

旅游行业

业绩增长符合预期

—— 2009 旅游行业中报前瞻

研究结论

- **维持行业短期中性偏负面，中长期看好评级。**短期内金融危机和甲流的负面影响仍较为明显，甚至可能在第三季度加剧，但放长至 2-3 年的时间来看，影响是非常有限的。中长期来看，旅游行业作为第三产业其占 GDP 的比重逐年提高的趋势并不会改变；金融危机也不会改变行业需求趋势性变化，产业升级的步伐并不会减慢，反而可能是加快；此轮行业跟随 GDP 的调整可以看作是下一轮行业的快速发展做先期的准备。
- **预计重点公司 09 年中期业绩基本符合市场预期。**分行业来看，上半年景区类公司的人次和收入预计达到小幅增长；高星级酒店收入下降近 30%，但由于非经常性损益等因素，锦江股份预计仍保持业绩的正增长；餐饮业在春节前后受到金融危机负面影响较明显，主要是公务消费受到抑制，但社会餐饮仍保持相对旺盛，总体仍有一定增长；旅行社业务国内游保持一定幅度增长，但出入境业务不乐观，其中入境业务下降幅度预计在 30% 以上。
- **中报可能超预期或者业绩较为靓丽的公司有：**
中青旅：预期中报 0.22 元，市场的普遍预期为 0.18 元，超预期的原因是乌镇业务快速增长和股票投资在上半年兑现收益。金融危机促使行业需求从长途游向短途游，从出境游向国内游的转变，乌镇景区作为紧靠客源地，交通发达的知名景区，实际上是受益于金融危机。预计上半年乌镇游客接待人次超过 30%，好于市场普遍 15-20% 增长的预期。
- **影响 Q2 业绩预测准确性的风险因素：**非经常性收益对公司业绩的影响，如地产结算，股票投资等。
- **投资策略和建议：**建议三种思路选股：**A 需求相对稳定的子行业或者地区，如世博主题受益板块，相关上市公司有锦江股份，中青旅，黄山旅游；B 业绩弹性较大的子行业。**随着行业的恢复性增长，景区由于其高毛利率的特点，业绩的弹性空间较大。相关公司有黄山旅游、峨眉山、桂林旅游。**C 行业并购整合受益。**当前国资整合地区优质旅游资源非常踊跃，各地的旅游股有望成为整合的平台。
- **目前股价重点公司处于 2009 年 30 倍 PE，2010 年 25 倍 PE 的水平，基本合理。**但考虑到近二年行业受到负面因素影响，业绩被低估，一旦这些负面因素消失，行业可能出现爆发式增长，维持锦江股份增持评级，中青旅增持评级，黄山旅游增持评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨春燕

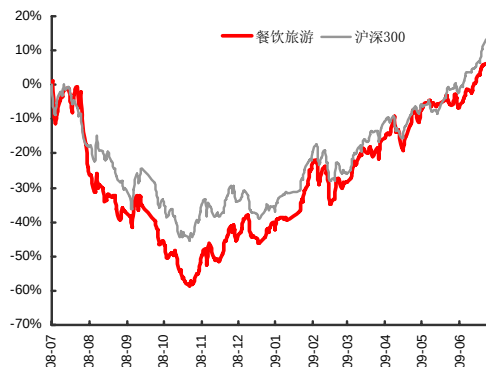
旅游行业高级分析师

8621-63325888 × 6090

yangy@orientsec.com.cn

行业评级	看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区	中国/A 股
行业	旅游
报告日期	2008 年 7 月 10 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	11.59%	24.76%	8.65%
相对表现 (%)	-2.15%	-2.22%	-5.55%

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	08 年报	09 中报	09 年报 E	股价	评级
峨眉山 A	0.09	0.06	0.20	9.76	中性
桂林旅游	0.13	0.08	0.21	10.16	增持
黄山旅游	0.4	0.18	0.51	16.07	增持
中青旅	0.31	0.22	0.44	11.75	增持
丽江旅游	0.46	0.24	0.38	14.75	中性
锦江股份	0.45	0.28	0.56	19.35	增持
首旅股份	0.75	0.36	0.65	17.2	中性

