

关注酒店管理业务和南山景区深度开发

报告摘要:

- 公司资产重组清除了公司后续融资的障碍。资产置换完成后,公司理顺酒店业务板块布局,轻重资产并重,突出以酒店和景区为主的业务结构,强化了公司的核心竞争力,有助于首旅股份形成酒店品牌连锁运营、品牌发展平台,优化资产和收入结构。
- 公司当前的酒店运营业务主要包括民族饭店、前门饭店、京伦饭店三家饭店。随着北京市政治经济文化中心作用的日益凸显,我们认为,公司三家饭店凭借其优秀的品牌和影响力,将保持公司现有酒店运营业务的持续稳定发展。公司资产重组置入的三家酒店管理公司为公司带来新的盈利空间,我们认为,公司酒店管理公司凭借其优秀的管理团队和先进的业务输出管理模式将为公司未来带来新的利润增长点。
- 受益于三亚旅游市场的高增长,公司在三亚经营的南山景区接待游客量稳步增长,南山公司经营继续呈现良好的增长态势。2011年,南山景区门票分成尘埃落地。鉴于目前景区“降价风暴”的来袭,我们认为,公司南山景区提价的具体时间和幅度还没有提上日程,公司暂时还不会考虑提价事宜。未来南山景区的盈利模式将通过提升人均消费水平逐步从景区门票经营模式向旅游综合产业链经营模式转变。伴随着后续南山景区进一步深度开发的可能,我们预计南山景区未来的利润贡献与盈利能力将持续提升。
- 公司投资策略:公司资产重组完成后,公司作为首旅集团酒店与景区投资、管理平台的定位得到进一步明确。公司将全力打造成为以酒店品牌运营管理、酒店物业投资以及景区运营管理和投资为主业的优质旅游上市公司。南山景区在游客量稳步增长和深度开发进程的推进下,未来盈利能力有望进一步提升。我们预计公司2012-2014的EPS分别为0.52元、0.63元和0.74元,公司目前股价12.10元,对应PE23倍、19倍和16倍,维持“谨慎推荐”评级。
- 风险提示:景区及酒店的经营风险、自然灾害等系统性风险。

股票数据

2012/10/9

收盘价(元)	12.10
12个月股价区间(元)	11.10~17.09
总市值(百万元)	2,800
总股本(百万股)	231
A股(百万股)	231
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	1

历史收益率曲线



相关报告

《首旅股份年报点评: 打造酒店和景区运营管理和投资为主业的优质旅游公司》

2012-3-20

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,305	2,540	2,896	3,295	3,736
(+/-)%	40%	10%	14%	14%	13%
归属母公司净利润	187	98	121	145	172
(+/-)%	17%	-48%	24%	20%	19%
每股收益(元)	0.81	0.42	0.52	0.63	0.74
市盈率	15.0	28.7	23.2	19.3	16.3
市净率	2.73	2.76	2.58	2.36	2.14
净资产收益率(%)	18.2%	9.6%	11.1%	12.2%	13.1%
股息收益率(%)	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
总股本(百万股)	231	231	231	231	231

证券分析师: 周思立

执业证书编号: S0550511010003
(021)20361108 zhouisl@nesc.cn

研究助理: 梁莉

(021)20361135 liangli@nesc.cn

内 容 目 录

1. 公司概况：以酒店经营管理为主营业务的大型综合性旅游运营商	3
1.1. 股权结构	3
1.2. 主营业务结构	4
2. 重点打造酒店运营和酒店管理轻重资产相结合的运营模式	5
2.1. 酒店运营业绩平稳增长	5
2.2. 酒店管理业务为公司带来新的利润增长点	7
3. 关注南山景区深度开发	9
3.1. 三亚旅游市场高增长带动南山景区游客量稳步增长	9
3.2. 门票分成尘埃落地，门票价格暂不提升	10
3.3. 景区深度开发提上日程	10
4. 公司投资策略	11

图 目 录

图 1：首旅股份股权结构	3
图 2：公司 2011 年各业务营业收入构成	5
图 3：公司 2011 年各业务营业利润构成	5
图 4：公司酒店经营业务营业收入与同比增速	6
图 5：北京市四星级酒店近三年平均房价和出租率	6
图 6：三亚入境游接待人数与同比增速	9
图 7：三亚旅游饭店接待人数与同比增速	9
图 8：三亚凤凰机场旅客吞吐量与同比增速	9
图 9：南山景区入园人数与同比增速	10

表 目 录

表格 1：公司参控股公司及分公司	4
表格 2：首旅酒店奖励管理费收取模式	8
表格 3：本次置入资产的三家公司未来三年承诺的净利润	8
表格 4：南山景区盈利预测	11
表格 5：旅游综合类重点公司盈利预测与估值	11

1. 公司概况：以酒店经营管理为主营业务的大型综合性旅游运营商

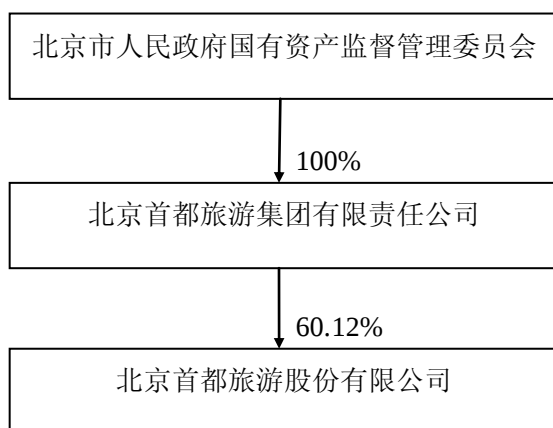
北京首都旅游股份有限公司是国内大型综合性旅游上市公司，从事酒店管理、景区、旅行社等经营。公司旗下拥有首旅酒店、首旅建国、欣燕都三家酒店管理公司，管理自 5 星级到经济型的各类酒店 100 余家，形成了遍布全国的酒店网络；公司还拥有北京神舟国际旅行社和海南南山 5A 级景区等旅游企业。

公司定位于以酒店经营管理为主营业务的系列品牌发展平台。公司接受各类酒店业主委托，承担受托酒店的经营管理工作；实施连锁品牌经营；承担首旅股份自有投资酒店的经营管理和资产管理；承担首旅股份非酒店类企业的经营管理和资产管理。公司不断优化资产和收入结构，全力实现“酒店类资产证券化”和“品牌+资本”的发展战略，通过资本的运作实现对品牌的支撑，最终把首旅股份打造成为在酒店市场和资本市场上具有较强竞争能力的专业化酒店管理集团。

1.1. 股权结构

1999 年 2 月 12 日，首旅股份由首旅集团作为主发起人，以发起设立方式设立。2000 年 6 月 1 日在上海证券交易所上市，公司总股本为 23,140 万股，其中发行公众流通股 7,000 万股。公司实际控制人为北京市国资委。公司拥有 3 家分公司、7 家控股公司和 5 家参股公司。

图 1：首旅股份股权结构



数据来源：东北证券，公司公告

表格 1: 公司参控股公司及分公司

类别	公司名称
分公司	首旅股份前门饭店
	首旅股份民族饭店
	首旅股份物业管理分公司
控股公司	海南南山文化旅游开发有限公司
	北京神州国际旅行社集团有限公司
	北京首旅景区投资管理有限公司
	北京市京伦饭店有限责任公司
	北京首旅建国酒店管理有限公司
	北京首旅酒店管理有限公司
	北京欣燕都酒店连锁有限公司
参股公司	北京首汽股份有限公司
	宁夏沙湖旅游股份有限公司
	北京胡同文化游览有限公司
	北京燕京饭店有限责任公司
	中外运空运发展股份有限公司

数据来源：东北证券，公司官网

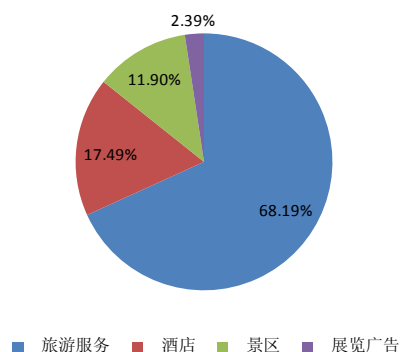
1.2. 主营业务结构

公司之前的主营业务主要包括酒店经营、景区经营、旅游服务和展览广告业务四部分。2012 年 2 月，首旅股份置入控股股东首旅集团持有的北京首旅建国酒店管理有限公司 75% 股权；首酒集团持有的北京首旅酒店管理有限公司 100% 股权和北京欣燕都酒店连锁有限公司 86.6% 股权；旅店公司持有的欣燕都 13.4% 的股权，并置出下属北京首都旅游股份有限公司北京市北展展览分公司的全部资产及负债给首旅集团。至此，公司的主营业务变更为酒店运营、酒店管理、景区经营和旅游服务四部分。

可以看到，旅游服务业务一直是公司营业收入的最大来源。2011 年，公司旅游服务业务营业收入占总营业收入的 68.19%；酒店经营业务营业收入占总营业收入的 17.49%；景区经营业务营业收入占总营业收入的 11.90%；展览广告业务营业收入占总营业收入的 2.39%。

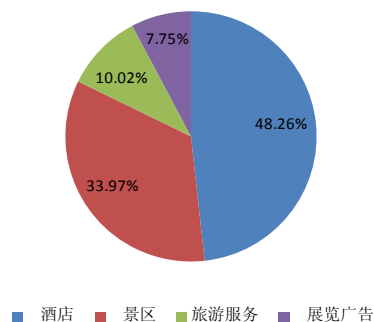
酒店经营和景区经营业务是公司营业利润的主要来源。2011 年，公司酒店经营业务营业利润占总营业利润的 48.26%；景区经营业务营业利润占总营业利润的 33.97%；旅游服务业务营业利润占总营业利润的 10.02%；展览广告业务营业利润占总营业利润的 7.75%。

图 2: 公司 2011 年各业务营业收入构成



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 3: 公司 2011 年各业务营业利润构成



数据来源: 东北证券, 公司公告

2. 重点打造酒店运营和酒店管理轻重资产相结合的运营模式

为更好地解决首旅股份与控股股东首旅集团之间存在的同业竞争问题, 进一步充实优化首旅股份核心资产, 2012 年上半年, 首旅股份积极推进酒店资产重组方案, 并得到顺利实施, 酒店主业功能得到明显优化。资产重组后, 首旅股份流动资产比例有所提高, 非流动资产比例相应下降, 公司酒店资产得到进一步充实, 自有产权酒店和酒店管理公司轻重资产相结合的运营模式, 将有助于公司未来不断提高业务拓展能力和盈利能力, 有效控制经营风险。

重组后首旅股份直接管理的骨干企业除了神舟国旅、南山公司两家非酒店企业外, 全部为酒店类企业, 为实现首旅股份“品牌+资本”的运营模式奠定了基础。在中国最具规模 30 家酒店管理公司最新排名中, 首旅股份(含产权酒店及受托管理酒店)以合计拥有 106 家饭店、近 3 万间客房的经营规模排名第三位(106 家酒店数量构成如下: 首旅股份产权酒店 3 家; 首旅建国 67 家; 首旅酒店 11 家; 欣燕都 25 家)。

2.1. 酒店运营业绩平稳增长

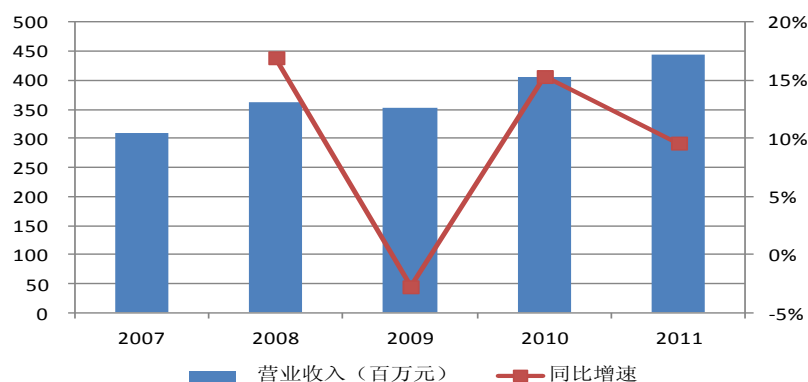
公司当前的酒店运营业务主要包括民族饭店、前门饭店、京伦饭店 3 家饭店。公司的民族饭店、前门饭店和京伦饭店地理位置都十分优越, 且有各自稳定的客户群体。民族饭店具有显著的地理优势, 地处首都的中心位置, 矗立于长安街西侧, 成立于 1959 年, 是建国十周年的十大建筑之一。目前, 民族饭店共有 516 间客房, 先进齐全的会议设施和优秀的会议服务吸引了大批公商务客源; 前门饭店位于天安门南侧, 周边旅游资源丰富, 共有客房 410 间, 其欧式化的建筑和驰名海外的梨园剧场京剧表演吸引了大批海外游客, 尤其以欧美客源居多; 而京伦饭店是北京最早的四星级合资饭店, 地处北京中央商务区(CBD)内, 毗邻国贸中心, 其由日航国际酒店集团协助管理, 吸引了大批日韩游客。

2011 年, 公司酒店经营业绩平稳增长, 收入同比增长 9.62%, 营业利润率同比增加 0.43 个百分点, 其中: 民族饭店、京伦饭店、前门饭店、首旅物业的营业收入同比增长分别为 10.40%、11.46%、5.84%、2.11%。2012 年上半年, 公司酒店运营板块经营业绩继续稳步上升, 实现营业收入 2.21 亿元, 较上年同期增长 5.49%; 实现利润总额 4,285 万元, 较上年同期增长 0.21%。其中, 民族饭店实现营业收入 9,849 万

元，较上年同期增长 0.92%；实现利润总额 2,703 万元，较上年增长 1.82%；平均房价 687.64 元，出租率 72.23%。京伦饭店实现营业收入 7,628 万元，较上年同期增长 9.3%；实现利润总额 1,169 万元，较上年同期增长 15.3%；平均房价 568.15 元，出租率 78.03%。前门饭店实现营业收入 3,930 万元，较上年同期增长 11.62%；实现利润总额-47 万元，客房改造因素导致利润同比下降；平均房价 408.61 元，出租率 60.85%。

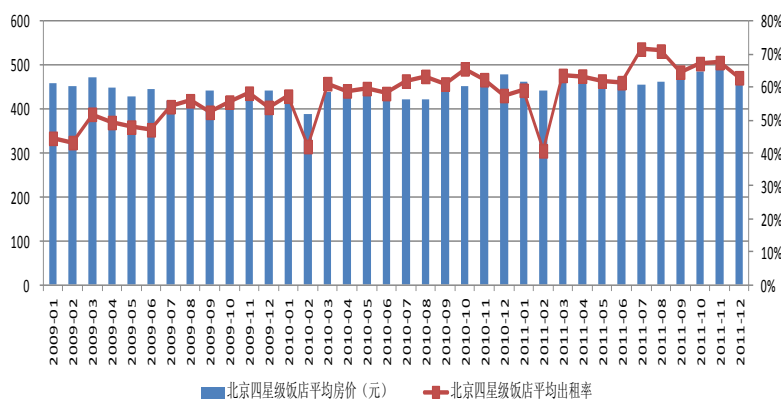
随着北京市政治经济文化中心作用的日益凸显，我们认为，公司三家饭店凭借其优秀的品牌和影响力，将保持公司现有酒店运营业务的持续稳定发展。以民族饭店为例，其近三年房价均值为 637 元，远超过行业 451 元的平均水平；三家饭店近三年的入住率排名为京伦饭店、民族饭店和前门饭店，其入住率均值分别为 71%、68% 和 67%，亦远超行业 57.7% 的平均水平。

图 4：公司酒店经营业务营业收入与同比增速



数据来源：东北证券，公司公告

图 5：北京市四星级酒店近三年平均房价和出租率



数据来源：东北证券，Wind

2.2. 酒店管理业务为公司带来新的利润增长点

2012 年 2 月，为更好地解决北京首都旅游股份有限公司与控股股东北京首都旅游集团有限责任公司之间的同业竞争问题，加快推进首旅股份与首旅集团下属酒店类业务的整合工作，进一步充实首旅股份的核心资产，突出主业，增强核心竞争力，公司与首旅集团及其全资控股的北京首都旅游国际酒店集团有限公司和北京市旅店公司通过资产置换的形式实现资产重组。首旅股份置入控股股东首旅集团持有的北京首旅建国酒店管理有限公司 75% 股权；首酒集团持有的北京首旅酒店管理有限公司 100% 股权和北京欣燕都酒店连锁有限公司 86.6% 股权；旅店公司持有的欣燕都 13.4% 的股权，并置出下属北京首都旅游股份有限公司北京市北展展览分公司的全部资产及负债给首旅集团。

首旅建国是中国最具规模的酒店管理公司之一。首旅建国以委托管理、特许经营和顾问咨询的方式在北京、天津、上海、重庆、山东、河南、湖北、江苏、山西、陕西、宁夏、青海、内蒙、新疆等地管理酒店 78 家，客房数 23077 间。公司的品牌网络在国内迅速的发展，将在 2012 年管理 100 家酒店。首旅建国总部设在北京，并在香港设有办事处。公司总共管理客房 2 万间，就职员工过万人。首旅建国所管理的酒店定位于中高档商务酒店及度假酒店，致力于提升品牌核心竞争力和品牌价值。截止 2011 年底，首旅建国经审计的总资产 4,085.68 万元，净资产 2,538.31 万元；营业收入 2,942.41 万元；利润总额 892.57 万元。2012 年上半年，首旅建国实现营业收入 1,637 万元，较上年同期增长 13.06%；利润总额 625 万元，较上年同期增长 18.45%。

根据首旅集团的承诺，首旅建国 2012-2014 年实现的净利润将分别不低于 661.19、692.98 和 728.96 万元。

首旅酒店以酒店管理为主营业务，目前首旅集团旗下除已由酒店品牌管理公司进行管理的酒店、非控股酒店和特殊原因的个别酒店外，共有 11 家酒店全部由首旅酒店管理公司进行为期 20 年（2012 年 1 月 1 日起 2031 年 12 月 31 日止）的受托管理。这 11 家酒店包括五星级酒店三家（西苑饭店、国际饭店和兆龙饭店）、四星级酒店一家（香山饭店）、三星级酒店七家（东方饭店、永安宾馆、崇文门饭店、和平里大酒店、新北纬饭店、宣武门商务酒店以及北京展览馆宾馆）。

根据行业惯例，首旅酒店管理公司对上述 11 家酒店进行受托管理时所收取的管理费按照如下原则确定：管理费分为基本管理费和奖励管理费两部分。基本管理费从合同执行之日起开始计算收取，按营业收入的 2% 计提；奖励管理费从合同执行之日起开始计算收取，按年度经营毛利润的以下标准计支：奖励管理费按照扣除基本管理费后的 GOP 率（GOP/营业收入）递增收取。2012 年上半年，首旅酒店管理公司实现营业收入 1,090 万元，利润总额 605 万元。根据首旅集团的承诺，首旅酒店 2012-2014 年实现的净利润将分别不低于 780.94、818.32 和 858.64 万元。

表格 2: 首旅酒店奖励管理费收取模式

GOP 率 (=GOP/营业收入)	奖励管理费率	奖励管理费金额
$\geq 0\%$	1%	$GOP * 1\%$
$\geq 20\%$	2%	$GOP * 2\%$
$\geq 30\%$	4%	$GOP * 4\%$
$\geq 40\%$	6%	$GOP * 6\%$
$\geq 50\%$	7%	$GOP * 7\%$

数据来源: 东北证券, 公司公告

欣燕都市场定位于国内大众化的住宿市场, 在一段时间内以北京及周边地区为扩张重点, 发展经济型连锁酒店。目前, 欣燕都管理着 24 家欣燕都连锁酒店, 共有 2,150 间客房。截止到 2011 年底, 欣燕都经审计的总资产 8,841.65 万元; 净资产 6,002.26 万元; 营业收入 12,917.58 万元; 利润总额 513.60 万元。2012 年上半年, 欣燕都实现营业收入 6,718 万元, 较上年同期增长 16.9%; 实现利润总额 189 万元, 较上年同期增长 39.69%。根据首旅集团的承诺, 欣燕都 2012-2014 年实现的净利润将分别不低于 307.66、337.88 和 376.84 万元。

公司资产重组清除了公司后续融资的障碍。资产置换完成后, 公司理顺酒店业务板块布局, 轻重资产并重, 突出以酒店和景区为主的业务结构, 强化了公司的核心竞争力, 有助于首旅股份形成酒店品牌连锁运营、品牌发展平台, 优化资产和收入结构。2012 年上半年, 资产重组置入的酒店管理公司为首旅股份带来新的盈利空间, 酒店管理公司上半年共实现营业收入 9,375 万元, 同比增长 31.33%。我们认为, 公司酒店管理公司凭借其优秀的管理团队和先进的业务输出管理模式将为公司未来带来新的利润增长点。

表格 3: 本次置入资产的三家公司未来三年承诺的净利润

	2012	2013	2014
首旅建国 (万元)	661.19	692.98	728.96
首旅酒店 (万元)	780.94	818.32	858.64
欣燕都 (万元)	307.66	337.88	376.84
合计 (万元)	1584.49	1675.94	1782.20

数据来源: 东北证券, 公司公告

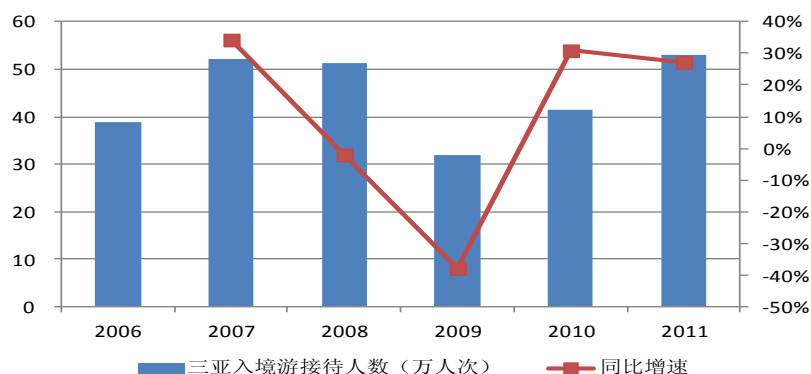
3. 关注南山景区深度开发

3.1. 三亚旅游市场高速增长带动南山景区游客量稳步增长

随着国家在海南岛实施离岛免税政策后，三亚旅游市场持续火热。2011 年，三亚市入境游接待人数达 52.89 万人次，同比增长 27.17%。三亚凤凰机场实现旅客吞吐量 1036.25 万人次，同比增长 11.5%。三亚旅游饭店接待人数 858.47 万次，同比增长 14.5%。

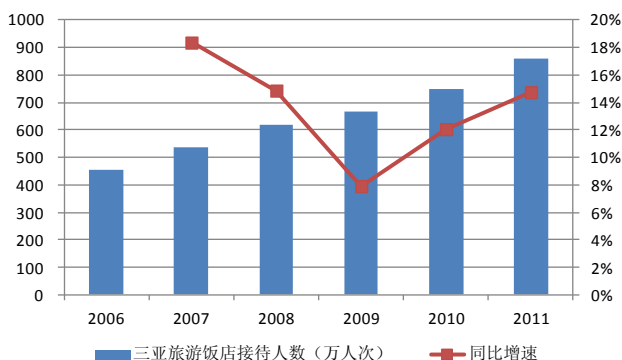
受益于三亚旅游市场的高增长，公司在三亚经营的南山景区接待游客量稳步增长。南山文化旅游区是依托南山独特的山海天然形胜和丰富的历史文化渊源开发建设的全国罕见的超大型生态和文化景区，是建国以来中央政府批准兴建的最大的佛教文化主题旅游区，为国家 5A 级景区。2011 年，南山景区的入园人数已经达到历史最高值 354 万人次。2012 年上半年，南山公司经营继续呈现良好的增长态势，共接待游客 214 万人，较上年同期增长 9.48%；实现营业收入 1.88 亿元，较上年同期增长 12.84%，其中实现门票收入 0.84 亿元，较上年同期增长 11.42%；实现利润 6,322 万元，较上年同期增长 8.43%。

图 6: 三亚入境游接待人数与同比增速



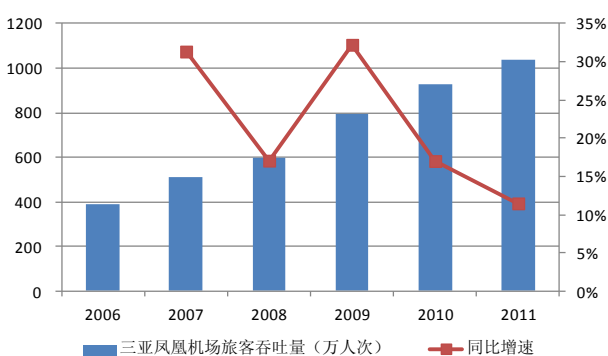
数据来源：东北证券，Wind

图 7: 三亚旅游饭店接待人数与同比增速



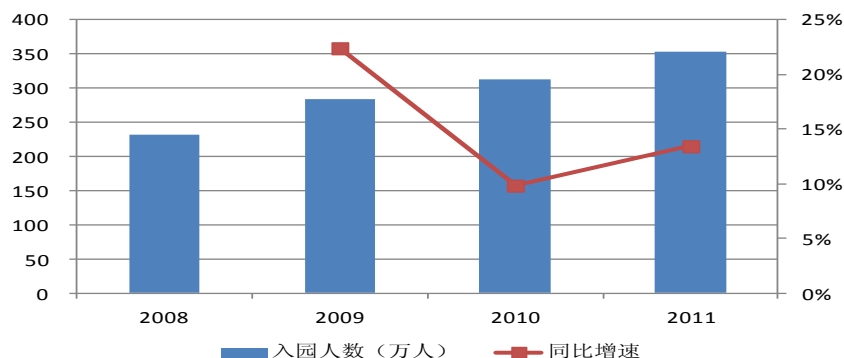
数据来源：东北证券，Wind

图 8: 三亚凤凰机场旅客吞吐量与同比增速



数据来源：东北证券，Wind

图 9：南山景区入园人数与同比增速



数据来源：东北证券，公司公告

3.2. 门票分成尘埃落地，门票价格暂不提升

2011 年 3 月 29 日，公司公告下属子公司南山文化旅游公司与观音苑公司达成《南山文化旅游区门票收入分成协议》。根据门票分成协议，自 2011 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间，南山公司和观音苑公司双方以门票分成基数为基础，南山公司享有 40% 比例，观音苑公司享有 60% 比例；自 2026 年 1 月 1 日起，南山公司享有 50% 比例，观音苑公司享有 50% 比例。由于受门票分成因素影响，南山公司的经营收益同比出现大幅下滑，2011 年实现收入 30,252 万元，比 2010 年下降 28.08%，实现利润总额 6,720 万元，同比下降 70.25%。2011 年南山公司执行《门票分成协议》，共计提门票分成款 18,716 万元。如果剔除门票分成因素影响，南山公司营业收入和利润总额分别同比增长 16.4%、16.5%，经营呈现持续高速增长的发展态势，在一定程度上消化了门票分成因素对利润产生的影响。

通过实地调研，我们发现，南山景区入园游客基本上都会选择乘坐电瓶车。2012 年，南山景区电瓶车已从 20 元提价至 30 元。随着南山景区收入结构的进一步改善，我们认为，未来南山景区电瓶车收入规模将呈现缓慢上升的趋势，电瓶车收入占比亦将逐渐提升。公司南山景区当前的门票价格仍是 2005 年底制定的价格，散客和团队的门票价格分别为 150 和 138 元，已经有超过六年的时间没有提价，相比于其他 5A 级景区票价及提价情况，公司南山景区已经符合 5A 级景区提价条件。但是鉴于目前景区“降价风暴”的来袭，我们认为，公司南山景区提价的具体时间和幅度还没有提上日程，公司暂时还不会考虑提价事宜。

3.3. 景区深度开发提上日程

目前，公司南山景区收入 60% 来源于门票收入，其余由餐饮、电瓶车、商品销售以及酒店等构成。公司认为，未来南山景区的盈利模式将通过提升人均消费水平逐步从景区门票经营模式向旅游综合产业链经营模式转变。

2012 年 6 月，首旅旗下控股公司南山文化公司与海南南山发展公司（先期已购买“2010 年上海世博会尼泊尔国家馆”系列产权）正式签署《关于共同出资经营“尼泊尔馆”框架协议》，拟在 180 天内发起设立尼泊尔馆开发建设有限公司，双方各持 50% 股权，以租赁形式在南山公司提供的馆址上规划建设尼泊尔馆项目。南山景区

二次开发获突破。南山发展承诺：尼泊尔馆项目正式经营后，前三个年度每年净资产收益率不低于 10%。尼泊尔馆项目将显著充实南山景区佛教文化设施，提升景区竞争力。伴随着后续南山景区进一步深度开发的可能，我们预计南山景区未来的利润贡献与盈利能力将持续提升。

表格 4: 南山景区盈利预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
入园人数（万人）	284.00	312.00	354.00	392.94	432.23	475.46
同比增速	22.41%	9.86%	13.46%	11.00%	10.00%	10.00%
人均消费（元）	133.75	134.82	85.46	88.00	90.00	92.00
营业收入（百万元）	379.84	420.64	302.52	345.79	389.01	437.42
同比增速	21.97%	10.74%	-28.08%	14.30%	12.50%	12.44%
净利润（百万元）	168.42	176.20	51.07	65.70	77.80	96.23
净利润率	44.34%	41.89%	16.88%	19.00%	20.00%	22.00%

数据来源：东北证券，公司公告

4. 公司投资策略

公司资产重组完成后，公司作为首旅集团酒店与景区投资、管理平台的定位得到进一步明确，公司将全力打造成为以酒店品牌运营管理、酒店物业投资以及景区运营管理和投资为主业的优质旅游上市公司。南山景区在游客量稳步增长和深度开发进程的推进下，未来盈利能力有望进一步提升。我们预计公司 2012-2014 的 EPS 分别为 0.52 元、0.63 元和 0.74 元，公司目前股价 12.10 元，对应 PE23 倍、19 倍和 16 倍，维持“谨慎推荐”评级。

表格 5: 旅游综合类重点公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	当前股价	每股收益				市盈率				投资评级
			2011A	2012E	2013E	2014E	2011A	2012E	2013E	2014E	
601888.SH	中国国旅	28.77	0.78	1.18	1.44	1.77	36.88	24.38	19.98	16.25	推荐
600138.SH	中青旅	16.67	0.64	0.84	0.94	1.05	26.05	19.85	17.73	15.88	推荐
600258.SH	首旅股份	12.10	0.42	0.52	0.63	0.74	28.81	23.27	19.21	16.35	谨慎推荐

数据来源：东北证券，公司公告

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	250	327	391	418	净利润	118	151	181	215
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0
应收款项	24	25	28	32	折旧及摊销	79	67	71	74
存货	25	23	26	28	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	1	1	1	1	财务费用	38	46	53	60
流动资产合计	613	726	841	928	投资损失	-21	-22	-24	-25
可供出售金融资产	35	35	35	35	运营资本变动	-247	-10	12	-24
长期投资净额	291	291	291	291	其他	0	0	0	1
固定资产	836	886	926	966	经营活动净现金流量	-29	213	271	312
无形资产	386	373	360	347	投资活动净现金流量	-66	-88	-93	-102
商誉	43	43	43	43	融资活动净现金流量	115	-48	-113	-142
非流动资产合计	1,595	1,637	1,683	1,736	企业自由现金流	-110	117	168	163
资产总计	2,208	2,363	2,524	2,665	财务与估值指标				
短期借款	190	105	117	131	每股指标				
应付款项	121	121	154	157	每股收益 (元)	0.42	0.52	0.63	0.74
预收款项	98	112	127	145	每股净资产 (元)	4.38	4.70	5.12	5.66
一年内到期的非流动负债	124	124	124	124	每股经营性现金流量 (元)	-0.13	0.92	1.17	1.17
流动负债合计	632	618	693	743	成长性指标				
长期借款	337	338	340	343	营业收入增长率	10.2%	14.0%	13.8%	13.4%
其他长期负债	2	2	2	2	净利润增长率	-47.9%	23.9%	19.8%	18.7%
长期负债合计	13	5	5	5	盈利能力指标				
负债合计	980	959	1,035	1,088	毛利率	31.0%	33.0%	33.1%	33.4%
归属于母公司股东权益合计	1,014	1,087	1,185	1,311	净利率	3.8%	4.2%	4.4%	4.6%
少数股东权益	214	244	281	323	运营效率指标				
负债和股东权益总计	2,208	2,290	2,501	2,723	应收账款周转率 (次)	4	3	3	3
利润表 (百万元)					存货周转率 (次)	4	5	4	4
	2011A	2012E	2013E	2014E	偿债能力指标				
营业收入	2,540	2,896	3,295	3,736	资产负债率	44.4%	40.6%	41.0%	40.8%
营业成本	1,754	1,940	2,204	2,488	流动比率	0.97	1.17	1.21	1.25
营业税金及附加	44	52	59	67	速动比率	0.93	1.14	1.18	1.21
资产减值损失	-0.20	0.00	0.00	0.00	费用率指标				
销售费用	303	345	389	437	销售费用率	11.9%	11.9%	11.8%	11.7%
管理费用	265	333	372	422	管理费用率	10.4%	11.5%	11.3%	11.3%
财务费用	38	46	53	60	财务费用率	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	分红指标				
投资净收益	21	22	24	25	分红比例				
营业利润	158	202	241	287	股息收益率	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
营业外收支净额	-7.19	0.00	0.00	0.00	估值指标				
利润总额	151	202	241	287	P/E (倍)	28.70	23.16	19.33	16.29
所得税	32	50	60	72	P/B (倍)	2.76	2.58	2.36	2.14
净利润	118	151	181	215	P/S (倍)	1.10	0.97	0.85	0.75
归属于母公司净利润	98	121	145	172	净资产收益率	9.6%	11.1%	12.2%	13.1%
少数股东损益	21	30	36	43					

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135

电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760