



**CICC**  
中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED

## 业绩回顾

证券研究报告

2011年3月14日

旅游酒店

研究部

李永喜

分析员, SAC 执业证书编号:  
S0080207120070

liyongxi@cicc.com.cn

曾令波

分析员, SAC 执业证书编号:  
S0080207120069

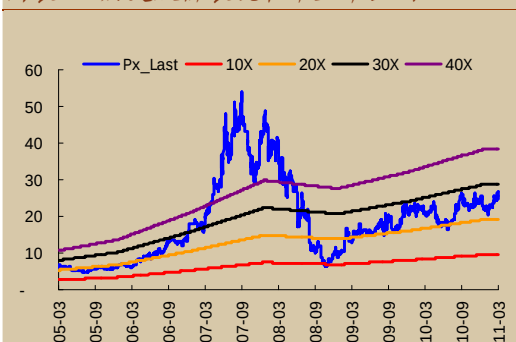
zenglb@cicc.com.cn

审慎推荐

## 首旅股份 (600258.SH)

### 业绩略低于预期, 关注南山景区门票分成

图表 1: 历史股价表现和市盈率区间



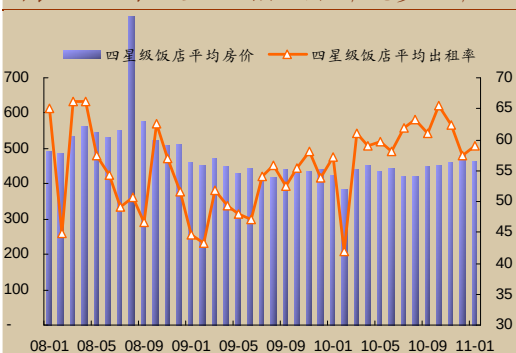
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 2: 分业务业绩比较

| (百万元)      | 2009         | 1H10         | 2H10         | HoH        | YoY        | 2010         | YoY        |
|------------|--------------|--------------|--------------|------------|------------|--------------|------------|
| <b>收入</b>  | <b>1,649</b> | <b>1,076</b> | <b>1,229</b> | <b>17%</b> | <b>48%</b> | <b>2,305</b> | <b>40%</b> |
| 旅游服务       | 855          | 612          | 805          | 21%        | 74%        | 1,417        | 66%        |
| 酒店         | 352          | 187          | 219          | -4%        | 19%        | 406          | 15%        |
| 景区         | 380          | 250          | 170          | 37%        | 27%        | 421          | 11%        |
| 展览广告       | 63           | 27           | 35           | -35%       | 24%        | 62           | -2%        |
| <b>毛利率</b> | <b>46.7%</b> | <b>41.8%</b> | <b>33.9%</b> | <b>-2%</b> | <b>-8%</b> | <b>37.6%</b> | <b>-9%</b> |
| 旅游服务       | 6.5%         | 5.0%         | 4.9%         | -1%        | -2%        | 4.9%         | -2%        |
| 酒店         | 84.7%        | 85.6%        | 84.4%        | 2%         | 0%         | 85.0%        | 0%         |
| 景区         | 93.1%        | 92.8%        | 93.0%        | 0%         | -1%        | 92.9%        | 0%         |
| 展览广告       | 99.2%        | 100.0%       | 100.0%       | 1%         | 0%         | 100.0%       | 1%         |

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 3: 北京四星级酒店出租率稳步上升



资料来源: 北京市旅游局, 中金公司研究部

#### 公司动态:

首旅股份公布 2010 年业绩, 共实现营业收入 23.05 亿元, 归属于上市公司股东的净利润 1.87 亿元, 同比分别增长 39.7% 和 17.2%。每股收益 0.81 元, 略低于预期。公司拟每 10 股派发现金股利 4.5 元。

#### 评论:

**行业趋势向好, 业绩略低于预期。**2010 年旅游酒店行业保持持续增长势头, 公司在海南的南山景区受益海南国际旅游岛建设、神舟旅行社业务收入大幅增长、北京星级酒店入住率逐步回升 (2010 年维持在平均 60% 左右的较高水平) 共同推动公司整体收入大幅增长 40%。而由于毛利率较低 (2010 年毛利率仅 5%) 的旅行社业务占比提高将近 10%, 公司综合毛利率水平出现了较大幅度的下滑, 导致净利润增速低于收入增幅。

