

平淡当中不乏亮点

——旅游行业 2009 年中期投资策略报告

要点:

- **2009 年旅游行业将保持低速增长态势。**推动 09 年旅游行业增长的两个因素是各省出台的旅游消费政策以及 08 年低基数效应，这两个因素推动国内游市场稳定增长，而负面因素则来自于 4 月份开始的甲型 H1N1 流感，引发出入境游市场下降。由于国内游市场收入占旅游市场总收入的比重超过 75%，我们预计 09 年旅游行业将维持 7% 的增速，仍高于行业 08 年 5.3% 的实际增速。
- 就子行业的经营来看，(1) 入境游市场持续下降引发高星级酒店经营下降，其中，酒店星级越高入住率和房价下滑幅度越大；(2) 出境游市场 5 月份开始下降，旅行社经营受冲击首当其冲。尽管前四个月出境游市场保持 4.6% 的增长，但 4 月份开始爆发的甲型 H1N1 流感疫情则导致出境游市场出现下降。出境游市场多是组团进行，且是利润率最高的市场，甲型 H1N1 流感疫情导致出境游旺季需求大幅减少，旅行社首当其冲受到冲击。
- **行业发展呈现短途游趋势。**假日制度改革和经济减速导致短途游趋势明显，短途游趋势下景区是受益最大的行业，直接受益于短途游带来的游客数量的增长。除此以外，全国的名山大川纷纷提价，并且凭借着景区的知名度，保持量价齐升的趋势。国内旅游市场的主要客源来自长三角和珠三角地区，在短途游趋势下，东部景区最受主要客源地消费者青睐，故地理优势突出的景区增长最为确定。
- **联合重组已成大势所趋。**在省际区域联盟初步形成的同时，各省开始省级旅游资源整合，并形成省级旅游集团。2009 年的上半年已经有四川、云南、重庆、广东等 7 个省市整合旅游资产，并组建大型旅游企业集团，政府是推动旅游行业整合的主要力量。省级旅游资源整合后面临发展的要求，而资本市场能够解决旅游行业前期投资过大的资金需求，故省级旅游资源的整合也给相关上市公司资产注入带来想象空间。尽管存在资产注入预期，但由于资产注入时间和注入的具体资产有着很大的不确定性，我们建议投资者可重点关注峨眉山、首旅股份和华天酒店。
- **行业评级和投资策略：**旅游行业受甲型 H1N1 流感冲击导致增速稍微下降，再加之目前旅游行业 PE 已升至高位达到 52 倍，我们下调旅游行业的投资评级为“中性”。下半年的投资策略应侧重于景区公司与主题投资，景区公司中我们重点推荐黄山旅游和峨眉山，主题投资中我们谨慎推荐锦江股份和首旅股份。

分析师

刘月平, CFA

☎ 0755-83515203

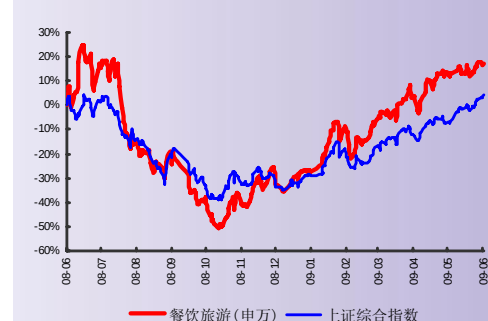
✉ lyp@cgcws.com

投资评级：中性（下调）

重点公司盈利预测及评级

股票简称	09EPS	10EPS	09PE	10PE	投资评级
黄山旅游	0.46	0.56	34	28	推荐
峨眉山	0.25	0.28	42	38	推荐
丽江旅游	0.48	0.42	28	33	谨慎推荐
首旅股份	0.64	0.65	25	24	谨慎推荐
锦江股份	0.45	0.50	40	36	谨慎推荐
中青旅	0.30	0.32	54	55	中性
全聚德	0.53	0.52	35	33	中性

行业表现



相关报告

- 《旅游行业 2008 年年报和 2009 年一季报综述》2009 年 5 月 7 日 “谨慎推荐” 评级
- 《旅游行业 2009 年第二季度投资策略报告》2009 年 3 月 26 日 “谨慎推荐” 评级
- 《旅游行业 2009 年年度投资策略报告》2008 年 12 月 9 日 “谨慎推荐” 评级

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



目录

一、旅游行业市场景气分析与展望	4
1、2009 年旅游行业将维持 7%的增速	4
2、入境游市场继续下降，并引发高星级酒店经营下降	6
3、出境游市场 5 月份开始下降，旅行社经营受冲击首当其冲	8
4、假日经济和低基数推动国内游稳定增长	9
二、我国旅游行业发展趋势	11
1、短途游趋势明显	11
2、联合或重组已成大势所趋	14
三、旅游行业 2009 年下半年投资策略	16
1、旅游行业投资评级	16
2、下半年投资策略	17

图表目录

表 1: 2009 年 1-4 月游客人次和旅游收入出现增速降缓	4
表 2: 全国 17 个省市推出旅游消费刺激政策	4
表 3: 2009 年旅游行业收入增速的敏感性分析	6
表 4: 甲型 H1N1 流感疫情进展	8
表 5: 2009 年第二季度三个小黄金周的游客人次增长 20%	10
表 6: 2009 年第二季度三个小黄金周的旅游收入增长 20%左右	10
表 7: 全国的名山大川在限价政策出台前或者限定时间结束后纷纷提价	12
表 8: 2009 年全国监测的 90 个景区（点）的游客人次和门票收入增长情况	13
表 9: 区域联盟兴起	14
表 10: 省级资源整合风起云涌	14
表 11: 旅游行业上市公司 2009 年资产注入进展及投资机会分析	15
表 12: 重点旅游公司投资评级和估值	18
图 1: 四川省 09 年的游客人次增速超过 08 年	5
图 2: 四川省 09 年的旅游收入增速在前四个月低于 08 年，5 月受低基数影响出现正增长	5
图 3: 丽江市游客人次 09 年 5 月受低基数影响增长 58%	5



图 4: 丽江市旅游收入 09 年 5 月受低基数影响增长 58%	5
图 5: 2009 年入境总人次延续 08 年下降趋势	6
图 6: 2009 年外国人入境总人次延续 08 年下降趋势	6
图 7: 北京上海外国人占总入境人数比重达到 87%、68%	7
图 8: 北京上海外国人入境人数下降幅度超出全国	7
图 9: 北京五星级酒店 2009 年前四个月平均客房收入下降 41%	7
图 10: 北京四星级酒店 2009 年前四个月平均客房收入下降 30%	7
图 11: 上海五星级酒店 2009 年前四个月平均客房收入下降 38%	8
图 12: 上海四星级酒店 2009 年前四个月平均客房收入下降 34%	8
图 13: 四川省五一黄金周增长稳定-2008 年和 2009 年为三个小黄金周数据汇总	10
图 14: 安徽省五一黄金周增长稳定-2008 年和 2009 年为三个小黄金周数据汇总	10
图 15: 低基数导致丽江市国内游客人次 5 月大幅增长	11
图 16: 低基数导致四川省国内游客 5 月大幅增长	11
图 17: 春节黄金周一日游和过夜游游客增速差异稳定	11
图 18: 国庆黄金周一日游和过夜游游客增速差异拉开	11
图 19: 海南省过夜游客人次 09 年有下降趋势	12
图 20: 北京星级饭店接待国内客人次基本无增长	12
图 21: 峨眉山游客人次 09 前 5 个月增长 17.8%	13
图 22: 峨眉山门票收入 09 前 5 个月增长 59.2%	13
图 23: 2009 年初至今旅游上市公司股价涨幅% (截止 2009 年 6 月 23 日)	17
图 24: 目前旅游行业 PE52 倍, 达到 2008 年 5 月水平	17
图 25: 重点旅游公司 PE 水平自 08 年 10 月以来低于行业整体 PE	17



一、旅游行业市场景气分析与展望

1、2009 年旅游行业将维持 7%的增速

上半年旅游市场继续保持增长，但增速趋缓。尽管上半年经济处于低谷，旅游行业仍是继续保持增长。从部分省 09 年前四个月的游客人次和旅游收入来看（见表 1），个位数或者 10%左右的增速最为集中，且出现增速趋缓的趋势。推动旅游行业增长的动力来自于各地推行的旅游消费优惠政策（见表 2），截止到 6 月初，全国共有 17 个省推出了刺激旅游消费政策，主要通过送优惠券或免门票、或打折的方式进行，且政策出台的时间都集中在春节、4 月和 6 月。受这场全国范围内的高密度的旅游消费活动影响，游客人次的增速超过旅游收入的增速（见图 1-图 4）。5 月份开始，08 年地震带来的低基数是导致旅游行业增速较高的另一因素，5 月份四川省和丽江市的游客人次和旅游收入都出现明显的大幅增长，各自的 5 月的旅游收入增幅分别是 197%和 58%。

表 1: 2009 年 1-4 月游客人次和旅游收入出现增速降缓

	游客人次 万	旅游收 入亿元	游客人 次同比	旅游收 入同比	数据点评
湖南	4632.5	299.76	30%	30%	旅游收入继续保持稳定增长趋势，2007 年和 2008 年的收入增速分别为 24.5%和 16.25%。
山西		204.8		14.30%	旅游收入增速趋缓，2007 年和 2008 年上半年收入增速分别为 35.7%和 25%。
四川	7274	427.93	9.40%	13.70%	游客人次继续保持稳定增长，但旅游收入增速趋缓，见图 1 和图 2。
河北	3025.25	163.29	10.78%	11.27%	游客人次和旅游收入增速平稳，2007 年的游客人次和收入增速分别为 10.7%和 14%。
海南	789.16	77.44	5.90%	5%	游客人次和旅游收入出现增速趋缓，见图 3 和图 4。
福建		344.2		3%	游客人次和旅游收入增速平稳，2007 年和 2008 年上半年收入增速分别为 23.7%和 0%。

数据来源：各省旅游局、长城证券研究所

表 2: 全国 17 个省市推出旅游消费刺激政策

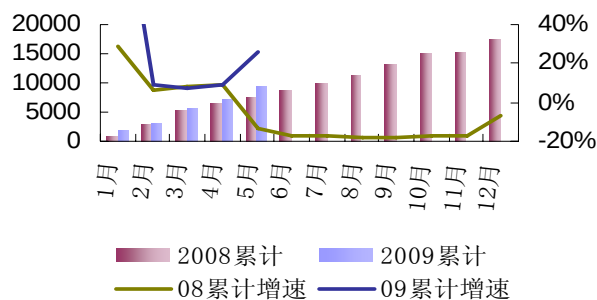
省份	地方优惠推出时间	优惠政策
北京	春节、4 月和 6 月	春节推出 2 万张免费门票、旅游代金券、“五一”前送出免费景区门票
浙江	3 月、6 月	杭州首发旅游券 1 亿元，安吉县派送 3000 万元共享券给长三角市民、发放 1000 万“春乐在临安”旅游消费券、杭州推第二期一亿元旅游消费券
江苏	春节	上半年 27 个著名景点半价优惠、南京市发放 2000 万元的乡村旅游消费券，扬州启动近 10 年来力度最大的门票优惠政策，常州派发总价值超过百万元的景区门票抵用券
上海	2 月、6 月	自 2 月 24 日起，在 18 个景点实行周二门票半价的优惠；上海浦东发 9 亿元旅游优惠券
安徽	2 月	将以门票折扣的方式向来皖旅游的游客派送“旅游大礼包”
重庆	2 月、6 月	100 万元旅游券、重庆：出台一揽子旅游优惠政策
天津	3 月	首发一千万元旅游消费券 3 月 1 日集中派送
广东	2 月	2 月 24 日开始三地启动“旅游下乡”农民旅游可享 13%补贴



湖南	3月、4月底	百万旅游消费券将向市民免费大派送；省旅游局又联合省高速公路管理局在全国率先推出“锦绣潇湘红五月，快乐湖南自驾游”活动，
河北	春节、4月	截至今年4月底，共发放消费券约5000万元，其中100万为餐饮消费券
河南	4月、6月	郑州旅游消费券发行总额为1亿元人民币，洛阳市发放价值达5亿元的旅游消费券；安阳市发放1000万元的门票；平顶山市所有景区在“五一”假日期间实行门票全免
四川	春节、4月、6月	实施四川旅游价格洼地优惠政策，全省各大景区的‘吃住行游购娱’都联合让利。成都市都江堰共11个国有景区（点）制发“熊猫卡”对国内游客减免门票；
海南	4月	海口首次岛外发放旅游消费券 总额达570万元
山西	4月	山西省推行“扩大旅游消费春季行动”，省政府拿出千万元消费券发给省外游客，以及各地“一卡通”的施行和景区免费赠送门票、打折等惠民活动
湖北	4月	全省旅游行业通过发放旅游消费券，让利金额逾4亿元。武汉市发放2.22亿元旅游消费券，宜昌景区让利5000万元，孝感景区让利4360万元，十堰景区让利2500万元等
江西	4月	江西上饶向市民发放旅游消费券三清山凭券免收门票
陕西	4月	陕西咸阳发放亿元旅游消费券

数据来源：公开媒体、长城证券研究所

图1：四川省09年的游客人次增速超过08年



数据来源：四川省旅游局、长城证券研究所

图2：四川省09年的旅游收入增速在前四个月低于08年，5月受低基数影响出现正增长

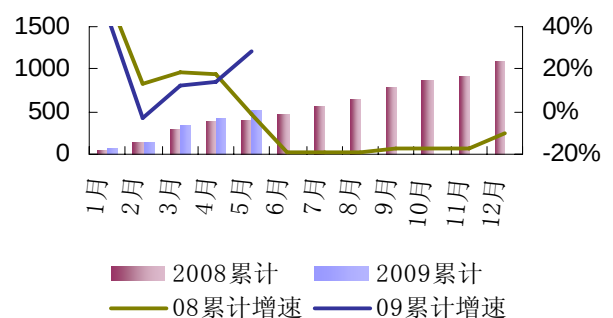
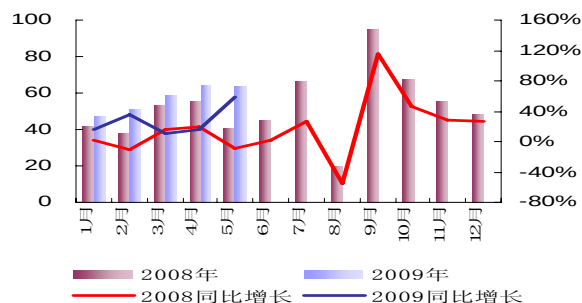
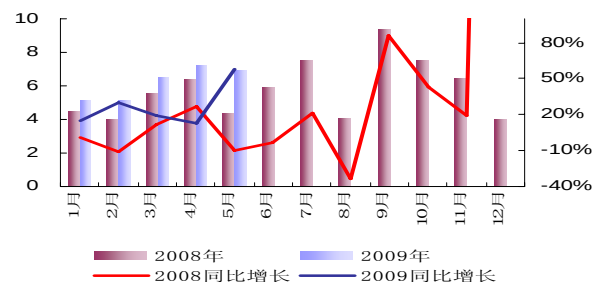


图3：丽江市游客人次09年5月受低基数影响增长58%



数据来源：丽江市旅游局、长城证券研究所

图4：丽江市旅游收入09年5月受低基数影响增长58%



低增长趋势全年有望延续。推动09年旅游行业增长的两个因素是各省出台的旅游



消费政策以及 08 年低基数效应，这两个因素推动国内游市场稳定增长，而负面因素则来自于 4 月份开始的甲型 H1N1 流感。尽管甲型 H1N1 流感属于境外输入型，但此流感发生在旅游行业的旺季，不可避免地引发出入境游市场下降。由于国内游市场收入占旅游市场总收入的比重超过 75%，在国内游收入稳定增长的背景下，09 年旅游行业收入增速仍将维持增长态势。我们在 3 月发布的旅游行业策略报告中预测 09 年旅游行业收入增速为 9.7%，若将甲型 H1N1 流感的负面因素考虑进来，国内游收入占比将进一步上升，我们将国内游收入占比的预测从 77%上调到 79%，预计 09 年旅游行业将维持 7%的增速，但仍高于行业 08 年 5.3%的实际增速（见表 3）。

表 3：2009 年旅游行业收入增速的敏感性分析

		国内旅游收入占比						
		74%	75%	76%	77%	78%	79%	80%
国内旅游收入增长率	0%	1.9%	0.6%	-0.8%	-2.0%	-3.3%	-4.5%	-5.7%
	5%	7.0%	5.6%	4.2%	2.8%	1.5%	0.2%	-1.0%
	10%	12.1%	10.6%	9.2%	7.7%	6.4%	5.0%	3.7%
	12%	14.2%	12.6%	11.1%	9.7%	8.3%	6.9%	5.6%
	15%	17.2%	15.6%	14.1%	12.6%	11.2%	9.8%	8.4%
	20%	22.3%	20.7%	19.1%	17.5%	16.0%	14.6%	13.1%

资料来源：长城证券研究所

2、入境游市场继续下降，并引发高星级酒店经营下降

全国入境游人次继续下降。2009 年前 5 个月入境人次和外国人入境人次分别较 08 年下降 4.8%和 20.9%，连续 9 个月出现入境人次的下降。分月来看（见图 5 和图 6），4 月份的入境人次在 09 年首次出现 2.2%的小幅增长，主要是受占比 60%的香港入境人次增长 8%的影响，而外国人单月入境人次自 08 年 5 月以来一直是两位数的下降，并在 08 年的 8 月、09 年的 1 月和 3 月下降幅度超过 20%。08 年 9 月开始的国际金融危机是影响入境游市场下降的主要因素，在国际金融危机尚未结束之前，09 年入境游客人次的持续下降已不可避免。5 月份甲型 H1N1 流感在全球扩散则导致脆弱的入境游市场再次下降。由于国际金融危机以及甲型 H1N1 流感发源于美国及墨西哥，而入境游市场受国际经济及疾病影响明显，我们预计 09 年的入境游市场将继续下降，且下降幅度将超出 08 年 1.4%水平（08 年前四个月入境游客人次是正增长，部分抵消后几个月的下降）。

图 5：2009 年入境总人次延续 08 年下降趋势

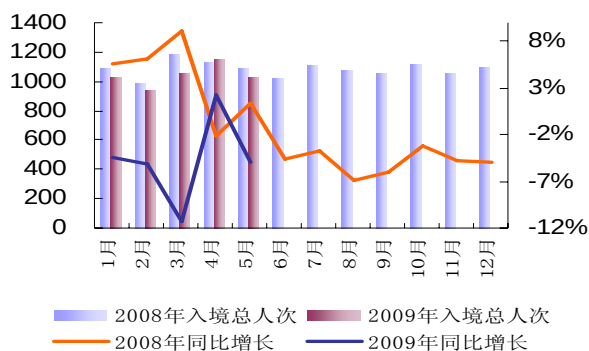
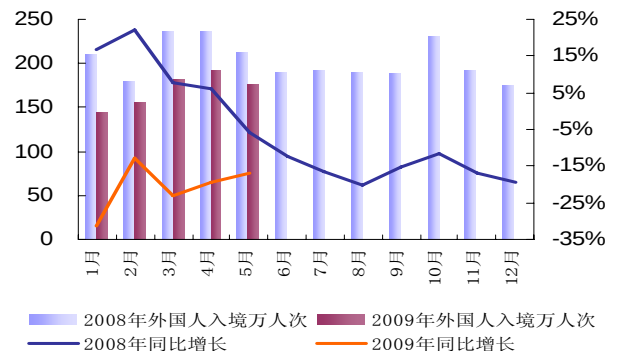


图 6：2009 年外国人入境总人次延续 08 年下降趋势

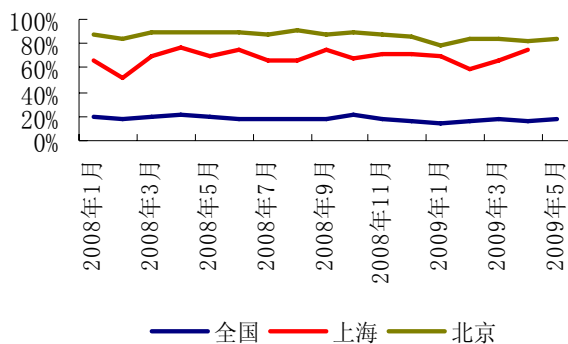


数据来源：国家旅游局、长城证券研究所



入境游人次下降引发国际关联度高的城市的高星级酒店经营下降。从各年度地方外汇收入的排名来看，广东省、上海和北京稳定位居前三甲。入境人次以外国人为主的特征是这些省市外汇收入排名靠前的原因（见图7）。自2008年3月以来，北京和上海的外国人入境人次率先下降，超出全国水平（见图8）。入境游下降，尤其是外国人入境人次下降影响最大的子行业是高星级酒店。我国的高星级酒店是以入境游客为主要目标市场而发展起来的，当入境游客下降时，国际关联度高的北京和上海纷纷出现房价和入住率的双双下降，并进而导致平均每间客房收入的大幅下滑。2009年前四个月北京五星级和四星级酒店的平均每间客房收入下滑41%和30%（见图9、图10），而上海五星级和四星级酒店的平均每间客房收入下滑38%和34%（见图11、图12）。其中，酒店星级越高入住率和房价下滑幅度越大，北京和上海四星级酒店的经营状况都好于五星级，以上海为例，上海五星级酒店2009年前四个月房价下降21%、出租率下降15%，而上海四星级酒店2009年前四个月房价下降17%、出租率下降12%。

图7: 北京上海外国人占总入境人数比重达到87%、68%



数据来源：国家旅游局、长城证券研究所

图8: 北京上海外国人入境人数下降幅度超出全国

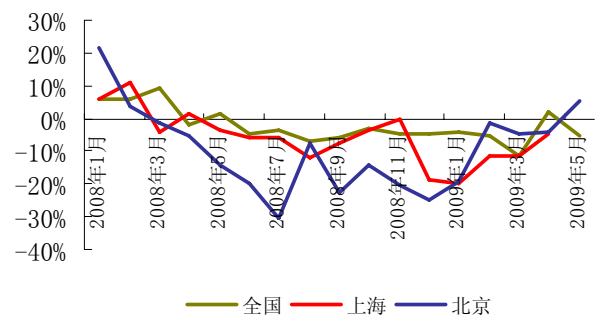
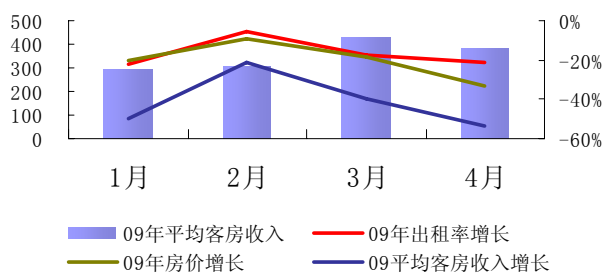


图9: 北京五星级酒店2009年前四个月平均客房收入下降41%



数据来源：北京旅游局、长城证券研究所

图10: 北京四星级酒店2009年前四个月平均客房收入下降30%

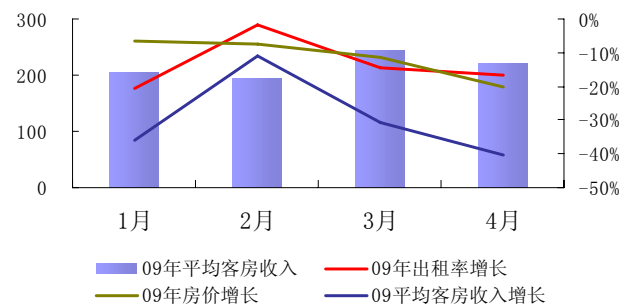


图 11: 上海五星级酒店 2009 年前四个月平均客房收入下降 38%

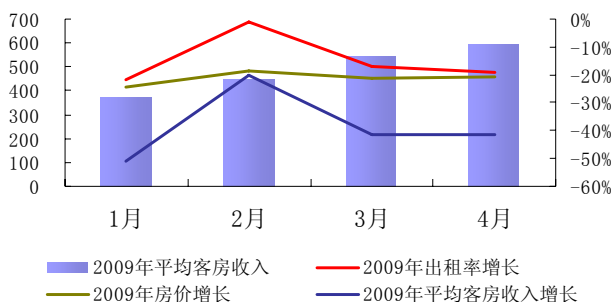
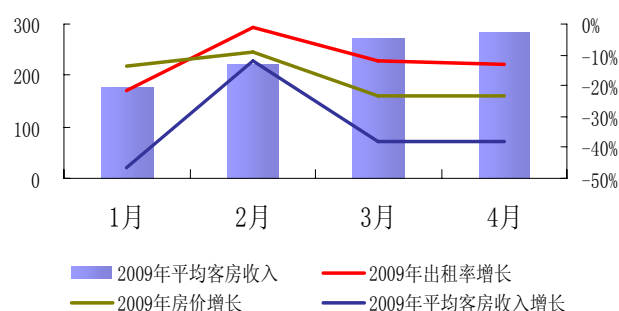


图 12: 上海四星级酒店 2009 年前四个月平均客房收入下降 34%



数据来源：上海旅游局、长城证券研究所

3、出境游市场 5 月份开始下降，旅行社经营受冲击首当其冲

出境游市场受甲型 H1N1 流感影响明显。2009 年出境游市场的发展可分为两个阶段，其中前四个月保持 4.6% 的增长，但增幅较去年同期下降 14%（根据国家旅游局在“河南旅游产业发展大会”的官方发言），而 4 月份爆发甲型 H1N1 流感疫情则导致出境游市场出现下降。尽管甲型 H1N1 流感疫情可防可治且死亡率很低，但鉴于 SAS 前例国家高度重视，对于疾病的控制比较严格。自 4 月 28 日起，国家旅游局发布墨西哥旅游警告，并对意大利、爱尔兰、德国、法国、瑞士、丹麦等众多欧洲旅游目的地国家发出预防流感的出行提示（见表 4）。尽管官方发布的旅行警告并不具有法律效力，也没有形式上的强制性。但是一旦旅行社没有听从警告而发生问题，肯定要承担全部责任，故此类政府通告对旅行社具有相当强的约束力，一般都是令行禁止。至 6 月 12 日零时，世界卫生组织发表声明，将流感大流行预警级别从 5 级升为 6 级，这表明甲型 H1N1 流感正在发生全球大流行。至此，欧美游、日本游等出境旅游线路在 5 月-6 月被取消，出境游市场明显下降。从我国甲型 H1N1 流感疫苗的研发进展来看，预计 8 月中旬能用于人体观察，预计 8 月开始出境游市场将逐渐恢复。

表 4: 甲型 H1N1 流感疫情进展

日期	事件
4 月 13 日	猪流感疫情在墨西哥蔓延
4 月 24 日	世卫组织宣布墨西哥证实出现“猪流感”患者约 800 例，包括 60 例死亡病例；美国出现 7 例确诊病例。
4 月 27 日	4 月 27 日基于墨西哥和美国疫情分析，世卫组织宣布将警戒级别从 3 级提升至 4 级，声明“大流行风险显著提高”。当天，欧洲证实出现最早 3 例确诊病例。
4 月 27 日	国家旅游局成立了应对甲型 H1N1 流感疫情防控领导小组，启动了旅游系统疫情应急机制
4 月 28 日	国家旅游局发布墨西哥旅游警告，建议中国公民近期暂缓赴墨西哥旅游。
4 月 30 日	世卫组织采用“甲型 H1N1 流感病毒”的说法替代原有猪流感一说，宣布专家证实这种病毒并非在猪与猪之间传播。
5 月 1 日	国家旅游局方面则从“五一”开始，对于意大利、爱尔兰、德国、法国、瑞士、丹麦等众多欧洲旅游目的地国家发出预防流感的出行提示。
5 月 10 日	我国四川发现首例甲型 H1N1 流感病例



5月11日	世界卫生组织公布对甲型H1N1流感病毒的调查结果,该病毒在健康人群中只能引起很轻的症状,而若患有慢性病的人群感染此病毒,则容易导致重病甚至死亡。
5月20日	全球确诊病例突破1万例,死亡病例达80例。
5月30日	世界卫生组织确认全球54个国家和地区共有15510例甲型H1N1流感确诊病例,其中包括死亡病例99例。我国内地报告25例输入型甲型H1N1流感确诊病例。
6月12日	世界卫生组织确认全球75个国家和地区共有28774例甲型H1N1流感确诊病例,其中包括死亡病例144例。2009年6月12日零时,世界卫生组织发表声明,将流感大流行预警级别从5级升为6级,这表明甲型H1N1流感正在发生全球大流行。同时,世卫组织继续建议暂不要限制旅行,不要关闭边界。
6月9日至19日	根据卫生部的通报,我国内地每天新增的甲型H1N1流感确诊病例都超过两位数;报告的确诊病例也从6月8日18时的89例增加到6月19日22时的329例。
6月20日	中国各地H1N1甲型流感疫情统计:全国共733例,其中内地414例,无死亡案例。
疫苗研发进展	北京天坛生物制品股份有限公司已获得WHO提供的生产毒株,于6月17日启动了甲型H1N1流感疫苗的研制工作。目前,甲型H1N1流感疫苗研发进展顺利,预计8月10日左右疫苗制成,8月中旬能用于人体观察。

资料来源:公开媒体、长城证券研究所

旅行社经营受冲击首当其冲。出境游市场多是组团进行,旅行社首当其冲受到冲击,再加之此次甲型H1N1流感疫情发生在旅游旺季,旅行社受到的主要负面影响是:

(1)出境游业务需求直接减少。5-7月一般是美国、法国、德国、意大利等欧美出境旅游目的地国家最为旺季的时刻,而6月至8月是即将到来的暑期旺季市场,在甲型H1N1流感疫情的影响下,往年的旅游旺季突然冷清了许多。据媒体披露,5月份突如其来的疫情导致国旅总社欧美、日本市场出现近20%的下滑,5月和6月的出境游市场下滑幅度分别是11%和77%;(2)旅行社业绩下降。由于国家旅游局发布多国预防流感的出行提示,在非强制性叫停的情况下,航空公司未必会全额退还机票订金,导致旅行社贴钱退款。出境游业务是旅游社利润率最高的市场,甲型H1N1流感疫情导致出境游旺季需求大幅减少,故旅行社行业09年上半年将出现大面积亏损。

4、假日经济和低基数推动国内游稳定增长

旺季小黄金周拉动国内游市场稳定增长。2009年是执行新休假制度的第二年,4-6月各有一个小黄金周(分别为清明、五一和端午节)。由于第二季度是旅游旺季,再加之各省市纷纷在节假日前推行旅游消费优惠活动,数据显示:(1)全国各地的游客人次和旅游收入在三个小黄金周里都出现了10-20%的增长;(2)除四川省受低基数影响游客人次和收入增长55%外,2009年三个小黄金周加总的游客人次和旅游收入增长率都保持在20%左右(见表5、表6),这一增速与五一黄金周改革前(2002年-2007年)的20.7%的平均增速相当,表明2008年开始的将五一大黄金周改革为小黄金周的制度对旅游市场无负面影响,我们在四川和安徽省的五一黄金周仍可发现旅游行业节假日稳定增长的趋势(见图13、图14);(3)三个小黄金周中,五一黄金周无论是游客人次还是旅游收入规模都超出清明和端午节两个小黄金周,反映清明和端午节两个小黄金周的旅游市场还在培育和开发中;(4)尽管我国于5月10日在四川发现首例甲型H1N1流感病例,由于属于输入型流感病例,对国内旅游市场基本无影响,表5和表6中的所有省市端午节的游客人次和旅游收入增速均超过五一小黄金周增速即是例证。



表 5：2009 年第二季度三个小黄金周的游客人次增长 20%

省份	五一	端午	清明	三个小黄金周合计	五一增长	端午增长	清明增长	三个小黄金周增长
北京市	370.0	/	203.0	/	22.7%	/	10.1%	/
四川省	936.8	716.3	718.0	2,371.2	14.4%	101.6%	98.8%	54.4%
安徽省	581.9	364.5	478.3	1,424.7	17.9%	43.9%	9.1%	20.2%
重庆市	465.6	221.1	254.6	941.3	15.4%	31.3%	22.1%	20.6%
天津	160.0	136.0	61.7	357.7	23.0%	/	/	/
平均	502.9	359.5	343.1	1,273.7	18.7%	58.9%	35.0%	31.7%

资料来源：公开媒体、长城证券研究所

表 6：2009 年第二季度三个小黄金周的旅游收入增长 20%左右

省份	五一	端午	清明	三个小黄金周合计	五一增长	端午增长	清明增长	三个小黄金周增长
北京市	12.4	7.4	8.1	27.9	32.0%	/	11.3%	/
四川省	28.8	20.3	19.3	68.3	15.0%	151.2%	75.9%	55.1%
安徽省	14.8	10.5	9.1	34.3	10.8%	58.0%	6.5%	20.5%
重庆市	16.7	8.6	13.4	38.7	17.6%	32.3%	24.1%	22.9%
天津	4.5	/	/	4.5	26.0%	/	/	/
平均	15.4	11.7	12.5	34.8	20.3%	80.5%	29.5%	32.8%

资料来源：公开媒体、长城证券研究所

图 13：四川省五一黄金周增长稳定-2008 年和 2009 年为三个小黄金周数据汇总

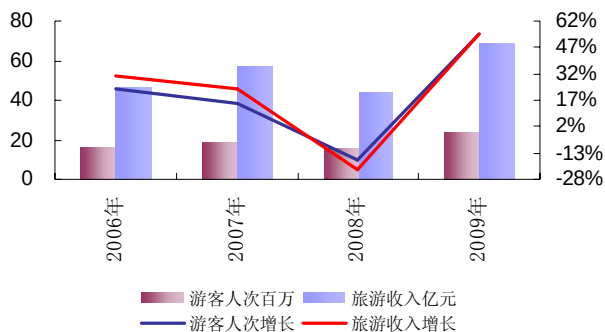
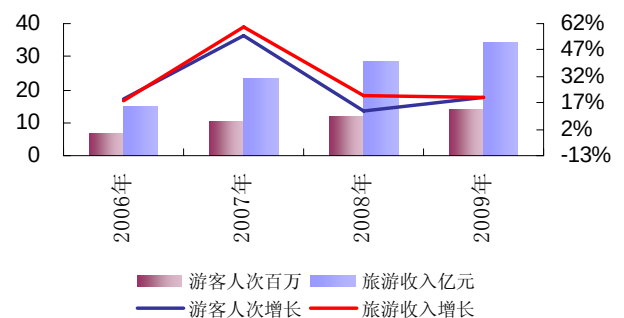


图 14：安徽省五一黄金周增长稳定-2008 年和 2009 年为三个小黄金周数据汇总

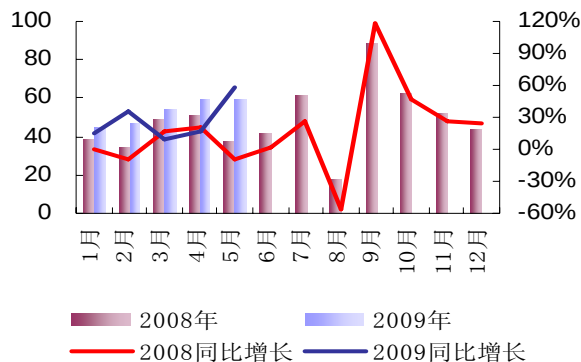


数据来源：安徽省旅游局、四川省旅游局、长城证券研究所

低基数是导致国内旅游市场稳定增长的另一原因。2008 年的国内游市场受年初雪灾和 5.12 汶川地震等事件影响而出现增速放缓,2009 年支撑旅游行业发展的两大动力(居民收入增长和闲暇时间增加)仍保持良性发展,交通环境改善和地方政府推行的旅游消费优惠政策有效地释放了居民对旅游消费的需求,2009 年前四个月国内旅游市场稳定增长,如四川省和丽江市国内游客人次前四个月分别增长 9.6%和 18%,但由于 5 月的低基数效应,两省市的游客人次分别增长 166%和 59%,导致前 5 个月游客人次增速提高到 25.7%和 25.3% (见图 15、图 16)。我们认为,低基数效应是导致国内游市场出现稳定增长的另一原因,并进而导致 09 年旅游行业的增速超过 2008 年 5.3%的增速。

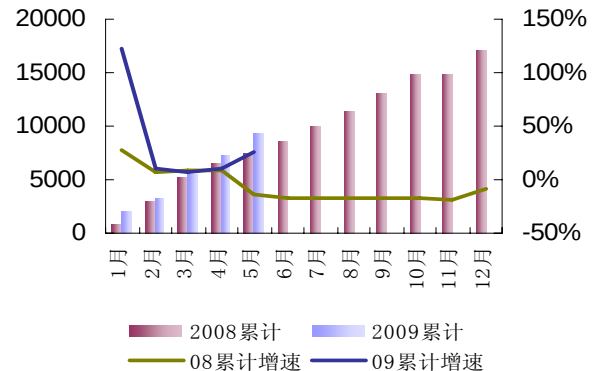


图 15: 低基数导致丽江市国内游客人次 5 月大幅增长



数据来源: 丽江市旅游局、四川省旅游局、长城证券研究所

图 16: 低基数导致四川省国内游客 5 月大幅增长

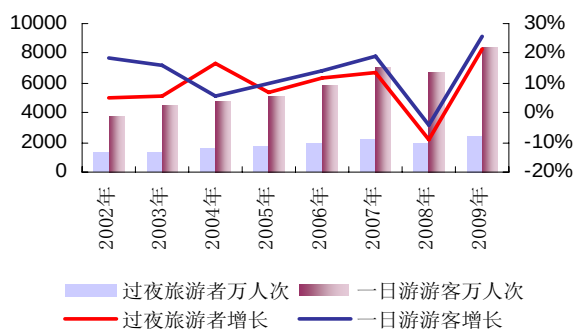


二、我国旅游行业发展趋势

1、短途游趋势明显

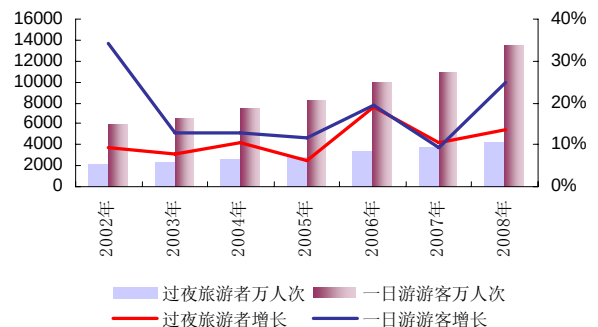
假日制度改革导致短途游趋势明显。2008 年国家实行休假制度改革, 全年的实际休假天数由原来的 24 天 (1 个三天的“小长假”、 3 个七天的“黄金周”) 增加到 29 天 (5 个三天的“小长假”、 2 个七天的“黄金周”)。新休假制度下小黄金周数目超过大黄金周数目, 小黄金周数目的增加直接导致短途游火爆, 即使是两个大黄金周 (春节和十一), 一日游游客人次占比达到 75%, 而过夜游游客人次占比仅为 25%, 并且一日游游客人次增速高于过夜游游客人次增速 (见图 17、图 18)。08 年开始实施的新节假日制度后, 十一黄金周一日游和过夜游游客的增速差异明显拉开, 反映尽管是 7 天长假, 居民旅游方式更多倾向于短途游。

图 17: 春节黄金周一日游和过夜游游客增速差异稳定



数据来源: 国家旅游局、长城证券研究所

图 18: 国庆黄金周一日游和过夜游游客增速差异拉开



经济减速是驱动短途游成为主流的另一因素。尽管 2009 年经济减速, 居民对未来收入预期下降, 但对旅游消费需求不减。受经济条件约束, 经济减速导致居民的旅游消费心理从高端消费 (出境游) 转向低消费 (国内游)、从长线旅游转向短途旅游, 这种旅游消费的转变从 2008 年已经开始, 并在 2009 年延续。偏重于低端旅游的旅游消



费心理将使得 2009 年短途游成为主流。与之相对应的是过夜游客人次的明显下降，海南省过夜游客人次自 2008 年开始有下降趋势，2009 年过夜游客人次下降的趋势更为明显（见图 19），而北京星级饭店近三年来接待国内客人人次基本无增长（见图 20），更是侧面印证了短途游的主流趋势。

图 19： 海南省过夜游客人次 09 年有下降趋势

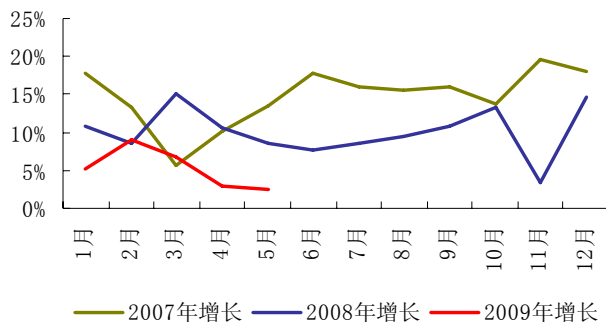
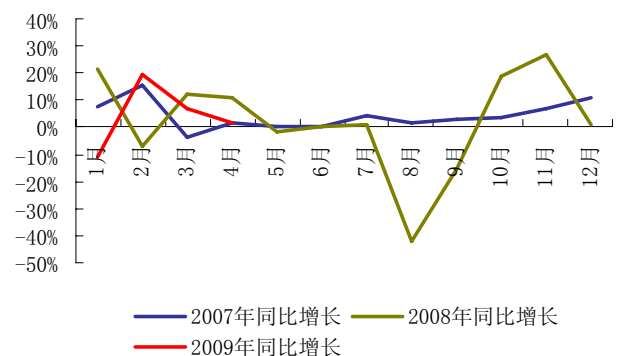


图 20： 北京星级饭店接待国内客人人次基本无增长



数据来源：海南省旅游局、北京市旅游局、长城证券研究所

短途游趋势表明我国旅游市场逐步进入散客时代。自上世纪 80 年代以来，世界旅游市场呈现出散客化的趋势，欧美各主要旅游接待国的散客市场份额达到了 70%~80%。经营和接待散客旅游的能力，已经成为衡量一个国家或地区旅游业成熟度的主要标准。散客时代的基本特征是自助游、自驾游增多，采取家庭式组织方式，而不是观光旅游的团组织方式，旅游线路由长线向中短线并重转变。散客时代伴随着的是大众旅游的兴起，尤其是短途游的兴起。由于短途游一般是自驾游或者自助游，既不住酒店，又不坐飞机，也用不着旅行社，其对行业游客人次的增长贡献要超出对旅游行业收入的贡献。

短途游趋势下景区子行业受益最大，量价齐升导致景区公司门票收入稳定增长。短途游趋势下游客对酒店以及旅行社的需求明显下降，但对于作为目前观光阶段下旅游的主要载体-景区，仍有着刚性需求。故景区是短途游趋势下受益最大的行业，直接受益于短途游带来的游客数量的增长。除了游客数量的稳定增长外，景区经营业绩提高的另一手段是提价。尽管国家发改委等八部委于 08 年 4 月 9 日发布《关于整顿和规范游览参观点门票价格的通知》提到“1 年期间不得提价；对于门票价格过高的，要适当降低”，但全国的名山大川纷纷在限价政策出台前或者限定时间结束后提价（见表 7），并且凭借着景区的知名度，保持量价齐升的趋势，进而导致景区收入大幅增长。以峨眉山为例（见图 21、图 22），2009 年前 5 个月峨眉山游客人次增长 17.8%，而同期的峨眉山门票收入增长幅度达到 59.2%，门票收入增速大幅超过游客人次增速的主要原因是 2008 年 4 月开始峨眉山门票价格的旺季浮动 25%。

表 7： 全国的名山大川在限价政策出台前或者限定时间结束后纷纷提价

上市公司	提价时间	提价后的票价和涨幅
丽江旅游	2008 年 3 月	丽江旅游的云杉坪索道票价从原来的 40 元提高到 55 元，提价幅度 38%。
黄山旅游	2008 年 4 月	黄山景区的所有索道旺季价格为 80/65 元，分别上涨 23%和 18%
峨眉山	2008 年 4 月	峨眉山的景区门票价格在原标准 120 元/人的基础上，旺季上浮 25%，淡季下浮 25%，我们测算平均票价上涨 20%。



黄山旅游 2009年5月1日 黄山景区旺季门票票价为230/150元，分别上涨15%和25%

三特索道 2009年6月15日 华山索道旺季往返150/80元/人，单程80/45元/人；旺季提价36%，往返平均上涨20.5%，单程平均上涨18.8%。

峨眉山 2009年6月17日 峨眉山索道提价金顶索道目前的价格是双向70元，万年索道双向60元。日召开听证会 拟上调的最低价格为金顶索道120元/人；万年寺索道110元/人，上调的幅度分别为71%和83%。

资料来源：公开媒体、上市公司公告、长城证券研究所

图 21: 峨眉山游客人次 09 前 5 个月增长 17.8%

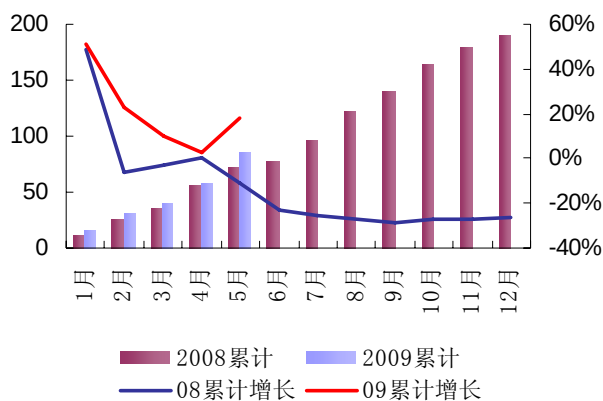
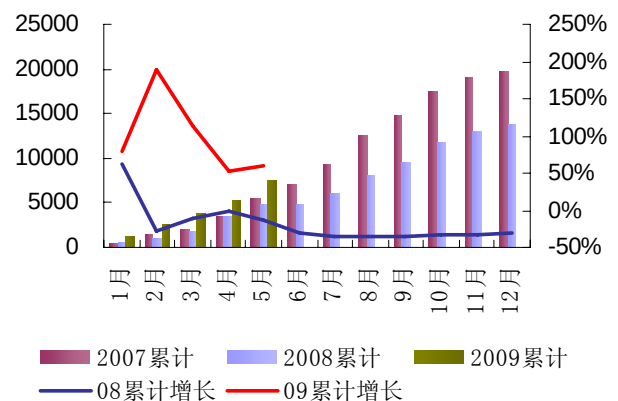


图 22: 峨眉山门票收入 09 前 5 个月增长 59.2%



数据来源：四川省旅游局、长城证券研究所

短途游趋势下区域景区增长迥异，地理优势突出的景区增长最为确定。根据国家旅游局数据公布的09年五一期间全国监测的90个景区（点）数据，这90个景区的游客人次和门票收入分别同比增长10.2%和9.9%，具体到东部、中部和西部三个地区（见表8）的增速则迥异。东部景区的游客人次和门票收入不仅规模占全部监测景区的65%-68%，而且其增速超出全部监测景区的增速，而中部地区的游客人次和门票收入增速则低于全部监测景区的水平，属于小幅增长，至于西部地区的游客人次和门票收入双双出现下降。我们认为，这一现象是短途游趋势和客源地相结合的结果。目前受经济条件决定，国内旅游市场的主要客源来自长三角和珠三角地区，在短途游趋势下，东部景区最受主要客源地消费者青睐，而中西部地区以长线游市场为主。故短途游趋势下不同区域的景区增速各异，其中地理优势突出（景区位于国内主要客源地的长三角和珠三角附近）的景区增长最为确定，上市公司中的典型代表景区是黄山旅游和桂林旅游。

表 8: 2009 年全国监测的 90 个景区（点）的游客人次和门票收入增长情况

景区	游客万人次	门票收入万元	游客人次同比增长	门票收入同比增长	游客人次占比	门票收入占比
东部地区监测的 46 个景区（点）	469	18882	15.20%	14.00%	68.0%	64.8%
中部地区监测的 21 个景区（点）	127	6731	6.70%	5.50%	18.4%	23.1%
西部地区监测的 23 个景区（点）	94	3538	-5.90%	-1.20%	13.6%	12.1%
全部监测的 90 个景区（点）	690	29151	10.20%	9.90%	100.0%	100.0%

资料来源：国家旅游局、长城证券研究所



2、联合或重组已成大势所趋

省际区域联盟初步形成。为了缓解金融危机对旅游业的冲击，2009 年各区域联盟形成（见表 9），这种区域联盟以周边省份为基础，强调在区域内加强合作，共同开发国内旅游市场。区域联合的焦点主要集中在：（1）扩大开放旅游市场，消除市场歧视和政策壁垒，打破地区封锁和产品分割；（2）推行一卡通年票，扩大年票的使用区域；（3）进行产品整合，加强旅游线路的设计和宣传。省际区域联盟可为消费者提供更便捷的旅游服务和更丰富的旅游产品，符合行业发展趋势，并为全国旅游市场的开发打下良好的基础。

表 9：区域联盟兴起

时间	事件	区域联合合作内容
2009 年 2 月	闽浙赣皖四省九市联合打造“无障碍旅游区”	允许旅行社在区域内异地开办分支机构，取消国内旅游地陪制，旅行团和旅游车异地享受“同城待遇”。同时，加强旅游产品整合，共同设计推出区域旅游精品线路，
2009 年 4 月	京津冀旅游一卡通扩容至 70 个景区	《北京名胜风景文化休闲年票》由原来所涵盖的 35 个北京近郊景区，增加到包括河北、天津景区在内的 70 个景区。京津冀三地市民购买一张一卡通年票，可在一年之内不限次数游览京津冀三地近百家景区。
2009 年 4 月 26 日	中部六省就六省旅游协作发展达成一致，共同签署《中部六省旅游合作框架协议》。	中部六省（湖南、湖北、河南、江西、安徽和山西）旅游部门根据联合签署的《中部六省旅游合作框架协议》约定今后要坚持扩大开放旅游市场，打破地区封锁和产品分割，建立中部六省无障碍旅游区，并制定市场优惠政策。目前山西省已着手推进“一票通”工作。中部其他省份也陆续推出了“一卡通”、联票等。此外，中部六省还向国外推出了 7 条统一旅游线路。
2009 年 6 月	《北方十省市区旅游合作行动计划》。	北方十省市区（河南、北京、天津、黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古、河北、山东、山西）等北方十省市区旅游局共同签署《北方十省市区旅游合作行动计划》，拟（1）共同开发精品旅游线路，酝酿旅游一卡通；（2）互赠景区门票，派发旅游消费券；（3）启动旅游市场宣传推广合作计划。

资料来源：公开资料、长城证券研究所

各省开始省级旅游资源整合，并形成省级旅游集团。旅游业做大做强的必由之路是规模化和产业化，并培育出有竞争力行业龙头公司。2009 年的上半年已经有四川、云南、重庆、广东等 7 个省市整合旅游资产，并组建大型旅游企业集团（见表 10）。从这 7 个省市的旅游资产整合中可以看到，政府是推动旅游行业整合的主要力量，整合的目的是形成大型旅游集团。从整合后的旅游集团来看，或者是形成了完整的旅游产业链，增强抗风险能力（如云南省整合），或者是汇集了当地的优势旅游资源，形成了一定的规模优势（如广东省整合），或是为了统一旅游资源的开发和规划（如重庆模式），或是为了加强临近旅游资源的合作（如四川模式）。2008 年开始的旅游市场景气下降提供了省级资源整合的契机，而省级资源整合也符合行业发展的要求。政府推动的省级旅游资源导致旅游集团迅速壮大，但要培育出有竞争力的旅游集团已不是政府所能推动的，通过市场化手段整合新的旅游资源是这些旅游集团做强的必然之路。

表 10：省级资源整合风起云涌

省份	时间	标志性事件	资产及进展	评论
四川省	2009 年 1 月	1 月 4 日，“峨眉山-乐山大佛旅游	峨眉山和乐山大佛景区管委会下属的所有经营性资产和企业全部划入“峨眉山-乐山大佛旅游	政府推动，加强临近旅游资源的合作

			集团总公司”正式成立	集团总公司”，乐山景区目前主要资产包括大佛景区、东方佛都、乌尤寺、游船等。	
江苏省	2009 年 2 月	“江苏旅游联盟”成立	由全省 13 个地级市中有一定影响力的旅行社组成，目前有会员 150 多家。旅游联盟将联合采购旅游线路和产品，以取得规模效益。	市场化推动成立的联盟，是一个比较松散的组织。	
湖北省	2009 年 2 月	两家大型国有旅行社合并组建“湖北省旅游集团公司”	湖北省两家大型国有旅行社（湖北省海外旅游有限公司和湖北省中国旅行社集团）将合并组建“湖北省旅游集团公司”。目前公司正在进行清产核资和业务整合，尚未挂牌。	政府推动组建的大型旅游集团，将整合双方优势资源，重点经营旅行社、旅游景区、旅游交通、旅游住宿等业务。	
河南省	2009 年 4 月	正在筹备成立“大型旅游企业集团”	通过把河南的主要景点、酒店等以政府划拨的方式组建，以实现更大规模的集中化。	政府推动组建大型旅游企业集团	
云南省	2009 年 5 月	5 月 4 日云南世博集团吸收合并云南旅游产业集团公司，并更名为云南世博旅游控股集团。	云旅产业集团重点发展景区景点、酒店、旅行社和旅游运输 4 块主营业务，拥有昆明饭店、石林宾馆、昆明中国国际旅行社、云南省旅游汽车公司以及 2 个景区（轿子雪山、丽江老君山）；世博集团控制了红河州元阳哈尼梯田、建水古城及燕子洞等景区资源。	政府推动的重组整合，控股股东仍然是云南省国资委，成立后大型旅游集团涉及的资产囊括了旅游产业链的各个环节	
广东省	2009 年 5 月	5 月 31 日，东方宾馆所有股权及广州越秀集团公司属下酒店板块资产将一起打包无偿划转给广州岭南集团。	东方宾馆的实际控制人广州市政府决定将广州越秀集团有限公司所持有公司 14.36%的股权和广州市东方酒店集团有限公司 100%的股权无偿划转给广州岭南国际企业集团有限公司。	继 2005 年 3 月岭南集团整合了花园酒店、中国大酒店、广之旅等一批知名企业节后，广州市国资委又一次推动的广州市酒店资源的整合。	
重庆市	2009 年 6 月	重庆交通旅游集团被授权整合重庆境内的三峡旅游资源	交旅集团整合的资产包括长江三峡旅游、乌江山峡（百里乌江画廊）以及金佛山旅游胜地。	政府推动进行优质旅游资产的整合，以加快旅游资产的开发。	

资料来源：公开资料、长城证券研究所

上市公司资产注入带来主题投资机会。省级旅游资源整合后面临发展的要求，而资本市场能够解决旅游行业前期投资过大的资金需求，故省级旅游资源的整合也给相关上市公司资产注入带来想象空间。作为这些省级旅游集团旗下的唯一资本市场平台，东方宾馆、峨眉山、世博股份和华天酒店这四家公司的股价在 09 年上半年已经有所反映，尽管上半年只是大股东层面的资产整合。2009 年上半年资产重组有实质性进展的是首旅股份。从表 11 可以看到，注入的资产以高星级酒店为主、景区为辅，而高星级酒店受供给增大以及入境游下降影响正处于景气低谷，在行业低谷收购酒店资产不仅能降低收购成本，而且能为高景气时期储备资产，长远来看有利于上市公司经营规模扩大和抗风险能力增强，我们对此给予正向评价。尽管存在资产注入预期，但由于注入资产尚需进行产权等历史问题处理，资产注入时间和注入的具体资产有着很大的不确定性，结合各公司的现有实体经营情况、股价对资产注入预期反映程度以及估值水平，我们建议投资者可重点关注峨眉山、首旅股份和华天酒店。

表 11：旅游行业上市公司 2009 年资产注入进展及投资机会分析

上市公司	2009 年资产注入的相关进展	可能注入的资产	资产注入完成后的业务	09 年下半年的主题投资机会
------	-----------------	---------	------------	----------------



范围				
东方宾馆	5月31日,大股东股权变更,岭南集团成为第一大股东。大股东层面的整合正在进行。	是广州市国资委酒店资产注入平台,注入的资产囊括岭南集团旗下的花园酒店、中国大酒店等高星级酒店	酒店业务	现有经营实体09年微利,股价已反映资产注入和广州亚运会预期,下半年投资机会较小。
峨眉山	1月4日,“峨眉山-乐山大佛旅游集团总公司”正式成立,两个管委会所有经营性资产全部划入新的集团公司。大股东层面的整合正在进行。	主题景区和游船经营。	景区为主、酒店为辅	现有经营实体09年业绩大幅增长,股价已部分反映资产注入和索道提价预期,下半年仍有投资机会。
首旅股份	5月21日首旅股份董事会公告非公开发行,拟收购大股东旗下的两家酒店资产,6月10日股东大会通过该议案	集团旗下以北京贵宾楼饭店为代表的10几家高星级酒店资产注入	酒店为主、景区为辅	非公开发行通过证监会审批的可能性很大,将成为股价上涨的催化剂,估值低于行业平均水平,下半年仍有局部投资机会。
华天酒店	2月公司董事长兼任公司控股股东华天实业控股集团有限公司副董事长、法人代表和总裁,大股东层面的人事安排先行。	湖南省酒店资源以及大股东开发的景区资源。	酒店业务为主,兼向景区发展	尽管股价已反映大股东的资产注入预期,但公司不断发生的对外收购事项将成为公司股价上涨的催化剂,下半年仍有局部投资机会。
世博股份	5月4日云南世博集团吸收合并云南旅游产业集团公司,并更名为云南世博旅游控股集团公司。大股东层面的整合正在进行。	云南省旅游资产整合平台,注入资产涉及到景区和酒店业务	景区为主、酒店为辅	现有经营实体业绩一般,股价已充分反映资产注入预期,在资产注入未有实质性进展时,下半年投资机会较小。

资料来源:上市公司公告、长城证券研究所

三、旅游行业 2009 年下半年投资策略

1、旅游行业投资评级

今年上半年旅游行业发展的唯一变数是4月份开始爆发至今尚未结束的甲型H1N1流感,尽管该因素起源于国外,且影响的是出入境旅游市场,其对国内游市场影响甚微,但此流感发生在旅游行业的旺季,并通过出境和入境市场的下降导致高星级酒店和旅行社经营下降。

如我们以前报告中提到的,各省出台的旅游消费政策以及08年低基数效应推动国内游市场稳定增长,在国内游市场占主导的背景下,甲型H1N1流感不影响行业增长趋势,但会降低旅游行业增长速度。我们将甲型H1N1流感的负面因素考虑进来,将原预测09年旅游行业的增速从9.7%下调到7%(仍高于行业08年5.3%的实际增速)。鉴于行业增速稍微下调,再加之目前旅游行业PE已升至高位达到52倍(与2008年5月



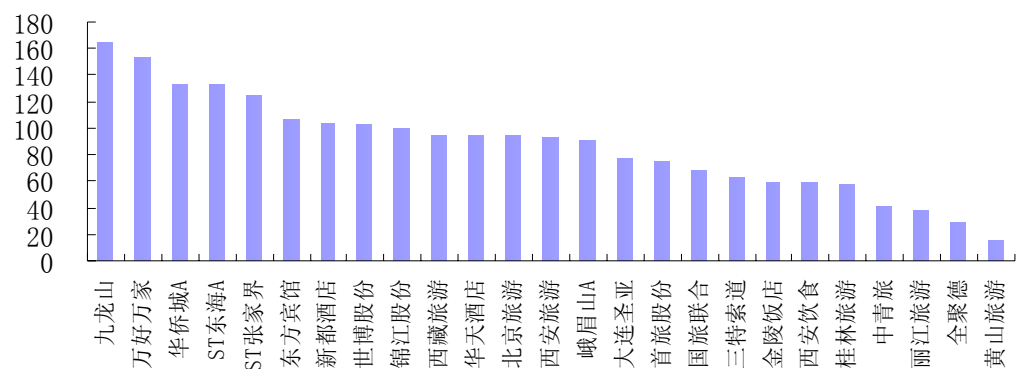
PE 水平相当，见图 24)，我们下调旅游行业的投资评级为“中性”。

2、下半年投资策略

旅游板块涨幅超越大盘：从本年初到 6 月 23 日，上证综合指数上涨了 59%，而餐饮旅游（申万）指数涨幅是 82%，市场表现好于大盘。从旅游个股的涨幅来看（见图 23），09 年涨幅居前的都是万好万家等有重组预期的个股，而低于大盘涨幅的个股（丽江旅游、黄山旅游、全聚德）则多是绩优公司，反映出上半年旅游行业盛行主题投资策略。目前旅游行业 PE 已升至 52 倍（达到 2008 年 5 月 PE 水平），而重点旅游公司 PE 水平自 08 年 10 月以来低于行业整体 PE，绩优低估值公司存在投资机会。

投资策略侧重于景区公司和主题投资：2009 年旅游行业发展呈现出两个明显的趋势：短途游趋势和联合重组趋势。短途游趋势下景区是受益最大的行业，并且地理优势突出的景区增长最为确定。联合重组趋势下是各省的省级旅游资源纷纷整合，并给相关上市公司资产注入带来想象空间。我们认为，下半年的投资策略应侧重于景区公司与主题投资，景区公司中我们重点推荐黄山旅游和峨眉山，主题投资中我们谨慎推荐锦江股份和首旅股份。

图 23：2009 年初至今旅游上市公司股价涨幅%（截止 2009 年 6 月 23 日）



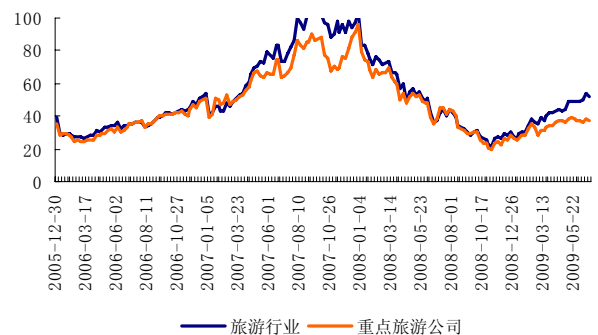
资料来源：WIND、长城证券研究所

图 24：目前旅游行业 PE52 倍，达到 2008 年 5 月水平



数据来源：WIND, 长城证券研究所

图 25：重点旅游公司 PE 水平自 08 年 10 月以来低于行业整体 PE



备注：旅游重点公司指的是我们跟踪的 7 家旅游公司



表 12：重点旅游公司投资评级和估值

股票代码	公司名称	投资评级	20090623 股价	09EPS	10EPS	09PE	10PE
600054	黄山旅游	推荐	15.49	0.46	0.56	34	28
000888	峨眉山	推荐	10.53	0.25	0.28	42	38
002033	丽江旅游	谨慎推荐	13.67	0.48	0.42	28	33
600258	首旅股份	谨慎推荐	15.83	0.64	0.65	25	24
600754	锦江股份	谨慎推荐	17.83	0.45	0.5	40	36
600138	中青旅	中性	10.64	0.30	0.32	54	55
002186	全聚德	中性	28.48	0.53	0.52	35	33
平均			16.07	0.44	0.46	37	35

数据来源：长城证券研究所

风险提示：重大自然灾害、传染性疾病、政治动荡、经济减速持续多年等因素将影响旅游行业的发展。



研究员介绍:

刘月平: 特许金融分析师, 中国注册会计师, 上海财经大学会计学硕士, 8 年证券行业从业经历, 任旅游、传媒行业研究员。

研究员承诺:

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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 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的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
行业评级	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上;
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间;
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间;
行业评级	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>