

餐饮旅游

曾光

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

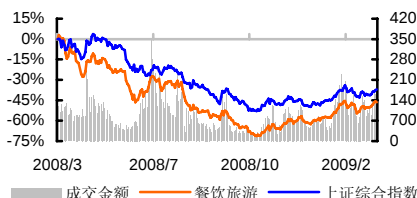
评级调整: -

行业基本资料

上市公司家数	25
总市值(亿元)	584
占A股比例(%)	0.29%
平均市盈率(倍)	83.13

行业表现

(%)	1M	3M	6M
餐饮旅游	3.36	25.77	19.81
上证综合指数	0.87	13.01	9.93



相关报告

《行业增长显示出较强韧性 板块投资策略略重在个股》2009-1-23

《旅游消费 09 年实现“开门红” “内需”成行业增长支柱》2009-2-2

餐饮旅游行业 2009 年二季度投资策略

中性

在积极防御中关注主题性投资机会

今年以来旅游行业的运行态势基本符合我们 09 年行业投资策略报告中的判断, 内需将成为今年行业增长的支撑点。在国民休闲旅游计划、世博会等众多题材的烘托下, 旅游板块表现活跃。我们认为下一阶段在把握基本面基础上寻找主题性投资机会是行之有效的行业投资策略。

投资要点:

- **内需支撑加之热点纷呈, 旅游板块交投活跃。**从 2008 年 10 月 28 日大盘触底反弹至 3 月 17 日, 上证综指成分上涨了约 30%, 而我们跟踪的旅游板块大幅上涨了接近 70%。我们认为, 旅游板块跑赢大盘除了行业基本面因素外, 众多题材的烘托也功不可没。国民休闲旅游计划、迪斯尼、环球影城项目、世博会等题材为旅游板块的投资活动反复加温, 且后市仍有持续发酵的趋势。
- **旅游行业具有较强韧性。**我国旅游业多次遭遇了突发性事件, 例如, 上世纪 90 年代末的亚洲金融危机、2003 年的“非典”疫情, 去年的“5.12”四川汶川特大地震灾害等, 均在事件过后以较快的速度得到恢复。尽管金融危机给我国旅游行业带来了不利影响, 但我国经济社会发展的基本面没有改变, 改革开放 30 年奠定的坚实基础, 将有力地支撑我国旅游业发展。08 年即使遭遇频繁的突发事件及全球金融危机的影响, 我们旅游业总收入依然取得 5.80% 的增长。目前我国居民年人均出游仅有 1.29 次, 国内旅游增长潜力还很大。
- **维持 09 年旅游行业收入增速可达 10% 的判断。**因各种突发事件, 08 年大家面对的问题是“想旅游但没法旅游”。进入 09 年, 随着金融危机影响深化, 09 年大家面临的局面将是“能出游但不太愿意出游”。随着中央政府部门制定“国民休闲旅游计划”、各地政府和企业大手笔发放“旅游消费券”等促进内需的举措相继出台, 制约居民消费意愿的“时间”和“金钱”两大核心矛盾得到一定程度的缓解。我们预期 09 年全国人均出游率增速较 08 年将明显回升, 但人均旅游支出会出现小幅下滑, 国内旅游收入依然能达到 15% 的增长, 旅游总收入将达到 10% 的增长。
- **把握基本面基础上关注主题性投资机会。**我们认为部分热点题材确实能为上市公司带来实质性利好, 未来存在反复炒作的机会。因此我们甄选出四个具有较大投资指导意义的题材进行分析: 一是世博会主题; 二是国民休闲旅游计划主题; 三是海南国际旅游岛主题; 四是资产重组主题。建议重点关注的个股是黄山旅游、锦江股份、中青旅、桂林旅游。

股票代码	股票名称	08EPS	09EPS	10EPS	11EPS	08PE	09PE	10PE	11PE	投资评级
600054	黄山旅游	0.43	0.54	0.71	-	37.44	29.81	22.68	-	推荐
600138	中青旅	0.31	0.35	0.56	0.57	31.23	27.66	17.29	16.98	推荐
000978	桂林旅游	0.13	0.25	0.36	-	72.46	37.68	26.17	-	推荐
002159	三特索道	0.09	0.16	0.32	0.35	74.89	42.13	21.06	19.26	推荐
600754	锦江股份	0.48	0.49	0.63	-	27.42	26.86	20.89	-	推荐
000069	华侨城 A	0.52	0.73	0.84	-	24.35	17.34	15.07	-	推荐
600258	首旅股份	0.75	0.79	0.92	1.13	22.24	21.11	18.13	14.76	推荐
000888	峨眉山 A	0.05	0.24	0.40	-	157.00	32.71	19.63	-	推荐
002033	丽江旅游	0.46	0.40	0.72	0.82	29.98	34.48	19.15	16.82	中性
002186	全聚德	0.50	0.68	0.86	-	53.50	39.34	31.10	-	中性

目 录

1、08 年行业出现拐点进入短期调整阶段	4
1.1 2008 年中国旅游总收入同比增长 5.80%	4
1.2 三大旅游市场增势有所分化	4
1.2.1 入境游：继 03 年非典之后重新出现负增长	4
1.2.2 出境游：维持较高增长，但增速有所下滑	5
1.2.3 国内游：内需依旧相对强劲	6
2、09 年旅游业开局表现符合我们预期	7
2.1 1 月份入境游延续低靡态势	7
2.2 内需引爆 09 年春节黄金周旅游消费行情	8
2.3 星级酒店出现经营压力	8
3、09 年旅游业增速有望超越 GDP 增速	9
3.1 旅游行业在具有较强韧性	9
3.2 09 年旅游业面临的环境与 08 年有所不同	10
3.3 政策“暖风”将吹暖 09 年旅游消费市场	10
3.3.1 “国民休闲旅游计划”从中央层面对旅游行业进行扶持	11
3.3.2 旅游消费券从地方层面对旅游行业进行扶持	12
3.4 维持 09 年旅游行业收入增速可达 10%的判断	15
4、在积极防御中关注主题性投资机会	16
4.1 旅游板块具有较好的防御性	16
4.2 旅游行业 2009 年投资策略回顾	17
4.2.1 靠近主流客源地的品牌景区将成为投资首选	17
4.2.2 谨慎对待 09 年公司持续融资需求个股	17
4.3 在把握基本面的情况下关注主题性投资机会	18
4.3.1 世博会将为长三角旅游市场带来巨大商机	18
4.3.2 国民休闲旅游计划下的投资机会	19
4.3.3 “海南国际旅游岛”将助海南旅游业实现飞跃	20
4.3.4 资产重组	20
5、重点上市公司分析及投资建议	21
5.1 黄山旅游——推荐	21
5.2 锦江股份——推荐	22
5.3 中青旅——推荐	23
5.4 桂林旅游——推荐	24

图表目录

图 1: 2008 年我国旅游行业增速明显下降	4
图 2: 08 年入境游人数继 03 年后重现负增长	5
图 3: 08 年旅游外汇收入继 03 年后重现负增长	5
图 4: 08 年入境过夜人数比重也出现下滑	5
图 5: 2008 年 1-12 月入境游市场单月变化情况	5
图 6: 2008 年出境游市场增势有所回落	6
图 7: 因私出境人数占整体出境人数比重稳步提升	6
图 8: 2008 年城乡居民人均收入增速下滑但仍保持较高水平	6
图 9: 1996-2008 年我国国内游人数走势	7
图 10: 1999-2008 年国内旅游收入走势	7
图 11: 1999-2008 年全国居民整体出游率	7
图 12: 1999-2008 年城乡居民平均旅游花费	7
图 13: 09 年春节黄金周旅游人数增速创新高	8
图 14: 09 年春节黄金周旅游收入增速创新高	8
图 15: 09 年春节黄金周一日游游客比重有所增加	8
图 16: 09 年春节黄金周人均旅游支出有所下降	8
图 17: 近年来我国城镇居民收入增速与 GDP 增速趋同	15
图 18: 09 年我国城乡居民出游率预测	16
图 19: 09 年我国城乡居民个人旅游支出预测	16
图 20: 08 年年底以来的本轮反弹行情中旅游板块显著跑赢大盘	17
表 1: 国内各省市旅游消费券发放情况概览	13
表 2: 2009 年我国旅游总收入增长率敏感性分析	15
表 3: 世博会对主办地旅游业带来长期影响	18
表 4: 下一步投资旅游股可以把握的四大主题	21
表 5: 黄山旅游盈利预测	22
表 6: 锦江股份盈利预测	23
表 7: 中青旅盈利预测	24
表 8: 桂林旅游盈利预测	25

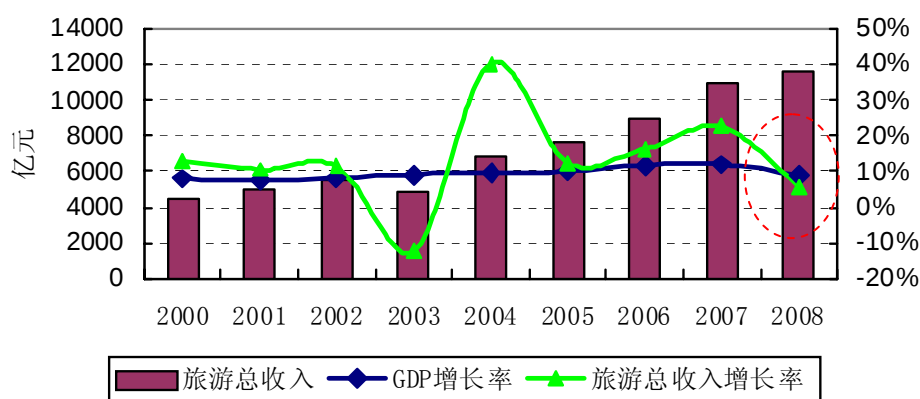
1、08 年行业出现拐点进入短期调整阶段

1.1 2008 年中国旅游总收入同比增长 5.80%

随着消费升级的深化，以及政府大力扶持、国内交通条件日益发达、居民闲暇时间逐渐增多、中国旅游业迎来了发展黄金期。2000-2005 年，我国旅游总收入年复合增长率为 11.2%，2006 年我国旅游总收入同比增长 16.3%，2007 年我国旅游总收入增速更是达到了 22.6%。

但自 2008 年以来，我国旅游业连续遭遇春季雪灾、“五一”黄金周改革、“5.12”四川大地震、洪灾、奥运“挤出效应”、金融危机等各种突发事件影响，旅游行业高速增长的趋势遭到抑制，2008 年我国全年入境旅游人数 13003 万人次，比上年下降 1.4%；国际旅游外汇收入 408 亿美元，下降 2.6%。国内出游人数达 17.1 亿人次，增长 6.3%；国内旅游收入 8749 亿元，增长 12.6%。国际国内旅游总收入 1.16 万亿元，同比增长 5.80%。

图 1：2008 年我国旅游行业增速明显下降



资料来源：国家统计局、国家旅游局、中投证券研究所

1.2 三大旅游市场增势有所分化

1.2.1 入境游：继 03 年非典之后重新出现负增长

从我国入境游的客源地结构来看，一方面客源地地理分布非常广泛，另一方面主要的客源来自于香港、澳门、台湾、韩国、日本、俄罗斯等周边地区和国家。此外，随着与国外交流日益频繁，港澳台同胞占比逐年下降，而外国游客比重不断上升。

虽然主要客源地集中在中国周边，但是本轮次贷引发的金融危机对这些地区和国家造成的影响也不容小觑。香港、台湾、韩国、日本等均已深受冲击，股市暴跌，经济放缓，势必对当地居民的出境旅游消费造成抑制。在远程市场方面，我国入境客源的主体是“西方七国集团”中的美国、英国、德国、加拿大和法国等国。目前这些国家属于次贷危机风暴的中心区域，当地房市、股市

低迷，企业投资缺乏信心，公务差旅活动管控趋严。这些发达国家的居民比较习惯“举债消费”，在对未来经济的悲观预期下，个人消费必将变得谨慎，因此此次金融危机对国际远程旅游客源市场的影响相对较大。

从图 5 可以看出，2008 年 1-4 月份，在奥运因素以及消化此前订单的作用下，入境游市场依旧表现出增长态势。在地震、奥运“挤出效应”、国际金融危机影响下，从 5 月份开始入境游市场开始出现下滑。特别是 10-12 月份，金融危机对入境游的影响显而易见。从 08 年全年来看，不仅入境游人数同比出现下降，而且入境过夜人数占比也出现下滑，显示差旅消费预算趋严。

图 2：08 年入境游人数继 03 年后重现负增长

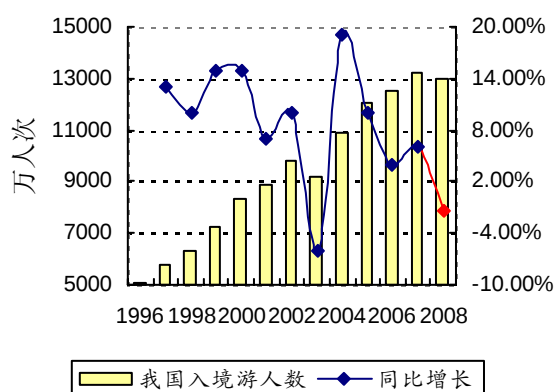
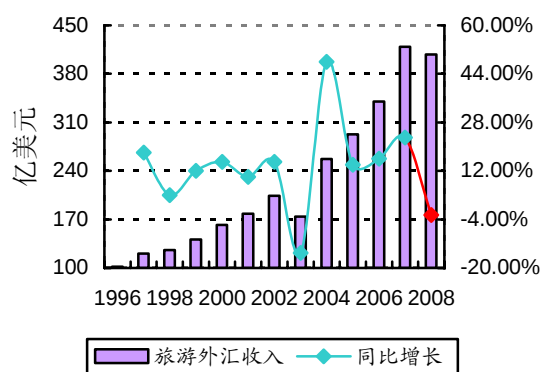


图 3：08 年旅游外汇收入继 03 年后重现负增长



资料来源：国家旅游局，中投证券研究所

图 4：08 年入境过夜人数比重也出现下滑

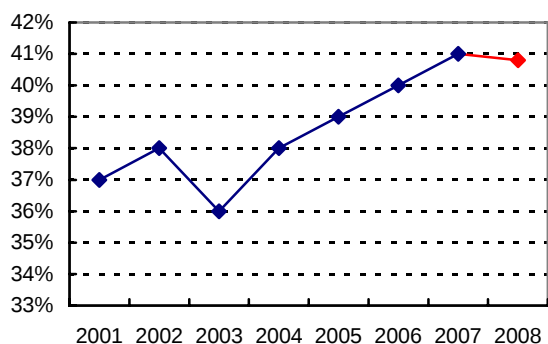
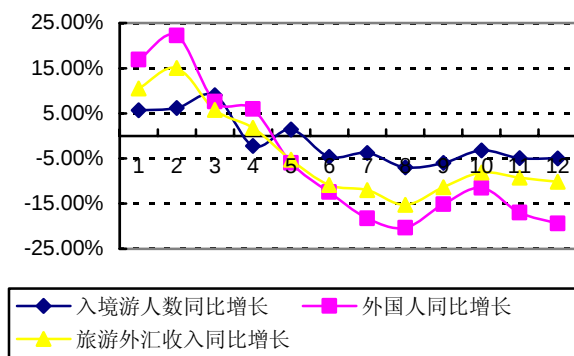


图 5：2008 年 1-12 月入境游市场单月变化情况



资料来源：国家旅游局，中投证券研究所

1.2.2 出境游：维持较高增长，但增速有所下滑

截至目前，中国出境游目的地已达 137 个，是亚洲最大出境旅游客源国。2008 年还实现了大陆居民赴台湾地区旅游，两岸交流迈出历史性步伐。但随着次贷危机效应逐渐传导到中国，国内民众也逐渐感受到经济下行带来的阵阵寒意。弃“出境”选“国内”走经济型旅游路线的情形逐渐普遍。08 年，出境游人数同比增长 11.9%，虽是三个旅游市场中人数增速最快的一个，但与 07 年的增速相比依旧出现较明显回落。

图 6：2008 年出境游市场增势有所回落

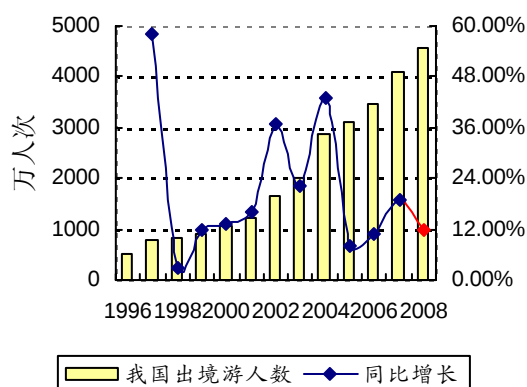
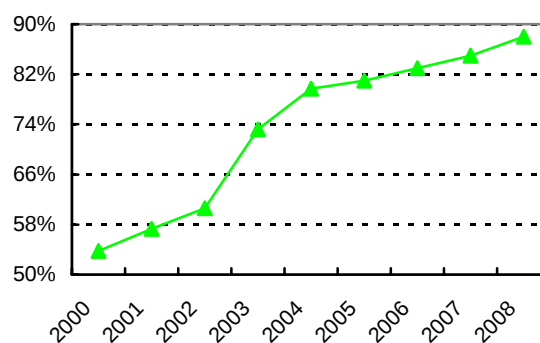


图 7：因私出境人数占整体出境人数比重稳步提升



注释：自 1997 年中国公民自费出国旅游正式开始

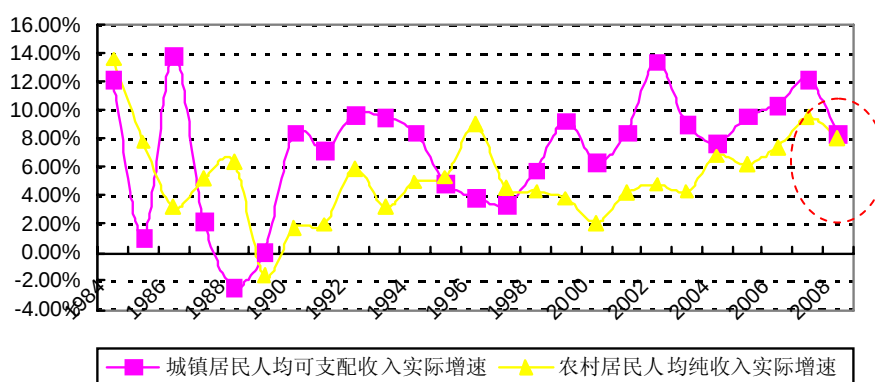
资料来源：国家旅游局，中投证券研究所

1.2.3 国内游：内需依旧相对强劲

与外国游客“举债消费”的习惯不同，国内游客一般都是“存钱消费”。虽然今年房市、股市大跌，对国内消费者的存量财富造成了一定程度的影响，但这种影响对以储蓄见长的国内普通民众不算伤筋动骨。由于旅游消费是城乡居民消费升级的产物，因此我们判定国内旅游收入增速与城乡居民人均收入增速紧密相关，关于这一点我们此前也实证证明过。

2008 年，初步核算，全年 GDP 比上年增长 9.0%。农村居民人均纯收入 4761 元，扣除价格上涨因素，比上年实际增长 8.0%；城镇居民人均可支配收入 15781 元，实际增长 8.4%。我国宏观经济形势虽然出现走弱态势，但依然好于外围重要经济体。城乡居民收入也依旧保持较快增长。

图 8：2008 年城乡居民人均收入增速下滑但仍保持较高水平



资料来源：中经网、中投证券研究所

在上述背景下，2008 年，国内出游人数达 17.1 亿人次，增长 6.3%；国内旅游收入 8749 亿元，增长 12.6%。虽然与前几年相比，不论是国内出游人数还是国内旅游收入的增速都出现下降，但在 08 年这个特殊的年份仍能保持较快

增长充分说明了旅游消费已经成为国内居民日常消费中较为稳定的一部分。当然，由于 08 年城乡居民人均收入出现增速下降，因此国内旅游收入增速也出现了下降。

图 9：1996-2008 年我国国内游人数走势

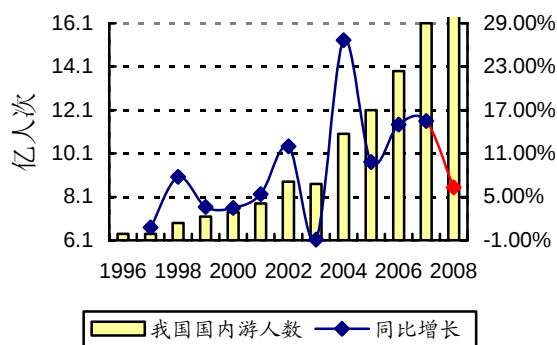
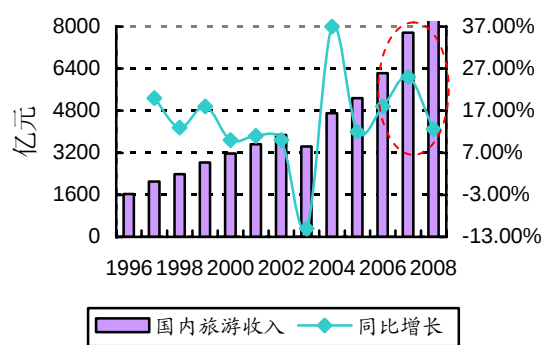


图 10：1999-2008 年国内旅游收入走势



资料来源：国家旅游局，中投证券研究所

图 11：1999-2008 年全国居民整体出游率

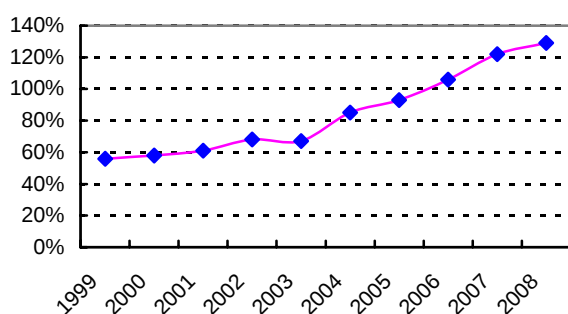
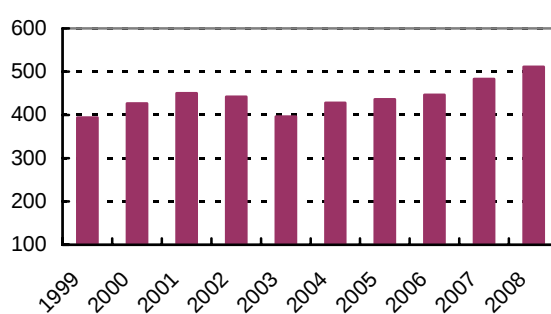


图 12：1999-2008 年城乡居民平均旅游花费



资料来源：国家旅游局，中投证券研究所

2、09 年旅游业开局表现符合我们预期

2.1 1 月份入境游延续低靡态势

由于全球金融危机持续发酵，各主要经济体的经济复苏为时尚早，因此入境游也继续呈现低靡态势。我们曾预测 09 年旅游外汇收入继续保持 -3% - -4% 左右的下降。

从国家旅游局公布的 09 年一月份入境游数据来看，情况确实较为不理想。2009 年 1 月，全国入境旅游人数同比下降 4.42%，其中外国人同比下降 31.18%；入境过夜人数同比下降 10.82%；旅游外汇收入同比下降 18.99%。

09 年 1 月，北京市接待入境旅游人数同比下降 19.60%，其中外国人同比下降 27.50%；上海市接待入境旅游人数同比下降 19.90%，其中外国人同比下降 15.80%。

2.2 内需引爆 09 年春节黄金周旅游消费行情

在旅游行业 2009 年投资策略报告中，我们曾经指出，由于老百姓腰包里仍有闲钱，只不过是太敢消费。运用价格杠杆，能够有效刺激“内需”。

09 年以来，在旅行社、景区、航空、酒店等各产业链的联合促销下，旅游产品价格出现较大幅度下降，城乡居民因防御心理而被压抑的需求得到释放。2009 年春节黄金周，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%，增速创历史新高。

图 13: 09 年春节黄金周旅游人数增速创新高

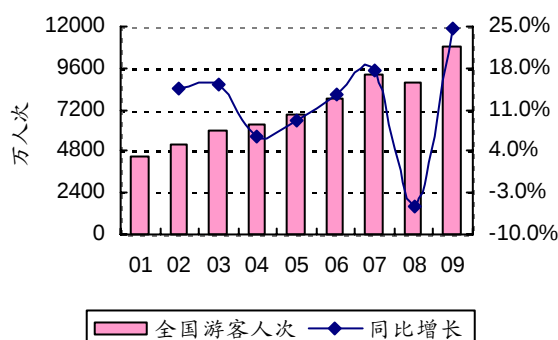
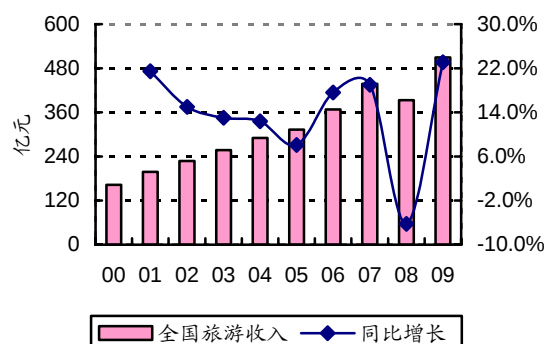


图 14: 09 年春节黄金周旅游收入增速创新高



资料来源：全国假日办、中投证券研究所

不过从另一方面来看，金融危机对国内居民的旅游消费模式还是有一定的影响。与 08 年春节黄金周相比，09 年春节黄金周期间一日游游客比重略有提升，人均旅游支出也出现了一定程度的下滑。这与我们前期判断基本一致。

图 15: 09 年春节黄金周一日游游客比重有所增加

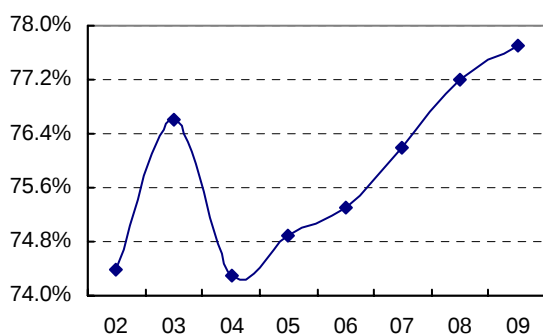
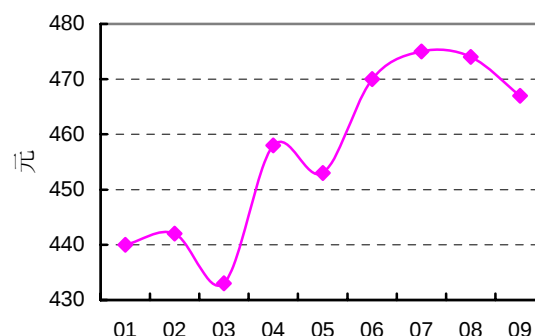


图 16: 09 年春节黄金周人均旅游支出有所下降



资料来源：中投证券研究所

2.3 星级酒店出现经营压力

此前，我们分析过：发生经济危机时，全球的商务旅行和休闲旅游必将受到较大影响。不论是企业还是个人的消费预算都会趋严。相比较而言，星级酒店定位中高端市场，消费弹性较大，差旅休闲旅游预算的下调肯定将会对星级酒店的需求造成抑制，09 年高星级酒店房价依然不容乐观。

以北京、上海这种国际大都市而言，高星级酒店中境外客人占比较大，入境游的下滑势必影响到酒店的入住率和房价。2009 年 1 月，北京五星级酒店市场平均房价同比下降 22.10%，入住率同比减少了 20.50%；四星级酒店市场平均房价同比下降 20.60%，入住率同比减少了 6.5%。同期，上海五星级酒店市场平均房价同比下降 24.48%，入住率同比减少了 21.75%；四星级酒店市场平均房价同比下降了 13.39%，入住率同比下降了 21.54%。即便 09 年 1 月份拥有春节“黄金周”作为支撑，房价和入住率仍然颓势不减。

对于经济型酒店，我们此前分析认为受金融危机冲击相对较小，主要原因是经济型酒店定位于中低端市场，消费弹性较小。我国经济型酒店 90%的客人来自国内，商务、旅游等各类客人所占的比例比较平均，性价比也高，所以对经济危机的抵抗力更强。当然全球金融危机背景下，酒店业整体客流量必然大幅减少，而缺少了客流量，不论高端酒店还是经济型酒店都将面临考验，只不过由于国内市场庞大，所以经济型酒店相对压力会小一些。但是我们也注意到，由于投资者普遍看好经济型酒店行业“钱景”，因此近年来经济型酒店规模扩张非常迅猛，知名品牌与杂牌军竞相开店，造成酒店物业成本高启。在金融危机影响下，酒店经营者为了稳定客流量，又开始采取最直接的价格战手段吸引顾客。所以经济型酒店市场的房价和入住率可能也会受到一定程度的影响。当然与高星级酒店市场相比，这个影响相对小一些。以如家为例，如家 2008 年第三季度和第四季度房屋出租率为 85.9%、84.1%，而 2007 年第四季度同期为 88.3%，平均出租率下降但幅度不大。

金融危机的发生，使得出游者普遍更加“节省化”，即使出游人数增加，酒店业也不一定能获取更多的商机。以浙江为例，09 年 1 月份，浙江省接待入境旅游者 30.16 万人次，同比增长 3.27%；旅游外汇收入 1.97 亿美元，同比增长 17.23%；接待国内旅游者 2015 万人次，同比增长 11.3%，实现旅游收入 198 亿元人民币，同比增长 13.5%。但与此形成鲜明对照的是，1 月份，浙江省饭店平均客房出租率 54.47%，比去年同期下降 8.33 个百分点；全省平均房价为 269.92 元/间，比去年同期下降了 3.70%。

3、09 年旅游业增速有望超越 GDP 增速

3.1 旅游行业在具有较强韧性

旅游是全球最大的产业和发展最快的新兴产业之一。据统计，2000 年以来，全球入境过夜旅游年均增长 4%以上，国际旅游收入年均增长 8%以上，高于全球经济增长率 1 个至 3 个百分点。金融危机发生后，全球旅游业受到较大影响。世界旅游组织预测，2009 年全球旅游业呈现“总需求疲软”，可能出现 2%的下滑。

目前，国际金融危机的影响仍在扩散和蔓延，对实体经济的冲击正在加深，其严重后果还将进一步显现。受世界经济增长明显减速和国内经济下行压力加大的影响，居民旅游消费预期下降，09 年我国旅游业仍将经受严峻考验。

但国内外相关研究结果表明：一方面，旅游业是综合性、关联性较强的产业，容易受到各种突发事件影响；另一方面，旅游业又是极富韧性的产业，一般在受到各类突发事件和自然灾害冲击后，能够在较短时间内恢复市场。我国旅游业多次遭遇了突发性事件，例如，上世纪 90 年代末的亚洲金融危机、2003

年的“非典”疫情，去年的“5.12”四川汶川特大地震灾害等，均在事件过后以较快的速度得到恢复。

与建筑、房地产、汽车等行业相比，旅游业明显具有较快的恢复重振能力。一旦国际金融危机影响减弱，旅游业有望比其他行业更快复苏。据国家旅游局介绍，今年1月出版的《世界旅游晴雨表》预测，如果今年经济能走出谷底，全球国际旅游也可能保持小幅增长。预期包括中国在内的新兴经济体的旅游业发展，将对2009年全球旅游市场恢复产生积极影响。相对其他重要经济体而言，我国实体经济受到的冲击相对较小，内需将成为旅游行业增长支撑。09年国内春节黄金周火爆的旅游消费行情也初步印证了这种说法。

尽管金融危机给我国旅游行业带来了不利影响，但我国经济社会发展的基本面没有改变，旅游业发展的动力依然强劲。随着我国对外开放不断扩大，各项改革稳步推进，城乡居民收入继续增长，居民旅游消费需求潜力依然巨大。改革开放30年奠定的坚实基础，将有力地支撑我国旅游业发展。目前我国居民年人均出游仅仅一次多，国内旅游增长潜力还很大。2008年12月份携程网相关抽样调查显示，96%的被访者明确表示09年有外出旅行的打算，仅有1%被访者选择“肯定不出行”。旅游已日益成为城乡居民日常生活中非常重要的一部分。

3.2 09年旅游业面临的环境与08年有所不同

2008年，我国旅游行业总收入增长率为5.8%，低于同期GDP 9.0%的增速，也是2000年以来除03年以外第二个旅游收入低于GDP增速的年份。

雪灾、“藏独”事件、地震、奥运“挤出效应”、金融危机，08年中国旅游业所遭遇的突发事件可以说是近10年以来最多的。但我们认为，08年旅游行业增速比07年大幅下滑的主因并不是金融危机。而09年旅游行业面临的最大挑战就是金融危机负面效应更加显性化。虽然突发事件具有不可预测性，但是我们认为09年出现比08年更多的突发事件的概率极低。

08年大家面对的问题是“想旅游但没法旅游”，因为突发事件造成大家没办法外出，但旅游消费需求依然旺盛。09年大家面临的局面将是“能出游但不太愿意出游”，这一切都要归因于金融危机使得居民消费更加谨慎。但各种迹象也表明，经过08年的蛰伏后，我国城乡居民的旅游消费热情依然存在，这主要是因为国内老百姓是“存钱消费”，大家口袋里仍有闲钱。只要旅游业者适当让利，即运用价格杠杆，就能够有效刺激“内需”。

3.3 政策“暖风”将吹暖09年旅游消费市场

作为一个辐射面广、就业拉动效应强、环境友好型的朝阳产业，确保实现旅游业平稳较快发展成为09年中央及地方各级政府关注的重点任务之一。各地政府、旅游部门和旅游企业已经积极行动起来，各种便民措施和促销让利活动层出不穷，对旅游消费产生了明显拉动效果，这将有利于旅游业尽早复苏。

3.3.1 “国民休闲旅游计划”从中央层面对旅游行业进行扶持

2008 年 11 月 20 日，国家旅游局旅游促进与国际联络司司长祝善忠在 2008 国际旅交会新闻发布会上表示，为应对金融危机给旅游市场尤其是入境游市场带来的负面影响，国家相关部门制定的“国民休闲计划”有望于明年出台。该项计划将进一步落实带薪休假制度，采取具体措施倡导针对优秀员工的奖励旅游、针对低收入群体的福利旅游、针对学生群体的修学旅游、针对离退休人员的银发旅游等，引导国民休闲旅游沿着正常、安全、持续的方向发展，促进国内旅游市场获得更大提升。

2009 年 2 月 23 日，旅游大省之一的广东省在全国率先试行国民旅游休闲计划。广东国民旅游休闲计划提出了 18 项具体的政策措施：

- 1、落实带薪休假制度，弹性安排带薪休假时间；
- 2、引导居民“五一”等法定节假日前后集中休假，形成黄金周；
- 3、推动建设一批旅游休闲服务社区、城镇、度假带；
- 4、创建一批旅游休闲示范旅行社和示范基地；
- 5、探索推行“国民旅游休闲卡”；
- 6、各级文化、文物部门归口管理的公共博物馆（文物建筑及遗址类博物馆除外）、纪念馆、爱国主义教育基地向社会免费开放；鼓励城市休闲公园、科普教育基地、红色旅游景点等，实行免费或以优惠价格向社会开放；
- 7、对在校学生、农村进城务工者、残疾人、低保救助对象、五保户及 60 岁以上长者给予特别优惠；
- 8、修学旅游纳入学生综合实践课程；
- 9、鼓励企业安排职工旅游休闲作为奖励、福利；
- 10、鼓励开发跨行政区域旅游专线；
- 11、深化与港澳地区旅游合作；
- 12、鼓励支持珠三角有条件地区单位先行先试；
- 13、引导鼓励相关旅游服务单位出台更多优惠；
- 14、扩大旅游休闲配套基础设施投入；
- 15、重点支持开发和完善一批乡镇旅游休闲项目；
- 16、鼓励资源互补性强的地区开展交流合作；
- 17、建立旅游人才教育培训体系；
- 18、国民旅游休闲计划纳入广东全省经济社会发展的总体规划，旅游公共服务设施建设纳入全省城乡建设规划。

参与国民旅游休闲计划的主体是具有广东省户籍的居民，以及办理了广东省暂住证或居住证的暂住人员。

之所以选择广东作为第一个试行国民旅游休闲计划的省份，主要原因在于其旅游市场和经济发展水平位居全国前列，同时又是受全球金融危机影响最严重的省份之一。2008 年，广东省旅游外汇收入 92 亿美元，同比增长 5.4%，

占全国 1/5 强；国内旅游收入突破 2000 亿元大关，同比增长 11.9%；旅游总收入 2641 亿元，同比增长 7.6%；口岸入境旅游人数 1.03 亿人次，占全国的 4/5。

对于旅游消费者来说，广东国民旅游休闲计划重点在于解决两个问题：1、在“五一”黄金周被取消后，落实带薪休假制度，将带薪休假与小长假进行连休，恢复事实意义上的“五一”长假；2、鼓励相关旅游服务单位进行价格优惠，激发人们的旅游热情。

应该说，广东国民旅游休闲计划还是具有相当的针对性，从时间和花费两个最核心要素入手解决当前困境。就价格优惠而言，目前旅游业者已经充分认识其积极意义并已经做出了一定的行动。但落实带薪休假制度并引导居民“五一”等法定节假日前后集中休假形成黄金周实施起来则可能有一定的难度。广东地区以中小加工型企业为主，金融危机本已使得它们陷入艰难境地，而带薪休假制度的实施无疑将加大企业的经营成本，因此带薪休假的推广存在一定的现实难度。不过，我们认为，政府机关和国有企事业单位肯定将带头落实相关政策，这部分群体消费能力也相对较强，对拉动内需具有一定的积极作用。总而言之，我们对广东国民旅游休闲计划抱持谨慎乐观的态度。

除广东外，江苏、浙江、山东等地也可能将先行试点国民休闲计划。全国性的国民旅游休闲计划正在进一步完善，最快能在“五一”之前出台。

3.3.2 旅游消费券从地方层面对旅游行业进行扶持

为了应对经济不景气，日本和台湾地区 08 年先后向所有家庭发放“政府红包”。08 年 10 月 30 日，日本首相麻生宣布，日本政府将向全国所有家庭支付“生活支援定额给付金”，目的是为了刺激消费、扩大内需。补贴额为每人 1.2 万日元（约合 830 元人民币），并向 65 岁以上老者、15 岁以下儿童多补贴 1 万日元。08 年 11 月 18 日，台湾“行政院长”刘兆玄宣布给每位居民发放 3600 元的消费券，用来刺激消费。后来因使用效果超出预期，“行政院”考虑评估第二次发放消费券。

在内地：

- 早在 08 年 1 月，上海市政协委员邢普就曾呼吁向“全国人民每人发 1000 元红利”来应对通胀。
- 08 年年底全国政协常委、民建中央常委刘汉元又再次提出了按每人每次 1000 元标准向全国人民发放消费券的提案。刘汉元认为，国务院出台 4 万亿元投资计划是必要的，但此投资计划更多集中于基础设施建设等方面，要见到成效再快都是半年、一年以后的事情，难以在短期内拉动内需，带动消费，促进经济增长。国家通过发行国债、银行借贷或印钞等方式，给居民发放短期消费券，予以直接生活补助，从而立竿见影地直接刺激和带动国内消费。发放消费券能成为弥补半年乃至一年内消费信心不足的主要措施。生产和加工企业，将由此获得更多收入和更大利润，从而有能力再投入和扩大再生产，带动就业和税收增长，从而使我国经济重回良性发展的快车道。
- 08 年 12 月 14 日，诺贝尔经济学奖获得者、被称为“欧元之父”的罗伯特·蒙代尔在南京举办的“2008 国际金融市场分析年会”上呼吁，

针对蔓延全球的金融危机，中国和美国政府都可采取向民众发放购物券的方式来刺激消费，从而带动实体经济的发展。12月19日，蒙代尔又再次建议中国政府拿出1万亿消费券发放给全体公民，他认为，1万亿消费券可拉动有效需求增长3.5%，而如果把消费券控制在三个月内花完，则可拉动有效需求上升14%。

在各地市民的热烈追捧下，08年年底到现在，成都、杭州、南京、武汉、苏州——越来越多的地方政府加入到发放消费券的行列，大有席卷全国之势，这也从一个侧面反映了消费券的魅力之大。

表 1: 国内各省市旅游消费券发放情况概览

地区	性质	总额	特点
成都	消费券	3791 万元	民政局派发；发放对象为 37.91 万户困难群体及优抚对象；每人 100 元，过期作废；购买指定商店的生活用品。
杭州	消费券	1 亿元	约 1.55 万户低保家庭和困难家庭，每户 200 元；约 31 万企业退休职工，每人 200 元；26 万小学、初中、高中生，每人 100 元，在杭州外来务工人员子女将享受同等待遇；使用期限 3 个月；由财政支出；包括文化娱乐、交通、体育建设、购买本地地产的家电、旅游产品等五的消费。
杭州	旅游消费券	首期 4000 万元 第二期视成效而定，不超过 6000 万元	以长三角为主的国内旅游客源地；游客每消费 40 元，可以使用 10 元旅游券，其余 30 元需自掏腰包；3 月初至 6 月底使用；外地散客可凭券在包括淳安、富阳在内的大杭州区域内指定的景区、游船公司、餐馆、茶楼、足浴和旅游演艺场所消费时，抵价使用；杭州旅委主导。
湖南	旅游消费券	100 万元	通过有奖答题和现场抽奖的方式，向获奖者免费发放首期 100 万元旅游消费券，由省旅游局主导。
苏州	“旅游红包”	300 万份	发放对象为长三角游客，大年三十至正月十五期间使用；领到红包的享受到最低 5 折的景点门票价和 3.5 折的酒店宾馆住宿价，由市旅游局主导。
南京	旅游消费券	2000 万元	面向市民发放的乡村旅游券；使用范围包括景点门票、景区餐饮、旅游纪念品等。此外，从 1 月 26 日起至 6 月 30 日，华东六省一市持有当地公园年卡的市民可以半价游览包括中山陵在内的 27 个著名景点，优惠总额不少于 8000 万元；每次用券不超过消费总额的 50%。
四川新津	旅游消费券	4 万张	春节期间、免费游览景区，餐馆折扣优惠凭证或抵付现金。
浙江安吉	“共享券”	3000 万元	印制了 50 万张面额分别为 100 元、50 元的“共享券”，以苏、浙、沪各大中城市居民为主，并面向全国发放；外地市民和游客凭“共享券”可到指定景区、饭店、商场、“农家乐”按照面值消费；有效期截至 2009 年 12 月 31 日。
浙江桐庐	旅游抵价券	1000 万元	面向长三角发放；面值分 10 元和 20 元两种，持券到景区购买门票可以直接抵现金使用。
宁波	旅游消费券	1 亿元	面向长三角发放；通过门票优惠、饭店打折、旅游券及门票馈赠、中奖派送等方式实现。
武汉	旅游消费券	30 万	发放的人群主要分为四类，省、市劳模(200 或 100 元面值的消费券)、55 岁以上的中老年人(50 元消费券)、大中专院校的学生(20 或 10 元的消费券)、低收入家庭(10-200 元之间)。武汉旅游集散中心发放，属企业行为。

广东	旅游消费券	2000 万元	面向广东省内户籍 55 岁以上的长者派送；由南湖国旅·西部假期发放属企业行为。
天津	旅游消费券	1000 万元	年满 45 周岁以上的中老年人；面额 100 元；用于金龙国旅“爸妈之旅”的长线游和出境游；属企业行为。
山东沂蒙山	旅游消费券	400 万元	免费通游五大景区；票面价值 340 元；属企业行为。

资料来源：中投证券研究所整理

相关研究表明：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。

部分分析人士认为，发放消费券，直接效应就是拉动消费，改变‘惜购’、‘慎购’心理，促使消费需求止跌回稳。

- 杭州旅委乐观预期，为了应对金融危机，杭州将发放 1.5 亿元旅游券（其中杭州市区 6000 万元，萧山、余杭、淳安等 7 个区、县 9000 万），发放目标是重点客源城市（包括北京、上海等地），按 30%-40% 的回收率测算，可迎来 100 万游客，撬动 10 个亿的旅游收入。**旅游消费券撬动经济的比率基本上是 1: 7**。当然，我们认为这是一种非常乐观的预期。另外，相关统计显示，
- 08 年 12 月，成都向低保对象等 37.91 万人每人发放 100 元消费券，当地消费券转化为真实消费的比率接近 100%。
- 杭州春节前发放的 1 亿元消费券，到 2 月 8 日，各指定商家共接收消费券 4772.41 万元，占总发放额的 47.72%，**消费券对商贸行业拉动效应为 2.06 倍**。
- 在苏州，据了解，从年三十到年初四，5 天来已有近 2 万人拿着“旅游红包”到苏州各地游览。阴雨绵绵的年初四，拙政园的入园人次仍然有 9000 多。该园负责人透露，连日来拿着“旅游大红包”来的人有 7300 人次，占入园散客的 45%。
- 在南京，09 年春节期间，有不少来自上海、浙江、安徽等地的游客，拿着当地的公园年卡涌入南京各大公园，享受半价买门票的优惠，南京各大公园春节期间的入园人数也创下了历史纪录。

从游客角度来看，各地居民对于领取消费券也显得非常踊跃。3 月 1 日，“杭州旅游消费券”在上海发放时遭到哄抢引起有关消费券发放的热烈讨论。而原本打算 3 月 7 日、8 日在王府井大街现场向北京市民免费发放首批 10 万张苏州旅游优惠券的苏州旅游局，考虑到安全因素，改为从 3 月 25 日左右开始至 5 月 31 日由北京市旅游局信息中心发放，按照比例对 10 万张苏州旅游优惠券进行随机抽取。

当然，目前各地对消费券包括旅游消费的发放存在不少争议。**从发行主体来看，既有政府部门也有企业；从性质来看，有的属于代币性质，有的则只能算是打折券。**因此即使都声称“旅游消费券”，但实质却大不相同。

虽然市场对于“该不该发放旅游消费券”、“发放对象是谁”等问题存在较大的分歧，但由于各地实施旅游消费券的时间还比较短，真正较客观评价旅游消费券的效果可能需要更长的一段时间。但无论如何，**我们认为，旅游消费**

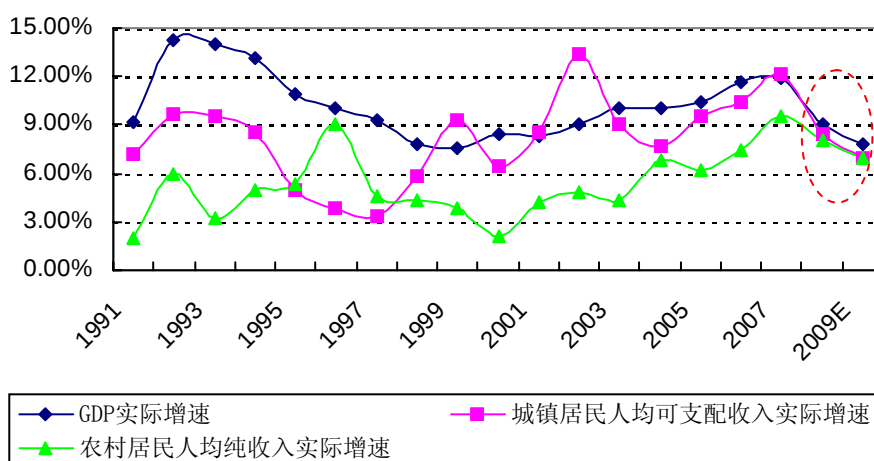
券的出现，至少在短期内能起到“暖市”的作用，况且发放消费券本身也达到了推广当地旅游的广告效果。

3.4 维持 09 年旅游行业收入增速可达 10% 的判断

在旅游行业 2009 年投资策略报告中，我们认为，09 年我国旅游业机遇多于风险。即使金融危机负面效应逐渐显性化，09 年旅游业总收入中性预期同比增长依然可以达到 10% 左右。

在政府不断出台刺激经济增长的重大举措背景下，大多数市场机构预测 09 年中国 GDP 增长率在 8% 左右。随着近年来我国城乡居民的收入增速与 GDP 增速的趋同性越来越强，我们认为 09 年我国城乡居民的收入增速依然能达到 6%-7%，为较为温和的正增长，因此我们对 09 年国内旅游消费市场依旧保持谨慎乐观的态势。

图 17：近年来我国城镇居民收入增速与 GDP 增速趋同



资料来源：中经网、中投证券研究所

表 2：2009 年我国旅游总收入增长率敏感性分析

		09 年国内旅游收入增长率								
		10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%
旅 游 外 汇 收 入 增 长 率	0%	7.5%	8.3%	9.1%	9.8%	10.6%	11.3%	12.1%	12.8%	13.6%
	-1%	7.3%	8.1%	8.8%	9.6%	10.3%	11.1%	11.8%	12.6%	13.3%
	-2%	7.1%	7.8%	8.6%	9.3%	10.1%	10.8%	11.6%	12.3%	13.1%
	-3%	6.8%	7.6%	8.3%	9.1%	9.8%	10.6%	11.3%	12.1%	12.8%
	-4%	6.6%	7.3%	8.1%	8.8%	9.6%	10.3%	11.1%	11.8%	12.6%
	-5%	6.3%	7.1%	7.8%	8.6%	9.3%	10.1%	10.8%	11.6%	12.3%
	-6%	6.1%	6.8%	7.6%	8.3%	9.1%	9.8%	10.6%	11.3%	12.1%
	-7%	5.8%	6.6%	7.3%	8.1%	8.8%	9.6%	10.3%	11.1%	11.9%
	-8%	5.6%	6.3%	7.1%	7.8%	8.6%	9.3%	10.1%	10.9%	11.6%

资料来源：中投证券研究所

对于 09 年旅游行业收入的增长动力，我们认为 09 年一大特征就是“内需”比以往年份都更重要。由于外国重要市场经济形势普遍恶于中国，因此我们

对 09 年入境游的增长情况仍持谨慎态度。我们预计 09 年旅游外汇收入与 08 年基本持平，国家旅游局的预计是略有增长。我们预计 09 年国内旅游收入同比增长约 15%，全年旅游业总收入较 08 年增长约 10%。

分析国内旅游收入增长的原因，我们认为 09 年全国人均出游率增速将有较明显回升，当然受金融危机效应深入化影响，人均旅游支出将保持弱稳定即可能较小程度的负增长。

图 18: 09 年我国城乡居民出游率预测

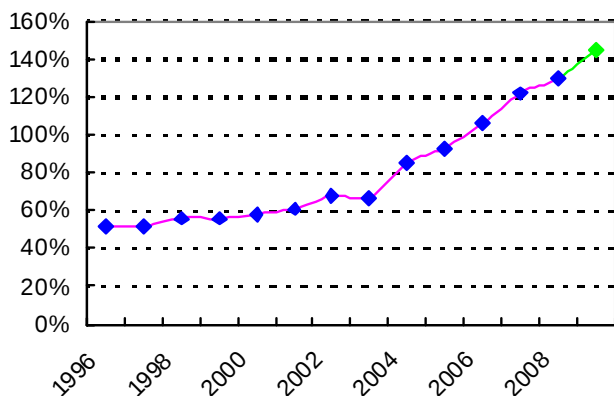
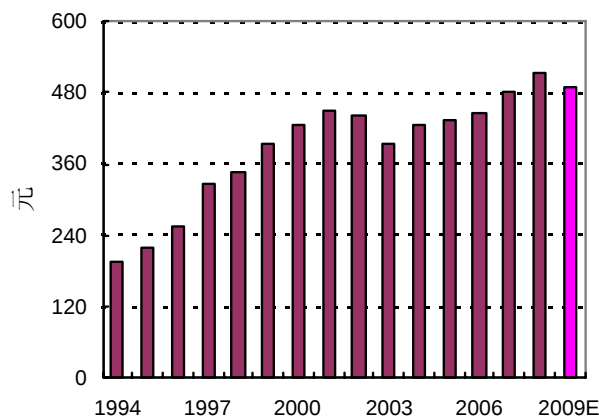


图 19: 09 年我国城乡居民个人旅游支出预测



资料来源：中投证券研究所

4、在积极防御中关注主题性投资机会

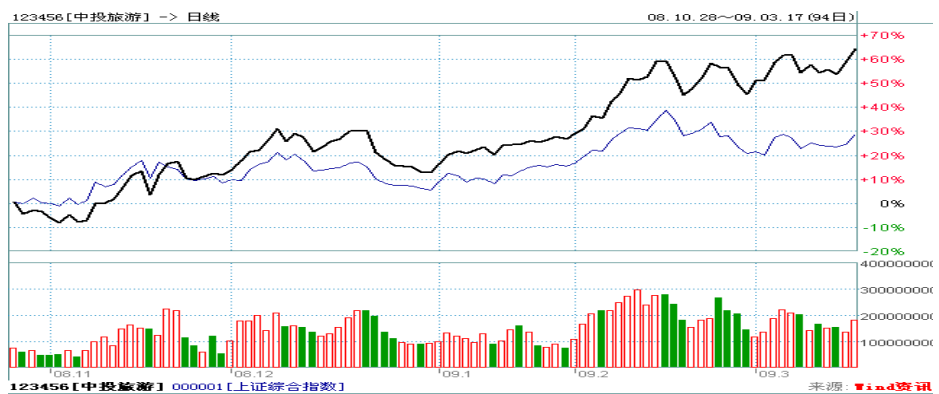
4.1 旅游板块具有较好的防御性

我们一贯坚持的观点就是：随着“扩大内需”成为政府宏观调控的一个既定方向，以消费升级为基础，作为稳定快速增长的弱周期性行业的旅游板块是目前国内 A 股市场上一个稳健型配置品种。

虽然全球金融危机爆发，使得市场对于作为可选消费的旅游行业短期增长前景非常担心，但根据我们此前的相关分析，我们认为经济下行对我国旅游业增速会有一定的负面影响，但程度可能并没有部分投资者想象的那么严重，相对坚挺的内需仍将支撑旅游业度过寒冬。即使 08 年旅游行业遭遇到各种突发事件影响，但年行业总收入依然达到了 6% 的增长，显示出行业具有很强的韧性。在 08 年较低的基数背景下，依靠“内需”我们预测 09 年旅游业总收入依然可以达到 10% 左右。

从 2008 年 10 月 28 日大盘触底反弹至 3 月 17 日，上证综指成分上涨了约 30%，而我们跟踪的旅游板块大幅了接近 70%，由此可见，旅游板块防守反攻能力比较明显。

图 20: 08 年年底以来的本轮反弹行情中旅游板块显著跑赢大盘



资料来源: Wind 资讯、中投证券研究所

4.2 旅游行业 2009 年投资策略回顾

4.2.1 靠近主流客源地的品牌景区将成为投资首选

金融危机发生后, 带给旅游业一个显著的影响就是子行业加速分化。

与酒店、旅行社和交通工具等旅游要素相比, 景区具有最强的不可替代性。在“长假变短、长途变短”的短期趋势下, 那些靠近主要客源地、交通便利、具有品牌优势的景区无疑占据最为有利的位置, 其收入和利润的保证性也最强。2008 年黄山景区和乌镇景区游客接待量同比都实现较快增长成为相关个股业绩稳定器。

酒店方面, 差旅休闲旅游预算的下调肯定将会对星级酒店的需求造成抑制, 而替代效应又会使得经济型酒店受益。但就净利润而言, 由于经济型酒店在国内尚处于规模扩张阶段, 成熟期店面的盈利往往被新开店面的开办费所侵蚀, 所以目前市场上较少稳定盈利的企业。在国内 A 股市场上, 类似如家这种纯正经济型酒店概念的投资标的几乎没有, 锦江股份参股 20% 的锦江之星我们预计要到 2010 年才能进入规模回报期。

旅行社行业将受损于“出境变国内”, “长途变短途”。相比景区和酒店, 旅行社由于没有掌控资源, 行业进入壁垒低, 对游客的议价能力比较弱, 可替代性也最高。金融危机爆发后, 人们倾向于国内游、中短途游, 因此入境游、出境游和国内长途游这些旅行社盈利大户受冲击会非常大。但目前国内 A 股市场上并无单纯的旅行社个股, 中青旅、首旅股份都属于综合型旅游服务公司。

4.2.2 谨慎对待 09 年公司有持续融资需求个股

鉴于旅游行业的营收模式, 一般来说我们关注的重点旅游股经营现金流都比较稳定。在没有大的投资活动情况下, 企业维持正常经营运转基本都没问题。不过由于目前 A 股市场上的旅游股盈利水平大多略显单薄, 在资本市场融资短期内变得更为困难的背景下, 即使目前贷款利率相对较低, 那些有较大融资需求的扩张型企业短期内可能面临财务负担加重而加剧业绩下滑预期。对于明确公告或者预期有较大银行融资需求的个股我们需要谨慎分析未来影响。

4.3 在把握基本面的情况下关注主题性投资机会

在国内 A 股市场反复震荡、持续筑底过程中，我们预期波段操作和主题投资仍将成为今后二级市场主要投资策略。应该说，前段时间，旅游板块跑赢大盘除了行业基本面因素外，众多题材的烘托也功不可没。我们认为，有些题材确实能为上市公司带来实质性利好，因此我们甄选出四个具有较大投资指导意义的题材进行分析，并认为结合基本面把握主题性投资机会是未来投资旅游股行之有效的思路。

4.3.1 世博会将为长三角旅游市场带来巨大商机

2010 年上海世博会属于注册类世博会，与 1999 年昆明世博会的认可类专业（园艺）博览会相比，其影响力更大，展期持续半年时间（2010.5.1-2010.10.31）。我们认为，与北京奥运相比，上海世博会基本不会因安全问题而发生签证难问题，而且展会时间要长得多，所以世博会对当地旅游业的拉动作用要远远超过奥运会。

表 3：世博会对主办地旅游业带来长期影响

时间	对主办地旅游业带来的影响
1851 年伦敦世博会	吸引了来自世界各地多达 600 万人次的参观者，世界旅游业从此开始。
1889 年巴黎世博会	吸引了 2500 万人次的游客。世界闻名的埃菲尔铁塔成为了法国和巴黎最具号召力的旅游景观，至今每年仍吸引世界各国游客前往参观。
1970 年大阪世博会	大阪世博会吸引游客人数 6422 万人次，并形成了著名的关西经济带。
1976 蒙特利尔世博会	吸引游客 5000 万人次，使蒙特利尔成为加拿大著名的旅游城市。
1999 年昆明世博会	昆明举办世博会时世博园共接待海内外游客 942 万人次。据统计，1999 年上半年，云南旅游业总收入达到 83 亿元，比 98 年同期增长 34%；共接待海内外游客 1800 多万人次，比 98 年同期增长 83%。昆明世博园成为了云南旅游品牌景点，继续吸引游客前往参观。

资料来源：中投证券研究所整理

相关研究表明，筹备期间，世博经济每年已对上海 GDP 增长的拉动约为 2%，对上海周边“长三角”地区投资的拉动约为 30%。2010 年，上海世博会对上海 GDP 增长的拉动约为 5%，对上海周边“长三角”地区投资的拉动将超过 50%。

2001 年第三方在全球范围预测上海世博会访问人数将达到 7000 万人次，其中海外游客初步确定为 5%（即 350 万人次，08 年上海接待入境过夜游客约为 526 万人次），余下的 95% 是国内游客。目前上海世博会的运营目标也是吸引 7000 万人次参观者，实现 60 亿门票销售收入。另据测算，世博会门票、餐饮、旅游纪念品等的直接销售收入将接近 110 亿元人民币。交通、住宿等间接旅游收入将达 800 亿元人民币。其经济效益十分可观。

按会期 180 天计，若上海世博会参观人数达 7000 万人次，上海每天平均接待的游客数量就将近 40 万人次。这么多人在住、食、行、游、购、娱六方面的活动将给上海旅游业带来巨大商机。

整个长三角也将因上海世博会而大大受益。一般来说，境外游客往往同时选择几个旅游城市进行旅游活动。预计在上海世博会 7000 万人次的参观者中有 30% 左右的人将会继续在华东地区游览。这意味着上海周边 100 公里的苏州、周庄，150 到 200 公里的无锡、杭州，300 公里内的南京、扬州、镇江，以至整个长三角的旅游都将被上海世博会直接带动。

自 2006 年 3 月温家宝总理签发的参展邀请信发出后，截至 2009 年 3 月 17 日，已有 185 个国家和 47 个国际组织确认参加世博会，参展方数量创下 158 年世博史的最高纪录。目前为止，还没有任何一个参展国和参展方提出退展。

09 年 2 月 26 日，上海世博会门票销售工作正式启动。根据相关方案，上海世博会门票基准价格为 160 元人民币，分个人票和团队票两大类共九种。

截至目前，世博园区建设正在顺利进行，中国国家馆、主题馆等永久性场馆均已结构封顶，40 个左右的自建馆中已有澳大利亚、法国、日本等国的自建馆相继开工，已经建成 5 个租赁馆和 2 个联合馆。今年 5 月，上海将全面实施外国自建馆开工工作。明年 1 月 1 日世博会将进入试运行的阶段。

我们认为，随着 5 月份外国自建馆建设工作的全面展开，上海酒店业将开始受益于世博会。今年 11 月 1 日起，世博会各参展方开始陆续为会展进行布展和宣传。而明年 1 月日世博会试运行之后，参展工作人员、到访官员、采访媒体数量将逐渐加大，高端酒店需求将逐渐受益。当然，上海酒店业最受益的时间段还是会展期的明年 5 月-10 月。据调查统计，2010 年 4 月底上海住宿资源供应量为 50 万张床位，其中可用于世博会约 38 万床。世博会 7000 万人次游客中有住宿需求的大约在 4200 万，折合每天约有 23 万游客，平均每位游客在上海停留 1.9 天，这样平时住宿缺口在 6 万床位/天左右。这种供不应求的局面将对上海酒店业的入住率提供强力支撑。

从旅游上市公司而言，锦江股份享有地利之便，2010 年将能较大幅度受益于上海世博会。而地处浙江的乌镇景区（中青旅）、万好万家，地处江苏的金陵饭店、国旅联合，地处安徽的黄山旅游都将从上海世博会中间接受益。

上海世博会直接受益股：锦江股份；

上海世博会间接受益股：中青旅（乌镇）、金陵饭店、国旅联合、万好万家、黄山旅游

4.3.2 国民休闲旅游计划下的投资机会

国家旅游局将要出台的《国民旅游休闲计划纲要》还在进一步完善中。但综合各个公开渠道披露的消息，《国民旅游休闲计划纲要》主要是将进一步落实带薪休假制度，采取具体措施倡导针对优秀员工的奖励旅游、针对低收入群体的福利旅游、针对学生群体的修学旅游、针对离退休人员的银发旅游等，引导国民休闲旅游沿着正常、安全、持续的方向发展，促进国内旅游市场获得更大提升。至于市场所关心的恢复“五一”黄金周问题，《国民旅游休闲计划纲要》将不会涉及。

此外，我国将在部分地区试行国民休闲计划，其中广东、山东、浙江和江苏四地将先行作为试点。广东版的国民休闲计划最大亮点就是鼓励根据个人意愿，将带薪休假分段灵活安排，与法定节假日相连接。在保证生产、工作正常

进行的前提下，创造必要条件鼓励和引导居民在“五一”国际劳动节等国家重要法定节假日前后集中安排休假，形成较长假期的旅游黄金周。对于不执行带薪休假的单位政府部门还将依法进行处理。实际上就是市场所说的曲线恢复“五一”黄金周。而浙江、江苏、山东版的国民休闲计划目前最大的特色就是发放消费券。

国家出台国民旅游休闲计划的目的，长期来看，则是为了提高国民的生活质量；近期来看，是为了拉动消费，扩大内需。从试点地区的选择来看，四个省份都是经济实力雄厚、居民收入水平较高、旅游市场发达的地区，同时外向型经济特征明显。在全球金融危机背景下，充分挖掘“内需”拉动经济平稳增长是国民休闲计划短期主要着眼点。

我们认为，从广东版的国民休闲计划来看，居民将有更多更充裕的时间进行自驾游和中长途旅游，临近的桂林旅游具有地利之便。而浙江、江苏、山东版的国民休闲计划以发放消费券形式鼓励当地和外地游客在当地进行旅游活动，因此我们认为这三个省份当地的旅游企业将受益较大，因此重点关注万好万家、中青旅（乌镇）、金陵饭店、国旅联合。

国民休闲旅游计划下的受益股：桂林旅游、万好万家、中青旅、金陵饭店、国旅联合

4.3.3 “海南国际旅游岛”将助海南旅游业实现飞跃

今年全国两会期间，海南省政协委员向大会提交一份联名提案，建议加快推进海南国际旅游岛建设。提案分析了建设国际旅游岛的有利条件和产业基础。提案指出，海南是全国最大的经济特区，享受出入境免签证和落地签证政策，也是中国第一个部分航权开放的试点省份。海南地处南海国际海运的主航道上，海上交通便利，地理单元相对独立，通过探索和实践，完全可以为我国旅游业的转型升级提供一个先行先试的试验田。2008 年海南全省旅游总收入 185 亿元，同比增长 8%，占全省 GDP1466 亿元的 12.6%。

早在 2001 年，海南省有关人员就提出了建立海南国际旅游岛设想，后来经过省政府、中央有关部委的调研和论证，2008 年 3 月国务院批准海南建设“国际旅游岛”。国际旅游岛的主要特点就是“免签证、零关税、放航权”。

海南国际旅游岛建设一旦获得更大的政策支持，海南旅游业预期将会实现质的飞跃，不仅将成为国际化度假旅游目的地，也将成为国内游客休闲旅游圣地。游客的大量涌入将为拥有海南旅游资源的旅游股带来实质性利好。

“海南国际旅游岛”下的受益股：首旅股份（南山景区）、三特索道（索道业务、景区业务、休闲运动、旅游地产）、ST 东海 A（酒店）

4.3.4 资产重组

资产重组题材一直受到市场关注，它通过一次性操作赋予上市公司盈利能力的跳跃式提升。目前国内 A 股市场上不乏具有这样题材的上市公司，其中已经较为明确的有以下几个：

1、大连圣亚。09 年 2 月 20 日，公司发布公告称接到中登公司过户登记确认书，确认中国石油辽阳石油化纤公司将其持有公司国有股 2210.4 万股转

让给星海湾公司的过户事宜已办理完毕。星海湾公司已成为公司的第一大股东。公司目前以海洋水族馆为主业的经营已经面临一定的困境，近年来都处于亏损边缘。星海湾投资公司表示，在本次收购完成后的 12 个月内，投资公司将择机向上市公司提议通过定向增发、现金购买或资产置换等方式，将大连市星海公园改造工程项目、星海湾旅游景区商铺项目以及其他优质项目或资产注入上市公司。目前，大连市星海公园改造工程项目、星海湾旅游景区商铺项目已在筹备中，预计将于 2009 年上半年投资建设。

2、西安旅游。08 年 10 月 16 日，公司发布向特定对象发行股份购买资产的公告，拟以 4.34 元/股通过非公开发行股票的方式向真爱集团认购其持有 100% 股权的西安真爱服务产业有限公司。西安真爱服务产业有限公司餐饮、KTV 及水疗项目资产盈利能力较强，是其利润的主要来源，08 年度长安旗舰店、真爱星座也投入经营。虽然真爱产业从 05 年 9 月 16 日才开始运营但 07 年就实现利润 3508 万元，远远高于西安旅游现有盈利规模。截至目前，公司的本次重大资产重组事项正在进行中，尚需取得：本公司董事会和股东大会审议批准、西安市政府及国有资产管理部门批准、中国证券监督管理委员会核准。

3、东方宾馆。开业于 1961 年的东方宾馆，是广州唯一的一家上市五星级大酒店，拥有约 700 间客房。受到广州五星级酒店市场竞争加剧以及广交会重心逐渐向琶洲国际会展中心转移的影响，公司酒店经营正在遭受越来越大的压力。据相关报道显示，广州市正在酝酿酒店行业的大重组，越秀集团旗下的东方宾馆、鸣泉居等有可能会划拨至岭南集团，与岭南集团旗下的中国大酒店、花园酒店等一起组建广州酒店业的“航母”。公司可能由此迎来转机。

资产重组题材个股：大连圣亚、西安旅游、东方宾馆

表 4：下一步投资旅游股可以把握的四大主题

主题	涉及上市公司
世博会受益股	锦江股份、中青旅、万好万家、国旅联合、金陵饭店、黄山旅游
国民休闲旅游计划受益股	桂林旅游、中青旅、万好万家、国旅联合、金陵饭店
“海南国际旅游岛”受益股	首旅股份、三特索道、ST 东海 A
资产重组	大连圣亚、西安旅游、东方宾馆

资料来源：中投证券研究所

5、重点上市公司分析及投资建议

5.1 黄山旅游——推荐

最具经营稳定性的景区类企业。品牌价值突出，区位优势明显。短半径旅游特征使得公司无惧休假制度改革，且“长假变短、长途变短”趋势更可能使其受益。2008 年景区接待游客人数 224 万，同比增长 10%，超出市场一般预期，显示出公司良好的抗风险能力。

交通条件不断改善。徽杭高速、合铜黄高速、沿江高速、黄祈景高速的相继通车必将大大促进自驾游的热潮。

在同业间率先推出管理层激励机制。初步解决了困扰景区业绩得不到充分释放的难题。

战略纵深空间广阔。黄山风景区仍有 2/3 的待开发区域，黄山市周边资源丰富，境内国家级以上旅游资源的密度约为全国平均水平的 40 倍。北大门、东大门、西大门的客流量将日益均匀。

未来三年的盈利增长点：新云谷索道运力 10 倍提升，四条索道票价从 130 元提升到 160 元；所得税下调使得净利润增厚 12%；交通条件改善带来的游客人数增加；管理层激励带来的成本控制能力改善；酒店业务的持续扩张。景区门票存在提价预期。上海世博会将为公司带来更多客源。

在不考虑门票提价和旅游地产收益前提下，我们预测公司 2008-2010 年的 EPS 分别为 0.43 元、0.54 元、0.71 元。

风险点：目前估值水平相对同类公司偏高。

表 5：黄山旅游盈利预测

单位：百万元	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	1041	1178	1290	1478
同比增长	20%	13%	9%	15%
净利润(百万元)	151	204	255	334
同比增长	12%	35%	25%	31%
毛利率	44.5%	42.8%	45.3%	48.5%
ROE	14.9%	17.7%	19.3%	21.7%
每股收益(元)	0.32	0.43	0.54	0.71
市盈率	42.03	31.20	24.89	19.04
市净率	6.24	5.51	4.81	4.13
EV/EBITDA	18	16	13	10

资料来源：中投证券研究所

5.2 锦江股份——推荐

08-09 年上海市和上市公司的星级酒店 Revpar 指标仍将面临下行压力。上海市 07 年新开业的高星级酒店超过 20 家，预计到 2010 年将达到 160 家，比 06 年增长一倍。在上海世博会等因素刺激下，未来 2 年上海高星级酒店的供应仍将持续增加，短期内供过于求的情况可能将继续扩大。

酒店管理业务稳步推进。截至 07 年年底，公司签约管理的星级酒店达 95 家，同比增加 3 家，客房数超过 2.8 万间。公司管理的星级酒店分布全国 23 个省、自治区和直辖市的 45 个城市。其中 21 家处于筹建阶段的酒店有望在未来三年逐渐开业。在新签约酒店中，五星级酒店多于四星级酒店，而且合同期限明显延长。中央预定系统“JREZ”平均每天大概实现 250 间夜的预定量，占公司管理客房总量的 4%。公司争取 08 年“JREZ”系统实现全年订房量比 07 年翻一番。

锦江之星未来几年仍将快速扩张，预期 2010 年将步入规模盈利期。截至 07 年底，公司参股 20%的锦江之星营运和筹建中的门店达 280 家，同比增加 99 家，客房数超过 3.8 万间。未来三年，锦江之星仍将保持年均 100 家的签约数。07 年单店造价比 06 年降低了 10%，RevPAR 也呈逐年上升趋势。预计 2010 年后，随着门店存量的逐渐庞大，已开业酒店贡献利润将远远超过新店

开办费对净利润的侵蚀，锦江之星对上市公司的权益利润贡献将能得到明显的体现。

上海肯德基成为下“金蛋”的母鸡。持股 49% 的上海肯德基有限公司截至 07 年底餐厅总数为 209 家，同比增加 18 家。贡献权益利润 7996 万元，同比增长 21.4%。

上海世博会最直接受益的旅游股。展期为期半年的上海世博会将出现 7000 万人次的参观者，预期 2010 年上海星级酒店的平均房价和出租率将出现双景气局面。上市公司的酒店投资和管理业务必将迎来发展机遇期。

我们预测公司 2008-2010 年的 EPS 分别为 0.48 元、0.49 元、0.63 元。目前股价已经上涨较多，适合在世博会结束之前波段操作。

表 6: 锦江股份盈利预测

单位: 百万元	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	835	821	812	957
同比增长	7%	-2%	-1%	18%
净利润(百万元)	264	292	293	378
同比增长	21%	11%	0%	29%
毛利率	69.5%	68.4%	67.3%	68.4%
ROE	5.3%	9.6%	8.1%	6.9%
每股收益(元)	0.44	0.48	0.49	0.63
市盈率	16.63	15.03	14.98	11.61
市净率	0.88	1.44	1.21	0.80
EV/EBITDA	2	2	2	1

资料来源：中投证券研究所

5.3 中青旅——推荐

后奥运主要受益股之一。作为国家旅游局公布的 2007 年度全国利税十强国际旅行社中名列第二的旅游服务商，奥运会期间各国奥组委宾客和各国新闻记者的接待及旅游服务商，北京会奖旅游市场的绝对主导服务商，公司的国内游、入境游和会展商务旅游将受益北京奥运。与此同时，我们更看好公司品牌效应在后奥运时代发挥的业绩潜力。

逐渐向大型旅游批发商转变。在中青旅联盟基础上成立联盟旅游分公司，定位于同业 B-B 批发市场，为公司发展成为大型旅游批发商提供了前提。华北、华东和华南中国三大主流客源市场的全方位布局，使得公司的会展旅游业务有望继续保持全国领先地位。中青旅遨游网和传统旅行社业务结合，发挥资源协同效应。为顺应市场新趋势，公司 2008 年成立了专门的自由行业务部，“中青旅百变自由行”有望成为公司新的增长点。

会展公司增长形势良好。2008 年中青旅会展公司实现营业收入 4.78 亿元，净利润 3149 万元（含北京、上海、深圳三地合并口径），分别比 2007 年分别增长 93.6%、56.9%。公司会展业务在国内 MICE 市场中处于明显领先地位。借助北京奥运，公司相关品牌知名度更上一层楼，未来发展空间良好。

乌镇景区将受益于国民休闲旅游计划和上海世博会。2008 年乌镇旅游共接待游客 252 万人次，实现销售收入 2.41 亿元，净利润 6173 万元，分别较

2007 年增长 52.6%、71.2%。门票收入 11755 万元，酒店收入 5849 万元，分别比 2007 年增长 18.2%、60.8%。乌镇向着国际性高端旅游目的地的发展目标继续迈进。处浙江的乌镇不仅将受益于浙江省试点国民休闲旅游计划以及上海世博会带来的辐射效应，而且独特的开发模式使其在市场竞争中的优势越来越明显。我们坚定看好其增长潜力。

我们预测公司 09-11 年全面摊薄后的 EPS 分别为 0.35、0.56、0.57 元。

风险点：房地产结算收益和周期受整体房地产市场影响，彩票业务收益可能下滑。

表 7：中青旅盈利预测

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	4588	4717	6140	5907
同比增长	1%	3%	30%	-4%
净利润(百万元)	130	146	232	236
同比增长	-20%	13%	58%	2%
毛利率	22.4%	23.5%	26.0%	25.3%
ROE	6.6%	6.9%	9.9%	9.1%
每股收益(元)	0.31	0.35	0.56	0.57
市盈率	31.14	27.65	17.46	17.19
市净率	2.07	1.92	1.73	1.57
EV/EBITDA	11	10	6	7

注释：08-11 年的 EPS 是按 5 月 9 日 10 转赠 3 全面摊薄后的 EPS

资料来源：中投证券研究所

5.4 桂林旅游——推荐

背靠珠三角、区位优势明显，将受益于广东“国民休闲旅游计划”。在预期个人旅游消费可能出现“节省化”倾向背景下，我们认为像桂林这种靠近主流客源地的旅游城市将从中受益。广贺高速预计 09 年上半年通车。广东曲线恢复“五一”黄金周将使公司受益。

桂林旅游已成为桂林市旅游资源的整合平台。作为公司实际控制人，市政府赋予公司优先收购和投资桂林市优质旅游资产及项目的优惠政策，希望将其打造成旅游产业龙头企业。这是公司资源控制战略得以顺利推进的关键因素。

顺应旅游产业升级趋势，桂林旅游已初步完成网络化布点。随着桂林市接待游客人数规模日益庞大，传统以量取胜的观光游模式已经难以为继。以增加游客逗留天数和消费支出为出发点的旅游目的地战略将是桂林旅游产业发展的主要方向。公司管理层顺应行业发展趋势，通过对核心旅游资源的收购完成了区域网络化布点，并着手进行深度开发，公司的经营面貌也将随之发生巨大改观。

拟收购项目是公司未来 2-3 年的主要看点。近年来，漓江游船业务表现趋于平稳，景区业务推动公司主业增长。但这些景区相对较为分散，拟收购的“两江四湖”环城水系项目不仅具有整合市区优质旅游资源的能力，还能与市外的漓江游船以及分散在四周的各景区形成一个完整的网状辐射型资源结构，使公司获得垄断竞争市场地位，盈利前景看好。而漓江大瀑布饭店将完善公司在桂林市区的旅游产业链，本身已形成良好盈利能力。

09 年公司资产收购预计将重新提上日程。公司管理层也充分认识到拟收购项目的战略意义，虽然 08 年因资本市场持续低迷造成公开增发计划流产，但据我们判断，不论是依靠直接融资还是间接融资，公司 09 年资产收购意图依旧强烈。而相关项目的资产价值预计也将重新评估。公司对福隆园项目结算收益不受影响。

不考虑公开增发条件下，我们预测公司 08-10 年 EPS 分别为 0.13、0.25、0.36 元。

风险点：在股市走弱背景下，公司再次进行资本市场融资仍存在不确定性；“两江四湖”的盈利能力取决于公司的资源整合能力和市场营销能力。

表 8：桂林旅游盈利预测

单位：百万元	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	331	201	244	300
同比增长	11%	-39%	21%	23%
净利润(百万元)	53	23	44	63
同比增长	17%	-56%	88%	46%
毛利率	38.9%	48.8%	51.0%	52.7%
ROE	11.3%	4.7%	8.1%	10.6%
每股收益(元)	0.30	0.13	0.25	0.36
市盈率	24.16	55.46	29.44	20.22
市净率	2.73	2.60	2.39	2.14
EV/EBITDA	11	15	11	8

资料来源：中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

曾光: 中投证券研究所旅游行业研究员, 浙江大学经济学硕士, 2006 年加盟中投证券研究所。2008 年《新财富》社会服务业第五名。

主要研究覆盖公司: 中青旅、首旅股份、黄山旅游、峨眉山 A、桂林旅游、丽江旅游、锦江股份、华天酒店、西藏旅游、三特索道、全聚德。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434