

首旅股份(600258)

研究员: 张芸 执业证书编号: S0570510120017

☎ 025-83290884 ✉ zylt4463@sina.com

Ⓜ http://t.zhangle.com/4097

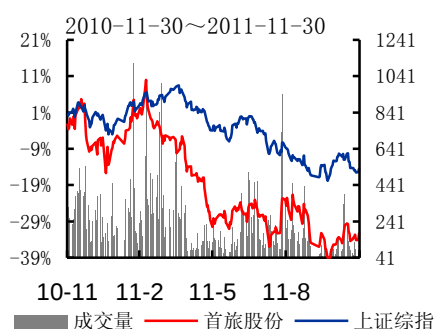
主业稳定、期待整合

投资评级: 推荐(首次)

旅游综合 II

当前价格(元):	15.16
目标价格(元):	18.33

股价走势图



相关研究

投资要点:

◆ 公司主营业务包含高星级酒店、景区经营、旅行社及会展广告业务。从业务构成来看涵盖了旅游产业链中的旅行社、酒店、景区，产业链较为完整。从各项业务收入占比来看，旅行社收入一直是重要收入来源，收入占比常年在 60% 以上，但由于我国旅行社行业恶性微利竞争的特质，这项业务利润贡献较小，毛利率仅仅维持在 5%-6% 之间。因此，酒店及景区经营为公司主要盈利点及未来重点发展方向。

◆ 公司旗下三家四星级酒店，民族饭店、京伦饭店、前门饭店受益于北京酒店市场奥运后的回暖、自身的地理及经营优势，近几年出租率及房价稳中有升，其中民族饭店在 2005 年及 2007 年大修后房价超过京伦饭店，于 2011 年达到 670 元的水平，接近 5 星级酒店水平。我们认为公司酒店在北京高星级酒店行业的竞争优势在于其老字号品牌对客源的吸引力、与外资酒店相比之下的价格优势及吸引商旅客黄金地段的优势。未来这三家酒店的房价仍有上升空间，结合本年前三季度各个酒店经营状况，我们预计 2011-2012 年酒店业务营收将达 4.48-4.9 亿，年均增速在 10% 左右。

◆ 南山景区门票分成事宜虽然对上市公司业绩直接有负面影响，但问题的解决无论对未来景区自身的纵深开发，还是为公司整体的再融资发展都扫清了障碍。因此，从长远来看我们认为这一事件的解决是公司启动新一轮发展的积极信号。预计全年景区收入下滑幅度将达 38%，贡献 EPS 约为 0.30 元。

◆ 2011 年是公司的业绩低点，但作为首旅集团旗下酒店类上市平台，未来我们看好集团旗下的优质标的注入上市公司后，公司在酒店行业的发展前景。在不考虑未来增发对公司的影响，预计 2011-2013 年实现 EPS:0.50 元、0.61 元、0.76 元，对应 PE: 48.78 倍、39.51 倍、32 倍。12 个月目标价 18.33 元，给予“推荐”评级。

公司基本资料

总股本(万)	23140.00
流通 A 股(万)	23140.00
52 周内股价区间(元)	14.1-27.34
总市值(亿)	37.28
总资产(亿)	21.62
每股净资产(元)	4.31

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	23.05	24.90	29.34	34.89
+/-%	39.73	8.0	17.9	18.9
净利润(百万)	187.12	115	142	175
+/-%	17.03	-38.7	23.5	23.5
EPS(元)	0.81	0.50	0.61	0.76
P/E	19.92	48.78	39.51	32.00

正文目录

一、 公司概况.....	3
二、 分项业务分析.....	3
高星级酒店业务.....	4
λ 北京市高星级酒店市场奥运后逐步回暖.....	4
λ 公司酒店业务经营稳健.....	5
景区业务.....	7
三、 内部整合是未来公司发展主线.....	8
四、 财务分析.....	9
盈利能力.....	9
偿债能力.....	10
五、 估值与投资建议.....	10
绝对估值.....	11
相对估值.....	11
六、 风险提示.....	12

一、公司概况

北京首都旅游股份有限公司成立于1999年2月，由北京首都旅游集团有限责任公司等5家公司发起设立。2000年公司发行人民币普通股7000万股，发行后总股本23140万股。目前公司控股股东为首旅集团，集团是全国第一家省级国有独资综合型旅游企业，目前拥有近千家成员企业，业务投资范围涵盖酒店服务业、旅游商业、餐饮服务业、旅游旅行服务业、汽车服务业、景区服务业和旅游地产等业态，未来将依托集团资源，不断将优质资产注入上市公司。公司经营范围包括：旅游服务、饭店经营及管理、旅游产品开发销售、承办展览展示活动等。公司下设民族饭店分公司、前门饭店分公司、北展分公司和物业分公司等四家分公司，并拥有五家子公司直接控股及七家间接控股子公司。