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《否极泰来，期待复苏——2009 年中期旅游行业投资策略》	2009 年 6 月 19 日
《旅游景区率先恢复——2008 年报总结》	2009 年 5 月 8 日
《旅游消费实现首月开门红——春节黄金周消费数据分析》	2009 年 2 月 2 日

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

目 录

甲流蔓延：阻碍了行业复苏的步伐.....	3
08 年旅游业增长基数较低	3
09 年一季度行业出现恢复性增长	3
甲流影响旅游行业复苏的步伐	4
社会资金加速进入旅游行业.....	5
重点公司中期业绩预测及推荐	6
投资策略	6
中期业绩预测及上市公司推荐	7
分析师承诺	9

甲流蔓延：阻碍了行业复苏的步伐

08 年旅游业增长基数较低

受到一系列灾害性事件的影响，08 年旅游行业受到较大负面影响。从行业来看，灾害性天气因素及 5.12 大地震对景区影响较大，尤其是西部旅游业受到严重打击，之后随着金融危机的影响加剧，酒店业受到负面影响开始显现，到 08 年底高星级酒店为主的酒店业收入和净利润出现全面下滑。旅行社作为轻资产的子行业，相对损失较小，但收入同比下降也较明显，尤以入境旅游接待业务表现最为明显。

从重点公司来看，07 年旅游收入平均增幅近 23%，08 年中期基本持平，08 年全年下降 8.2%；扣除非经常性损益后的净利润来看，07 年同比增长 37%，08 年中期下降 31.24%，全年虽然基本持平，但地处西部的景区类公司仍出现较大幅度下降。如峨眉山，08 年旅游收入下降 15.37%，扣除非经常性损益后的净利润下降 41%；桂林旅游，08 年收入同比下降 38.91%，扣除非经常性损益后的净利润同比下降 68.91%。

表 1：主要上市公司收入和净利润同比情况

单位：%

证券代码	证券简称	主营业务收入					扣除非经常性损益后的净利润				
		1H07	07A	1H08	08A	1Q09	1H07	07A	1H08	08A	1Q09
000888.SZ	峨眉山 A	22.50	24.68	-8.85	-15.37	19.07	10.30	8.36	-248.27	-40.85	33.63
000978.SZ	桂林旅游	17.60	10.94	-36.45	-38.91	5.52	0.99	8.17	-37.26	-68.91	71.21
600054.SH	黄山旅游	18.32	20.34	4.82	7.43	13.70	45.38	36.81	11.81	23.63	4.44
600138.SH	中青旅	30.29	56.44	34.97	1.23	-7.97	154.78	108.04	-4.00	59.33	10.72
002033.SZ	丽江旅游	17.53	19.79	-5.38	-5.33	35.46	25.96	43.12	-22.02	-24.69	4.30
600754.SH	锦江股份	11.40	7.44	-2.12	-4.93	-15.50	9.01	0.28	48.86	17.79	-30.99
600258.SH	首旅股份	24.00	24.00	13.39	-1.50	-16.01	54.38	55.76	32.19	34.38	7.06

资料来源：东方证券研究所

09 年一季度行业出现恢复性增长

自 08 年四季度开始，国内旅游出现快速恢复。统计显示，四季度全行业实现收入同比增长 50.6%，净利润增长 60.5%；今年一季度收入虽然出现小幅下降，但净利润同比仍增长 16.1%。上市公司来看，景区恢复情况最好，餐饮、酒店和旅行社均出现一定恢复。从上市公司调研来看，除部分景区和高星级酒店外，行业一季度基本恢复到 07 年水平。

