

四季度恢复性增长好于预期

——旅游行业 08 年年报前瞻

研究结论

- 08 年四季度开始国内旅游业开始全面恢复性增长，增长情况好于市场普遍预期。从之后的两个黄金周数据看，08 年十一黄金周是历史上最好的十一黄金周，全国接待国内旅游者人数达 1.78 亿人次，同比增长 22.1%，实现旅游收入 798 亿元，同比增长 24.2%，上市公司的接待情况创历史新高。09 年春节黄金周，全国共接待游客 1.09 亿人次，同比增长 24.7%；实现旅游收入 509.3 亿元，同比增长 23.1%。从上市公司数据看，09 年上市公司的接待量普遍远好于 08 年情况，达到 07 年 7-8 成水平。
- 维持对 09 年国内旅游业谨慎乐观的预期。我们在 09 年的年度策略报告中提到，金融危机对旅游业负面影响较大，但三十年改革开放积累的财富使得行业正处于快速发展期；由于休假制度、交通环境等限制国内旅游需求长期处于被压抑的状态，并没有得到全面有效的释放，在这些条件放松过程中，需求有望逐步获得释放。我们预计 09 年行业有望获得高于同期 GDP 的增长。从 08 年“十一”黄金周之后旅游业的发展情况看，基本印证了我们的这一预期。
- 维持 09 年入境游谨慎的预期。从 2008 年情况看，我国主要客源市场中，除香港、俄罗斯两大市场依然保持平稳增长外，韩国、日本两大外国人市场降幅均达两位数，六大远程市场全面下滑。2009 年，我国主要客源市场，如美国、欧盟、日本、韩国、东南亚的旅游需求增长不容乐观，将对我入境旅游市场发展带来严峻挑战。入境旅游需求的下降对高档旅游业务冲击较大。商务客源、高端客源、入境游客的减少，将使一批高星级酒店和商务酒店出租率继续走低，东部沿海地区受到影响较大。
- 应对金融危机，促进经济增长，中央和地方出台了一系列政策措施，有利于旅游业发展。总体来看，贯彻扩大内需、促进消费的方针，实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加快交通等基础设施建设和生态环境建设，将有利于增加城乡居民收入，有效提高居民消费能力，不断丰富和完善旅游产品，促进旅游业在更高层次、更高水平的发展。以地方政府为主导的旅游业刺激计划适应了当前短途游发展的特点，能有效的整合当地旅游资源，降低旅游成本，对刺激旅游业发展将起到实质性的作用。
- 目前股价重点公司 09 年 PE 在 25-30 倍之间，基本合理。但是考虑到 09 年行业恢复性增长，资产升值和现金流较好，我们认为旅游行业的相对比较优势仍非常明显，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

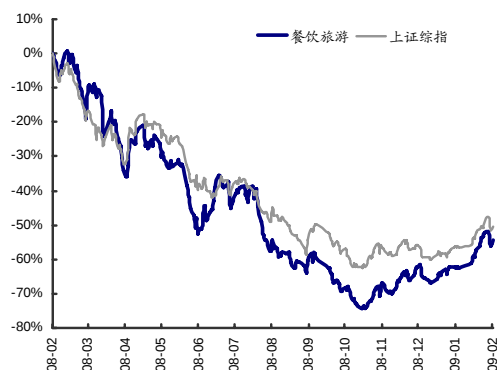
旅游行业资深分析师

63325888×6080

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 2 月 20 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	8.02%	8.16%	-54.23%
相对表现 (%)	2.16%	2.84%	-3.75%

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	07EPS	08EPS	09EPS	股价	评级
黄山旅游	0.32	0.43	0.52	15.6	增持
锦江股份	0.44	0.45	0.53	11.89	增持
中青旅	0.51	0.31	0.38	9.7	增持
桂林旅游	0.3	0.13	0.21	9.17	增持
首旅股份	0.53	0.7	0.46	15.84	中性
峨眉山	0.2	0.04	0.15	7.27	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

一 四季度旅游行业恢复性增长	3
入境游	3
国内游	5
2008 年“十一”黄金周	5
2009 年“春节”黄金周	6
我们的观点	7
二、政策暖风	7
4 万亿投资及国民旅游休闲计划	7
“低价旅游”刺激旅游消费	8
“灵活的休假制度”启动旅游消费	8
三、重点公司 08 年报前瞻	8
黄山旅游——增持	8
锦江股份——增持	9
中青旅——增持	10
桂林旅游——增持	11
分析师承诺	13
投资评级说明	13

一 四季度旅游行业恢复性增长

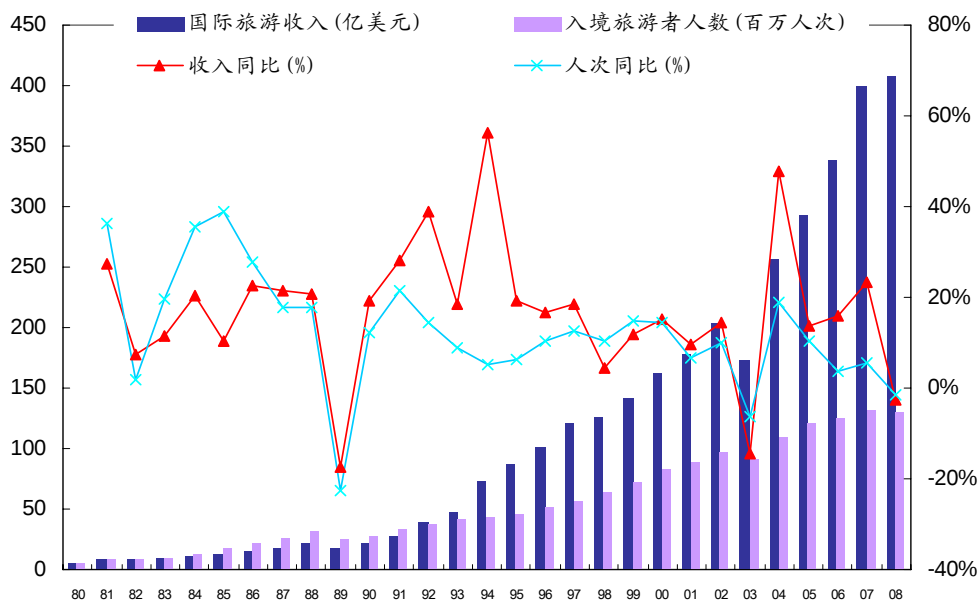
08 年旅游行业受到一系列灾害性事件影响。年初开始黄金周制度改革，取消“五一”黄金周，增加三个传统节日，对行业短期整体形成负面影响。之后经历了南方低温雨雪冰冻灾害、汶川特大地震灾害的严峻考验，应对了拉萨等地严重暴力犯罪事件的重大挑战，经受了国际金融危机不断蔓延和扩散的严重冲击。一系列难事大事对旅游行业形成重大冲击，三大市场中出境游受到冲击相对较小（预计 08 年出境旅游人数 4600 万人次，增长约 12%），入境游和国内游受到影响非常大。

入境游

根据国家旅游局的统计，2008 年全国接待入境旅游者人数 13002.74 万人次，同比下降 1.4%；过夜旅游者人次 5304.92 万人次，同比下降 3.05%；实现入境旅游（外汇）收入 408.43 亿美元，同比下降 2.57%。

从历史上看，80 年至今，我国入境旅游人次和旅游收入实现负增长仅有三年，即 1989、2003 年和 2008 年。从数据看，1989 年由于动乱致使入境旅游人次同比下降 17.2%，旅游(外汇)收入同比下降 22.7%；2003 年的 SARS 使得入境旅游人次同比下降 14.6%，旅游(外汇)收入同比下降 6.4%。近年随着我国综合国力的增强，对外交流增加，入境游总体呈现持续较快的增长，但 2008 年受一系列灾害性事件影响，尤其是金融危机对主要客源国的打击较大，这是造成 2008 年入境游市场整体负增长的主要原因。

图 1：1980-2008 中国入境旅游接待情况

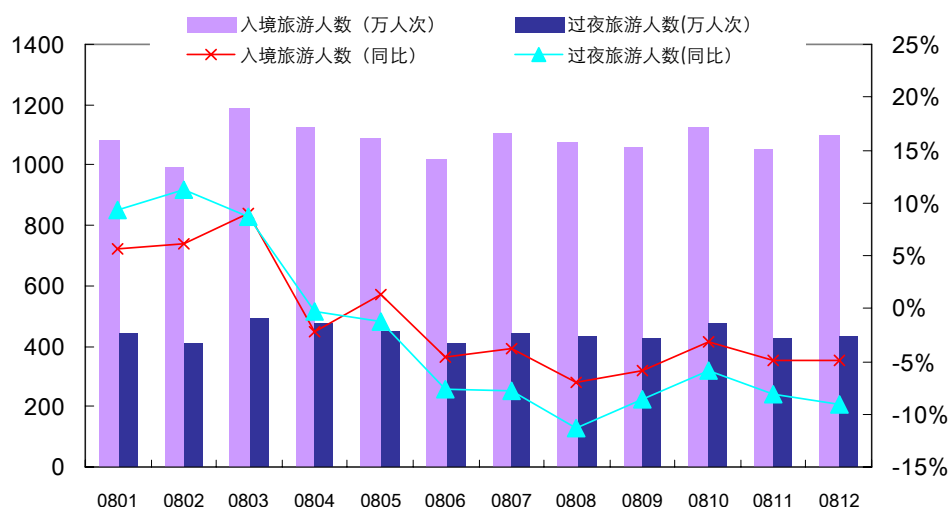


资料来源：东方证券研究所

从 08 年月度数据来看，8 月是入境旅游同比下降幅度最大的一个月，当月全国接待入境旅游人次同比下降 6.97%，过夜旅游者人次同比下降 11.38%，实现旅游（外汇）收入同比下降 15.28%。金融危机在全球的蔓延、奥运期间我国实现严格的入境安检制度是造成 8 月入境游创新低的主要原因。之后虽然有所恢复，但主要入境客源国受到金融危机影响加大，整体改善不明显。从统计看，

前五大客源国占到入境外国人总数的 55%，其中除俄罗斯同比增长 3.98%外，其余均表现较大程度的下降，如第一大客源国韩国同比下降 17.09%，第二大客源国日本同比下降 13.36%。入境客源的大幅下降对高星级酒店、景区、服务入境业务的旅行社等造成较大的负面影响。

图 2：08 年入境游月度接待情况



资料来源：东方证券研究所

表 1：08 年入境游主要客源国情况

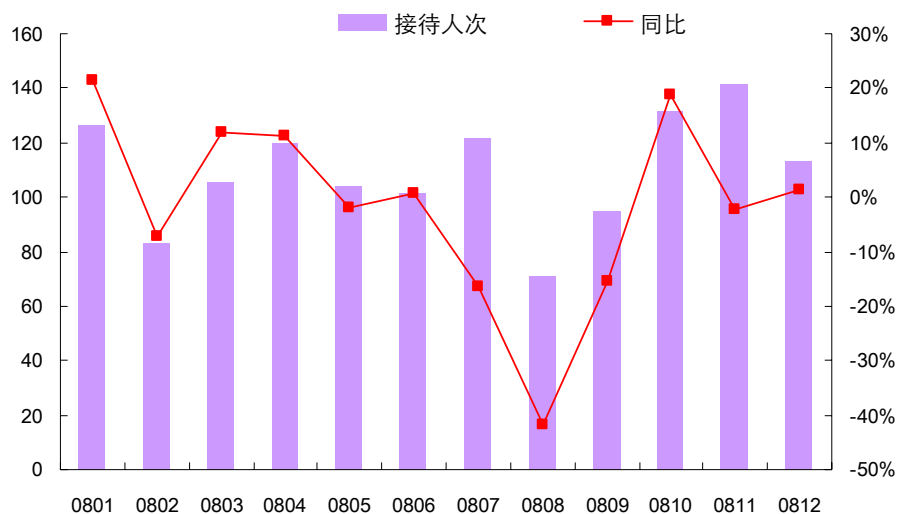
排名	国家名称	入境人数(万人)	同比增长(%)	占比(%)
1	韩 国	396.04	-17.1%	16.3%
2	日 本	344.61	-13.4%	14.2%
3	俄罗斯	312.34	4.0%	12.8%
4	美 国	178.64	-6.0%	7.3%
5	马来西亚	104.05	-2.0%	4.3%
6	新加坡	87.58	-5.0%	3.6%
7	菲律宾	79.53	-4.5%	3.3%
8	蒙 古	70.53	3.4%	2.9%
9	澳大利亚	57.15	-5.9%	2.3%
10	泰 国	55.43	-9.4%	2.3%
11	英 国	55.15	-8.9%	2.3%
12	加拿大	53.47	-7.4%	2.2%
13	德 国	52.89	-5.0%	2.2%
14	印 度	43.66	-5.6%	1.8%
15	法 国	43	-7.2%	1.8%
16	印 尼	42.63	-10.7%	1.8%

资料来源：东方证券研究所

国内游

一系列重大事件对国内游的负面影响集中于前三季,十一黄金周之后国内旅游业实现了较好的恢复性增长。以北京为例,08年1-12月,北京星级酒店累计接待国内客人1268万人次,同比减少1.7%。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%。

图3: 北京星级酒店接待国内客情况



资料来源: 东方证券研究所

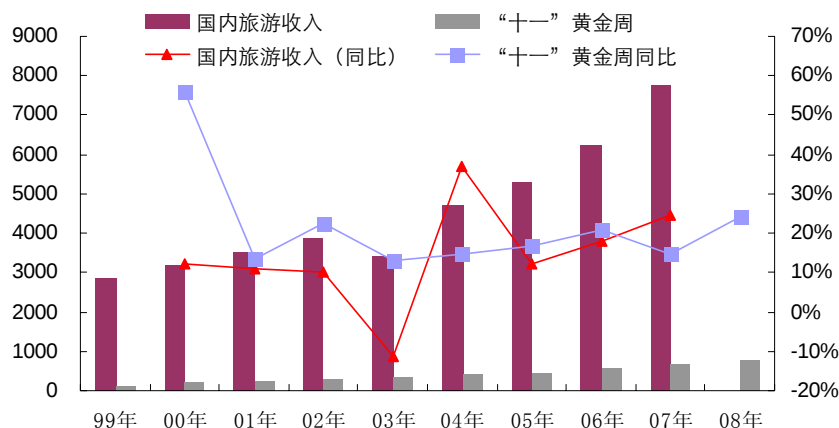
2008年“十一”黄金周

从全国和各地的数据看,2008年“十一”黄金周是黄金周制度实施以来最好一次十一黄金周,增速超过了市场的普遍预期。

国家旅游局的公布的数据,08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%。

从上市公司看,黄山景区接待量创出历史新高。黄金周期间黄山接待量同比增长32%,其中门票收入2740.7万元,同比增长27%;桂林旅游出现较好的增长,上市公司接待量同比增长15%,其中漓江游增长平稳,银子岩、龙脊梯田和龙胜温泉增幅较大;中青旅北京地区接待量略有增长,乌镇接待量出现较快增长,其收入增幅近40%;峨眉山恢复情况相对较好。黄金周期间乐山地区共接待国内外游客94.85万人次,比去年同期增长3.1%,实现旅游总收入4.16亿元,比去年同期增长8.3%,其中乐山大佛和峨眉山的日接待量创历史新高。

图 4：2008 年 “十一” 黄金周情况



资料来源：东方证券研究所

2009 年 “春节” 黄金周

旅游收入与旅游人次均实现较快的增长。数据显示黄金周期间全国共接待游客 1.09 亿人次，比上年春节黄金周增长 24.7%；实现旅游收入 509.3 亿元，增长 23.1%。其中过夜旅游者（仅限于住在宾馆饭店和旅馆招待所）为 2429 万人次；一日游游客为 8464 万人次。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。

上市公司来看，景区的接待情况好于预期。根据相关统计，黄山景区黄金周期间接待量达 4.34 万人次，同比增长 192.08%，实现旅游收入 492 万元，同比增长 212%；桂林地区接待人次同比增长 92%，较 07 年增长 12%，旅游收入高于人次的增长，预计公司接待量与地区接待情况基本相当。

从历年春节黄金周来看，09 年上市公司的接待量普遍远好于 08 年情况，达到 07 年 7-8 成水平，其中首旅的南山景区和中青旅的乌镇景区黄金周期间的接待人次较 07 年增长 35%和 1.3%。

表 2：历年春节黄金周接待情况

年度	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
全国接待旅游者（万人次）	5158	5947	6329	6902	7832	9220	8737	10900
同比		15.3%	6.4%	9.1%	13.5%	17.7%	-5.2%	24.7%
其中：过夜旅游者（万人次）	1319	1393	1624	1732	1932	2193	1995	2429
一日游游客（万人次）	3839	4554	4705	5170	5900	7027	6742	8464
31 个重点旅游城市（万人次）	2469	2597	2815	2955	3544	4068	3783	4583
其中：过夜旅游者（万人次）	660	631	659	733	837	909	794	910
一日游游客（万人次）	1809	1966	2156	2222	2707	3159	2989	3673
一日游游客占比	35.1%	33.1%	34.1%	32.2%	34.6%	34.3%	34.2%	33.7%
实现旅游收入（亿元）	227.6	257.6	289.6	313	368	438	393	509.3
同比		13.2%	12.4%	8.1%	17.6%	19.0%	-10.3%	29.6%

资料来源：东方证券研究所

我们的观点

维持对 09 年国内旅游业谨慎乐观的预期。我们在 09 年的年度策略报告中提到，金融危机对旅游业负面影响较大，但三十年改革开放积累的财富使得行业正处于快速发展期；由于休假制度、交通环境等限制国内旅游需求长期处于被压抑的状态，并没有得到全面有效的释放，在这些条件放松过程中，需求有望逐步获得释放。金融危机可能使旅游消费预算受到一定程度削减，但旅游需求并不会消失，国内游、短途游、城市周边游将成为 09 年最主要的旅游方式，预计 09 年行业有望获得高于同期 GDP 的增长。从 08 年“十一”黄金周之后旅游业的发展情况看，基本印证了我们的这一预期。

维持 09 年入境游谨慎的预期。据世界旅游组织预测，2009 年全球国际过夜旅游人数增长率将不会超过 2%，甚至可能出现零增长；亚太地区作为全球旅游业增长最快的地区之一，2009 年的入境过夜旅游人数增长率也将不超过 2%，这大大低于以往的预测水平。从 2008 年情况看，我国主要客源市场中，除香港、俄罗斯两大市场依然保持平稳增长外，韩国、日本两大外国人市场降幅均达两位数，六大远程市场全面下滑。2009 年，我国主要客源市场，如美国、欧盟、日本、韩国、东南亚的旅游需求增长不容乐观，将对我入境旅游市场发展带来严峻挑战。

入境旅游需求的下降对高档旅游业务冲击较大。预计国际旅行社入境旅游接待人数和收入将进一步下降，旅游景区景点接待外国游客数量将减少；商务客源、高端客源、入境游客的减少，将使一批高星级酒店和商务酒店出租率继续走低；东部沿海地区，尤其是入境旅游市场份额比重较大的地区受到影响较大。

二、政策暖风

应对金融危机，促进经济增长，中央和地方出台了一系列政策措施，有利于旅游业发展。总体来看，贯彻扩大内需、促进消费的方针，实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加快交通等基础设施建设和生态环境建设，将有利于增加城乡居民收入，有效提高居民消费能力，不断丰富和完善旅游产品，促进旅游业在更高层次、更高水平的发展。

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。

4 万亿投资及国民旅游休闲计划

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。

根据世界旅游组织作出的测算，旅游业每直接收入 1 元，会给国民经济相关行业带来 4.3 元增值效益。旅游业作为启动内需的重要组成部分，受到地方政府的广泛重视。目前各地正在出台旅游刺激计划，从已有的方案来看，主要涉及以下两个方面：

“低价旅游”刺激旅游消费

根据国家旅游局的一份调查,有高达 92%的受访者有意愿在 2009 年进行旅游活动。在国际金融危机的影响下,许多酒店客房、景区门票和航空公司机票的价格出现了大幅下降,在此背景下,以地方政府为主导,整合营销,通过合理让利,形成价格洼地,吸引旅游消费,拉动内需成为当前各地区刺激旅游消费的主要方式。在 09 春节黄金周期间广泛采用的省内游,及部分地区出现的旅游券是“低价旅游”的典型代表。如杭州目前公布的旅游券总额 4000 万元,南京不低于 8000 万元。从商务部的表态看,这种方式获得中央政府的支持,有可能在更大范围内获得实施。

“灵活的休假制度”启动旅游消费

根据国务院办公厅的发文,09 年节假日主要集中于 1 月、5 月和 10 月,其中 10 月国庆和中秋重叠将放 8 天。金融危机后部分省份如上海、广东提出领导带头启动职工带薪休假制度。广东省在 08 年 11 月宣布建立全国旅游综合改革示范区,试行国民旅游休闲计划,其重点是确定一批试点市、试点单位全面落实带薪休假、探亲休假制度,并争取在政策、资金等方面予以试点单位支持。近期市场传闻广东将鼓励试点企业建议员工在“五一”前后休假形成实际意义的“五一”黄金周,意图是通过灵活的休假制度放松假期不足对行业发展的制约。

我们认为,以地方政府为主导的旅游刺激计划适应了当前短途游发展的特点,能有效的整合当地旅游资源,降低旅游成本,对刺激旅游业发展将起到实质性的作用。

三、重点公司 08 年报前瞻

黄山旅游——增持

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;酒店总体情况与往年类似,但分布不均衡更为明显,年中开业中的轩辕酒店全年预计亏损 1000 余万元。

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。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。

综合以上因素，维持 08-09 年 0.43 元和 0.52 元的预测值，目前股价 09 年动态市盈率 30 倍，如果考虑正在进行的提价方案（旺季提 30 元）在 09 年 5 月获得实施，预计 09 年每股收益 0.55 元，当前股价 09 年动态市盈率 28 倍，维持增持评级

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：黄山旅游盈利预测

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)	48.9	36.3	30.1	26.0

资料来源：东方证券研究所

注：09-10 年预测未考虑此次提价

锦江股份——增持

2008 年一系列灾害对酒店业的影响较大，从统计数据看上海高星级酒店平均入住率下降近 10 个百分点，平均房价下降近 9%，酒店业景气出现明显下降对公司业绩造成重大影响。从调研看，公司下属各高星级酒店实现营收均有不同程度下降，尤其是奥运之后下降最为明显，给全年经营性增长带来一定压力。

肯德基业务仍实现较好的增长。上海肯德基从 08 年上半年的提价到下半年的促销，预计总体仍能保持平稳的增长，是公司全年业绩增长的有力保证。值得一提的是，08 年公司获得长江证券 5000 万元的分红，这是全年保持业绩相对平稳的重要原因。

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。

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 08-10 年每股收益 0.45 元，0.53 元和 0.67 元。目前股价 09 年动态市盈率 22 倍，维持增持评级。

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：锦江股份盈利预测

会计年度	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入（百万）	835	894	974	1250
营业利润（百万）	322	328	419	570
净利润（百万）	264	273	318	404
EBITDA（百万）	378	370	460	616
每股收益（元）	0.44	0.45	0.53	0.67
净资产收益率（%）	5.3%	5.4%	6.2%	7.6%
每股经营现金流（元）	0.32	-0.72	0.21	0.32
市盈率(X)	27.2	26.3	22.6	17.8

资料来源：东方证券研究所

中青旅——增持

公司以旅行社业务为核心，此项业务 08 年整体受到负面影响较大，预计入境游和国内游接待将有近 20% 的下降，虽然奥运接待等使得自由行业务增长较快，但目前该业务仍处于开拓期总量较小，难以撼动全年旅行社营收下降的趋势。相对而言，乌镇的发展基本符合预期，接待人次和酒店入住率基本达到年初目标，此项业务是全年主营业务的一大亮点。

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，预计旅行社业务将有 10-15% 的恢复性增长。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。

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。

预计 08-10 年每股收益 0.31 元，0.38 元和 0.45 元，目前股价 09 年动态市盈率 25 倍，维持增持评级。

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	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入（百万）	4532	4895	5198	5512
营业利润（百万）	300	203	246	288
净利润（百万）	163	130	159	186
EBITDA（百万）	408	334	384	429
每股收益（元）	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（元）	1.62	0.96	0.60	0.88
市盈率(X)	19.0	31.1	25.4	21.7

资料来源：东方证券研究所

桂林旅游——增持

在旅游重点公司中桂林旅游 08 年受到灾害影响仅次于峨眉山，表现在主营业务上，入境游接待同比下降近 50%，国内游接待同比下降 20-30%，相应的漓江游船、景区等业务均出现较大幅度下降，主营业务的下降是造成 08 年经营性收益同比大幅下降的主要原因。

从 08 年十一黄金周及 09 年春节黄金周来看，奥运后桂林旅游业出现较好的恢复性增长。十一黄金周桂林旅游接待人次同比上升 10%，此次春节黄金周旅游接待人次创历史新高，实现收入较 07 年的上升 12%，公司的旅游业务也获得较好的增长。全年来看，公司主营业务有望恢复到 07 年 8 成水平。

交通环境改善是公司发展的长期推动力。近年公司致力于大桂林旅游线路建设，陆续收购了当地的优质景区资源，由于交通环境仍相对落后目前景区收益有限。但 08 年开始环桂林游的旅游路线成为当地的主推产品之一，连接景区的主要道路进入建设期，预计 1-2 年内将陆续完工。考虑到目前至广东、贵州等高速公司网络的即将贯通，及规划中的高铁的建设，我们认为随着交通环境的改善，未来这些景区的成长空间巨大。

预计 08-10 年每股收益 0.12 元，0.21 元和 0.29 元，目前股价 09 年动态市盈率 44 倍，偏高。但考虑到公司资产质量及未来的成长空间，维持增持评级。

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	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	331	212	286	312
营业利润	63	24	45	63
净利润	53	22	37	51
EBITDA	113	75	96	116
每股收益	0.30	0.13	0.21	0.29
净资产收益率	11.3%	4.5%	7.0%	8.8%
每股经营现金流	0.43	0.40	0.36	0.46
市盈率	30.6	72.8	44.0	31.7

资料来源：东方证券研究所

表 7：旅游行业重点公司 08 年业绩预测

股票名称	07 年 EPS	08 年 EPS	09 年 EPS	08 年 PE	09 年 PE	投资评级
黄山旅游	0.32	0.43	0.52	36.3	30.0	增持
锦江股份	0.44	0.45	0.53	26.4	22.4	增持
中青旅	0.51	0.31	0.38	31.3	25.5	增持
桂林旅游	0.3	0.13	0.21	70.5	43.7	增持
首旅股份	0.53	0.7	0.46	22.6	34.4	中性
峨眉山	0.2	0.04	0.15	181.8	48.5	增持

资料来源：东方证券研究所

注：09 年首旅股份考虑南山门票分成

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

Email：shoulan@orientsec.com.cn