**酒店业务稳步复苏, 长期增长保障来源于南山景区。**公司的酒店业务在经历 09 年的金融危机影响之后稳步复苏, 收入同比增长 15%。而国际旅游岛的批复和建设等一系列利好政策刺激下, 去年进入海南的游客数上升。公司所属南山景区作为海南的标志性景区, 2010 年接待游客数达 310 万人次, 同比增长 11%, 长期增长潜力可观。三亚市国有资产管理公司同意三亚南山观音苑建设发展有限公司作为南山文化旅游区门票分成主体, 对公司的门票分成谈判进展构成利好。

**下调公司盈利预测 6%。**鉴于公司综合毛利率水平较低, 且未来南山门票分成仍存在不确定性, 我们下调 2011 年每股收益预测 6% 至 0.99 元, 给出 2012 年每股收益预测至 1.22 元。

#### 投资建议:

我们预计 2011 年和 2012 年每股收益 0.99 元和 1.22 元, 目前股价对应 2011 和 2012 年市盈率分别为 25x 和 20x。此估值处于酒店旅游行业低端, 隐含了市场对南山景区门票分成悬而未决的担忧, 如果考虑门票分成, 则估值为 41x 和 38x。我们看好南山景区的长期增长前景以及公司作为首旅集团酒店业务整合平台的外延式增长空间, 维持对公司“审慎推荐”的投资评级。

#### 风险:

门票分成比例低于预期, 资产注入受阻或慢于预期。

图表 4：分季度业绩

| (百万元)   | 季度数据  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | 4Q10   |         | 2009    |         | 2010   |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|---------|---------|---------|--------|
|         | 1Q08  | 2Q08  | 3Q08  | 4Q08  | 1Q09  | 2Q09  | 3Q09  | 4Q09  | 1Q10  | 2Q10  | 3Q10  | 4Q10  | YoY    | QoQ     |         |         | YoY    |
| 营业收入    | 466.5 | 424.1 | 419.1 | 482.5 | 406.5 | 320.5 | 417.2 | 505.3 | 572.5 | 503.2 | 647.3 | 581.6 | 15.1%  | -10.1%  | 1,649.4 | 2,304.6 | 39.7%  |
| 营业成本    | 278.1 | 261.0 | 239.1 | 278.0 | 200.8 | 161.3 | 237.2 | 280.4 | 325.9 | 300.2 | 455.3 | 357.0 | 27.3%  | -21.6%  | 879.6   | 1,438.4 | 63.5%  |
| 营业税金及附加 | 9.4   | 8.5   | 9.4   | 10.6  | 10.1  | 8.2   | 9.3   | 11.7  | 11.8  | 10.4  | 9.9   | 12.0  | 2.8%   | 20.6%   | 39.2    | 44.2    | 12.6%  |
| 毛利      | 179.0 | 154.6 | 170.6 | 193.9 | 195.6 | 151.0 | 170.6 | 213.2 | 234.8 | 192.5 | 182.0 | 212.7 | -0.3%  | 16.9%   | 730.5   | 822.1   | 12.5%  |
| 营业费用    | 48.6  | 49.6  | 52.1  | 67.5  | 52.2  | 49.7  | 57.8  | 79.0  | 57.8  | 59.7  | 63.1  | 89.7  | 13.7%  | 42.3%   | 238.6   | 270.3   | 13.3%  |
| 管理费用    | 46.2  | 45.2  | 45.4  | 64.1  | 51.8  | 48.6  | 62.6  | 71.3  | 64.0  | 54.7  | 59.2  | 73.7  | 3.3%   | 24.5%   | 234.3   | 251.6   | 7.4%   |
| 财务费用    | 4.5   | 4.0   | 4.1   | 3.2   | 4.1   | 4.3   | 4.6   | 5.3   | 5.4   | 5.3   | 5.6   | 5.5   | 2.5%   | -1.9%   | 18.4    | 21.7    | 18.3%  |
| 投资收益    | -2.5  | 7.0   | 6.9   | 3.5   | -2.1  | 6.7   | 10.2  | 0.8   | -1.1  | 7.1   | 9.4   | 4.7   | 510.5% | -49.5%  | 15.5    | 20.1    | 29.7%  |
| 营业利润    | 76.8  | 63.0  | 75.2  | 48.8  | 85.3  | 54.9  | 55.3  | 43.8  | 105.8 | 79.3  | 63.5  | 27.7  | -36.8% | -56.4%  | 239.3   | 276.3   | 15.5%  |
| 营业外收入   | 0.2   | 0.4   | 0.2   | 1.4   | 0.3   | 0.3   | 0.1   | 0.8   | 0.4   | 0.3   | 0.2   | 6.4   | 652.4% | 2944.1% | 1.6     | 7.3     | 355.7% |
| 营业外支出   | 0.3   | 2.3   | 0.0   | 0.4   | 0.3   | 0.1   | 0.1   | 0.5   | 0.3   | 0.8   | 0.2   | 0.7   | 34.0%  | 290.7%  | 1.1     | 2.0     | 81.8%  |
| 利润总额    | 76.6  | 61.0  | 75.3  | 64.8  | 85.2  | 55.1  | 55.3  | 59.6  | 105.8 | 78.9  | 63.5  | 53.4  | -10.4% | -15.9%  | 255.2   | 301.6   | 18.2%  |
| 所得税     | 15.3  | 11.7  | 15.1  | 13.2  | 18.4  | 10.6  | 9.2   | 14.1  | 23.2  | 15.9  | 11.6  | 13.5  | -4.6%  | 16.0%   | 52.4    | 64.2    | 22.7%  |
| 少数股东权益  | 14.4  | 9.4   | 13.9  | 12.1  | 16.0  | 7.7   | 8.6   | 10.9  | 21.2  | 12.2  | 10.6  | 6.2   | -42.9% | -41.5%  | 43.2    | 50.3    | 16.4%  |
| 净利润     | 46.9  | 40.0  | 46.3  | 39.5  | 50.7  | 36.8  | 37.6  | 34.6  | 61.5  | 50.7  | 41.2  | 33.7  | -2.5%  | -18.3%  | 159.7   | 187.1   | 17.2%  |
| 每股收益(元) | 0.20  | 0.17  | 0.20  | 0.17  | 0.22  | 0.16  | 0.16  | 0.15  | 0.27  | 0.22  | 0.18  | 0.15  | -2.5%  | -18.3%  | 0.69    | 0.81    | 17.2%  |
| 毛利率     | 40.4% | 38.5% | 43.0% | 42.4% | 50.6% | 49.7% | 43.1% | 44.5% | 43.1% | 40.3% | 29.7% | 38.6% | -5.9%  | 9.0%    | 46.7%   | 37.6%   | -9.1%  |
| 营业费用率   | 10.4% | 11.7% | 12.4% | 14.0% | 12.8% | 15.5% | 13.8% | 15.6% | 10.1% | 11.9% | 9.7%  | 15.4% | -0.2%  | 5.7%    | 14.5%   | 11.7%   | -2.7%  |
| 管理费用率   | 9.9%  | 10.7% | 10.8% | 13.3% | 12.7% | 15.2% | 15.0% | 14.1% | 11.2% | 10.9% | 9.1%  | 12.7% | -1.4%  | 3.5%    | 14.2%   | 10.9%   | -3.3%  |
| 营业利润率   | 16.5% | 14.8% | 17.9% | 10.1% | 21.0% | 17.1% | 13.3% | 8.7%  | 18.5% | 15.8% | 9.8%  | 4.8%  | -3.9%  | -5.1%   | 14.5%   | 12.0%   | -2.5%  |
| 净利率     | 10.1% | 9.4%  | 11.1% | 8.2%  | 12.5% | 11.5% | 9.0%  | 6.8%  | 10.7% | 10.1% | 6.4%  | 5.8%  | -1.0%  | -0.6%   | 9.7%    | 8.1%    | -1.6%  |
| 有效税率    | 20.0% | 19.1% | 20.0% | 20.3% | 21.6% | 19.3% | 16.6% | 23.7% | 21.9% | 20.2% | 18.3% | 25.3% | 1.5%   | 6.9%    | 20.5%   | 21.3%   | 0.8%   |

资料来源：公司资料，中金公司

图表 5：旅游酒店行业估值表

| 公司名称  | 股票代码      | 股价    | 总市值 | EPS       |      |      | 盈利增长(%) |        |       | CAGR   | PE    |       |       | PB   |      |      |
|-------|-----------|-------|-----|-----------|------|------|---------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|------|------|------|
|       |           |       |     | 2011-3-13 | (亿元) | 10E  | 11E     | 12E    | 10E   |        | 11E   | 12E   | 10~12 | 10E  | 11E  | 12E  |
| 景区    |           |       |     |           |      |      |         |        |       |        |       |       |       |      |      |      |
| 黄山旅游  | 600054.SH | 20.04 | 94  | 0.56      | 0.69 | 0.80 | 65.2%   | 23.6%  | 15.8% | 19.7%  | 35.8  | 28.9  | 25.0  | 6.8  | 6.0  | 5.3  |
| 峨眉山 A | 000888.SZ | 19.83 | 47  | 0.51      | 0.64 | 0.78 | 43.6%   | 24.3%  | 21.8% | 23.0%  | 38.7  | 31.2  | 25.6  | 5.9  | 5.1  | 4.4  |
| 丽江旅游  | 002033.SZ | 31.81 | 37  | 0.17      | 0.77 | 0.95 | -48.1%  | 348.5% | 24.6% | 136.4% | 186.2 | 41.5  | 33.3  | 6.3  | 5.5  | 4.8  |
| 桂林旅游  | 000978.SZ | 13.39 | 48  | 0.21      | 0.39 | 0.47 | 125.1%  | 83.4%  | 20.9% | 48.9%  | 63.4  | 34.5  | 28.6  | 3.2  | 3.0  | 2.7  |
| 宋城股份  | 300144.SZ | 48.72 | 82  | 0.99      | 1.31 | 1.85 | 90.6%   | 32.9%  | 40.7% | 36.7%  | 49.4  | 37.1  | 26.4  | 3.8  | 3.4  | 3.1  |
| 西藏旅游  | 600749.SH | 15.61 | 26  | 0.17      | 0.23 | 0.31 | 2545.2% | 34.6%  | 39.5% | 37.0%  | 93.3  | 69.3  | 49.7  | 8.1  | 7.3  | 6.5  |
| 三特索道  | 002159.SZ | 18.10 | 22  | 0.27      | 0.38 | 0.54 | 43.5%   | 43.9%  | 41.8% | 42.9%  | 68.1  | 47.3  | 33.4  | 4.8  | 4.4  | 3.8  |
| 中值    |           |       |     |           |      |      | 65.2%   | 34.6%  | 24.6% | 37.0%  | 63.4  | 39.3  | 28.6  | 5.9  | 5.1  | 4.4  |
| 酒店    |           |       |     |           |      |      |         |        |       |        |       |       |       |      |      |      |
| 锦江股份  | 600754.SH | 21.96 | 132 | 0.63      | 0.69 | 0.86 | 36.0%   | 8.6%   | 24.3% | 16.2%  | 34.7  | 31.9  | 25.7  | 3.3  | 3.2  | 3.1  |
| 首旅股份  | 600258.SH | 24.77 | 57  | 0.81      | 0.99 | 1.22 | 17.2%   | 22.3%  | 22.9% | 22.6%  | 30.6  | 25.0  | 20.4  | 5.6  | 5.1  | 4.6  |
| 华天酒店  | 000428.SZ | 9.93  | 55  | 0.25      | 0.34 | 0.46 | -4.0%   | 37.4%  | 36.8% | 37.1%  | 40.4  | 29.4  | 21.5  | 3.9  | 3.5  | 3.0  |
| 金陵饭店  | 601007.SH | 9.87  | 30  | 0.31      | 0.34 | 0.40 | 8.2%    | 11.5%  | 17.7% | 14.6%  | 32.1  | 28.7  | 24.4  | 2.5  | 2.3  | 2.1  |
| 东方宾馆  | 000524.SZ | 10.82 | 29  | 0.05      | -    | 0.04 | 126.0%  | n.a.   | n.a.  | -16.7% | 213.3 | n.a.  | 307.1 | n.a. | n.a. | n.a. |
| 万好万家  | 600576.SH | 23.63 | 52  | (0.15)    | -    | 0.10 | -206.7% | n.a.   | n.a.  | 63.2%  | n.a.  | n.a.  | 234.4 | 9.9  | n.a. | n.a. |
| 中值    |           |       |     |           |      |      | 12.7%   | 16.9%  | 23.6% | 19.4%  | 34.7  | 29.1  | 25.1  | 3.9  | 3.3  | 3.1  |
| 旅行社   |           |       |     |           |      |      |         |        |       |        |       |       |       |      |      |      |
| 中国国旅  | 601888.SH | 29.18 | 257 | 0.50      | 0.68 | 0.90 | 42.1%   | 35.5%  | 31.7% | 33.6%  | 57.8  | 42.6  | 32.4  | 6.3  | 5.7  | 5.1  |
| 中青旅   | 600138.SH | 15.63 | 65  | 0.56      | 0.84 | 1.00 | -8.3%   | 50.8%  | 19.1% | 34.0%  | 28.0  | 18.6  | 15.6  | 2.9  | 2.7  | 2.5  |
| 西安饮食  | 000721.SZ | 12.16 | 24  | 0.26      | 0.24 | 0.31 | 12.0%   | -7.4%  | 28.8% | 9.2%   | 46.1  | 49.8  | 38.7  | 5.2  | 5.1  | 4.4  |
| ST张家界 | 000430.SZ | 9.85  | 22  | 0.05      | 0.03 | 0.04 | 131.9%  | -49.9% | 54.6% | -12.0% | 192.0 | 382.9 | 247.7 | n.a. | n.a. | n.a. |
| 大连圣亚  | 600593.SH | 17.69 | 16  | 0.10      | 0.13 | 0.16 | 154.6%  | 32.6%  | 17.3% | 24.7%  | 176.7 | 133.3 | 113.7 | n.a. | n.a. | n.a. |
| 中值    |           |       |     |           |      |      | 87.0%   | 34.1%  | 30.2% | 29.2%  | 52.4  | 64.9  | 54.5  | 5.7  | 5.1  | 4.2  |
| 全部中值  |           |       |     |           |      |      | 65.2%   | 34.1%  | 24.6% | 29.2%  | 52.4  | 39.3  | 28.6  | 5.7  | 5.1  | 4.2  |