2008 年“十一”黄金周是黄金周制度实施以来最好一次十一黄金周，增速超过了市场的普遍预期。国家旅游局的公布的数据，08 年“十一”黄金周期间，全国共接待旅游者 1.78 亿人次，比 2007 年“十一”黄金周增长 22.1%；实现旅游收入 796 亿元，比 2007 年同期增长 24.2%；旅游者人均花费支出 448 元。“十一”黄金周期间，在全国接待的 1.78 亿人次旅游者中，过夜旅游者（仅限于住在宾馆饭店和旅馆招待所）为 4269 万人次，比 2007 年同期增长 13.5%；一日游游客为 1.35 亿人次，比 2007 年同期增长 25.0%。

09 年春节黄金周：旅游收入与旅游人次均实现较快的增长。数据显示黄金周期间全国共接待游客 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%。其中过夜

旅游者（仅限于住在宾馆饭店和旅馆招待所）为 2429 万人次；一日游游客为 8464 万人次。39 个重点旅游城市实现旅游收入 218.8 亿元，其他旅游城市和景区实现旅游收入 229.9 亿元。

表 2： 历年春节黄金周接待情况

年度	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
全国接待旅游者（万人次）	5158	5947	6329	6902	7832	9220	8737	10900
同比		15.3%	6.4%	9.1%	13.5%	17.7%	-5.2%	24.7%
其中：过夜旅游者（万人次）	1319	1393	1624	1732	1932	2193	1995	2429
一日游游客（万人次）	3839	4554	4705	5170	5900	7027	6742	8464
31 个重点旅游城市（万人次）	2469	2597	2815	2955	3544	4068	3783	4583
其中：过夜旅游者（万人次）	660	631	659	733	837	909	794	910
一日游游客（万人次）	1809	1966	2156	2222	2707	3159	2989	3673
一日游游客占比	35.1%	33.1%	34.1%	32.2%	34.6%	34.3%	34.2%	33.7%
实现旅游收入（亿元）	227.6	257.6	289.6	313	368	438	393	509.3
同比		13.2%	12.4%	8.1%	17.6%	19.0%	-10.3%	29.6%

资料来源：东方证券研究所

上市公司主要景区今年一季度接待情况基本恢复到 07 年水平。从调研了解到，首旅南山景区、中青旅乌镇景区和峨眉山景区同比增长最为明显。以今年春节黄金周为例，南山景区接待 16.47 万人次，同比增长 20.78%；乌镇景区接待 9.02 万人次，同比增长 61.21%；峨眉山-乐山景区接待 20.78 万人次，同比增长 20.78%，以上景区的接待量同比均超过 07 年水平。其余景区接待情况同比 08 年也有百分之几十的增长。