图表 1：公司旗下控股子/孙公司

公司全称	公司简称	经营业务	持股比例
直接控股子公司：			
北京市京伦饭店有限公司	京伦饭店	酒店经营	54.00%
北京首旅景区投资管理有限公司	景区投资	投资咨询	95.00%
北京旅游广告有限责任公司	旅游广告	广告发布	95.00%
北京神舟国际旅行社集团有限公司	神舟集团	旅游服务	51.00%
海南南山文化旅游开发有限公司	南山文化	景区旅游	74.00%
间接控股子公司（通过神州集团控制的孙公司）：			
北京神舟方舟国际会议展览有限公司	方舟国际	旅行社	100.00%
北京神舟国旅票务有限公司	神舟票务	旅游服务	80.00%
北京市中国旅行社有限公司	北京中旅	旅行社	80.00%
北京神舟环球出入境服务有限公司	环球出入境	旅游服务	51.00%
北京海外旅游有限责任公司	海外旅游	旅行社	95.00%
北京首旅雅高旅行社有限公司	首旅雅高	旅行社	51.00%
北京神舟国旅广告有限公司	神舟广告	旅游服务	100.00%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

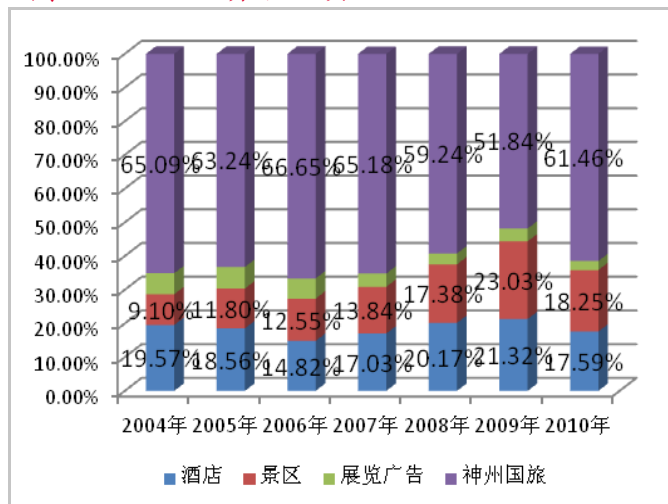
二、分项业务分析

公司主营业务包含高星级酒店、景区经营、旅行社及会展广告业务。从业务构成来看涵盖了旅游产业链中的旅行社、酒店、景区，产业链较为完整。但由于酒店、景区业务分别分布在北京、三亚两地，而旅行社业务与酒店业务相对独立，因此目前还未能形成联动效应。

从各项业务收入占比来看，旅行社收入一直是重要收入来源，收入占比常年在60%以上，但由于我国旅行社行业恶性微利竞争的特质，因此这项业务利润贡献较小，毛利率仅仅维持在5%-6%之间。如表3中所示

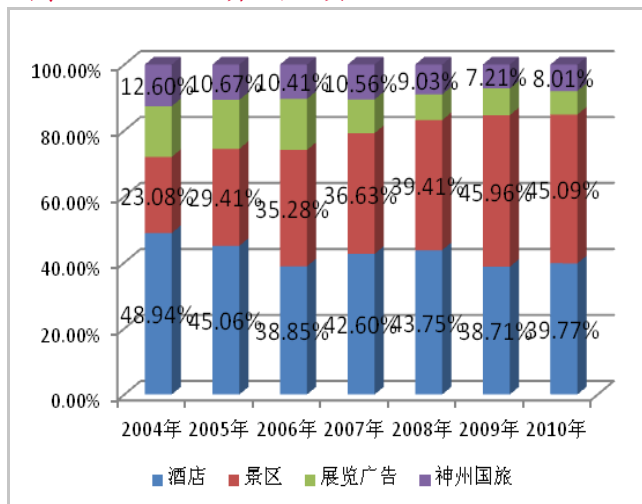
公司税前利润主要来源于酒店和景区业务，而三亚南山景区受益于海南旅游业的快速发展，到2010年对公司利润贡献率已超过酒店，成为最大业绩贡献点。因此我们将重点对公司的酒店及景区业务进行分析。

