



掌控资源 打造区域龙头

公司是西藏旅游行业的龙头企业。2003 年 2 月国风集团成为公司控股股东后，公司开始着手构建大旅游整合平台，实施大旅游战略及西藏人文地理工程。在旅游资源的垄断性开发方面取得实质性进展，公司在国家 4A 级旅游区-巴松措及雅鲁藏布大峡谷入口段旅游区的开发是公司成功实施大旅游战略的成果。公司目前是西藏自治区唯一一家以旅游、文化传媒为主业的上市公司。

我国旅游行业景气度持续攀升。2010 年，我国旅游行业“三游市场”形势喜人，旅游行业运行状态良好，增长动力充足，旅游消费保持旺盛，旅游市场增长较快，企业经营效益明显好转。而西藏自治区作为我国西部旅游资源丰富是众多国内外游客向往的圣地，其旅游市场正从传统的宗教朝拜、探险旅游逐渐发展为以休闲、度假、娱乐为目的的综合性旅游市场。

公司拥有市场经济专利。从 20 世纪 80 年代开始，公司一直在西藏旅游东环线中的林芝地区开展旅游业务，包括登山、探险漂流等旅游服务、旅游开发及旅游调研工作。目前在林芝地区主要进行巴松措旅游区、雅鲁藏布大峡谷入口段旅游区的开发与经营工作。以西环线上阿里的神山（岗仁波钦）圣湖（玛旁雍措）为目的地的印度香客是西环线重要的旅游接待对象。公司拥有中国西藏自治区印度民间香客接待中心三分之一的股权。

投资评价和建议。我们认为，公司未来的主要利润来源是景区服务业务，而且大峡谷景区是一个新兴景区，随着开发力度的加大，游客认知程度的提高，该景区的盈利能力将会出现大幅度的提高。随着青藏铁路和林芝机场相继开通，公司所面临的外部经营环境将发生很大的变化，由于公司拥有市场经济专利，公司能够分享西藏旅游行业的高速成长。我们建议投资人重点关注该股，以期分享西藏旅游行业的成长。

预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
主营收入（百万）	97.77	114.09	127.17	136.72
主营收入增长率	88.82%	16.69%	11.46%	7.51%
EBITDA（百万）	24.14	55.78	60.45	63.07
EBITDA 增长率	-191.79%	131.05%	8.38%	4.33%
净利润（百万）	1.04	26.77	17.64	21.07
净利润增长率	-102.51%	2464.39%	-34.08%	19.43%
ROE	0.37%	8.63%	5.39%	6.04%
EPS（元）	0.006	0.162	0.107	0.128
P/E	2,426.98	94.26	142.99	119.73
P/B	8.91	8.14	7.70	7.24

西藏旅游（600749）

维持

增持

沈周翔

shenzhouxiang@csc.com.cn

010-021-68825009

执业证书编号：S1440206070051

发布日期：2010 年 11 月 30 日

当前股价：15.29 元

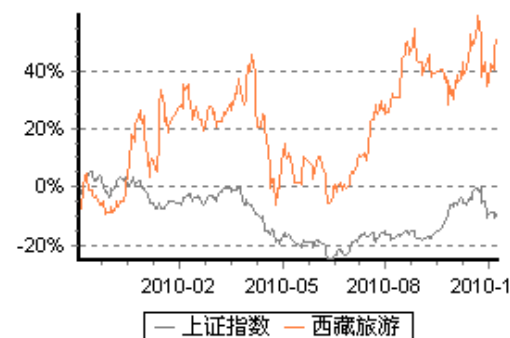
目标价格 6 个月：17.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
8.6/12.2	15.4/5.4	63.4/70.7
12 月最高/最低价（元）		16.80/0
总股本（万股）		16,500
流通 A 股（万股）		16,500
总市值（亿元）		25.34
流通市值（亿元）		25.34
近 3 月日均成交量（万）		660
主要股东		
国风集团有限公司		18.01%

股价表现



相关研究报告

10.09.30	行业深度-旅游行业-旅游消费普及与升级共存
10.07.27	旅游行业：评《贯彻落实国务院关于加快发展旅游业意见重点工作分工方案》
10.05.10	旅游行业 2009 年年报及 2010 年一季度综述：2010 年业绩有望持续增长

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN



目录

投资要件	1
公司是西藏旅游行业的龙头企业	2
我国旅游行业景气度持续攀升	3
具有里程碑意义的国发 41 号文	3
我国旅游行业 2010 年“三游市场”形势喜人	5
旅游行业指数一年累计涨幅 17.1%	8
我国旅游行业的发展空间还很大	8
西藏区域旅游发展速度很快	9
公司发展前景广阔	11
公司拥有市场经济专利	11
大旅游整合平台的价值日益显现	13
青藏铁路和林芝机场的开通将打开公司的发展空间	13
西藏阿里神山圣湖旅游区发展前景值得期待	14
盈利预测	18
估值	错误！未定义书签。
投资评价和建议	19
风险分析	19
指标分析	20
报表预测	21
附:	22



投资要件

关键假设

我们假设，2011 年之后公司旅游接待人数维持 12% 的增长率。出于谨慎原则，我们的业绩预测模型没有考虑西藏阿里神山圣湖旅游区开发项目给公司带来的盈利贡献。

投资评价和建议

我们认为，西藏旅游未来的主要利润来源是景区服务业务，而且大峡谷景区是一个新兴景区，随着开发力度的加大，游客认知程度的提高，该景区的盈利能力将会出现大幅度的提高。随着青藏铁路和林芝机场相继开通，公司所面临的外部经营环境将发生很大的变化，由于公司拥有市场经济专利（巴松错景区和大峡谷景区独家经营权，以及印度香客中心垄断经营权），公司能够分享西藏旅游行业的高速成长。我们建议投资人重点关注该股，以期分享西藏旅游行业的成长。

股价上涨的催化因素

我们认为，公司股价上涨的催化剂因素有三个。一是大峡谷景区是一个新兴景区，随着开发力度的加大，游客认知程度的提高，该景区的盈利能力将会出现大幅度的提高。二是随着青藏铁路和林芝机场相继开通，公司所面临的外部经营环境将发生很大的变化，由于公司拥有市场经济专利（巴松错景区和大峡谷景区独家经营权，以及印度香客中心垄断经营权），公司肯定能够分享西藏旅游行业的高速成长。三是阿里神山圣湖旅游区有望成为高原极限休闲体验和宗教朝圣为重点的国际文化生态旅游目的地。

投资风险

我们认为，西藏旅游的投资风险主要集中在两点：第一，旅游行业是个敏感性的行业，比较容易受到外在因素的影响，如政治风波、瘟疫、自然灾害等。不如 2008 年年初，由于西藏自治区境内发生了严重的“3.14”暴力事件，公司业务几近停顿。不过，旅游行业受到创伤之后恢复起来非常快。不管怎样，这个行业的短期风险总是存在。对于投资期限比较短的投资人来说，旅游行业的敏感性值得关注。第二，公司广告业务的客户比较集中。如果客户经营状况有所变化，那么公司广告业务将受到较大影响。公司广告业务有不稳定之虞。



公司是西藏旅游行业的龙头企业

西藏旅游股份有限公司（原名西藏圣地）是西藏本土第一家上市公司。公司是经西藏自治区人民政府藏政字(1996)第 1 号文批准，由西藏国际体育旅游公司、西藏天然矿泉水公司、西藏交通工业总公司、西藏信托投资公司、西藏农牧业机械（集团）总公司发起，采用公开募集股份方式设立的股份有限公司。经中国证监会证监发审字(1996)170 号文、(1996)171 号文批准，向社会公开发行人民币 A 股 1,500 万股，募集资金总额 6,000 万元。公司于 1996 年 9 月 28 日正式成立，注册资本 5,000 万元人民币。公司股票于 1996 年 10 月 15 日在上海证券交易所挂牌交易。

1998 年，公司实施了 1997 年度分红和以资本公积金转增股本的方案，即以 1997 年度末总股本 5000 万股为基数，按 10 送 2 转增 4，公司股份总数由 5000 万股增加至 8000 万股。

2007 年 4 月 3 日，公司实施了定向增发再融资，发行价格 6.90 元/股，发行数量 3000 万股。至此，公司总股本变动至 11000 万股。

2008 年 7 月 16 日，根据公司 2008 年 6 月 26 日的股东大会决议，公司以 2007 年 12 月 31 日总股本 11,000 万元为基数，用资本公积金向全体股东每 10 股转增 5 股，转增后总股本为 16,500 万元。这是公司目前的总股本数。

2003 年 2 月国风集团有限公司（简称国风集团）成为公司控股股东后，公司开始着手构建大旅游整合平台，实施大旅游战略及西藏人文地理工程。在旅游资源的垄断性开发方面取得实质性进展，公司在国家 4A 级旅游区-巴松措及雅鲁藏布大峡谷入口段旅游区的开发是公司成功实施大旅游战略的成果。公司目前是西藏自治区唯一一家以旅游、文化传媒为主业的上市公司。