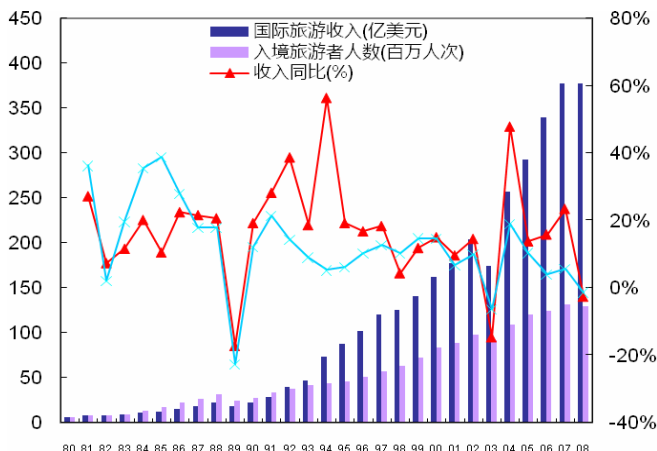
甲流影响旅游行业复苏的步伐

金融危机和甲流是当前旅游业面临的最主要的风险，考虑到短期内甲流蔓延可能造成的负面影响，我们维持在《2009 年中期旅游行业投资策略》报告中对甲流负面影响的预测：

- 甲流对旅游行业的负面影响将明显弱于 2003 年非典影响。非典持续时间近半年，由于其强传染高死亡率的特点，在爆发期间旅游及相关产业链的活动基本停滞。此次甲流，考虑到可防可控可治及低死亡率的特点，我们认为即使出现个别社区或城市的爆发，预计不会造成对出行的全面恐慌。
- 目前甲流的全球蔓延仍在持续，未来如果出现社区爆发可能造成一定程度的居民出行恐慌，对行业负面影响将加剧。尤其是 7-8 月是传统的旅游旺季，如果这一时期出现爆发将对 09 年旅游行业的全面恢复造成重大负面影响。但之后，随着甲流影响的削弱，行业有望迅速恢复。
- 出入境旅游受到负面影响较大。北美、欧洲、日本 等疫情较重的国家和地区是出境游的重要目的地，目前已经 出现一定的退团，如果疫情持续，则 09 年暑期的出境游市场不容乐观。另外，入境主要客源国此次甲流患病人数较多，在此期间的出境情况会受到一定影响。
- 甲流蔓延将抑制当前地方政府为主导的一系列旅游促进计划的实施。09 年上半年，以地方政府为主，联合景区、酒店、旅行社、航空公司等旅游产业链各主体，形成实质意义上的低价旅游促销活动因甲流受到明显抑制。随着夏季高温来临，如果甲流影响在半年内基

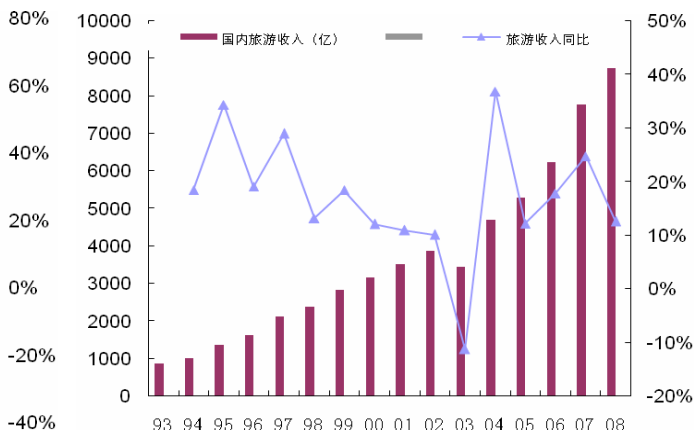
本消除，可以预期十一黄金周之前，各种类型的旅游促销又将重新启动，被压抑的旅游需求有望获得释放。

图 1: 入境旅游人次和收入情况



资料来源：东方证券研究所

图 2: 国内旅游收入情况



社会资金加速进入旅游行业

我们在《2009 年旅游行业中期投资策略》中建议投资者重视“旅游行业并购重组带来的机遇”。从我们对行业多年的跟踪来看，近半年来社会资金加速进入旅游行业的迹象非常明显，无论是尚处于高成长期的经济型酒店，还是长期回报型的景区和高星级酒店，社会资金的进入大多没有因为金融危机或者甲流而放缓。值得一提的是，今年上半年社会资金的进入出现了一种新的迹象，**即利用资本市场的平台，做大做强地区旅游主业**。目前阶段的主要表现是，在旅游行业上市公司的控股股东层面出现了较为积极的重组。

社会资金加速进入旅游行业。如，在经济型酒店领域，原已取得领先地位的如家、锦江之星、汉庭等品牌仍维持之前的发展战略，以锦江之星为例，年开店数仍定在 100 家左右；景区，行业内的并购重组机会明显增多，如峨眉山在实际控制人与乐山大佛的管委会合并后酝酿向上市公司注入地区的景区资源，如桂林旅游计划重新启动增发注入两江四湖等当地优质景区资源；另外，地区国资借助旅游上市公司做大做强当地旅游产业的迹象也非常明显，今年上半年就发生多起上市公司实际控制人变更的事件，如东方宾馆，世博股份等。

