

## 机遇与挑战并存

——2009 年度旅游行业投资策略

### 研究结论

- 我们对 2009 年行业的恢复性增长持谨慎乐观态度。虽然金融危机对企业的商务活动和居民消费开支产生较大影响,尤其是作为高端消费的旅游业受到的影响更大。但是考虑到 30 年改革开放财富的积累使得行业处于快速发展期。尤其值得一提的是,我国幅员辽阔,各地区经济发展阶段差异较大,而实际上目前旅游业整体仍处于观光游阶段,对收入下降相对敏感度不高。在闲暇时间增多,通达性改善、旅游成本下降的情况下,国内旅游业仍有望保持较快增长。预计 2008 年受到灾害影响被压抑的旅游需求仍会寻找机会释放。
- 中国 2010 年上海世博会为上海旅游业提供了一次难得的发展机遇。根据官方预测,世博会接待总量预计达 7000 万人次,参观人次预计是爱知世博会的四倍,平均日参观人次 40 万人次,极端值近 80 万人次。在这 7000 万人次中,入境旅游人次 350 万,虽然仅占到 5%,但相对于 07 年接待量而言,增幅仍在 50%以上。另外,世博会为国内知名企业提供了展示的舞台,预计届时会开展大量的商务活动。从这个意义上讲,上海酒店业景气将在 09-10 年有较大幅度的提高。我们预计由于场馆建设等方面原因,世博效应将在 09 年末会有较为明显的显现。
- 从中长期来看,国内旅游业正处于行业快速升级转型期,金融危机并不会延缓行业升级的步伐,反而可能是一种推动和加快的作用。当前,自由行和自驾游的大趋势和行业低门槛过度竞争的现状同时存在,行业内大部分企业对行业趋势性变化的重视程度不够投入不足,这就为一部分先知先觉的企业创造了提前布局的机遇。我们认为,当 2-3 年后行业重新开始加速增长时,这些先知先觉的企业已经为新一轮的大发展做好准备,行业也将进行大的洗牌。
- 选股思路上建议三条主线,1.行业恢复性增长,首选优质景区类公司,黄山旅游、桂林旅游、峨眉山符合这一思路;2.后奥运和前世博受益,锦江股份和中青旅符合这一思路;3.行业升级/整合受益,桂林旅游和中青旅符合这一思路。
- 目前股价,行业内重点公司 09 年动态市盈率在 18-25 倍之间,基本合理。考虑到 09 年行业恢复性增长,相对比较优势明显,给予黄山增持评级、锦江股份增持评级,中青旅增持评级,桂林旅游长期增持评级。
- 主要风险:金融危机影响继续恶化或者持续时间较长,将对旅游业带来较大的负面影响;毒奶粉事件对入境游市场影响仍需消化。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

杨春燕

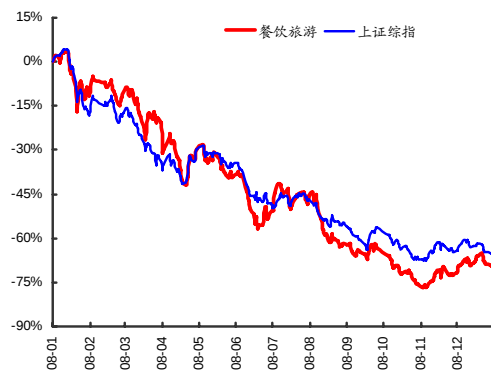
旅游行业资深分析师

8621-63325888 x 6080

yangy@orientsec.com.cn

|       |                 |
|-------|-----------------|
| 行业评级  | 看好 中性 看淡 (维持)   |
| 国家/地区 | 中国/A 股          |
| 行业    | 旅游              |
| 报告日期  | 2009 年 1 月 14 日 |

### 行业表现



| 评价周期     | 1 个月  | 3 个月   | 12 个月   |
|----------|-------|--------|---------|
| 绝对表现 (%) | 2.90% | -6.32% | -69.86% |
| 相对表现 (%) | 3.86% | 2.65%  | -4.39%  |

资料来源: WIND

### 重点公司盈利预测及投资评级

|      | 07EPS | 08EP(E) | 09EPS(E) | 股价   | 评级 |
|------|-------|---------|----------|------|----|
| 黄山旅游 | 0.32  | 0.43    | 0.52     | 13.1 | 增持 |
| 锦江股份 | 0.44  | 0.45    | 0.51     | 9.14 | 增持 |
| 中青旅  | 0.51  | 0.31    | 0.38     | 7.83 | 增持 |
| 桂林旅游 | 0.30  | 0.16    | 0.25     | 6.41 | 增持 |

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

## 目 录

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 投资要点: .....               | 4  |
| 一、2008 年行业运行态势.....       | 5  |
| 1、一系列灾害性事件对行业负面影响较大 ..... | 5  |
| 2、各子行业受到影响.....           | 11 |
| 二、2009 年行业面临的机遇与挑战 .....  | 7  |
| 1、挑战 .....                | 7  |
| 2、金融危机.....               | 8  |
| 3、中国 2010 年上海世博会 .....    | 13 |
| 4、我们的观点 .....             | 18 |
| 三、投资策略和上市公司推荐 .....       | 19 |
| 1、选股思路.....               | 19 |
| 2、上市公司推荐.....             | 20 |
| 四、分析师承诺和投资评级说明 .....      | 27 |
| 五、免责声明 .....              | 28 |

## 图表目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 表 1: 2008 年行业大事记.....              | 5  |
| 图 1: 2008 年入境旅游人次月度变化情况.....       | 6  |
| 图 2: 2008 年入境旅游收入月度变化情况.....       | 6  |
| 图 3: 北京星级酒店接待国内客人情况.....           | 7  |
| 图 4: 日本休闲文化产业与同期 GDP 的变化情况.....    | 9  |
| 图 5: 韩国旅游收入与同期 GDP 变化情况.....       | 9  |
| 图 6: 台湾旅游收入与同期 GDP 变化情况.....       | 9  |
| 图 7: 香港旅游收入与同期 GDP 的变化情况.....      | 10 |
| 图 8: 中国 GDP 与国内旅游收入的变化情况.....      | 10 |
| 图 9: 旅游行业需求和供给的主要趋动因素.....         | 11 |
| 图 10: 2008 年“十一”黄金周发展情况.....       | 12 |
| 表 2: 爱知世博会数据.....                  | 13 |
| 图 11: 名古屋部分高星级酒店 04-06 年房价情况.....  | 15 |
| 图 12: 名古屋部分高星级酒店 04-06 年入住率情况..... | 16 |
| 图 13: 上海 04 年至今入境游接待情况.....        | 17 |
| 图 14: 上海接待外省市来沪旅游情况.....           | 17 |
| 图 15: 上海酒店业基本情况.....               | 17 |
| 图 16: 上海高星级酒店房价和入住率情况.....         | 17 |
| 图 17: 中国 2010 年上海世博会接待情况.....      | 18 |
| 图 18: 中国 2010 年上海世博会外省市入沪情况.....   | 18 |

## 投资要点:

- 1、 2008 年一系列灾害性事件对行业形成负面影响较大。从统计来看,入境游受到负面打击最大,截止 08 年 11 月,入境游累计旅游人次、过夜旅游人次和入境旅游收入增速分别为-1.06%,-2.49%和-1.88%。国内旅游负面影响集中于前三季,“十一”黄金周后恢复情况较好。出境游增速减缓。
- 2、 2009 的行业面临的主要挑战来自两个方面,即金融危机导致全球性的经济增速下降和毒奶粉事件引起的食品安全问题对入境游市场的影响。
- 3、 我们对 2009 年行业的恢复性增长持谨慎乐观态度。虽然金融危机对企业的商务活动和居民消费开支产生较大影响,尤其是作为高端消费的旅游业受到的影响更大。但是考虑到 30 年改革开放财富的积累使得行业处于快速发展期。尤其值得一提的是,我国幅员辽阔,各地区经济发展阶段差异较大,而实际上目前旅游业整体仍处于观光游阶段,对收入下降相对敏感度不高。在闲暇时间增多,通达性改善、旅游成本下降的情况下,国内旅游业仍有望保持较快增长。预计 2008 年受到灾害影响被压抑的旅游需求仍会寻找机会释放。
- 4、 中国 2010 年上海世博会为上海旅游业提供了一次难得的发展机遇。根据官方预测,世博会接待总量预计达 7000 万人次,参观人次预计是爱知世博会的四倍,平均日参观人次 40 万人次,极端值近 80 万人次。在这 7000 万人次中,入境旅游人次 350 万,虽然仅占到 5%,但相对于 07 年接待量而言,增幅仍在 50%以上。另外,世博会为国内知名企业提供了展示的舞台,预计届时会开展大量的商务活动。从这个意义上讲,上海酒店业景气将在 09-10 年有较大幅度的提高。我们预计由于场馆建设等方面原因,世博效应将在 09 年末会有较为明显的显现。
- 5、 选股思路建议三条主线,1.行业恢复性增长,首选优质景区类公司,黄山旅游、桂林旅游、峨眉山符合这一思路;2.后奥运和前世博受益,锦江股份和中青旅符合这一思路;3.行业升级/整合受益,桂林旅游和中青旅符合这一思路。
- 6、 目前股价,行业内重点公司 09 年动态市盈率在 18-25 倍之间,基本合理。考虑到 09 年行业恢复性增长,相对比较优势明显,给予黄山增持评级、锦江股份增持评级,中青旅增持评级,桂林旅游长期增持评级。
- 7、 主要风险:金融危机影响继续恶化或者持续时间较长,将对旅游业带来较大的负面影响;毒奶粉事件对入境游市场影响仍需消化。

## 一、2008 年行业运行态势

### 1、一系列灾害性事件对行业负面影响较大

08 年旅游行业受到一系列灾害性事件影响。年初开始黄金周制度改革，取消“五一”黄金周，增加三个传统节日，对行业短期整体形成负面影响。之后的南方雪灾，使得“春节”黄金周整体呈现负增长，从 07 年来看“春节”和“五一”两个黄金周占到全年国内旅游收入的 15.1%。受两起事件的共同影响，08 年初行业发展即受到明显的阻力。

但 08 年的灾害性事件远不止这些，从我们的统计来看，每个月都会有对行业形成较大影响的事件出现，在“十一”之前，总体是形成一系列严重的负面影响。如，5.12 汶川大地震，西部旅游普遍受到波及，其中四川旅游暂停近 2 个月，至今恢复性增长仍不理想；2008 北京奥运会采取了非常严格的安检措施，对短期入境游市场的冲击非常大，6 月开始全国入境市场全面负增长，至 8 月到达谷底；随后的毒奶粉事件全面波及入境游市场，一方面预期中的入境市场恢复性增长没有出现，二是常年来往两地的日本及台湾等国家和地区的团队取消了原定的行程；最后世界性的金融危机影响面扩大，国内诸多行业受此影响开始出现较大幅度下降，商务活动和消费预期由此受到影响。

**表 1：2008 年行业大事记**

| 时间               | 重大事件                       | 评价                                                                        |
|------------------|----------------------------|---------------------------------------------------------------------------|
| 2008 年           | 休假制度改革，取消“五一”黄金周，新增三个传统节日  | 短期来看：短途旅游利好，中长途旅游偏空；酒店中性；旅行社偏负面。中长期来看，假期制度改革有利于缓解黄金周期间的供给压力，推动行业均衡可持续的发展。 |
| 2008 年 2 月       | 雪灾                         | 旅游通达性严重受到影响，春节黄金周负面影响较大                                                   |
| 2008 年 3 月       | 3.14 事件                    | 西藏旅游暂停近 3 个月，影响旅游安全                                                       |
| 2008 年 4 月底 5 月初 | EV71                       | 影响旅游安全                                                                    |
| 2008 年 4 月下旬     | 八部委下发《关于整顿和规范游览参观点门票价格的通知》 | 景区涨价预期被削弱                                                                 |
| 2008 年 5 月 12 日  | 汶川地震                       | 四川旅游暂停近 2 个月，影响旅游安全，西部地区受到负面影响大                                           |
| 2008 年 8-9 月     | 2008 北京奥运会                 | 入境安检严格，奥运前入境接待量开始出现负增长                                                    |
| 2008 年 8 月       | 新疆袭警案和爆炸案                  | 威胁旅游安全，新疆旅游接待量下降                                                          |
| 2008 年 9 月上旬     | 毒奶粉事件                      | 威胁食品安全，旅游业受到波及，尤其是入境游                                                     |
| 2008 年 9 月始      | 金融危机波及中国                   | 收入预期下降，削减消费节支                                                             |
| 2008 年 11 月      | 4 万亿投资                     | 加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设，未来 3-5 年旅游通达性有望大幅提高                                   |
| 2008 年 11 月      | 国民休闲计划                     | 刺激一部分旅游费求                                                                 |

资料来源：东方证券研究所

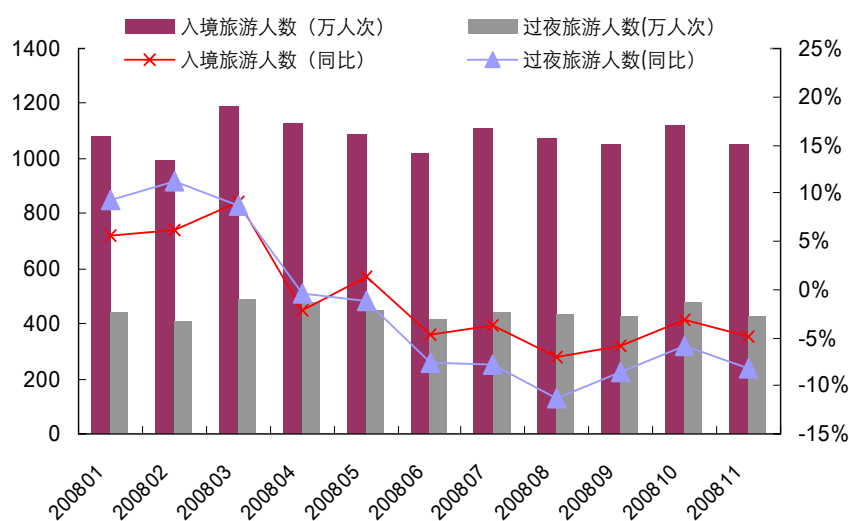
## 2、各子行业受到影响

### 入境游

整体受到冲击重大。08年4月开始入境旅游增速明显下降，6月入境旅游人次、过夜旅游人次和入境旅游收入全面负增长，8月达到谷底，三项指标分别达到-6.97%、-11.38%和-15.28%。之后，市场略有好转，但整体仍表现为负增长。1-11月累计旅游人次、过夜旅游人次和入境旅游收入增速分别为-1.06%、-2.49%和-1.88%。

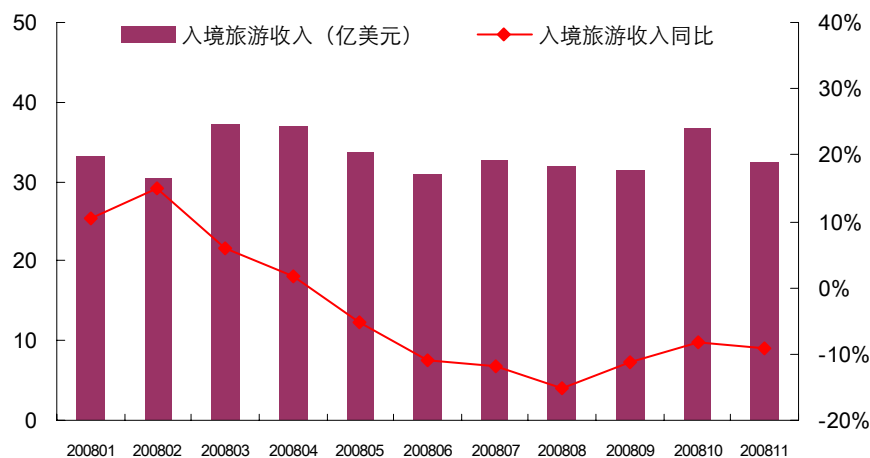
主要客源国下降幅度较大。韩国、日本、俄罗斯、美国、马来西亚前五大客源国占到入境旅游外国人数的55%，前11个月，除俄罗斯出现正增长7.08%外，其余均出现较大幅度下降，其中韩日分别下降15.3%和13.14%，美国同比下降5.54%。

**图 1：2008 年入境旅游人次月度变化情况**



资料来源：东方证券研究所

**图 2：2008 年入境旅游收入月度变化情况**



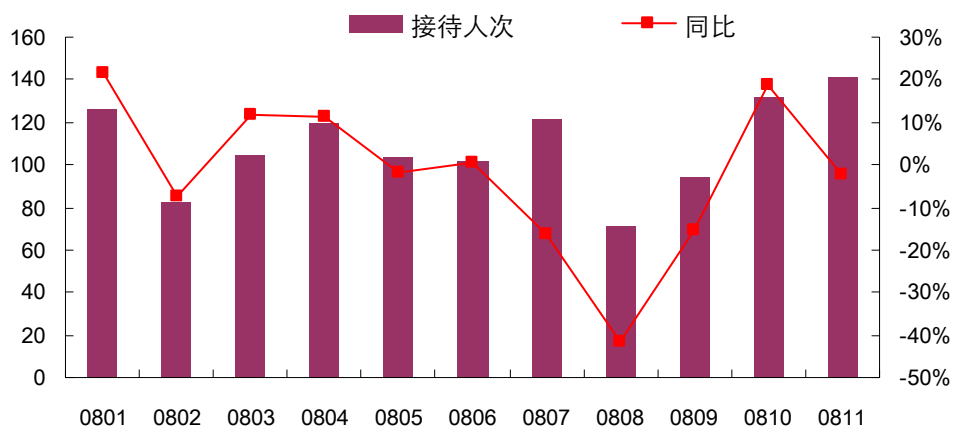
资料来源：东方证券研究所

### 国内游

负面影响集中于前三季。以北京为例，08年1-11月，北京星级酒店累计接待国内客人1155.1万人次，同比减少4.7%。分月份来看，1-8月呈现逐月下降的趋势而9-10月强劲反弹，数据显示8月份接待量仅70.8万人次，同比下降41.7%，达到全年的谷底，9月开始同比出现较快增长，至10月单月同比增幅达18.7%。从上市公司来看，前三季受到的负面影响也较大，旅游行业22家非ST公司，平均来看前三季收入同比下降21.6%，归属于母公司净利润同比下降21.3%。重点公司中，西部地区公司受到影响非常大，如峨眉山收入同比下降18.3%，桂林旅游同比下降40.9%，丽江旅游同比下降7%。

之后，08年“十一”黄金周，国内旅游出现较快恢复性增长，11-12月行业整体仍保持平稳增长。

**图3：北京星级酒店接待国内客人情况**



资料来源：东方证券研究所

### 出境游

增速虽有放缓，但仍能实现较快增长。1-9月份累计，中国公民出境旅游人数为3439.18万人次，同比增长14.80%，较07年回落3.8个百分点。

## 二、2009年行业面临的机遇与挑战

### 1、挑战

重新审视2008年行业的一系列重大事件，我们认为大致可以归为三大类。一是与行业自身发展需要相关的事件。如休假制度改革，整顿景区门票价格，4万亿投资促进内需及国民休闲计划等，这些事件从行业自身发展需要出发，着力于释放旅游需求，提高旅游质量和整顿旅游秩序，重点在于休假制度的改革和带薪假期的推行，这是行业发展的大趋势。

二是对行业短期或局部形成重大负面影响的事件。如2月南方的雪灾，3.14事件，5.12汶川大地震，奥运严格入境安检等。在事件的发生当期，对行业形成重大负面影响，但随着事件的平息，负面影响将很快消失。

三是对业中长期或者全局性形成较大负面影响的事件。9月份爆发的毒奶粉事件和同时迅速波及中国的金融危机就属于这一性质。这两起事件，集中于收入预期和旅游安全方面，前者是行业发展的

核心推动力，后者是行业发展的必要条件，我们认为要消除这些事件的负面影响需要更长的时间和更大的努力。

因此 2009 年行业面临的挑战可以归结为：

A：金融危机导致全球性的经济增速下降。影响集中于二方面：1.企业效益下滑，商务活动相应减少；2.降薪（潜在）使得人均可支配收入增长预期下降，居民消费开支缩减，旅游可能成为最先被削减的支出之一。

B：毒奶粉事件引起的食品安全问题对入境游市场的影响仍需要较长时间消化，在当前全球经济下滑的背景下，2009 年的入境游市场形势严峻。

## 2、金融危机

2007 年的策略报告上我们提出：2010 年前是中国旅游业的黄金发展期，国内旅游既处于大众消费加速增长期，又处于消费快速升级转型期，在扩大内需大战略的指导下旅游行业发展环境将有极大提高，预计 2010 年前国内旅游人次将以年 10%以上速度增长，旅游收入将以 15-20%速度增长。在当前世界性的金融危机面前，行业未来能否保持快于 GDP 的增长，受到较大的质疑。我们对行业现状、国际经验、政策救市等方面进行分析，认为 2009 年行业收入出现负增长的可能性较小，乐观预计全年国内旅游收入增长仍将快于同期 GDP 的增幅。

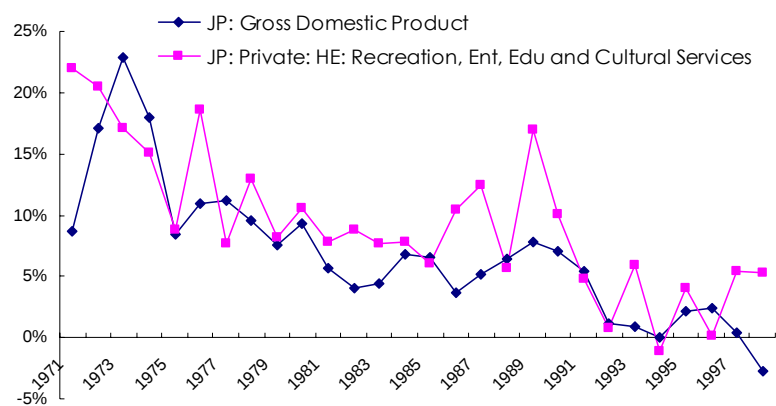
### 国际经验

由于东亚国家和地区与中国的文化与消费倾向上具有相似性，因此我们更多的选取这些国家和地区的经验数据作为参考，来分析经济下降周期和经济危机发生时，旅游业与 GDP 的相关性。

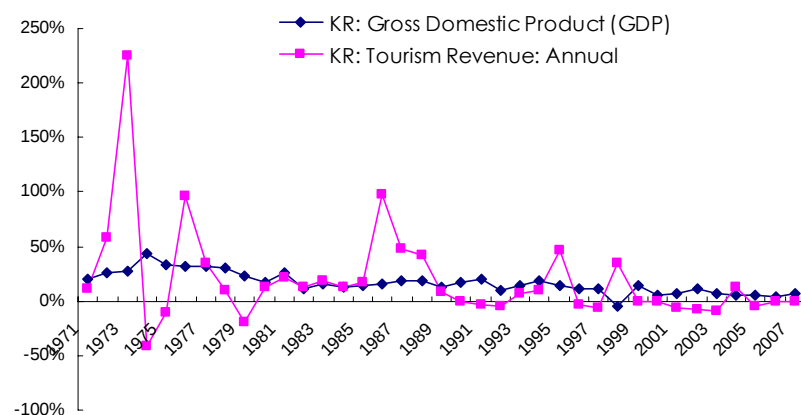
通过分析日本、韩国、台湾和香港的数据后，我们得出以下结论：

1. 旅游收入与 GDP 高度相关，其需求弹性要大于 GDP 的弹性。当经济处于上升周期时，旅游收入的增幅较同期 GDP 增幅呈现逐年拉大的趋势；当经济处于下降周期时，旅游收入将率先下降，其下降幅度将大于同期 GDP 的降幅；当经济出现危机时，如 97-98 年，旅游需求是较早出现负增长的行业之一。
2. 从可比时期来看，70 年代初的日本与我们当前经济水平相当，因此这一时期的经验数据更具有参考价值。从这一时期来看，当日本经济增幅下降时当年日本居民休闲文化类消费出现明显下降，但放长到 2-3 年来看，该类消费仍保持快于同期 GDP 的增长。
3. 危机过后，经济进入复苏阶段，旅游业的复苏慢于同期 GDP，但 1-2 年后，以旅游为代表的休闲文化类需求出现快速增长，从中长期来看，其占 GDP 的比重处于持续上升中。这一点在 97-98 年的东南亚危机后的香港表现最为明显。

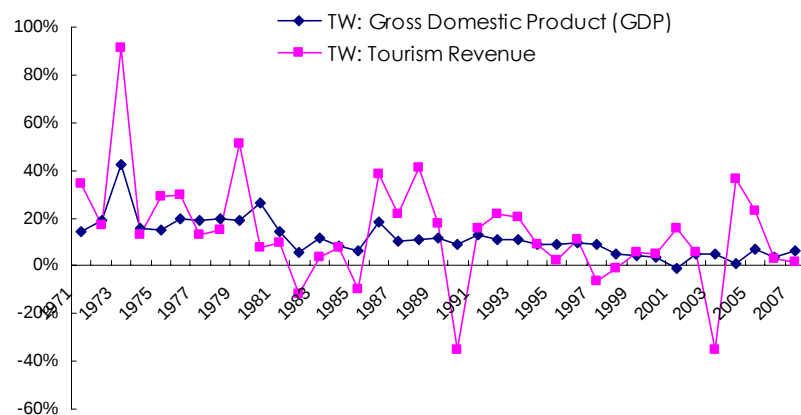
我们认为，中国未来可能一定程度复制日韩等国走过的道路。在危机出现初期，旅游收入的下降幅度可能大于同期 GDP 的降幅。但是考虑到当前行业总体处于大众消费加速增长期和 08 年行业受到一系列灾害的影响增速已经明显放缓，预计 2009 年旅游行业收入再次出现大幅下降的可能性较小。

**图 4：日本休闲文化产业与同期 GDP 的变化情况**


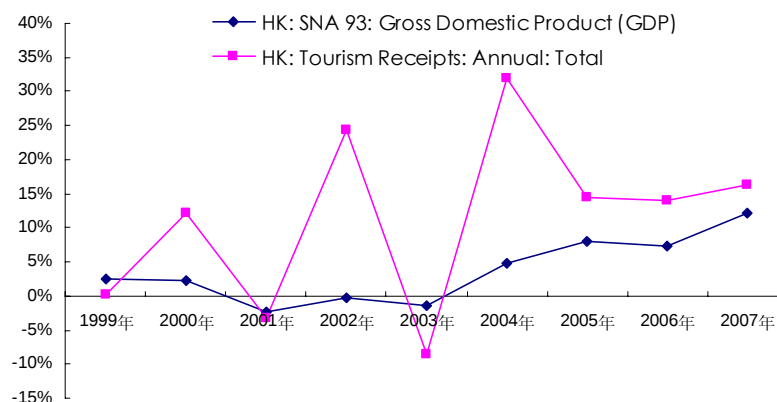
资料来源：东方证券研究所

**图 5：韩国旅游收入与同期 GDP 变化情况**


资料来源：东方证券研究所

**图 6：台湾旅游收入与同期 GDP 的变化情况**


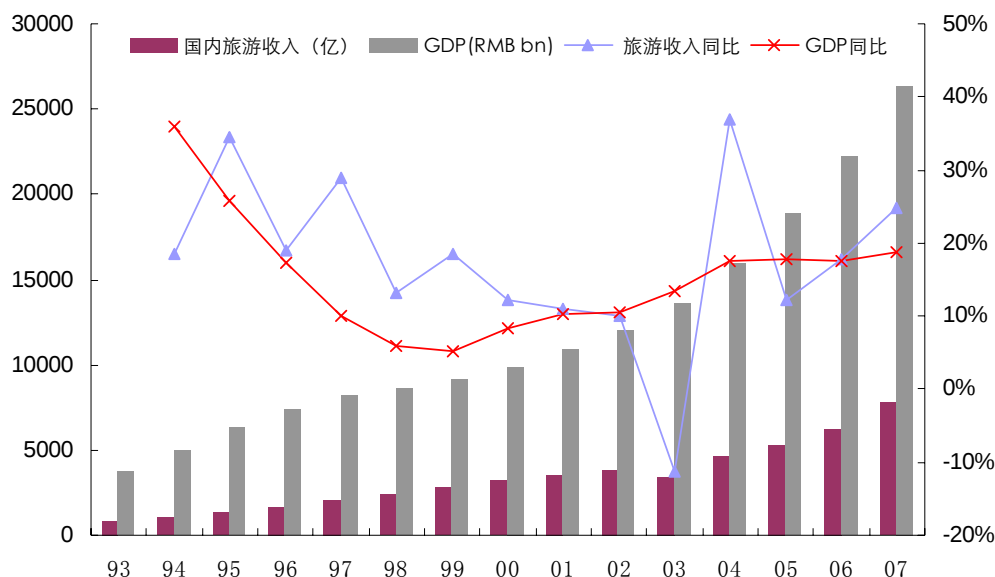
资料来源：东方证券研究所

**图 7：香港旅游收入与同期 GDP 的变化情况**


资料来源：东方证券研究所

### 中国的旅游业处于大众消费加速增长期

从国际经验来看人均 GDP 达到 1000 美元，旅游消费进入启动期，国内旅游日益兴旺；达到 3000 美元，出境旅游开始兴旺；达到 5000 美元，旅游成为人们生活中的必需品。从中国现状看，改革开放 30 年的积累，使得中国社会整体已处于大众消费加速增长期。

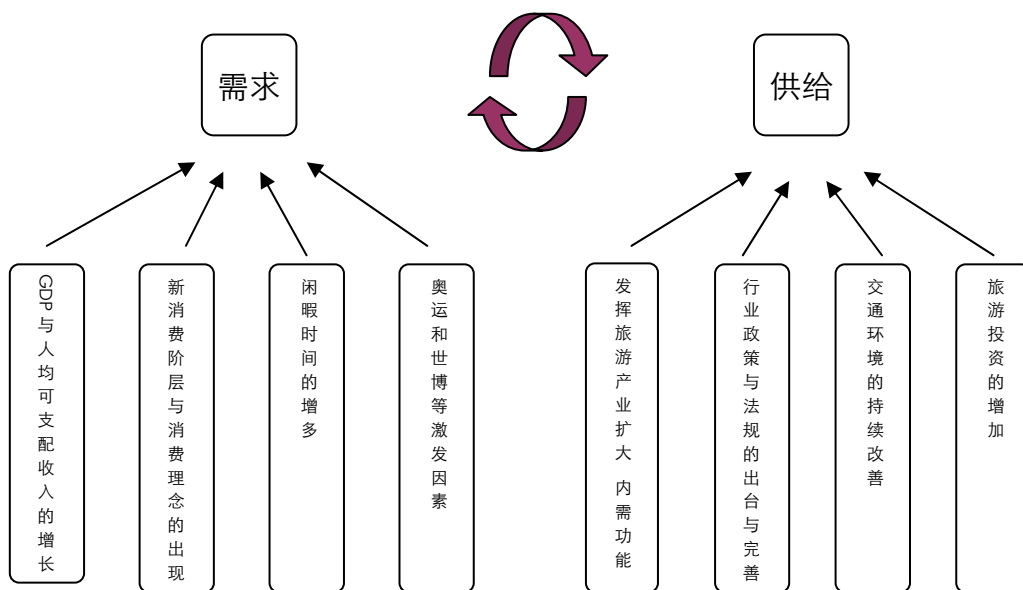
**图 8：中国 GDP 与国内旅游收入的变化情况**


资料来源：东方证券研究所

从数据看，2001 年中国人均 GDP 达到 1017 美元，2007 年达到 1700 美元，一线城市和发达地区人均 GDP 超过 5000 美元，如 2007 年深圳和苏州人均 GDP 超过 1 万美元，上海、杭州、北京等超过 7000 美元。由于人均可支配收入的持续增长，国内旅游业在近年出现明显的加快增长趋势。数据显示，01-07 年国内旅游年复合增长率达到 14.1%；93-07 年，国内旅游年复合增长率 17%，高于同期 GDP 1.9 个百分点；04-07 年国内旅游年复合增长率 18.2%，高于同期 GDP 0.2 个百分点。

从行业发展的主要趋动因素来看，金融危机主要影响 GDP 及人均可支配收入的增长。虽然这是行业发展的核心趋势因素。但是在当前的阶段，行业发展受到诸多因素的制约，需求并没有真正被释放。这些制约因素主要是闲暇时间、旅游成本、通达性等方面。从中长期来看，国内旅游需求的加速增长与旅游供给的相对有限性是当前阶段行业发展的主要矛盾。因此，如果在这些制约因素上有所放松，将释放一部分需求，行业仍有望保持较快增长。

**图 9：旅游行业需求和供给的主要趋动因素**



资料来源：东方证券研究所

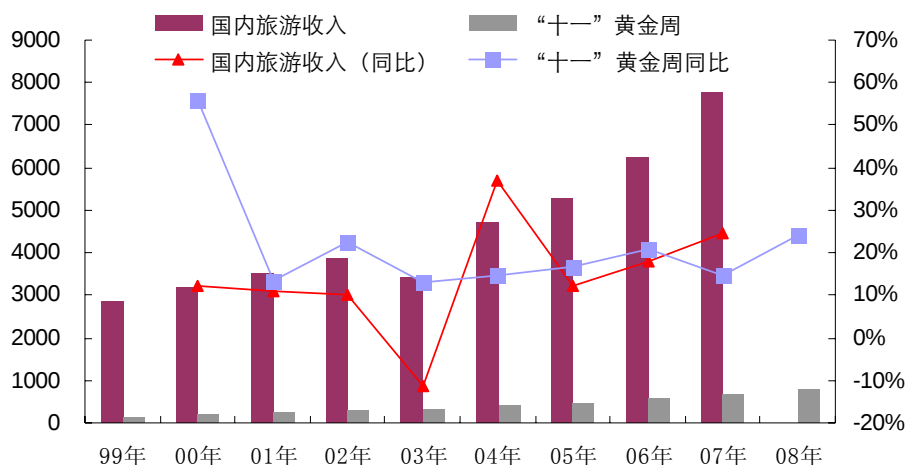
### 2008 年“十一”黄金周的启示

国家旅游局公布，2008 年“十一”黄金周期间，全国共接待旅游者 1.78 亿人次，比 2007 年“十一”黄金周增长 22.1%；实现旅游收入 796 亿元，比 2007 年同期增长 24.2%；旅游者人均花费支出 448 元。“十一”黄金周期间，在全国接待的 1.78 亿人次旅游者中，过夜旅游者（仅限于住在宾馆饭店和旅馆招待所）为 4269 万人次，比 2007 年同期增长 13.5%；一日游游客为 1.35 亿人次，比 2007 年同期增长 25.0%。整体来看，“十一”黄金周保持了较快的增长，增速超过了市场的普遍预期。

2008 年“十一”黄金周的特点主要有：1.假日期间的消费呈现出多样化和大众化的趋势。家庭自驾车游和散客自助游成为市场主体，社会旅馆和家庭旅店生意火爆，一些热点景区的停车场临时扩大了几倍；奥运旅游、红色旅游、文化旅游、科普旅游等主题旅游收到大众的欢迎，相关消费明显增长。2.地区恢复性增长差异较大。整体是东部旅游比较火爆，西部旅游出现一定恢复，城市周边交通网发达地区出现爆发式增长。如，北京黄金周期间共接待来京旅游者 235 万人，比去年同期增长 22%；旅游总收入则达到 52.5 亿元，同比增长 27%；安徽，全省接待游客 1356.9 万人次，同比增长 20.34%，其中，过夜旅游者 269.1 万人次，同比增长 10.58%。全省旅游总收入达到 33.71 亿元，同比增长 22.35%；四川，黄金周期间，全省共接待游客 1636.59 万人次，同比下降 6.6%，全省实现旅游收入 60.92 亿元，同比下降 2%。

自黄金周制度实施以来，“十一”黄金周一直占据重要地位，是国内旅游业运行情况的风向标。99年实施至今，其旅游收入一直以两位数速度增长，近三年“十一”黄金周这七天的收入占到全年国内旅游收入的8-9%，07年达到了642亿元。在基数不断增大，且当前旅游安全仍受到广泛关注的情况下，08年“十一”黄金周仍能录得两位数的增长实属不易。一方面表明公共假期对旅游业的影响仍非常大，另一方面表明上半年以来受到压抑的旅游需求只是发生了时间上的位移，并没有消失。虽然未来经济面临下滑趋势，但并不能从根本上动摇当前我国处于消费升级阶段旅游业有望保持持续较快增长的预期。

**图 10：2008 年“十一”黄金周发展情况**



资料来源：东方证券研究所

### 政策救市与扩大内需

目前政策对行业的支持主要表现在二方面，一是启动内需政策受益；二是制约性条件松绑。

08年12月国务院提出扩大内需、促进经济增长的十项措施，第三条提到，“加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设。重点建设一批客运专线、煤运通道项目和西部干线铁路，完善高速公路网，安排中西部干线机场和支线机场建设，加快城市电网改造”。4万亿投资的重点将投向高速铁路和高速公路网络建设，预计经过2-3年建设，这些项目基本完工，国内交通环境将上一个新台阶。景区通达性的提高，对行业发展构成长期重大利好。

在11月的上海国际旅游交易会上国家旅游局提出“国民休闲计划”。该计划旨在采取具体措施倡导奖励旅游（对优秀员工）、福利旅游（对低收入群体，企业可把奖励旅游、福利旅游支出列入其经营成本）、修学旅游（对学生群体）、银发旅游（对离退休人员）等，引导国民休闲旅游沿着正常、安全、持续的方向发展。随着计划的出台和实施，预计能促进一部分旅游需求。

从各地来看，全国绝大部分地区将旅游业作为支柱产业和重要产业，相继出台各种促进旅游发展举措。从这些措施来看，集中在降低游览成本，刺激旅游消费，鼓励省内游和生态游方面，如山西推出多种“旅游年票”，贵州提出旅游经营者从事旅游经营活动可按标准享受补贴等。这些措施出台，对刺激短途旅游市场增长将起到较大作用。

从总体来看，目前的政策集中在闲暇时间、通达性、旅游成本方面的松绑，我们预计对促进旅游消费增长将起到一定作用。

## 我们的看法

金融危机对旅游业的影响主要有以下几点：

短期来看，受金融危机和安全性事件影响，2009年旅游业的恢复性增长受到考验。入境游方面受到冲击较大，韩日美等入境旅游主要客源地是此次金融危机的重灾区，目前接团量非常少，恢复性增长期待09年下半年，预计2009年入境旅游接待情况仅能达到2008年水平。国内游方面，金融危机对企业商务活动的冲击较为明显，在企业控制成本削减开支过程中，公务旅游和福利旅游可能被率先削减。居民而言，减薪等预期使得旅游开支的预算被降低。

三十年改革开放积累的财富使得旅游成为国内居民生活的一部分。2007年中国人均GDP已经达到1700美元，一线城市和地区已经超过5000美元，如深圳和苏州超过1万美元，上海、杭州、北京等超过7000美元，当前国内旅游处于大众消费加速增长长期这一判断并不会因为金融危机而改变。危机并不会导致旅游需求的消失，削减部分旅游预算可能是主要方式，主要表现为长途游改为短途游，出境游改为国内游等。

金融危机对旅游行业的有利影响主要集中在闲暇时间增多，旅游成本降低和交通环境持续改善三个方面。企业的停产减产等使得居民的闲暇时间增多；机票、酒店、景区促销等使得旅游成本降低吸引潜在消费者，也有利于旅行社重新组织产品；4万亿投资将重点投向铁路、公路、机场、重大基础设施建设，建成后景区的通达性将获得较大改善。

从中长期来看，国内旅游业处于消费快速升级转型期，金融危机可能导致行业升级步伐加快。自由行和自驾游的大趋势和行业低门槛过度竞争的现状同时存在，行业内优势企业对自由行等的投入不足。金融危机将淘汰一部分企业，有利于优势企业集中力量提前布局。

## 3、中国2010年上海世博会

中国2010年上海世博会是未来二年内行业内又一重大事件，对地区性的旅游市场来讲这是一次难得的发展机遇。我们通过比较最近一次日本2005年爱知世博会的情况，来分析即将召开的世博会对以上海为中心的地区市场的影响。

### 爱知经验

爱知世博会为日本中部地区带来巨大的经济利益

展会原本预计参观人次1500万，但实际达到2200万。扣除大量开支之外展会盈利50亿日元，吉祥物销售额达800亿日元，相关收入超过4500亿日元。数据显示，会展期间，名古屋的百货商店销售额比去年同期增长6.3%，旅店爆满。

日本民间调查机构共立综合研究所推测，爱知世博会给爱知、三重等县带来的总体经济效益可达1.28万亿日元。由于交通等基础设施得到改善，世博会还给这一地区经济发展带来后劲。交通网络得到完善，使很多企业都计划在这一地区发展，名古屋一些地段的地价出现较快上涨。

**表2：爱知世博会数据**

|            |                 |
|------------|-----------------|
| 入场者动向      |                 |
| 入场者总数      | 2204万9544人      |
| 每天平均入场人数   | 11万9186人        |
| 一天中最多入场人数  | 28万1441人（9月18日） |
| 一天最少入场人数   | 4万3023人（3月25日）  |
| 入场者调查结果    |                 |
| 入场者的平均滞留时间 | 6小时55分钟         |

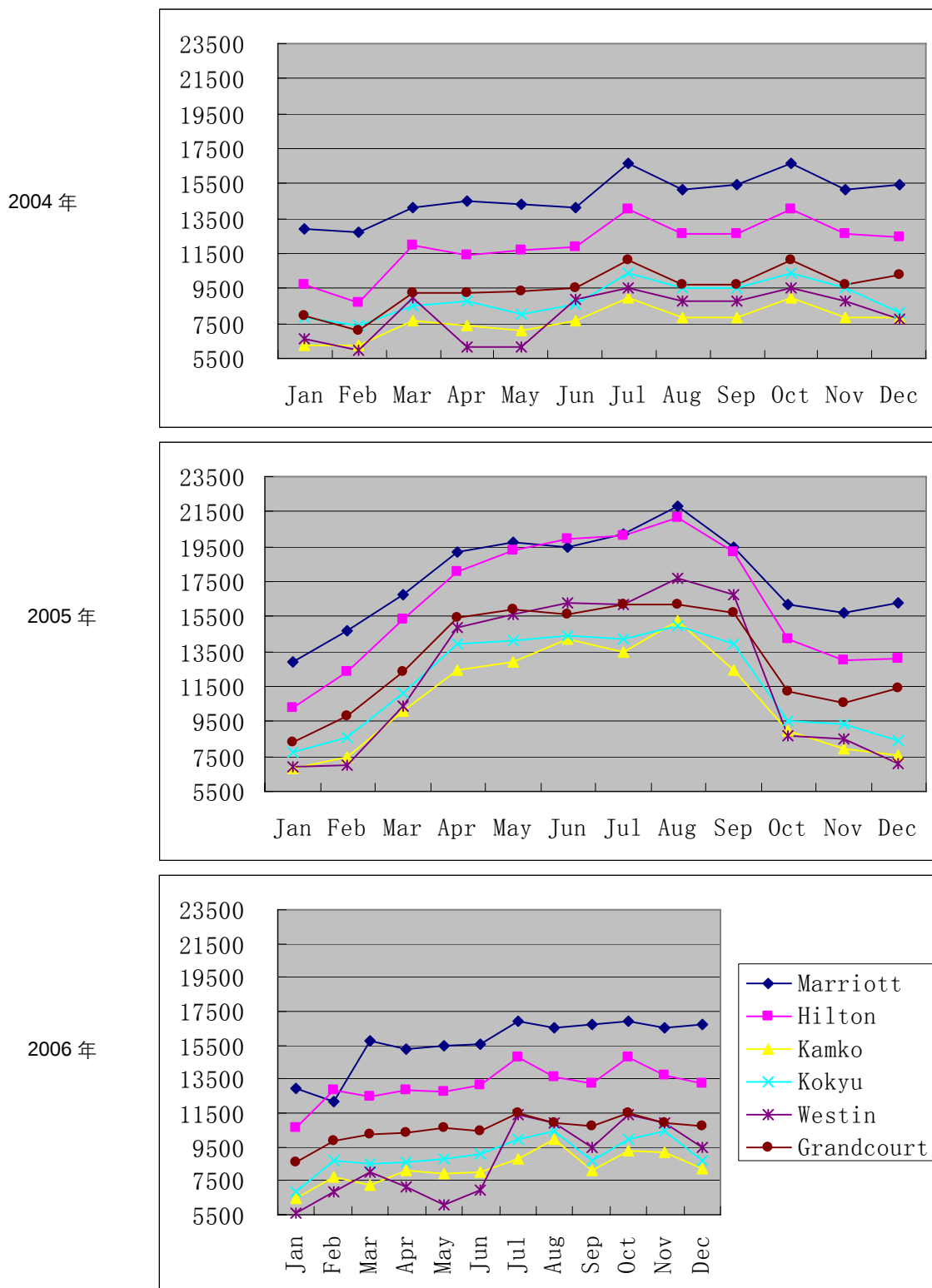
|                   |                           |
|-------------------|---------------------------|
| 当地来访者比率           | 53.0% (东海 3 县)            |
| 重复来访者比率           | 38.1% (2 次以上入场者)          |
| 外国人入场者比率          | 4.6% (调查平均 5.668 人/天)     |
| 回答「很好」的比率         | 大约 80%                    |
| 回答「还想要再来」的比率      | 大约 75%                    |
| 整个展览期间入场券入场最高次数   | 270 次 (包括一天多次入场)          |
| 整个展览期间入场券平均入场次数   | 11.05 次                   |
| 海外参加情况            |                           |
| 参加国家数             | 121 个国家                   |
| 参加国际机关            | 4 个机关                     |
| 外国要人访问次数 (首相级别以上) | 48 次                      |
| 外国要人访问次数 (阁僚级别)   | 195 次                     |
| 外国要人访问数 (其他)      | 268 次                     |
| 海外记者的来访           | 大约 75 个国家 380 个媒体 1800 多人 |

资料来源：东方证券研究所

我们重点分析了爱知世博会对名古屋酒店的影响。名古屋 (Nagoya) 是爱知县首府，是日本第四大城市，位于本州中部，外临伊势湾，是日本东西交通的重要地带，距离世博会车程 1 小时以内。从名古屋的酒店经验来看，客房预订始于 2 年之前、无最低逗留天数的限制、世博会组委会控制代理的预住房、基本按照门市价销售、接受公司协议价格、严格的订金政策、80%客源来自国内市场。

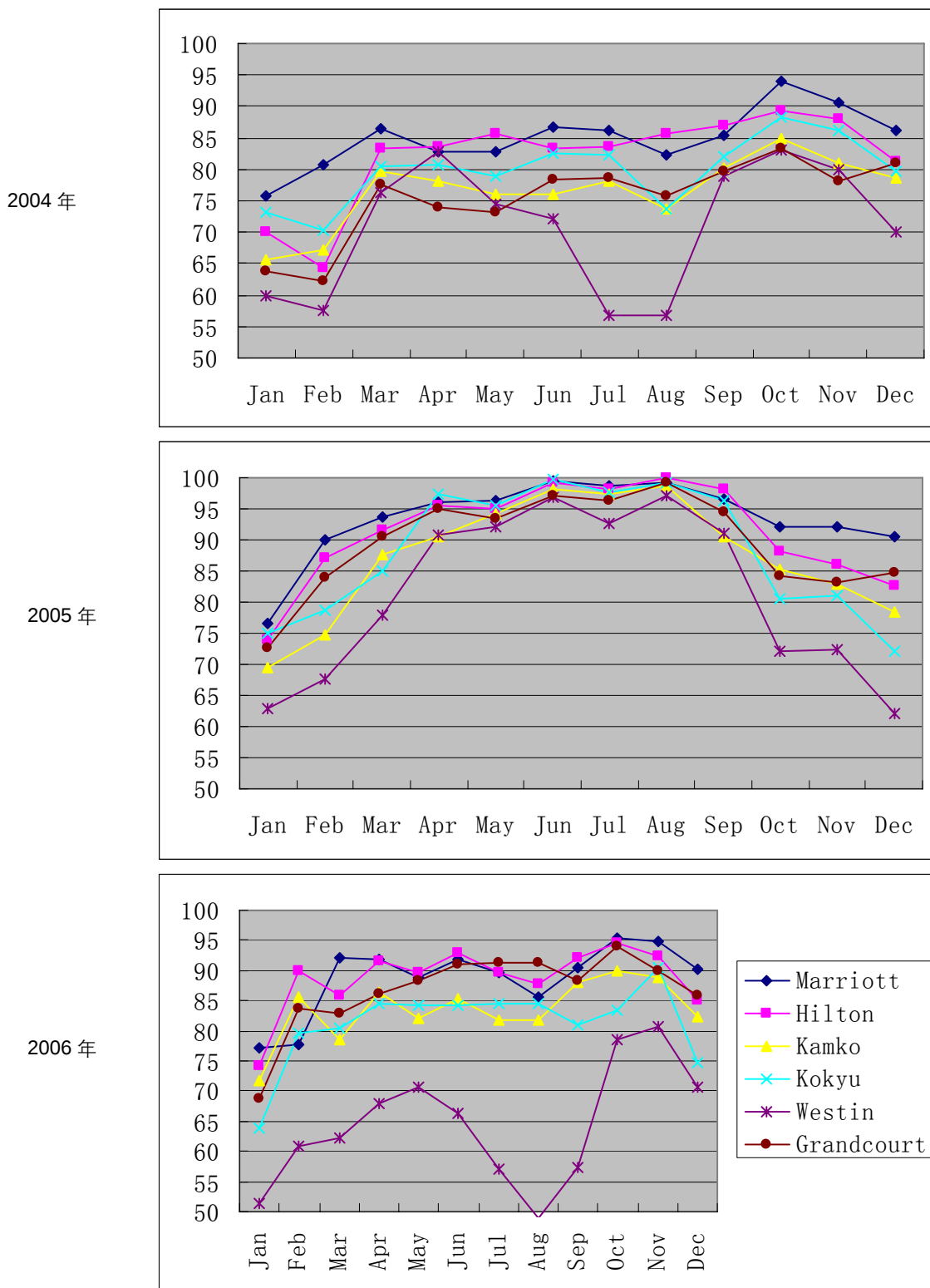
在分析了名古屋高星级酒店房价和入住率数据后，我们可以看出，世博会对当地酒店的拉动作用非常大。从世博会召开前一年影响已经开始显现，提前半年影响非常明显，表现在房价和入住率上，整体房价呈现小幅上升趋势，入住率较前一年上升近 5 个百分点。从数据看，2004 年整体入住率在 75-85% 之间，其中 9 月份之后的增长较为明显。从世博会召开当年来看，房价和入住率整体大幅上扬。世博召开期间，近半年时间房价较上年上升近 20-30%，个别酒店上升幅度在 50% 以上；入住率方面，世博期间平均入住率近 95%，个别月份接近 100%。世博之后，房价和入住率虽然有所回落，但整体来看，2006 年的房价和入住率好于 2004 年。

图 11：名古屋部分高星级酒店 04-06 年房价情况



资料来源：东方证券研究所

图 12：名古屋部分高星级酒店 04-06 年入住率情况



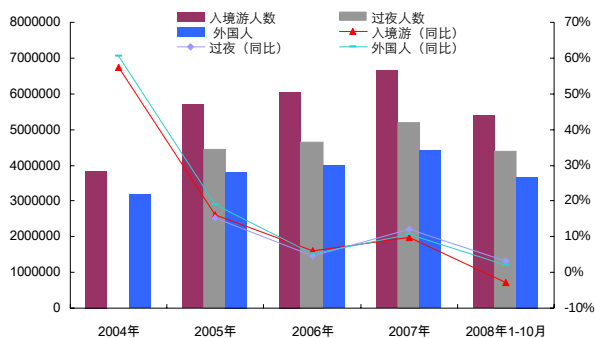
资料来源：东方证券研究所

### 中国 2010 年上海世博会是上海的重大发展机遇

近年上海入境旅游保持持续较快增长,07 年全年接待入境旅游人次 665.6 万人次,同比增长 9.9%,其中 04-07 年入境旅游人次年复合增长率更是达到 20%。外国人来看,07 年入境人次达到 442.6 万人次,同比增长 10.7%,其中 04-07 年入境外国人年复合增长率达到 11.5%。但是 08 年由于受奥运和毒奶粉事件影响,上海入境旅游市场整体受到较大负面影响。从统计数据看,1-11 月,累计接待入境旅游者 598.4 万人次,同比下降 2.5%,接待过夜人数 489.5 万人次,同比增长 2.51%,外国人 411.4 万人次,同比增长 1.17%。虽然 08 年全年接待入境旅游者人次可能略低于 07 年度,但总体仍好于全国平均水平。

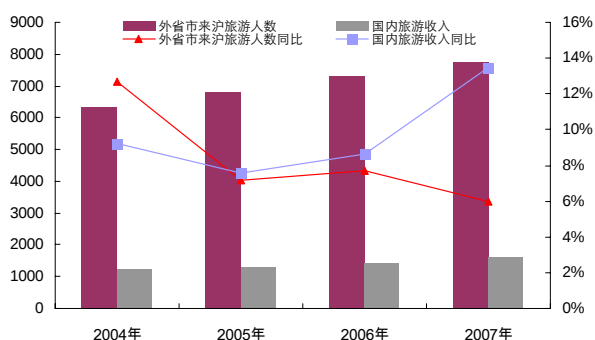
从外省市入沪旅游者情况看,近几年总体保持平稳增长的势头。2007 年全年接待国内旅游者 1.02 亿人次,同比增长 5.4%,国内旅游收入 1611 亿元,同比增长 13.5%。从旅行社国内旅游组团接待人数看,1-11 月接待量同比增长 2.73%,保持小幅增长态势。

图 13: 上海 04 年至今入境游接待情况



资料来源: 东方证券研究所

图 14: 上海接待外省市来沪旅游情况



资料来源: 东方证券研究所

上海酒店业供给出现持续较快增长。2005 年以来,上海酒店业出现明显供给加速增长的迹象,仅 2007 年上海酒店业的客房数和床位数增幅分别达到 31.7%和 22.5%,预计 2008 年增幅仍达到两位数。虽然近年上海入境及接待的国内游客人次保持较快增长,但持续的供给放量仍造成供需的失衡,07 年下半年开始已经有所体现,08 年随着入境市场的萧条,供给放量的影响被充分暴露出来。从统计数据看,1-11 月,上海酒店出租率同比下降 4.7 个百分点,平均房价同比下降 1.4 个百分点。从各酒店来看,星级越高,下降的幅度越大,如五星级酒店出租率同比下降 7.55 个百分点,平均房价同比下降 10.33 个百分点,下降幅度居各业态之首。

图 15: 上海酒店业基本情况

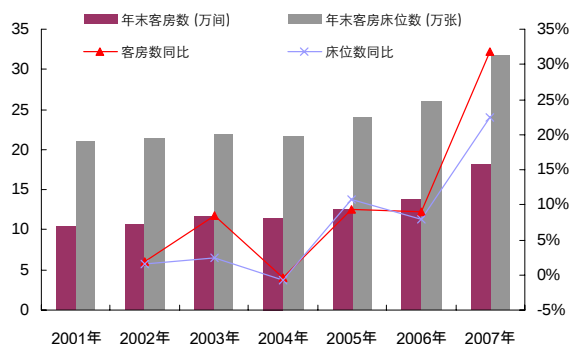
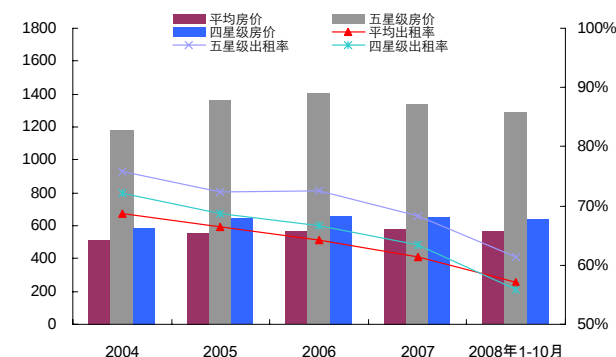


图 16: 上海高星级酒店房价和入住率情况



资料来源：东方证券研究所

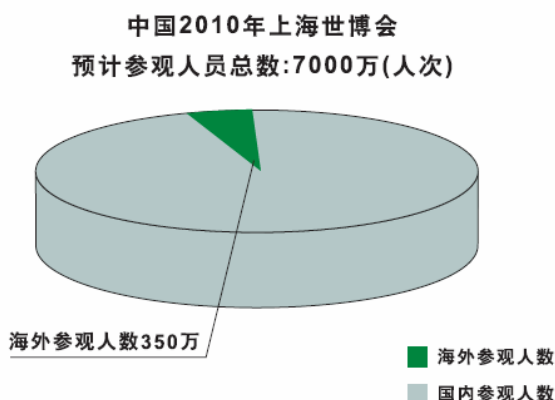
资料来源：东方证券研究所

在当前入境旅游恢复较慢，商务市场受到金融危机影响的情况下，国内的高星级酒店普遍面临着供给过剩，需求不足的问题。预期中的中国 2010 年上海世博会带来的大量的人流将为上海的酒店业提供了一次难得的发展机遇。

根据官方预测，世博会接待总量预计达 7000 万人次，参观人次预计是爱知世博会的四倍，平均日参观人次 40 万人次，极端值近 80 万人次。在这 7000 万人次中，入境旅游人次 350 万，虽然仅占到 5%，但相对于 07 年接待量而言，增幅仍在 50% 以上。另外，世博会为国内知名企业提供了展示的舞台，预计届时会开展大量的商务活动。从这个意义上讲，上海酒店业景气将在 09-10 年有较大幅度的提高。我们预计由于场馆建设等方面原因，世博效应将在 09 年末会有较为明显的显现。

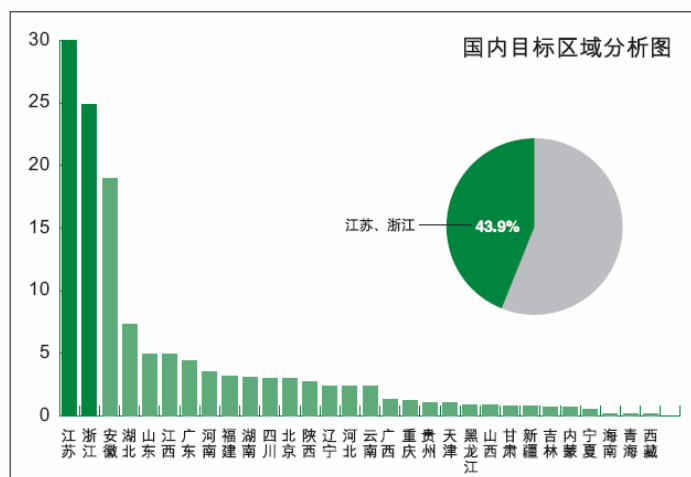
另外，世博会期间预计总体仍有近 20 万左右的床位缺口，酒店整体将供不应求。由于国内参观人次中大量来自于周边省份，其中江苏和浙江预计占到总数的 43.9%，大部分客流会首选干净整洁性价比较高的经济型酒店，我们预计经济型酒店和旅游在线预订可能是行业中最大的受益者。

图 17：中国 2010 年上海世博会接待情况（预计）



资料来源：东方证券研究所

图 18：中国 2010 年上海世博会外省市入沪情况（预计）



资料来源：东方证券研究所

## 4、我们的观点

我们对 2009 年行业观点并不负面。短期来看，受金融危机和安全性事件影响，2009 年旅游业的恢复性增长受到考验。入境游方面，受到冲击最为明显，尤其是主要客源地受到金融危机的打击较大，预计全年增长难以恢复到 08 年水平；国内游方面，三十年改革开放积累的财富使得旅游成为国内居民生活的一部分，短期内受到收入下降预期等影响，使得旅游开支被削价，表现为长途游改为短途游，出境游改为国内游，总体来看，旅游需求并不会消失。预计 2009 年国内游收入增长有望超过同期 GDP 的增幅。

长期来看，旅游行业作为第三产业其占 GDP 的比重逐步提高的趋势并不会改变；此次的金融危机也不会改变行业需求趋势性变化，产业升级的步伐并不会减慢，反而可能是加快。从较长时间来看，当前旅游行业仍处于黄金发展期，此轮行业跟随 GDP 的调整可以看作是下一轮行业的快速发展做先期的准备。

子行业方面，我们看好知名景区、经济型酒店和旅游网络预订。景区、经济型酒店面向规模庞大的观光游市场，受到金融危机的影响相对较小，需求相对稳定。另外，经济型酒店和旅游网络预订契合了行业向自由行和自驾游发展的大趋势，市场需求空间巨大。

## 三、投资策略和上市公司推荐

### 1、选股思路

我们认为可以按照三条思路进行选股：

#### 1.行业恢复性增长

我们对 2009 年行业的恢复性增长持谨慎乐观态度。虽然金融危机对企业的商务活动和居民消费开支产生较大影响，尤其是作为高端消费的旅游业受到的影响更大。但是考虑到 30 年改革开放财富的积累使得行业处于快速发展期。尤其值得一提的是，我国幅员辽阔，各地区经济发展阶段差异较大，而实际上目前旅游业整体仍处于观光游阶段，对收入下降相对敏感度不高。在闲暇时间增多，通达性改善、旅游成本下降的情况下，国内旅游业仍有望保持较快增长。预计 2008 年受到灾害影响被压抑的旅游需求仍会寻找机会释放。

从子行业来看，景区类公司率先恢复，酒店和旅行社由于整体竞争激烈，恢复性增长的受益将较小。上市公司中，黄山旅游、桂林旅游、峨眉山符合这一选股思路。

#### 2.后奥运和前世博受益

2008 年北京奥运会和中国 2010 年上海世博会均是近几年对行业产生重大影响的事件。虽然北京奥运会由于严格的安检等对入境游市场短期产生一定负面影响，但从中长期来看，奥运之后北京作为世界性旅游目的地城市的吸引力在明显增强。我们预计未来北京入境和国内的接待量均有望出现快速增长。

而历时近半年的上海世博会对当期的影响将更多的反映为正面。前期的场馆建设，大量的入境和国内的游客对上海旅游业无疑是一次发展的良机。旅游行业将是最受益的板块之一。预计 09 年下半年开始，世博效应将开始显现。

上市公司中，锦江股份、中青旅符合这一选股思路。

#### 3.行业升级/整合受益

从中长期来看，国内旅游业正处于行业快速升级转型期，金融危机并不会延缓行业升级的步伐，反而可能是一种推动和加快的作用。当前，自由行和自驾游的大趋势和行业低门槛过度竞争的现状同时存在，行业内大部分企业对行业趋势性变化的重视程度不够投入不足，这就为一部分先知先觉的企业创造了提前布局的机遇。我们认为，当 2-3 年后行业重新开始加速增长时，这些先知先觉的企业已经为新一轮的大发展做好准备，行业也将进行大的洗牌。

服务于自由行和自驾游的子行业，将能分享未来新一轮的快速发展。经济型酒店、旅游预订网络、通达性大幅提高的景区、目的地自由行等将是主要的受益者。

上市公司中，中青旅、桂林旅游正致力于为行业升级/整合带来的机遇做准备，我们给予积极的评级。

## 2、上市公司推荐

### 黄山旅游

推荐理由：

- 首批国家 5A 级景区，也是目前中国唯一、世界仅有同时拥有世界文化与自然遗产和世界地质公园三项桂冠的景区，对海内外游客具有较强的吸引力，可替代性小。是景区类公司中价量齐升的典型代表。
- 通达性的改善是公司发展的长期推动力。继徽杭和合铜黄相继通车后，今年沿江高速的通车将几条高速公路连接起来，08 年底黄塔桃高速公路贯通，由此三条高速公路形成的网络将黄山与周边省份紧密联接起来。计划中的三条高铁将于 09 年 6-9 月同时开工，预计 2-3 年内全部完工。以此推算，2011 年下半年开始将陆续通车，由此景区的通达性和运送能力将再次大幅提高。
- 预计 08 年每股收益 0.43 元，08-10 年复合增长率 18%。

主要风险：金融危机商务活动减少，人均消费下降，入境游人次下降

**表 3：黄山旅游主要盈利预测情况**

| 会计年度       | 2007A | 2008E | 2009E | 2010E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入（百万） | 1041  | 1171  | 1315  | 1447  |
| 营业利润（百万）   | 268   | 296   | 356   | 411   |
| 净利润（百万）    | 151   | 204   | 245   | 284   |
| EBITDA（百万） | 327   | 362   | 448   | 516   |
| 每股收益（元）    | 0.32  | 0.43  | 0.52  | 0.60  |
| 净资产收益率（%）  | 14.9% | 17.7% | 18.6% | 18.9% |
| 每股经营现金流（元） | 0.6   | 0.5   | 0.7   | 0.8   |
| 市盈率(X)     | 41.7  | 31.0  | 25.7  | 22.2  |

资料来源：东方证券研究所

### 锦江股份

推荐理由：

- 我们对 09 年上海酒店业持谨慎乐观态度。随着世博会的临近，世博项目施工将进一步展开，入境旅游和国内旅游者人数有望快速上升。酒店业有望成为世博项目最大的受益者之一。短期内虽然受金融危机和酒店供给持续增长影响，酒店业景气整体有所下降，但在世博客源的支持，行业景气有望再次上升。
- 公司下属四家高星级酒店位处上海核心商业区，地理位置优越，已经形成较好的声誉和稳定的客源。作为高星级酒店中的第二梯队可以吸纳一部分预算下调的客户需求。在世博需求的刺激下，预计 09-10 年酒店业绩将再次快速上升。持股 20% 的锦江之星从 08 年开始进入业绩拐点，预计 2010 年锦江之星开业门店数将达 400 家，其中上海地区门店数将达近 120 家，是公司未来业绩增长的另一重要来源。
- 预计 08 年每股收益 0.45 元，08-10 年净利润年复合增长率 25.6%。

主要风险：上海高星级供给过快增长；入境游市场受到金融危机和毒奶粉事件冲击

**图 4：锦江股份主要盈利预测情况**

| 会计年度       | 2007A | 2008E | 2009E | 2010E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入（百万） | 835   | 894   | 1006  | 1301  |
| 营业利润（百万）   | 322   | 328   | 406   | 604   |
| 净利润（百万）    | 264   | 273   | 308   | 427   |
| EBITDA（百万） | 378   | 370   | 447   | 650   |
| 每股收益（元）    | 0.44  | 0.45  | 0.51  | 0.71  |
| 净资产收益率（%）  | 5.3%  | 5.4%  | 6.0%  | 8.0%  |
| 每股经营现金流（元） | 0.32  | -0.72 | 0.23  | 0.33  |
| 市盈率(X)     | 20.9  | 20.2  | 17.9  | 12.9  |

资料来源：东方证券研究所

### 中青旅

推荐理由：

- 公司是传统旅行社业务转型的领跑者。当前旅游行业呈现两大趋势，即散客化、自助化的趋势和休闲游和体验游的趋势，这两大趋势正成为行业未来主要的高革力量。恰逢百年一遇的金融危机，在竞争对手忙于抓短期业绩时，公司充分利用在传统旅行社业务上的竞争优势推出“百变自由行”，为未来抢占发展的制高点，对此我们给予积极评价。
- 后奥运时期北京的旅游业务前景看好，尤其是国内游业务预计将出现持续较快的增长，公司将从中受益。乌镇正处于快速发展期，优越的地理位置和交通环境的改善使得景区受到危机的影响较小，未来 2 年仍有望保持 30% 的快速增长。
- 预计 08 年每股收益 0.31 元，08-10 年净利润复合增长率 20.5%。

主要风险：行业竞争激烈，金融危机导致商务活动和旅游消费下降

**图 5：中青旅主要盈利预测情况**

| 会计年度    | 2007 | 2008E | 2009E | 2010E |
|---------|------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入  | 4532 | 4895  | 5198  | 5512  |
| 营业利润    | 300  | 203   | 246   | 288   |
| 净利润     | 163  | 130   | 159   | 186   |
| EBITDA  | 408  | 334   | 384   | 429   |
| 每股收益    | 0.51 | 0.31  | 0.38  | 0.45  |
| 净资产收益率  | 8.7% | 6.4%  | 7.4%  | 8.1%  |
| 每股经营现金流 | 1.62 | 0.96  | 0.60  | 0.88  |
| 市盈率     | 14.9 | 24.3  | 19.9  | 17.0  |

资料来源：东方证券研究所

### 桂林旅游

推荐理由：

- 桂林作为中国南部观光和休闲度假中心，正随着交通环境的改善，焕发出新的生机。09 年中期预计桂林通往广东的高速公路网络贯通，全程 4-5 个小时，将带来大量的珠三角的客源，通车效应将持续 2-3 年。目前，经过桂林连接贵州和广东的高速铁路将于年内开建，2-3 年后基本建成，景区的通达性将进一步提高。
- 优质资产注入预计在 09 年继续推进。成功完成的话，公司将成为桂林当地涵盖旅游产业链（吃、住、行、购、游、娱）的综合性旅游服务公司，核心竞争力大幅增强。
- 08 年公司受到灾害的负面影响较大，预计 09 年能实现较好的恢复性增长。预计 08 年每股收益 0.16 元，08-10 净利润年复合增长率 43.6%。

主要风险：金融危机影响行业需求

**表 6：桂林旅游主要盈利预测情况**

| 会计年度    | 2007 | 2008E | 2009E | 2010E |
|---------|------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入  | 4532 | 4895  | 5198  | 5512  |
| 营业利润    | 300  | 203   | 246   | 288   |
| 净利润     | 163  | 130   | 159   | 186   |
| EBITDA  | 408  | 334   | 384   | 429   |
| 每股收益    | 0.51 | 0.31  | 0.38  | 0.45  |
| 净资产收益率  | 8.7% | 6.4%  | 7.4%  | 8.1%  |
| 每股经营现金流 | 1.62 | 0.96  | 0.60  | 0.88  |
| 市盈率     | 14.9 | 24.3  | 19.9  | 17.0  |

资料来源：东方证券研究所

## 黄山旅游 600054.SS

## 09 年恢复性增长可期

## 投资要点:

- 2008 年一系列灾害使得公司受到负面影响较大, 但之后恢复性增长较好, 尤其是四月和十月, 预计全年接待人次在 220 万, 基本达到年初计划。从全年来看, 负面影响主要体现在以下几个方面: 1. 入境游接待量的大幅下降, 奥运后入境游接待人次一直没有恢复, 全年接待量预计同比下降近 20%。2. 人均消费的下降, 在园林门票、索道和酒店上均有一定表现。今年全年加大了营销的力度, 对学生、军人等优惠延至全年, 致使单人人次的门票收入有所下降; 全年索道的平均乘坐率在 1: 1.6, 较之前的 1: 1.8 有一定下降。
- 2009 年的增长主要靠游客人次的持续增长。虽然入境游不容乐观, 但国内游情况仍较好, 预计全年仍能达到 230 万人次。韩日等东亚国家和地区是入境游主要客源地, 此次受到金融危机影响较大, 目前 09 年的报团数量非常少, 尤其是上半年形势严峻。虽然国内旅游受金融危机影响也会较大, 但黄山景区以服务观光游为主, 服务的覆盖面较广; 随着酒店报价等的下降, 到黄山旅游的总成本(时间+费用)有一定幅度下浮, 我们认为公司受到金融危机的影响将有限。
- 通达性的改善是公司发展的长期推动力。继徽杭和合铜黄相继通车后, 今年沿江高速的通车将几条高速公路连接起来, 在我们调研过程中, 黄塔桃高速公路贯通, 这条路可通往江西景德镇, 广东客源可通过此高速进入黄山。由此, 三条高速公路形成的网络将黄山与周边省份紧密联接起来, 大大方便了这些省份的团队游和自驾游, 从经验数据看, 高速公路的通车效应至少有 2-3 年, 预计未来几年周边省份的客源仍将持续增长。调研中了解到, 08 年全年接待人次达到预期值的主要原因在于来自长三角的客源的增长, 这些地区客源占比已经达到 55%, 较上年增长 5 个百分点。值得一提的是, 计划中的三条高铁将于 09 年 6-9 月同时开工, 预计 2-3 年内全部完工。以此推算, 2011 年下半年开始将陆续通车, 由此景区的通达性和运送能力将再次大幅提高。
- 公司是 2009 年行业恢复性增长最为明显的公司。预计 08-10 年每股收益 0.43 元, 0.52 元和 0.60 元, 目前股价 09 年动态市盈率 26 倍, 维持增持评级。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

杨春燕

旅游行业资深分析师

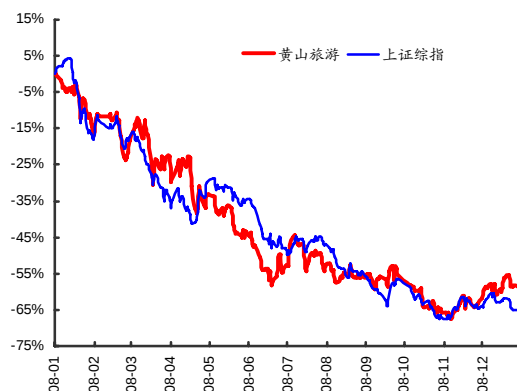
8621-63325888 x 6080

yangy@orientsec.com.cn

行业评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2008 年 12 月 30 日) 13.1 元  
目标价格(6 个月) 15.6 元  
总股本/A 股(万股) 47135/27362  
A 股市值(亿元) 62  
国家/地区 中国  
行业 旅游  
报告日期 2008 年 12 月 31 日

## 股价表现



| 评价周期     | 1 个月  | 3 个月   | 12 个月   |
|----------|-------|--------|---------|
| 绝对表现 (%) | 3.97% | -3.97% | -58.49% |
| 相对表现 (%) | 4.70% | 4.77%  | 6.98%   |

资料来源: WIND

## 财务预测

|            | 2007A | 2008E | 2009E | 2010E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入(百万) | 1041  | 1171  | 1315  | 1447  |
| 主营业务利润(百万) | 268   | 296   | 356   | 411   |
| 净利润(百万)    | 151   | 204   | 245   | 284   |
| EBITDA(百万) | 327   | 362   | 448   | 516   |
| 每股收益(元)    | 0.32  | 0.43  | 0.52  | 0.60  |
| 净资产收益率(%)  | 14.9% | 17.7% | 18.6% | 18.9% |
| 每股经营现金流(元) | 0.6   | 0.5   | 0.7   | 0.8   |
| 市盈率(X)     | 41.7  | 31.0  | 25.7  | 22.2  |

资料来源: 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

**附表：财务报表预测与比率分析**

| 资产负债表          |             |              |              |              | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元        |             |              |              |              | 单位: 百万元         |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2007        | 2008F        | 2009F        | 2010F        | 会计年度            | 2007        | 2008F        | 2009F        | 2010F        |
| <b>流动资产</b>    | 663         | 428          | 484          | 602          | <b>营业收入</b>     | 1041        | 1171         | 1315         | 1447         |
| 现金             | 442         | 250          | 250          | 372          | 营业成本            | 578         | 663          | 717          | 773          |
| 应收账款           | 35          | 40           | 44           | 48           | 营业税金及附加         | 40          | 47           | 53           | 58           |
| 其它应收款          | 20          | 32           | 31           | 34           | 营业费用            | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 预付账款           | 146         | 86           | 137          | 124          | 管理费用            | 152         | 164          | 188          | 205          |
| 存货             | 18          | 20           | 22           | 23           | 财务费用            | -0          | 1            | 2            | -0           |
| 其他             | 2           | 0            | 1            | 0            | 资产减值损失          | 3           | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>   | 879         | 1227         | 1376         | 1428         | 公允价值变动收益        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 67          | 67           | 67           | 67           | 投资净收益           | 0           | -0           | 0            | 0            |
| 固定资产           | 641         | 1005         | 1143         | 1201         | <b>营业利润</b>     | 268         | 296          | 356          | 411          |
| 无形资产           | 15          | 15           | 15           | 15           | 营业外收入           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 155         | 139          | 150          | 144          | 营业外支出           | 4           | 3            | 3            | 3            |
| <b>资产总计</b>    | 1542        | 1655         | 1859         | 2030         | <b>利润总额</b>     | 264         | 294          | 353          | 408          |
| <b>流动负债</b>    | 443         | 403          | 425          | 387          | 所得税             | 101         | 73           | 88           | 102          |
| 短期借款           | 13          | 60           | 32           | 15           | <b>净利润</b>      | 163         | 220          | 265          | 306          |
| 应付账款           | 28          | 30           | 33           | 35           | 少数股东损益          | 12          | 17           | 19           | 22           |
| 其他             | 402         | 314          | 360          | 337          | <b>归属母公司净利润</b> | 151         | 204          | 245          | 284          |
| <b>非流动负债</b>   | 69          | 69           | 69           | 69           | EBITDA          | 327         | 362          | 448          | 516          |
| 长期借款           | 8           | 8            | 8            | 8            | EPS (元)         | 0.32        | 0.43         | 0.52         | 0.60         |
| 其他             | 62          | 62           | 62           | 62           | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 512         | 473          | 494          | 457          | <b>会计年度</b>     | <b>2007</b> | <b>2008F</b> | <b>2009F</b> | <b>2010F</b> |
| 少数股东权益         | 12          | 29           | 48           | 71           | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 股本             | 471         | 471          | 471          | 471          | 营业收入            | 20.3%       | 12.5%        | 12.3%        | 10.0%        |
| 资本公积           | 170         | 170          | 170          | 170          | 营业利润            | 16.3%       | 10.7%        | 20.1%        | 15.5%        |
| 留存收益           | 377         | 512          | 676          | 862          | 归属于母公司净利润       | 11.6%       | 34.7%        | 20.4%        | 15.7%        |
| 归属母公司股东权益      | 1018        | 1153         | 1317         | 1503         | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | 1542        | 1655         | 1859         | 2030         | 毛利率             | 44.5%       | 43.4%        | 45.5%        | 46.6%        |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | 净利率             | 14.5%       | 17.4%        | 18.6%        | 19.6%        |
| 单位: 百万元        |             |              |              |              | ROE             | 14.9%       | 17.7%        | 18.6%        | 18.9%        |
| <b>会计年度</b>    | <b>2007</b> | <b>2008F</b> | <b>2009F</b> | <b>2010F</b> | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>经营活动现金流</b> | 277         | 229          | 342          | 387          | 资产负债率           | 33.2%       | 28.6%        | 26.6%        | 22.5%        |
| 净利润            | 163         | 220          | 265          | 306          | 净负债比率           |             |              |              |              |
| 折旧摊销           | 60          | 65           | 90           | 105          | 流动比率            | 1.50        | 1.06         | 1.14         | 1.56         |
| 财务费用           | -0          | 1            | 2            | -0           | 速动比率            | 1.46        | 1.01         | 1.09         | 1.49         |
| 投资损失           | -0          | 0            | 0            | 0            | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| 营运资金变动         | 44          | -59          | -19          | -29          | 总资产周转率          | 0.77        | 0.73         | 0.75         | 0.74         |
| 其它             | 11          | 0            | 3            | 4            | 应收账款周转率         | 25          | 23           | 23           | 23           |
| <b>投资活动现金流</b> | -267        | -398         | -230         | -150         | 应付账款周转率         | 24.16       | 23.17        | 22.86        | 22.66        |
| 资本支出           | 324         | 400          | 230          | 150          | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
| 长期投资           | 5           | -0           | 0            | 0            | 每股收益(最新摊薄)      | 0.32        | 0.43         | 0.52         | 0.60         |
| 其他             | 62          | 1            | 0            | 0            | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.59        | 0.49         | 0.72         | 0.82         |
| <b>筹资活动现金流</b> | 169         | -22          | -112         | -115         | 每股净资产(最新摊薄)     | 2.16        | 2.45         | 2.79         | 3.19         |
| 短期借款           | -5          | 47           | -28          | -17          | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
| 长期借款           | 5           | 0            | 0            | 0            | P/E             | 41.72       | 30.96        | 25.72        | 22.23        |
| 普通股增加          | 17          | 0            | 0            | 0            | P/B             | 6.20        | 5.47         | 4.79         | 4.20         |
| 资本公积增加         | 65          | 0            | 0            | 0            | EV/EBITDA       | 18          | 16           | 13           | 11           |
| 其他             | 87          | -69          | -84          | -98          |                 |             |              |              |              |
| <b>现金净增加额</b>  | 179         | -192         | 0            | 122          |                 |             |              |              |              |

资料来源：东方证券研究所

# 锦江股份 600754.SS

## 世博受益明显

### 投资要点:

- 我们对 09 年上海酒店业持谨慎乐观态度。随着世博会的临近，世博项目施工将进一步展开，入境旅游和国内旅游者人数有望快速上升。酒店业有望成为世博项目最大的受益者之一。短期内虽然受金融危机和酒店供给持续增长影响，酒店业景气整体有所下降，但在世博客源的支持，行业景气有望再次上升。另外，随着迪斯尼上海建园的明朗化，预计世博后上海高星级酒店前景仍可看好。
- 公司下属四家高星级酒店位处上海核心商业区，地理位置优越，已经形成较好的声誉和稳定的客源。作为高星级酒店中的第二梯队可以吸纳一部分预算下调的客户需求。在世博需求的刺激下，预计 09—10 年酒店业绩将再次快速上升。持股 20% 的锦江之星从 08 年开始进入业绩拐点，预计 2010 年锦江之星开业门店数将达 400 家，其中上海地区门店数将达近 120 家，是公司未来业绩增长的另一重要来源。
- 上海肯德基仍能保持持续较快增长。虽然近期肯德基业务打折销售增多，但从我们的观察来看，目前这些促销仍主要在于吸引人气，促进更多的销售上，因此形式上更多采用捆绑销售或者类似于数量折扣的方式，单品直接降价仍是极少数。这是公司在当前消费受到金融危机影响下吸引入气的有力举措，一系列促销有助于单店销售基本维持。目前上海肯德基和苏锡杭肯德基贡献利润占到锦江股份净利润的 30%，由于这一块业务受到金融危机影响相对较小，将有助于公司 09—10 年业绩的平稳增长。
- 预计 08 年每股收益 0.45 元，08-10 年净利润年复合增长率 25.6%，目前股价 09 年动态市盈率 18 倍，维持增持评级。
- 主要风险：金融危机对行业负面影响较大



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

杨春燕

旅游行业资深分析师

8621-63325888 x 6080

yangy@orientsec.com.cn

行业评级

买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2008 年 12 月 30 日)

9.14 元

目标价格 (6 个月)

15.3 元

总股本/A 股 (万股)

60324/37409

A 股市值 (亿元)

55 亿

国家/地区

中国

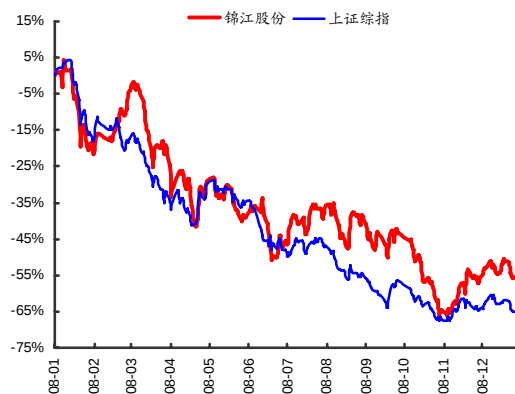
行业

旅游

报告日期

2008 年 12 月 31 日

### 股价表现



### 评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

1.41%

-12.42%

-55.80%

相对表现 (%)

2.14%

-3.68%

9.67%

资料来源: WIND

### 财务预测

|             | 2007A | 2008E | 2009E | 2010E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入 (百万) | 835   | 894   | 1006  | 1301  |
| 主营业务利润 (百万) | 322   | 328   | 406   | 604   |
| 净利润 (百万)    | 264   | 273   | 308   | 427   |
| EBITDA (百万) | 378   | 370   | 447   | 650   |
| 每股收益 (元)    | 0.44  | 0.45  | 0.51  | 0.71  |
| 净资产收益率 (%)  | 5.3%  | 5.4%  | 6.0%  | 8.0%  |
| 每股经营现金流 (元) | 0.32  | -0.72 | 0.23  | 0.33  |
| 市盈率(X)      | 20.9  | 20.2  | 17.9  | 12.9  |

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



资产负债表

单位:百万元

### 利润表

单位:百万元

| 会计年度    | 2007 | 2008F | 2009F | 2010F |
|---------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入    | 835  | 894   | 1006  | 1301  |
| 营业成本    | 254  | 297   | 311   | 329   |
| 营业税金及附加 | 34   | 36    | 41    | 53    |
| 营业费用    | 232  | 250   | 275   | 345   |
| 管理费用    | 186  | 201   | 221   | 280   |
| 财务费用    | -7   | -12   | -21   | -22   |
| 资产减值损失  | -0   | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收 | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益   | 186  | 206   | 227   | 288   |
| 营业利润    | 322  | 328   | 406   | 604   |
| 营业外收入   | 3    | 8     | 6     | 7     |
| 营业外支出   | 0    | 2     | 1     | 2     |
| 利润总额    | 325  | 334   | 410   | 610   |
| 所得税     | 45   | 45    | 82    | 152   |
| 净利润     | 280  | 289   | 328   | 457   |
| 少数股东损益  | 16   | 16    | 20    | 30    |
| 归属于母公司净 | 264  | 273   | 308   | 427   |
| EBITDA  | 378  | 370   | 447   | 650   |
| EPS（元）  | 0.44 | 0.45  | 0.51  | 0.71  |

### 主要财务比率

| 会计年度 | 2007 | 2008E | 2009E | 2010E |
|------|------|-------|-------|-------|
|------|------|-------|-------|-------|

|      |       |       |       |       |
|------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 |       |       |       |       |
| 营业收入 | 7.4%  | 7.1%  | 12.6% | 29.3% |
| 营业利润 | 27.4% | 2.0%  | 23.7% | 48.9% |
| 净利润  | 21.2% | 3.4%  | 13.0% | 38.7% |
| 获利能力 |       |       |       |       |
| 毛利率  | 69.5% | 66.8% | 69.1% | 74.7% |
| 净利率  | 31.6% | 30.5% | 30.6% | 32.9% |
| ROE  | 5.3%  | 5.4%  | 6.0%  | 8.0%  |

## 现金流量表

单位:百万元

| 会计年度           | 2007  | 2008F | 2009F | 2010F |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 194   | -434  | 141   | 201   |
| 净利润            | 280   | 289   | 328   | 457   |
| 折旧摊销           | 64    | 54    | 62    | 68    |
| 财务费用           | -7    | -12   | -21   | -22   |
| 投资损失           | -186  | -206  | -227  | -288  |
| 营运资金变动         | 39    | 14    | -7    | -18   |
| 其它             | 4     | -573  | 5     | 4     |
| <b>投资活动现金流</b> | 194   | 3099  | 100   | 287   |
| 资本支出           | 41    | 35    | 40    | 38    |
| 长期投资           | -0    | -2931 | 81    | -40   |
| 其他             | 234   | 203   | 222   | 284   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -220  | -173  | -183  | -187  |
| 短期借款           | -53   | 27    | -13   | 7     |
| 长期借款           | -82   | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 2852  | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | -2937 | -200  | -170  | -194  |
| <b>现金净增加额</b>  | 17    | 2492  | 58    | 301   |

偿债能力

|          |       |       |       |       |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 资产负债率    | 19.4% | 12.4% | 11.9% | 11.7% |
| 净负债比率    |       |       |       |       |
| 流动比率     | 2.96  | 10.52 | 11.09 | 11.50 |
| 速动比率     | 2.92  | 10.47 | 11.04 | 11.44 |
| 营运能力     |       |       |       |       |
| 总资产周转率   | 0.19  | 0.15  | 0.17  | 0.21  |
| 应收账款周转率  | 22    | 21    | 22    | 24    |
| 应付账款周转率  | 4.04  | 4.40  | 4.02  | 4.14  |
| 每股指标 (元) |       |       |       |       |
| 每股收益     | 0.44  | 0.45  | 0.51  | 0.71  |
| 每股经营现金流  | 0.32  | -0.72 | 0.23  | 0.33  |
| 每股净资产    | 8.24  | 8.35  | 8.54  | 8.89  |
| 估值比率     |       |       |       |       |
| P/E      | 20.90 | 20.22 | 17.89 | 12.90 |
| P/B      | 1.11  | 1.10  | 1.07  | 1.03  |

26

## 分析师承诺

**杨春燕：旅游行业高级分析师**

本人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本人的研究观点。本人不曾因，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接收到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

- 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；
- 公司投资评级的量化标准
  - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
  - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
  - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
  - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
  - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
  - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
  - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

#### **免责声明**

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本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任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

---

#### **东方证券研究所**

**地址：**上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

**联系人：**寿岚

**电话：**021-63325888\*6054

**传真：**021-63326786

**网址：**[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

**Email：**[shoulan@orientsec.com.cn](mailto:shoulan@orientsec.com.cn)