鉴于公司新的发展形势，公司董事会决定将“西藏圣地股份有限公司”更名为“西藏旅游股份有限公司”，并且自 2007 年 7 月 2 日起公司 A 股简称由“西藏圣地”更改为“西藏旅游”，股票代码不变。

目前，公司旅游主业下设西藏圣地国际旅行社、喜马拉雅饭店、西藏旅游林芝分公司，控股西藏巴松措旅游开发有限公司（51.00%）、西藏圣地旅游汽车有限公司（95.40%）、西藏雪巴拉姆艺术演出有限公司（85.00%）。公司文化传媒板块有实施西藏人文地理工程的西藏圣地文化有限公司（74.20%）、西藏国风广告有限公司（98.08%）。



我国旅游行业景气度持续攀升

具有里程碑意义的国发 41 号文

2009 年 12 月 1 日，国发 41 号文即《国务院关于加快发展旅游业的意见》向社会公布。《意见》明确提出了新时期旅游业在国民经济和社会发展中的新的战略地位和任务要求——“要把旅游业培育成为国民经济战略性支柱产业和人民群众更加满意的现代服务业”。旅游行业战略性新兴产业的定位首次出现在国家政策层面，业内普遍认为这个文件具有“里程碑意义”。

当然，任何一项重要政策的出台都不会“横空出现”。在 2009 年国发 41 号文出台之前，国务院还出台了两项重大政策。一项是 1991 年国发 8 号文《关于加强旅游行业管理的若干意见》，其行业定位是大力发展国际旅游业，多为国家创汇、创收。一项是 2001 年国发 9 号文《关于进一步加快旅游业发展的通知》，其行业定位是培育国民经济新的增长点。

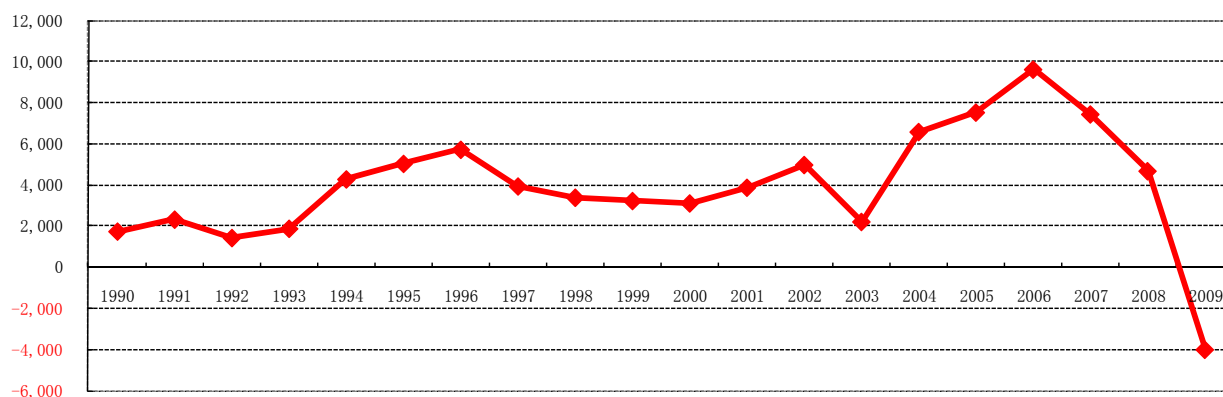
产业政策是行业发展的一个重要驱动因素。将产业政策的变化放在行业发展历史长河的背景下考察，我们发现二者呈现出相互影响、相互促进的“景观”。正是由于旅游行业发生了一系列的变化，进而催生了“战略性新兴产业”的出台。

那么，旅游行业在过去的几年里发生了哪些变化？我们认为，有两大变化值得投资人关注。

第一，2009 年我国旅游服务贸易首次出现逆差。

国家外汇管理局的统计资料显示，2009 年，我国入境旅游创汇收入 397 亿美元，出境旅游支出 437 亿美元，旅游服务贸易逆差 40 亿美元。旅游服务贸易逆差在我国旅游行业发展史上首次出现。

图 1：我国历年旅游服务贸易顺差（单位：百万美元）



资料来源：国家外汇管理局

旅游服务贸易逆差的出现非同寻常。因为我国旅游行业的发展路径和别的国家不同。世界上大多数国家旅游行业的发展一般都是先国内旅游市场后国际旅游市场，而我国由于政治、经济等诸因素的影响，形成了独有



的旅游行业发展规律——入境旅游市场、国内旅游市场、出境旅游市场三部曲。长期以来，我国旅游业是以入境旅游市场为龙头超常规发展起来的。进入九十年代以来，这种格局有所改变，国内旅游市场和出境旅游市场发展迅猛，与入境旅游市场一起形成三足鼎立之势。到了 2009 年，我国出境旅游市场规模终于超过了入境旅游市场规模，旅游服务贸易首次出现逆差。现在回过头来看 1991 年国发 8 号文的“大力发展国际旅游业，多为国家创汇、创收”的产业定位就有些与新时期的市场需求不合。因此，产业政策需要调整，需要“与时俱进”。

第二，我国旅游行业正处于观光游向休闲度假游的产业升级阶段。

除了政策之外，还有一个影响行业发展的重要驱动因素——消费者消费习惯的改变。而影响旅游者消费行为的一个核心因素就是居民的可支配收入。按照国际经验，当人均 GDP 达到 1000 美元时，观光游剧增；当人均 GDP 达到 2000 美元时，休闲游骤升；当人均 GDP 达到 3000 美元时，度假游渐旺。2006 年，我国人均 GDP 达到 2042 美元。可以这样说，我国旅游行业从 2006 年开始进入休闲游发展阶段。

表 1：旅游行业的几个发展阶段

经济发展水平	主要需求方式	主要产品
≤1000 美元	旅游需求小	少且单一
1000-2000 美元	观光性的需求剧增	风景名胜游览
2000-3000 美元	休闲需求急剧增长	温泉、SPA、会议等
≥3000 美元	度假需求普遍产生	分时度假产品

资料来源：中信建投证券研究所

此外，2006 年杭州休博会的成功举办似乎成为我国旅游行业新时期的到来的一个“标志符号”。2006 年 4 月 22 日至 10 月 22 日，2006 杭州世界休闲博览会在杭州成功举办。同时，第九届世界休闲大会也于 2006 年 10 月 15-20 日在杭州举行。

正因如此，我们把 2006 年称为我国旅游行业的“休闲元年”。杭州休博会的主题说得好，休闲正改变人类生活。同样的，人类休闲方式的变化也正深刻地影响旅游行业的发展。

和观光旅游相比，休闲旅游有以下五个特点。第一，休闲旅游是以休闲度假为目的旅游。第二，休闲旅游更注重旅游者的精神享受，更强调人在某一个时段内而处于的文化创造、文化欣赏、文化建构的存在状态。第三，休闲旅游通过人的共有的行为、思想、感情，创造文化氛围，传递文化信息，构筑文化意境，从而达到个体身心和意志的全面和完整的发展。第四，休闲旅游为满足人们在当代生活中的许多需求（如学习知识、增进友情、促进沟通、保健娱乐、追求猎奇、丰富个性）创造了条件。第五，休闲旅游特别强调人与大自然的和谐一致，增强爱护、保护自然的意识。

休闲度假旅游的内容非常丰富，除可观光外，许多特种旅游、专项旅游都可成为休闲度假的活动项目，比如：高尔夫、温泉、滑雪、冲浪、帆板、划船、狩猎、采摘、自驾车、登山、游轮、漂流、夏冬令营、农家乐等等。

这种旅游消费习惯的改变正推动旅游新业态的蓬勃发展。比如以携程和艺龙为代表的在线旅游业态正以前所未有的速度迅猛发展，以如家和锦江之星为代表的经济型酒店业态正迅速替代招待所业态，以华侨城和宋城



集团为代表的主题公园业态亦表现出强劲的增长势头，以探路者为代表的旅游装备用品业态亦呈现出强大的增长潜力。

表 2：旅游新业态一览表

新业态	主要内容
乡村旅游	“农家乐”、休闲农庄、特色景观旅游村镇
旅游度假区	滨海型、山地型、温泉型、主题公园型、城市型旅游度假区； 12 个国家旅游度假区(海泉湾)。
滨海海洋旅游	海上运动、潜水、游艇、邮轮、无居民岛屿旅游
专项旅游	生态旅游、森林旅游、商务旅游、体育旅游、工业旅游、医疗康体旅游
会展旅游	大型国际会展、重要文化活动和体育赛事
旅游地产及分时度假	满足不同需求的度假居住型房地产
大型主题公园	规范发展高尔夫球场、大型主题公园等。
旅游装备用品	旅游装备制造、户外活动用品、宾馆饭店专用品
低碳旅游经济	旅游节能节水减排，绿色饭店。
旅游信息化	在线旅游、呼叫中心、旅游电子商务
金融旅游融合	旅游保险、旅游消费信贷、旅游资产证券化等

资料来源：中信建投证券研究发展部

正是由于旅游需求的多元化，才有要把旅游业培育成为“人民群众更加满意的现代服务业”的政策诉求。

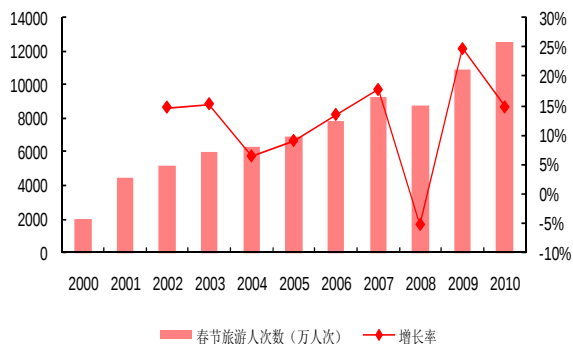
我国旅游行业 2010 年“三游市场”形势喜人

2010 年，我国旅游行业运行状态总体良好，增长动力比较充足，旅游消费保持旺盛，旅游市场增长较快，企业经营效益明显好转。其驱动力主要体现在以下四个方面。一是我国经济回升向好的趋势更加明显，中央推动转变经济发展方式、继续扩大内需和推进国民收入分配改革等政策措施，成为推动旅游业稳定增长的基本动力。二是各地贯彻落实国发 41 号文（即《国务院关于加快发展旅游业的意见》），相继出台的重要举措逐步到位，支持旅游业发展的政策效应持续显现。三是随着高速铁路、高速公路、民航等交通体系的进一步完善，旅游通达性明显改善，有效拉动了沿线旅游业的增长。四是消费信心指数保持较高水平，居民出游意愿较强。

从“三游市场”来看，中国公民游市场需求（即出境游市场和国内游市场）要比入境游市场需求旺盛。我们先看国内游市场。以春节黄金周和“十一”黄金周为例。2010 年春节黄金周期间，旅游人数达到 1.25 亿人次，创历史最高水平，同比增长 15%；2010 年“十一”黄金周期间，旅游人数达到 2.54 亿人次，同比口径增长 27%（2009 年统计数据中含有中秋节的数据），亦为历史最高水平。国家旅游局在 2010 年上半年旅游经济运行报告中提到，2010 年上半年国内旅游人数为 10.97 亿人次，比上年同期增长 8.6%；国内旅游收入为 6055 亿元，比上年同期增长 20.6%。结合最近几个月的运行情况，我们预计 2010 年全年我国国内旅游人次将突破 22 亿人次，同比增长 15.7%。

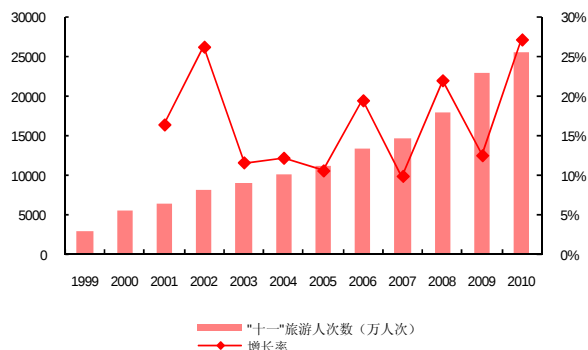


图 2：历年春节黄金周旅游人次及其增长率



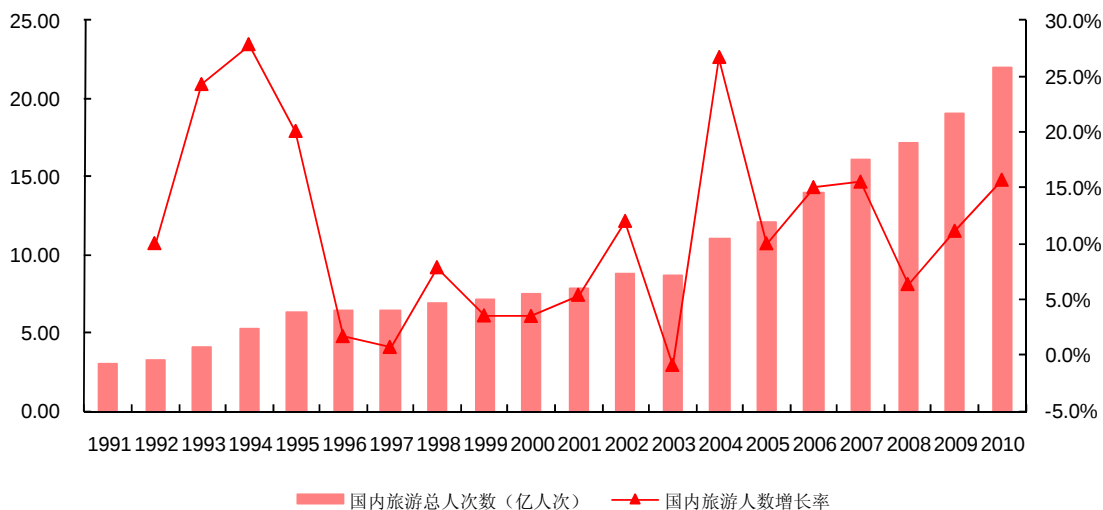
资料来源：国家旅游局

图 3：历年“十一”黄金周旅游人次及其增长率



资料来源：国家旅游局

图 4：我国历年国内旅游人数及其增长率

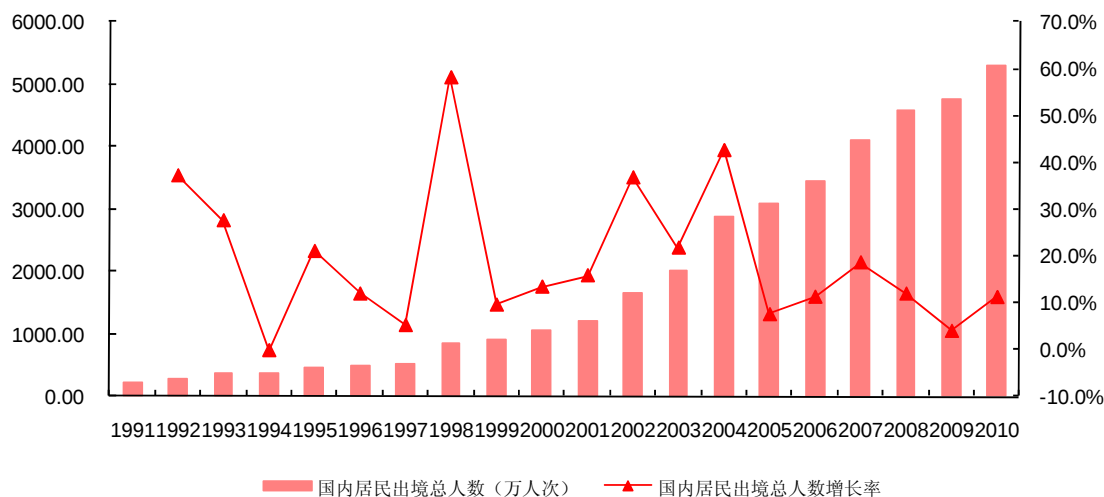


资料来源：历年的《中国统计年鉴》和《中国旅游业统计公报》

我们再看出境游市场。随着出境旅游目的地的扩大，我们出境旅游市场呈现出强劲的增长势头。根据国家旅游局在 2010 年上半年旅游经济运行报告中披露的数据，2010 年上半年我国出境人数 2680 万人次，比上年同期增长 19.0%；其中，赴台旅游持续大幅增长，上半年大陆居民赴台旅游 62.26 万人次，增长 101.0%。再结合最近几个月的运行情况，我们预计 2010 年全年我国出境旅游人次将突破 5300 万人次，同比增长 11.2%。



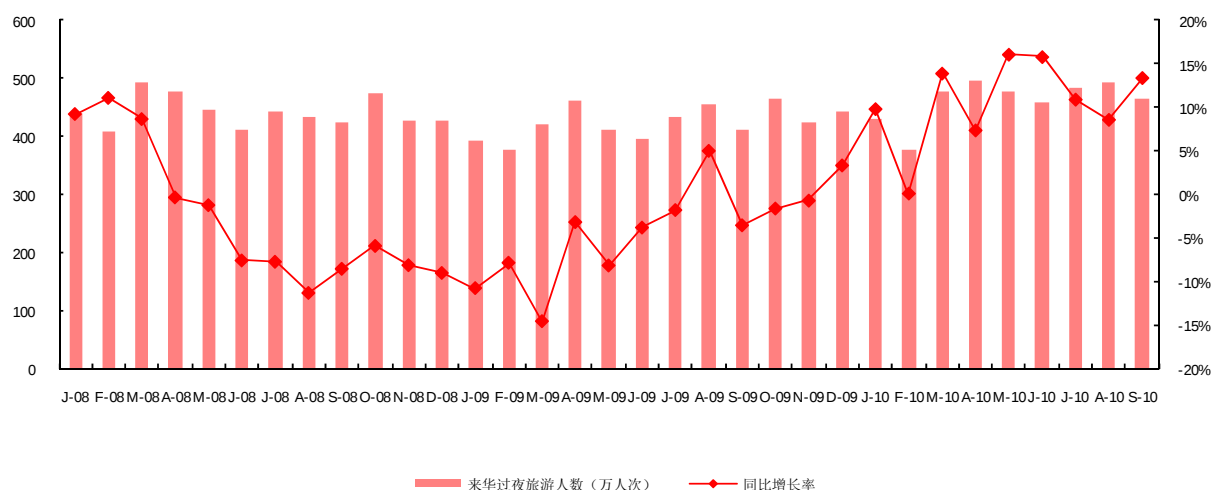
图 5： 我国历年出境旅游人数及其增长率



资料来源：历年的《中国统计年鉴》和《中国旅游业统计公报》

实际上，影响投资人对旅游行业发展前景判断的一个重要变量是入境旅游市场的变化。由于受全球金融危机的影响，我国入境旅游市场需求在 2009 年出现了萎缩。2009 年全年，我国入境旅游人数为 1.26 亿人次，同比下降 2.7%；其中过夜旅游人数约为 5,087.52 万人次，同比下降 4.1%；外汇收入为 396.75 亿美元，同比下降 2.9%。但是这种下滑趋势自 2009 年 4 月份以来开始出现了微妙的变化，其月度入境旅游人数的下降幅度正逐步收窄，而且自 2009 年 12 月以来连续出现正增长。这充分说明我国入境游市场已经完全走出衰退的泥潭，重回景气上升周期。

图 6： 来华过夜旅游人数月度数据及其增长率

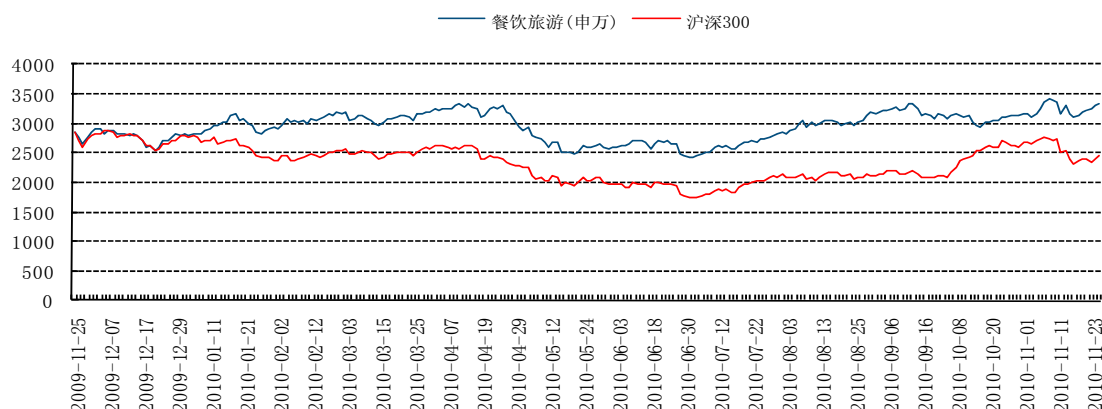


资料来源：国家旅游局

旅游行业指数一年累计涨幅 17.1%

股票市场是国民经济的晴雨表。旅游经济良好的运行状态在股票市场上亦得到了充分的体现。在过去一年里（2009 年 11 月 25 日至 2010 年 11 月 25 日），旅游行业指数累计涨幅为 17.1%，而沪深 300 指数累计跌幅为 11.2%。这一涨一跌之间蕴藏着深刻的宏观背景，即我国经济增长方式正在发生巨大的变化，以旅游消费为代表的“大消费板块”正成为我国国民经济增长的“新引擎”。

图 7：最近一年旅游行业指数和沪深 300 指数之走势对比



资料来源：Wind 资讯

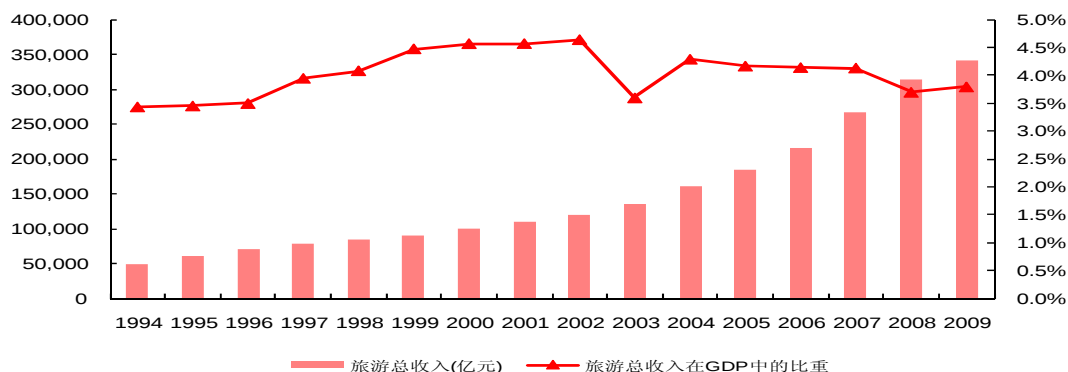
我国旅游行业的发展空间还很大

我国是旅游资源丰富的国家，但是旅游行业发展真正起步是在改革开放以后。自 1978 年以来，我国旅游行业无论在行业规模、接待人数和旅游外汇收入等方面都取得了令人瞩目的成绩。在国际旅游方面，2009 年我国接待过夜旅游者人数 5,087.52 万人次，旅游外汇收入 396.75 亿美元，接待人数以及创汇能力在世界旅游业的位次已经分别跃升为第四位和第五位。在未来旅游业发展方面，我国的自然风光资源和社会历史文化资源远远没有完全开发，尤其是中西部众多资源远未向游客揭开神秘的面纱，随着东部旅游资源的深度开发、中西部旅游资源的相继开发和旅游条件的改善，我国都将会对世界产生越来越大的吸引力，吸纳更多的旅游者。我国有望在 2020 年成为世界最大的旅游目的地国，接待旅游者人数达 1.37 亿人次。另外加上我国居民生活水平的提高，出游率的上升，2020 年我国也将成为世界十大客源国之一，出境旅游人数达 1 亿人次。

从我国二十多年旅游发展的历程来看，旅游收入在国民生产总值的份额也呈明显增长趋势，旅游业与国民经济相关程度越来越高。1994 年我国旅游总收入占 GDP 的比例为 3.5%，2009 年该比例已经上升至 3.8%，到 2015 年将升至 4.5%。但世界发达国家的比例一般在 10% 以上。从这个角度来看，我国旅游业的发展空间仍然很大。



图 8： 我国旅游总收入及其所占 GDP 比重



资料来源：历年的《中国统计年鉴》和《中国旅游业统计公报》

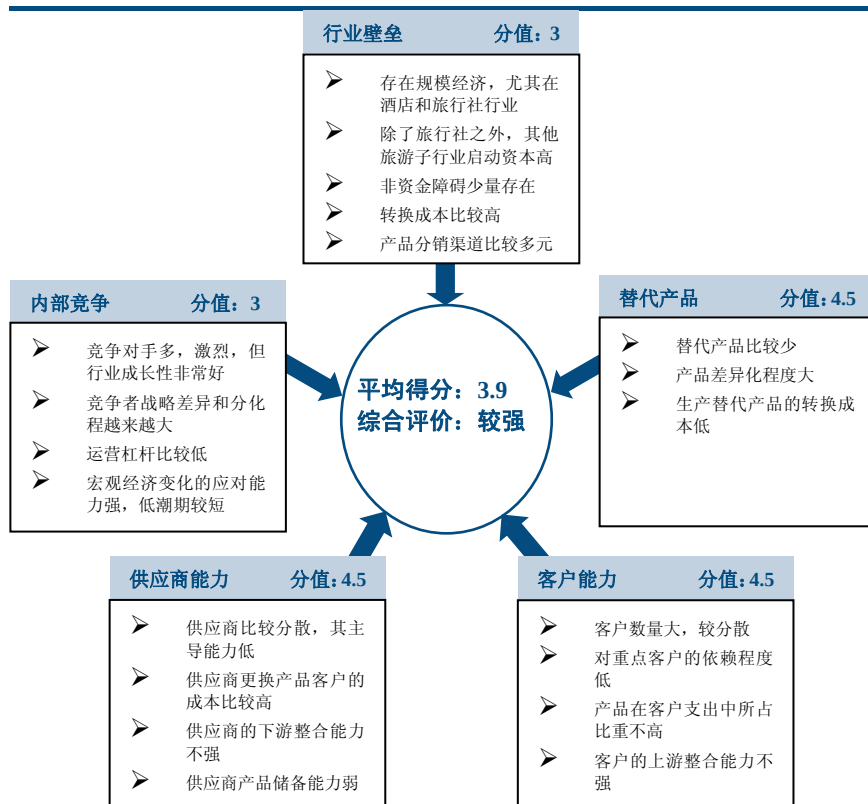
西藏区域旅游发展速度很快

西藏自治区作为我国西部旅游资源丰富，旅游行业发展较快的省份之一，是众多国内外游客向往的圣地，其旅游市场正从传统的宗教朝拜、探险旅游逐渐发展为以休闲、度假、娱乐为目的的综合性旅游市场。随着青藏铁路的开通，林芝机场和阿里机场的运行，到西藏旅游的旅客人数将大幅增长。根据《西藏自治区旅游发展总体规划》预测，2020 年西藏将接待入境游客 112 万人次、国内游客 905 万人次，实现旅游总收入 228 亿元，旅游业总收入达全区国内生产总值的 18% 左右，旅游业将成为西藏国民经济的主导产业。而《2010 年西藏自治区人民政府工作报告》中指出“全年接待国内外游客突破 500 万人次，达到 556 万，旅游收入达到 52.4 亿元，分别增长 1.47 倍和 1.32 倍，实现了历史新高。”发展速度之快明显超越规划预测。中共中央第五次西藏工作会议上胡锦涛总书记也提出了做大、做强、做精特色旅游业，把西藏建设成为重要的世界旅游目的地的要求。



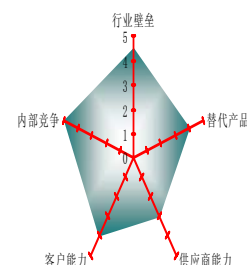
旅游行业竞争力分析（波特五力）

分值：3.9



相关数据及说明

竞争力雷达图



波特五力评价指标说明

各单项及总分的最高分均为 5 分

竞争力综合评价：

很弱	1 分以下
较弱	1-2 分
中等	2-3 分
较强	3-4 分
很强	4-5 分



公司发展前景广阔

公司拥有市场经济专利

从 20 世纪 80 年代开始，公司一直在西藏旅游东环线中的林芝地区开展旅游业务，包括登山、探险漂流等旅游服务、旅游开发及旅游调研工作。目前在林芝地区主要进行巴松措旅游区、雅鲁藏布大峡谷入口段旅游区的开发与经营工作。

在详细研究西藏旅游总规的基础上，公司在林芝地区进行的旅游资源开发，以世界著名的雅鲁藏布大峡谷入口段旅游区（下称大峡谷旅游区）、国家 4A 级景区巴松措旅游区两个项目的开发为重点。公司在大峡谷入口段旅游区、巴松措旅游区进行的旅游资源开发工作中都包含对水上旅游资源的开发。以上开发填补了自治区内水上旅游项目的空白。林芝地区发展与改革委员会于 2005 年 10 月批准公司实施雅鲁藏布大峡谷入口段旅游区及巴松措旅游区相关开发建设项目。

珠峰、阿里沿线属于自治区旅游规划中的西环线。在国际旅游市场上，中国西藏与尼泊尔、不丹、锡金、以及印度拉达克等归类为喜马拉雅旅游带，珠峰、神山圣湖是世界极品旅游资源，是开展探险、徒步旅游、特色旅游、朝圣旅游的重要国际旅游目的地之一，同时也是国内旅游最具吸引力的旅游目的地之一。上世纪 80 年代初，公司下属的西藏圣地国际旅行社率先开辟了珠峰、阿里沿线的旅游线路，20 多年来接待了大量的珠峰、阿里沿线团队，是该线路上实力最强的旅行社。为继续保持在该线路的竞争力，公司决定对以上区域旅游资源及配套服务设施进行开发建设。目前公司拟将成立中外合资企业进行西线旅游资源的开发、旅游服务配套设施的建设。

巴松措旅游区

圣地公司的前身西藏国际体育旅游公司于 1995 年开始与西藏旅游开发总公司共同开发、经营巴松措旅游区。2004 年初，公司与工布江达县政府签署合作协议书。公司按照协议约定进行了停车场、游客服务中心、码头、环保车、度假村改造、景区整体形象的宣传（包括中央台的黄金时段的广告）、营销工作。按照协议约定，在巴松措旅游总体规划及详规批准后，公司的投资建设工作将即刻全面实施。2004 年，圣地公司控股成立西藏巴松措旅游开发有限公司，进行旅游区的旅游经营活动。近几年来，西藏巴松措旅游开发有限公司的经营状况逐步走上正轨，其盈利能力逐步提升。

雅鲁藏布大峡谷入口段旅游区

2004 年 6 月公司与林芝县、米林县签署开发雅鲁藏布大峡谷入口段旅游区的意向书，公司开始对该旅游区进行开发的前期工作并进行了前期投资：建设了服务设施完善的游客服务中心、码头，购买了游艇进行前期工作，办理了相关建设的用地手续。公司下属的西藏国际体育旅行社、西藏人文地理杂志、国风广告公司对旅游区内旅游资源、文化资源进行挖掘、宣传工作，提出开发构想、旅游产品营销方案、宣传计划。前期工作具有一定的风险，包括董事长、总裁在内的公司员工多次遇险，最终勘测出适航航线。2004 年 10 月开始，林芝地委、行署领导及相关部门多次专程考察了公司的前期工作。国家开发银行常务副行长、相关司局领导、国家社保中心副理事长、自治区副主席考察了景区。



为规范林芝地区旅游业的发展，2004 年 10 月林芝地区召开了地区旅游发展工作会议，为林芝地区旅游发展指明了方向。会后，相继出台了一系列规范文件。其中，《林芝地区旅游资源开发经营管理实施细则》规定了旅游资源开发的程序。公司严格按照以上规定进行了雅鲁藏布大峡谷入口段旅游区项目的前期工作。

2004 年 10 月经林芝地区行署批准，公司委托了国内具有甲级旅游规划资质的中山大学旅游发展与规划研究中心进行该旅游区总体规划。在公司对旅游区旅游资源的考察及文化资源的挖掘工作的基础上，中山大学完成了该项目的旅游总体规划。

林芝地区通过以上规划（林芝地区行署办公室关于地区旅游局《雅鲁藏布江下游及尼洋河下游水上旅游区总体规划》的批复（林行办函[2005]20 号）），并批准由我公司实施该旅游规划（林芝地区旅游局关于组织实施雅江水上旅游规划的批复（林旅发[2005]35 号））。目前公司已经与林芝地区旅游局、林芝县政府、米林县政府签署开发协议，获得尼洋河八一——两江汇合处、雅鲁藏布江米林县经林芝机场——派镇转运站沿线的水上航线及派镇内大峡谷入口段景区的开发、经营权。

协议签署后，公司加紧进行旅游区详规工作、尼洋河航道的疏通工作、航线运营的前期准备工作。根据公司长期对航线的勘测经验，公司制订了尼洋河航线从八一-两江汇合处的航道疏通方案，经林芝县及地区相关部门的批准，公司于 2005 年 5 月开始对航道进行疏通。公司根据尼洋河、雅鲁藏布江航线特点定制的观光游艇于 2005 年 6 月到达，水上旅游航线于 2005 年 10 月正式开通。

经过几年的发展，大峡谷景区水陆联运游线日臻成熟、景区管理水准逐步提升。2010 年，公司购入多辆观光客车、并补充购置了游船，并且开工建设观光车调度中心和游览接待酒店。同时，公司不断开发旅游特色商品，为景区营收补充的同时，也为当地农副产品、特色产品开拓了销售渠道，履行了社会责任。

西线开发情况

珠峰、阿里沿线属于自治区旅游规划中的西环线。在国际旅游市场上，中国西藏与尼泊尔、不丹、锡金、以及印度拉达克等归类为喜马拉雅旅游带，珠峰、神山圣湖是世界极品旅游资源，是开展探险、徒步旅游、特色旅游、朝圣旅游的重要国际旅游目的地之一，同时也是国内旅游最具吸引力的旅游目的地之一。上世纪 80 年代初，公司下属的西藏圣地国际旅行社率先开辟了珠峰、阿里沿线的旅游线路，20 多年来接待了大量的珠峰、阿里沿线团队，是该线路上实力最强的旅行社。为继续保持在该线路的竞争力，公司决定对以上区域旅游资源及配套服务设施进行开发建设。目前公司拟将成立中外合资企业进行西线旅游资源的开发、旅游服务配套设施的建设。

公司将投资开发以拉萨为起点，联接探险旅游圣地——珠穆朗玛峰核心区、噶玛沟旅游区、绒辖旅游区和朝圣旅游圣地——冈仁波齐（神山）、玛旁雍措湖（圣湖），以及古格文化遗址金三角旅游大区域。目前，公司将在政府有关部门的全面指导和帮助下，在景区及沿线建设中型规模、标准规格环保营地设施，配套高品质食品、医疗急救设施，加油站，观景塔，文化娱乐设施，以及专业化旅游服务中心，从而达到降低游客心理恐惧、降低旅游运营成本，实现快速扩大客源市场、增加游客人数、提升旅游档次和规模、保护景区生态环境的目的。

以西环线上阿里的神山（冈仁波齐）圣湖（玛旁雍措）为目的地的印度香客是西环线重要的旅游接待对象。为加强西环线中占有重要地位的香客接待市场的规范管理，提高服务质量，根据藏外发（2004）221 号文件《关于加强印度民间香客管理及成立印度香客中心的通知》，规定由在西藏西环线香客接待的主要三家企业——西藏圣地股份公司国际旅行社、西藏阿里旅游公司、西藏旅游总公司三家企业组成中国西藏自治区印度民间香客接



待中心。根据协议规定，香客中心实现利润由三家旅行社平均分配，公司 2009 年收到其分回的利润 90 万元。

大旅游整合平台的价值日益显现

公司从 2003 年开始实施大旅游战略和西藏人文地理工程，建立大旅游整合平台。

一、大旅游整合平台各板块具有如下功能

1、雅鲁藏布大峡谷、巴松措旅游区、西藏旅游西环线板块构成西藏优质旅游资源开发的平台。

2、西藏圣地文化公司实施的西藏人文地理工程，举办的《西藏人文地理杂志》、雪巴拉姆艺术演出公司，在自身发展的同时，为大旅游战略提供支持，进行极品、精品旅游产品的研发工作，建立具有高附加值的具有西藏人文地理特色的旅游产品资源库。

3、西藏优质旅游资源、旅游产品的开发与经营与圣地国际旅行社（原体旅）、喜玛拉雅饭店、圣地旅游汽车公司、西藏神鹰旅游包机股份有限公司构成完整的旅游服务执行板块。经过二十多年的锻造，圣地公司旅游服务执行实力在自治区内是一流的。

4、正在建立的营销中心，将负责区内、外营销体系的建设及运营。

二、以上板块的组合将有如下发展能力

1、整体组合西藏优质旅游资源。

2、人文地理工程提供具有高人文地理附加值的旅游产品储备，人文地理工程某种程度上是圣地旅游产品的研发机构，这将使圣地公司的旅游产品永远领先一步，是圣地公司具有持续发展能力的核心竞争力。

3、旅游执行板块具有在区内购并、组合饭店、旅游汽车等旅游业务资源的能力。在营销方面的专业与实力，将有可能与区内饭店、旅游汽车等旅游服务机构进行联合，避免恶性竞争，整体提升旅游服务的质量及收益。

4、大旅游整合平台具有多方面的融资能力。作为上市公司具有在资本市场的融资能力。旅游业作为支柱产业，符合国家政策性银行支持的产业，国家开发银行愿意扶持西藏旅游业龙头企业的发展，支持公司建设旅游业整合平台。

三、中国旅游业发展最后一块具有整体整合可能性的区域是西藏，圣地公司的大旅游整合平台的实力、核心竞争能力具有的巨大的价值，在自治区内旅游企业是独一无二的。

青藏铁路和林芝机场的开通将打开公司的发展空间

青藏铁路开通：西藏每天将新增游客 4000 人

西藏旅游资源十分丰富，拥有一大批地貌景观、水体景观、生物景观、人文景观和民风民俗等优质旅游资



源。这里有世界闻名的雅鲁藏布大峡谷、大面积的雪山冰川、星罗棋布的高原湖泊，有占全国总数 35% 的各种珍稀野生保护动物。独特的历史文化、浓郁的民族风情、奇特的地势地貌、丰富的高原生态，以其独特的魅力吸引着中外旅游者的脚步。

但是，由于交通瓶颈的制约，西藏旅游业的发展受到影响。据资深旅游人士介绍，目前进藏方式仅为公路、航空两种，航空运输受到运力和班次的限制，运输成本与价格较高；进藏公路川藏线、滇藏线较为险峻，青藏线也受到沿途条件和舒适度的限制，使一些潜在的旅游客源望而却步。

随着青藏铁路的建成，多年来制约西藏旅游业发展的瓶颈——交通基础设施滞后的状况得到极大改善，将实现西藏旅游与国内其他旅游线路、旅游景点的融会贯通，为加快发展高原特色旅游业、带动服务业的发展提供了新的契机。铁路运输具有方便、快捷、安全、舒适、费用低等优点，青藏铁路开通后，将吸引更多的游客进藏，大大增加旅客客源。同时，由于铁路竞争的加入，其他客运方式可望降低价格，提升服务质量，从而进一步完善旅客运输方式，形成铁路—公路—航空运输联运的局面。

据西藏自治区旅游局预测，青藏铁路通车后，西藏每天将接待中外游客达 5000 至 6000 人左右，其中，通过铁路进藏旅游的人数预计在 4000 人左右。如果这些进藏游客在拉萨旅游三天为一个周期计算，拉萨每天将接待 15000 名至 18000 名游客，而拉萨市旅馆的床位至少要达到 2 万个床位，才能基本满足进藏游客的住宿需求。

西藏社科院和中国社科院工业经济研究预测，随着青藏铁路的开通，到 2010 年，进藏旅游人数有望达到 500 多万人次，旅游产业直接收入可达 58 亿元人民币。

林芝机场的开通给公司带来巨大的发展机遇

西藏林芝民用机场是民航重点工程、西藏自治区重点建设项目，投资 7.8 亿元，将成为继拉萨贡嘎机场、昌都邦达机场之后，西藏的第 3 个民用机场，机场飞行区等级为 4C 级。国航西南分公司投入波音 757 进行试航，并计划首先开通成都至林芝的航线。届时，中国国际航空公司西南分公司将在西藏建立以拉萨为枢纽，林芝、邦达等支线机场互为补充的高原航线网络布局。林芝机场位于林芝八一镇南，距离市区 55 公里，处于雅鲁藏布江河谷南岸二级阶地上。林芝机场标高 2954 米，跑道长 3000 米、宽 45 米，设计起降机型为 B737-300、A319-100、DHC8-400 和 DON328-300。林芝机场定位为支线旅游机场，航站楼面积 3000 平方米，能够满足 2010 年旅客年流量达到 12 万人次的需要。这里树木葱郁，含氧量较高，有望成为乘坐飞机进藏观光客的首选航空港。

林芝机场的修建将为缓解入藏旅游者的高原不适提供有效的解决途径。随着林芝机场和青藏铁路的修建，将极大地扭转林芝依赖于拉萨客源分流这一局面，林芝将逐渐取代拉萨成为西藏重要的旅游目的地及进入西藏其它地区的枢纽。青藏铁路及林芝机场开通后，进入西藏的游客将大量增加。林芝将迎来前所未有的发展机遇。届时，大量游客将首先进入林芝地区，作三天左右的旅游活动，再去拉萨。林芝地区将成为拉萨客源的中转及过渡地。

公司拥有林芝地区的两个核心景区——雅鲁藏布大峡谷入口段旅游区和巴松措旅游区的经营管理权。作为游客集散中心的林芝机场开通之后，将给公司带来巨大的发展机遇，其发展前景不容质疑。

西藏阿里神山圣湖旅游区发展前景值得期待



为进一步实施公司在西藏自治区的大旅游开发战略，公司拟将阿里神山圣湖旅游区打造成以高原生态为背景，以冈仁波齐朝圣区和玛旁雍错朝圣区为核心，以高原极限休闲体验和宗教朝圣为重点的国际文化生态旅游目的地。西藏阿里神山圣湖旅游区开发项目一期工程计划投资 3.5 亿元，拟通过非公开发行股票筹集。

目前，219 国道正在全面改造，预计 2010 年底完成；普兰通道及日喀则至狮泉河路面黑色化改造已完成；2010 年 7 月 1 日，阿里昆莎机场建成通航；中尼友谊大桥的良好运营及中尼友谊二桥的即将开通；中印关系进一步改善，中尼关系保持稳定；外部交通和邻邦关系的改善将给阿里旅游业带来跨越式发展的契机。西藏大旅游环境的改善将带来旅游业的迅速发展。自治区政府主导建设水、电、路等外部基础设施，公司完善旅游区内部配套设施建设。越来越多的旅游者和朝圣者来到西藏、来到神山圣湖旅游区观光、朝圣。市场认可度的提升成为神山圣湖旅游区开发与经营发力的重要契机。

从效益测算来看，该项目完工后 10 年内年平均收入将达 17,579 万元，年平均净利润可达 3,615 万元，年平均投资利润率为 12.2%。该项目的实施有利于进一步夯实公司持续发展的基础，增强公司综合竞争能力。



公司 SWOT 分析

3.5 分

优势

分值: 4

公司拥有巴松错景区和大峡谷景区的独家经营权，以及印度香客中心（三分之一的股权）垄断经营权。公司西藏地区最大的旅游企业之一，有着较强的融资能力，以及深厚的人脉资源。

劣势

分值: 3

公司经营区域跨度较大，旅游业务主要的西藏，而广告业务主要在北京。这么大幅度的跨行业跨地区经营给公司管理层带来很高的要求。

机会

分值: 4

随着青藏铁路和林芝机场相继开通，G 圣地所面临的外部经营环境将发生翻天覆地的变化，由于公司拥有市场经济专利（巴松错景区和大峡谷景区独家经营权，以及印度香客中心垄断经营权），公司肯定能够分享西藏旅游行业的高速成长。

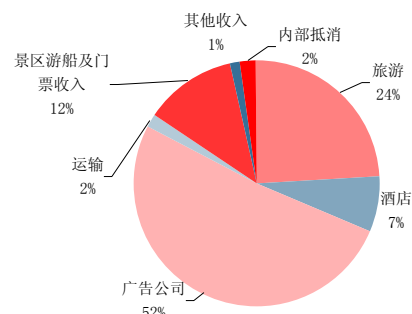
威胁

分值: 3

公司广告业务的客户比较集中。如果客户经营状况有所变化，那么公司广告业务将受到较大影响。公司广告业务有不稳定之虞。

相关数据

公司 2007 年主营收入结构图



指标对比

(%)	2006	2007
净利增长	-39.28%	96.55%
ROE	7.22%	2.46%
毛利率	25.4%	38.0%
EBITDA 增长率	108.44%	34.73%

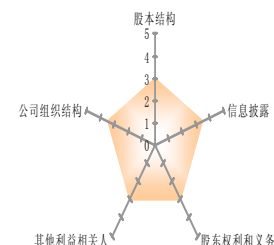


公司治理结构分析

分值：3.8

相关数据及说明

竞争力雷达图

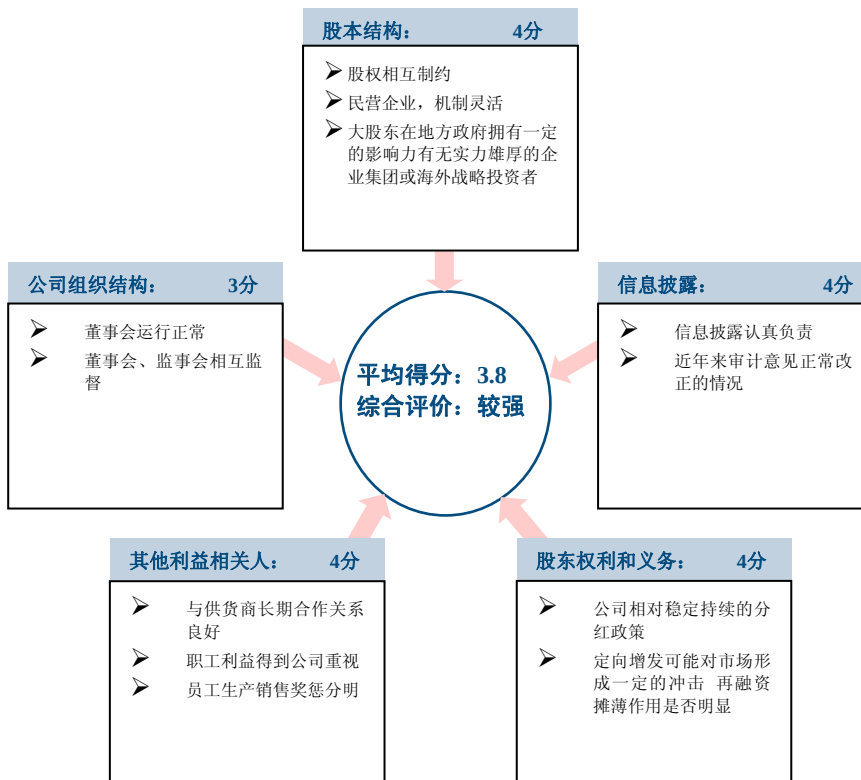


波特五力评价指标说明

各单项及总分的最高分均为 5 分

治理结构综合评价：

很弱	1 分以下
较弱	1-2 分
中等	2-3 分
较强	3-4 分
很强	4-5 分





盈利预测

公司作为西藏自治区唯一一家以旅游、文化传媒为主业的上市公司，正在努力实施大旅游战略及西藏人文地理工程。林芝地区作为西藏较为富庶的地区，是西藏旅游的热点地区之一。公司选取了林芝地区具有代表性的雅鲁藏布江下游及尼洋河下游水上旅游区（暨雅鲁藏布大峡谷入口段旅游区）进行旅游综合开发，重点完善旅游区基础设施，建设岗派公路、米瑞公路、大峡谷旅游区码头，以及配套度假区和附属设施等，解决目前主要存在的基础设施及旅游服务设施不足问题，通过对重点风景区的保护、开发、利用，使公司从以传统旅游服务为主转变为以旅游资源开发经营为主的综合性旅游企业，同时带动林芝旅游业发展，实现促进林芝地区经济增长、提高人民生活水平的总体目标。

我们的预测模型显示，公司 2010 年、2011 年、2012 年的营业收入分别为 1.14 亿元、1.27 亿元、1.37 亿元，归属于母公司所有者的净利润分别为 2677 万元、1764 万元、2107 万元，具体数据见“报表预测”。

表 5-1：西藏旅游营业收入预测表

单位：百万元

名称	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
旅游	35.04	2.41	7.66	8.58	9.61	10.77	12.06	13.50
旅游接待人数（百万人）	0.14	0.16	0.18	0.20	0.22	0.25	0.28	0.31
增长率	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
人均消费	249.43	15.31	43.48	43.48	43.48	43.48	43.48	43.48
增长率	-14.3%	-93.9%	184.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
酒店	10.58	3.25	3.54	8.89	11.74	13.99	16.57	18.23
客房数	133.00	133.00	133.00	133.00	133.00	133.00	133.00	133.00
客房出租率	50%	50%	50%	50%	60%	65%	70%	70%
平均消费	366.32	366.32	366.32	366.32	402.95	443.25	487.57	536.33
广告公司	74.47	35.12	29.06	14.94	14.94	14.94	14.94	14.94
广告代理业务	57.94	34.86	28.04	14.02	14.02	14.02	14.02	14.02
增长率	-58.4%	-39.8%	-19.6%	-50.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
设计制作及其他业务	16.53	0.26	1.02	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92
增长率	84.7%	-98.4%	291.8%	-10.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
运输	2.90	0.71	1.13	1.27	1.13	1.27	1.42	1.59
增长率	50.2%	-75.5%	59.1%	12.0%	-10.7%	12.0%	12.0%	12.0%
景区游船及门票收入	17.96	8.18	50.97	74.22	83.40	88.84	94.93	101.75
其他收入	1.36	0.88	2.28	2.55	2.28	2.55	2.86	3.20
增长率	68.8%	-35.5%	159.8%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
内部抵消	(3.41)			0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
增长率				12.0%	#DIV/0!	12.0%	12.0%	12.0%
主营业务收入合计（百万元）	138.90	50.56	94.65	110.45	123.11	132.36	142.78	153.22
其它产品收入（百万元）	2.82	1.22	3.12	3.64	4.06	4.36	4.70	5.05



上市公司深度报告

其它产品占营业收入比例	1.99%	2.36%	3.19%	3.19%	3.19%	3.19%	3.19%	3.19%
营业收入（百万元）	141.72	51.78	97.77	114.09	127.17	136.72	147.49	158.27
调整比例			0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
营业收入（百万元）调整后	141.72	51.78	97.77	114.09	127.17	136.72	147.49	158.27
营业收入增长率%		32.4%	88.8%	16.7%	11.5%	7.5%	7.9%	7.3%

资料来源：中信建投证券研究发展部

投资评价和建议

我们认为，西藏旅游未来的主要利润来源是景区服务业务，而且大峡谷景区是一个新兴景区，随着开发力度的加大，游客认知程度的提高，该景区的盈利能力将会出现大幅度的提高。随着青藏铁路和林芝机场相继开通，公司所面临的外部经营环境将发生很大的变化，由于公司拥有市场经济专利（巴松错景区和大峡谷景区独家经营权，以及印度香客中心垄断经营权），公司肯定能够分享西藏旅游行业的高速成长。我们建议投资人重点关注该股，以期分享西藏旅游行业的成长。

风险分析

我们认为，西藏旅游的投资风险主要集中在两点：

第一，旅游行业是个敏感性的行业，比较容易受到外在因素的影响，如政治风波、瘟疫、自然灾害等。比如 2008 年年初，由于西藏自治区境内发生了严重的“3.14”暴力事件，公司业务几近停顿。不过，旅游行业受到创伤之后恢复起来非常快。不管怎样，这个行业的短期风险总是存在。对于投资期限比较短的投资人来说，旅游行业的敏感性值得关注。

第二，公司广告业务的客户比较集中。如果客户经营状况有所变化，那么公司广告业务将受到较大影响。公司广告业务有不稳定之虞。



指标分析

	2008A	2009 A	2010F	2011F	2012F
业绩表现					
收入增长率	-63.46%	88.82%	16.69%	11.46%	7.51%
净利增长率	-623.27%	-102.51%	2464.39%	-34.08%	19.43%
EBITDA 增长率	-197.88%	-191.79%	131.05%	8.38%	4.33%
EBIT 增长率	-274.04%	-139.19%	96.97%	14.56%	7.39%
毛利率	18.99%	62.25%	70.34%	71.02%	70.99%
EBITDA Margin (%)	59.12%	109.68%	193.83%	35.76%	27.37%
ROE	-14.74%	0.37%	8.63%	5.39%	6.04%
ROIC	-7.82%	3.09%	6.99%	9.60%	13.24%
ROIC - WACC	-18.29%	-7.37%	-3.58%	-1.00%	2.65%
价值评估					
P / E	(60.65)	2,426.98	94.26	142.99	119.73
EV / 收入	52.09	27.51	22.79	19.76	17.66
EV / EBITDA	(102.56)	111.40	46.63	41.57	38.27
EV / EBIT	(74.86)	190.44	93.50	78.86	70.55
EV / NOPLAT	(74.86)	190.44	93.50	78.86	70.55
EV / IC	5.86	5.89	6.53	7.57	9.34
P / B	8.94	8.91	8.14	7.70	7.24
Dividend Yield (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
每股指标					
基本 EPS	(0.25)	0.01	0.16	0.11	0.13
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	(0.03)	0.35	0.62	0.59	0.65
每股净现金流	(0.37)	0.11	(0.00)	0.41	0.60
每股净资产	1.71	1.72	1.88	1.99	2.11
流动性					
净负债 / 权益	0.51	0.47	0.25	(0.03)	(0.31)
总负债 / 总资产	52.58%	52.96%	42.54%	39.09%	37.59%
流动比率	1.96	1.79	3.88	4.25	4.98
速动比率	1.92	1.75	3.78	4.15	4.87

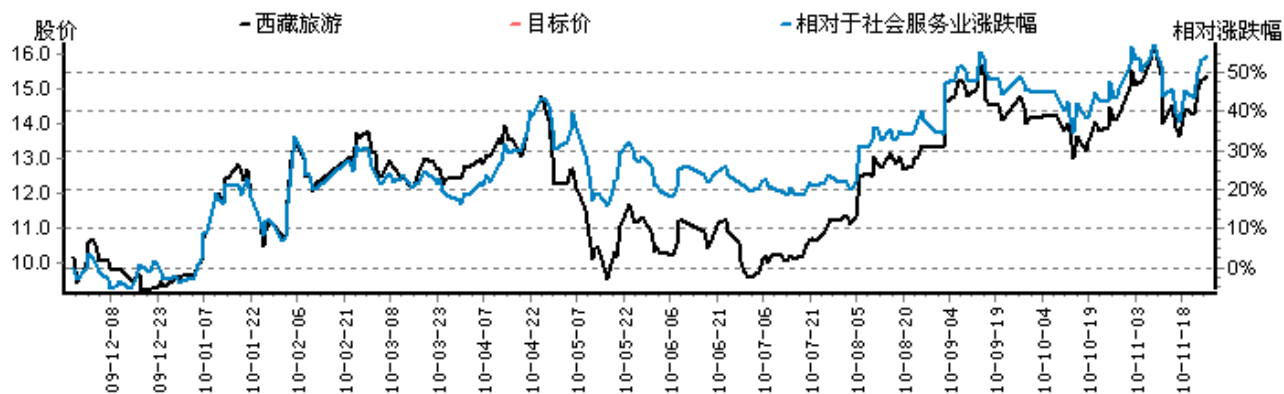


报表预测

	2008A	2009 A	2010F	增长率	2011F	增长率	2012F	增长率
利润表（百万元）								
营业收入	51.78	97.77	114.09	16.69%	127.17	11.46%	136.72	7.51%
营业成本	41.95	36.91	33.84	-8.31%	36.85	8.91%	39.66	7.62%
营业费用	21.42	20.00	23.82	19.11%	26.55	11.46%	28.55	7.51%
管理费用	23.74	21.97	23.47	6.80%	26.16	11.46%	28.12	7.51%
财务费用	4.76	10.75	13.05	21.41%	10.30	-21.10%	8.77	-14.89%
投资收益	(1.40)	(1.50)	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	(40.79)	3.37	14.76	338.07%	21.56	46.09%	25.45	18.03%
利润总额	(41.56)	2.96	29.76	906.61%	21.56	-27.54%	25.45	18.03%
所得税	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
净利润	(41.56)	2.96	29.76	906.61%	21.56	-27.54%	25.45	18.03%
归母所有者净利润	(41.59)	1.04	26.77	2464.39%	17.64	-34.08%	21.07	19.43%
资产负债表（百万元）								
货币资金	80.79	98.86	98.12	-0.75%	165.88	69.06%	264.90	59.69%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	17.15	43.75	51.06	16.69%	56.91	11.46%	61.18	7.51%
预付款项	126.88	77.67	32.54	-58.11%	(16.61)	N/A	(69.51)	N/A
存货	5.29	6.74	6.18	-8.31%	6.73	8.91%	7.24	7.62%
流动资产合计	303.63	279.00	248.42	-10.96%	280.37	12.86%	336.35	19.97%
非流动资产	311.15	347.04	315.95	-8.96%	287.36	-9.05%	258.51	-10.04%
资产总计	614.78	626.04	564.37	-9.85%	567.73	0.60%	594.86	4.78%
短期借款	57.30	57.30	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	17.19	22.31	20.17	-9.57%	21.97	8.91%	23.65	7.62%
预收款项	1.58	0.58	0.58	0.00%	0.58	0.00%	0.58	0.00%
流动负债合计	155.24	155.54	64.11	-58.78%	65.90	2.80%	67.58	2.54%
非流动负债	168.00	176.00	176.00	0.00%	156.00	-11.36%	156.00	0.00%
少数股东权益	9.37	11.29	14.28	26.54%	18.20	27.46%	22.58	24.06%
母公司股东权益	282.17	283.21	309.98	9.45%	327.62	5.69%	348.69	6.43%
净营运资本	148.40	123.46	184.31	49.29%	214.47	16.36%	268.77	25.32%
现金流量表（百万元）								
净利润	(41.56)	2.96	29.76	906.61%	21.56	-27.54%	25.45	18.03%
折旧摊销	9.73	10.02	0.00	N/A	28.59	N/A	28.85	0.91%
净营运资金增加	(142.33)	(24.94)	60.86	N/A	30.15	-50.45%	54.30	80.08%
经营活动产生现金流	(5.35)	58.56	101.50	73.31%	98.06	-3.39%	107.78	9.91%
投资活动产生现金流	(126.61)	(38.57)	0.11	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
融资活动产生现金流	71.20	(1.92)	(102.35)	N/A	(30.30)	N/A	(8.77)	N/A
现金净增（减）	(60.76)	18.07	(0.75)	N/A	67.76	N/A	99.01	46.12%



附:





评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

- 1、 $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$
- 2、 $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$
- 3、 $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$
- 4、 $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ （只考虑核心业务，扣除非经常性损益）
- 5、 $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$
- 6、 $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$
- 7、 $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$
- 8、 $WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$
- 9、 $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} \times (1 - \text{税率})$
- 10、 $V_e = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$ $V_d = \text{债务价值}$
- 11、 $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$
- 12、 $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$



分析师介绍

沈周翔：复旦大学理学硕士，酒店旅游行业分析师，十三年证券从业经验，秉承“价值与趋势并重，理论与实践同行”的研究理念，2007 年和 2008 年连续两年被今日投资、《中国证券报》、CCTV《中国证券》共同评选为“最佳分析师”。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，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，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。