资料来源：WIND，中金公司

图表6：财务分析、盈利预测与估值分析摘要

| 首旅股份 600258 损益表(人民币百万) |        |        |       |        |        |        |
|------------------------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
|                        | 2007A  | 2008A  | 2009A | 2010A  | 2011E  | 2012E  |
| 销售收入                   | 1,820  | 1,792  | 1,649 | 2,305  | 2,511  | 2,689  |
| 销售成本                   | -1,178 | -1,056 | -880  | -1,438 | -1,508 | -1,569 |
| 营业费用                   | -203   | -218   | -239  | -270   | -292   | -307   |
| 管理费用                   | -173   | -201   | -234  | -252   | -269   | -283   |
| EBIT                   | 232    | 280    | 258   | 300    | 386    | 469    |
| EBITDA                 | 290    | 340    | 329   | 376    | 462    | 546    |
| 财务费用                   | -17    | -16    | -18   | -22    | -12    | -8     |
| 投资收益                   | 13     | 15     | 15    | 20     | 15     | 15     |
| 其他损益项                  | 0      | 0      | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 所得税                    | -54    | -55    | -52   | -64    | -97    | -119   |
| 少数股东损益                 | -41    | -50    | -43   | -50    | -63    | -76    |
| 归属于股东的净利润              | 122    | 173    | 160   | 187    | 229    | 281    |