图表 1: 各项业务收入贡献占比



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表 2: 各项业务利润贡献占比



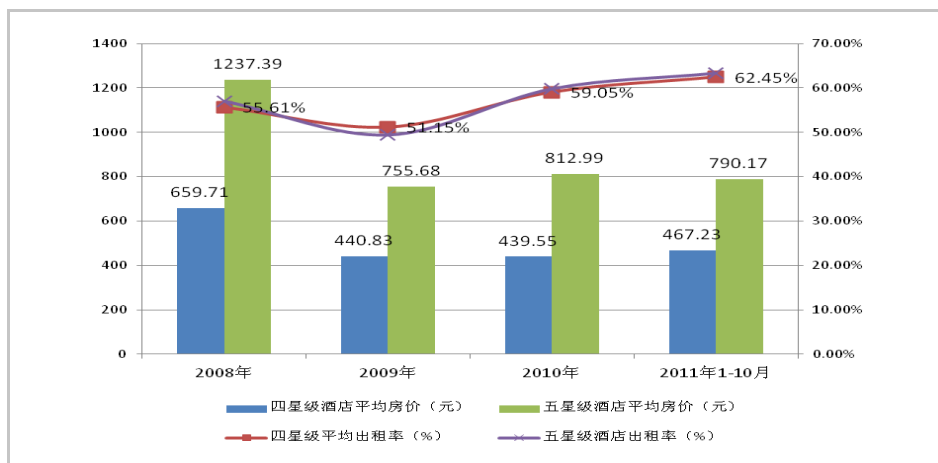
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

高星级酒店业务

北京市高星级酒店市场奥运后逐步回暖

北京市高星级酒店市场于2008奥运年达到了历史高点。从下图可看出，四、五星级平均房价在当年分别高达659元、1237元，但由于奥运前星级酒店的过度建设，第二年市场便出现了供大于求的状况，出租率及房价纷纷回调。经过近三年的调整，在国内旅游市场及商务市场迅猛发展的带动下，高星级酒店市场在逐步回暖，四星级酒店在2011年平均出租率已上升至62.45%（超过2008年水平），房价从2009年的440元略升至467元。可以说奥运后的三年是行业的调整期，2011年开始呈现逐步回暖的态势。

图表 4: 北京市高星级酒店经营状况



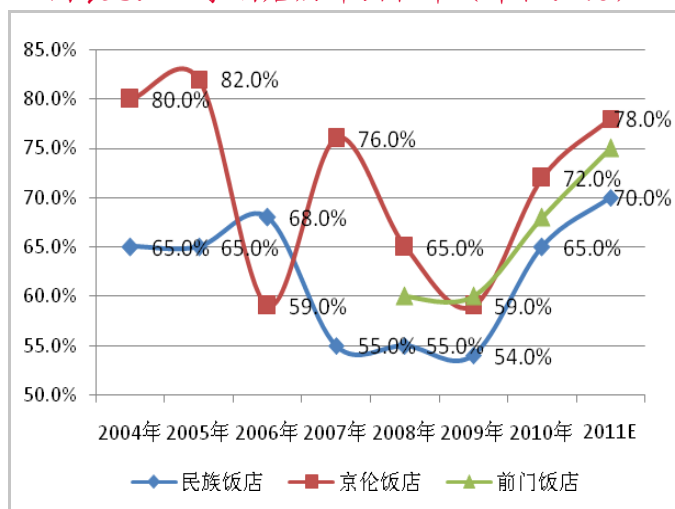
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

“十二五”期间高星级酒店市场增速虽不及经济型酒店(目标消费群体庞大),但经过近几年后奥运及金融危机的调整期,加之旅游经济整体的发展对行业的带动作用,我们认为在未来5年高星级酒店,特别是具有品牌效应的高星级酒店在各自的细分化市场中仍有一定的增长空间,预计年均增速在10%-15%之间。

◆ 公司酒店业务经营稳健

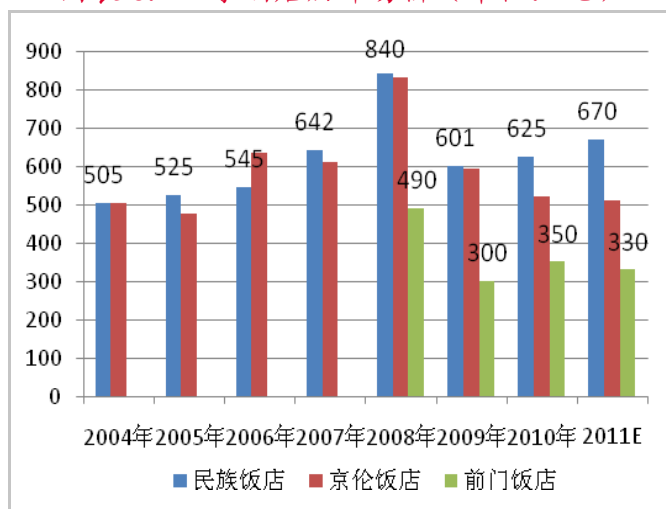
目前公司旗下有三家四星级酒店,分别为民族饭店、京伦饭店、前门饭店,均为北京知名老字号酒店。其中民族饭店至今已有51年历史,是建国十周年的十大建筑之一。从地理位置上来看,三家酒店分别位于长安街、建国门外CBD、前门大街,均是首都金融、商贸中心,可以说公司酒店优越的地理位置保证了常年稳定的商旅客源、也逐年提升了酒店物业资产的价值。如下图所示,酒店的品牌及地理位置确保了三家酒店常年稳定的出租率及客房价格。

图表 5: 三家酒店历年出租率(单位: %)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表 6: 三家酒店历年房价(单位: 元)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

结合图5、6来看,三家中RevPAR经营性指标(入住率*房价)较好的是民族和京伦。其中民族饭店在2005年及2007年整体大修后房价超过京伦,于2011年达到670元的水平。另外,在和北京四星级酒店平均数据对比后发现,民族和京伦远超行业平均水平,在房价上民族甚至接近五星级平均水平。从接待客源上来看,三家酒店在各自的细分市场中形成差异化竞争,民族主要客源来自政府及大型企事业单位,京伦由于其合资背景更受外籍商务旅客欢迎,而前门由于地理位置不及前两家在价位上与之形成差异。因此,这三家酒店在北京高星级酒店行业的竞争优势在于其老字号品牌对客源的吸引力、与外资酒店相比之下的价格优势及吸引商旅旅客的黄金地段。公司每年结合入住率调整房价,由目前内外资酒店房价的差异来看,我们认为未

来这三家酒店的房价仍有上升空间。结合本年前三季度各个酒店经营状况，我们预计2011-2012年酒店业务营收将达4.48-4.9亿，年均增速在10%左右。

图表 7：酒店业务盈利预测表

民族饭店	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011E	2012E	2013E
入住率 (%)		55.00%	51.00%	65.00%	72.00%	75.00%	78.00%
平均房价 (元)		840.00	607.00	625.00	670.00	723.60	781.49
客房数 (间)		516.00	516.00	516.00	516.00	516.00	516.00
客房收入 (万元)		8,426.00	6,928.00	7,651.31	9,085.52	10,221.21	11,480.47
餐饮收入 (万元)		8,467.00	8,798.00	10,142.44	11,563.39	12,492.59	14,031.68
餐饮收入占比 (%)		50.12%	55.95%	57.00%	56.00%	55.00%	55.00%
总收入 (万元)		16,893.00	15,726.00	17,793.75	20,648.91	22,713.80	25,512.14
增长率 (%)		27.30%	-6.91%	13.15%	16.05%	10.00%	12.32%
京伦饭店							
入住率 (%)		64.00%	57.00%	72.00%	80.00%	80.00%	80.00%
平均房价 (元)		829.00	513.00	520.00	510.00	561.00	628.32
房间数 (间)		642.00	642.00	642.00	642.00	642.00	642.00
客房收入 (万元)		12,432.61	6,852.04	8,773.32	9,560.66	10,516.73	11,778.74
餐饮收入 (万元)		5,394.39	4,593.96	5,152.58	6,373.78	7,011.15	7,852.49
餐饮占比 (%)		30.26%	40.14%	37.00%	40.00%	40.00%	40.00%
总收入 (万元)		17,827.00	11,446.00	13,925.90	15,934.44	17,527.88	19,631.23
增长率 (%)			-35.79%	21.67%	14.42%	10.00%	12.00%
前门饭店							
入住率 (%)		60.00%	57.00%	68.00%	75.00%	76.00%	78.00%
平均房价 (元)		486.80	261.08	350.00	330.00	363.00	406.56
房间数 (间)		410.00	410.00	410.00	410.00	410.00	410.00
客房收入 (万元)		4,371.00	2,227.00	3,561.67	3,703.84	4,128.54	4,745.65
餐饮收入 (万元)		3,973.00	3,333.00	3,781.98	4,526.91	5,046.00	5,800.24
餐饮占比 (%)		47.62%	59.95%	51.50%	55.00%	55.00%	55.00%
总收入 (万元)		8,344.00	5,560.00	7,343.65	8,230.75	9,174.54	10,545.90
增长率 (%)			-33.37%	32.08%	12.08%	11.47%	14.95%
燕京西配楼							
租金收入 (万元)	1,399.00	1,427.00	1,456.00	1,487.98	1,517.74	1,548.09	1,579.06
增长率 (%)		2%	2%	2%	2%	2%	2%
酒店业务总计							
收入 (万元)	30,907.69	36,147.90	35,157.52	40,551.28	44,814.10	49,416.23	55,689.27
增长率 (%)		16.95%	-2.74%	15.34%	10.51%	10.27%	12.69%
成本 (万元)	3,773.24	3,943.42	5,365.06	6,099.34	6,498.04	6,424.11	6,682.71
毛利率 (%)	87.79%	89.09%	84.74%	84.96%	85.50%	87.00%	88.00%

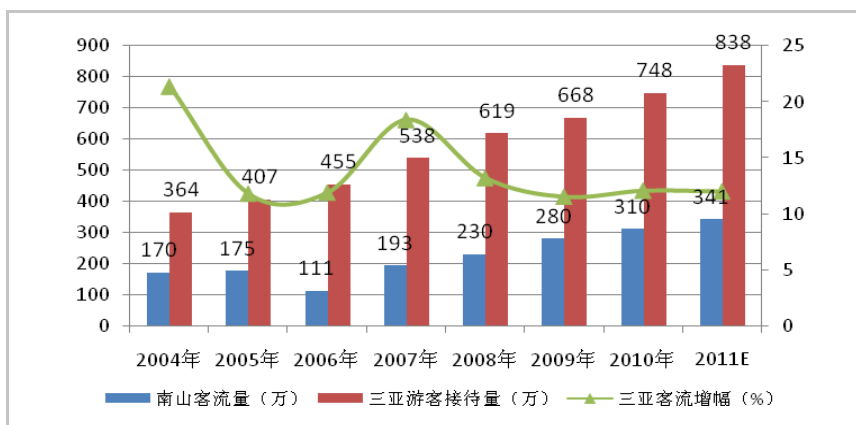
资料来源：华泰证券研究所

景区业务

公司旗下南山文化旅游景区位于海南三亚市，距市区40公里，周边交通包括255国道和海南环岛高速公路，较为便捷。景区以展示佛教文化为主，主要游览建筑有南山寺、南山海上观音、观音文化苑等，著名的“福如东海，寿比南山”则道出了南山与福寿文化的悠久渊源。

南山为我国首批5A级景区，在三亚旅游项目中占有重要地位。我们比较了历年景区及三亚游客接待量，景区客流常年占三亚总体接待量的40%以上。作为海南省最重要的旅游城市，三亚近8年游客始终保值较快速度增长，即便在2008年行业受自然及经济灾害严重影响的当年增速仍达13%，由此可见该国际旅游城市对于游客的吸引力。因此，在三亚客流逐年递增的带动下，景区也得到了长足的发展，2004至2010年客流复合增长率达11%，与区域旅游增长情况基本保持一致。

图表 8: 南山景区/三亚市游客接待量比较



资料来源：公司公告，海南省旅游局、华泰证券研究所

今年3月，长期制约公司进一步发展的南山景区门票分成问题得以解决。公司控股子公司海南南山文化旅游开发有限公司与三亚南山观音苑建设发展有限公司（代表三亚市国资委）就门票分成问题达成协议，自2011年至2025年，景区门票收入公司及观音苑按4:6分成，2026年起按5:5分成。执行新的门票分成对公司业绩下滑产生了直接的影响，2011年上半在计提了门票分成款10505万元后，景区营收16682.75万元、同比减少33.37%，对上市公司净利直接影响达47%。我们预计全年景区收入下滑幅度将达38%，贡献EPS约为0.30元。

图表 9: 南山景区盈利预测表

南山景区	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011E	2012E	2013E
收入 (万元)	25,232.24	31,142.06	37,983.91	42,063.70	26250.04	31830.44	40047.78
增长 (%)	37%	23.42%	21.97%	10.74%	-38%	21%	26%
入园人数(万人)	198.00	230.00	285.00	310	347	399	471
增长 (%)	80%	16.16%	23.91%	8.77%	12%	15%	18%

人均消费（元）	127	135	133	136	148	159	165
其中：门票消费（元）	102	108	107	109	115	120	125
其他消费（元）	25	27	27	27	30	32	35
成本(万元)	1791.12	2,134.71	2,603.19	3,002.10	3150.00	3501.35	4004.78
毛利率（%）	92.90%	93.15%	93.15%	92.86%	88%	89%	90%
净利润（万元）	11,006.00	13,254.00	16,870.00	17,362.80	9,187.51	11,458.96	15,218.16
净利率（%）	43.62%	42.56%	44.41%	41.28%	35.00%	36.00%	38.00%
权益净利润	8254.50	9940.50	12483.80	13022.10	6890.64	8594.22	11413.62
影响 EPS	0.36	0.43	0.54	0.56	0.30	0.37	0.49

资料来源：华泰证券研究所

景区门票分成事宜虽然对上市公司业绩直接有负面影响，但问题的解决无论对景区未来自身的纵深开发，还是公司整体的再融资发展都扫清了障碍。因此，从长远来看我们认为这一事件的解决是公司启动新一轮发展的积极信号。另外，南山景区自2005年以来票价始终保持稳定水平，未来在海南国际旅游岛建设的带动下大南山景区的票价及人均消费的提升将是必然趋势，景区对公司业绩的贡献也将逐步回升。

三、内部整合是未来公司发展主线

控股母公司首旅集团近年来一直加大改革和整合的力度，集团近期战略目标是推进六大板块实体化，每个板块将以一家上市公司或一个主导品牌为核心。作为集团旗下唯一的酒店类上市平台，集团旗下优质酒店或酒店管理公司注入上市公司是未来发展主线。目前集团旗下有11家5星级酒店及8家4星级酒店（4星级酒店以下酒店暂不纳入注入资产考虑范围之内），其中经营状况较好的、无权属关系不清晰的标的有注入上市公司的可能性。另外，首旅集团在酒店管理行业中建立了“首旅建国”和“如家”两大知名品牌。“首旅建国”在全国控股、管理着数十家酒店。我们不排除酒店管理公司以轻资产的形式进入上市公司的可能性。我们对集团旗下的酒店管理公司及高星级酒店进行了汇总，除了已进入上市公司的资产（京伦、民族、前门饭店）外，目前经营状况较好及无权属争议的标的的首旅建国管理公司、北京饭店、北京新桥诺富特饭店等注入上市公司的可能性比较大。

图表 10：集团旗下酒店管理及高星级酒店汇总表

酒店管理公司			
首旅建国管理公司	首旅酒店集团	首旅日航国际酒店管理公司	新京伦酒店管理有限公司
凯燕国际饭店管理有限公司	如家酒店集团	欣燕都经济型酒店连锁	北京谭阁美饭店管理有限公司
五星级饭店			
北京饭店	贵宾楼饭店	凯宾斯基饭店	北京国际饭店
长富宫饭店	喜来登长城饭店	北京新世纪日航饭店	西苑饭店
兆龙饭店	河南新亚建国饭店	西安建国饭店	
四星级饭店			

亮马河大厦	建国饭店	京伦饭店	民族饭店
北京新侨诺富特饭店	北京诺富特饭店	香山饭店	前门建国饭店

资料来源：首旅集团网站、华泰证券研究所

从上表也可以看出，集团旗下优质酒店资产资源较为丰富，而作为集团唯一的酒店上市平台，逐步将这类资产理顺整合入上市公司将是未来公司发展的主线，另外不排除盈利情况不佳的项目剔除上市公司范围内的可能性。目前公司已开始着手为明年增发项目做准备，若整合顺利完成后，预计公司将成为酒店经营及以品牌输出的方式对全国数十家酒店进行管理的高星级酒店类龙头企业。

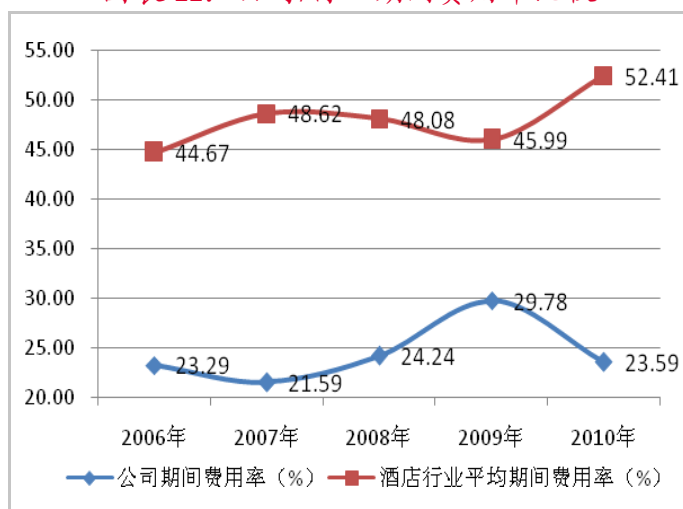
四、财务分析

盈利能力

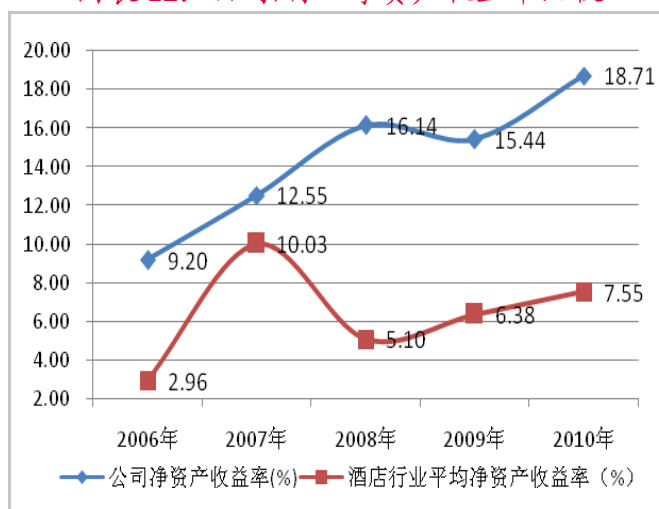
我们分别对公司的期间费用率及净资产收益率与酒店子行业均值做了对比，在费用控制方面公司近5年来期间费用率一直控制在30%以内，远远低于酒店行业均值。特别是财务费用的控制，公司长期强调资金集中管理、联动使用，尽量减少贷款余额。而公司旗下资产均为老字号酒店及品牌影响力较大的景区，因此在销售费用的管理上较有优势。

公司净资产收益率指标近5年呈现稳步上升趋势，历年来均远高于行业均值。我们认为该项指标的优异表现主要受益于以下两点：1) 公司旗下酒店均为现有成熟资产，与行业内其它酒店类上市公司相比，无新增资产的培育过渡期困扰。2) 景区资产的收益状况较好，南山景区毛利及净利均在90%及40%以上。若未来公司完成资产整合后，优质的老字号酒店或轻资产的酒店管理公司使我们对该项指标依然保持信心。

图表 11：公司/行业期间费用率比较



图表 12：公司/行业净资产收益率比较



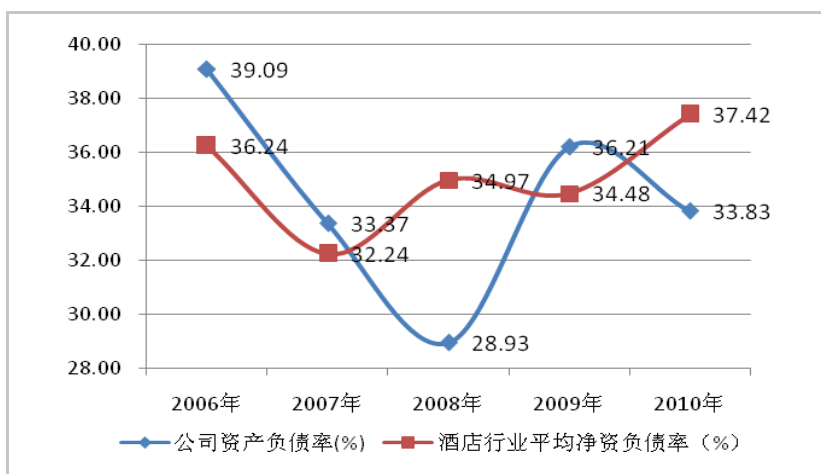
资料来源：Wind、华泰证券研究所

资料来源：Wind、华泰证券研究所

偿债能力

公司资产负债率指标在行业中一直在均值上下浮动，2010年资产负债率达37.42%，我们认为在重资产行业中该指标比较合理。2010年公司长/短期借款总额达1.82亿，而生产经营活动产生的现金净额为3.19亿，可以说自身的供血能力不成问题。未来若增发项目能顺利落实，公司的偿债能力将进一步提升。

图表 13：公司/行业资产负债率比较



资料来源：Wind、华泰证券研究所

五、估值与投资建议

绝对估值

首旅股份所处的行业为旅游高星级酒店子行业，公司的盈利主要来自于酒店经营、景区门票等，结合表7、表9的分项盈利预测，我们预计酒店/景区2011-2013年贡献EPS分别为：0.20元/0.30元、0.22元/0.37元、0.25元/0.49元（2012-2013年其它业务贡献EPS0.02元）。预计公司未来各项收入的毛利率基本稳定，业绩增长也将保持稳定。因此我们认为可以采用自由现金流折现的方法对公司进行绝对估值。

依据一定的假设，计算得出DCF估值结果为20.15元/股。

图表 14：加权平均资本成本假设条件

项目	取值
贝塔值 (β)	0.9
无风险利率 (%)	3.50%
市场的预期收益率 (%)	12.00%
股权资本成本 (K_e)	11.15%

债务成本 K_d (%)	5.00%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	5.97%
WACC	10.78%

数据来源：华泰证券研究所

图表 15：公司价值与可持续增长率、WACC 的敏感性分析

WACC(%)	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
8.78%	24.67	26.63	29.17	32.58	37.43
9.78%	21.57	23.00	24.81	27.15	30.29
10.78%	19.07	20.15	21.47	23.14	25.29
11.78%	17.02	17.85	18.84	20.06	21.60
12.78%	15.32	15.96	16.72	17.64	18.77

数据来源：华泰证券研究所

相对估值

我们选取了旅游行业中另8家具有可比性的酒店及景区类的上市公司作为首旅股份的估值参考。2011年这9家公司的平均动态市盈率为33倍，对应2011年首旅股份每股收益0.50元，得出每股股价16.50元。考虑到公司未来完成整合后在行业中具备一定竞争优势，且现有业务保持稳定增长，因此我们给予公司12个月目标价格18.33元，对应2012年30倍PE。

图表 16：可比公司估值比较

公司	2011/11/29 股价	2010 年 EPS	2011 年 EPS(E)	2010 年 PE	2011 年动态 PE
金陵饭店	8.25	0.37	0.39	25.61	21.15
华天酒店	5.16	0.25	0.22	38.25	23.45
锦江股份	19.33	0.63	0.60	36.82	32.22
桂林旅游	9.70	0.20	0.32	68.25	30.31
峨眉山 A	19.01	0.47	0.59	36.79	32.22
丽江旅游	23.44	0.09	0.66	397.92	35.52
宋城股份	25.48	0.97	0.62	53.52	41.10
三特索道	16.80	0.25	0.35	73.47	48.00
首旅股份	16.11	0.80	0.50	27.65	32.22
平均值					32.91

数据来源：华泰证券研究所

投资策略

综合以上对公司基本面及估值面的分析，我们认为2011年是公司的业绩低点，这一点在全年的股价中已经有所体现。但作为首旅集团旗下酒店类上市平台，目前公司正在为明年增发做准备，在现有酒店、景区等业务稳步发展的前提下，我们看好未来整合后集团旗下的优质标的为公司在高星级酒店行业占领优势

性地位奠定基础。预计2011-2013年实现EPS:0.50元、0.61元、0.76元，对应PE：48.78倍、39.51倍、32倍。
12个月目标价22元，给予“推荐”评级。

六、风险提示

- 1、外资酒店进入北京市高星级酒店市场导致市场竞争加剧，对公司经营造成一定压力。
- 2、全球经济增长乏力影响高星级酒店商旅客的入住率。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	305	329	469	689
现金	230	233	357	559
应收账款	27	36	40	47
其他应收款	14	15	18	21
预付账款	17	22	26	30
存货	15	21	25	29
其他流动资产	2	2	2	2
非流动资产	1607	1618	1623	1624
长期投资	232	224	226	226
固定资产	855	882	895	904
无形资产	398	393	393	382
其他非流动资产	121	119	110	111
资产总计	1912	1947	2092	2313
流动负债	504	472	488	547
短期借款	55	64	59	60
应付账款	98	135	158	183
其他流动负债	351	273	271	303
非流动负债	142	168	189	218
长期借款	127	146	170	200
其他非流动负债	15	21	19	19
负债合计	647	640	677	765
少数股东权益	238	270	310	360
股本	231	231	231	231
资本公积	257	257	257	257
留存收益	537	547	615	697
归属母公司股东权益	1027	1037	1105	1187
负债和股东权益	1912	1947	2092	2313

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	319	268	246	312
净利润	237	146	182	225
折旧摊销	13	57	61	64
财务费用	22	23	24	24
投资损失	-20	-23	-26	-30
营运资金变动	4	72	-1	31
其他经营现金	64	-7	8	-2
投资活动现金流	-47	-30	-50	-33
资本支出	56	60	60	60
长期投资	0	-13	4	0
其他投资现金	9	16	13	28
筹资活动现金流	-252	-234	-72	-77
短期借款	-20	9	-5	1
长期借款	-203	19	23	30
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	5	0	0	0
其他筹资现金	-33	-263	-90	-108
现金净增加额	20	3	124	202

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2305	2490	2934	3489
营业成本	1438	1706	2009	2374
营业税金及附加	44	53	62	72
营业费用	270	286	331	387
管理费用	252	259	296	363
财务费用	22	23	24	24
资产减值损失	2	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	20	23	26	30
营业利润	296	185	236	297
营业外收入	7	5	5	5
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	302	187	239	300
所得税	64	41	57	75
净利润	237	146	182	225
少数股东损益	50	32	40	50
归属母公司净利润	187	115	142	175
EBITDA	331	264	320	384
EPS (元)	0.81	0.50	0.61	0.76

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	39.7%	8.0%	17.8%	18.9%
营业利润	16.4%	-37.6%	27.7%	25.8%
归属于母公司净利润	17.2%	-38.7%	23.5%	23.5%
获利能力				
毛利率 (%)	37.6%	31.5%	31.5%	32.0%
净利率 (%)	8.1%	4.6%	4.8%	5.0%
ROE (%)	18.2%	11.1%	12.8%	14.7%
ROIC (%)	22.7%	15.5%	18.7%	23.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	33.8%	32.9%	32.4%	33.1%
净负债比率 (%)	54.89%	38.67%	40.33%	40.85%
流动比率	0.60	0.70	0.96	1.26
速动比率	0.57	0.65	0.91	1.21
营运能力				
总资产周转率	1.21	1.29	1.45	1.58
应收账款周转率	84	77	75	77
应付账款周转率	15.55	14.64	13.71	13.92
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.81	0.50	0.61	0.76
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.38	1.16	1.07	1.35
每股净资产 (最新摊薄)	4.44	4.48	4.77	5.13
估值比率				
P/E	29.89	48.78	39.51	32.00
P/B	5.45	5.39	5.06	4.71
EV/EBITDA	17	21	18	15

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6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;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。