

格局的变迁

2010 年旅游行业投资策略报告

报告关键点：

- 从景气度来看，国内游的地域格局已经在经历一次巨大的变迁；我们判断2010年国内游仍将在正常轨道上，旅游人数的同比增长率有望在10%左右；
- 作为京沪的高星级酒店，虽然其主要客源将随着客源国的经济回暖有较大的回升，但是消化或者即将承受较大的供给压力将是未来两年内不变的难题。
- 综合行业分析及估值对比，我们相对看好中青旅、峨眉山A与锦江股份。

报告摘要：

- 从景气度来看，国内游的地域格局已经在经历一次巨大的变迁，这对于主要需求为国内游的景区而言，其增长态势也呈现着同样的地域特征，同时因传统景区接待量的基数较大，亮点正在转向新兴景区。目前来看，国内游景气度最高的地区已经不再是京沪等地，而是经济相对落后的一些省份，这些地方的旅游业正处于高速起步期；其次是一些内陆城市和经济增长依旧持续较快增长的沿海城市；继而是另外一部分内陆城市；最后是京沪等地。那么作为主要需求为国内游的景区，其游客接待量的增长态势也将呈现一定的地域特征，同时因为我国旅游市场是供不应求的状态，虽然传统知名景区的接待量仍保持着一定的增长，但因起步较早，在增长上也已让位于新兴景区。
- 2009年国内游人数增长达到10%以上将是确定的，但增长的原因是多元化的。从今年前三季度的国内游状况来看，全年旅游人数的同比增长将在10%以上，这几乎是个确定的结果；定量来看增长的原因，近50%没有受影响的客源依旧保持了正常的增长，约20%受到突发事件影响的客源得到了较大的恢复，约30%遭遇经济影响的客源在上半年一定程度上被促销所拉动，而在下半年实现了一定的真正意义上的恢复。
- 如果没有突发事件和经济下行的影响，我们判断2010年国内游仍将行走在正常的轨道上，旅游人数的同比增长率有望在10%左右。定量来看，约70%在2009年没受到影响的客源将在2010年保持正常的增长，而30%在2009年受到经济影响的客源将在2010年有一定的恢复，但是因为促销的作用，其恢复后的增长率弹性不大，将接近于正常状况。
- 作为京沪的高星级酒店，虽然其主要客源——外国入境游客将随着客源国的经济回暖有较大的回升，但是消化或者即将承受较大的供给压力将是未来两年内不变的难题。我们判断外国入境游客2010年的同比增长将在20%左右，但是绝对值接近于2008年的水平，而相较供给，我们认为北京地区将面临着消化奥运会后的庞大供给的处境，而上海地区将迎来供给逐渐释放的时期，两地的经营情况仍然不甚乐观。
- 给予行业“同步大市_A”的投资评级：虽然我国的国内游增长情况很好，但是在A股市场上市的公司能因其受益的并不多，其中，景区多为传统知名类型的，而酒店又为京沪高星级酒店；并且根据重点公司的估值水平来看，多数公司已经远远超过了相对大盘的历史平均倍数，即市盈率为34倍，故而给予行业“同步大市_A”的投资评级。
- 公司推荐：综合行业分析及估值对比，我们推荐三类公司。(1) 可以分享新兴景区和新兴区域成长的公司——中青旅；(2)、管理改善和提价效应明显的公司——峨眉山A；(3) 兼具世博会和迪斯尼两大主题概念的公司——锦江股份。

旅游

同步大市-A

上次评级

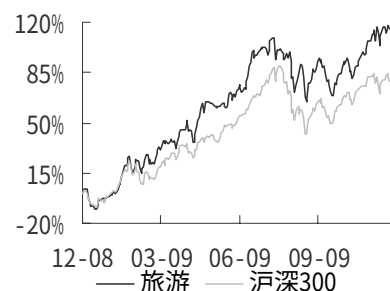
同步大市-A

报告日期

2009-12-16

首选股票	目标价	评级
000888 峨眉山 A	15.00	增持-A
600138 中青旅	17.70	增持-A
600754 锦江股份	25.00	增持-B

12 个月行业表现



研究员

苏慧

助理行业分析师

010-66581628

suhui@essence.com.cn

前期研究成果

旅游：荆棘到坦途间的跳跃

2009-06-17

旅游：修复有所后延，旅游需求不足已部分显现

2009-02-17

旅游：走出阴影地带，步上荆棘征程

2008-12-24

1. 主要观点

需要反思的一点是，我们此前对于国内游研究的方法过于整体化，其实国内游在我国从来都是有着很强的区域特征，并不能一概而论，比如说在 2008 年末和 2009 年初我国受到经济下滑影响的地区只是局部的，受经济影响不大的游客占到了一半以上，所以在 2008 年末我们提出“经济下滑的前提下旅游的情况将不容乐观”的结论是有失偏颇的，我们在此郑重地纠正这一问题，并在完善了此前框架的基础上，提出了这篇报告的观点“格局的变迁”，当然在行业内部我们也是首家从区域发展的角度来研究旅游业发展的。

延续以往的研究脉络，下面我们主要分两部分来探讨旅游细分行业的情况。

1.1. 景区——新兴区域、新兴景区

从景气度来看，国内游的地域格局已经在经历一次巨大的变迁，这对于主要需求为国内游的景区而言，其增长态势也呈现着同样的地域特征，同时因传统景区接待量的基数较大，亮点正在转向新兴景区。目前来看，国内游景气度最高的地区已经不再是京沪等地，而是经济相对落后的省份，这些地方的旅游业正处于高速起步期；其次是一些内陆城市和经济增长依旧持续较快增长的沿海城市；继而是另外一部分内陆城市；最后是京沪等地。那么作为主要需求为国内游的景区，其游客接待量的增长态势也将呈现一定的地域特征，同时因为我国旅游市场是供不应求的状态，虽然传统知名景区的接待量仍保持着一定的增长，但因起步较早，在增长上也已让位于新兴景区。

2009 年国内游人数增长达到 10%以上将是确定的，但增长的原因是多元化的。从今年前三季度的国内游状况来看，全年旅游人数的同比增长将在 10%以上，这几乎是个确定的结果；定量来看增长的原因，近 50%没有受影响的客源依旧保持了正常的增长，约 20%受到突发事件影响的客源得到了较大的恢复，约 30%遭遇经济影响的客源在上半年一定程度上被促销所拉动，而在下半年实现了一定的真正意义上的恢复。

如果没有突发事件和经济下行的影响，我们判断 2010 年国内游仍将行进在正常的轨道上，旅游人数的同比增长率有望在 10%左右。定量来看，约 70%在 2009 年没受到影响的客源将保持正常的增长，而在 2009 年 30%受到影响的客源将有一定的恢复，但是因为促销的作用，其恢复后的增长率将接近于正常状况。

1.2. 高星级酒店——需求回升，但供给压力犹存

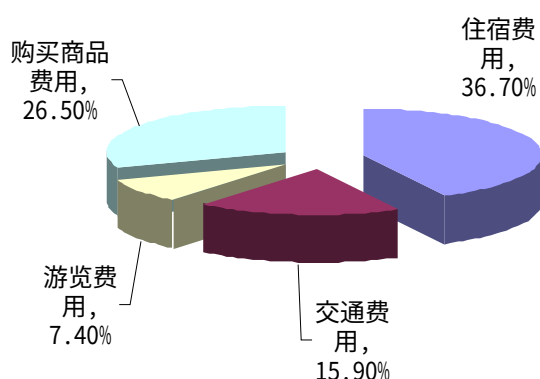
作为京沪的高星级酒店，虽然其主要客源——外国入境游客将随着客源国的经济回暖有较大的回升，但是消化或者即将承受较大的供给压力将是未来两年内不变的难题。我们判断外国入境游客 2010 年的同比增长将在 20%左右，但是绝对值接近于 2008 年的水平，但相较供给，我们认为北京地区将面临着消化奥运会后的庞大供给的处境，而上海地区将迎来供给逐渐释放的时期，两地的经营情况仍然不甚乐观。

2. 景区分析

2.1. 国内游的新格局

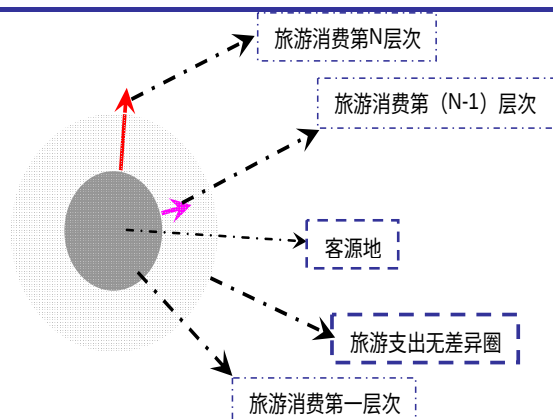
我国旅游业景气度必然面临变迁的基本逻辑：在我国，各地区经济真正兴盛的起步时间有着明显的先后顺序，而各阶段经济的发展水平和增长情况也有所不同，这就使得各地居民的收入水平和收入增长情况各不相同。旅游是一种在满足必须消费之后的可选消费，因为居民收入水平的不同，这就决定了各地成为客源地的时间不同，即居民生活水平越高的地区越先成为客源地；并且居民在旅游时需要承担较大的交通和住宿费用，而游览费用又较少（见图 1），所以游客在出游分布上有着很明显的空间特征（见图 2），即周边游的比重较大，也就是说在不考虑游客重叠的前提下，客源地和客源所指向的目的地是一致的，那么结合“居民生活水平越高的地方越早成为客源地”的结论，从游客的区域分布上来看，游客最先集中出现的地方应该是居民生活水平越高的地方。

图 1.短途游消费支出结构



数据来源：浙江省旅游局，安信证券研究中心

图 2.旅游行为演进图

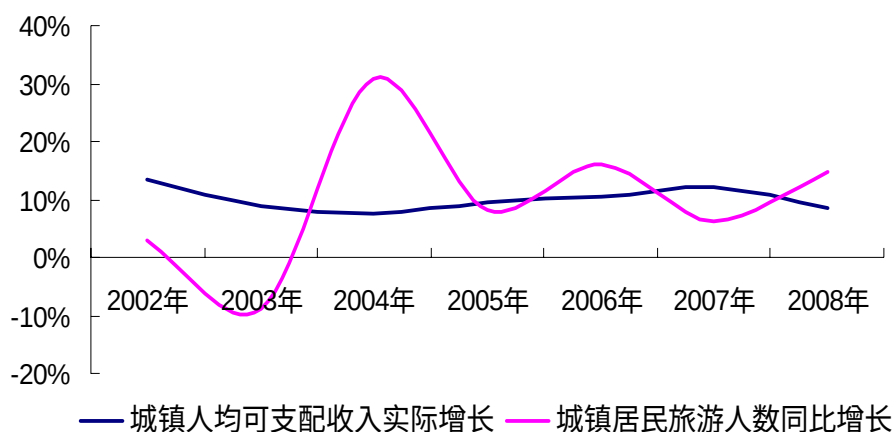


数据来源：安信证券研究中心

而旅游业的景气度即游客的增长与周边居民在收入增长推动下形成的真实需求的增长有关，所以根据越过收入临界点的人口结构变化，旅游需求刚起步时增长较快，中间阶段随着人口结构的变化或快或慢，这样国内旅游业的景气度在我国必将呈现一种地域格局上的变迁，起初旅游业景气最旺的地方是经济发展最快的一线城市，以此类推（见表 1），最后景气度最高的地区将可能是旅游起步最慢的地方。当然，因为收入的人口结构并不均匀且收入增长也并非匀速的特点，在走过旅游起步期的地区仍然可能再度迎来景气的时期。

而值得注意的是在成为客源地以后的发展进程中，因为客源地居民收入的增长变化非匀速和收入的人口结构也并非均匀，各地区旅游的增长情况并非与当地居民人均收入增长率有着紧密的相关性，也就是说景气期将可能是间断性出现的，或者说呈现一种脉冲式的状态（见图 3），所以如果想较为准确的预测旅游的增长，只有能够清晰的了解各客源地的人口收入结构和增长情况的现状，并且能够准确的判断其未来的走势才有可能。

图 3.非事件影响下收入与旅游人数增长之间不具相关性



数据来源：CEIC，Wind，安信证券研究中心

表 1.各地区旅游业的发展水平（单位面积的旅游人数）

排序	省份	人/平方千米
1	上海	16,206
2	北京	8,500
3	天津	5,326
4	江苏	2,261
5	浙江	1,873
6	广东	1,676
7	山东	1,323
8	辽宁	1,131
9	河南	1,018
10	重庆	973
11	福建	663
12	安徽	562
13	山西	546
14	湖北	545
15	河北	534
16	海南	521
17	湖南	509
18	江西	416
19	陕西	390
20	四川	386
21	广西	362
22	贵州	353
23	云南	234
24	吉林	198
25	黑龙江	143
26	宁夏	110
27	甘肃	53
28	内蒙古	25
29	青海	14
30	新疆	13
31	西藏	3

数据来源：CEIC，中国统计局，安信证券研究中心

2.1.1. 新兴区域

从景气度来看，国内游的地域格局已经在经历一次巨大的变迁，这对于主要需求为国内游的景区而言，其增长态势也呈现着同样的地域特征。目前来看，国内游景气度最高的地区已经不再是京沪等地，而是经济相对落后的省份，这些地方的旅游业正处于高速起步期；其次是一些内陆城市和经济增长依旧持续较快增长的沿海城市；继而是另外一部分内陆城市；最后是京沪等地。另外解释各个地区旅游景气度的主要推动因素是当地或者周边人们的收入情况而并非来自于远途，这是从各地的主要客源地的统计数据上得到的，那么因为当地游相对稳定，所以这种情况我们认为仍然是可以延续的。

表 2.近年各地旅游接待人数的复合增长率

25%以上		15%-20%	
西藏	48%	江西	19%
甘肃	36%	湖南	19%
贵州	36%	四川	18%
河南	29%	江苏	17%
辽宁	27%	广西	16%
青海	25%	重庆	15%
黑龙江	26%	海南	15%
20%-25%		10%-15%	
陕西	25%	山西	15%
内蒙古	24%	云南	14%
安徽	22%	湖北	14%
宁夏	22%	吉林	13%
浙江	22%	河北	12%
广东	21%	5%-10%	
福建	20%	天津	10%
山东	20%	上海	6%
新疆	20%	北京	6%

数据来源：中国旅游局，安信证券研究中心

2.1.2. 新兴景区

具体到景区内部，因传统景区接待量的基数较大，亮点正在转向新兴景区。因为我国国内游规模是庞大的，且处于成长中，而景区开发相对迟缓，所以我国旅游市场呈现为供不应求的状态。但是因为传统知名景区起步较早，现今的接待状况已经接近饱和或者超饱和，虽然其接待量仍保持着一定的增长，但是在增长上也已让位于新兴景区（见表 3）。当然除了供给方面的主要原因外，新老景区在游客量增长上的明显对比在一定程度上也与游客近些年不断出现的新需求有关。

表 3.福建省新、老景区所接待游客量增长的对比

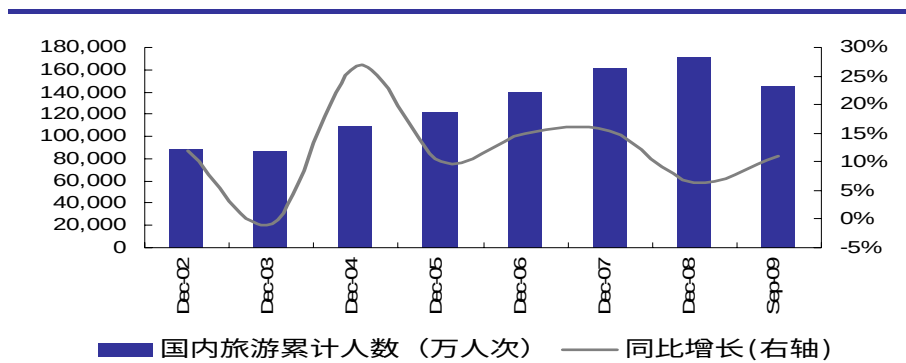
景区	2009 年 1-9 月累计接待量（万人次）	累计同比增长
传统景区		
鼓浪屿	123.3	11%
武夷山	156.8	3%
崇武古城	44.2	23%
漳浦滨海火山岛	12.8	25%
新兴景区		
永定土楼民俗村	34.3	130%
古田会址	37.9	135%
屏南白水洋	41.2	34%
鸳鸯溪	22.2	92%

数据来源：福建省旅游局，安信证券研究中心

2.2. 国内游的增长预测和可能受益的景区类型

2009 年国内游人数增长达到 10% 以上将是确定的，但增长的原因是多元化的。从今年前三季度的国内游状况来看，全年旅游人数的同比增长将在 10% 以上，这几乎是个确定的结果；定量来看增长的原因，近 50% 没有受影响的客源依旧保持了正常的增长，约 20% 受到突发事件影响的客源得到了较大的恢复，约 30% 遭遇经济影响的客源在上半年一定程度上被促销所拉动，而在下半年实现了一定的恢复。

图 4. 历年国内旅游人数及同比增长（2002 年～2009 年 9 月）



数据来源：中国旅游局，中国旅游研究院，安信证券研究中心

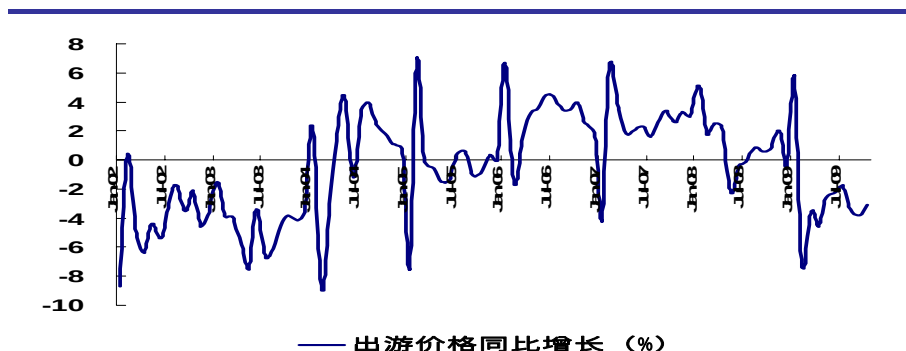
表 4. 定量分析受影响的游客占比情况

游客的不同类型	占比
没有受到影响的游客占比	12%
受到影响不大的游客占比	35%
受到较大影响的（以下两项合计）	52%
突发事件影响的客源占比大的	22%
经济影响的客源占比大的	30%

数据来源：中国旅游局，安信证券研究中心

如果没有突发事件和经济下行的影响，我们判断 2010 年国内游仍将在行进在正常的轨道上，旅游人数的同比增长率有望在 10% 左右：定量来看，约 70% 在 2009 年没受到影响的客源将保持正常的增长，而在 2009 年 30% 受到影响的客源将有一定的恢复，但是因为促销的作用，其恢复后的增长率将接近于正常状况；另外对于促销会不会引起透支的问题，我们认为不会，原因之一是因为从增长情况来看促销并没有撬起过多的旅游量，这其实主要是因为游览费用在旅游支出中花费较少，而主要出游工具的价格较为稳定，促销行为并没有引起出游价格的大幅下跌（见图 5），但是对于相邻景区我们认为促销有一定的引导作用，比如说在推行“价格洼地”的四川省，没有实行促销的峨眉山游客接待量并不乐观，而周边折扣很低的景区接待量非常旺盛。原因之二是因为旅游是可选消费而非耐用品，是没有储存性的。

图 5. 历年出游价格情况



数据来源：Wind，安信证券研究中心

很明显,受益的景区应该具有新兴区域或者新兴景区的特征:综合分析,从地域上看,我们认为增长明显的景区应该位于旅游景气度高的新兴区域;而从景区类型上看,我们认为增长明显的景区主要是新兴景区。

3. 京沪高星级酒店分析

3.1. 需求回暖

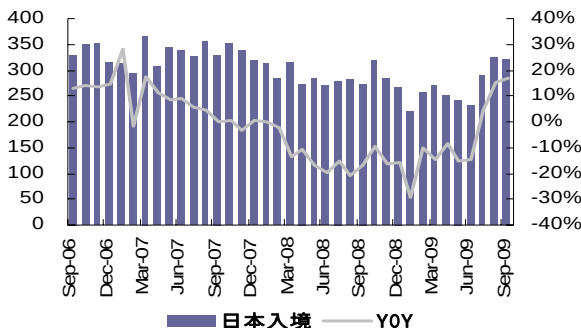
随着客源国的经济恢复,高星级酒店的需求回暖明显,我们判断外国入境游客 2010 年的同比增长将在 20%左右,但是绝对值应该略高于 2008 年水平,达不到 2007 年水平:京沪高星级酒店的主要客源为日、韩、美国和俄罗斯的外国入境游客,随着主要客源国的经济恢复,其降幅正在逐渐收窄,我们判断外国入境游客 2010 年的同比增长将在 20%左右,但是绝对值接近于 2008 年的水平。

表 5.主要客源国经济走势及预测

Country	2007	2008	2009E	2010E
Japan	2.3	-0.7	-5.4	1.7
Korea	5.1	2.2	-1.0	3.6
Russia	8.1	5.6	-7.5	1.5
United States	2.1	0.4	-2.7	1.5

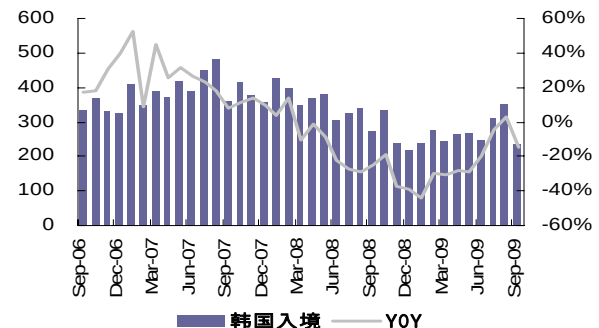
数据来源:IMF, CEIC, 安信证券研究中心

图 6.日本单月入境游及同比增长



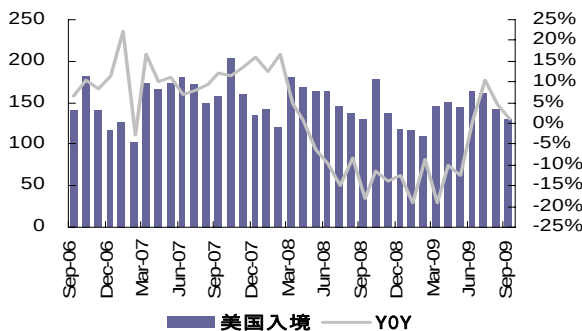
数据来源:CEIC, 安信证券研究中心

图 7.韩国单月入境游及同比增长



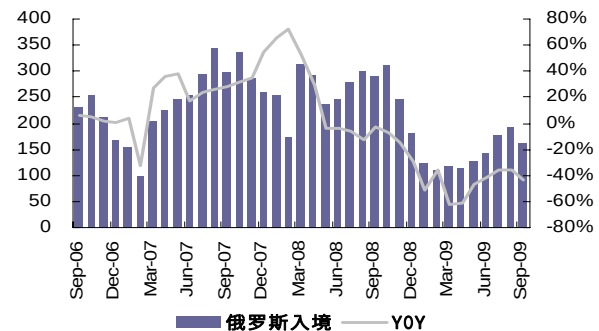
数据来源:CEIC, 安信证券研究中心

图 8.美国单月入境游及同比增长



数据来源:CEIC, 安信证券研究中心

图 9.俄罗斯单月入境游及同比增长

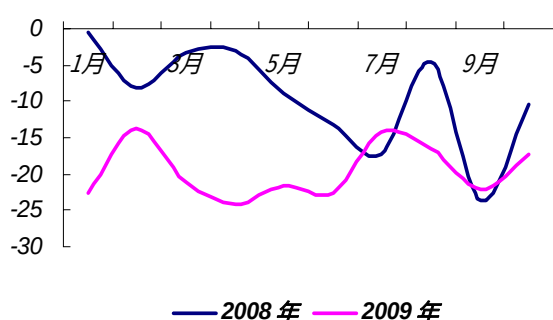


数据来源:CEIC, 安信证券研究中心

3.2. 供给压力犹存

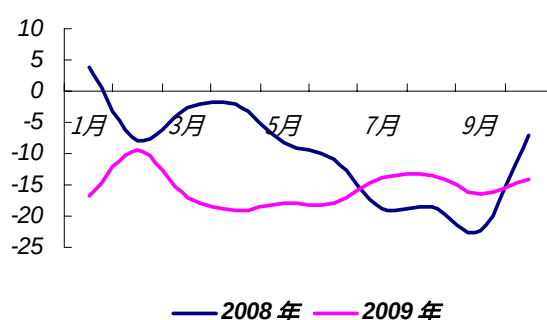
作为京沪的高星级酒店，虽然其主要客源——外国入境游客将随着客源国的经济回暖有较大的回升，但是消化或者即将承受较大的供给压力将是未来两年内不变的难题。我们判断外国入境游客 2010 年的同比增长将在 20% 左右，但是绝对值接近于 2008 年的水平，但相较供给，我们认为北京地区将面临消化奥运会后的庞大供给，而上海地区将迎来供给逐渐释放的时期，两地的经营情况仍然不甚乐观。从出租率的情况我们可以看出，京沪高星级酒店都要低于 2008 年的水平，我们认为北京的高星级酒店在 2010 年将会达到 2008 年的水平，但与 2007 年依旧会有差距；但是上海 2010 年的情况因为世博会可能会超过 2008 年的水平，但是接下来的两年都可能会低于 2008 年的水平。

图 10. 北京五星级酒店单月出租率相对 07 年变化



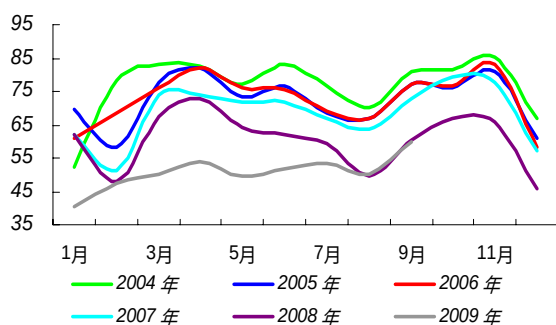
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 11. 北京四星级酒店单月出租率相对 07 年变化



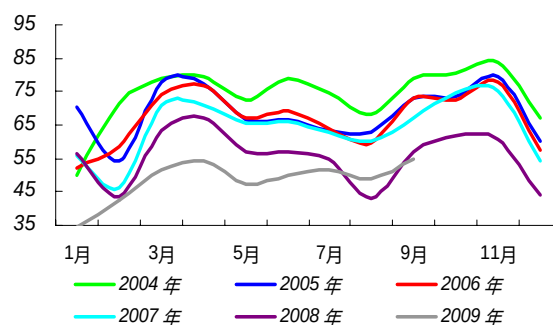
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 12. 近年每月上海五星级酒店出租率对比



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 13. 近年每月上海四星级酒店出租率对比



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

4. 行业评价及公司推荐

4.1. 行业评级

给予行业“同步大市_A”的投资评级：虽然我国的国内游增长情况很好，但是在 A 股市场上市的公司能在其中受益的并不多，其中，景区多为传统知名类型的，而酒店为京沪高星级酒店；并且根据重点公司的估值水平来看，多数公司已经远远超过了相对大盘的历史平均倍数，即市盈率为 34 倍，故而给予行业“同步大市_A”的投资评级。

表 6.重点公司业绩预测及估值

公司名称	公司代码	股价 (09-11-30)	EPS			PE		
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
中青旅	600138	14.85	0.31	0.54	0.59	47	28	25
峨眉山 A	000888	12.03	0.09	0.29	0.45	127	41	27
黄山旅游	600054	16.36	0.4	0.42	0.56	41	39	29
金陵饭店	601007	8.66	0.22	0.19	0.23	40	46	38
中国国旅	601888	19.83	0.25	0.38	0.5	79	52	40
桂林旅游	000978	11.25	0.13	0.2	0.27	86	56	42
锦江股份	600754	22.28	0.45	0.58	0.47	49	38	47
丽江旅游	002033	18.39	0.46	0.41	0.25	40	45	74

数据来源：Wind，公司资料，安信证券研究中心

4.2. 公司推介

综上行业分析及估值对比，我们推荐三家公司。

首先，单纯从基本面和估值的安全性上看，我们推荐中青旅和峨眉山 A 两家公司。

(1) **中青旅**——可以分享旗下乌镇作为新兴景区的持续高增长；同时自由行等旅游服务业务可以受益于国内多数区域的游客高增长，和出入境游的恢复；房地产业务未结算账款的逐步确认和在建项目的良好预售状况，这些因素将给予了公司业绩持续安全高增长的保障。

(2) **峨眉山 A**——公司从 09 年三季度开始加大内部费用，管理改善非常明显，打通了业绩释放的通道，而门票、索道的提价效应将在明年逐渐显现，另外虽然公司也为传统景区，但突发事件后的游客恢复将是必然的。总之，内外因素使得公司在明后两年的业绩将具有较高的弹性，是我们非常看好的景区股。

其次，考虑到主题投资，即使从估值上看，我们认为**锦江股份**仍然是一家值得关注的公司。原因有三，第一，锦江股份目前在做资产置换，置换后的经济型酒店资产理应享受到较高的估值水平；第二，2010 年将是世博年，虽然我们对此时的上海酒店市场看得并不乐观，但是长达半年的世博会足以形成一种催化剂；第三，目前迪斯尼已经将选址定在上海，虽然正式营运可能要到 2014 年，但是迪斯尼作为著举世瞩目的乐园必定会改变游客的出游轨迹，从而引致更多的游客来上海。

行业重点公司财务和估值汇总表

日期： 2009-11-30

证券 代码	公司 名称	上次 评级	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			ROE(%)			现价	目标价
				2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E		
旅游III														
600054	黄山旅游	增持-A	增持-A	0.40	0.42	0.56	41	39	29	16.6%	15.0%	16.0%	16.36	18.00
000978	桂林旅游	中性-A	中性-A	0.13	0.20	0.27	86	56	42	4.7%	6.0%	8.0%	11.25	11.88
600138	中青旅	增持-A	增持-A	0.31	0.54	0.59	47	28	25	6.6%	8.0%	8.0%	14.85	17.70
000888	峨眉山 A	增持-A	增持-A	0.09	0.29	0.45	127	41	27	3.6%	10.0%	14.0%	12.03	15.00
002033	丽江旅游	中性-A	中性-A	0.46	0.41	0.25	40	45	74	11.7%	11.0%	7.0%	18.39	18.50
601888	中国国旅		无-A	0.25	0.38	0.50	79	52	40	24.8%	25.0%	25.0%	19.83	-
601007	金陵饭店	中性-A	中性-A	0.22	0.19	0.23	40	46	38	7.1%	5.0%	6.0%	8.66	8.20
600754	锦江股份	增持-B	增持-B	0.45	0.58	0.47	49	38	47	9.9%	7.0%	6.0%	22.28	25.00
002186	全聚德	中性-B	中性-B	0.65	0.75	0.95	49	43	34	9.0%	10.0%	11.0%	32.16	33.00

兼主题投资与基本面高成长为一身

报告关键点：

- 公司变身为兼主题投资与基本面高成长于一身的酒店股；
- 2010年世博年足以形成股价走高的催化剂；迪斯尼落户势必为公司业绩的长期增长奠定下巨大的基石。
- 维持盈利预测，调高投资评级。

报告摘要：

- 公司变身为兼主题投资与基本面高成长于一身的酒店股：虽然有世博会添加了不少主题投资的概念，但在今年上半年公司还是以高星级酒店管理与运营为主业的低增长股票；但下半年公司已经决定将资产置换为市场容量非常大并且仍然处于成长期的经济型酒店，虽然锦江之星经历了行业迅速扩张的时期，但是较早就开始积累的酒店品牌必将沉淀为未来的霸主之一，所以说资产置换从基本上给公司赋予了更高的投资价值；同时加上迪斯尼落户的最终敲定，也为其业绩的长期增长增添了光环。
- 2010年世博年足以形成股价走高的催化剂：虽然我们对世博会的正面作用看得并不乐观，但是在2010年长达半年的世博会足以给公司股价形成一种催化剂，我们认为公司在明年主题投资的色彩将比较浓重。
- 迪斯尼落户势必为公司业绩的长期增长奠定下巨大的基石：近期敲定的迪斯尼落户必将会改变更多游客的出游轨迹，从而引致更多的过夜游客来上海，并且这部分以观光为主要目的的游客入住经济型酒店的概率更大些，那么从这个意义上来讲，除了资产置换后的公司具备行业本身的成长性之外，还拥有了外部需求长期增长的保障。
- 维持盈利预测，调高投资评级：在资产置换没有最终明确之前我们暂时维持对公司2009~2011年EPS分别为0.58元、0.47元和0.55元的盈利预测不变，但是考虑到基本面即将改观和主题概念的迫近，我们调高公司一年期目标价到25元，上调投资评级为“增持_B”。

评级：
增持-B

上次评级：中性-A

目标价格：
25.00 元

期限：12 个月 上次预测：15.73 元

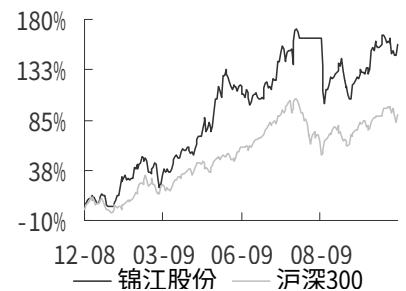
现价：22.28 元

报告日期：
2009-12-16

市场数据

总市值(百万元)	13,440.20
流通市值(百万元)	9,964.52
总股本(百万股)	603.24
流通股本(百万股)	447.24
12 个月最高/最低	8.67/24.73 元
十大流通股东(%)	55.13%
股东户数	40,035

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.52	(17.51)	64.90
绝对收益	10.57	(2.25)	156.80

研究员

苏慧
助理行业分析师

010-66581628

suhui@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	834.8	793.6	767.4	805.8	926.7
Growth(%)	7.4%	-4.9%	-3.3%	5.0%	15.0%
净利润	279.6	288.5	352.1	282.5	330.0
Growth(%)	21.2%	3.6%	28.9%	-19.8%	16.8%
毛利率(%)	69.5%	68.7%	68.8%	71.0%	69.0%
净利润率(%)	31.6%	34.4%	45.9%	35.1%	35.6%
每股收益(元)	0.44	0.45	0.58	0.47	0.55
每股净资产(元)	8.37	4.69	8.72	8.34	9.70
市盈率	51.0	49.2	38.2	47.6	40.7
市净率	2.7	4.8	2.6	2.7	2.3
净资产收益率(%)	5.5%	10.2%	6.8%	5.7%	5.7%
ROIC(%)	18.0%	56.9%	28.8%	15.5%	17.0%
EV/EBITDA	24.5	35.8	21.7	25.8	20.6
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

锦江股份：上海业务依旧较差，而武汉锦江在扭亏中

2009-04-30

锦江股份：艰难前行中不乏增长动力和热点

2009-04-13

锦江股份：业绩符合预期，经营环境仍然艰难

2009-04-10

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-11-30

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	834.8	793.6	767.4	805.8	926.7	成长性					
减:营业成本	254.4	248.5	239.4	233.7	287.3	营业收入增长率	7.4%	-4.9%	-3.3%	5.0%	15.0%
营业税费	34.2	32.7	31.5	33.0	38.0	营业利润增长率	27.4%	-5.7%	31.6%	-20.1%	17.9%
销售费用	231.5	230.6	222.6	217.6	240.9	净利润增长率	21.2%	3.6%	28.9%	-19.8%	16.8%
管理费用	186.5	175.0	161.2	169.2	163.1	EBITDA 增长率	22.5%	-9.0%	40.2%	-12.7%	16.6%
财务费用	-7.4	-17.5	-7.0	5.8	9.0	EBIT 增长率	26.7%	-9.1%	37.2%	-17.2%	18.5%
资产减值损失	-0.3	0.3	-	-	-	NOPLAT 增长率	20.6%	-0.1%	29.1%	-17.0%	17.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-68.4%	154.8%	53.9%	7.2%	5.3%
投资和汇兑收益	185.6	179.1	278.9	172.0	187.0	净资产增长率	138.9%	-44.0%	86.0%	-4.3%	16.3%
营业利润	321.5	303.0	398.7	318.5	375.4	利润率					
加:营业外净收支	3.1	18.2	4.0	4.0	5.0	毛利率	69.5%	68.7%	68.8%	71.0%	69.0%
利润总额	324.6	321.2	402.7	322.5	380.4	营业利润率	38.5%	38.2%	52.0%	39.5%	40.5%
减:所得税	45.0	32.7	44.3	35.5	45.6	净利润率	31.6%	34.4%	45.9%	35.1%	35.6%
净利润	279.6	288.5	352.1	282.5	330.0	EBITDA/营业收入	43.8%	41.9%	60.8%	50.6%	51.3%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	37.6%	36.0%	51.0%	40.2%	41.5%
货币资金	677.8	741.7	910.7	1,046.5	2,031.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	154	121	230	337	311
应收帐款	73.0	59.3	53.7	52.4	56.5	流动营业资本周转天数	-38	-29	-23	-26	-20
应收票据	0.1	0.0	-	-	-	流动资产周转天数	325	365	432	475	632
预付帐款	2.0	17.6	17.6	17.6	17.6	应收帐款周转天数	16	17	14	11	10
存货	10.8	12.6	3.6	3.0	3.4	存货周转天数	5	5	4	1	1
其他流动资产	3.2	13.2	11.4	11.5	12.7	总资产周转天数	1,864	2,151	2,209	2,716	2,632
可供出售金融资产	3,956.5	909.2	3,000.0	2,500.0	3,000.0	投资资本周转天数	430	386	727	870	803
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	992.2	951.4	1,000.0	1,050.0	1,100.0	ROE	5.5%	10.2%	6.8%	5.7%	5.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.5%	9.0%	5.8%	4.8%	4.4%
固定资产	279.9	255.6	726.0	781.7	818.6	ROIC	18.0%	56.9%	28.8%	15.5%	17.0%
在建工程	8.6	7.0	16.2	21.7	25.0	费用率					
无形资产	220.9	216.1	225.1	233.4	241.2	销售费用率	27.7%	29.1%	29.0%	27.0%	26.0%
其他非流动资产	37.5	38.1	232.1	243.1	280.7	管理费用率	22.3%	22.1%	21.0%	21.0%	17.6%
资产总额	6,262.5	3,222.0	6,196.6	5,960.9	7,587.3	财务费用率	-0.9%	-2.2%	-0.9%	0.7%	1.0%
短期债务	11.0	5.5	700.0	700.0	1,500.0	三费/营业收入	49.2%	48.9%	49.1%	48.7%	44.6%
应付帐款	97.6	87.8	71.4	64.3	72.7	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	19.4%	12.2%	15.1%	15.6%	22.9%
其他流动负债	150.5	115.4	115.1	113.8	113.7	负债权益比	24.0%	13.9%	17.8%	18.5%	29.7%
长期借款	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	流动比率	2.96	4.05	1.12	1.29	1.26
其他非流动负债	951.1	183.3	49.0	49.0	49.0	速动比率	2.92	3.99	1.12	1.28	1.26
负债总额	1,212.2	394.1	937.4	929.1	1,737.4	利息保障倍数	-42.31	-16.36	-55.90	56.07	42.83
少数股东权益	76.8	76.7	82.8	87.0	91.6	分红指标					
股本	603.2	603.2	603.2	603.2	603.2	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	4,370.2	2,147.9	4,573.1	4,341.5	5,155.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	5,050.3	2,827.8	5,259.1	5,031.8	5,849.8	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	279.6	288.5	358.4	287.0	334.8	EPS(元)	0.44	0.45	0.58	0.47	0.55
加:折旧和摊销	64.4	60.7	74.8	83.2	90.7	BVPS(元)	8.37	4.69	8.72	8.34	9.70
资产减值准备	-0.3	0.3	-	-	-	PE(X)	51.0	49.2	38.2	47.6	40.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.7	4.8	2.6	2.7	2.3
财务费用	2.0	1.5	0.9	-7.0	5.8	P/FCF	-	-28.3	34.6	91.2	13.1
投资收益	-185.6	-179.1	-278.9	-172.0	-187.0	P/S	16.1	16.9	17.5	16.7	14.5
少数股东损益	15.8	15.4	6.3	4.5	4.8	EV/EBITDA	24.5	35.8	21.7	25.8	20.6
营运资金的变动	63.3	-87.2	-316.8	-10.2	-30.7	CAGR(%)	0.9%	5.1%	-9.8%	10.0%	15.0%
经营活动产生现金流量	193.7	126.0	-163.2	198.3	221.5	PEG	58.0	9.7	-3.9	-0.5	-0.4
投资活动产生现金流量	43.9	177.1	-2,430.5	461.0	-505.8	ROIC/WACC	1.9	6.0	3.0	1.6	1.8
融资活动产生现金流量	-220.2	-239.2	2,792.3	-505.8	1,291.0	REP	9.9	1.6	1.8	3.2	2.6

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

景区和房产是增长的亮点

报告关键点：

- 未来业绩持续高速增长仍是公司不变的主题；
- 旗下乌镇景区将受益于我国新兴景区的高景气；
- 房地产业务未结算账款的逐步确认和在建项目的良好预售状况，在释放风险的同时更加给予了公司业绩持续增长的保障。
- 维持盈利预测和投资评级。

报告摘要：

- **未来业绩持续高速增长仍是公司不变的主题：**为了有效利用现金资源，公司在景区和房地产方面的主业配置是业绩不断增长的主要原因，而这些都得益于管理层对市场的准确把握。除此之外，我们认为公司未来业绩仍将高速增长的理由还有我国出入境游的大幅恢复，新开拓的自由行和会奖游等业务的发展。
- **旗下乌镇景区将受益于我国新兴景区的高景气：**我国目前景区的格局是新兴优质景区的增长大大优于传统景区，并且浙江省的旅游业在近些年整体上看仍然为较高增长的态势，所以公司旗下的乌镇景区正好是两者的交集，我们判断它将受益于新兴景区的高景气，在未来几年都将保证持续、较高的增长。
- **房地产业务未结算账款的逐步确认和在建项目的良好预售状况，在释放风险的同时更加给予了公司业绩持续增长的保障：**目前来看，公司房地产业务已售但未结算账款依然较大，那么逐渐确认的账款将成为公司业绩增长的一大保障；同时公司目前在建的慈溪项目已经开始预售，并且预售状况超出预期，这不仅大大降低了此前对房市影响的担忧，并且将房地产业务对业绩贡献的持续性得以延续。
- **维持盈利预测和投资评级：**因为对公司的判断没有变化，故而维持此前2009年~2010年公司EPS分别为0.54元、0.59元和0.72元，以及主业EPS分别为0.41元、0.55元和0.69元的预测不变，结合目前市场估值和公司情况，给予未来一年目标价为17.70元，并维持“增持_A”的投资评级。

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：
17.70 元

期限： 12 个月 上次预测： 13.50 元

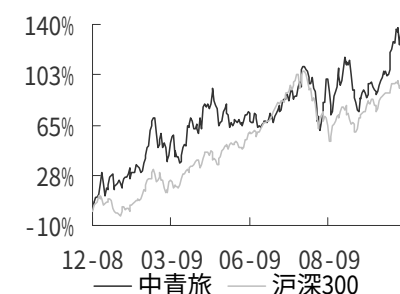
现价： 14.85 元

报告日期：
2009-12-16

市场数据

总市值(百万元)	6,167.95
流通市值(百万元)	4,943.73
总股本(百万股)	415.35
流通股本(百万股)	332.91
12 个月最高/最低	6.21/16.17 元
十大流通股东(%)	36.80%
股东户数	100,785

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	14.98	6.77	40.06
绝对收益	22.03	22.03	131.96

研究员

苏慧
助理行业分析师

010-66581628

suhui@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4,532.5	4,588.4	5,712.6	6,797.9	8,157.5
Growth(%)	56.4%	1.2%	24.5%	19.0%	20.0%
净利润	162.7	130.1	222.9	243.9	301.0
Growth(%)	66.7%	-20.1%	71.4%	9.4%	23.4%
毛利率(%)	18.1%	22.4%	22.0%	21.8%	22.0%
净利润率(%)	3.6%	2.8%	3.9%	3.6%	3.7%
每股收益(元)	0.39	0.31	0.54	0.59	0.72
每股净资产(元)	5.82	6.17	6.87	7.68	8.66
市盈率	30.2	37.7	22.0	20.1	16.3
市净率	2.0	1.9	1.7	1.5	1.4
净资产收益率(%)	6.7%	5.1%	7.8%	7.6%	8.4%
ROIC(%)	12.5%	8.3%	11.9%	12.6%	15.6%
EV/EBITDA	12.6	15.5	9.0	8.4	7.0
股息收益率	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

中青旅：房产结算与证券投资为业绩超预期原因

2009-10-28

中青旅：房地产回暖覆盖风险，引领业绩高增长

2009-07-29

中青旅：增长明确估值低

2009-06-17

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-11-30**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4,532.5	4,588.4	5,712.6	6,797.9	8,157.5	成长性					
减: 营业成本	3,712.8	3,559.2	4,455.8	5,316.0	6,362.9	营业收入增长率	56.4%	1.2%	24.5%	19.0%	20.0%
营业税费	114.8	103.1	128.5	153.0	183.5	营业利润增长率	145.7%	-0.9%	45.5%	9.6%	19.9%
销售费用	271.9	367.4	465.6	543.8	652.6	净利润增长率	66.7%	-20.1%	71.4%	9.4%	23.4%
管理费用	151.5	212.7	268.5	312.7	383.4	EBITDA 增长率	130.4%	0.1%	65.3%	0.9%	16.2%
财务费用	10.0	14.3	21.6	13.3	19.9	EBIT 增长率	141.6%	0.5%	45.8%	7.3%	20.7%
资产减值损失	24.7	34.9	-	-	-	NOPLAT 增长率	122.7%	-1.1%	46.5%	3.3%	21.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	49.7%	2.0%	-2.9%	-1.7%	4.2%
投资和汇兑收益	53.1	0.4	60.0	15.0	13.1	净资产增长率	63.5%	6.1%	11.3%	11.9%	12.8%
营业利润	300.0	297.2	432.6	474.2	568.4	利润率					
加: 营业外净收支	6.5	12.1	13.0	5.0	5.0	毛利率	18.1%	22.4%	22.0%	21.8%	22.0%
利润总额	306.5	309.3	445.6	479.2	573.4	营业利润率	6.6%	6.5%	7.6%	7.0%	7.0%
减: 所得税	69.7	78.2	107.8	123.1	143.3	净利率	3.6%	2.8%	3.9%	3.6%	3.7%
净利润	162.7	130.1	222.9	243.9	301.0	EBITDA/营业收入	8.4%	8.3%	11.1%	9.4%	9.1%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	6.8%	6.8%	8.0%	7.2%	7.2%
货币资金	397.3	336.5	213.8	715.6	1,838.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	50.0	55.0	48.0	固定资产周转天数	80	104	83	67	54
应收帐款	490.5	499.4	354.2	387.5	448.7	流动营业资本周转天数	68	66	59	53	49
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	155	158	121	108	124
预付帐款	242.6	306.6	67.3	67.3	67.3	应收帐款周转天数	24	26	22	20	18
存货	891.8	858.7	884.0	726.0	638.8	存货周转天数	82	69	55	43	30
其他流动资产	0.0	-0.0	271.2	293.3	350.4	总资产周转天数	311	361	298	266	256
可供出售金融资产	104.6	47.3	-	-	-	投资资本周转天数	194	232	185	152	128
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	22.5	77.9	-	-	-	ROE	6.7%	5.1%	7.8%	7.6%	8.4%
投资性房地产	255.3	248.9	-	-	-	ROA	3.6%	2.8%	4.6%	4.7%	4.7%
固定资产	1,292.7	1,349.4	1,294.1	1,246.0	1,179.9	ROIC	12.5%	8.3%	11.9%	12.6%	15.6%
在建工程	290.1	133.2	79.9	47.9	28.8	费用率					
无形资产	522.3	520.6	525.9	535.5	544.4	销售费用率	6.0%	8.0%	8.2%	8.0%	8.0%
其他非流动资产	70.4	249.7	1,091.0	1,152.8	1,217.8	管理费用率	3.3%	4.6%	4.7%	4.6%	4.7%
资产总额	4,580.4	4,628.2	4,831.3	5,226.8	6,362.5	财务费用率	0.2%	0.3%	0.4%	0.2%	0.2%
短期债务	371.0	251.7	2,113.9	2,108.5	2,091.1	三费/营业收入	9.6%	13.0%	13.2%	12.8%	12.9%
应付帐款	481.2	567.7	356.5	345.5	381.8	偿债能力					
应付票据	179.9	112.3	-	-	-	资产负债率	47.2%	44.6%	41.0%	39.0%	43.4%
其他流动负债	749.9	763.6	678.9	652.5	560.8	负债权益比	89.5%	80.5%	69.4%	63.9%	76.8%
长期借款	326.7	331.1	-1,168.9	-1,068.9	-268.9	流动比率	1.13	1.18	0.58	0.72	1.12
其他非流动负债	55.2	38.4	-	-	-	速动比率	0.63	0.67	0.30	0.49	0.91
负债总额	2,163.9	2,064.8	1,980.3	2,037.6	2,764.8	利息保障倍数	31.06	21.78	21.07	36.67	29.63
少数股东权益	544.3	605.4	714.5	821.0	943.6	分红指标					
股本	319.5	415.4	415.4	415.4	415.4	DPS(元)	0.12	-	-	-	-
留存收益	1,563.3	1,557.9	1,722.4	1,954.1	2,240.1	分红比率	29.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	2,416.6	2,563.4	2,852.2	3,190.5	3,599.0	股息收益率	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	236.7	231.1	222.9	243.9	301.0	EPS(元)	0.39	0.31	0.54	0.59	0.72
加: 折旧和摊销	97.6	123.4	178.8	151.5	154.0	BVPS(元)	5.82	6.17	6.87	7.68	8.66
资产减值准备	21.5	34.9	-	-	-	PE(X)	30.2	37.7	22.0	20.1	16.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.0	1.9	1.7	1.5	1.4
财务费用	13.1	17.6	22.7	21.6	13.3	P/FCF	-	976.2	12.4	12.7	5.1
投资收益	-53.1	-0.4	-60.0	-15.0	-13.1	P/S	1.1	1.1	0.9	0.7	0.6
少数股东损益	74.0	101.0	114.8	112.1	129.0	EV/EBITDA	12.6	15.5	9.0	8.4	7.0
营运资金的变动	390.9	-185.1	-994.0	3.5	-151.6	CAGR(%)	14.4%	32.3%	9.4%	10.0%	25.0%
经营活动产生现金流量	673.2	230.8	-515.8	509.3	439.2	PEG	2.1	1.2	2.4	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-430.5	-252.7	85.1	-40.0	-29.9	ROIC/WACC	1.5	1.0	1.4	1.5	1.8
融资活动产生现金流量	-62.8	-39.8	15.4	81.4	762.7	REP	1.1	2.1	1.4	1.3	1.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

业绩高弹性的传统景区

报告关键点：

- 在传统景区中，公司在未来两年内属于弹性较大的景区股；
- 随着低价政策的退出，公司游客量将有望恢复到地震之前；
- 管理改善和提价效应等内外因素将持续助推未来两年业绩不断走高；
- 维持盈利预测与投资评级。

报告摘要：

- 在传统景区中，公司在未来两年内属于弹性较大的景区股：普遍来看，传统景区目前游客接待量的增长较为平缓，虽然凭借资源优势可以保证业绩的持续稳定，但增长并不突出，这也使得在短期内众多行业利润可以达到25%左右的增速的时期，这类传统景区逐渐被市场所遗弃。但是峨眉山A却为特例之一，原因在于2010年公司接待量将有望高速恢复遭遇突发事件之前的状态，加之管理改善和提价效应的实现将会把公司推上业绩高弹性的行列。
- 随着低价政策的退出，公司游客量将有望恢复到地震之前：因为四川省多数景区执行“价格洼地”政策，使得公司流失较多；而随着明年低价政策的取消，公司客流量将有望在明年5月得到彻底的恢复，受基数影响，我们判断这种突发事件后的恢复也必将是高弹性的增长。
- 管理改善和提价效应等内外因素将持续助推未来两年业绩不断走高：与以往秉承的看法一致，我们认为今后公司业绩提升的动力依旧在于费用控制和提价效应，而随着这些因素逐渐兑现，公司的业绩不断走高的结论也将越来越确定；同时再加上这些因素在今年发生的时点有所不同，而游客量的高速增长也将发生在明年年中，这样业绩走高的态势就将至少延续两年。经过粗略测算，我们预计明后两年的业绩增速分别在55%和20%左右。
- 维持盈利预测与投资评级：因为公司的经营情况与我们此前判断一致，故维持此前公司2009年~2011年EPS分别为0.29元、0.45元和0.54元的预测不变；并且因为公司是在短期内具有高弹性的景区股，故而应该享受超过该行业理应享受的平均估值水平，那么参见公司目前的估值，我们认为它的股价被明显低估，故而给予未来12个月目标价为15.00元，维持“增持_A”的投资评级。

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： **15.00 元**

期限： 12 个月 上次预测： 13.03 元

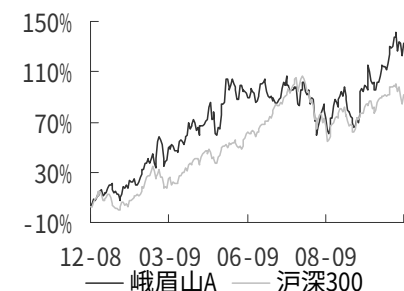
现价： 12.03 元

报告日期： **2009-12-16**

市场数据

总市值(百万元)	2,829.31
流通市值(百万元)	1,768.69
总股本(百万股)	235.19
流通股本(百万股)	147.02
12 个月最高/最低	5.14/12.98 元
十大流通股东(%)	25.44%
股东户数	23,004

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	12.08	18.97	41.29
绝对收益	19.13	34.23	133.19

研究员

苏慧
助理行业分析师

010-66581628

suhui@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	465.9	394.3	607.2	756.0	867.9
Growth(%)	24.7%	-15.4%	54.0%	24.5%	14.8%
净利润	46.1	21.4	67.4	106.7	127.2
Growth(%)	12.3%	-51.8%	201.7%	58.4%	19.2%
毛利率(%)	39.8%	36.8%	38.5%	39.7%	39.6%
净利润率(%)	9.9%	5.7%	11.1%	14.1%	14.7%
每股收益(元)	0.20	0.09	0.29	0.45	0.54
每股净资产(元)	2.64	2.64	2.91	3.35	3.86
市盈率	61.0	126.7	42.0	26.5	22.2
市净率	4.6	4.6	4.1	3.6	3.1
净资产收益率(%)	7.4%	3.5%	9.8%	13.6%	14.0%
ROIC(%)	8.1%	4.9%	9.6%	14.2%	15.2%
EV/EBITDA	20.2	23.6	21.3	15.7	13.4
股息收益率	0.8%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

峨眉山 A：管理改善使全年业绩大幅提升提前实现

2009-10-23

峨眉山 A：虽处低价氛围，但索道提价仍可提振业绩

2009-08-13

峨眉山 A：量价走势符合预期

2009-04-29

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-11-30**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	465.9	394.3	607.2	756.0	867.9	成长性					
减: 营业成本	280.4	249.4	373.5	455.9	524.2	营业收入增长率	24.7%	-15.4%	54.0%	24.5%	14.8%
营业税费	21.2	18.2	27.6	34.4	39.5	营业利润增长率	7.3%	-53.1%	208.0%	58.2%	19.5%
销售费用	24.8	15.7	43.7	46.1	50.3	净利润增长率	12.3%	-51.8%	201.7%	58.4%	19.2%
管理费用	60.2	51.4	53.4	64.3	72.9	EBITDA 增长率	32.3%	-14.4%	7.4%	34.4%	14.9%
财务费用	24.8	29.6	26.0	24.0	24.0	EBIT 增长率	24.2%	-31.2%	92.6%	42.4%	16.4%
资产减值损失	0.9	0.3	0.5	0.8	1.0	NOPLAT 增长率	30.1%	-30.7%	94.0%	42.5%	16.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	13.6%	-0.2%	-3.6%	8.4%	7.2%
投资和汇兑收益	3.5	-3.0	0.0	-	-	净资产增长率	3.8%	-0.1%	10.4%	14.9%	15.5%
营业利润	57.1	26.8	82.5	130.6	156.0	利润率					
加: 营业外净收支	-1.0	-1.0	-	0.5	0.3	毛利率	39.8%	36.8%	38.5%	39.7%	39.6%
利润总额	56.1	25.8	82.5	131.1	156.3	营业利润率	12.3%	6.8%	13.6%	17.3%	18.0%
减: 所得税	10.1	4.3	14.7	23.6	28.1	净利润率	9.9%	5.7%	11.1%	14.1%	14.7%
净利润	46.1	21.4	67.4	106.7	127.2	EBITDA/营业收入	33.4%	33.8%	23.6%	25.5%	25.5%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	17.6%	14.3%	17.9%	20.4%	20.7%
货币资金	117.7	89.0	323.8	58.5	324.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	570	754	484	389	341
应收帐款	14.4	15.5	27.5	31.8	34.6	流动营业资本周转天数	-19	0	-2	-3	-1
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	105	124	145	111	99
预付帐款	3.2	1.7	1.7	1.7	1.7	应收帐款周转天数	4	7	6	5	6
存货	11.5	18.8	9.1	9.0	10.3	存货周转天数	8	14	8	4	4
其他流动资产	0.3	0.2	2.3	2.6	2.8	总资产周转天数	815	994	715	583	520
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	678	851	542	445	418
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	ROE	7.4%	3.5%	9.8%	13.6%	14.0%
投资性房地产	3.3	2.3	-	-	-	ROA	4.2%	2.0%	5.0%	9.6%	9.1%
固定资产	835.2	816.4	815.9	819.1	823.0	ROIC	8.1%	4.9%	9.6%	14.2%	15.2%
在建工程	16.2	27.7	28.3	28.7	28.9	费用率					
无形资产	91.4	91.3	108.5	124.6	139.6	销售费用率	5.3%	4.0%	7.2%	6.1%	5.8%
其他非流动资产	10.2	10.8	22.6	31.3	36.0	管理费用率	12.9%	13.0%	8.8%	8.5%	8.4%
资产总额	1,103.5	1,073.8	1,340.0	1,107.5	1,402.0	财务费用率	5.3%	7.5%	4.3%	3.2%	2.8%
短期债务	80.0	155.0	341.0	135.6	314.9	三费/营业收入	23.5%	24.5%	20.3%	17.8%	17.0%
应付帐款	38.6	40.3	57.1	63.8	67.1	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	43.7%	42.2%	46.7%	28.5%	36.6%
其他流动负债	110.6	175.9	80.7	74.4	79.2	负债权益比	77.7%	73.1%	87.7%	39.8%	57.8%
长期借款	245.0	75.0	114.3	31.9	56.7	流动比率	0.64	0.34	0.76	0.38	0.81
其他非流动负债	8.2	7.1	7.7	7.7	7.7	速动比率	0.59	0.29	0.74	0.35	0.79
负债总额	482.4	453.4	600.8	313.4	525.6	利息保障倍数	3.31	1.91	4.17	6.44	7.50
少数股东权益	4.3	4.8	5.2	5.9	6.8	分红指标					
股本	235.2	235.2	235.2	235.2	235.2	DPS(元)	0.10	0.10	-	-	-
留存收益	381.6	380.5	444.5	545.8	666.7	分红比率	50.7%	105.3%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	621.1	620.4	684.8	786.9	908.7	股息收益率	0.8%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	46.1	21.4	67.4	106.7	127.2	EPS(元)	0.20	0.09	0.29	0.45	0.54
加: 折旧和摊销	81.2	84.3	34.7	37.9	41.2	BVPS(元)	2.64	2.64	2.91	3.35	3.86
资产减值准备	0.9	0.3	0.5	0.8	1.0	PE(X)	61.0	126.7	42.0	26.5	22.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.6	4.6	4.1	3.6	3.1
财务费用	11.4	23.3	28.2	26.0	24.0	P/FCF	-	-21.1	15.5	-12.9	9.2
投资收益	-3.5	3.0	-0.0	-	-	P/S	6.1	7.2	4.7	3.7	3.3
少数股东损益	-0.3	-0.9	0.5	0.7	0.9	EV/EBITDA	20.2	23.6	21.3	15.7	13.4
营运资金的变动	-26.3	-12.6	4.9	3.6	-2.4	CAGR(%)	32.3%	81.1%	29.1%	30.0%	15.0%
经营活动产生现金流量	135.8	133.0	133.9	173.7	191.9	PEG	1.9	1.6	1.4	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-145.5	-71.6	-65.2	-65.0	-65.0	ROIC/WACC	0.9	0.5	1.1	1.6	1.7
融资活动产生现金流量	51.6	-76.8	109.3	-321.7	185.0	REP	3.7	6.2	3.2	2.0	1.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,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。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

南方

021-68765206

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

李瑾

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

lijin@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

张勤

021-68763879

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

上海

上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 2008 室

邮编: 200120

电话: 021-68801200

北京

北京市西城区金融大街 28 号院盈泰中心二号楼三层

邮编: 100032

电话: 010-66578819

深圳

深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 35 层

邮编: 518026

电话: 0755-82825555