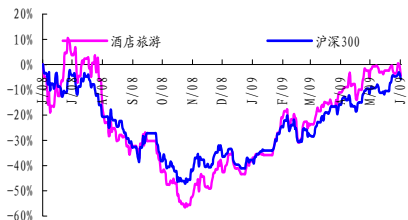




社会服务业 - 旅游/酒店
Social Work - Tourism/Hotel

2009 年 6 月 15 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
旅游行业	-2.4%	25.3%	-4.4%
沪深 300	4.2%	31.8%	-5.8%

行业重点股票	6m%	YTD%	评级
华侨城 A	87.1%	40.0%	增持
峨眉山 A	67.8%	22.3%	增持
桂林旅游	26.7%	-25.7%	增持
丽江旅游	35.4%	-13.0%	中性
世博股份	139.3%	2.1%	中性
黄山旅游	19.2%	2.3%	增持
华天酒店	97.7%	-3.3%	中性
东方宾馆	146.2%	58.8%	中性
万好万家	97.9%	28.8%	中性
XD 锦江股	87.8%	29.6%	中性
金陵饭店	38.7%	-5.1%	中性
三特索道	69.3%	1.4%	中性
中青旅	45.7%	-34.3%	增持
首旅股份	59.4%	-34.9%	中性

吕丽华

+86 755 83199599ext8202

lvlh@csc.com.cn

分析师申明:

本人, 吕丽华, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 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。

行业回暖中 景区唱响主基调

— 旅游行业 2009 年下半年投资策略

评级: 中性

- **三大市场: 总量上升, 国内游复苏强劲, 入境游降幅趋于稳定。**
从 09 年 1 月份的元旦、春节到 5 月份的端午小长假, 在国内旅游、港澳台入境旅游和出境旅游等增长点驱动下, 三大旅游市场总体运行良好, 市场结构呈“二升一降”的格局, 即“国内升、出境升、入境降”。其中, 国内游恢复增长超预期, 尤其是品牌卓越的传统景区。
- **三大业态: 总体仍低位运行, 存在稳中回升迹象。**中国旅游行业的经济运行数据显示出行业整体初显止跌回暖的迹象, 但总体仍然处于低位运行, 而且旅游各业态存在不同程度的回暖: 景区复苏最明显, 经营状况最好, 一季度增长速度较快; 酒店受金融危机的冲击最明显, 经营状况较差; 旅游综合受多元化业务支持, 平稳发展。
- **行业估值: 已处历史低位, 但明显高于 A 股整体估值水平。**旅游行业 09、10 年平均动态市盈率分别为 32.6、30.1 倍, 与历史纵向比较, 平均市盈率已经处于历史底部。但与 A 股整体比较, 旅游行业整体估值显著高于 A 股, 09、10 年动态溢价率分别为 58.9%、61.8%。
- **维持“中性”行业评级。**虽然行业整体已现复苏迹象, 估值也居历史低位, 但要高于 A 股整体估值水平。虑及经济危机对旅游行业和上市公司经营造成的负面影响忧存, 而甲型 H1N1 流感疫情的大范围爆发无疑又使其雪上加霜。因此, 继续维持“中性”行业评级。
- **重点选择二类投资品种。**一是, 选择业绩确定性成长的景区龙头公司。在行业低位运行之时, 传统景区依然备受游客青睐。因此, 我们依旧认为品牌卓越、核心竞争力突出、未来业绩成长性良好、估值优势显著的行业龙头仍是投资首选, 是国内旅游市场恢复性增长的最大的赢者。如黄山旅游、桂林旅游、峨眉山。二是, 关注主题投资概念股。存在并购重组或资产注入、受益世博会的上市公司也是我们投资选择。如中青旅、东方宾馆、锦江股份。
- **存在风险:**甲型 H1N1 流感警戒级别已升至流感大流行警戒级别最高级, 并有可能会持续约两年。若疫情进一步蔓延, 将淡化游客的出游热情, 对出入境游影响最显, 对长线游影响更甚。

三大市场：总量上升，国内游复苏强劲，入境游降幅趋于稳定

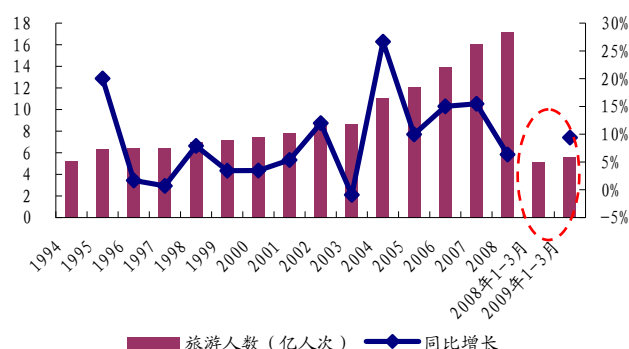
从 09 年 1 月份的元旦、春节到 5 月份的端午小长假，在国内旅游、港澳台入境旅游和出境旅游等增长点驱动下，三大旅游市场总体运行良好，市场结构呈“二升一降”的格局，即“国内升、出境升、入境降”。

国内游：恢复增长超预期

国内游在 08 年遭受多重冲击后，今年以来出现较明显的复苏迹象，尤其是品牌卓著的传统景区。

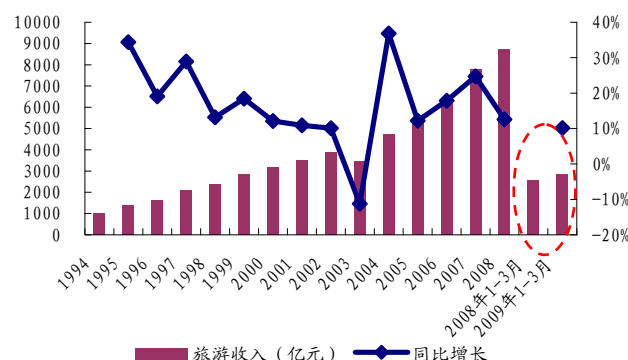
从中国旅游研究院发布的 09 年第一季度中国旅游经济运行数据看，1-3 月国内旅游人数为 5.6 亿人次，同比增长 9.4%；国内旅游收入 2834 亿元，同比增长 12.9%。城镇居民国内旅游人数达 2.4 亿人次，同比增长 34.6%；城镇居民国内旅游总花费超过 1860.24 亿元，同比增长 14.66%。农村居民旅游人数 3.2 亿人次，同比下降 3.9%；农村居民旅游总花费 987.52 亿元，同比增长 10.14%。虽然城镇居民出游人数不敌农村居民，但城镇居民仍是国内旅游消费主体。

Figure 1 09 年 1-3 月旅游人数增长 9.4%



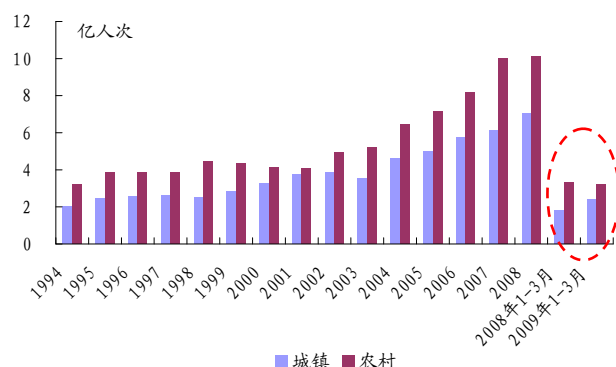
数据来源：Wind 资讯、中国旅游研究院、世纪证券研究所

Figure 2 09 年 1-3 月旅游收入增长 12.9%



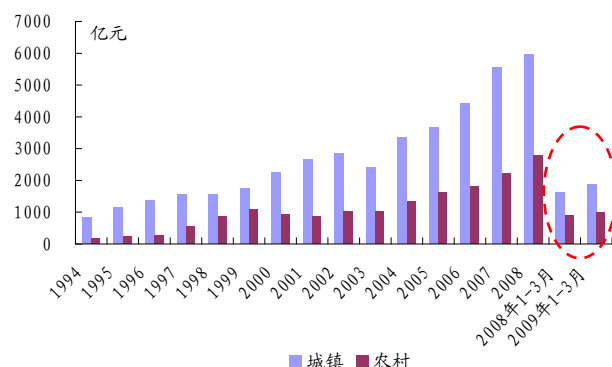
数据来源：Wind 资讯、中国旅游研究院、世纪证券研究所

Figure 3 城镇居民旅游人数低于农村旅游人数



数据来源：Wind 资讯、中国旅游研究院、世纪证券研究所

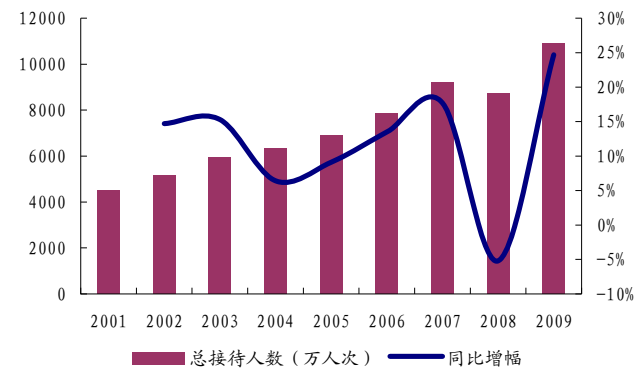
Figure 4 城镇居民是旅游消费主体



数据来源：Wind 资讯、中国旅游研究院、世纪证券研究所

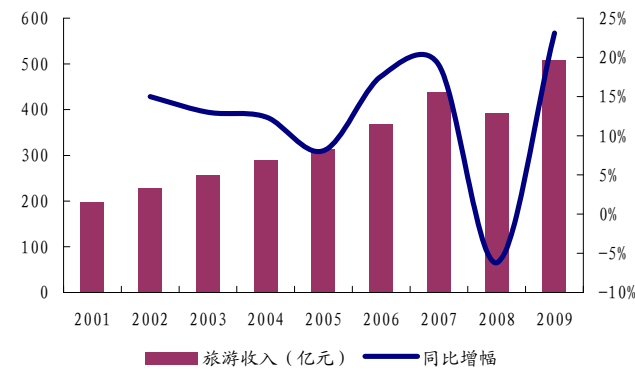
从国家旅游局公布的旅游统计数据看，今年春节黄金周期间，全国共接待游客 1.09 亿人次，同比增长 24.7%；实现旅游收入 509.3 亿元，同比增长 23.1%。与 07 年春节黄金周相比，游客接待量增长 18.22%，旅游收入增长 16.28%。“五一”小长假期间，监测的全 90 个景区（点）共接待游客 690 万人次，同比增长 10.2%，门票收入 29151 万元，同比增长 9.9%。

Figure 5 春节黄金周接待人数反弹明显



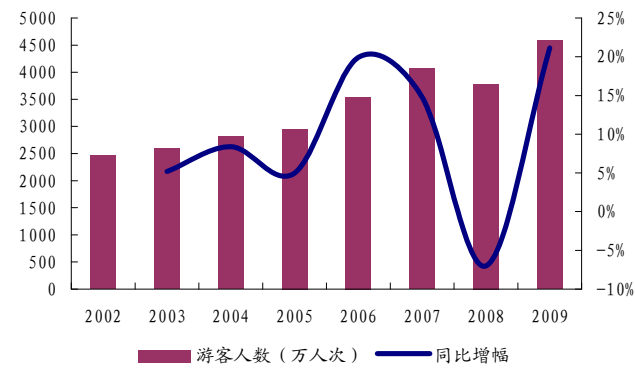
数据来源：国家旅游局、世纪证券研究所

Figure 6 春节黄金周旅游收入恢复增长明显



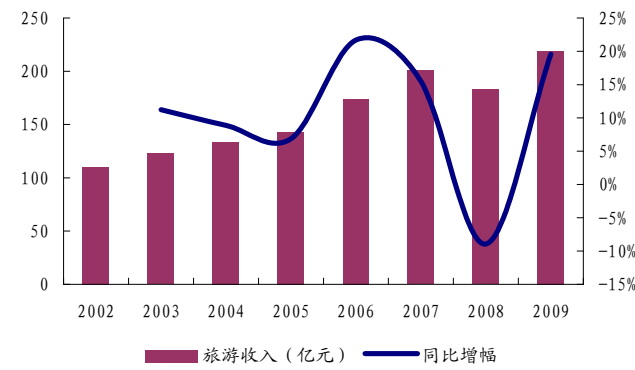
数据来源：国家旅游局、世纪证券研究所

Figure 7 春节黄金周 39 个重点旅游城市游客接待量



数据来源：国家旅游局、世纪证券研究所

Figure 8 春节黄金周 39 个重点旅游城市旅游收入



数据来源：国家旅游局、世纪证券研究所

Figure 9 春节黄金周部分景区接待量和门票收入

	游客接待量 (万人次)	同比增幅	旅游总收入 (亿元)	同比增幅
黄山风景区	4.34	192.08%	492	211.77%
九华山风景区	13.52	88.63%	1173.63	140%
天柱山风景区	7.53	6.36%	135	22.54%
南岳风景区	3.22	192.73%	111.14	127.70%
方特欢乐世界	2.87	16.77%	412.78	40.94%
杭州各景区	422.46	32.90%	14.23	18.08%
桂林漓江	3.1	100.40%	n. a	n. a
故宫	n. a	32%	n. a	n. a
八达岭长城	n. a	40%	n. a	n. a

北京欢乐谷	n. a	39%	n. a	n. a
颐和园	n. a	33%	n. a	n. a
龙庆峡	n. a	54%	n. a	n. a

数据来源：各地旅游局、世纪证券研究所

Figure 10 春节黄金周部分省市游客接待量和旅游总收入

	游客接待量（万人次）	同比增幅	旅游总收入（亿元）	同比增幅
北京市	324	20%	21.55	32.60%
北京市（19 个景区）	160	19%	n. a	n. a
桂林市	32.45	92.93%	2.65	96.30%
黄山市	39.82%	57.27%	2.38%	58.57%
西安市	165.04	35.80%	7.95	26.33%
安徽省	658.14	59.45%	17.78	76.30%
广西省	342.13	22.85%	12.93	31.72%
四川省（20 个景区）	76.69	25.96%	3511.09	23.95%
四川省	1656.59	22%	47.25	32.80%
陕西省	549.37	24.82%	19.54	25.70%
湖南省	342.26	76.22%	16.58	69.77%
湖北省	385.74	38.82%	10.72	31.57%
辽宁省	555.9	28.90%	27.3	29.60%
海南省	89.27	7.29%	17.33	14.58%
云南省	447.18	22.42%	18.07	12.24%
云南省（23 个景区）	77.04	55.10%	n. a	n. a

数据来源：各地旅游局、世纪证券研究所

Figure 11 “五一”小假期部分省市游客接待量和旅游总收入

	旅游接待量（万人次）	同比增长	旅游总收入（亿元）	同比增长
北京	370	22.70%	12.4	32%
天津	160	23.00%	4.5	26%
桂林	25.67	18.51%	1.99	24%
重庆	465.6	15.39%	16.7	18%
成都	298	15.20%	11.23	22%
湖北	460.24	25.11%	13.13	25%
安徽	581.19	17.86%	14.8	11%
四川	936.81	14.40%	28.75	15%
河北	518.5	14.10%	24.7	19%
河南	1366.2	15.20%	50.09	21%
山东	1260	17.00%	80.2	18%
福建	293	15.90%	14.7	12%
江西	447	18.40%	17.2	24%

数据来源：各地旅游局、世纪证券研究所

Figure 12 “五一”小假期部分景区接待量和门票收入

	旅游人数（万人次）	同比增长	门票收入（万元）	同比增长
安徽（57 个景区）	177.98	22.51%	5530.76	15.32%
九华山风景区	8.7	10.13%	1345	34.50%
黄山风景区	5.15	-4.63%	1061.76	41.19%
天柱山风景区	4.55	n. a	252.81	n. a
方特欢乐世界	6.06	n. a	818.14	n. a
北京欢乐谷	7.7	16.90%	n. a	n. a
武夷山	7.14	19.60%	n. a	n. a
神农架	4.86	37.52%	1013.29	35.94%
南山景区	3.43	16%	n. a	n. a
庐山	7.61	n. a	643.8	n. a

数据来源：各地旅游局、世纪证券研究所

国内游的恢复性增长超预期，我们认为原因有二：

一是，我国旅游行业正处于黄金发展阶段，居民旅游需求依然旺盛。我国居民年人均出游仅一次多，与发达国家年人均出游三次相比，国内游的增长潜力很大。据中国青年报社调中心民调显示，即使在金融危机下，仍然有 80.1% 的人今年有出游打算。又据国家旅游局调查显示，有 92% 的受访者有意在 09 年安排旅游活动。旅游已经成为国民生活不可或缺的重要内容，成为扩大内需的主要领域之一。

二是，积极的旅游产业刺激政策。前 5 个月，中央和地方出台了一系列支持旅游业发展的政策和措施，其效应将会在未来一段时间逐步显现。例如 4 月 16 日，国务院常务会议再次强调积极扩大文化、旅游等服务性消费，18 日，温家宝总理在海南对旅游业发展做出重要指示，为进一步促进旅游消费增长提供更大的支持。随着我国 GDP 增长企稳回升，国内旅游消费必将出现更高幅度的反弹。

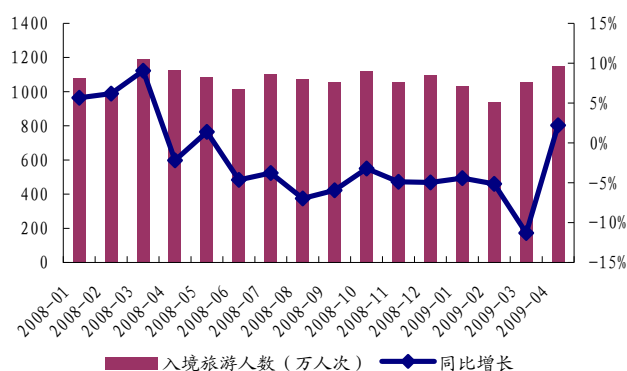
旅游行业具有明显的较快恢复重振能力，例如，上世纪 90 年代末的亚洲金融危机、2003 年的“非典”疫情，2008 年的“5.12”四川汶川特大地震灾害等，均在事件过后以较快的速度得到恢复。因此，我们认为目前甲型 H1N1 流感疫情对国内旅游产生的负面影响不会太甚（与 2003 年“非典”不同，中国是“非典”源发国）。

鉴于三季度是传统旅游旺季，再加上“中秋”小长假和“十一”长假及国民旅游休闲计划的推行，并结合今年以来的几个黄金周，我们判断，下半年国内游仍将延续快速恢复势头，预计全年国内游人数同比增长 14%，旅游总收入同比增长 18%。

入境游：继续走弱，但降幅趋于稳定

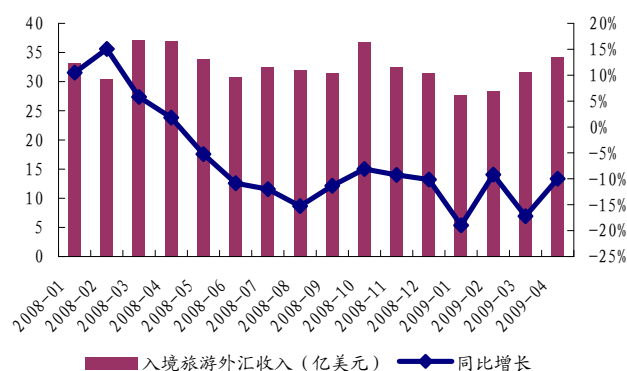
根据国家旅游局统计数据显示，1-4 月入境旅游人数 4178.5 万人次，同比下降 4.75%，各月同比增长率为-4.42%、-5.14%、-11.31%、2.21%，环比增长率与 2008 年同期基本持平。1-4 月入境旅游外汇收入 121.83 亿美元，同比下降 13.94%，各月同比下降为 19%、9.2%、17.21%、9.99%。其中，1-4 月外国人入境人数 673.88 万人，同比下降 21.82%；外国人入境旅游外汇收入 65.01 亿美元，同比下降 23.02%。

Figure 13 入境旅游人数变化



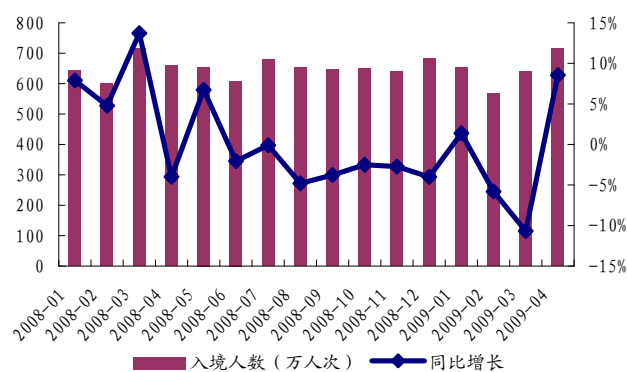
数据来源：国家旅游局、世纪证券研究所

Figure 14 入境旅游外汇收入变化



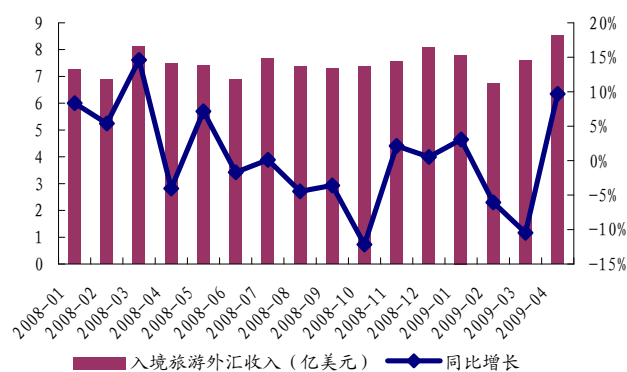
数据来源：国家旅游局、世纪证券研究所

Figure 15 香港入境旅游人数变化



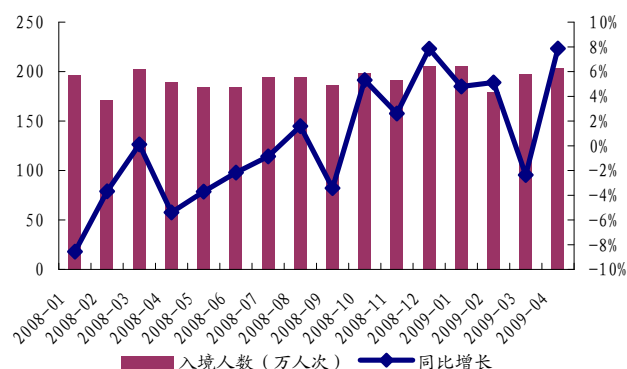
数据来源：国家旅游局、世纪证券研究所

Figure 16 香港入境旅游外汇收入变化



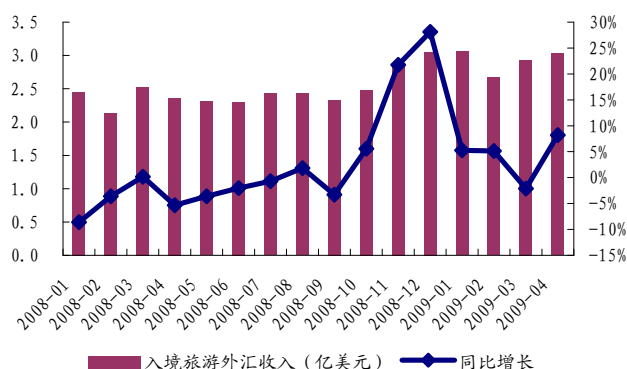
数据来源：国家旅游局、世纪证券研究所

Figure 17 澳门入境旅游人数变化



请参阅文后免责条款

Figure 18 澳门入境旅游外汇收入变化

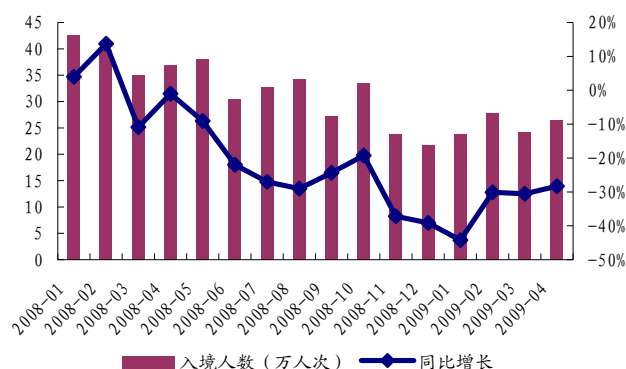


数据来源：国家旅游局、世纪证券研究所

数据来源：国家旅游局、世纪证券研究所

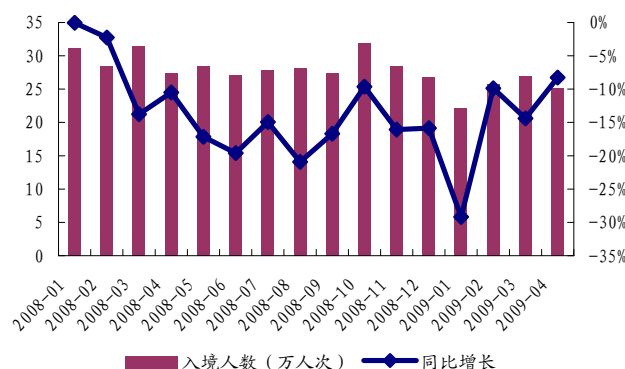
入境旅游市场存在的主要问题是日本、韩国和欧美一些国家的游客人数持续锐减，金融危机对国际旅游负面影响进一步扩散。

Figure 19 韩国入境旅游人数变化



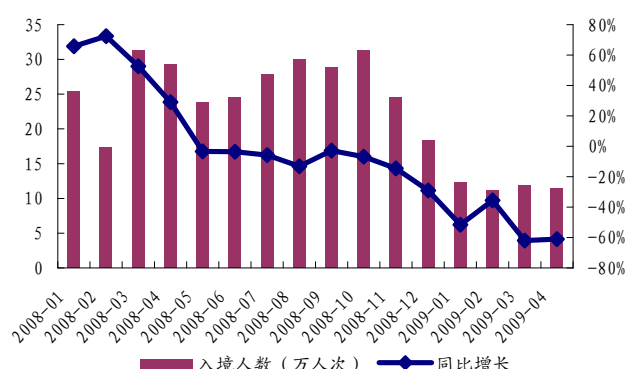
数据来源：国家旅游局、世纪证券研究所

Figure 20 日本入境旅游人数变化



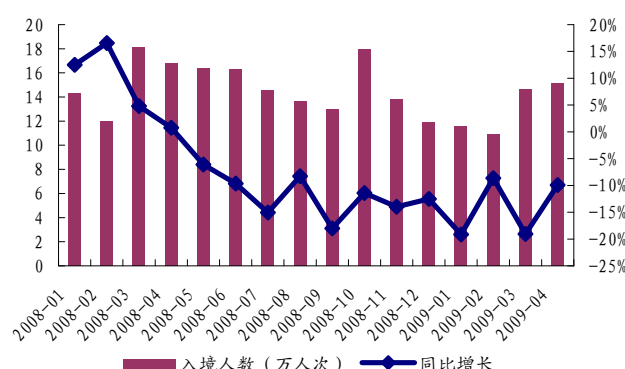
数据来源：国家旅游局、世纪证券研究所

Figure 21 俄罗斯入境旅游人数变化



数据来源：国家旅游局、世纪证券研究所

Figure 22 美国入境旅游人数变化



数据来源：国家旅游局、世纪证券研究所

4 月份入境旅游人数及入境旅游外汇收入降幅明显收窄，旅游人数增幅已由 3 月的-11.31%上升到 2.21%，入境旅游外汇收入也由 3 月的-17.22%降至-9.99%。占入境人数 81%以上的港澳游客人数和占入境旅游外汇收入 33%以上的港澳入境旅游外汇收入在 4 月份的增幅均为正。由于 5 月份的数据还没公布，就目前跟踪的数据来看尚未出现触底反弹的迹象，所以我们认为 4 月份的反弹可能存在一定偶然性。而甲型 H1N1 流感疫情自 4 月 13 日起在墨西哥蔓延至 6 月 15 日 14 时，全球 75 个国家和地区已确诊病历超过 2.97 万人，世卫组织已在 11 日正式宣布把甲型 H1N1 流感警戒级别升至 6 级(6 级系流感大流行警戒级别最高级)，这意味着世卫组织认为疫情已经发展为全球性“流感大流行”。同时世卫组织预计该疫情将持续约两年。

我们认为，相比金融危机而言，甲型 H1N1 流感疫情对入境旅游市

场的直面冲击要大，负面抑制更为显著，但影响较短暂和局限。

我们判断，入境游市场整体回到正增长轨道还需等到下半年以后，随着港澳游客人数的回升，预计全年入境游人数同比不会出现大幅下滑；但外国人对入境旅游外汇收入贡献高达 6 成之多，因此预计全年入境游外汇收入同比下降 8%左右。

出境游：稳定增长，但甲型 H1N1 流感疫情影响日益凸显

目前中国出境游目的地达 137 个，是亚洲最大的出境旅游客源国。08 年，出境游人数同比增长 11.9%，09 年 1-4 月出境旅游整体继续保持稳定增长，人数达 1587.48 万人次，同比增长 4.64%。而具有台湾游组团社资质的旅行社经营情况普遍较好，赴台旅游人数也节节攀升，从 09 年浙江省国际旅行社台湾游组团人数统计来看，一月份是 3700 人次，二月份涨了将近一倍，为 6963 人次，三月份达到 19451 人次。

虽然受全球经济危机的影响，出境旅游费大幅下降，但甲型 H1N1 流感疫情更重击居民出游热情，例如云南、乌鲁木齐等地的出境游基本停滞。我们判断，在甲型 H1N1 流感疫情的影响下，09 年全年出境游人数基本与去年持平。

三大业态：总体仍低位运行，存在稳中回升迹象

中国旅游行业的经济运行数据显示出行业整体初显止跌回暖的迹象，但总体仍然处于低位运行，而且旅游各子行业存在不同程度的回暖。在三大子行业中，景区的经营状况最好，一季度增长速度较快；酒店的经营状况较差；旅游综合受多元化业务支持，平稳发展。

景区：复苏最明显，经营状况最好

从我们重点跟踪的部分景区在 09 年元旦、春节、清明、五一、端午等假日的接待人数和门票收入增长情况，景区总体运行状况良好，接待人数增长幅度基本都在两位数，门票收入略有增加，利润水平与往年基本持平。国内游客、近程游客成为景区接待人数增长的核心动力。

Figure 23 重点跟踪的部分景区 09 年接待人数和门票收入增长率

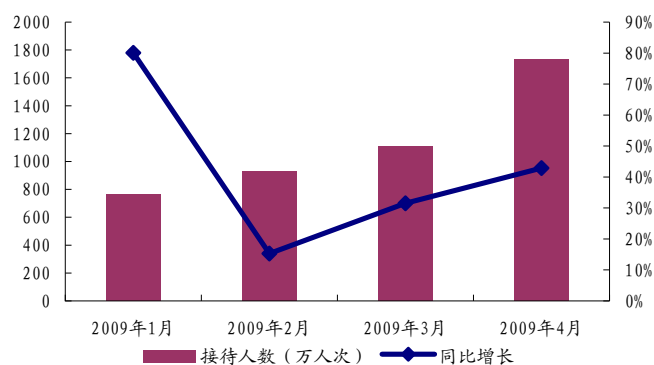
	游客人数（万人次）	同比增长	门票收入（万元）	同比增长
安徽景区				
1-4 月（53 个景区）	1315.80	23.85%	3.52	20.86%
端午（57 个景区）	80.69	36.23%	2422.47	48.60%
五一（57 个景区）	177.98	22.51%	5530.76	15.32%
春节（52 个景区）	168.20	56.12%	3659.39	110.66%

元旦 (22 个景区)	40.98	12.26%	1121.73	8.75%
黄山风景区				
端午	3.58	41.98%	681.12	44.95%
五一	5.15	-4.63%	1061.76	41.19%
春节	4.34	192.08%	492.00	211.77%
九华山风景区				
端午	3.90	n. a	392.63	n. a
五一	8.70	10.13%	1345.00	24.88%
春节	13.52	88.63%	1173.63	140%
天柱山风景区				
端午	1.57	n. a	85.47	n. a
五一	n. a	n. a	n. a	n. a
春节	7.53	6.36%	135.00	22.54%
玉龙雪山风景区				
春节	5.5	40.66%	n. a	n. a
武夷山风景区				
1-4 月	61.62	24.18%	n. a	n. a
五一	7.14	19.60%	n. a	n. a
春节	11.73	79.40%	n. a	n. a
北京景区				
1-4 月	4538	38.00%	69737	21.4%
端午	110	13.00%	n. a	n. a
故宫				
端午	9.97	24.60%	n. a	n. a
五一	20.7	22.00%	n. a	n. a
颐和园				
端午	9.00	34.00%	n. a	n. a
五一	17.3	36.00%	n. a	n. a
北京欢乐谷				
端午	4.19	10.00%	n. a	n. a
五一	7.70	16.90%	n. a	n. a
三亚南山景区				
端午	2.15	107.14%	n. a	n. a
五一	3.43	16%	n. a	n. a
桂林景区				
五一	25.67	18.51%	19900	23.6%
深圳景区				
1-5 月	1045.9	14.44%	n. a	n. a

端午 (18 个景区)	n. a	109.91%	1299.00	33.34%
四川景区				
1-4 月 (14 个景区)	233.98	2.90%	15488.02	0.82%
端午 (47 个景区)	43.87	n. a	1593.80	n. a
清明 (47 个景区)	49.26	n. a	1480.30	n. a
春节 (20 个景区)	76.69	25.96%	3511.09	23.95%
元旦 (47 个景区)	24.78	n. a	841.56	n. a
乐山大佛风景区				
1-4 月	56.40	0.0825	2283.57	-1.99%
峨眉山风景名胜				
1-4 月	57.97	0.0273	5320.68	34.26%
江西景区				
五一 (34 个景区)	36.70	0.18	1779.10	17.00%
春节 (28 个景区)	66.65	n. a	3551.01	n. a
井冈山景区				
1-4 月	120.00	0.19	1717.00	7.00%
五一	6.69	n. a	598.62	n. a
春节	3.27	n. a	670.35	n. a
庐山景区				
1-4 月	45.00	0.26	3726.00	27.00%
五一	7.61	16.72%	643.80	n. a
春节	2.93	n. a	197.70	n. a

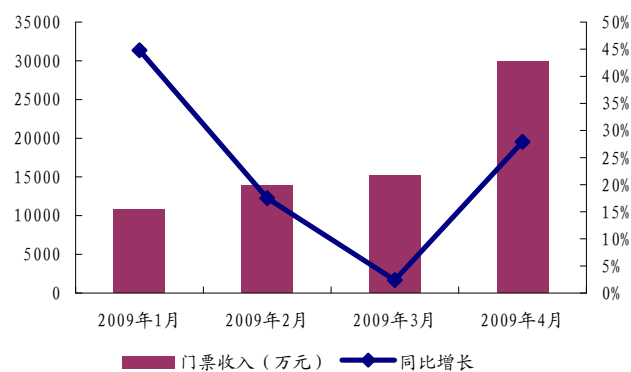
数据来源: 各地旅游局、世纪证券研究所

Figure 24 北京旅游景区接待人数



数据来源: 北京旅游局、世纪证券研究所

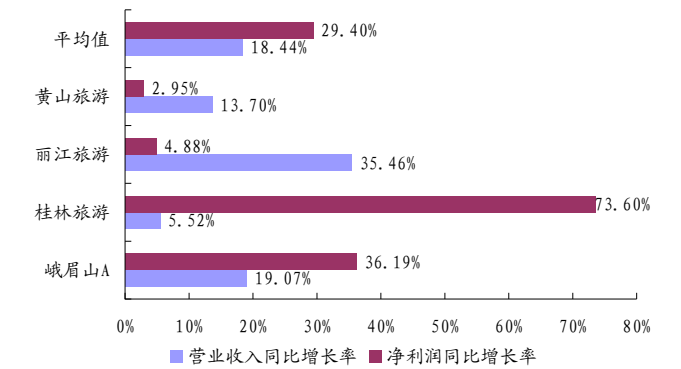
Figure 25 北京旅游景区门票收入



数据来源: 北京旅游局、世纪证券研究所

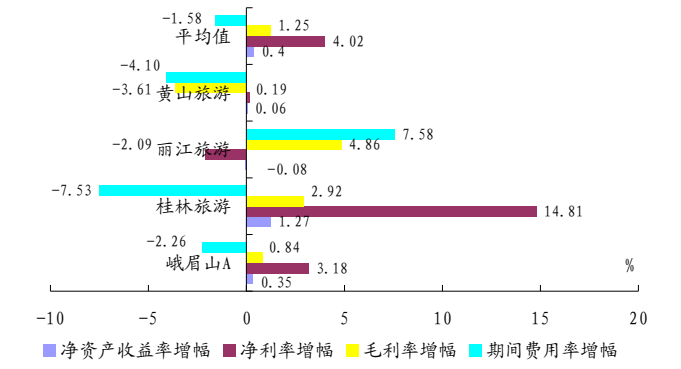
09 年一季度 4 家重点景区上市公司 (峨眉山、黄山旅游、桂林旅游、丽江旅游) 的经营数据也反映出景区恢复性增长最明显, 业绩最具保障。

Figure 26 4 家景区上市公司 1Q09 收入和利润增长率



数据来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 27 4 家景区上市公司 1Q09 盈利能力情况



数据来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

景区复苏明显，我们认为原因有二：

- 一是 08 年底以来中央和地方政府大力促进旅游消费的政策。如大规模派发旅游消费券、门票优惠券，实行省内游客旅游半价优惠措施。
- 二是，一些具有资源稀缺性和垄断性的核心景区门票提价。如黄山风景区自 5 月 1 日起将门票价格旺季每票由 200 元调整为 230 元，淡季每票由 120 元调整为 150 元；乌镇景区自 3 月 25 日起将西栅景区夜游门票从 40 元调整为 80 元。

我们判断，随着国内经济宏观环境的进一步改善，大多数景区经营旺季的到来，各种促销计划的持续推进，下半年景区将延续上半年的增长态势，也将率先摆脱金融危机的黑影。

酒店：经济危机影响最显，总体短期下行

1、星级酒店：高星级酒店仍需一段时期的低迷期

酒店业是一个敏感的行业，经济危机的出现无疑令酒店业受到很大程度的影响。根据北京、深圳、上海、南京、四川、杭州等地旅游局公布的数据显示，出口导向型地区、入境游客较多地区、中高星级酒店受到的冲击尤为明显；国际品牌酒店受到负面影响甚于国内品牌酒店。

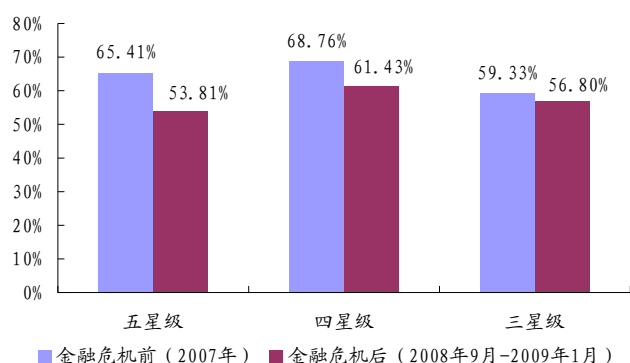
Figure 28 部分地区星级酒店 09 年接待住宿人数、平均房价、平均出租率、营业收入

	接待住宿人数 (万人次)	同比增长	平均房价 (元/间/天)	同比增长	平均出租率	同比增长	营业收入总额 (亿元)	同比增长
深圳 1-5 月	399.07	-2.61%	n. a	n. a	54.17%	-7.62%	n. a	n. a
北京 1-4 月	525.93	-2%	428.60	-17.30%	44.50%	-10.10%	64.07	-13.90%
上海 1-4 月	n. a	n. a	565.07	-14.91%	45.94%	-10.47%	n. a	n. a
南京 1-4 月	170.03	-2.50%	306.83	11.82%	58.41%	-4.54%	n. a	n. a
四川 1-4 月	648.47	-11.27%	228.35	1.56%	53.14%	6.11%	20.71	-6.01%
杭州 1-4 月	n. a	n. a	315.81	-7.10%	59.60%	-4.80%	n. a	n. a

数据来源：各地旅游局、世纪证券研究所

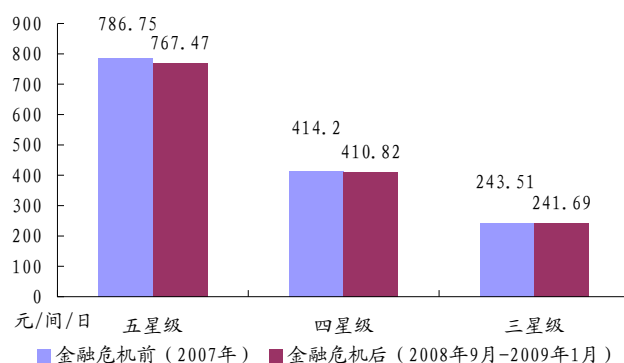
金融危机对酒店的打击超出预期。根据华美酒店咨询 2009 年 3 月中国旅游饭店业协会第六届会员大会所发布的数据看，金融危机前（2007 年）与金融危机后（2008 年 9 月-2009 年 1 月）相比，四、五星级酒店为代表的高星级受金融危机的负面影响远超过低星级酒店所受到的影响。结合出租率和平均房价的变化，三、四、五各星级 RevPAR 均出现一定幅度的下滑，其中五星级酒店的 RevPAR 变化幅度最大，下降接近 100 元；四星级酒店下降 21.78 元；三星级酒店的 RevPAR 变化平稳，下降 1.51 元。

Figure 29 星级酒店客房平均出租率比较



资料来源：华美酒店顾问公司、世纪证券研究所

Figure 30 星级酒店平均房价比较



资料来源：华美酒店顾问公司、世纪证券研究所

就不同区域的四、五星级酒店的出租率和平均房价分析，北京、上海、广州、深圳等一线城市的星级酒店受到金融危机的负面影响最大，长三角及珠三角地区紧随其后，而中西部为代表的内陆地区受影响程度并不十分明显。从不同区域星级酒店下降幅度看，长三角和珠三角地区的四星级酒店的 RevPAR 在金融危机爆发后，下滑幅度远小于同地区五星级酒店的下滑幅度。而中西部地区四星级酒店的 RevPAR 却小幅上升，表明内陆地区高星级酒店受金融危机的影响程度要小于一线城市及长三角或珠三角等经济发达地区。

Figure 31 不同区域五星级酒店客房平均出租率

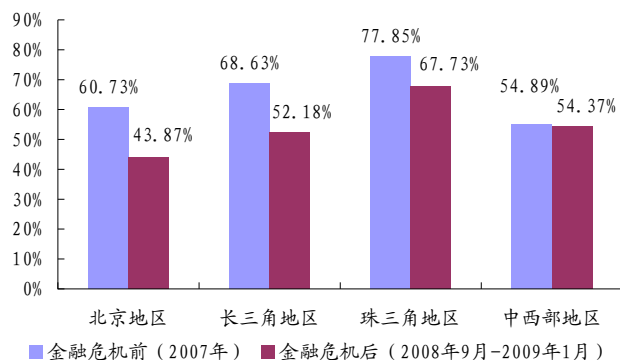
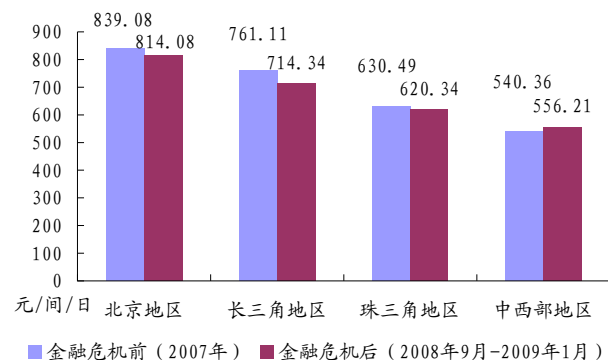
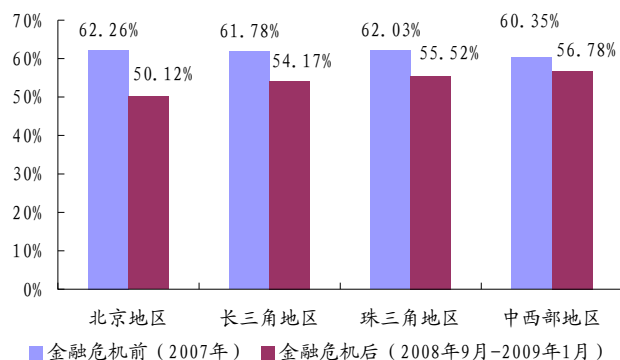


Figure 32 不同区域五星级酒店客房平均房价



资料来源：华美酒店顾问公司、世纪证券研究所

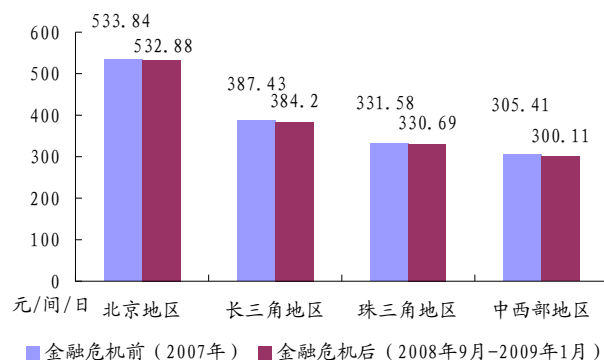
Figure 33 不同区域四星级酒店客房平均出租率



资料来源：华美酒店顾问公司、世纪证券研究所

资料来源：华美酒店顾问公司、世纪证券研究所

Figure 34 不同区域四星级酒店客房平均房价



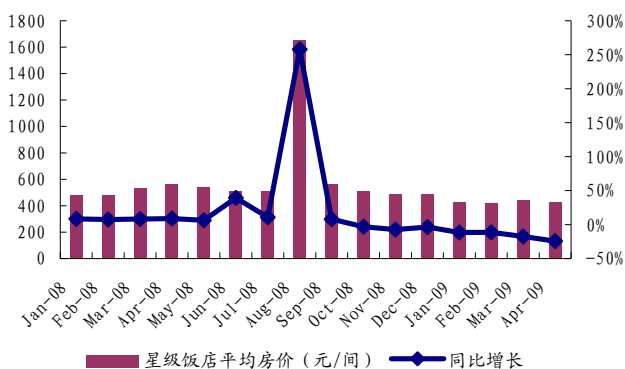
资料来源：华美酒店顾问公司、世纪证券研究所

根据华美咨询公布的《金融危机与中国饭店业发展分析报告》，金融危机前后，国地酒店管理公司所管理的酒店受到的冲击比国内酒店管理公司管理的酒店或单体酒店要大很多。

就平均出租率而言，国际酒店管理公司管理的酒店平均出租率由74.2%降至45.5%，下降幅度达28.7个百分点；而国内酒店管理公司管理以及单体酒店则由金融危机前的68.18%降至50.67%，下降幅度17.51个百分点。

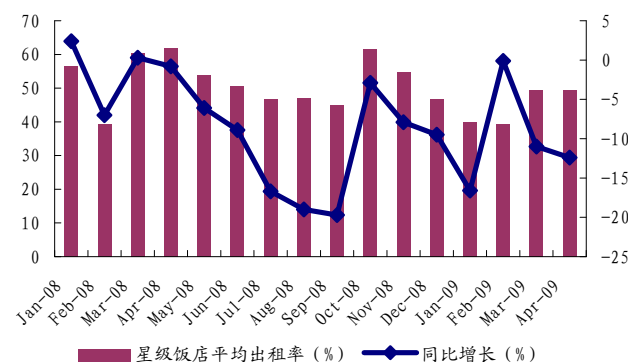
就平均房价而言，国际酒店管理公司管理的酒店下降64元，达到1126元；而国内酒店管理公司管理以及自营酒店的平均房价则加略降2元，达到787元。之所以国际品牌酒店受金融危机的冲击要远大于国内品牌酒店所受到的冲击，主要由于国际品牌酒店的客源市场构成向来以入境高端商务客人为主，受入境旅游人数快速下滑的影响，酒店经营受创严重。而国内品牌酒店多以国内客源为主，因此受到的冲击相对较小。

Figure 35 北京市星级酒店平均房价及变化



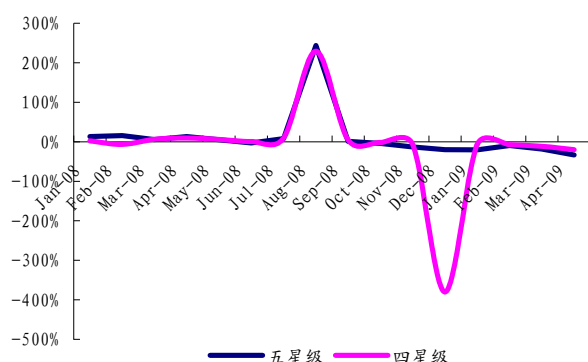
数据来源：北京市旅游局、世纪证券研究所

Figure 36 北京市星级酒店平均出租率及变化



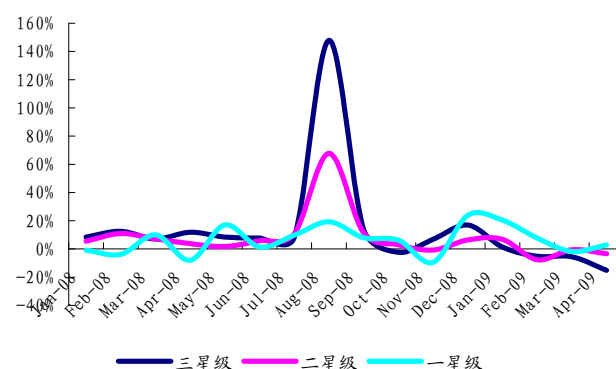
数据来源：北京市旅游局、世纪证券研究所

Figure 37 北京市高星级酒店平均房价增长率变化



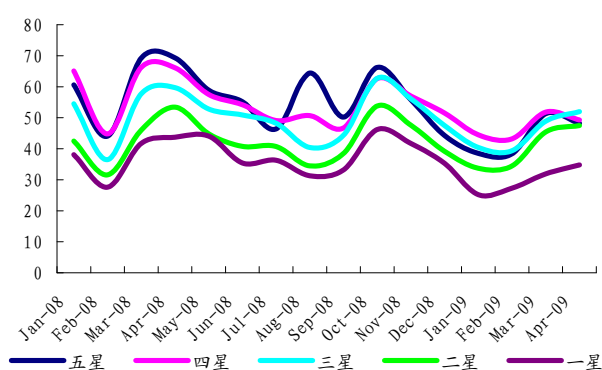
数据来源：北京市旅游局、世纪证券研究所

Figure 38 北京市低星级酒店平均房价增长率变化



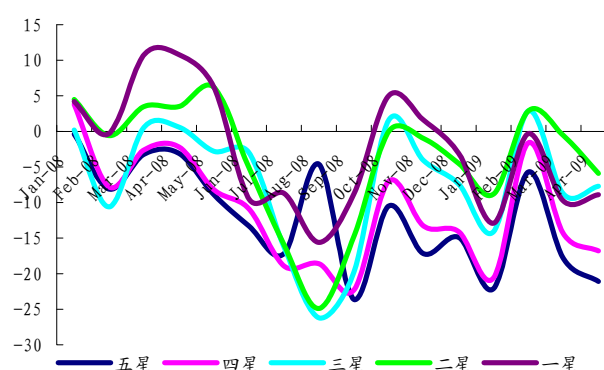
数据来源：北京市旅游局、世纪证券研究所

Figure 39 北京市星级酒店平均出租率



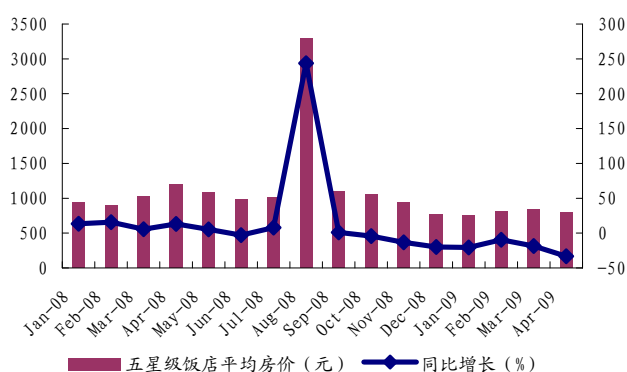
数据来源：北京市旅游局、世纪证券研究所

Figure 40 北京市星级酒店平均出租率增减百分点



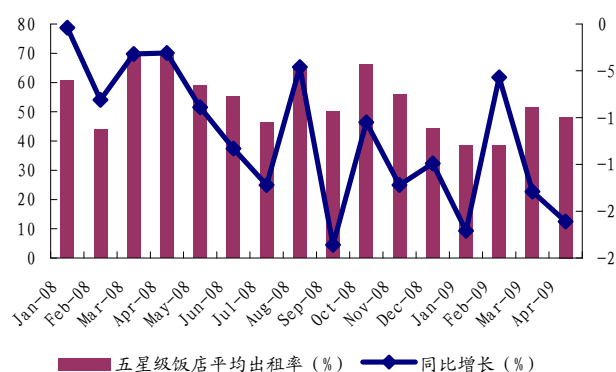
数据来源：北京市旅游局、世纪证券研究所

Figure 41 北京市五星级酒店平均房价及变化



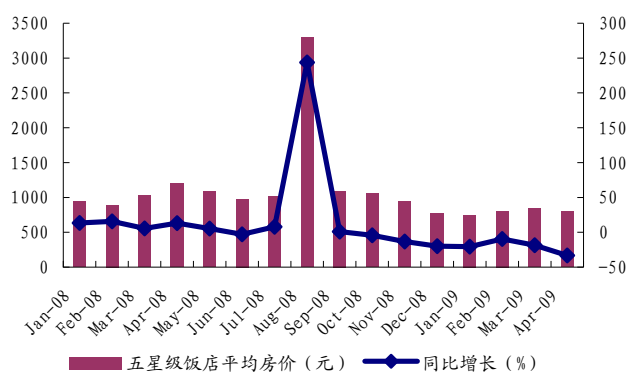
数据来源：北京市旅游局、世纪证券研究所

Figure 42 北京市五星级酒店平均出租率及变化



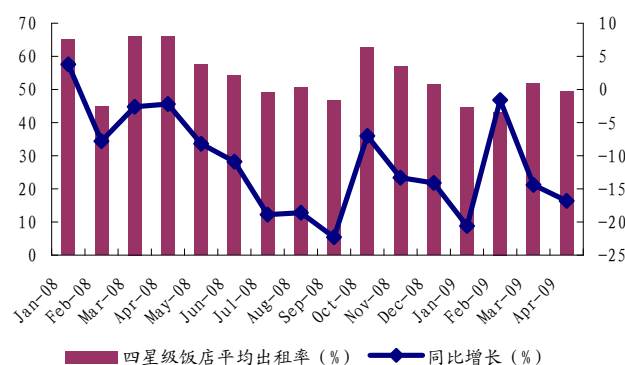
数据来源：北京市旅游局、世纪证券研究所

Figure 43 北京市四星级酒店平均房价及变化



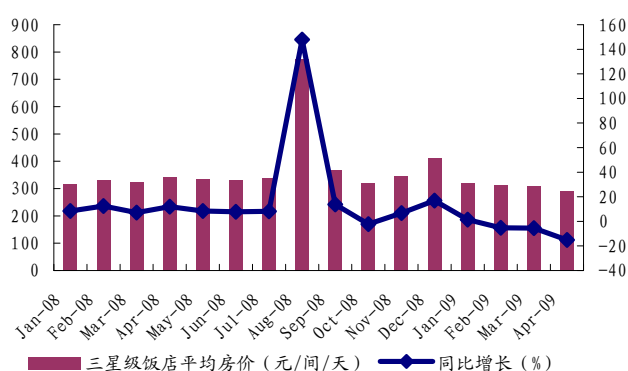
数据来源：北京旅游局、世纪证券研究所

Figure 44 北京市四星级酒店平均出租率及变化



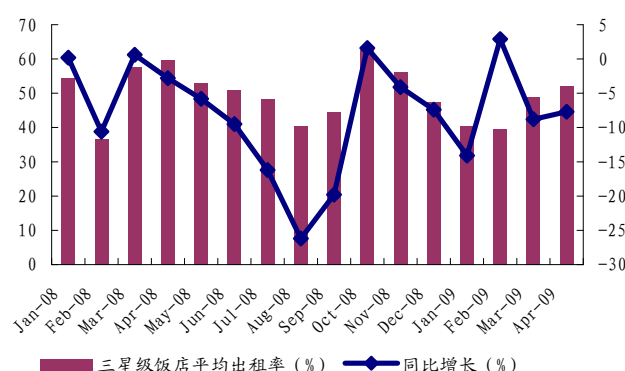
数据来源：北京旅游局、世纪证券研究所

Figure 45 北京市三星级酒店平均房价及变化



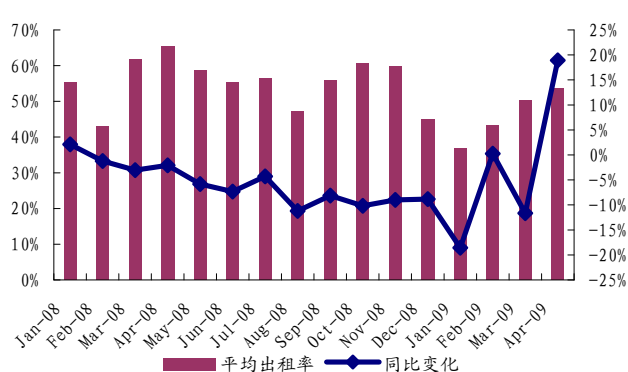
数据来源：北京旅游局、世纪证券研究所

Figure 46 北京市三星级酒店平均出租率及变化



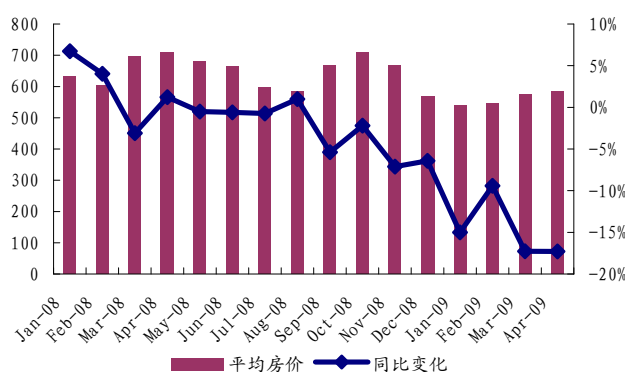
数据来源：北京旅游局、世纪证券研究所

Figure 47 上海市星级酒店平均出租率及变化



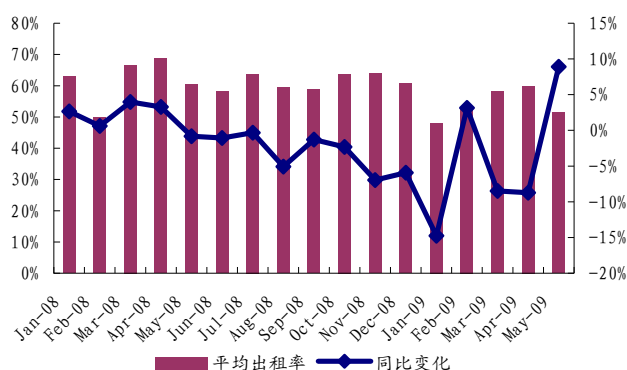
数据来源：上海市旅游局、世纪证券研究所

Figure 48 上海市星级酒店平均房价及变化



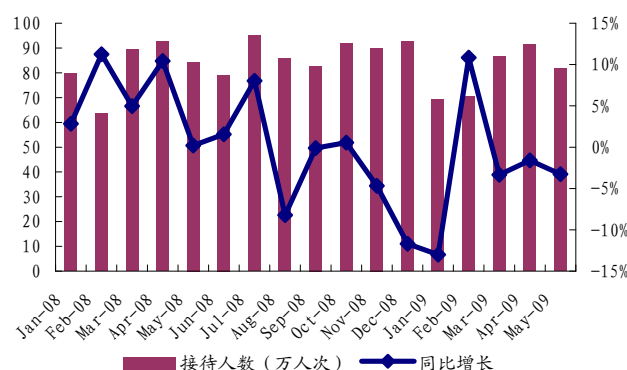
数据来源：上海市旅游局、世纪证券研究所

Figure 49 深圳市酒店平均出租率及变化



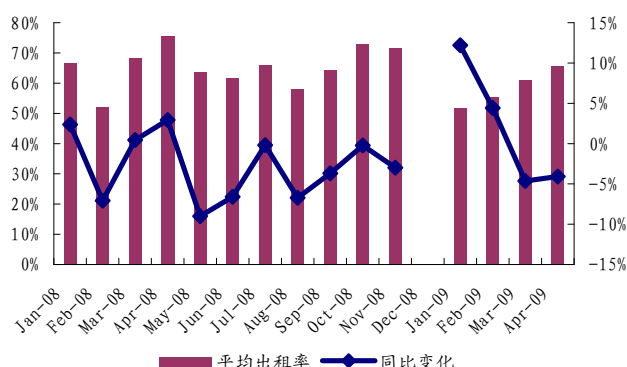
数据来源：深圳市旅游局、世纪证券研究所

Figure 50 深圳市酒店接待人数及变化



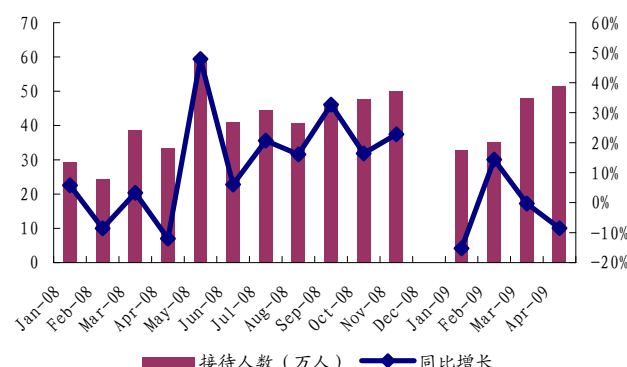
数据来源：深圳市旅游局、世纪证券研究所

Figure 51 南京市星级酒店平均出租率变化



数据来源：南京市旅游局、世纪证券研究所

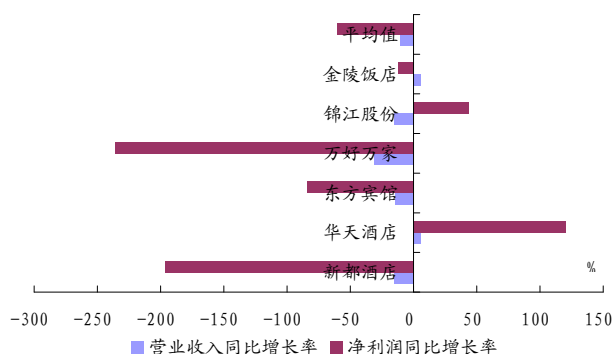
Figure 52 南京市酒店接待人数及变化



数据来源：南京市旅游局、世纪证券研究所

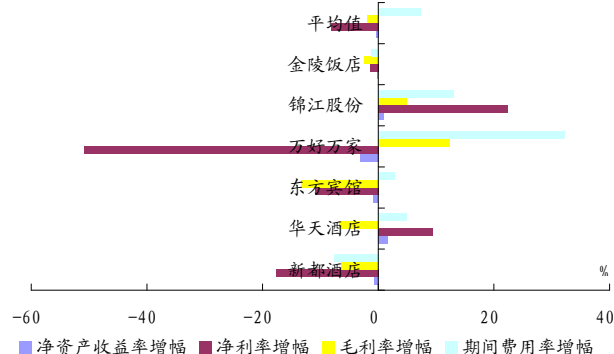
从 6 家酒店上市公司的一季度业绩表现看，经济危机的重创更加显现，短期下行已成定局。

Figure 53 1Q09 收入和净利润同比变化



数据来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 54 1Q09 盈利能力同比变化



数据来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

2、经济型酒店：具高抗跌性，寄望为酒店业复苏引擎，

相比星级酒店，经济型酒店在经济危机中的生存空间要远高于星级酒店。尽管受到旅游人数降低，商务会议缩减，业务下降的压力，但是

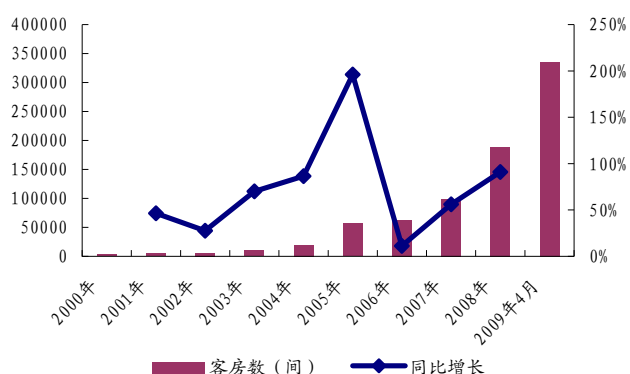
对于经济型酒店来说，由于有价格和便捷的优势，显示出“高抗跌性”。

据中国经济型酒店网统计，金融危机对高星级酒店的冲击很大，出租率下降 50%左右；对经济型酒店的影响并不显著，下降幅度大概在 5%-10%，而对中西部城市几乎没有影响。又据中国连锁经营协会首次公布的“2008 中国特许经营连锁行业调查”报告，经济型连锁酒店行业成为 2008 年发展最为迅猛的特许经营业态，销售增幅最高，连锁酒店企业的平均销售收入增幅为 63%，门店增幅 87%，为所有 60 大类的连锁特许经营行业当中的佼佼者。再如，汉庭今年三四月份的 RevPar 即已经恢复到去年第三季度的水平。如家快捷第一季度营业收入比去年同期增长了 49.1%；净利润为人民币 50 万元，去年同期净亏损为人民币 5030 万元；预计今年第二季度总营业收入将达到人民币 6.1 亿-6.3 亿元。

经济危机也创造了经济型酒店扩张的机遇。据了解，如家快捷第一季度新增酒店 51 家，截至 3 月 31 日，还有 28 家租赁经营酒店和 35 家特许经营酒店处于签约和建设之中，其在 2009 年计划全国新开 130-150 家店；七天连锁酒店预计 2009 年新开店将达到 150 家至 180 家分店，虽然开店增长速度放缓，但仍保持一倍以上的增长。

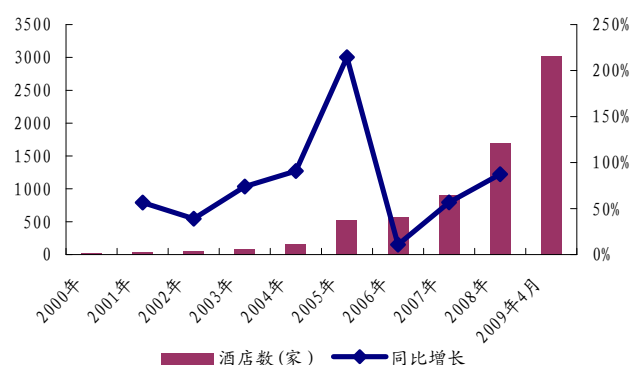
经济型酒店具有良好发展态势，从中美经济型酒店存量和比重对比，可以看出该趋势：美国人口 3 亿，中国总人口 13 亿（城市人口 4 亿）；美国品牌经济型酒店总数为 2 万家，占美国酒店总数的 42%，中国品牌经济型酒店总数为 2000 家，占酒店总数的 1%还不到；美国前 10 位的品牌经济型酒店占经济型酒店的 57%，而中国前 10 位的品牌经济型酒店所占比例还不到 5%。

Figure 55 经济型酒店客房数及变化



资料来源：中国经济型酒店网、世纪证券研究所

Figure 56 经济型酒店数量及变化



资料来源：中国经济型酒店网、世纪证券研究所

中国最大的经济型酒店为如家快捷酒店，但目前已开业酒店数量才 516 家。目前上市公司中，仅万好万家（21 家，2534 间客房）是唯一专业从事经济型酒店连锁业务的，其他的上市公司经济型酒店连锁业务仅

占很少部分，如金陵饭店、华天酒店、锦江股份、中青旅。

Figure 57 2009 年 4 月中国前十大经济型连锁酒店品牌

名次	品牌	平均房价（元/间/天）	客房数（间）	开业酒店数量
1	如家酒店连锁	197	60043	516
2	锦江之星旅馆	188	36822	262
3	莫泰连锁酒店	207	32771	180
4	7 天连锁酒店	187	27787	258
5	汉庭酒店	228	23571	194
6	格林豪泰	204	15924	145
7	速 8 酒店	201	8921	95
8	宜必思	166	5114	25
9	维也纳酒店	216	4351	19
10	中洲快捷	153	2850	22

资料来源：中国经济型酒店网、世纪证券研究所

Figure 58 截止 2009 年 4 月上市公司旗下经济型酒店

上市公司	旗下经济型酒店品牌	平均房价（元/间/天）	客房数（间）	开业酒店数量
锦江股份	锦江之星旅馆	188	36822	262
万好万家	万好万家	247	2534	21
华天酒店	华天之星	177	2037	15
中青旅	中青旅山水酒店	288	1760	12
金陵饭店	金一村	181	1168	12

资料来源：中国经济型酒店网、世纪证券研究所

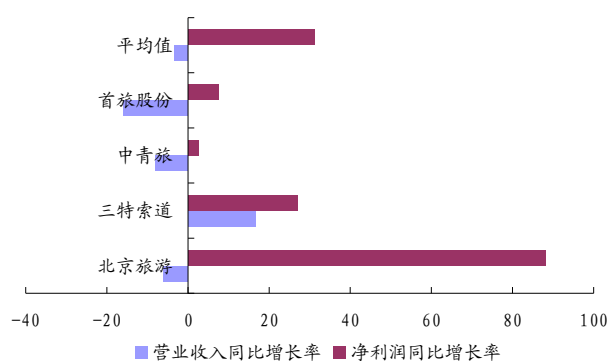
我们认为，下半年，旅游饭店总体房价将逐渐稳定下来，经济型酒店和二、三线城市成为酒店业寄望拉动复苏的引擎。

旅游综合：多元化业务支持盈利能力恢复增长

根据中国旅游研究院调查数据显示，综合性旅游企业有近一半营业收入出现小幅上涨或者持平，热点旅游城市、重点景区、经济型酒店和主要布点在二线城市的旅游集团表现不俗。

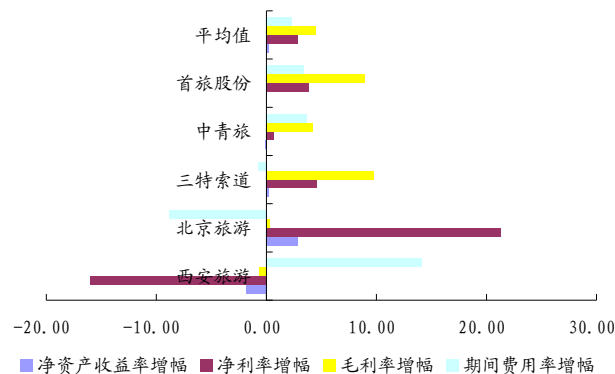
不过，从我们统计的 09 年 1 季度 5 家旅游综合上市公司的业绩表现看，收入增长并不尽人意，但净利润除西安旅游外均实现了正增长，盈利能力恢复增长均较好。（注：西安旅游受入境收入的减少，1 季度营业收入和净利润同比下降 12.95%、898.41%）

Figure 59 4 家旅游综合 1Q09 收入和利润变化



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 60 5 家旅游综合 1Q09 收入和利润变化



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

从旅游综合业务构成看,我们认为,旅行社业务占主营比重较高的旅游综合企业经营堪忧,尤其是中西部地区的大中型旅行社。据中国旅游研究员的数据显示,一季度中西部旅行社的入境游客人数锐减高达 50%-70%,原因主要是经济危机造成入境游客持续下滑,西安旅游一季度业绩表现较差也反映了这一现象。另外,09 年 5 月 1 日实行的新《旅行社条例》降低了旅行社的准入门槛,使市场竞争加剧,经营风险及压力增大,对旅行社业务的毛利率也构成较大影响,而甲型流感疫情的扩散无疑又是重磅一击。以中青旅的旅行社业务为例,2003 年受非典的影响,中青旅的旅行社业务毛利率从 2002 年的 14.3% 下降到 2003 年的 9.1%,直到 2004 年才有所反弹。不过,随着三季度旅游的旺季的到来,预计旅游线路价格将有所回升,旅行社业务的毛利率将会好转,但总体仍不乐观。

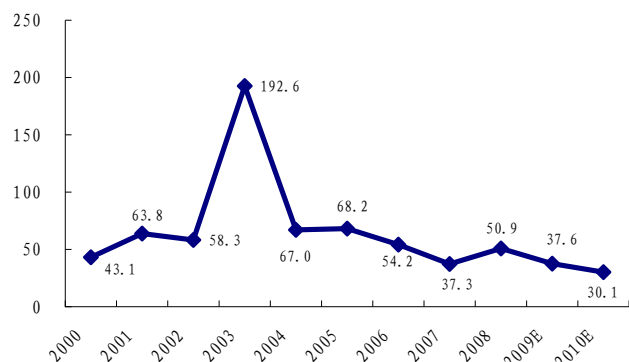
行业估值: 已处历史低位, 但明显高于 A 股整体估值水平

旅游行业与 A 股估值比较

我们选择 Wind 资讯录入的旅游行业 18 家上市公司最新一致盈利预测数为样本,并以 09 年 6 月 11 日的 13 家上市公司的平均收盘价 11.06 元测算 09、10 年行业平均动态市盈率分别为 32.6、30.1 倍,与历史纵向比较,平均市盈率已经处于历史底部。

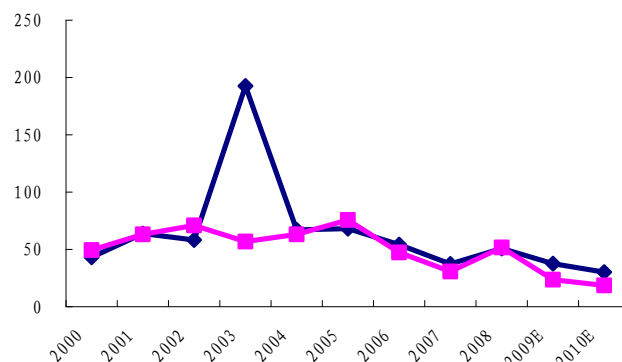
采取同样的测算方法,我们对全部 A 股的上市公司进行了估值,两者比较,旅游行业整体估值显著高于 A 股,09、10 年动态溢价率分别为 58.9%、61.8%。

Figure 61 旅游行业 18 家上市公司平均动态市盈率



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 62 旅游行业与 A 股平均动态市盈率比较

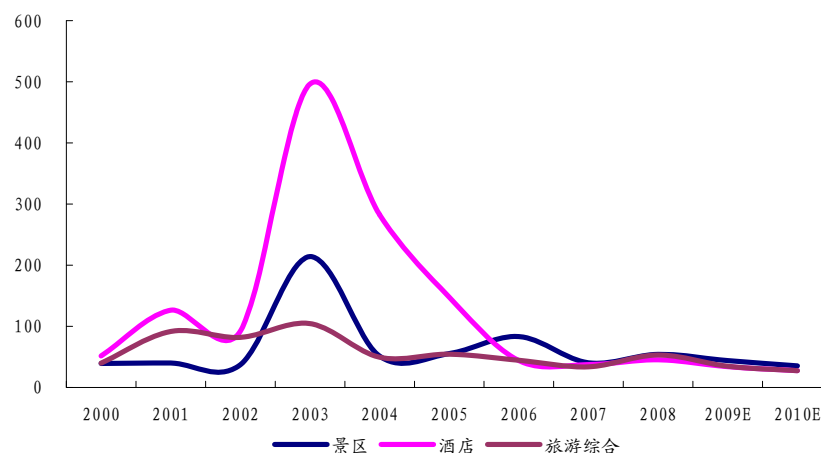


资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

各业态估值比较

从旅游行业各业态估值看, 景区 09、10 年的动态市盈率要高于酒店和旅游综合, 分别达到 43.95 倍、35.39 倍; 而酒店 09、10 年的动态市盈率分别为 33.95 倍、27.41 倍, 旅游综合 09、10 年的动态市盈率分别为 34.82 倍、27.56 倍。我们认为, 景区估值之所以高于同行业其他业态, 是其垄断资源优势以及业绩保障性比酒店和旅游综合要确定。

Figure 63 旅游行业各业态动态市盈率比较



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

维持“中性”行业评级

虽然行业整体已现复苏迹象, 估值也居历史低位, 但要高于 A 股整体估值水平。虑及经济危机对旅游行业和上市公司经营造成的负面影响犹存, 而甲型 H1N1 流感疫情的大范围爆发无疑又使其雪上加霜。因此, 继续维持“中性”行业评级。

重点选择二类投资品种

一、选择业绩确定性成长的景区龙头公司

在行业低位运行之时，传统景区依然备受游客青睐。因此，我们依旧认为品牌卓著、核心竞争力突出、未来业绩成长性良好、估值优势显著的行业龙头仍是投资首选，是国内旅游市场恢复性增长的最大的赢者。如黄山旅游、桂林旅游、峨眉山。

二、关注主题投资概念股

存在并购重组或资产注入、受益世博会的上市公司也是我们投资选择。如东方宾馆、锦江股份、中青旅。

存在风险

世界卫生组织已在 6 月 11 日正式宣布把甲型 H1N1 流感警戒级别升至 6 级(6 级系流感大流行警戒级别最高级)，这意味着世卫组织认为疫情已经发展为全球性“流感大流行”。同时世卫组织预计该疫情会持续约两年。截至北京时间 6 月 15 日 14 时，世界卫生组织确认全球 75 个国家和地区共有 2.97 万例甲型 H1N1 流感确诊病例，其中包括死亡病例 145 例。

在国内也有甲型 H1N1 流感疫情扩散有加速迹象，但总体较为稳定，且主要以输入性病例为主，而在北京、广东等地已发现有输入型二代病例。若疫情进一步蔓延，将淡化游客的出游热情，对长线游的影响更甚。

重点上市公司盈利预测与投资评级

Figure 64 重点上市公司盈利预测与评级

股票代码	股票名称	投资评级	090612 股价	EPS			P/E		
				08A	09E	10E	08A	09E	10E
000069	华侨城 A	增持	18.12	0.35	0.53	0.66	51.77	34.19	27.45
000888	峨眉山 A	增持	9.58	0.09	0.25	0.32	106.44	38.32	29.94
000978	桂林旅游	增持	9.60	0.13	0.28	0.35	73.85	34.29	27.43
002033	丽江旅游	中性	12.90	0.46	0.24	0.30	28.04	53.75	43.00
002059	世博股份	中性	9.85	0.13	0.10	0.17	75.77	98.50	57.94
600054	黄山旅游	增持	15.13	0.40	0.53	0.64	37.83	28.55	23.64
000428	华天酒店	中性	10.95	0.37	0.47	0.61	29.59	23.30	17.95
000524	东方宾馆	中性	8.10	0.02	0.02	0.16	405.00	405.00	50.63
600576	万好万家	中性	7.60	0.09	0.15	0.23	84.44	50.67	33.04
600754	锦江股份	中性	17.65	0.45	0.57	0.61	39.22	30.96	28.93
601007	金陵饭店	中性	6.78	0.22	0.25	0.28	30.82	27.12	24.21
002159	三特索道	中性	7.45	0.09	0.22	0.31	82.78	33.86	24.03
600138	中青旅	增持	10.44	0.31	0.45	0.54	33.68	23.20	19.33
600258	首旅股份	中性	15.53	0.75	0.64	0.78	20.71	24.27	19.91

资料来源：世纪证券研究所

华侨城 A (000069): 公司“旅游+地产”的独特经营模式使其在行业中处具有强竞争优势。整体上市将大幅度提升公司资产价值和盈利能力,公司总资产增加 110%到 293.6 亿元,净资产增加 53%到 105 亿元,每股净资产增厚 0.9 元到 3.03 元, EPS 增厚 31%到 0.46 元。整体上市后,与华房的同业竞争不复存在,公司将持有华房和波托菲诺项目 100%的股权,新增 227 万平方米权益面积到 510 万平方米,增加权益面积达 80%。整体上市后,公司产业链延伸至酒店行业,将新增 2 家五星级酒店、1 家四星级酒店和 18 家经济型酒店 100%的权益,新增客房数 3844 间。随着房地产市场的销售回暖和旅游业的复苏,公司良好成长性可期。

峨眉山 A (000888): 公司拥有峨眉山景区的稀缺和垄断资源优势,存在政府主导下乐山—峨眉山景区管委会利用上市公司资本平台实施乐山—峨眉山景区旅游资源整合的预期。预计三季度公司将上调金顶索道和万年寺两索道价格,目前金顶索道、万年寺索道价格分别为 70 元(往返)、60 元(往返),而峨眉山索道听证方案为:金顶索道价格(含上、下行)拟调为 120 元/人,或 130 元/人;万年寺索道价格(含上、下行)拟调为 110 元/人,或 120 元/人。索道价格上调后,将明显增厚公司 EPS;酒店业务短期内虽对业绩贡献不显,但经营继续好转中;峨眉雪芽将成为公司第三大利润来源,该业务目前还处于市场推广初期,09 年公司计划将位于中山区的茶园种植面积从 3 千多亩提升至 1 万亩,并新开上百家零售门店。09 年一季度经营业绩已显示公司最坏的时刻已经过去,全年业绩反弹有望。

桂林旅游 (000978): 公司拥有中国最美的山水—桂林山水,四大业务在桂林地区处于垄断优势。09 年 1 季度,依赖国内旅游市场的强劲回暖,公司经营形势明显好转:漓江游船客运业务接待量同比增长 25.16%,银子岩景区、丰鱼岩景区、贺州温泉景区接待量分别同比增长 26.37%、29.24%、32.79%。预计随着国家一系列拉动内需、鼓励消费政策的出台,公司各项业务将会出现明显的复苏。公司拟收购桂林“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。若顺利实施,有助于公司整合桂林旅游资源,做大做强桂林旅游业,拓展公司旅游产业的盈利能力,增强公司未来业绩成长动力。

黄山旅游 (600054) 公司拥有黄山景区的垄断性经营权,黄山景区是联合国的世界文化和自然遗产,具有资源的不可复制性。且黄山位于长江三角洲的腹地,紧靠上海、南京、杭州等经济发达地区,已与周边各主

要城市贯通高速公路，交通极为便利，有望受益 2010 年上海世博会。此外，公司同时拥有黄山景区全部酒店的经营权，这一垄断优势使得公司对酒店的价格有着完全的控制能力。随着旅游市场的回暖，加上公司景区门票自 09 年 5 月 1 日开始提价（旺季提价 15%、淡季提价 25%），公司全年业绩将继续保持增长。

中青旅（600138）：公司主业仍以旅行社所占比重最大，但贡献较微。公司拥有云、贵、川三省福利彩票销售经营权，贡献稳定利润来源。公司郑州和杭州房地产业务随着市场的逐步回暖顺利完成销售，而位于慈溪市中心的新项目已于 5 月份开工，未来销售比较乐观。但公司目前和未来盈利增长最亮点是乌镇景区，景区将充分受益于 2010 年的上海世博会以及小长假。乌镇景区具有明显的地理优势和水乡景观优势，对利润的贡献度在逐步提升。景区目前主要有门票收入、酒店收入和其他业务收入（包括商铺销售、游船、餐饮等），门票收入占比约在 50%，酒店业务收入占比约 25%。08 年 09 年一季度，西栅接待量约 13 万人次，增速在 30%以上，总收入约 3000 万元。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.