| 首旅股份 600258 资产负债表(人民币百万) |       |       |       |       |       |       |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                          | 2007A | 2008A | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E |
| 现金                       | 197   | 290   | 210   | 230   | 203   | 365   |
| 应收账款                     | 34    | 35    | 26    | 27    | 30    | 32    |
| 预付账款                     | 6     | 11    | 13    | 17    | 18    | 19    |
| 存货                       | 11    | 11    | 15    | 15    | 16    | 16    |
| 其他流动资产                   | 2     | -     | 1     | 1     | -     | -     |
| 流动资产                     | 264   | 358   | 277   | 305   | 281   | 448   |
| 固定资产                     | 851   | 831   | 877   | 867   | 850   | 835   |
| 长期投资                     | 336   | 249   | 274   | 290   | 290   | 290   |
| 其他长期资产                   | 50    | 50    | 46    | 48    | 48    | 48    |
| 长期资产                     | 1,619 | 1,500 | 1,610 | 1,607 | 1,576 | 1,548 |
| 资产总额                     | 1,883 | 1,858 | 1,887 | 1,912 | 1,857 | 1,996 |
| 短期借款                     | 228   | 233   | 75    | 55    | 55    | 55    |
| 各项应付款                    | 92    | 77    | 87    | 98    | 103   | 107   |
| 应交税费                     | 24    | 34    | 27    | 22    | 24    | 25    |
| 应付职工薪酬                   | 25    | 13    | 16    | 13    | 14    | 14    |
| 其他流动负债                   | 171   | 150   | 148   | 329   | 166   | 176   |
| 流动负债                     | 515   | 495   | 337   | 504   | 348   | 362   |
| 长期借款                     | 20    | -     | 330   | 127   | 127   | 127   |
| 其他长期负债                   | 65    | 35    | 4     | 3     | 3     | 3     |
| 长期负债                     | 85    | 35    | 334   | 130   | 130   | 130   |
| 负债总额                     | 629   | 537   | 683   | 647   | 490   | 505   |
| 少数股东权益                   | 210   | 226   | 230   | 238   | 238   | 238   |
| 股本                       | 231   | 231   | 231   | 231   | 231   | 231   |
| 公积金及未分配利润                | 813   | 863   | 742   | 795   | 897   | 1,022 |
| 股东权益                     | 1,045 | 1,095 | 973   | 1,027 | 1,128 | 1,253 |
| 负债及股东权益                  | 1,883 | 1,858 | 1,887 | 1,912 | 1,857 | 1,996 |

| 首旅股份 600258 现金流量表(人民币百万) |       |       |       |       |       |       |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                          | 2007A | 2008A | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E |
| 净利润                      | 122   | 173   | 160   | 187   | 229   | 281   |
| 折旧/摊销                    | 58    | 61    | 71    | 76    | 76    | 77    |
| 运营资本变化                   | 7     | -36   | 10    | 7     | 13    | 10    |
| 其他项                      | 62    | 50    | 33    | 49    | 60    | 68    |
| 经营活动现金流                  | 250   | 248   | 274   | 319   | 378   | 437   |
| 固定资产投资                   | -101  | -39   | -39   | -56   | -57   | -61   |
| 其他投资活动                   | 32    | 24    | -321  | 9     | 27    | 27    |
| 投资活动现金流                  | -69   | -16   | -360  | -47   | -30   | -34   |
| 股权融资                     | -     | -     | -     | -     | -     | -     |
| 借款变动                     | -83   | -61   | 103   | -91   | -173  | -     |
| 其他融资活动                   | -56   | -78   | -104  | -161  | -202  | -240  |
| 融资活动现金流                  | -140  | -139  | -1    | -252  | -375  | -240  |
| 现金(等价物)变化                | 42    | 93    | -88   | 20    | -27   | 163   |

| 历史股价表现    |          |    |          |    |       |     |
|-----------|----------|----|----------|----|-------|-----|
|           | 1周       | 1月 | 1季度      | 半年 | 1年    | 2年  |
| (%)       | 0%       | 6% | 0%       | 0% | 19%   | 82% |
| 行业板块      | 消费与服务    |    | 二级行业     |    | 餐饮旅游  |     |
| 第一大股东     | 北京首都旅游集团 |    | 持股比例     |    | 60%   |     |
| 总市值(百万元)  | 5,732    |    | 流通市值(百万) |    | 5,732 |     |
| 发行股数(百万股) | 231      |    | 股票现价(元)  |    | 24.77 |     |

| 成长性分析  |       |       |       |       |       |       |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|        | 2007A | 2008A | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E |
| 销售收入   | 24.2% | -1.5% | -8.0% | 39.7% | 8.9%  | 7.1%  |
| 销售毛利   | 31.8% | 14.9% | 4.6%  | 12.5% | 15.2% | 11.8% |
| EBITDA | 46.8% | 17.2% | -3.4% | 14.4% | 23.0% | 18.1% |
| EBIT   | 65.2% | 20.4% | -7.8% | 16.5% | 28.6% | 21.4% |
| 净利润    | 54.9% | 41.1% | -7.6% | 17.2% | 22.3% | 22.9% |

| 盈利能力分析    |       |       |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           | 2007A | 2008A | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E |
| 毛利率       | 33.4% | 39.0% | 44.3% | 35.7% | 37.7% | 39.4% |
| 营业费用率     | 11.1% | 12.2% | 14.5% | 11.7% | 11.6% | 11.4% |
| 管理费用率     | 9.5%  | 11.2% | 14.2% | 10.9% | 10.7% | 10.5% |
| EBITDA利润率 | 16.0% | 19.0% | 19.9% | 16.3% | 18.4% | 20.3% |
| EBIT利润率   | 12.8% | 15.6% | 15.6% | 13.0% | 15.4% | 17.4% |
| 净利润率      | 6.7%  | 9.6%  | 9.7%  | 8.1%  | 9.1%  | 10.5% |

| 偿债能力及杠杆分析 |       |       |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           | 2007A | 2008A | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E |
| 流动比率      | 0.51  | 0.72  | 0.82  | 0.60  | 0.81  | 1.24  |
| 速动比率      | 0.49  | 0.70  | 0.78  | 0.57  | 0.76  | 1.19  |
| 现金比率      | 10%   | 16%   | 11%   | 12%   | 11%   | 18%   |
| 资产负债率     | 33%   | 29%   | 36%   | 34%   | 26%   | 25%   |
| 债务/权益     | 30%   | 25%   | 42%   | 35%   | 16%   | 15%   |
| 净债务/权益    | 11%   | -1%   | 21%   | 12%   | -2%   | -14%  |
| 利息覆盖倍数    | 17    | 21    | 18    | 17    | 39    | 70    |

| 杜邦分析%     |       |       |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           | 2007A | 2008A | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E |
| 净资产收益率    | 11.7% | 15.8% | 16.4% | 18.2% | 20.3% | 22.5% |
| = 总资产收益率  | 6.5%  | 9.3%  | 8.5%  | 9.8%  | 12.3% | 14.1% |
| × 总资产/净资产 | 1.80  | 1.70  | 1.94  | 1.86  | 1.65  | 1.59  |
| = 销售净利润率  | 7%    | 10%   | 10%   | 8%    | 9%    | 10%   |
| × 资产周转率   | 0.97  | 0.96  | 0.87  | 1.21  | 1.35  | 1.35  |
| × 总资产/净资产 | 1.80  | 1.70  | 1.94  | 1.86  | 1.65  | 1.59  |

| 回报率分析%   |       |       |       |       |       |       |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|          | 2007A | 2008A | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E |
| 投入资本回报率  | 8.9%  | 12.7% | 10.3% | 13.3% | 15.2% | 17.2% |
| 资本回报率    | 11.7% | 15.8% | 16.4% | 18.2% | 20.3% | 22.5% |
| 加权平均资本成本 | 9.7%  | 12.6% | 11.0% | 12.7% | 15.7% | 17.9% |

| 每股指标分析  |       |       |       |       |       |       |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|         | 2007A | 2008A | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E |
| 摊薄每股收益  | 0.53  | 0.75  | 0.69  | 0.81  | 0.99  | 1.22  |
| 每股经营性现金 | 1.08  | 1.07  | 1.18  | 1.38  | 1.63  | 1.89  |
| 每股股息    | 0.27  | 0.37  | 0.60  | 0.45  | 0.55  | 0.68  |
| 每股净资产   | 4.51  | 4.73  | 4.21  | 4.44  | 4.88  | 5.42  |

| 估值分析       |       |       |       |       |       |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|            | 2008A | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E |
| 市盈率        | 33.2  | 35.9  | 30.6  | 25.0  | 20.4  |
| 市净率        | 5.2   | 5.9   | 5.6   | 5.1   | 4.6   |
| 股价/每股经营现金流 | 23.1  | 21.0  | 18.0  | 15.2  | 13.1  |
| 红利收益率      | 1.5%  | 2.4%  | 1.8%  | 2.2%  | 2.7%  |
| 市盈率-考虑门票分成 |       |       | 42.2  | 41.3  | 37.7  |

资料来源：彭博资讯，公司资料，中金公司

---

## 法律声明

---

### 一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

**本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。**

## 北京

中国国际金融有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## Singapore

China International Capital  
Corporation (Singapore) Pte.  
Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 上海

中国国际金融有限公司上海分公司  
上海浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## United Kingdom

China International Capital  
Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## 北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

## 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

## 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

## 武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号  
新世界中心写字楼4层  
邮编: 430032  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

## 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

## 南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号  
绿地广场2层  
邮编: 210008  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

## 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

## 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及  
欧瑞蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

## 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼107、201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

## 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

## 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED