

日期: 2009 年 4 月 21 日

行业: 旅游酒店业



刘丽  
021-53519888-1923  
liuli@sigchina.com

# 复苏中的朝阳行业

## ——旅游行业投资策略

### 主要观点:

#### 最艰难的时期已经过去

回顾 2008 年, 旅游行业连续遭遇上半年的雪灾、地震, 下半年金融危机影响扩散等等一连串的冲击, 一直处于行业不景气状态。国内旅游市场在 2008 年仍然实现正增长, 但是增速出现下滑; 入境游受到的负面影响更大, 入境旅游人数以及国际旅游收入在 08 年均出现了负增长。受到行业景气度不佳的影响, 2008 年旅游业上市公司的业绩普遍不理想。

#### 国内游 09 年恢复性增长可期

国内旅游在受到 08 年多重冲击之后的恢复更值得期待, 一方面, 国内游客前期被抑制的旅游需求将得以释放; 另一方面, 在政府促内需、保增长的政策支持下, 旅游作为拉动消费的重要一环, 也日益受到重视。境外游客受到金融危机的冲击较大, 入境旅游短期内恐难以恢复。国内酒店业的复苏还需要较长的时间, 相应地, 以酒店为主业的公司 09 年的经营压力较大。

### 投资建议:

#### 维持行业“中性”评级; 景点子行业“有吸引力”评级

从长期发展前景来看, 国内旅游尚处在朝阳时期, 还有非常宽广的发展空间, 行业发展潜力非常大。但自年初至今, 旅游相关板块指数走势明显超越沪深 300 指数, 相对于沪深 300 指数的估值溢价并不明显。我们维持旅游行业整体“中性”评级, 于子行业中更为看好景点类公司 09 年的恢复性增长, 给予景点子行业“有吸引力”评级。建议关注黄山旅游、桂林旅游。此外, 旅游行业的主题投资也可重点关注, 一个是资产整合概念, 建议关注桂林旅游; 另一个是世博概念, 建议关注锦江股份。

### 数据预测与估值:

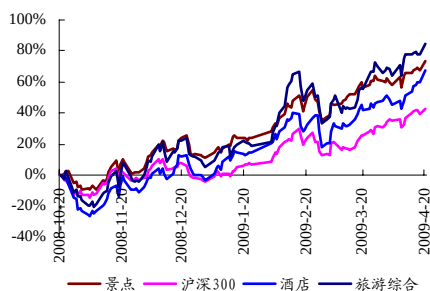
#### 旅游业重点关注股票业绩预测和市盈率

| 公司名称  | 股票代码      | 股价    | EPS  |      |      | PE    |       |       | PBR  | 投资评级 |
|-------|-----------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|------|------|
|       |           |       | 07A  | 08E  | 09E  | 07A   | 08E   | 09E   |      |      |
| 桂林旅游  | 000978.SZ | 11.00 | 0.13 | 0.26 | 0.32 | 84.62 | 42.31 | 34.38 | 3.93 | 跑赢大市 |
| 黄山旅游  | 600054.SH | 17.03 | 0.40 | 0.49 | 0.59 | 42.58 | 34.76 | 28.86 | 7.05 | 跑赢大市 |
| 锦江股份  | 600754.SH | 16.55 | 0.45 | 0.61 | 0.52 | 36.78 | 27.13 | 31.83 | 3.63 | 跑赢大市 |
| 峨眉山 A | 000888.SZ | 9.57  | 0.09 | 0.21 | 0.30 | 100.8 | 45.57 | 31.90 | 3.66 | 大市同步 |
| 丽江旅游  | 002033.SZ | 15.18 | 0.46 | 0.43 | 0.37 | 33.00 | 35.30 | 41.03 | 3.83 | 大市同步 |
| 中青旅   | 600138.SH | 12.44 | 0.31 | 0.39 | 0.48 | 40.13 | 31.90 | 25.92 | 2.64 | 大市同步 |

#### 国内旅游数据 (2008 年)

|              |          |
|--------------|----------|
| 国内旅游人次       | 17.12 亿  |
| 同比增长         | 6.3%     |
| 国内旅游收入       | 8749 亿元  |
| 同比增长         | 12.6%    |
| 入境旅游人数       | 13003 万  |
| 同比增长         | -1.4%    |
| 国际旅游 (外汇) 收入 | 408 亿美元  |
| 同比增长         | -2.6%    |
| 国际国内旅游总收入    | 1.16 万亿元 |
| 同比增长         | 5.8%     |

#### 最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号: LL09-QIT01

相关报告:

## 目 录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 一、旅游行业艰难的一年已过去.....              | 3  |
| 1、08 年旅游行业受冲击 .....              | 3  |
| 2、08 年上市公司业绩大幅下降 .....           | 4  |
| 二、国内游 09 年恢复性增长可期.....           | 5  |
| 1、入境游未有改观，收入持续下降 .....           | 5  |
| 2、国内游的恢复更值得期待 .....              | 5  |
| 3、酒店业的复苏尚需时日 .....               | 7  |
| 三、旅游业投资策略.....                   | 7  |
| 1、维持行业“中性”评级；景点子行业“有吸引力”评级 ..... | 7  |
| 2、关注景点类公司及资产整合、世博概念 .....        | 8  |
| 四、旅游业股票推荐.....                   | 8  |
| 1、桂林旅游（000978） .....             | 8  |
| 2、锦江股份（600754） .....             | 9  |
| 3、黄山旅游（600054） .....             | 10 |

## 图

|                                        |   |
|----------------------------------------|---|
| 图 1 2008 年国内旅游人次增速下降明显（单位：亿人次） .....   | 3 |
| 图 2 2008 年国内旅游收入增速下降（单位：亿元） .....      | 3 |
| 图 3 2008 年入境旅游人次负增长（单位：万人次） .....      | 4 |
| 图 4 2008 年入境旅游收入负增长（单位：亿美元） .....      | 4 |
| 图 5 入境旅游人数持续负增长.....                   | 5 |
| 图 6 春节黄金周游客及旅游收入增长恢复明显 .....           | 6 |
| 图 7 上海高星级酒店 Revpar 持续下滑 .....          | 7 |
| 图 8 2009 年年初以来旅游板块指数走势与沪深 300 对比 ..... | 8 |
| 图 9 旅游板块相对估值溢价并不明显（对比沪深 300 指数） .....  | 8 |

## 表

|                                      |   |
|--------------------------------------|---|
| 表 1 2008 年旅游类上市公司大部分业绩不佳 .....       | 4 |
| 表 2 景点类公司 2008 年游客接待情况（单位：万人次） ..... | 5 |

## 一、旅游行业艰难的一年已过去

### 1、08 年旅游行业受冲击

回顾 2008 年，旅游行业连续遭遇上半年的雪灾、地震，下半年金融危机影响扩散等等一连串的冲击，一直处于行业不景气状态。

从 2008 年全年的数据看，国际国内旅游总收入 1.16 万亿元，比上年增长 5.8%，其中国内旅游收入 8749 亿元，入境旅游收入 2839 亿元；中国公民出境旅游人数 4584 万人次，比上年增长 11.9%。

国内旅游市场在 2008 年仍然实现正增长，但是增速出现下滑：国内旅游总人次 17.12 亿人次，比上年增长 5.8%，增速下滑 9 个百分点，下滑幅度较为明显；国内旅游总收入 8749 亿元，比上年增长 12.6%，增速下滑 12 个百分点。08 年国内旅游人次及收入出现下降主要是受到自然灾害以及经济减速的影响比较大。

图 1 2008 年国内旅游人次增速下降明显（单位：亿人次）

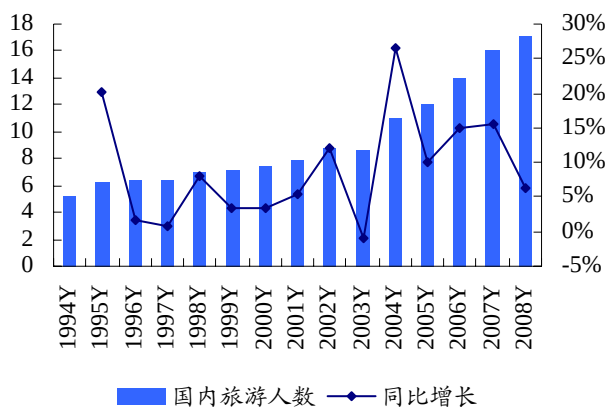
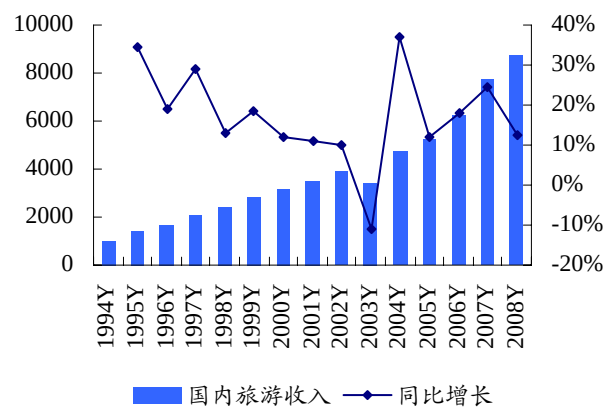


图 2 2008 年国内旅游收入增速下降（单位：亿元）

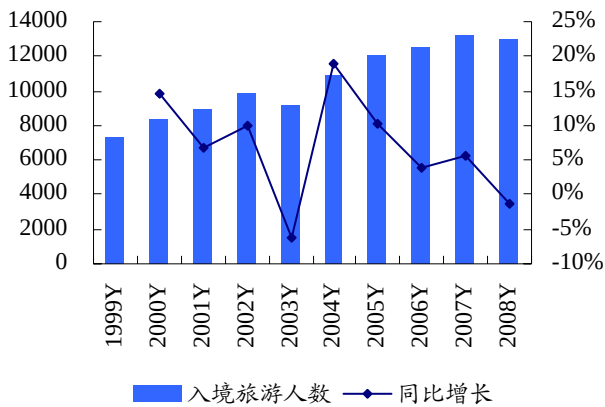


数据来源：国家旅游局，上海证券研究所整理

数据来源：国家旅游局，上海证券研究所整理

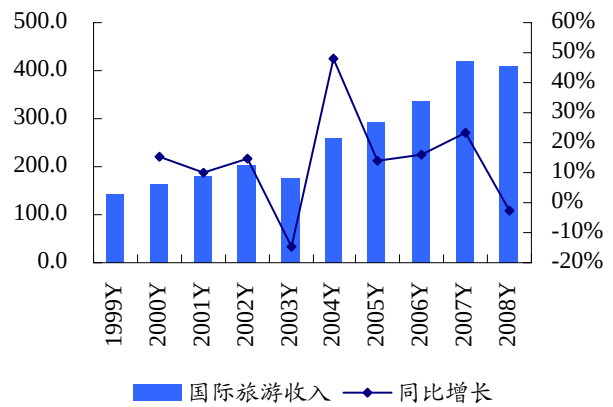
入境游受到的负面影响更大，入境旅游人数以及国际旅游收入在 08 年均出现了负增长：2008 年，我国入境旅游人数为 13003 万人次，比上年下降 1.4%。其中外国人 2433 万人次，比上年下降 6.8%；入境过夜旅游者 5305 万人次，比上年下降 3.1%；国际旅游（外汇）收入 408 亿美元，比上年下降 2.6%。

图 3 2008 年入境旅游人次负增长 (单位: 万人次)



数据来源: 国家旅游局, 上海证券研究所整理

图 4 2008 年入境旅游收入负增长 (单位: 亿美元)



数据来源: 国家旅游局, 上海证券研究所整理

## 2、08 年上市公司业绩大幅下降

受到行业景气度不佳的影响, 2008 年旅游业上市公司的业绩普遍不理想。

表 1 2008 年旅游类上市公司大部分业绩不佳

| 证券代码      | 简称    | 营业收入<br>增长率% | 利润总额<br>增长率% | 净利润增<br>长率% |
|-----------|-------|--------------|--------------|-------------|
| 002186.SZ | 全聚德   | 21.32        | 3.51         | 17.62       |
| 002059.SZ | 世博股份  | 10.44        | -4.65        | -22.11      |
| 000888.SZ | 峨眉山 A | -15.37       | -54.10       | -51.83      |
| 000978.SZ | 桂林旅游  | -38.91       | -57.38       | -56.42      |
| 002033.SZ | 丽江旅游  | -5.33        | -32.01       | -31.22      |
| 600054.SH | 黄山旅游  | 7.43         | 6.50         | 24.71       |
| 000428.SZ | 华天酒店  | 47.33        | -24.65       | -16.03      |
| 600754.SH | 锦江股份  | -4.93        | -1.02        | 3.57        |
| 601007.SH | 金陵饭店  | 3.09         | 4.79         | 10.82       |
| 000802.SZ | 北京旅游  | 7.34         | -310.50      | -686.55     |
| 002159.SZ | 三特索道  | 6.94         | -26.54       | -47.25      |
| 600138.SH | 中青旅   | 1.23         | 0.94         | -20.07      |
| 600258.SH | 首旅股份  | -1.50        | 27.67        | 41.13       |
| 600749.SH | 西藏旅游  | -63.46       | -472.06      | -623.27     |

数据来源: Wind 资讯

景点类公司的游客接待量, 除黄山在下半年恢复较好, 全年仍实现 10.34% 的正增长以外, 峨眉山景区、丽江旅游的索道、桂林旅游的漓江游船及景区业务 08 年的游客接待量都出现了将大幅度的同比

下降，直接影响了公司业绩。

表 2 景点类公司 2008 年游客接待情况 (单位: 万人次)

| 景点类公司主要业务 | 2008 年游客接待量 | 同比增长 %  |
|-----------|-------------|---------|
| 黄山-景区     | 224.00      | 10.34%  |
| 峨眉山-景区    | 120.85      | -37.01% |
| 丽江-索道     | 141.18      | -16.94% |
| 桂林旅游-游船   | 70.38       | -26.84% |
| 桂林旅游-景区   | 134.71      | -11.15% |

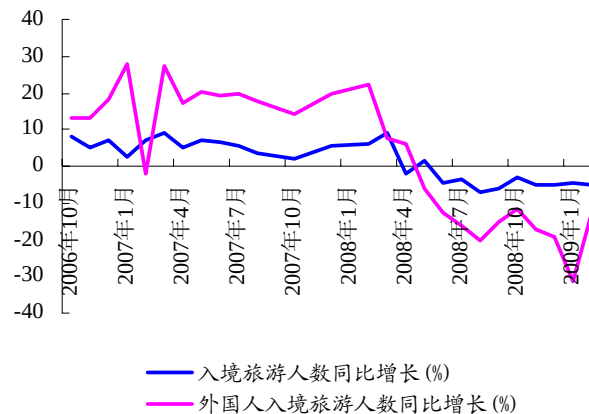
数据来源: 公司定期报告 上海证券研究所整理

## 二、国内游 09 年恢复性增长可期

### 1、入境游未有改观，收入持续下降

09 年 1-2 月，我国入境旅游人数累计为 1973 万人次，同比下降 4.76%，其中外国人 300.87 万人次，下降 22.75%；全国累计实现旅游（外汇）收入 56.04 亿美元，同比下降 14.32%。境外游客受到金融危机的冲击较大，入境旅游短期内恐难以恢复。

图 5 入境旅游人数持续负增长



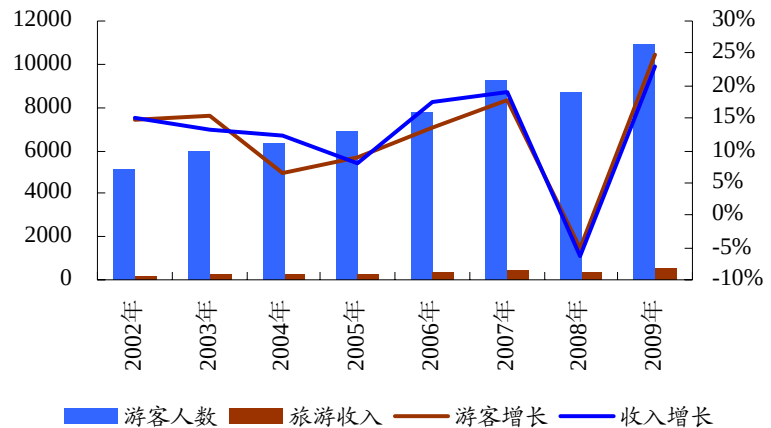
数据来源: acmr 上海证券研究所

### 2、国内游的恢复更值得期待

国内旅游在受到 08 年多重冲击之后的恢复更值得期待，一方面，国内游客前期被抑制的旅游需求将得以释放。

从国家旅游局公布的旅游统计数据来看，今年春节黄金周期间，全国共接待游客 1.09 亿人次，同比增长 24.7%；实现旅游收入 509.3 亿元，同比增长 23.1%；数据与 07 年同期相比也有较为明显的增长。

图 6 春节黄金周游客及旅游收入增长恢复明显



数据来源：国家旅游局 上海证券研究所

09 年以来，主要旅游城市的游客接待数及旅游收入也呈现良好的增势：

1-2 月丽江市共接待游客 98.48 万人次，同比增长 25.05%，旅游总收入预测为 10.31 亿元，同比增长 22.02%；

四川省 1-3 月接待国内游客 5560.48 万人次，同比增长 7.2%，国内旅游收入 336.01 亿元，同比增长 13%。其中，峨眉山风景区 1-3 月接待游客 39.57 万人次，同比增长 9.61%，门票收入 3842.42 万元，同比增长 66.51%。

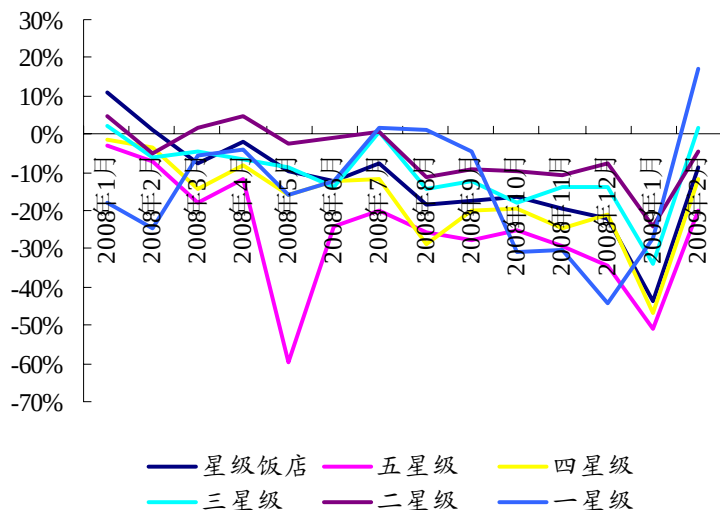
安徽省一季度 53 家重点监测旅游景区(点)累计接待游客 823.27 万人次，同比增长 25.27%，累计门票收入 1.98 亿元，同比增长 32.29%。其中，黄山接待游客 24.98 万人次，同比增长 28.63%，累计门票收入 3321.51 万元，同比增长 2.59%... ..

另一方面，在政府促内需、保增长的政策支持下，旅游作为拉动消费的重要一环，也日益受到重视。广东、浙江、江苏、山东等省陆续推出“国民休闲计划”；杭州、成都、南京等地发放旅游券以拉动旅游经济。而对于国内居民而言，景点游览仍是旅游的主要方式，因此我们看好景区游客接待量及收入的增长。

### 3、酒店业的复苏尚需时日

酒店业受到全球金融危机的影响更大，尤其是接待商务客为主的高星级酒店，行业景气度目前看仍无明显好转。以上海为例，09 年前两月上海星级酒店出租率为 39.82%，同比下滑 9.42 个百分点，平均房价 542.38 元，同比下降 12.46%；高星级酒店的出租率和房价水平下滑程度高于所有星级酒店，五星级、四星级的出租率分别为 43.63%和 38.43%，同比分别下滑 11.76 和 11.80 个百分点，平均房价 931.87 元、512.93 元，同比分别下降 21.96%和 11.50%。从我们近期参加锦江股份投资者见面会了解到的情况来看，各区域酒店受到金融危机的影响也不一样，景气指数最差的地区为东北、天津、深圳、北京、上海等地。总体来看，我们认为国内酒店业的复苏还需要较长的时间，相应地，以酒店为主业的公司 09 年的经营压力较大。

图 7 上海高星级酒店 Revpar 持续下滑



数据来源：国家旅游局 上海证券研究所

## 三、旅游业投资策略

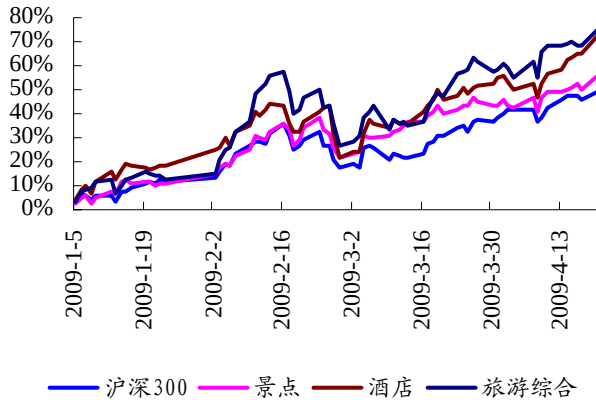
### 1、维持行业“中性”评级；景点子行业“有吸引力”评级

从长期发展前景来看，国内旅游尚处在朝阳时期，还有非常宽广的发展空间，行业发展潜力非常大。但自年初至今，旅游相关板块指数走势明显超越沪深 300 指数，相对于沪深 300 指数的估值溢价并不



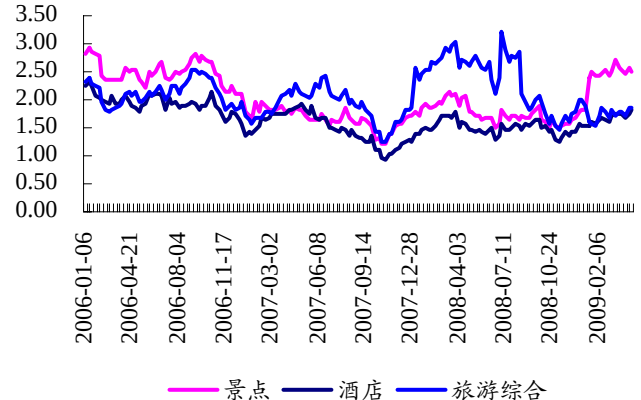
明显。我们维持旅游行业整体“中性”评级，于子行业中更为看好景点类公司 09 年的恢复性增长，给予景点子行业“有吸引力”评级。

图 8 2009 年年初以来旅游板块指数走势与沪深 300 对比



数据来源：国家旅游局，上海证券研究所整理

图 9 旅游板块相对估值溢价并不明显（对比沪深 300 指数）



数据来源：国家旅游局，上海证券研究所整理

## 2、关注景点类公司及资产整合、世博概念

我们认为，景点将是国内旅游市场恢复性增长的最大受益者，在国内居民旅游仍处在观光游阶段，景点类公司依靠其垄断自然资源能最快复苏。建议关注黄山旅游、桂林旅游。此外，旅游行业的主题投资也可重点关注，一个是资产整合概念，建议关注桂林旅游；另一个是世博概念，建议关注锦江股份。

## 四、旅游业股票推荐

### 1、桂林旅游（000978）

公司定位为综合性旅游企业，已形成了平台发展、资源控制及坚持主业三个层面的发展战略，其业务和资产体现了资源独占及特许经营特性，主要为三点一个平面：（1）核心的旅游主业（景区、漓江游船、旅游车、旅行社、出租车）；（2）管道燃气；（3）以琴潭站为代表的公路客运。

受雪灾、洪灾、地震等自然灾害以及全球金融危机的影响，08 年公司业绩不佳，实现营业收入 2.02 亿元，同比下降 38.91%；归属于母公司股东的净利润 2315 万元，同比下降 56.42%。公司游客接待



量下降幅度较大，其中漓江游船客运业务共接待游客 70.38 万人次，同比减少 26.84%；景区（银子岩、丰鱼岩、龙胜温泉、贺州温泉、资江丹霞景区）共接待游客 134.71 万人次，同比下降 11.15%；旅游汽车公司共接待旅客 38.58 万人次，同比下降 23.68%。

公司终止的公开增发（用于收购桂林市“两江四湖”环城水系项目、桂林漓江大瀑布饭店以及银子岩景区改扩建）有望于 09 年重启，整合桂林旅游资源的预期较为明确。

由于国内旅游市场的复苏以及 08 年公司业绩基数较低，09 年公司将进入恢复性增长轨道，不考虑增发收购项目因素，我们预计公司 09、10 年每股收益分别为 0.26 元、0.32 元，动态市盈率分别为 42 倍和 34 倍。我们认为，公司业绩风险已基本得到释放，虽然目前以公司现有业务衡量，估值并不低，但公司增发有望于 09 年重启以整合桂林旅游资源，长期发展前景看好。给予其跑赢大市评级。

## 2、锦江股份（600754）

公司为国内酒店业龙头，目前业务主要涉及酒店营运、酒店管理、食品及餐饮、物品供应等四个方面。在酒店业方面，公司目前的业务包括酒店营运和酒店管理两项，其中星级酒店管理业务将是公司未来的核心业务和发展方向，在酒店投资方面公司将逐步处置低星级酒店，保留并专注于目前投资的高星级酒店的经营；在连锁餐饮方面，公司合营及联营的沪上知名品牌包括肯德基、吉野家、新亚大乐、静安面包房等，其中肯德基每年为公司贡献的投资收益较为丰厚。

2008 年公司全年实现营业收入 7.94 亿元，同比下降 4.93%，实现归属于上市公司股东的净利润 2.73 亿元，同比增长 3.57%。公司四项主营业务，除食品及餐饮业务的收入同比增长 6.96%外，酒店营运、酒店管理以及物品供应三项业务收入均出现下滑；四项主营业务的毛利率比 07 年同期都有所下降。投资收益保持较高水平以及所得税率下降使得公司净利润略有增长。

目前由于受到金融危机影响，上海酒店业整体景气度下滑，公司酒店业务受影响也较大，酒店及连锁餐饮主业经营缺乏亮点，09 年的业绩增长保障将来自于中亚饭店 45%股权及上海肯德基 7%股权的转让，这两项股权转让预计增厚公司每股收益 0.20 元左右；2010 年公司酒店及餐饮主业则有望受益于世博会。我们预计公司 09、10 年的每股收益分别为 0.61 元、0.52 元，对应动态市盈率分别为 27 倍和 32 倍。给予其跑赢大市评级。

### 3、黄山旅游（600054）

公司属于资源型的旅游企业，主营业务收入主要来自客运索道、园林门票、酒店食宿及旅游服务（旅行社）四部分。公司所依托的黄山风景区为目前中国唯一、世界仅有的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。

08 年公司累计接待入山游客 224 万人次，同比增长 10%，在受到 08 年上半年国内旅游市场雪灾、地震和洪涝等自然灾害负面影响之后，下半年恢复性增长良好。公司 2008 年实现营业收入 11.18 亿元，同比增长 7.43%；利润总额 2.81 亿元，同比增长 6.5%；归属于上市公司股东的净利润 1.89 亿元，同比增长 24.71%。公司也是景区类上市企业中 08 年唯一实现正增长的公司，业绩增长的动力主要来源于游客接待量的同比增长以及所得税率下调。

从公司 2008 年的经营情况来看，下半年已经随国内旅游市场景气度回升而逐步恢复，全年实现稳定增长，也是 08 年景区类公司中经营情况最好的。我们相信黄山凭借其靠近长三角地区的地理优势，未来主业的持续稳定增长确定性强。

公司景区门票将于 2009 年 5 月上调（旺季 200 元/人次、淡季 120 元/人次调整到旺季 230 元/人次、淡季 150 元/人次），我们认为此次提价对公司短期业绩的影响不大。一方面，此次提价的幅度并不大；另一方面，公司也会针对目前国内旅游市场面临的不利因素，积极灵活的进行优惠政策等景区营销措施。另外，作为旅游主业之外的投资，屯溪 187 亩地块开发项目已于 08 年 3 月开工，该房产项目最早能于 09 年为公司贡献利润。暂不考虑房地产项目的贡献，我们预计公司 09、10 年每股收益分别为 0.49 元和 0.59 元；目前 09、10 年的动态市盈率分别为 35 倍和 29 倍。公司景点优势突出，资源稀缺，仍是景区类公司中的蓝筹品种，给予跑赢大市评级。

## 分析师承诺

分析师 刘丽

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 |                     | 定 义               |
|------|---------------------|-------------------|
| 超强大市 | <b>Superperform</b> | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 跑赢大市 | <b>Outperform</b>   | 股价表现将强于基准指数 10%以上 |
| 大市同步 | <b>In-Line</b>      | 股价表现将介于基准指数±10%之间 |
| 落后大市 | <b>Underperform</b> | 股价表现将弱于基准指数 10%以上 |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 |                   | 定 义                    |
|------|-------------------|------------------------|
| 有吸引力 | <b>Attractive</b> | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5% |
| 中性   | <b>Neutral</b>    | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5% |
| 谨慎   | <b>Cautious</b>   | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5% |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。