

[2009.06.17]

主题性投资是主线

——旅游业 09 年下半年策略报告

陈锡伟

021-38676385

chenxiwei@gtjas.com

- 下半年关注世博主题、资产收购主题、资产重估主题
- 本报告导读：推荐锦江股份、华天酒店、中青旅。

投资要点：

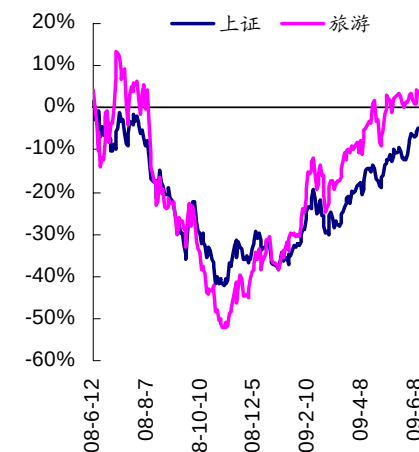
- **入境游：环比略有好转，甲型流感添隐忧。**1-4 月，入境过夜人数同比下降 9.2%，其中：外国人同比下滑 23.1%、香港同胞同比微降 0.8%。H1N1 甲型流感的蔓延给入境游的恢复带来压力，但由于去年下半年基数较低，因此，我们判断下半年入境游客降幅会收窄，预计 2009 年入境过夜游客数同比下降 2% 左右。
- **国内游：稳定增长是主基调。**在各地加大旅游促销手段以及旅游消费相对刚性的带动下，国内游市场呈现出较好的稳定增长。1-4 月，四川、浙江、安徽、海南国内游客数分别同比增长 9.6%、16.5%、20.8%、9.4%。我们预计今年国内旅游收入增速在 13%-15% 左右，最大风险来自甲型流感的大面积传染。
- **酒店业：未见明显复苏，下半年稳中有升。**1-4 月，上海、北京等地的酒店入住率和房价均出现较大的下滑，未有明显收窄迹象；星级越高，降幅越大。由于去年低基数因素以及经济复苏的预期，我们维持下半年高星级酒店入住率降幅明显收窄，甚至有可能同比略有提升的判断。
- **下半年投资策略：主题性投资是主线。**我们建议关注三条投资线索：（1）世博投资主题，关注锦江股份、中青旅；（2）资产收购等事件驱动性因素，关注华天酒店、桂林旅游；（3）资产重估主题，关注优质酒店资产类公司，如首旅股份、华天酒店。
- **重点推荐公司：**按推荐顺序依次为锦江股份、华天酒店、中青旅、黄山旅游。

细分行业评级

酒店	中性
旅游景点和旅行社	增持

重点公司	投资评级
锦江股份	增持
黄山旅游	增持
桂林旅游	增持
华天酒店	增持
金陵饭店	谨慎增持
中青旅	谨慎增持
丽江旅游	谨慎增持
峨眉山 A	中性
首旅股份	中性
全聚德	中性
三特索道	中性

行业指数一年走势图



数据来源：国泰君安证券

相关报告

- 二季度：明确的恢复性增长
(09.04.07)
- 关注消费券效应的投资机会
(09.02.26)
- 春节黄金周数据开局良好
(09.02.02)

1. 旅游市场：入境游仍有压力，国内游稳步增长

1.1. 入境游：环比略有好转，甲型流感添隐忧

4 月份入境过夜人数降幅有所收窄缘自香港同胞的恢复。1-4 月，入境过夜人数累计为 1649 万人次，同比下降 9.2%，其中：入境过夜外国人累计为 540 万人次，同比下滑 23.1%；入境过夜香港同胞累计为 854 万人次，同比微降 0.8%。可以看出，1-4 月入境游客的降幅较一季度有所收窄主要是由于入境过夜香港同胞在 4 月份同比上涨 10.2%所致。

H1N1 甲型流感给入境过夜外国人市场的恢复带来阻力。1-4 月入境过夜外国人同比降幅分别为 33.1%、13.5%、24.5%、20.0%，可以看出，入境过夜外国人市场依然没有大的起色，我们认为，H1N1 甲型流感的蔓延将给入境外国游客市场带来压力。

入境游客下半年趋稳，预计全年降幅在 2%左右。尽管入境外国人市场暂时还没有起色，但只要 H1N1 甲型流感不会产生 2003SARS 全方位散播的后果，考虑到 08 年下半年入境游客的基数较低以及香港市场的恢复，我们坚持之前观点，入境游客在下半年会趋稳，并有可能出现同比小幅正增长，全年来看，我们预计 2009 年入境过夜游客数同比略降，降幅在 2%左右。

图 1：09 年 1-4 月入境过夜游客数为 1649 万人次，同比下滑 9.2%。

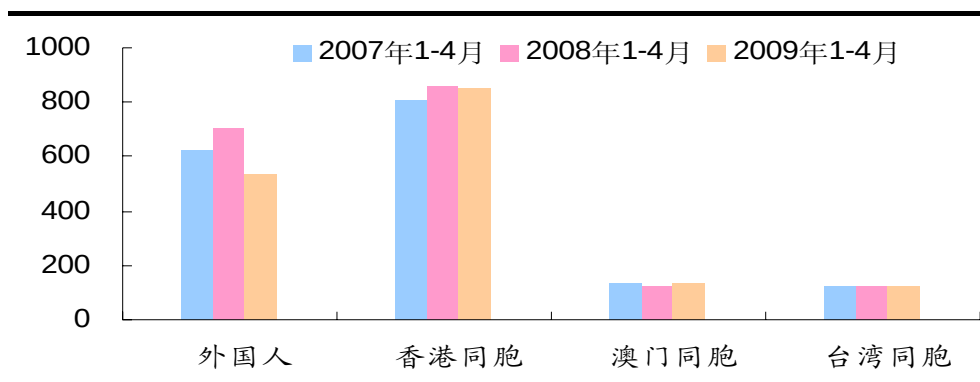
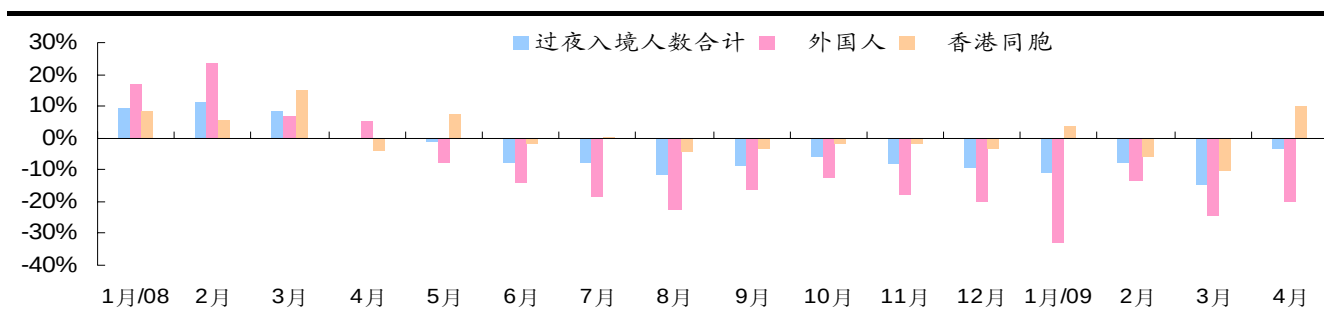


图 2：08 年 1 月—09 年 4 月入境过夜总人数、入境过夜外国人、入境过夜香港同胞同比增速。



数据来源：国家旅游局、国泰君安证券

图 3: 09 年 1-4 月入境过夜外国人同比下滑 23.1%。(万人次)

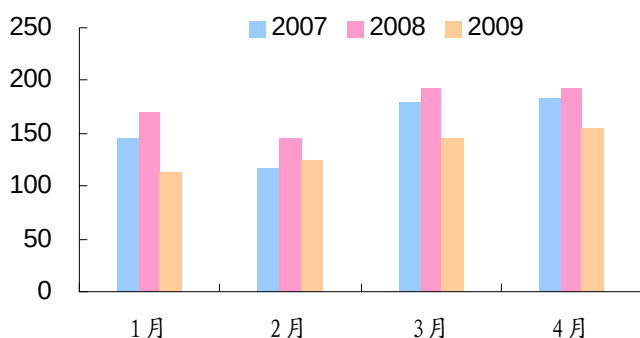
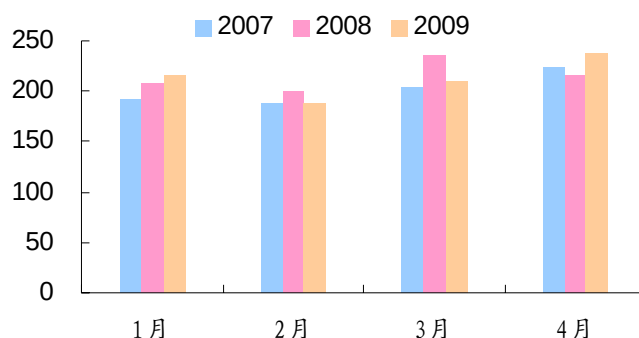


图 4: 09 年 1-4 月入境过夜香港同胞同比微降 0.8%。(万人次)



数据来源: 国家旅游局、国泰君安证券

2. 国内游: 稳定增长是主基调

尽管入境游客还在恢复过程中,但国内游市场在今年仍然保持了稳定增长的势头,这也符合我们在去年年度策略报告中的预期,主要是由于:

- 国内游市场规模大,人均出游率低,发展空间大;
- 旅游已经成为居民日常生活的重要组成部分,“必选消费”的特征愈加明显;
- 各地纷纷出台刺激旅游消费的政策,如消费券的发放、鼓励带薪休假与法定假日连休、门票价格打折等等。

我们预计今年国内旅游收入增速在 13%-15% 左右,入境旅游收入同比略有下降,旅游业总收入增速在 8%-10% 左右。

四川: 1-4 月国内游客同比增长 9.6%。

1-4 月,尽管入境游客同比下降 43.3%,但国内游市场保持稳健增长,1-4 月累计接待国内游客 7259 万人次,同比增长 9.6%。考虑到 08 年受地震影响基数较低,今年下半年的同比增幅将更高。

图 5: 09 年 1-4 月四川省入境游客同比下滑 43.3%。(单位: 万人次)

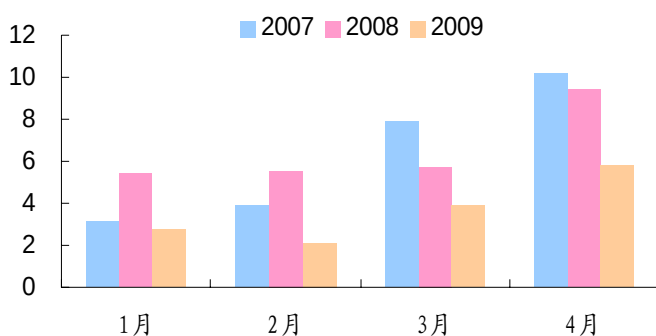
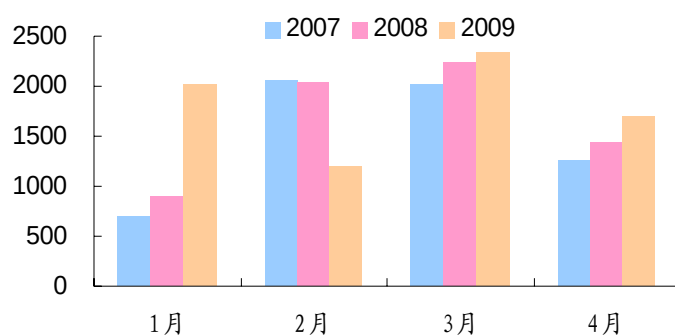


图 6: 09 年 1-4 月四川省国内游客同比增长 9.6%。(单位: 万人次)



数据来源: 四川省旅游局、国泰君安证券

浙江：1-4月国内游客同比增长16.5%。

1-4月，浙江省接待入境游客169万人次，同比增长1.35%，实现旅游外汇收入10亿美元，同比增长4.07%；接待国内游客8130万人次，同比增长16.5%，实现旅游收入816亿元，同比增长18.3%。

图 7: 09 年 1-4 月浙江省入境游客同比增长 1.38%。(单位: 万人次)

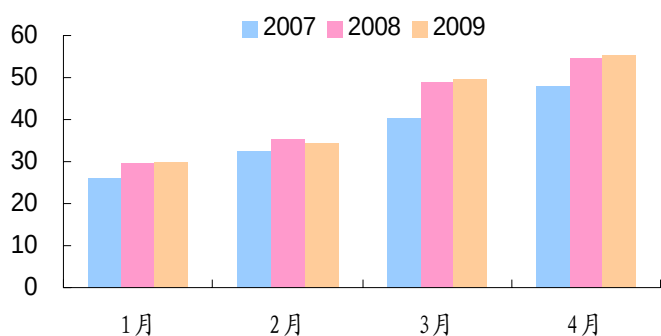
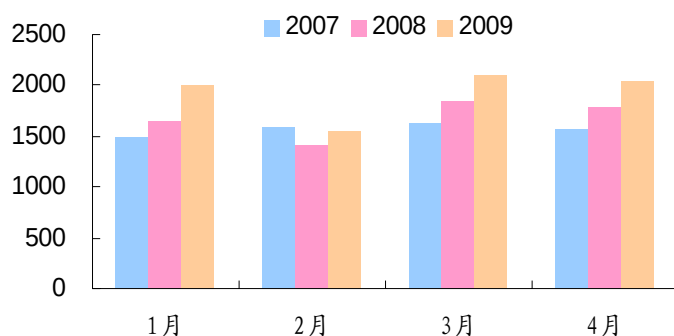


图 8: 09 年 1-4 月浙江省国内游客同比增长 16.5%。(单位: 万人次)



数据来源：浙江省旅游局、国泰君安证券

安徽：一季度国内游客同比增长20.8%。

港台游客大幅增长带动入境游客增长。1-4月，安徽省接待入境游客33.8万人次，同比增长16.4%；实现旅游外汇收入1.05亿美元，同比增长34.77%。重点景区接待量稳步增长。1-4月，53家重点监测景区接待游客1315.8万人次，同比增长23.85%；实现门票收入3.52亿元，同比增长20.86%。

一季度，安徽省接待国内游客2765万人次，同比增长20.82%，实现国内旅游收入193.64亿元，同比增长27.89%。

图 9: 09 年 1-4 月安徽省入境游客同比增长 16.4%。(单位: 万人次)

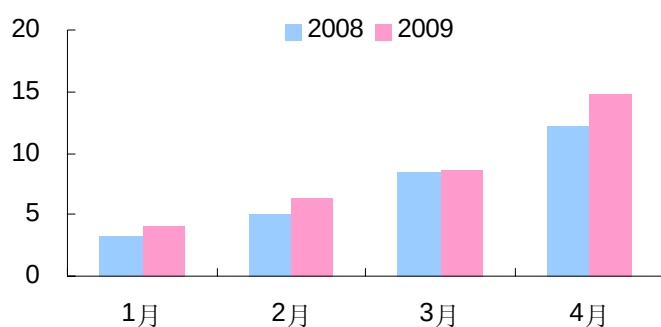
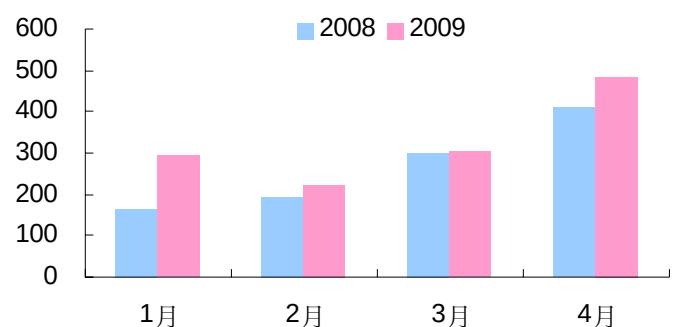
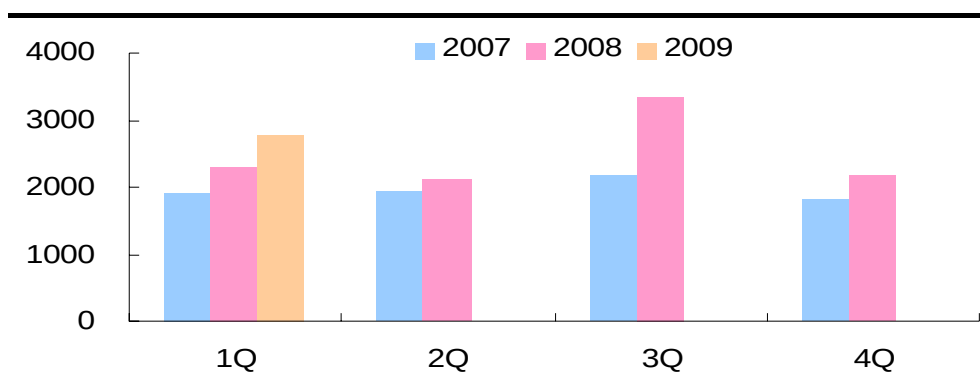


图 10: 09 年 1-4 月安徽省 53 家重点监测景区旅游人数同比增长 23.9%。(单位: 万人次)



数据来源：安徽省旅游局、国泰君安证券

图 11: 安徽省一季度接待国内游客 2765 万人次, 同比增长 20.8%。(万人次)



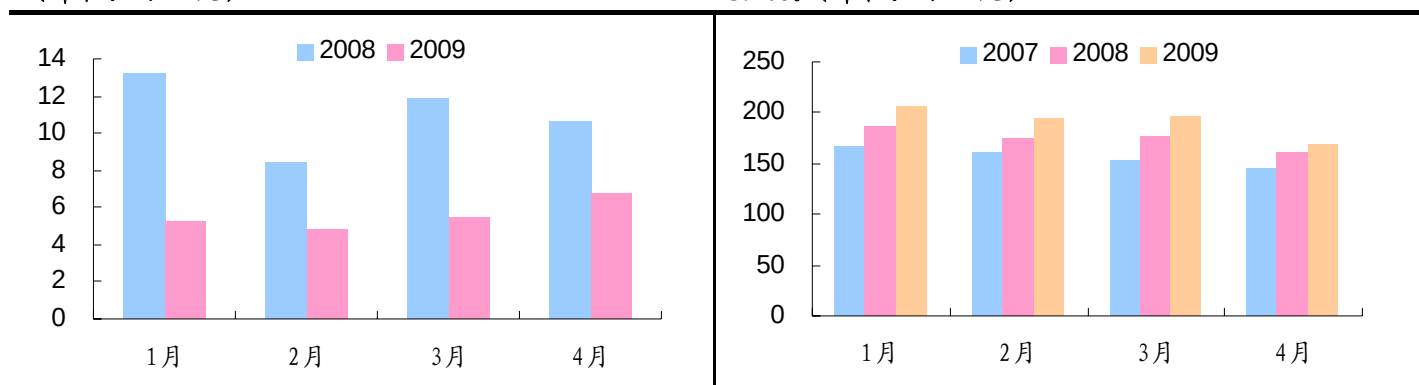
数据来源: 安徽省旅游局、国泰君安证券

海南: 1-4 月过夜国内游客同比增长 9.4%。

1-4 月, 海南接待入境过夜旅游人数为 22.4 万人次, 同比下降 49%; 接待过夜国内旅游者 766.8 万人次, 同比增长 9.4%; 实现旅游总收入 7.44 亿元, 同比增长 5.3%。

图 12: 09 年 1-4 月海南省入境过夜游客同比下降 49%。(单位: 万人次)

图 13: 09 年 1-4 月海南省接待过夜国内游客同比增长 9.4%。(单位: 万人次)



数据来源: 海南省旅游局、国泰君安证券

3. 酒店业: 未见明显复苏, 下半年稳中有升

从上海、北京、浙江、海南等地的酒店今年 1-4 月的经营情况来看, 我们认为:

- 入住率、平均房价等经营指标同比降幅依然较大, 未有明显收窄迹象;
- 由于季节性因素, 1-4 月的月度环比有好转;
- 星级越高, 入住率、平均房价降幅越大;
- 分地区看, 由于入境游客的住店比例较低, 浙江酒店受冲击程度要小于北京、上海, 海南省旅游饭店入住率则基本稳定;
- 由于去年低基数因素以及经济复苏的预期, 我们维持下半年高星级酒店入住率降幅明显收窄, 甚至有可能同比略有提升的判断, 从星级来看, 四星级酒店的复苏要快于五星级。

上海：1-4月入住率环比有所好转，同比降幅未见收窄，星级越高，降幅越大
上海1-4月累计接待入境过夜旅游者159万人次，同比下降7.53%。由此导致上海高星级酒店入住率和房价继续下滑，1-4月，五星级酒店入住率同比下滑15个百分点，平均房价同比下滑21.4%；四星级酒店入住率同比下滑12个百分点，平均房价同比下滑18.5%。

图 14： 09 年 1-4 月上海五星级酒店入住率累计下滑 15 个百分点。

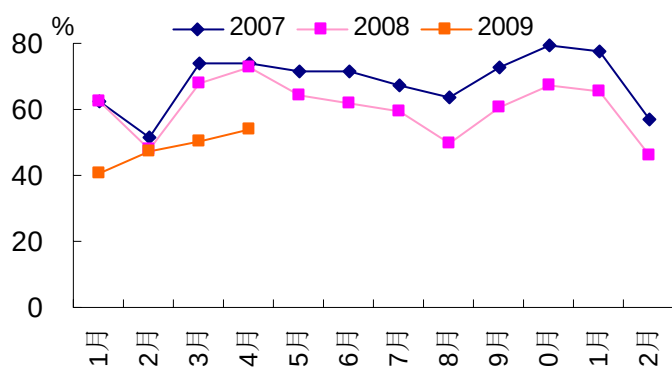
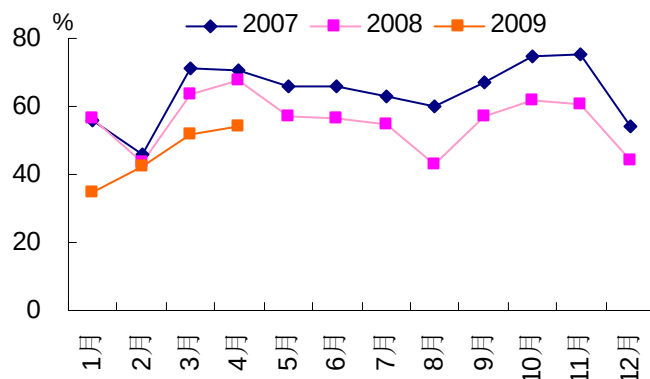


图 15： 09 年 1-4 月上海四星级酒店入住率累计下滑 12 个百分点。



数据来源：上海旅游局、国泰君安证券

北京：高星级酒店价量齐跌

1-4月，北京接待入境过夜旅游者114.4万人次，同比下滑7.1%，降幅较3月略有收窄。高星级酒店价量齐跌，1-4月，五星级酒店入住率仅为44.4%，同比下滑16.8个百分点，平均房价为802元，同比下滑22.3%；四星级酒店入住率和房价分别同比下降13.4个百分点和12.1%。

图 16： 09 年 1-4 月北京五星级入住率同比下滑 16.8 个百分点。

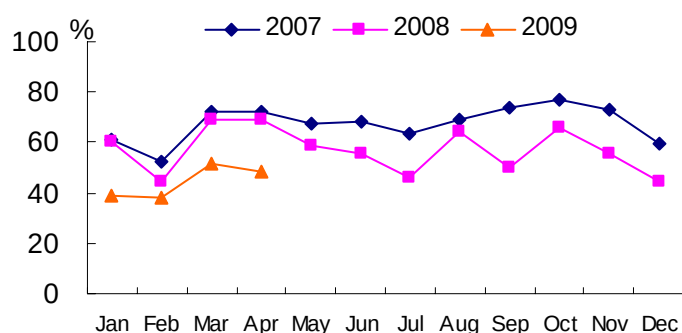
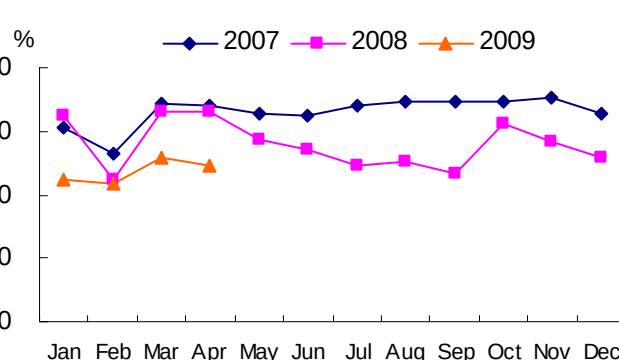


图 17： 09 年 1-4 月北京四星级入住率同比下滑 13.4 个百分点。



数据来源：北京旅游局、国泰君安证券

浙江：酒店入住率降幅小于北京、上海

图 18: 09 年 1-4 月浙江五星级入住率同比下滑 13.8 个百分点。

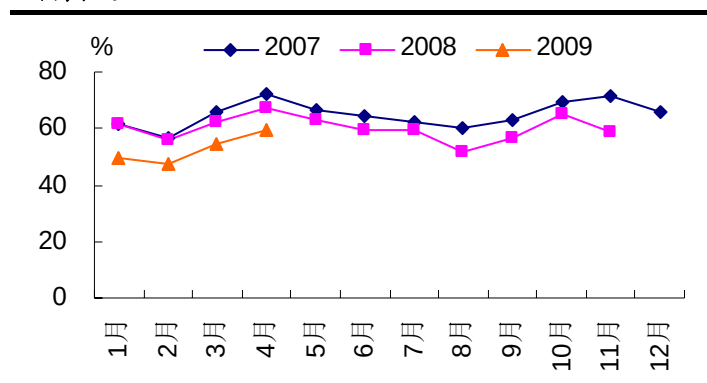
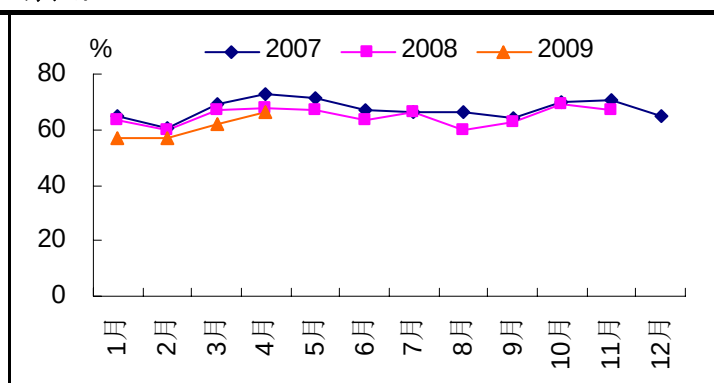


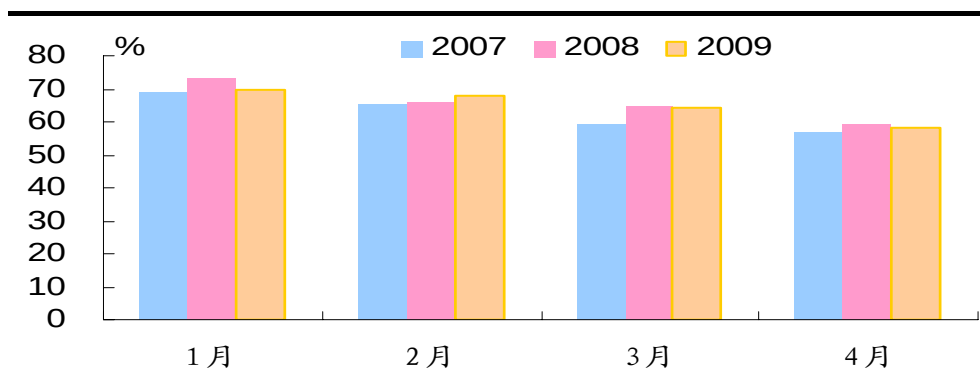
图 19: 09 年 1-4 月浙江四星级入住率同比下滑 8.5 个百分点。



数据来源：浙江旅游局、国泰君安证券

海南：酒店入住率基本稳定

图 20: 海南省 1-4 月旅游饭店客房入住率为 66%，同比下滑 1 个百分点。



数据来源：海南旅游局、国泰君安证券

4. 下半年投资策略：主题性投资是主线

4.1. 上半年行情回顾：鸡飞狗跳

我们统计了今年 1 月 1 日以来旅游股的涨幅排名，发现：

- 很抱歉，涨幅前 3 位的并非我们重点覆盖的公司，之所以未覆盖，是因为公司基本面差，按照目前股价计算的 08 年 PE 有的是负值，有的高达上百倍，甚至上千倍。
- 在我们重点覆盖的公司中，涨幅靠前的是华天酒店、锦江股份，在 08 年底写的策略报告中，我们给予了增持评级，这点让我们感到欣慰。
- 分析上涨原因，主要有这么几类：
 - 1) 壳资源，涉及到控股股东的变更，如东方宾馆、新都酒店、大连圣亚，市场由此联想到控股股东变更后的资产重组等题材；
 - 2) 受益预期型，如世博股份由于云南旅游集团重组而带来的受益预期、北京

旅游是北京有可能建环球影城带来的受益预期、st 东海是海南国际旅游岛建设带来的受益预期，但这些公司是否受益的不确定性较大，我们倾向于推荐受益较明确的公司，如受益于世博会的锦江股份。

3) 特殊事件型，如 st 张家界（实施股改）、万好万家（资产重组）。

表 1：1 月 1 日以来旅游股涨幅排名。

证券简称	涨幅	股价 (0609)	EPS08	PE08	09 年策略报 告中的评级 (081126)	上涨理由猜想
ST 张家界	146%	6.98	(0.10)	(70)		股改
ST 东海 A	120%	4.2	0.00	3541		海南国际旅游岛建设受益预期
新都酒店	106%	6	0.01	560		公司控股权变更预期
华天酒店	106%	11.3	0.36	31	增持	
世博股份	103%	10.55	0.13	84		云南旅游集团重组
锦江股份	101%	18.88	0.45	42	增持	世博受益预期
北京旅游	94%	12.14	(0.22)	(55)		环球影城受益预期
东方宾馆	94%	8.21	0.02	521		控股股东变更
西藏旅游	88%	6.97	(0.25)	(28)		
万好万家	80%	7.6	0.09	88		重组
峨眉山 A	78%	10.17	0.09	107	中性	索道提价预期
西安旅游	77%	5.99	0.05	110		
首旅股份	77%	16.87	0.75	23	谨慎增持	环球影城受益预期
大连圣亚	77%	9.79	0.04	248		控股股东变更
国旅联合	61%	5.03	0.05	104		
西安饮食	55%	6.25	0.07	91		
三特索道	55%	7.78	0.09	83	谨慎增持	
金陵饭店	51%	6.98	0.22	32	中性	
桂林旅游	50%	9.72	0.13	74	增持	
中青旅	44%	11.12	0.31	36	谨慎增持	
丽江旅游	33%	13.41	0.46	29	谨慎增持	
全聚德	22%	29.05	0.53	54	中性	
黄山旅游	14%	15.37	0.40	38	增持	

注：有底色的公司是我们重点覆盖的。

数据来源：国泰君安证券

4.2. 下半年投资线索：关注世博主题、资产收购主题、资产重估主题

从上半年的股价表现看，业绩稳定增长的涨幅小（因为业绩增长明确，估值压力存在），主题性投资的公司涨幅大（因为业绩模糊，无法给出合理定价），因此下半年我们仍需关注主题性投资。

（1）世博投资主题

随着世博会的日益临近，下半年我们预计世博受益公司仍会受到市场追捧，包括酒店、景点类公司。推荐顺序为：锦江股份、东方明珠、华侨城、中视传媒、中

青旅、黄山旅游、国旅联合。(有关世博投资主题更详细的报告请参见我们的报告《精彩世博、热点纷呈》(090514))

酒店业: 2010 年上海世博会期间,需要接待中外入会贵宾和游客 7000 万人次,平均每天接待 38 万人次,高峰期每天将接待 70 万人次,酒店床位数需求量约为 60 万张,而截至 07 年底上海拥有酒店床位 31.8 万张,上海市旅委规划到世博会举办时,上海星级酒店和经济型酒店的床位将达到 40 万张,但仍有 20 万张床位数的缺口。尽管上海政府宣告将与长三角地区紧密合作,将住宿供给扩大到长三角,但我们认为在世博会期间,上海的房价和入住率仍不可避免地达到高峰。

表 2: 相关上市公司在沪酒店资源。

上市公司	在上海的酒店资源
锦江股份	4 家高星级酒店、2 家三星级、3 家二星级、57 家锦江之星上海门店 (20%股权)
东方明珠	1 家五星级酒店 (持有上海国际会议中心 25%股权)
新世界	1 家五星级酒店 (上海新世界丽笙大酒店)
外高桥	1 家五星级酒店 (皇冠假日酒店)
中国宝安	1 家四星级酒店 (宝安大酒店)

数据来源: 国泰君安证券

表 3: 世博会期间锦江股份 (600754) 受益程度的敏感性分析。

酒店入住率						
	业绩增幅	80%	85%	90%	95%	100%
酒店房价 涨幅 (相对于 08 年同 期房价)	0%	8%	11%	14%	16%	19%
	20%	17%	20%	23%	26%	29%
	40%	25%	29%	32%	36%	40%
	60%	33%	38%	42%	46%	50%
	80%	42%	46%	51%	56%	60%
	100%	50%	55%	60%	66%	71%

注: 敏感性分析仅包括公司旗下 4 家高星级酒店, 业绩增幅是相对于 08 年业绩而言。表中颜色区域为我们认为发生概率较高的情景。

数据来源: 国泰君安证券

景点业: 世博会期间的国内非长三角游客为 3150 万游客、境外游客为 350 万,在参观世博会的同时也有可能游览长三角其他景区。浙江、江苏旅游部门显然已经意识到了其中的巨大商机,与上海世博局合作,推出了“世博会主题体验之旅”(09 年 4 月 12 日正式启动),已将长三角十六个城市中的 44 个景点纳入其示范景点之列,成为上海世博会专项旅游项目。因此,我们认为长三角景点也将受益于世博会。

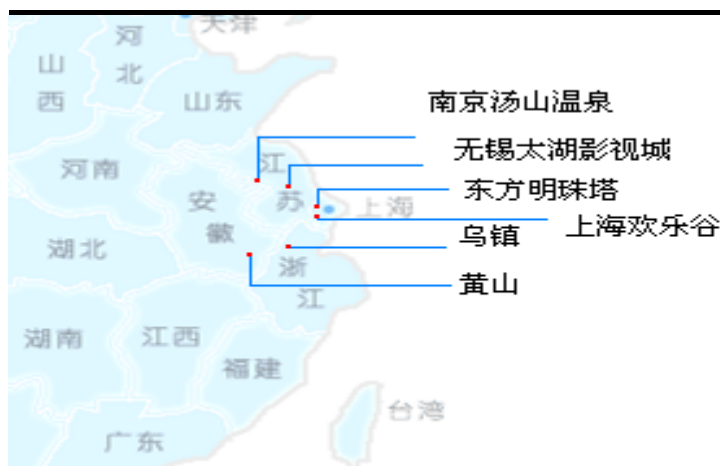
表 4: 长三角地区上市公司涉及景区一览。

上市公司	旅游资源	景区级别	位置
东方明珠	东方明珠电视塔	5A	上海浦东
	东方绿舟营地		上海青浦

	浦江游船游览		东方明珠-世博园游线
华侨城	上海欢乐谷		上海松江
中青旅	乌镇（60%股权）	4A	浙江嘉兴
黄山旅游	黄山	5A	黄山
中视传媒	无锡太湖影视城	5A	无锡
国旅联合	汤山颐尚温泉		南京

数据来源：国泰君安证券

图 21：长三角地区上市公司景点分布。



数据来源：国泰君安证券

表 5：相关公司受益弹性分析。（单位：万元）

		景点收入 (08 年)	景点利润 (08 年)	公司总收入 (08 年)	公司总利润 (08 年)	景点收入 占比	景点利润 占比
东方明珠	东方明珠电视塔	34013	17743	182505	59282	19%	30%
中青旅	乌镇（60%股权）	24100	3706	458840	13006	5%	28%
黄山旅游	黄山	111818	18854	111818	18854	100%	100%
中视传媒	无锡太湖影视城	8982	4206	99158	14077	9%	30%
国旅联合	汤山颐尚温泉	7821		15785		50%	

注：1）东方明珠塔的利润是利润总额；乌镇的利润是权益净利润；无锡太湖影视城的利润是毛利润。

数据来源：国泰君安证券

表 6：不同游客增速假设下的业绩弹性比较。（EPS 单位：元）

公司	景点	不同游客增速假设下的新增 EPS				08 年 EPS	新增 EPS 对应 08 年业绩的变动幅度			
		10%	20%	30%	50%		10%	20%	30%	50%
东方明珠	东方明珠电视塔	0.00	0.01	0.01	0.02	0.14	3.3%	6.5%	9.8%	16.3%
中青旅	乌镇（60%股权）	0.01	0.02	0.04	0.06	0.31	3.9%	7.7%	11.6%	19.3%
中视传媒	无锡太湖影视城	0.02	0.03	0.05	0.08	0.23	7.2%	14.5%	21.7%	36.1%

数据来源：国泰君安证券

综上所述，考虑到受益可能性、受益弹性等因素，我们认为旅游行业中世博受益

影响从大到小依次为：锦江股份、东方明珠、华侨城、中视传媒、中青旅、黄山旅游、国旅联合。

(2) 资产收购等事件驱动性因素

我们在二季度策略报告（090407）中曾经罗列出重点覆盖公司可能涉及的主题性投资线索，事实上，有些在二季度已经发生了（如峨眉山的索道提价、首旅股份收购集团酒店资产），下半年我们认为还会有一些资产收购进行，建议关注华天酒店、桂林旅游等。

表 7：上市公司主题性投资一览。

主题性投资、事件型驱动		二季度策略报告中预测发生概率 (20090407)	目前进展
峨眉山	索道提价	大	5月26日已公告
	与乐山大佛资产重组	小	
桂林旅游	增发收购两江四湖等资产	大	预计下半年进行
锦江股份	迪斯尼受益	大	
首旅股份	世博受益效应	大	5月21日已公告
	环球影城概念	中	
	集团酒店资产进一步注入	大	
中青旅	环球影城概念	中	
	世博会受益	中	
华天酒店	湖南酒店资源整合	大	预计下半年进行

数据来源：国泰君安证券

(3) 资产重估主题：关注优质酒店资产类公司

在流动性过剩、通胀预期的背景下，优质资产成了资金的避风港，表现为房市、股市脱离基本面的上涨，因此，优质资产的价值会日益受到重视，如核心地段的酒店、商业物业资产。

通过对上市酒店公司的酒店资源比较，我们建议关注重估价值潜力较大（体现为每平米市值低）的华天酒店、首旅股份。

表 8：公司拥有酒店物业资料。（间/万元/平米）

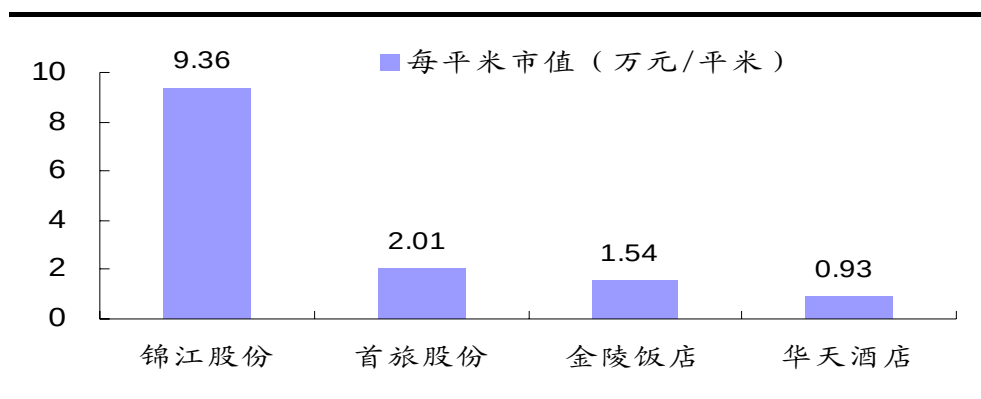
上市公司	拥有酒店物业	持股比例	星级	客房数	评估值/收购值/投资额	建筑面积	评估日/收购日
锦江股份	上海海仑宾馆	67%	四星	370	85996	41697	2006-9-30
	上海建国宾馆	65%	四星	419	79694	40000	2006-9-30
	上海锦江汤臣大酒店	50%	五星	398	124321	43000	2006-9-30
	上海扬子江大酒店	40%	五星	544			
	武汉锦江国际大酒店	50%	五星	407			
首旅股份	民族饭店	100%	四星	520			
	京伦饭店	54%	四星	648		44000	
	和平宾馆	78%	四星	383	36485	34582	2008-12-31

华天酒店	新侨饭店	100%	四星	700	24280	59268	2008-12-31
	前门饭店	100%	四星	410	33483	36065	2008-9-30
	长沙华天大酒店	100%	五星	720		120000	
	潇湘华天大酒店	100%	五星	598	48585	85962	2006-9-20
	益阳华天大酒店	100%	五星	330	10000	36895	2006-7-26
	北京世纪华天商务酒店	100%	四星	600	36793	44134	2007-6-20
	武汉凯旋门大酒店	100%	四星	247	30136	44492	2008-6-13
	星沙华天商务酒店（在建）	100%		240		23701	
	长春华天大酒店	100%	五星	305	40000	81400	2008-8-31
金陵饭店	金陵饭店	100%	五星	591		50000	
	新金陵饭店（在建）	51%	五星	380	161000	165000	

注：1) 民族饭店土地使用权在首旅集团。和平宾馆、新侨饭店为增发收购项目，尚处于报批阶段。2) 金陵饭店有部分土地使用权在金陵集团。

数据来源：公司公告、国泰君安证券

图 22：上市酒店公司酒店物业每平米市值对比。



注：股价为 6 月 11 日。

数据来源：国泰君安证券

5. 重点公司推荐

锦江股份：明确的世博受益预期

08 年实现营业收入 7.94 亿元，同比下降 4.9%；实现净利润 2.73 亿元，同比增长 3.6%。全年实现 EPS0.45 元，基本符合我们预期（0.46 元）。

受金融危机影响，酒店业务下滑。08 年公司旗下 4 家高星级酒店入住率为 67%，同比下滑 10.5 个百分点；Revpar 为 687 元，同比下滑 14.3%。从今年 1-4 月的酒店经营数据来看，下滑势头依旧，我们预计随着经济触底以及入境游客的恢复，入住率有望在下半年回升。

餐饮业务增长主要源自苏锡杭肯德基的分红。08 年上海肯德基门店数为 233 家，同比新增 24 家，实现收入 21.3 亿元，同比增长 16.5%；实现净利润 1.5 亿元，同比减少 7.3%。08 年取得苏锡杭肯德基的分红为 3432 万元，同比增长 33%。

锦江之星继续扩张。截至 08 年底,运营与筹建中的锦江之星达到 360 家,同比多增 80 家,08 年锦江之星(包括锦江之星旅馆有限公司与锦江国际旅馆投资有限公司)实现收入 9.17 亿元,同比增长 56%,实现净利润 8210 万元,同比增长 123%。我们预计锦江之星今年仍将扩张 80-100 家店。

维持增持评级。考虑到 09 年将获得转让中亚饭店 45%股权带来的投资收益以及转让肯德基 7%股权收益,我们预计 09-10 年 EPS 分别为 0.51 元、0.60 元。公司具备明确的世博受益预期,维持增持评级。

黄山旅游: 业绩增长明确, 抗风险能力强

08 年公司实现营业收入 11.2 亿元,同比增长 7.4%;实现净利润 1.88 亿元,同比增长 24.7%。全年实现 EPS0.40 元,略低于我们预期的 0.42 元。每股分红 0.1 元。业绩增长的来源: 1) 游客数的稳定增长,08 年接待游客 224 万人次,同比增长 10.3%; 2) 索道提价效应,自 08 年 4 月 1 日起,索道价格由 65 元提升至 80 元(旺季); 3) 所得税率由 33%下调至 25%,我们预计可减少所得税费用 2200 万左右。

分索道来看,云谷索道改建后乘客数有所提升,太平索道乘客下降。我们测算云谷索道乘客数 08 年达到 160 万人次,同比增加 13.5%。玉屏索道乘坐数约为 140 万人次。我们估计索道乘客数的下降主要在于太平索道,08 年太平索道实现营业收入 2831 万元,乘客数约为 37 万人次。由此看出太平索道所在的北大门区域的游客聚集效应还有待提升。

新开酒店亏损拖累酒店业绩。08 年酒店业务毛利率为 33.5%,同比下降 6.5 个百分点,主要是因为 1) 人力成本以及上半年 CPI 走高导致运营成本增加; 2) 新开业酒店的亏损加大,如国际大酒店改造完成后 08 年亏损 1409 万元,同比多亏 1013 万元。我们认为随着酒店逐渐步入成熟运营,亏损额有望缩小,但由于山下酒店竞争激烈,业绩大幅盈利的可能性较小。

维持增持评级。公司拥有较强的定价能力以及稳定的游客群体,受益于 09 年门票提价效应以及行业的恢复性增长,我们维持 09-10 年 EPS0.55 元、0.65 元的业绩预测,我们看好公司长期发展潜力,维持增持评级。

中青旅: 世博间接受益

08 年公司实现营业收入 45.9 亿元,同比增长 1.2%;实现净利润 1.3 亿元,同比下降 20.1%。08 年实现 EPS0.31 元,略低于我们预期的 0.33 元。每股分红 0.12 元(含税)。业绩下降的原因: 1) 中青旅(香港)子公司对持有的股票计提了 3710 万元的资产减值准备。2) 公司及子公司风采科技、创格科技未被认定为高新技术企业,不再享有优惠税率,08 年所得税率提高至 25%。

地产业务利润贡献提升。由于单位售价的提升(由 07 年 4800 元/平米提升至 08 年 6017 元/平米),08 年中青旅绿城实现净利润 8857 万元,同比增加 77.6%。我们估计目前已经结算了 3 个楼盘总建筑面积的 51%。

风采科技、山水酒店业绩下降。由于在营销推广、终端设备等方面加大投入导致成本上升，以及所得税率的上升（未获高新企业认定），风采科技 08 年净利润为 3093 万元，同比减少了 46%。山水酒店由于装修摊销费用增加以及新开业酒店尚未度过市场培育期，08 年净利润只有 14 万元，同比下降了 99%。

乌镇景区将受益于世博会。世博会期间的国内非长三角游客为 3150 万游客、境外游客为 350 万，在参观世博会的同时也有可能游览长三角其他景区。浙江的旅游部门显然不会错过这次盛宴，6 月 12 日，以“接轨世博、相约浙江”为主题的浙江旅游交易会首次在上海举行，重点推出浙江的世博精品旅游线路，因此浙江的著名景点乌镇直接受益。

维持谨慎增持评级。不考虑股票投资，我们维持 09-10 年 EPS0.40 元、0.46 元的预测，维持谨慎增持评级。

华天酒店：酒店物业价值构成安全边际

08 年公司实现收入 9.01 亿元，同比增加 47.3%；实现净利润 1.33 亿元，同比减少 17.5%。业绩出现下降的原因：1）并购收益减少，2007 年实现并购收益 11355 万元，而 08 年非经常性损益为 8194 万元，2008 年扣除非经常性损益后的净利润为 5118 万元，同比增长 8.61%。2）光电惯导子公司业绩大幅下降，08 年权益净利润为 -132 万元，07 年为 1653 万元。

延续酒店实体扩张战略。08 年公司完成收购武汉凯旋门酒店、自建北京世纪华天商务酒店、完成收购长春华天酒店的前期工作，目前公司已经拥有 6 家高星级酒店，12 家承包或管理的高星级酒店的酒店连锁体系。

新开业酒店经营情况有待改善。由于新开业酒店尚未度过市场培育期以及开办费一次摊销因素，经营情况不甚理想。如潇湘华天酒店 08 年实现营业收入 1.02 亿元，亏损 1109 万元；华天之星 08 年亏损 1210 万元。我们认为，随着酒店成熟运营后，亏损额有望缩小。

受经济下行影响，地产销售进度低于预期。08 年房地产业务实现收入 1.6 亿元，实现营业利润 3597 万元。益阳项目只是把商业综合楼销售完毕，华天公馆停建。星沙项目的华天雅苑销售比例为 13% 左右。北京华天置业的酒店式公寓项目预计销售比例为 50% 左右。

09 年经营情况将趋好，维持增持建议。随着经济触底的概率增大，以及地产成交量的放大，我们认为 09 年公司地产销售进度会有所加快，同时，长春华天和湘潭国金项目也将有并购收益（预计 7000 万左右），并且公司 08 年新增酒店也将逐步步入成熟期，我们预计 09-10 年 EPS 分别为 0.50 元、0.62 元，维持增持建议。

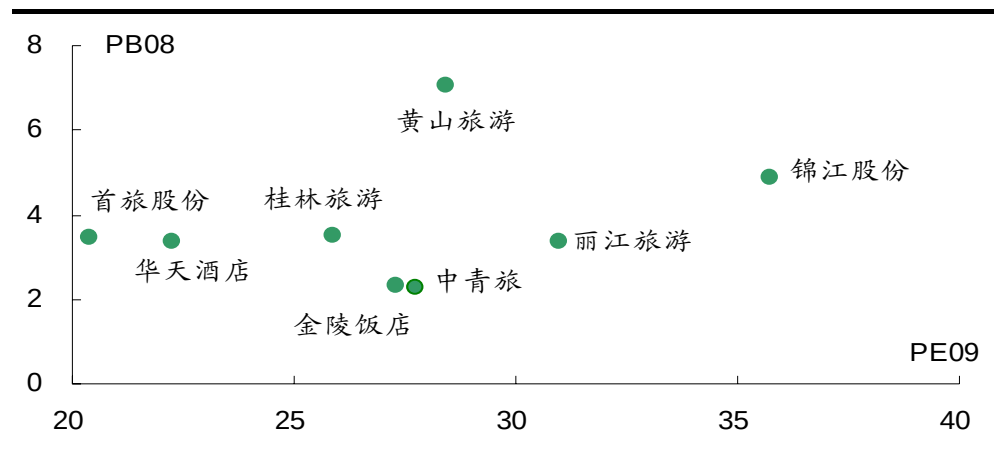
表 9：旅游上市公司估值表。

	股价 06/11	EPS08	EPS09	EPS10	PE08	PE09	PE10	PB08	流通市值 亿元	股本 万股	投资 评级
锦江股份	18.23	0.45	0.51	0.60	40	36	30	4.9	82	60324	增持
黄山旅游	15.56	0.40	0.55	0.65	39	28	24	7.0	18	47135	增持

桂林旅游	9.83	0.13	0.38	0.45	75	26	22	3.5	9	17700	增持
华天酒店	11.05	0.37	0.50	0.62	30	22	18	3.4	22	36868	增持
金陵饭店	6.89	0.22	0.25	0.28	32	28	24	2.3	10	30000	谨慎 增持
中青旅	10.92	0.31	0.40	0.46	35	27	24	2.3	36	41535	谨慎 增持
丽江旅游	13.33	0.46	0.43	0.20	29	31	66	3.4	7	9932	谨慎 增持
峨眉山 A	9.93	0.09	0.23	0.29	105	44	34	3.7	12	23519	中性
首旅股份	16.31	0.75	0.80	0.92	22	20	18	3.4	19	23140	中性
全聚德	28.43	0.53	0.58	0.67	53	49	43	5.8	15	14156	中性
三特索道	7.81	0.09	0.18	0.20	83	44	38	2.4	6	12000	中性

注：桂林旅游 09-10 年业绩为假设完成增发 7000 万股后的业绩。首旅业绩包含了南山门票分成。数据来源：国泰君安证券

图 23：旅游上市公司估值表。



注：股价为 6 月 11 日。

数据来源：国泰君安证券

作者简介:

陈锡伟: 1998 - 2005 年分获复旦大学经济学系学士、硕士, 2005 年 8 月进入国泰君安, 任旅游酒店、传媒行业研究员, 2005 年获 CPA 资格。

免责声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com