我们认为当前社会资金加速进入旅游行业，主要原因有：

1. 旅游行业作为朝阳行业长期发展前景看好。当前中国旅游业正处于大众消费加速增长期，GDP 和人均可支配收入的增长将使行业在 2020 年前均将处于快速增长阶段，根据 WTTC（世办旅游及旅行理事会）的判断，2019 年中国旅游观光值将达 15970 亿美元，位居全球第二位，2009—2019 年均增速将达 25%，远高于同期 GDP 的增长。在这样的预期下，即使短期内行业供给集中导致供需出现失衡，但与行业持续快速增长的需求相比，这种供给的过剩是暂时的，从中长期来看，供求紧张是 2019 年前行业的主基调。
2. 地方政府对旅游行业的重视程度明显加强。在启动内需保增长的过程中，地方政府的积极性明显增强，短期内发展措施包括发放旅游消费券等，从更长时间来看充分利用两市的旅游上市公司，以此为平台借助资本市场的力量发展壮大地区的旅游业将越来越获得地方政府的认同。

我们认为，上半年以来地方国资开始的旅游行业上市公司实际控制人的变更只是个起步，未来我们有望看到更多实质意义上的优质旅游资产的注入。这些整合为市场提供了发展机遇，同时有望引发市场对优质旅游资源的重新估值。垄断性强，现金流充沛的核心景区资源有望从中受益，上市公司中黄山旅游、峨眉山、桂林旅游的资源价值相对较高。

表 3：具有并购重组可能的公司

公司	EPS 09E	收盘价 6 月 19 日	PE 09E	未来可能注入资产
锦江股份	0.56	18.25	32.6	实际控制人锦江集团是上海市的旅游业发展平台，在上海国资改革中有望发展壮大。酒店业务分 A 股和 H 股分别上市，造成同业竞争问题，需要解决。
首旅股份	0.68	16.28	23.9	定位于首旅集团下属酒店发展平台，首先从四星级商务酒店开始，逐步注入资产。
桂林旅游	0.21	9.84	46.9	桂林地区旅游资源整合平台，计划逐步注入二江四湖等当地优质的景区资源。
峨眉山	0.2	10.33	51.7	峨眉山和乐山大佛两大管委会合并后，后续有望以公司为平台注入乐山地区的旅游资产。
华天酒店	0.23	6.96	30.3	在收购完成大股东旗下酒店资产后，有望介入湖南省内其他旅游资源
世博股份	0.08	10.64	133.0	实际控制人云南世博旅游控股集团，是省旅游资产做大做强的主平台。资产包括，世博园、旅行社、昆明饭店等，并在老君山和梅里雪山控制了部分景区资源。世博股份是集团下属唯一的平台。
丽江旅游	0.35	13.67	39.1	云投集团下属的云南旅游投资公司近期开始与公司商谈合作事宜，该公司是云南省另一个旅游投资平台，在大理和西双版纳控制了一些旅游资源。
东方宾馆	-0.1	8.64	-	广东省将越秀集团持有的东方酒店集团 100%股权和公司 14.36%的股权无偿划转给岭南集团。由此岭南集团成为公司实际控制人，持有公司总股本的 51.55%。未来，公司有望成为广东国资酒店资产整合平台。

资料来源：东方证券研究所

重点公司中期业绩预测及推荐

投资策略

维持行业短期中性偏负面，中长期看好评级。短期内金融危机和甲流的负面影响仍较为明显，甚至可能在第三季度加剧。但中长期来看，旅游行业作为第三产业其占 GDP 的比重逐步提高的趋势并不会改变；此次的金融危机也不会改变行业需求趋势性变化，产业升级的步伐并不会减慢，反而可能是加快。当前旅游行业仍处于黄金发展期，此轮行业跟随 GDP 的调整可以看作是下一轮行业的快速发展做先期的准备。而甲流造成的影响总体是短期的、局部的，是对当期旅游需求的抑制，放长至 2-3 年的时间来看，影响是非常有限的。

子行业方面，我们看好知名景区、经济型酒店和旅游网络预订。景区来看，目前促销力度非常大，根据我们的调研，促销降价的幅度在 10-50%之间，由于景区毛利率普遍较高，一旦行业出现好转

迹象，其收入和利润的弹性空间较大。经济型酒店和旅游网络预订契合了行业向自由行和自驾游发展的大趋势，市场需求空间巨大。其中，经济型酒店承接了部分高端下调的需求，入住率和房价仍保持在相对高位。

考虑增发增厚和涨价因素，目前股价重点公司估值处于 09 年近 30 倍，2010 年 25 倍的水平，基本合理。但是考虑到行业近二年受到一系列负面因素影响，当前的业绩存在明显的低估。

在当前情况下，建议三种思路选股：

1. 需求相对稳定的子行业或者地区

中国 2010 年上海世博会受益板块和经济型酒店子行业

上市公司：锦江股份、中青旅、黄山旅游

2. 业绩弹性较大的子行业

随着行业的恢复性增长，景区由于其高毛利率的特点，业绩的弹性空间较大

上市公司：黄山旅游、峨眉山、桂林旅游

3. 行业并购整合受益

当前国资整合地区优质旅游资源非常踊跃，各地的旅游股有望成为整合的平台

上市公司：锦江股份、首旅股份、桂林旅游、峨眉山、华天酒店、世博股份、丽江旅游、东方宾馆

中期业绩预测及上市公司推荐

由于 08 年行业受到负面因素影响较大，当前行业同比 08 年仍表现一定幅度的增长。从数据来看，国内游在 08 年“十一”和 09 年“春节”黄金周表现得较为明显，但随着甲流的蔓延，4 月下旬开始行业不同程度受到负面因素影响，从调研情况看，出入境业务受到负面影响最为明显，国内旅游总体较好，影响程度在 5-10%之间。

重点公司在 09 年上半年总体保持平稳增长

分行业来看，上半年景区类公司的人次和收入预计达到小幅增长；高星级酒店收入下降近 30%，但由于非经常性损益等因素，锦江股份预计仍保持业绩的正增长；餐饮业在春节前后受到金融危机负面影响较明显，主要是公务消费受到抑制，但社会餐饮仍保持相对旺盛，总体仍有一定增长；旅行社业务国内游保持一定幅度增长，但出入境业务不乐观，其中入境业务下降幅度预计在 30%以上。总体来看，重点公司 09 年中期业绩基本符合预期。

中青旅 09 年中期业绩有望超预期

从我们的调研来看，中青旅的乌镇业务增长有望超过市场预期。金融危机促使行业需求从长途游向短途游，从出境游向国内游的转变，乌镇景区作为紧靠客源地，交通发达的知名景区，实际上是受益于金融危机。另外，上半年乌镇西栅在旅行社开拓方面出现较大进展，致使景区游客接待量同比增长 30%，远超过市场 15-20%的预测值。考虑到今年上半年公司股票投资的收益，保守估计 09 年中期中青旅业绩同比增长超过 30%，将超过市场的普遍预期。

表 4：旅游行业 2 季度盈利预测

	08 年 EPS	EPS09-1Q	EPS09-1H	EPS09E	EPS10E	股价	PE09	PB08	评级
峨眉山 A	0.09	-0.02	0.06	0.2	0.26	9.76	48.80	3.73	中性
桂林旅游	0.13	-0.01	0.08	0.21	0.29	10.16	48.38	3.64	增持
黄山旅游	0.4	-0.01	0.18	0.51	0.61	16.07	31.51	6.67	增持
中青旅	0.31	0.08	0.22	0.44	0.5	11.75	26.70	2.41	增持
丽江旅游	0.46	0.08	0.24	0.38	0.24	14.75	38.82	3.72	中性
锦江股份	0.45	0.16	0.28	0.56	0.65	19.35	34.55	4.24	增持
首旅股份	0.75	0.22	0.36	0.65	0.79	17.2	26.46	3.64	中性

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

杨春燕：旅游行业行业高级分析师

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn