

苏平 86-755-82943252
 suping@cmschina.com.cn
 林周勇 86-755-82943201
 linzy@cmschina.com.cn

2009年2月3日

增长背后有隐忧，全年形势严峻

旅游行业2009年春节黄金周点评

可选消费

旅游

中性(维持)

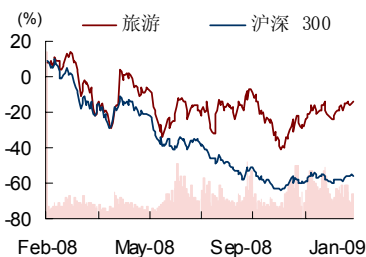
上证指数 2012

行业规模

		占比%
股票家数(只)	24	1.5
总市值(亿元)	401	0.3
流通市值(亿元)	238	0.5

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	6.5	3.5	-21.3
相对表现	0.6	33.0	37.8



相关报告

- 1、《迪斯尼项目取得进展，关注六大概念的主题投资机会》090112
- 2、《入境旅游继续下滑，金融危机影响逐步显现-旅游行业 2008 年 12 月月报》081231
- 3、《09 年平稳增长，调整中蕴含投资机会-旅游行业 2009 年度投资策略》081204
- 4、《行业景气回升，相对价值显现-旅游行业 2008 年四季度投资策略》081013
- 5、《地震影响不容忽视，投资机会需等待-旅游行业 2008 年中期投资策略》080610

09 年春节期间，全国游客和收入分别增长 25%、23%，比 07 年同期增长 18%、16%；但 31 个重点景区游客规模比 07 年下降 13.5%、上市公司部分景区接待游客也比 07 年大幅下降的情况显示，行业统计数据与企业经营数据之间存在很大差异。09 年金融危机对旅游行业的负面影响将逐步显现，预计实际旅游收入负增长，维持行业“中性”评级，短期关注 6 大概念 10 只个股的主题投资机会。

- **春节黄金周游客和收入比 07 年增长 18%、16%。**09 年春节黄金周期间，全国游客规模 1.09 亿人次，收入 509.3 亿元，分别增长 24.7%、23.1%，比 07 年分别增长 18%、16%；其中，过夜游客 2429 万人次，一日游游客 8464 万人次，分别增长 21.8%、25.5%。
- **重点景区及上市公司部分景区与行业数据反差鲜明。**从可信度更高的部分景区统计数据看，春节情况并不乐观。（1）国家旅游局披露的 31 个直报景区春节期间共接待游客 276 万人次，同比下降 13.5%。（2）上市公司相关景区接待游客规模比 07 年大面积下降，玉龙雪山下降 6%，漓江游船、峨眉山、黄山、深圳欢乐谷等景区平均下降约 30%。（3）绝大部分 09/07 春节游客和收入增长低于全国平均水平，显示统计数据可信度较低。
- **金融危机影响将逐渐显现，09 年全国旅游收入可能实际负增长。**金融危机对入境游的影响已经显现，09 年入境游客同比下降几成定局；随着居民收入水平的下降及对未来预期的日趋谨慎，09 年国内旅游也将面临较大压力；在内外因素作用下，我国旅游收入 09 年很可能出现实际负增长。
- **维持行业“中性”的评级。**鉴于行业基本面仍面临较大压力，且市场对 09 年仍抱有相对乐观的期待，我们仍维持行业“中性”的投资评级。
- **短期关注 6 大概念 10 只个股的主题投资机会。**尽管行业基本面形势严峻，但今年旅游行业仍存在较好的主题投资机会，短期可重点关注前期提出的 6 大概念 10 只个股，包括：世博、迪斯尼概念（锦江股份）；环球影城概念（首旅股份、中青旅）；亚运会概念（东方宾馆）；资产整合概念（峨眉山、西安饮食、西安旅游）；壳概念（东方宾馆、新都酒店、世博股份、三特索道）。

重点公司主要财务指标

	股价	07EPS	08EPS	09EPS	08PE	09PE	PB	评级
华侨城	8.93	0.57	0.32	0.36	28	25	2.3	强烈推荐 A
丽江旅游	10.96	0.67	0.30	0.41	37	27	3.1	中性 A
桂林旅游	7.52	0.30	0.16	0.18	47	42	2.9	中性 A
锦江股份	12.38	0.44	0.43	0.40	29	31	2.1	中性 A
中青旅	8.43	0.51	0.26	0.35	32	24	1.4	中性 A
黄山旅游	14.92	0.32	0.40	0.42	37	36	6.9	中性 B
峨眉山	6.50	0.20	0.05	0.17	130	38	2.5	中性 B
首旅股份	11.11	0.53	0.63	0.38	18	29	2.4	中性 B

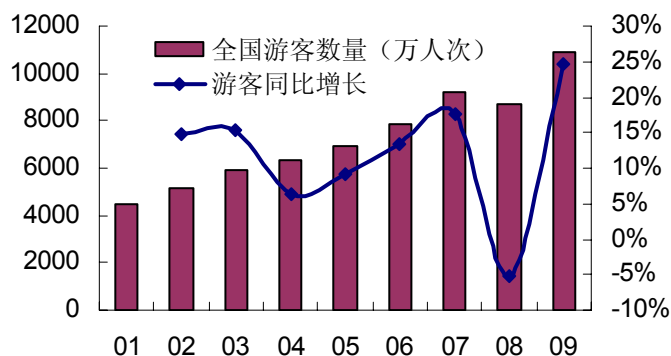
资料来源：招商证券

1、春节期间游客和收入分别增长 25%、23%

09 年春节黄金周期间，全国共接待游客 1.09 亿人次，同比增长 24.7%。其中：过夜游客 2429 万人次，一日游游客 8464 万人次，分别增长 21.8%、25.5%；39 个重点旅游城市共接待游客 4583 万人次，其中过夜游客 910 万人次；一日游游客 3673 万人次，分别增长 14.6%、22.9%。

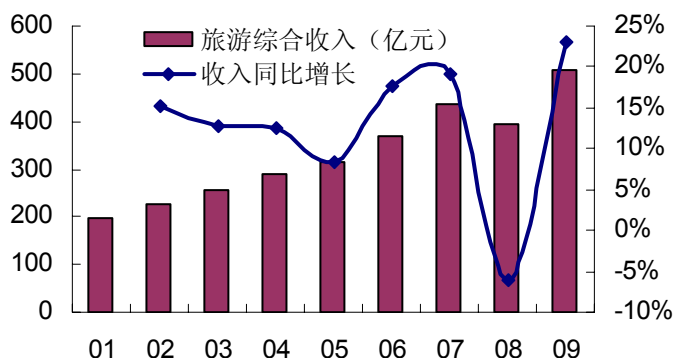
09 年春节黄金周期间，实现旅游收入 509.3 亿元，增长 23.1%。其中：民航客运收入 38.0 亿元，铁路客运收入 22.6 亿元；39 个重点旅游城市实现旅游收入 218.8 亿元，其他旅游城市和景区实现旅游收入 229.9 亿元。

图 1：09 年春节黄金周全国游客同比增长 24.7%



资料来源：国家旅游局

图 2：09 年春节黄金周全国旅游收入同比增长 23.1%



资料来源：国家旅游局

2、高增长的背后有隐忧

尽管全国旅游行业统计数据显示形势一片大好，但仔细分析，春节黄金周旅游业统计繁荣的背后存在隐忧，实际增长情况可能远低于总体的统计数据。

（1）08 年低基数造成的增长幻觉

08 年由于雪灾的影响，春节黄金周居民出游受到不同程度的影响，游客规模和收入分别比 07 年同期下降 5.2%、6.2%。因此，08 年可比性其实应大打折扣，若与 07 年相比，游客规模和收入分别增长 18.2%和 16.3%。

表 1：09 年春节黄金周与 07、08 年对比情况

	08 春节	增长 (08/07)	09 春节	增长 (09/08)	增长 (09/07)
游客数量 (万人次)	8737	-5.2%	10900	24.7%	18.2%
旅游收入 (亿元)	393	-6.2%	509.3	23.1%	16.3%

资料来源：国家旅游局

(2) 直报景区游客规模比 07 年下降 13.5%，四川重点景区比 07 年下降 15%

国家旅游局披露的 31 个直报景区春节期间共接待游客 276 万人次，而 08 年同期为 319 万人次，同比下降 13.5%。

表2：纳入直报系统的景区游客接待量比08年下降13.5%

(万人次)	08 年接待游客	09 年接待游客	09 年同比增长
纳入直报的景区	319	276	-13.5%

资料来源：国家旅游局、招商证券

根据四川旅游局发布的数据，全省游客比 07 年增长 12.9%，但纳入四川省春节黄金周假日旅游统计的重点景区（09 年 20 个、08 年 22 个、07 年 23 个）共接待游客 76.7 万人次，比 07 年同期下降 15.6%。

表3：四川重点景区游客接待量比07年下降15%

	08 春节	增长 (08/07)	09 春节	增长 (09/08)	增长 (09/07)
四川重点景区	60.9	-33.0%	76.7	26.0%	-15.6%

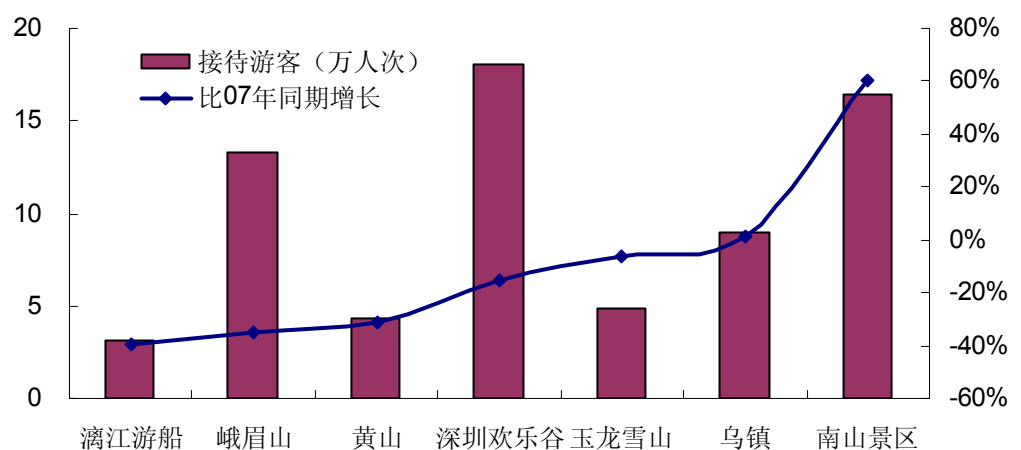
注：受地震破坏，09 年重点景区统计范围由 08 年 22 个降至 20 个。

资料来源：四川旅游局

(3) 与上市公司相关的多数景区游客数量出现下降

与上市公司有关的部分景区数据显示，09 年春节总体比 07 年显著下降。其中：漓江游船、峨眉山、黄山、深圳欢乐谷、玉龙雪山分别下降-39.2%、-35.1%、-31.3%、-15.7%、-6.2%。但中青旅乌镇、首旅南山景区游客比 07 年分别增长 1.3%、60.5%，相对较好。

图3：09春节黄金周期间，与上市公司相关的多数景区游客规模低于07年水平



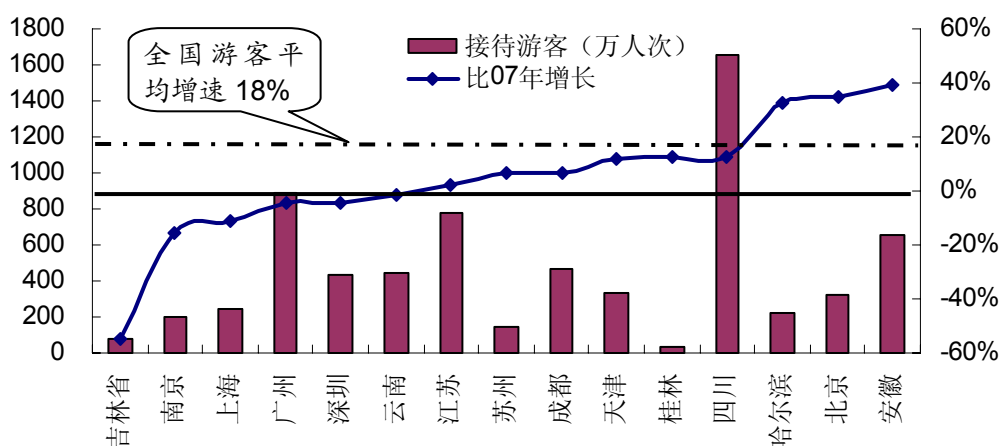
数据来源：各地旅游局

(4) 绝大部分省市 09/07 春节增速低于全国平均水平

我们对能够找到数据的部分省市春节黄金周数据进行了分析,绝大部分地区 09/07 春节的增长速度低于全国平均水平,显示平均增速的数据可信度不高。

大部分省市 09/07 春节游客规模增长速度低于 18% 的全国平均水平。09 年春节期间,吉林省、南京、上海、广州、深圳、云南游客规模分别比 07 年同期下降 55.0%、15.4%、11.1%、4.2%、4.1%、1.3%;江苏、成都、天津、桂林、四川比 07 年增长 2.4%、6.7%、12.0%、12.3%、12.9%,远低于全国平均水平 18%;高于全国平均水平的仅哈尔滨、北京和安徽(32.9%、35%、39.2%);上述省市合计比 07 年同期增长 6.7%,远低于全国平均 18% 的水平。

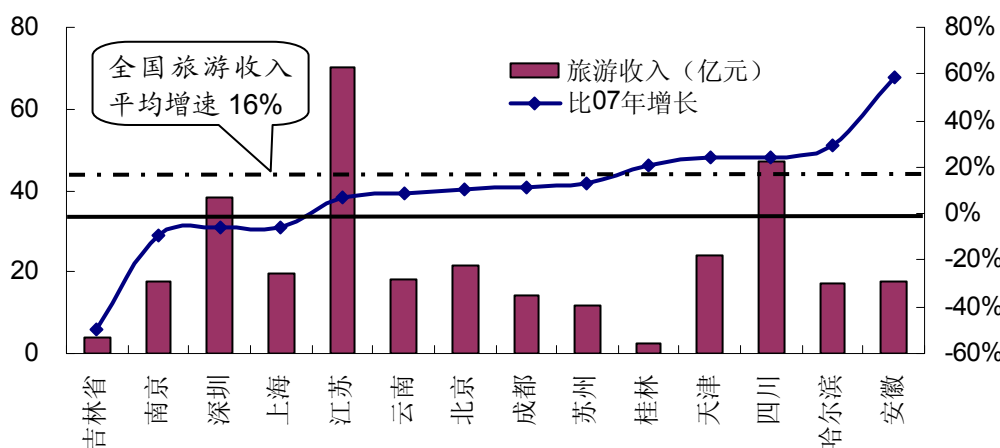
图4: 大部分省市09/07春节游客规模增速低于全国平均水平



数据来源: 各地旅游局

大部分省市 09/07 春节旅游收入增长速度低于 16% 的全国平均水平。09 年春节期间,吉林省、南京、上海、深圳旅游收入分别比 07 年同期下降 49.5%、9.4%、6.0%、6.0%;江苏、云南、北京、成都、苏州也仅比 07 年增长 7.4%、9.0%、10.1%、10.9%、12.7%,远低于全国平均水平 16%;高于全国平均水平的仅桂林、天津、四川、哈尔滨和安徽(21.0%、23.8%、24.5%、29.3%、58.8%);上述省市合计仅增长 9.9%,远低于全国平均 16% 的水平。

图5: 大部分省市09/07春节旅游收入增速低于全国平均水平



数据来源: 各地旅游局

3、全年行业形势严峻，主题投资存在机会

春节数据对全年仅有一定参考意义。由于春节处于旅游行业的淡季，对全年影响有限（去年淡季遇雪灾报告中有占比数据），而且短期内的数据不可避免的存在部分偶然性，因此春节期间的行业数据只能供参考，以此推导全年行业运行趋势缺乏足够的说服力。

金融危机对 09 年旅游行业的影响将十分显著。历次大的经济调整周期中，全球国际旅游者都出现不同程度的同比下降，显示旅游行业比宏观经济波动更加剧烈，这正是旅游行业可选消费特性的体现。08 年底以来的数据显示，金融危机对我国入境旅游的影响已经十分明显，但对于国内旅游的影响体现还不充分。我们认为国内旅游对于国内旅游者与入境旅游对入境旅游者的意义是一样的，本质上都是一种可选消费。随着金融危机逐步向国内传导，国内居民对收入水平和消费预期的下降必将影响旅游支出，从而对全国国内旅游构成压力。

09 年旅游收入很可能出现实质负增长。在我国的旅游收入结构中，入境旅游占比约为 30%、国内旅游占比 70%，从目前的情况可以判断，09 年入境旅游将显著下降（实际降幅至少在 10% 以上），国内旅游即使能够与去年持平，全年旅游业也将同比下降。由此我们判断，09 年我国旅游总收入实际上将同比下降。

维持行业“中性”的投资评级。鉴于行业基本面仍面临较大压力，且市场对 09 年仍抱有不切实际的乐观期待、对重点公司一致预期明显偏高、09 上半年个股业绩风险仍然偏高，我们继续维持行业“中性”的投资评级。

6 大概念 10 大个股存在主题投资机会。尽管行业基本面形势严峻，但今年旅游行业仍存在较好的主题投资机会，短期可重点关注前期提出的 6 大概念 10 只个股，包括：世博、迪斯尼概念（锦江股份）；环球影城概念（首旅股份、中青旅）；亚运会概念（东方宾馆）；资产整合概念（峨眉山、西安饮食、西安旅游）；壳概念（东方宾馆、新都酒店、世博股份、三特索道）。

表4：主题投资概览

主题	对应投资对象
世博及迪斯尼	锦江股份
环球影城	首旅、中青旅
亚运会	东方宾馆
资产整合	峨眉山、西安饮食、西安旅游
壳概念	东方宾馆、新都酒店、世博股份、三特索道

资料来源：招商证券

参考报告:**1、《迪斯尼项目取得进展，关注六大概念的主题投资机会》090112**

报告指出：09 年行业投资机会更多来自主题投资，并建议关注 6 大概念的 10 只个股。

2、《入境旅游继续下滑，金融危机影响逐步显现-旅游行业 2008 年 12 月月报》081231

报告指出：09 年入境游将不容乐观，预计 09 年旅游行业很可能出现负增长。鉴于市场对行业预期过于乐观，下调行业评级至“中性”，下调华侨城以外的公司投资评级至“中性”

3、《09 年平稳增长，调整中蕴含投资机会-旅游行业 2009 年度投资策略》081204

结合我们前期对业内人士的问卷调查，指出：09 年旅游业的官方统计增长速度只有 10%，实际的情况可能比增长 10%更差，09 年行业基本面压力较大；同时指出：市场的预期可能过于乐观。

4、《行业景气回升，相对价值显现-旅游行业 2008 年四季度投资策略》081013

在意识到金融危机可能对 09 年旅游业带来负面影响的同时，指出行业整体估值水平已处历史较低水平，长期投资价值逐步显现，并调高行业投资评级至“推荐”。

5、《地震影响不容忽视，投资机会需等待-旅游行业 2008 年中期投资策略》080610

通过对近 10 年来国际国内主要突发事件对旅游业影响的分析发现：突发事件发生当年旅游业普遍受到较大负面影响，次年则普遍有较好表现；通过对汶川地震及影响的深入了解，指出：旅游板块下半年总体面临压力较大，并率先下调行业投资评级。

分析师简介

苏平，武汉城市建设学院景园建筑专业学士、北京大学人文地理专业硕士。目前为招商证券社会服务业分析师，7 年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与 starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区社会服务业第二名，07、08 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第二名，05、06 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第三名。率先发掘并持续推荐了华侨城等一批优质公司。

林周勇，硕士，07 年 3 月加入招商证券。07、08 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第二名（小组）。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我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供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。