包房	30.0%
	8	锦江同乐	51.0%
可供出售金融资产	9	长江证券	6.0%

资料来源：公司公告

经济型酒店：受益于国内旅游业的快速增长

中国旅游业正行于黄金发展期

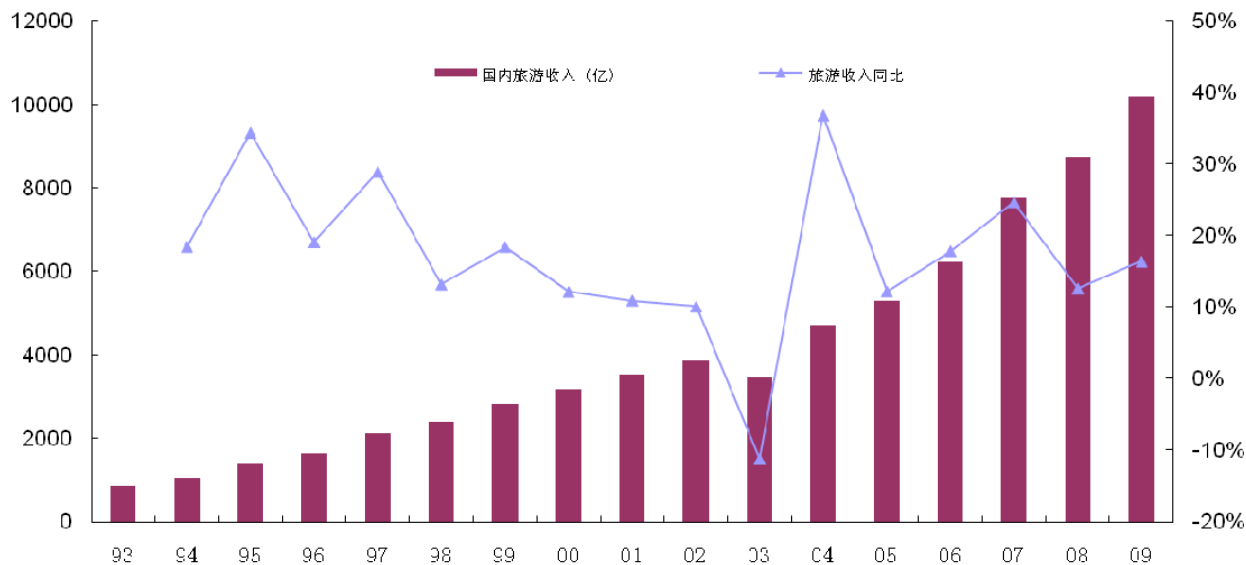
从国际经验来看人均 GDP 达到 1000 美元，旅游消费进入启动期，国内旅游日益兴旺；达到 3000 美元，出境旅游开始兴旺；达到 5000 美元，旅游成为人们生活中的必需品。从中国现状看，改革开放 30 年的积累，使得中国社会整体已处于大众消费加速增长期。

从最新的统计数据看，2009 年我国人均 GDP 是 3640 美元左右，全国有 10 省区人均 GDP 达 4000 美元以上，即达到中等发达国家水平，而上海、北京人均 GDP 更是超过 1 万美元，从这一点来看，当前全国观光游需求正处于快速增长期，部分一线城市和地区休闲旅游需求出现爆发式增长。经过 08-09 年压抑的旅游需求正随着经济的复苏而出现快速的增长，我们预计 10-11 年行业平均增速有望达到 15-20%，快于过去 80 年代以来平均 12%的水平。

2010 年国内旅游业加快复苏迹象明显。2010 年春节旅游消费强劲增长。统计来看，今年春节黄金周期间，全国共接待游客 1.25 亿人次，比上年春节黄金周增长 14.8%；实现旅游收入 646.2 亿元

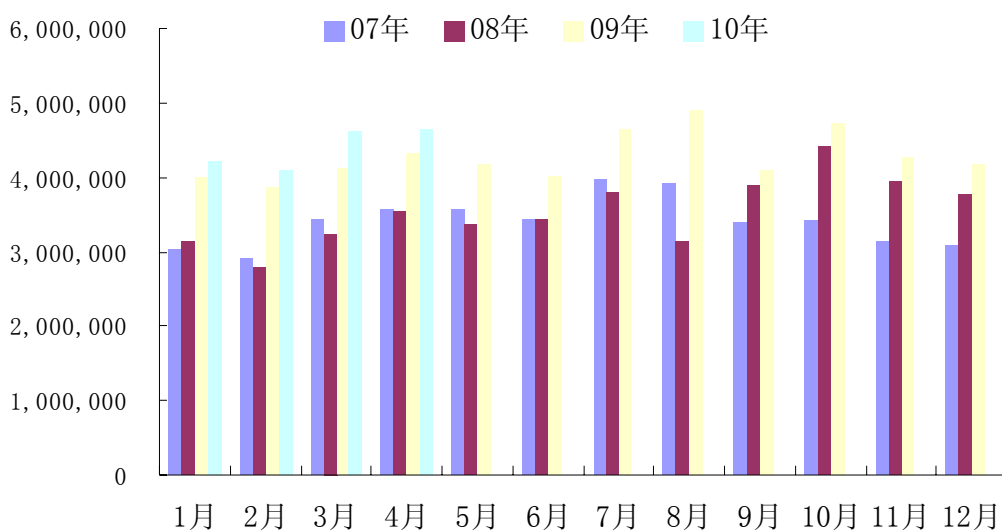
比上年同期增长 26.9%。春节黄金周期间，39 个重点旅游城市监测的 176 家商业企业，共实现销售收入 73.1 亿元，比上年同期增长 21.8%；监测的 173 家餐饮企业，共实现营业收入 3.9 亿元，比上年同期增长 12.7%。从五一小长假来看，北京、上海、重庆、杭州、厦门、广州、武汉、长沙、洛阳、三亚、桂林、西安、丽江等 13 个重点跟踪城市共接待游客 2544.8 万人，同比增长 23.3%，旅游收入同比增长 24.7%，其中，23.3% 的游客增速与历年重点城市游客量增速对比，处于较高水平。

图 1：国内旅游业持续快速增长



资料来源：国家旅游局

图 2：首都机场国内航线吞吐量快速上升



资料来源：东方证券研究所

经济型酒店是国内旅游业增长最大受益者

国内经济型酒店的市场空间来自于两方面，一是客源市场的持续快速增长；二是受益于国内酒店业结构性调整。

中国的经济型酒店定位于中小型商务市场和国内个人旅游市场，合理均衡的市场结构保证了酒店全年的高出租率和单店的盈利性。如，商务市场主要在周一到周五，而周末和节假日则主要由个人旅游市场占主体。快速恢复中的商务市场和国内个人游市场为经济型酒店行业创造了巨大的发展空间。从酒店业的结构来看，当前经济型酒店的占比仍较低，预计仅为10%，与欧美等发达国家50%以上的比重相比，空间仍较大。

从我们对主要经济型酒店品牌的调研和跟踪来看，当前在行业规模快速扩张中，单店效益出现明显增长。如，锦江之星：2010年一季度锦江之星REVPAR是133，同比增长4.7%，4月达160，同比增长8.1%，5月预计同比增长近15%；如家：一季度平均房价159元，较去年同期上升1元，其中18个月以上老店平均房价162元，同比上升3元。平均入住率是90.5%，而去年同期是82.6%。4-5月这种增长趋势仍得以保持，房价上涨近3-5%，入住率在前期高位的基础上再次上升。

我们认为，在行业规模快速扩张，向三四线城市布点从而拉低平均房价的基础上，主要品牌仍能取得90%以上的入住率，平均房价尤其是成熟店房价出现上升势头，正是国内游市场快速恢复的体现。当前正处于国内旅游业快速恢复期，预计未来二年行业增速有望达到15-20%，而服务于国内游业务，且具备快速扩张能力的经济型酒店行业有望成为最大的受益者。

酒店业结构性失衡为经济型酒店创造了巨大的发展空间

截止08年底，国内有30万住宿场所，星级酒店1.4万家，其中五星级酒店432家，四星级1821家，其余为三星级及以下酒店，考虑全国近2805家经济型酒店，低星级酒店占到08年市场供应量的近70%。由于在规范、单体、服务、网络上的缺失，低星级酒店整体服务水平较差，客户满意度低。新建的经济型酒店以3-4星级酒店客房的优势能较好的满足这部分需求。酒店行业结构性问题为行业创造的空间非常大。

表 2：2008 年国内住宿业供给情况

2008年	饭店数	占比	客房数 万间	占比
星级酒店合计	14099	83.4%	159.14	83.6%
五星级	432	2.6%	15.69	8.2%
四星级	1821	10.8%	36.96	19.4%
三星级	5712	33.8%	64.7	34.0%
二星级	5616	33.2%	39.15	20.6%
一星级	518	3.1%	2.64	1.4%
经济型酒店	2805	16.6%	31.293	16.4%
合计	16904	100.0%	190.433	100.0%

资料来源：国家旅游局，中国经济型酒店网

当前正处于行业核心品牌形成阶段

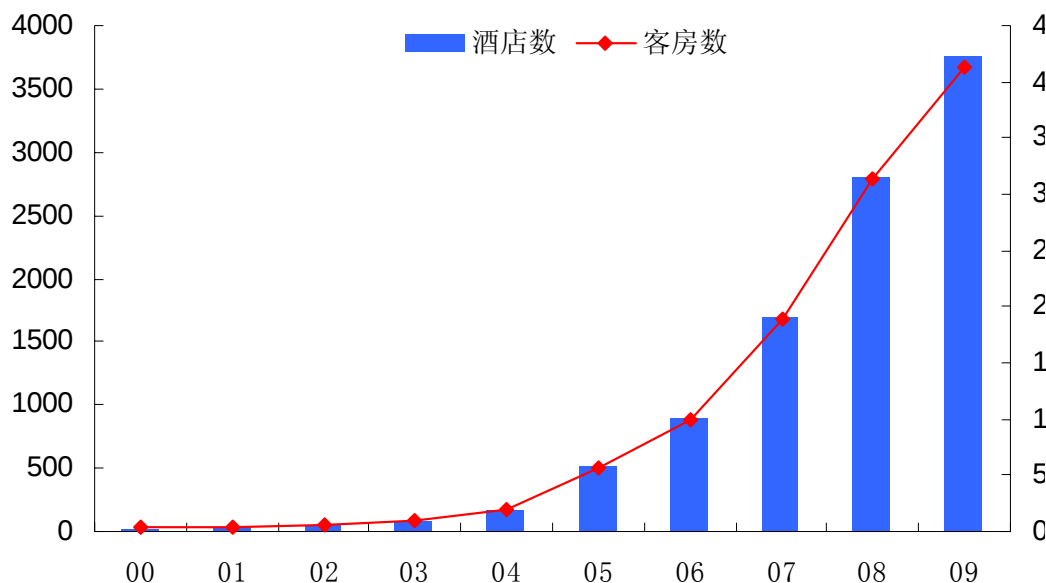
经过近几年的快速发展，经济型酒店行业初具规模，主要品牌正在形成中。从行业的发展来看，1997年第一家锦江之星开业标志着国内经济型酒店的开端，行业真正进入快速发展阶段是02年至今的几

年。截止09年底，我国经济型酒店总数已达到3757家，与去年同期相比增加了952家，同比增长33.94%，客房总数达到412840间，与去年同期相比增加了99910间，同比增长31.93%。

从酒店品牌来看，截止09年底，全国性品牌门店数超过百家的仅7家，分别是如家（621家）、锦江之星（333）、莫泰168（191）、七天连锁（330）、汉庭快捷（238）、格林豪泰（171）、速8（129），目前行业前七位的集中度已经从过去35—40%，发展到目前的60—62%。与全球经济型酒店巨头动辄二三千家店相比，国内主要品牌仍处于起步阶段，仅如家和锦江之星较具有一定的规模优势。值得一提的是，主要品牌自10年开始均制订了加速发展的计划，如如家今明两年的年开店数将达180—200家，七天最新的计划是2010年开店将达260家，锦江之星也将增速大幅提高。虽然这些新增店将以加盟为主，但主要品牌规模的迅速提高和管理系统的提升等将促使行业在未来3—5年内出现3—5个全国性的品牌，其规模均将在千家店以上，将更程度的受益于国内旅游业的发展。

我们认为，随着全国性品牌的陆续形成，品牌、客源、管理等系统将日趋成熟，品牌价值将逐步体现。加盟店数量的快速增长将使未来几年，主要品牌的获利能力大幅提高，品牌价值将逐步体现在经济效益上。

图 3： 国内经济型酒店规模变化情况



资料来源：东方证券研究所

3. 未来三年将发展至千家门店

根据公司规划，“锦江之星”2010年门店总数将达600家，其中开业门店将达400家，未来3—5年门店总数将达1000家。当前国内旅游及商务市场的快速恢复性增长为锦江之星的发展提供了较好的发展环境，另外，金融危机及行业竞争的加剧使得主要品牌发展受限为“锦江之星”大规模进行收购和兼并提供较好的机遇。借助此次重大资产重组的成功实施，未来公司将加快发展速度，成为真正

意义上的国内一线品牌。

多品牌齐头并进战略

从品牌来看，锦江之星定位于200元一线，是当前公司的主打品牌，未来公司将向上向下延伸，分别发展更为高端的商务型/特色品牌（品牌名称未定）和便捷型的百时品牌。截止2010年4月末，锦江之星开业酒店361家，筹建期酒店119家，合计有480家酒店。其中自营门店开业数132家，筹建数28家，合计160家，占到总数的33%。

从最新调研了解到，2010年开始公司的发展速度将明显加快，锦江之星将从之前年80—100家店提速至100—120家店，甚至可能出现超预期的增长的可能；百时年内新店数将达50家；高端品牌样板店将在年内开业。

锦江之星：经营理念上偏重消费者感受

从调研来看，有别于其他品牌，锦江之星在经营理念上更偏重于消费者感受。有限服务、突出的客房和早餐优势等是经济型酒店知名品牌的共有优势，但出于理念的不同和成本的控制，会造成投资方面的巨大差异，如锦江之星的投资大于其他品牌，部分原因是由于在环保材料等方面的重视。

锦江之星产品特色：服务设施有限，但服务品质良好；简约时尚、便捷舒适、经济实惠、品质上乘；突出客房和餐厅功能。如，酒店物业均进行加固处理，使用四星级的安睡宝、24小时热水供，部分物业配锦江大厨。未来几年，锦江之星将以年100—120家店的速度增长，其中70%是加盟店。

百时：定位于中低端市场

从目标客源来看，百时品牌定位于：18—30岁年龄段，以学生、背包族、中小企业商务人士、年轻白领、部分工薪族自助旅游人士，产品价格100—150元。从投放市场情况来看，由于产品定位准确，受到目标客源的青睐，经营情况良好，市场空间巨大，截止2010年4月，已有19家签约店，单店客房入住率上升非常快，在没有集团输送客源的情况下，部分店开业2个月时间就达到80%的入住率。由于市场反响较好，百时在未来几年的发展将明显加速，预计2010年有望新签30家店，使百时总店数达到近50家。未来3—5年，通过加盟方式，有望发展至300—500家店。百时有望成为公司另一新的利润增长点。

高端品牌：仍在设计规划中

类标准化产品或者个性化产品均有可能，与传统的四五星级酒店不同，将是一种全新的创新产品，此次收购的达华可能是种尝试。国内三星级及特色酒店规模较大，这将成为高端品牌未来主要的发展平台，市场空间较大。年内，以达华宾馆为主体的样板店有望在上海开业。

收购地区品牌的可能性增大

此次重大资产重组后，公司现金流充沛，有近25亿的现金和可供出售金融资产，可以满足未来公司3—4年的发展需要，为锦江之星的快速发展奠定了较好的发展条件。值得一提的是，当前国内大部分经济型酒店品牌资金面比较紧张，由于经济型酒店行业是一个规模效应和外部效应均非常明显的行业，在品牌规模仍较小时，单店盈利非常不稳定，极易受到市场影响。而近年受市场竞争激烈和商业物业上升影响，单店的投资额较难下降而盈利性下降，在没有后续资金补充的情况下，品牌的发展受到明显抑制，而现有在美国上市的三家品牌公司均没有实施收购的计划。我们认为当前的市场环境为公司将来实施收购兼并提供了较好的发展机遇。

锦江之星受益世博情况符合预期

正如我们之前在锦江股份的世博弹性分析报告的指出，经济型酒店是世博会召开期间上海服务业中最大的受益者，而锦江之星由于在上海的门店数较多，占比较大，有望成为世博最大的受益者之一。

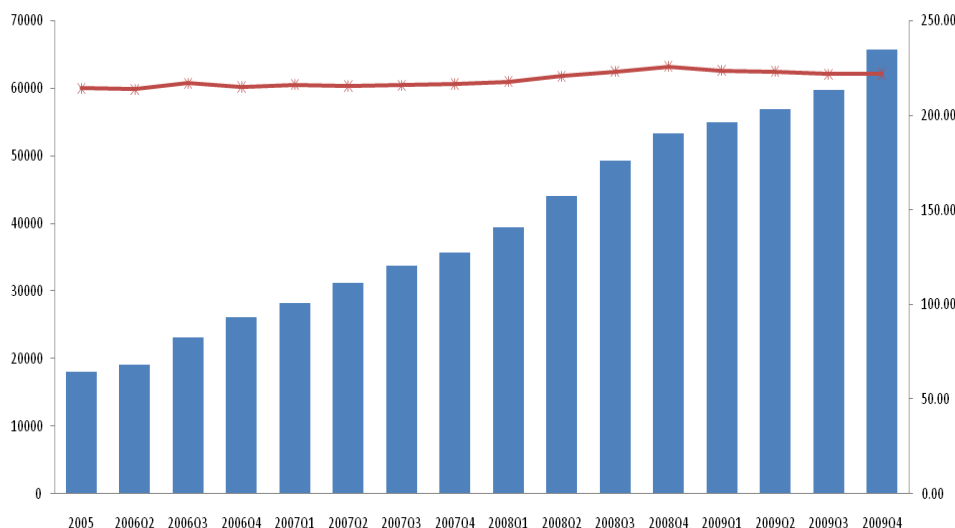
从5月份行业及公司的调研情况来看，公司世博受益情况基本符合预期。随着6月开始旅游旺季的来临，整体受益情况有望达到我们中性的预期值，即全年锦江之星有望达到1.5亿元的净利润。如果之后几个月房价继续上涨10–20%，则全年仍有望达到我们1.7亿元的乐观预期值。

基本情况：

截止2010年4月，锦江之星开业门店数共361家，客房数48042间，其中自营门店132家，20303间，加盟店229家，客房数27739间；上海地区共75家门店，客房数10117间。其中自营门店28家，4218间客房，加盟店47家，5799间客房。

按此测算，上海门店数占到全国的21%。按半年期间测算，可供销售的自营门店客房有78.8万间，加盟店105.8万间。

图 4： 上海经济型酒店发展情况



资料来源：东方证券研究所、中国经济型酒店网

世博会带动经济型酒店房价和入住率大幅上升

世博召开以来，从各品牌的经营情况看，房价平均涨幅在20–30%，平均入住率在95%以上，由此推动当期REVPAR大幅上升。如，锦江之星在5月1–20日，房价从210元普涨至250元，平均出租率达96%，由此上海地区的REVPAR上升至244元，同比上涨37%。

未来5个月世博接待情况将远好于5月。从统计数据看，5月世博接待人次近800万，与半年7000万人次的预期值相比，5月的接待情况是低于市场预期的。从周接待情况看，5月四周内，接待人次呈现从10万、20万、30万、40万逐步攀升势头。随着暑期旅游旺季的来临，预计未来几个月的接待人次将远超过5月份，5月前三周可以认为是世博接待人次最少的时期。考虑到当前酒店业尤其是经济型酒店行业的供需情况，我们预计未来几个月上海房价仍有10%左右的上升，入住率达到95–100%。

锦江之星世博受益分析

（一）保守估计

以5月份的房价和入住率，目前单房新增REVPAR可达60–70元，以此半年时间上海地区新增销售收入在5000–6000万元，则新增净利润在3000–3500万元。

测算公式：

半年可供房

直营店：4318*183天=78.8万间夜

加盟店：5799*183天=106.1万间夜

直营店半年新增收入：78.8万*（60-70元新增REVPAR）=（4728-5516）万元

直营店新增净利润：（4728-5516）*0.8（毛利率）*75%（25%的所得税）=（2836-3309）万元

折合每股收益近0.05元

加盟店收益的受益方式与直营店相同，但由于公司按收入的4.5%来提取加盟费收入，由此测算贡献新增净利润为287-334万元。

注：新增REVPAR计算方式

参考上海5月1-20日数据，平均PEVPAR是244元，09年同期是178元，增长66元

我们认为就世博游客人次来看，5月前1-20日预计是世博期间的低点。

（二）中性估计

假设未来5个月，随着接待人次的进一步上升，REVPAR再次上升10%，即平均达到268元，较去年同期上升近51%（09年全年平均房价季节差异性较小）。

直营店半年新增收入：4318*31*66+4318*152*90=6790万元

直营店新增净利润：6790*0.8（毛利率）*75%（25%的所得税）=4074万元

折合每股收益近0.07元

加盟店贡献新增净利润为410万元。

小结：

锦江之星由于其直营门店在上海及华东地区的占比较大，成为世博会最大的受益者。保守估计，世博会期间的新增收入5516万元，新增净利润3309万元，影响每股收益0.05元。考虑到5月可能是世博接待人次最低的月份，我们谨慎得将世博未来5个月的收入较5月份小幅提升10%，则世博半年的新增收入为6790万元，新增净利润4074万元，折合每股收益0.07元。

之前我们预计世博接待人次中有近30%将向华东线延伸，由此带动公司华东地区门店效益上升。截止2010年4月底，锦江之星在华东有129家门店，其中直营店33家，占到直营门店总数的25%。从当前情况看，尚没有详细的数据表明延伸的情况，但从乌镇等景区来看，世博带动人次上升是明显的，预计达10-20%，从这个角度讲也会有一定程度的受益。

估值与评级

盈利预测

我们预计10-11年公司收入为16.2亿元和17.8亿元，归属于母公司净利润3.58亿元和3.82亿元，每股收益0.59元和0.63元。

按各项业务对净利润的贡献来看，锦江之星贡献1.4亿，肯德基贡献1.4亿，长江证券5000万元，其他业务2000万元。

考虑并表影响，根据进度预计6月1日开始合并报表，而一季度锦江之星盈利仅2000万，预计较高星级酒店高出1000-1500万元，而4月-5月高星级酒店效益大幅好转，预计合计影响在2000万元以内，每股收益0.03元。

表 3:利润预测简表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	783	1624	1777	2015
营业成本	258	336	435	494
营业税金及附加	34	68	75	86
营业费用	288	552	569	665
管理费用	180	382	406	466
财务费用	-14	23	7	-7
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	294	212	222	237
营业利润	329	475	507	548
营业外收入	7	13	10	11
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	335	487	516	559
所得税	48	122	129	140
净利润	287	365	387	419
少数股东损益	6	7	5	6
归属于母公司净利润	281	358	382	413
EBITDA	383	557	580	612
EPS (元)	0.47	0.59	0.63	0.69

资料来源：东方证券研究所预测

估值与比较

目前股价，总市值近 120 亿，给予 20 倍 PE 予肯德基则 28 亿，近 25 亿的长江证券和现金，剩余近 67 亿市值。这部分市值包括锦江之星、吉野家、新亚大包等连锁餐饮业务（新亚大包有 70 余家门店），另外锦江之星有 29 家自有物业。即使不考虑其他连锁餐饮业务，这 67 亿市值与目前 105 亿的如家和 40 亿的七天，57 亿的汉庭相比，也存在明显低估。

考虑当前门店规模，系统、管理、网络和品牌影响力等，我们认为锦江之星至少给予与如家相当的估值。

考虑公司资产状况和如家当前近 39 倍的 2010 年动态 PE 水平，我们维持增持评级，目标价 26.6 元。

表 4:估值比较表

Name	股价(美元)	ADR 份数	市值	Earning per ADS 09	Earning per ADS 10	Earning per ADS 11	PE09	PE10	PE11	EV/EBITDA 本年预计	EV/EBITDA 下年预计
单位	2010 0605	百万	(百万 元)								
如家	38.93	40.45	10,549.98	4.69	6.73	8.44	55.61	38.76	30.92	14.65	11.98

7 天	11.87	49.69	3,951.6 2	(1.93)	0.32	0.47	(6.15)	250.88	169.21	11.18	8.01
汉庭	14.26	60.25	5,756.8 4	0.23	0.32	0.52	62.00	295.80	184.80	19.00	12.20

资料来源：东方证券研究所预测

主要风险：

旅游业对重大经济、政策、自然等事件敏感，尤其是涉及公共安全的事件，反应强烈。

附表：

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	850	911	1130	1259	营业收入	783	1624	1777	2015
现金	767	754	962	1065	营业成本	258	336	435	494
应收账款	30	65	70	80	营业税金及附加	34	68	75	86
其它应收款	18	46	45	54	营业费用	288	552	569	665
预付账款	5	15	14	20	管理费用	180	382	406	466
存货	15	19	25	28	财务费用	-14	23	7	-7
其他	14	12	13	13	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	3912	3927	3864	3832	公允价值变动收				
长期投资	864	908	886	897	益	0	0	0	0
固定资产	243	233	214	190	投资净收益	294	212	222	237
无形资产	210	197	184	172	营业利润	329	475	507	548
其他	2595	2589	2580	2573	营业外收入	7	13	10	11
资产总计	4762	4838	4994	5091	营业外支出	1	1	1	1
流动负债	217	329	283	302	利润总额	335	487	516	559
短期借款	0	76	1	2	所得税	48	122	129	140
应付账款	53	72	91	104	净利润	287	365	387	419
其他	164	182	191	196	少数股东损益	6	7	5	6
非流动负债	550	365	458	412	归属于母公司净				
长期借款	0	0	0	0	利润	281	358	382	413
其他	550	365	458	412	EBITDA	383	557	580	612
负债合计	767	695	741	714	EPS (元)	0.47	0.59	0.63	0.69
少数股东权益	83	90	95	101	主要财务比率				
股本	603	603	603	603	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
资本公积	2431	2431	2431	2431	成长能力				
留存收益	879	1020	1124	1243	营业收入	-1.4%	107.6%	9.4%	13.4%
归属母公司股东权益					营业利润	8.6%	44.4%	6.6%	8.2%
合计	3912	4053	4158	4277	净利润	2.9%	27.5%	6.5%	8.3%
负债和股东权益	4762	4838	4994	5091	获利能力				
现金流量表					毛利率	67.0%	79.3%	75.5%	75.5%
单位:百万元					净利率	35.9%	22.0%	21.5%	20.5%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	7.2%	8.8%	9.2%	9.7%
经营活动现金流	56	25	351	199	偿债能力				
净利润	287	365	387	419	资产负债率	16.1%	14.4%	14.8%	14.0%
折旧摊销	67	59	66	70	净负债比率				
财务费用	-14	23	7	-7	流动比率	3.91	2.77	3.99	4.17
投资损失	-294	-212	-222	-237	速动比率	3.84	2.71	3.90	4.07
营运资金变动	-6	-31	22	-1	营运能力				
其它	16	-180	91	-45	总资产周转率	0.20	0.34	0.36	0.40
投资活动现金流	56	131	213	192	应收账款周转率	24	33	26	26
资本支出	31	31	28	30	应付账款周转率	4.79	5.38	5.35	5.05
长期投资	13	44	-22	11	每股指标 (元)				
其他	100	205	219	233	每股收益	0.47	0.59	0.63	0.69
筹资活动现金流	-222	-169	-356	-288	每股经营现金流	0.09	0.04	0.58	0.33
短期借款	-6	76	-75	1	每股净资产	6.49	6.72	6.89	7.09
长期借款	-2	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	45.11	35.38	33.21	30.66
资本公积增加	1091	0	0	0	P/B	3.24	3.13	3.05	2.96
其他	-1306	-245	-281	-289	EV/EBITDA	22	15	15	14
现金净增加额	25	-13	208	102					

数据来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn