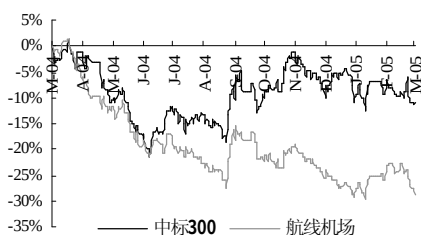


旅游 - 景点
Tourism

2009 年 1 月 13 日

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
Xx 行业	2.9%	3.5%	-22.0%
比较基准	-4.0%	-6.6%	-28.9%
行业重点股票	6m%	YTD %	评级
黄山旅游	28.1%	21.9%	增持
桂林旅游	-0.1%	-23.1%	中性

魏芳

行业首席分析师

+86 755 83025630

weifang@jyzq.cn

消费下滑大背景下冲击在所难免

——景点行业 2009 年投资策略

- 高 ROIC 使景点子行业在旅游各子行业中最具投资价值。ROIC 衡量的是企业全部投资资本的运用效率，不考虑企业所使用资金来自于股东或债权人。景点子行业 ROIC 远高于其他子行业，正是由于景区经营的垄断性、资本性开支较小、管理费用低和管理技术难度小以及受益于资源“外部性”等一系列特点决定了较高的 ROIC 水平。
- 2009 年内需下滑对国内旅游市场冲击将大于入境游市场。我们分析逻辑基于国内的旅游业仍处于高端消费，长线游中公费、商务旅游占比较大，而这部分游客受经济周期影响最为明显，因经济下滑而缩减出差费用和旅行开支。尽管公务出行具有一定刚性，但公务旅游将成为首当其冲被削减对象，而作为家庭支出的旅游消费也属于缩减家庭费用开支的主要手段，因为我们对 2009 年国内游市场并不乐观，全行业不会显现在 2008 年基础上报复性的增长或者确定性增长，反而可能出现负增长。
- 主要景区 2008 年门票已经开始变相打折。旅游景点的公益性决定了门票定价空间，景区门票一再上涨在消费者旅游支出中比例过高，自 08 年下半年为了拉动客流量，部分景点纷纷开展门票降价促销活动，如黄山旅游对学生、老师执行的假期优惠。
- 2009 年景点可能遭遇旺季不旺，门票变相打折将拉低景区毛利率。我们对 2009 年国内旅游形势仍不乐观，对旅游行业内人士的走访也印证了我们对 09 年行业不景的判断。尽管旅游人数在 08 年在基数较低的基础上，09 年不会大幅回落，但旅游业总收入却由于景点门票打折、机票船票打折和酒店房价打折现象存在，降幅大于人数降幅，呈现在上市公司将是公司毛利率和净利率双降。在国内消费零售业竞相打折促销大环境下，预计 2009 年景区旺季门票全价实施存在难度。
- 内涵式增长的景区最值得关注。与周期性产品截然不同，景区生命周期的周期性很不明显，行业成长期和成熟期很长，衰退期不明显，长生命周期决定了其长期投资价值。目前我国主要景区均处于导入期和成长期阶段，游客人数快速增长，在门票相对恒定的条件下，客流量增长是景区收入和利润的最大变量。因此我们更关注那些已经形成或初步具备内涵式增长模式的景区。
- 放眼长远，景区长期投资价值不可小觑。我国具有及其丰富的旅游资源，国家一系列出台的政策为旅游业长期发展提供了政策扶植，而国家加大基础建设投资，加快铁路、公路和机场建设使景区充分享受了资源“外部性”。
- 投资建议：目前景点行业 PE 为 25 倍，PB 为 3.6 倍，纵向比较，景点行业估值水平处于历史低位。但横向比较，景区行业的 PE、PB 水平一直高于市场平均水平。我们建议关注拥有稀缺资源垄断优势以及区位优势景区，它们往往拥有较高的门票或索道定价权，并且客源市场潜力巨大，对黄山旅游（600054）给予谨慎增持评级。

高 ROIC 使景点子行业在旅游各子行业中最具投资价值

我们选择投资资本回报率（ROIC）而不是净资产收益率（ROE）来考察旅游行业各子行业投资回报水平。ROIC 衡量的是企业全部投资资本的运用效率，而不考虑企业所使用资金来自于股东或是债权人。ROIC 以投资资本代替 ROE 中的所有者权益作为分母，以息前税后利润（NOPLAT）代替净利润做分子，这种将经营绩效与融资决策分开的做法，可以避免企业债务杠杆水平不同引致的回报率扭曲。

表 1：旅游各子行业三年 ROIC 比较

单位：%

	2005 年	2006 年	2007 年
餐饮	-5.46	5.71	4.96
酒店	3.25	-0.79	5.20
旅游综合	3.07	3.95	3.04
景点	5.02	4.67	8.68

资料来源：wind 数据，金元证券

可以看出，景点子行业 ROIC 远高于其他子行业，正是由于景区经营的垄断性、资本性开支较小、管理费用低和管理技术难度小以及受益于资源“外部性”等一系列特点决定了较高的 ROIC 水平。

2009 年在消费下滑预期下景点行业经营不容乐观

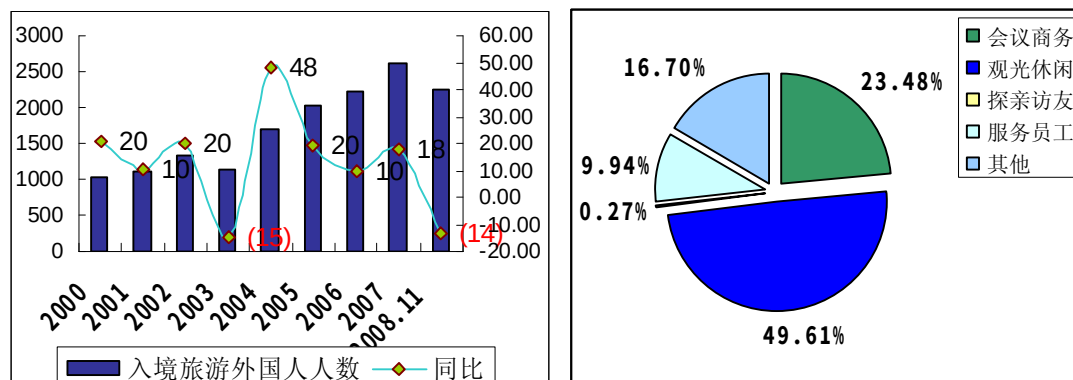
诸多证券投资人士仍看好 2009 年的旅游行业发展，预期会有报复性上涨或确定性增长，但我们对 2009 年的旅游形势并不乐观。历史并不会简单重复，2004 年在 sars 之后旅游业出现报复性增长，当年旅游人数增幅达到 24%，但当时的宏观经济正处于上升周期，而自 2008 年中国经济进入下行周期之后，旅游作为可选消费品或高端消费品，受消费需求下滑冲击大于一般耐用消费品，我们预计 2009 年国内游市场和入境游市场将呈现小幅下滑趋势，同比 2008 年同期下滑幅度在 2%和 5%左右。

2.1 2008 年国内游市场好于入境游市场

2008 年，中国的国内游市场情况好于入境游市场，入境游市场在多重打击下旅游人数下滑显著，截止到 08 年 11 月，入境外国人数同比下滑 13.5%，预计 09 年入境游市场仍不乐观，在 2008 年基数较低和国际经济萧条的背景下，仍将有 5%左右的下滑。

入境游下滑幅度较大的原因是因为以商务会议和旅游休闲高端客户下滑比较严重，截止到 2008 年 11 月，入境的外国人中会议商务和观光旅游客人占到 73.09%，这两块客源的大幅下滑使得同期入境游人数同比下滑 14%。

图 1: 入境游外国人总人数年均增长 单位: 万人次 图 2: 入境外国人构成 (2008.11)

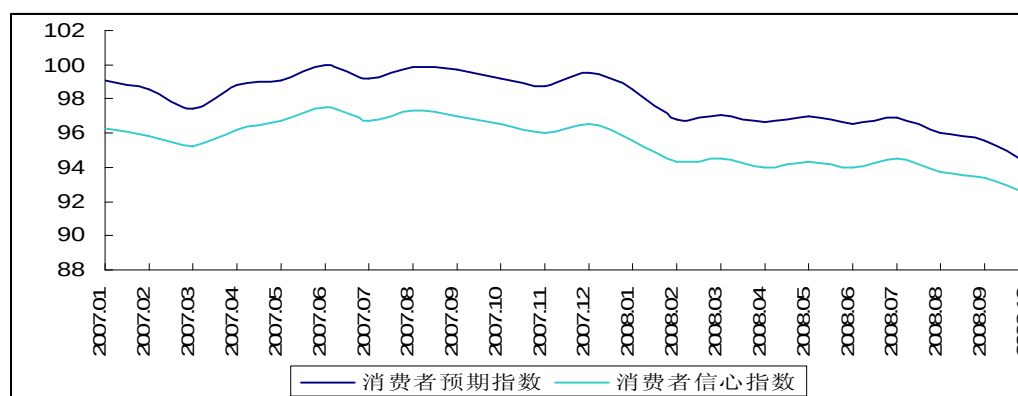


资料来源: 国家旅游局, 金元证券

2.2 2009 年内需下滑对国内旅游市场冲击将大于入境游市场

2009 年受多重因素影响, 国内经济下滑已成定势, 消费品行业将受到全面冲击, 从最近的消费者预期指数和消费者信心指数来看, 均呈现逐月下行, 说明消费者对未来预期悲观, 旅游行业作为可选消费品, 需求弹性较大, 不可避免的将受到冲击。2009 年, 我们预计入境游市场在 2008 年疲弱的基础上仍将呈现小幅下滑 5% 左右的趋势, 而国内游市场将成为重灾区, 行业将结束连年高增长态势, 出现 2% 左右负增长。

图 3: 消费者预期指数和消费者信心指数走势 (2007.1-2008.11)



资料来源: 维赛特资讯、金元证券

我们分析的逻辑基于国内的旅游业仍处于高端消费, 长线游中公费、商务旅游占比例较大, 而这部分游客受经济周期影响最为明显, 因经济下滑而缩减出差费用和旅行开支。近 3 年来, 从民航旅游目的地统计可以看出, 2004-2007 年, 国内商务出行和旅游出行占到民航旅客总数的 89.28%、87.98%、89.55% 和 81.73%。从民航旅客的机票费用来源看, 截止 2007 年旅客机票费用中公费和自费占比均为 50% 左右, 尽管公务出行具有一定刚性, 但公务旅游将成为首当其冲被削减对象, 而作为家庭支出的旅游消费也属于缩减家庭费用开支的主要手段, 因为我们对 2009 年国内游市场并不乐观, 全行业不会显现在 2008 年基础上报复性的增长或者确定性增长, 反而可能出现负增长。

图 4: 民航旅游目的地统计 单位: %

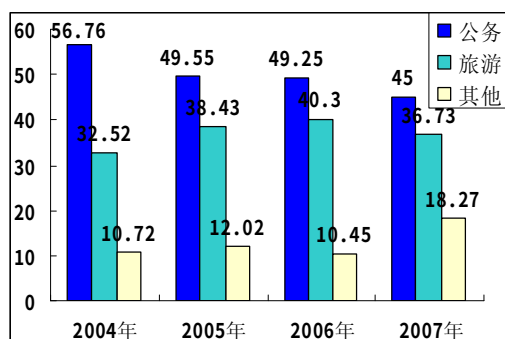
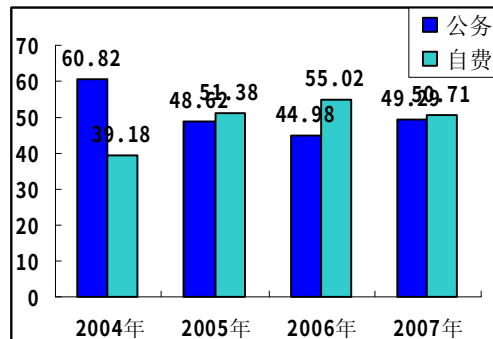


图 5: 民航旅客机票费用来源



资料来源: CAAC, 金元证券

2.3 主要景区 2009 年存在门票下调的风险

2.3.1 旅游景点的公益性决定了门票定价空间

旅游景点的质量、开发管理成本和景区容量是景点门票定价的基础。按传统观念划分, 旅游景点可分为五个等级, 即世界遗产, 包括世界自然遗产、文化遗产和自然文化双遗产; 国家级风景名胜区、国家公园和国家重点文物保护单位; 省级风景名胜区、省级重点文物保护单位和公园; 地市级风景区、文物保护单位和公园; 县(市区)级风景区、公园等五类。按质量等级划分, 即按照 1999 年国家质量技术监督局发布的《旅游区(点)质量等级标准》, 将旅游景区(点)可划分为 AAAA 级、AAA 级、AA 级、A 级等四个等级。在景点自身旅游资源的质量之外, 景区开发管理成本、景区容量的大小都是决定景区门票的要素。

除去以上基本要素外, 景区的公益性也是门票定价的基本要素之一。景点属于公共资源, 所有权属于国家, 经营权属于企业, 景点收取门票是为了维持景区的正常运转, 景点的公益性质决定了门票定价空间。

2.3.2 景区门票一再上涨在消费者旅游支出中比例过高

近年来, 国内景区门票价格出于种种原因一再调高, 旅游业是一种综合性较强的行业, 行业内部的各个部门彼此依赖性较强, 门票价格抬高对于产业链内其他行业发展带来压力。此外, 门票涨价在旅游者消费支出中比例不断提高, 目前我国门票支出占消费者经济支出的比例已经超过世界平均水平。

从世界范围内看, 意大利最贵的景点门票价格也不到意大利人均月收入的 1%, 世界著名的法国卢浮宫, 门票价格只有 8.5 欧元; 美国则规定所有国家公园门票价格不得超过 20 美元。与我国同为发展中国家的埃及和印度, 他们的景点门票价格也定得很低, 可以说, 低价或者免票是一个国际性的大趋势。

表2: 各国景区门票在该国居民人均月收入中的比重

单位: %

国别	中国	比利时	法国	菲律宾	意大利	日本	巴基斯坦	捷克
比重	7.6	0.33	0.4	1.7	<1	<1	0.2	0.36
城镇	32							
农村								

资料来源: 《商场现代化》, 金元证券

今年4月9日，国家发改委、财政部、国土资源部、住房和城乡建设部、国家林业局、国家旅游局、国家宗教事务局和国家文物局联合下发了《关于整顿和规范游览参观点门票价格的通知》，要求全面清理整顿门票价格。限价令的颁布也阻断了景区仅通过单纯涨价提升盈利的空间。

2.3.3 自 08 年下半年以来景点门票均价走低，降价促销活动开始

3 季度进入旅游淡季，各主要旅游景点纷纷开始执行淡季门票，门票降价幅度在 30-50%不等。由于景区的边际成本基本为零，执行淡季门票是景区在旅游淡季招揽生意，降低景区内餐饮、住宿等固定成本较高产业，提高景区淡季盈利能力的有效手段。

表 3：国内部分景区淡季门票执行时间及价格

	景区	执行时间	门票价格
北京	颐和园、天坛、动物园和北海	11.01-3.01	颐和园 20 元(旺季 30 元),天坛公园 10 元(旺季 15 元),北海公园 5 元(旺季 10 元),动物园 10 元(旺季 15 元)
	香山	11.01-3.01	5 元 (旺季 10 元)
安徽	黄山	12.01-2.30	120 元 (旺季 200 元)
江西	庐山	12.01-2.30	135 元 (旺季 180 元)
四川	峨眉山	12.01-2.30	100 元 (旺季 120 元)
	九寨沟	11.16-3.31	80 元 (旺季 220 元)
西藏	布达拉宫	09.01-5.01	100 元 (旺季 200 元)
	巴松措	10.20-4.20	50 元 (旺季 100 元)
	雅鲁藏布大峡谷	10.20-4.20	75 元 (旺季 150 元)

资料来源：金元证券

除去以往年年都有执行的淡旺季门票之别，我们观察到，自 08 年下半年以来由于各种突发的自然灾害和经济下滑对旅游业冲击的显现，各景区行业的变相降价促销已经开始，安徽黄山自 6 月份起对暑期学生、教师实行半价门票，进入淡季以来，在淡季门票的基础上对黄山索道上、下行票价均下调为每人次 55 元，景区内酒店在冬游期间房价也相应下调 40%左右。西藏自治区受“3.14”事件冲击和地震影响，今年旅游形势不好，从 10 月 20 日起，以布达拉宫、林芝和日喀则地区为主的西藏精品旅游线路上的旅游景点价格将全面大幅下调，此次旅游景点大幅降价行为在西藏旅游历史上尚属首次。四川九寨沟自进入旅游淡季以来，除实行淡季门票，如果要二次进沟，只需多买一次观光车票，这样两次进沟的总费用比旺季节省 36%。

门票价格走低为各旅行社压低旅游线路报价创造了条件，进入 3 季度各旅行社旅游线路的报价纷纷降低，尽管各景区已开始实施变相促销活动，但 3 季度主要景区的统计数据表明，景区游客人数并未有效增加。

图 6: 黄山 08 年月度游客同比增幅

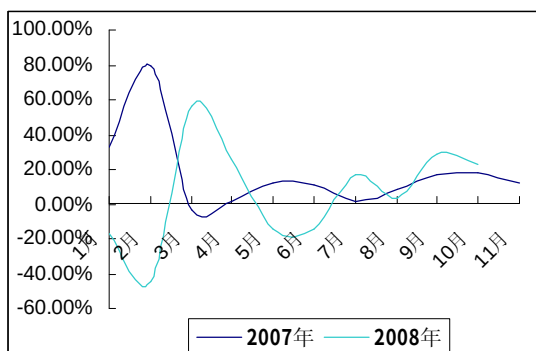


图 7: 峨眉山 08 年月度游客同比增幅

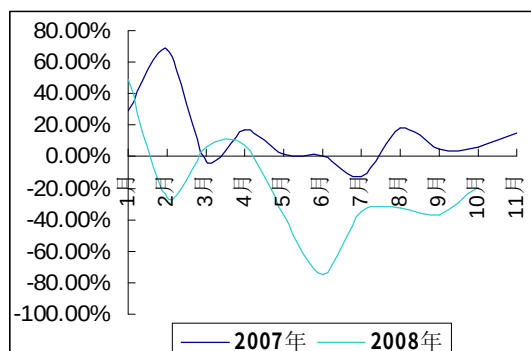
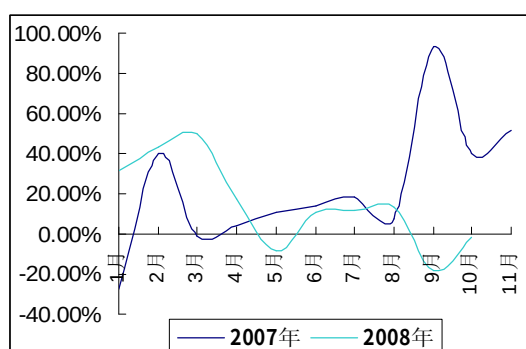


图 8: 华侨城 08 年月度游客同比增幅

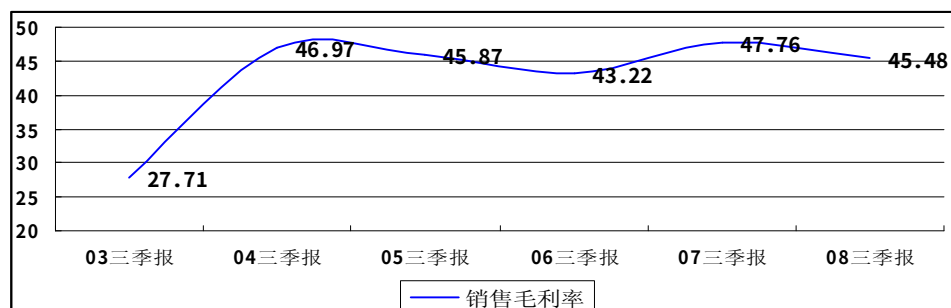


资料来源: 公司网站、民族证券、金元证券

尽管今年十一黄金周释放了部分上半年压抑的旅游需求,但从以上数据我们可以看出,旅游人数并未有效增长,旅游支出在居民消费支出的弹性较大,在预期经济下滑、收入缩减时,旅游支出是首当其冲受削减的支出。在几家景区上市公司中,黄山旅游的游客仍保持了可喜的增长,但我们也注意到,由于变相降价促销的存在,三季度在游客和主营收入同比增长下,公司的毛利率已经有所下滑,我们预计四季度将继续下滑。

图 9: 黄山旅游 2003-2008 年 3 季报毛利率变化

单位: %



资料来源: wind, 金元证券

2.3.4 2009 年景点可能遭遇旺季不旺, 门票变相打折仍将存在

我们对 2009 年国内旅游形势仍不乐观, 对旅游行业内人士的走访也印证了我们对 09 年行业不景的判断。尽管旅游人数在 2008 年在基数较低的基础上, 2009 年不

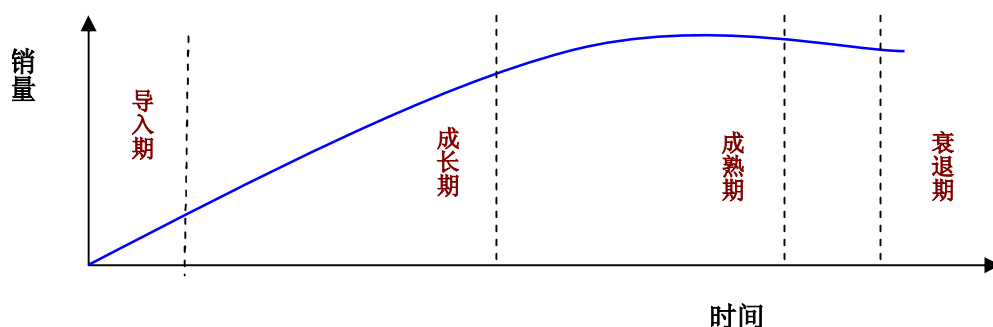
会大幅回落，但旅游业总收入却由于景点门票打折、机票船票打折和酒店房价打折现象的存在，下降幅度大于人数下降幅度，而呈现在上市公司将是公司毛利率和净利率双降。

由于消费预期从紧，自明年 3 月份陆续进入旅游旺季的景区将可能存在旺季不旺现象，在国内消费零售业竞相打折促销的大环境下，预计 2009 年景区旺季门票的全价实施存在难度，变相打折促销仍将存在。

2.3.5 内涵式增长的景区更值得关注

任何产品都有生命周期，旅游景区也不例外，人工景点和自然景点的生命周期截然不同，在这里我们更关注以名山大川为主要资产的自然景点。

图 10：景区产品的生命周期图



资料来源：金元证券

与周期性产品截然不同，景区生命周期的周期性很不明显，行业成长期和成熟期很长，衰退期不明显，甚至看不出来，景区的长生命周期决定了其长期投资价值。目前我国主要景区的经营均处于导入期和成长期阶段，景点游客人数快速增长，在门票涨价相对恒定的条件下，客流量的增长是景区收入和利润的最大变量。

从我们上文分析中，可以看出景区门票涨价不可能成为常态，在未来两三年内由于经济不景气甚至存在门票降价可能，因此我们认为景区招徕游客、提升收入的主要手段应从苦练内功下手。在旅游的“吃、住、行、娱、游、购”6要素中，目前国内景区在“娱、游、购”几个要素上仍有待提高，尽管有些景区在旅游景点也修建了酒店、度假村和购物中心等设施，但存在季节性强、营销手段单一、设施老化、定价不合理等一系列问题，因此我们更关注那些已经形成或初步具备内涵式增长模式的景区，如华侨城、黄山旅游。

放眼长远，景区长期投资价值不可小觑

尽管我们对短期内景区门票走势不乐观，在国内游人数增幅下滑的预期下，景区盈利能力和抗周期能力将呈现双降，但长期来看，景区发展前景和长期投资价值仍值得关注。

3.1 国家政策扶植为行业发展奠定基石

旅游业和其他行业的关联度极高，关联我国国民经济的 109 个产业、行业和 39 个部门，旅游业的发展对相关产业都有不同程度的拉动作用。据世界旅游组织测算，

旅游收入每增加 1 元,可带动相关行业增收 4.3 元。可见,旅游消费对经济的拉动作用还是十分显著的。

在 11 月份召开的 2008 中国国际旅游交易会上,国家旅游局旅游促进与国际联络司司长祝善忠透露,国家旅游局已向有关部门提出“国民休闲计划”,以促使更多市民参与到国内旅游活动中,促进国内旅游市场获得更大提升,预计到 2015 年,人均出游次数将达到 1 年 2 次。12 月中旬,国家旅游局也推出了应对金融危机的九条措施,提出明年的旅游工作重点将放在扩大内需、大力发展国内旅游;发展新型业态、培育旅游消费新亮点等 9 个方面。

3.2 尽享道路运输通达的资源“外部性”

宏观经济增长是景区客流量增长的基石,公路和铁路通达、飞机航线开通是解决景区通达性的首要条件,从主要景区客流量增长的规律来看,在通达景区的高速公路、铁路或飞机航班开通后,游客人数都有质的飞跃。2006 年,青藏铁路通车后,进藏游客同比增长 60%。景区在充分享受道路通达带来的收益时,却并未发生资本支出。而且,这种交通基础建设的资本支出都是非常巨额和长期的投入,回报率极低。景区这种轻资产、受益“外部性”和低成本的盈利模式决定了其长期投资价值。

目前我国已经基本完成了高速公路主骨架的建设,在近期国务院出台的扩内需促增长的十项措施中,以铁路、公路、民航、水运为代表的交通设施建设是此轮投资的重点领域。我国中长期铁路网调整规划已于 10 月 31 日经国家批准正式颁布实施。2008 年第四季度,中央新增预算内资金投向公路交通基础设施建设达到 100 亿元,其中,安排 50 亿元用于农村公路建设,安排 50 亿元用于国家高速公路建设。新投向的高速公路资金规模覆盖了东、中、西部地区在建的 31 个高速公路项目上。其中,有 23 个项目分布在中西部地区;约有 83%的资金投入国家高速公路网“断头路”的在建项目,其余 17%的资金用于当前高速公路拥挤路段的扩容建设。

此外,国家对航空运输的投资规模也比较巨大,未来三年国家机场建设投资将达到 5800 亿元。在国务院扩大内需政策的拉动下,中央今年对民航增加的投资规模为 300 亿元,重点用于支持西部干支线机场的建设。目前,民航在建项目投资规模为 1000 亿元,2009 年计划新开工成都、西安、广州等枢纽和干线机场工程,及延安、吕梁、淮安等 40 多个支线机场工程,建设项目投资规模为 2000 亿元。2010 年,计划新开工上海浦东、成都、武汉、南京等枢纽和干线机场,及稻城亚丁等 20 多个支线机场建设,建设项目投资规模将达到 2500 亿元。加上今年 300 亿元的项目总投资额,机场建设费用将高达 5800 亿元。

路网的通达对景区长远发展意义重大,充分受益于道路通达的资源“外部性”是景区保持长期稳定发展的驱动器。

3.3 丰富的旅游资源是行业长期发展的保障

我国历史悠久,人文地理旅游资源极其丰富,根据世界旅游组织预测,到 2015 年,中国将成为世界上第一大旅游接待国、第四大旅游客源国和世界上最大的国内旅游市场。

按照 1999 年国家质量技术监督局发布的《旅游区(点)质量等级标准》,将旅游景区(点)可划分为 AAAA 级、AAA 级、AA 级、A 级等四个等级。我国目前拥有 A 级景区 96 家,AA 级景区 648 家,AAA 级景区 173 家,AAAA 级景区 486 家;按照我国新近建立的国家地质公园划分,我国目前拥有国家级地质公园 85 个;按照历史文化名城划分,我国拥有国家级文化名城 61 座,旅游资源非常丰富,为我国景区行业发展提供了长期发展的坚实保障。

景点行业估值比较

按照 2007 年盈利，目前景点行业整体 PE 为 25.42 倍，行业 PB 为 3.57 倍，从纵向比较，景点行业的 PE、PB 水平处于行业的历史低位，尤其是市盈率水平。但从横向比较，景区行业的 PE、PB 水平一直高于市场平均水平。目前沪深 300 指数的平均 PE、PB 水平分别为 14 倍和 2.26 倍，较景点行业估值水平低 44%和 36%。

图 11: 景点行业 PE 走势

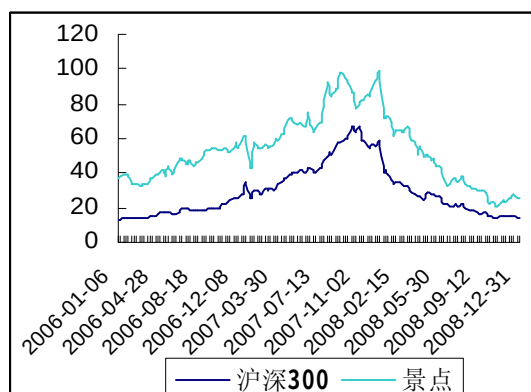
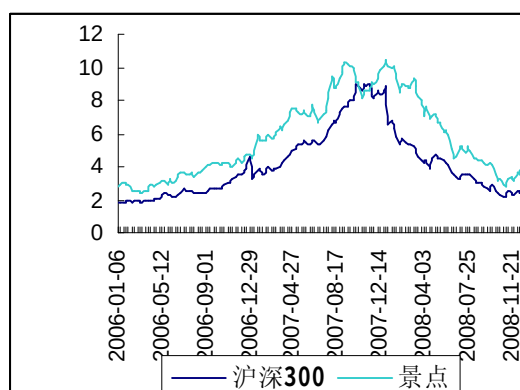


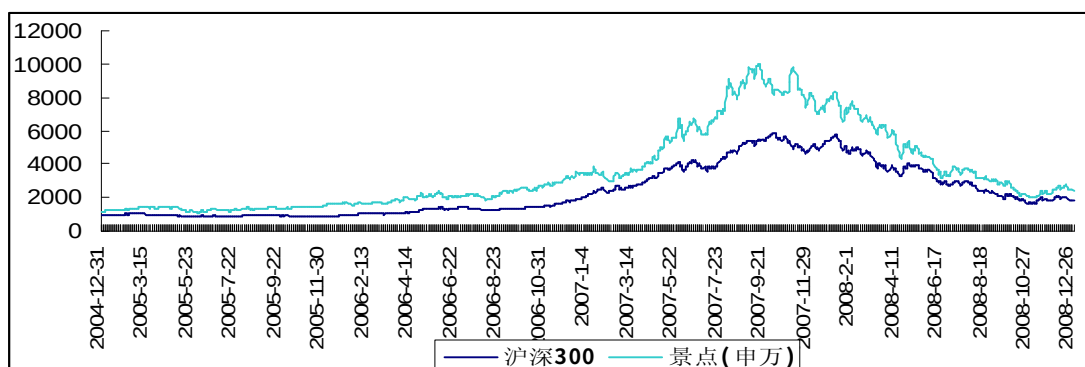
图 12: 景点行业 PB 走势



资料来源: wind, 金元证券

我们认为，景区行业由于具有较强的抗周期性、较好的现金流和清晰的盈利模式，所以一直享有较高的估值水平，未来这种高估值状态仍将持续，自 2005 年以来随着消费拉动景区行业的盈利能力日渐增强，景区行业走势一直强于沪深 300 指数。但我们认为 2009 年，在宏观经济减速、内需下滑的背景下，整个行业走势不容乐观，预计景区行业指数走势将弱于沪深 300 指数走势。

图 13: 景区行业走势与沪深 300 指数走势比较 (2005.1-2009.1)



资料来源: wind, 金元证券

景点行业投资建议

由于经济下滑引起的消费紧缩，未来**2-3**年国内游人数增幅将放缓，而且主要景区门票将存在降价和变相打折的风险，景区行业盈利能力将受到考验，但股价的下跌为长期投资者提供了较好的买点。

我们建议关注拥有稀缺资源垄断优势以及区位优势优势的景区，它们往往拥有较高的门票或索道定价权，并且客源市场潜力巨大。而且，此类景区在经济下滑阶段受到的冲击也较小，业绩也将有所保障，短期内防御性较好，我们对行业给予谨慎增持的评级。

重点公司推荐

在景区上市公司中，我们推荐业绩稳健增长、受益于道路通达的黄山旅游（**600054**）。

2008年前三季度公司实现营业收入**8.07**亿元，同比增长**11.02%**；实现毛利**3.67**亿元，同比增长**5.72%**，实现归属于母公司的净利润**1.67**亿元，同比增长**13.00%**；基本每股收益为**0.35**元，公司接待游客人数从**7**月份开始恢复增长势头，得益于便利的交通、毗邻长三角地区和远离地震灾区优势，公司在行业内恢复情况好于其他景区。

2009年安徽省境内将开工建设**3**条高铁，京福高铁安徽段将于**2009**年三季度开工，时速**350**公里，建设工期**4**年（京福高速铁路从京沪高速铁路的蚌埠站引出，经合肥、黄山、江西上饶，至福建武夷山、南平、福州。）；皖赣铁路二线将于**2009**年四季度开工，时速**300**公里，建设工期**3**年，皖赣铁路线电气化改造同步进行；黄山至杭州铁路客运专用线，**2009**下半年开工，按双线、时速**200**公里以上的标准建设，黄山至杭州有望半小时内到达。道路进一步通达将促进黄山旅游游客数量增长。

我们估计**2008-2010**年黄山旅游每股盈利分别为**0.46**元，**0.53**元和**0.63**元，对应动态市盈率分别为**30**倍、**25**倍和**21**倍，短期估值不便宜，我们给以短期中性，长期增持的评级。

金元证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%—10%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券有限责任公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2005. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.