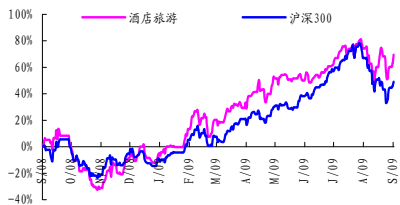



社会服务业 - 旅游
Social Work - Tourism

2009 年 9 月 8 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
旅游行业	-2.7%	9.0%	69.6%
沪深 300	-10.8%	6.1%	49.1%

行业重点股票	6m%	YTD %	评级
黄山旅游	2.4%	20.0%	增持
峨眉山 A	28.2%	49.2%	增持
三特索道	30.7%	88.5%	增持
中青旅	47.0%	70.6%	增持
首旅股份	52.2%	108.1%	增持

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。

上半年平淡，下半年好转

—旅游行业 2009 年中报综析

评级：景区（强于大市）/酒店、旅游综合、餐饮（中性）

- **上半年业绩表现平平。**20 家旅游行业上市公司（剔除 ST 股）的中报统计显示，09 年上半年营业收入和净利润分别同比增长 7.85%、5.23%。而占总营业收入比达 36.77%、占总净利润比达 17.71%的中青旅，以及占总净利润比达 30.72%的锦江股份，无疑是拉动收入和净利润增长的主因。
- **景区恢复增长强劲，酒店盈利弹性最差。**通过对各子行业上市公司中报分析，我们认为：一是，拥有垄断稀缺资源的景区类公司反弹性增长强劲。如黄山旅游、峨眉山、丽江旅游等，各景区的游客人数基本恢复到 07 年同期水平。二是，具多元化业务结构的公司分散风险能力较强，盈利表现相对要好。首旅股份南山景区的增长弥补了酒店业务的下滑；中青旅乌镇景区的增长弥补了旅行社业务的不济，加之房地产的不菲贡献，成为整体旅游板块的佼佼者。三是，酒店受经济危机的重击，业绩显萎靡之态，且一线城市的酒店经营差于二、三级城市。首旅股份和锦江股份的酒店业务收入分别同比下降 20.56%、21.54%，毛利率分别下降了 2.37、1.57 个百分点；金陵饭店酒店业务收入同比下降 12.41%，毛利率下降 1.19 个百分点。
- **预计下半年业绩表现强于上半年。**一是，十一中秋假日刺激旅游消费意愿上升，预计全年国内旅游人数将接近 20 亿人次，国内旅游收入增速约 10%左右。二是，随着经济逐渐复苏，加之去年同期低基数效应，预计三、四季度入境旅游人数和过夜旅游人数将进一步回升，有望实现正增长。三是，北京的高星级酒店复苏迹象略显，预计摆脱低迷期困境会早于预期。
- **行业评级。**考虑到十一中秋的黄金长假因素，尤其是景区明显受益且业绩恢复性增长强，因此，给予景区“强于大市”的评级；而酒店走出低迷期仍需较长时间，低位运行难以支撑业绩回升，故维持“中性”投资评级；对于旅游综合，除了看好含景区资源，且业绩增长明确的公司外，仍给予“中性”投资评级；餐饮行业，上市公司仅全聚德和西安饮食，且估值均居高位，因此，维持“中性”投资评级。
- **投资策略。**建议关注业绩明确性增长强，且估值低的公司。重点推荐黄山旅游、峨眉山 A、三特索道、中青旅、首旅股份。
- **风险提示。**甲型流感 H1N1 大范围爆发；自然灾害、恐怖活动等。

上半年业绩表现平平，而中青旅是支撑业绩没有负增长的主因

20 家旅游行业上市公司（剔除 ST 股）的中报统计显示，09 年上半年共实现营业收入 65.87 亿元，同比增长 7.85%；归属于母公司股东的净利润 6 亿元，同比增长 5.23%；平均毛利率 48.64%，同比上升 2.43 个百分点；平均净利率 3.91%，同比上升了 2.6 个百分点；期间费用率 42.68%，同比上升了 0.85 个百分点，低于毛利率的上升幅度。

从收入贡献度看，占总营业收入比重 36.77%的中青旅是带动板块总营业收入增长的主因。上半年，中青旅受益于乌镇景区和房地产的收入贡献，营业收入同比增长 21.44%，其中，景区和房地产营业收入分别同比增长 28.32%、158.82%。

从利润贡献度看，分别占总净利润比重 30.72%、17.71%的锦江股份和中青旅是带动板块净利润增长的主因。上半年，锦江股份受益于投资收益的贡献，净利润同比增长 12.05%，其中投资收益增长 67.04%。

从毛利率看，西藏旅游、首旅股份、大连圣亚、三特索道的毛利率均大幅度上升，进而带动整个板块的毛利率提升。其中：

西藏旅游，08 年“3.14”西藏暴力事件后，旅游市场复苏明显，公司业务也逐步回归正常，上半年毛利率提升了 29.74 个百分点。

首旅股份，上半年毛利率较高的海南南山景区再续佳绩，共接待入园游客 146 万人次，同比增长 17.4%；实现营业收入 1.97 亿元，同比增长 91.12%；收入占比为 28.26%，毛利占比为 54.15%，毛利率提升 4.24 个百分点至 93.35%，进而推动综合毛利率提升了 9.24 个百分点。

大连圣亚，上半年公司加强春节、五一、端午等节假日促销，游客人数增长明显，而成本控制得力，导致综合毛利率上升了 10.83 个百分点。

三特索道，受益于景区的复苏，综合毛利率上升了 7.40 个百分点。索道业务收入占总营业收入比 76.25%，上半年该业务毛利率提高了 6.79 个百分点达 60.61%。

从净利率看，西藏旅游净利率大幅度上升 81.09 个百分点是整个板块净利率上升的主要因素。若剔除该公司的影响，整体净利率下降了 1.55 个百分点。

从期间费用看，世博股份的期间费用率同比上升了 17.81%，是整个板块期间费用率增高的主要原因。世博股份上半年因受城区改造导致世博园收入下降，而广告宣传费、人工薪酬等支出却大幅增长。

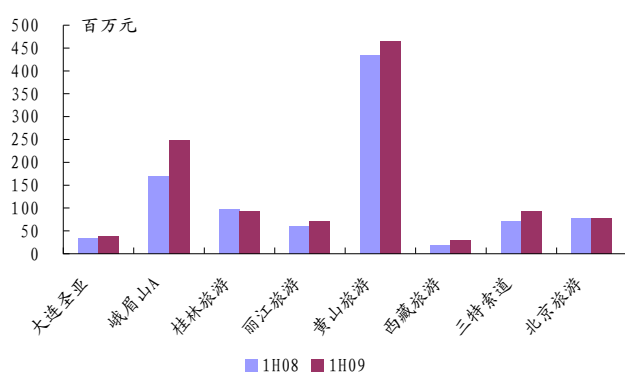
景区恢复增长强劲，酒店盈利弹性最差

景区

09 年上半年，8 家景区类上市公司共实现营业收入 11.16 亿元，同比增长 16.15%；实现归属于母公司股东的净利润 1.14 亿元，同比增长 99.47%；平均毛利率 48.43%，同比上升了 7.93 个百分点；平均净利率 3.02%，同比上升了 14.5 个百分点；平均期间费用率 40.35%，同比减少了 5.66 个百分点。

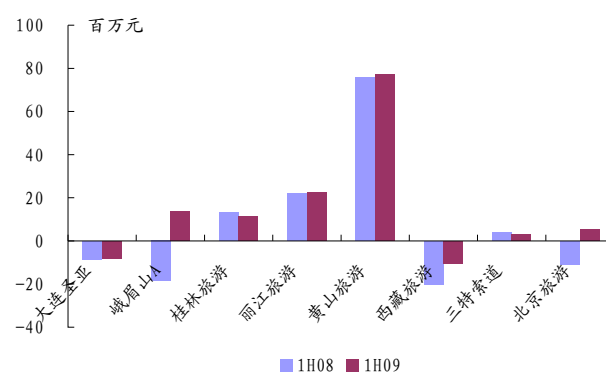
上半年，峨眉山 A 和北京旅游同比扭亏为盈，峨眉山 A 盈利回升主要原因是游山人次恢复性增长 45.37%及下属酒店入住率上升；北京旅游盈利改善在于严控成本费用支出。

Figure 1 景区--营业收入同期比较



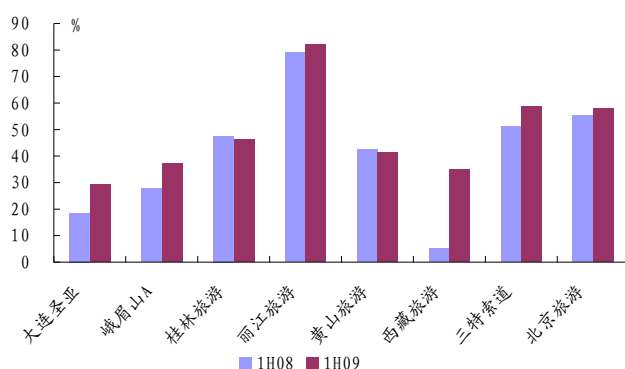
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 2 景区--净利润同期比较



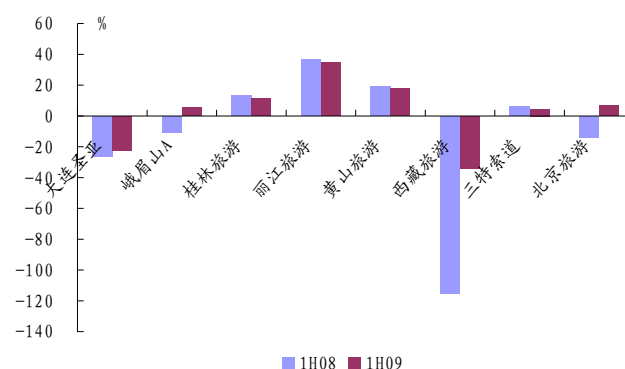
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 景区--毛利率同期比较



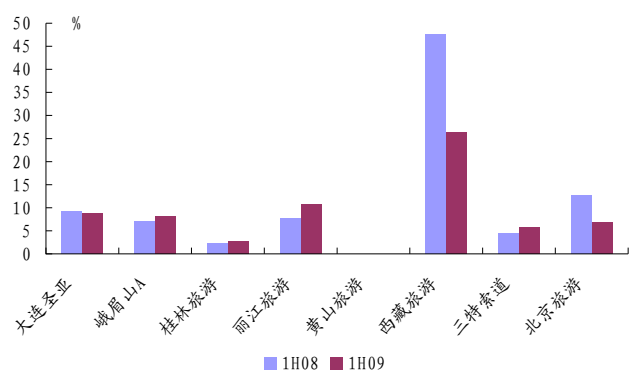
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 景区--净利率同期比较



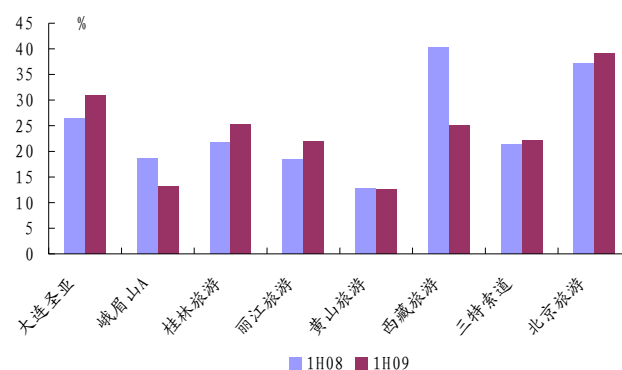
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 5 景区--营业费用同期比较



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

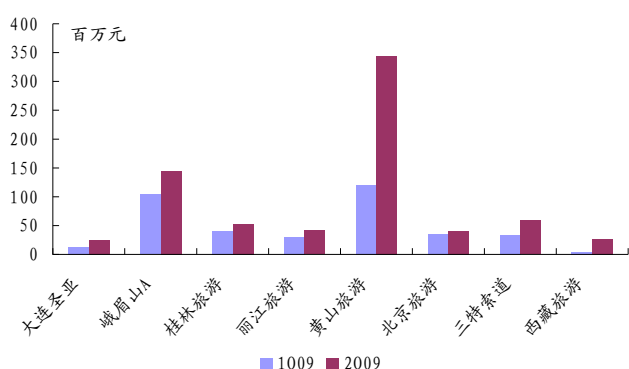
Figure 6 景区--管理费用同期比较



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

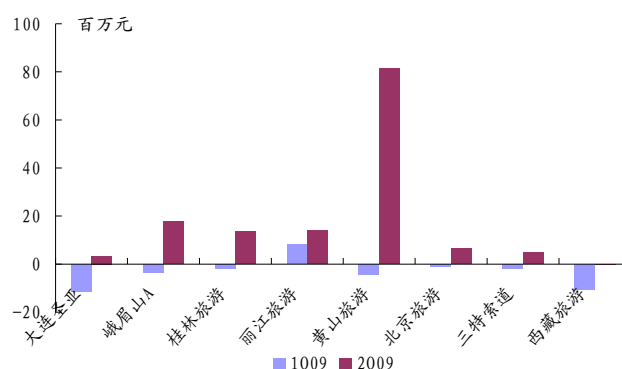
单季度看, 7 家 1 季度亏损上市公司在 2 季度均实现了扭亏为盈, 丽江旅游 1、2 季度均保持盈利, 黄山旅游、峨眉山 A 和桂林旅游 2 季度业绩回升明显, 反映出经济复苏背景下, 拥有稀缺垄断资源的景区恢复性增长最强。

Figure 7 景区--单季度营业收入



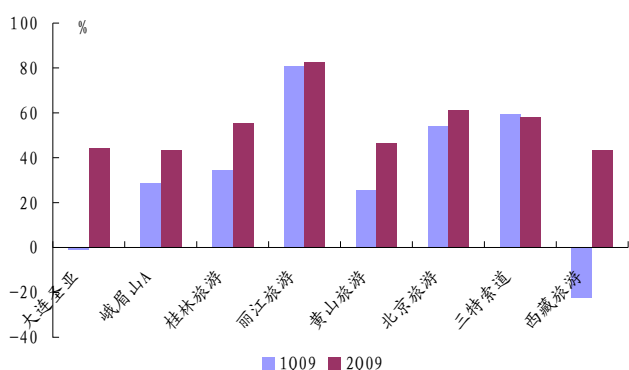
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 8 景区--单季度净利润



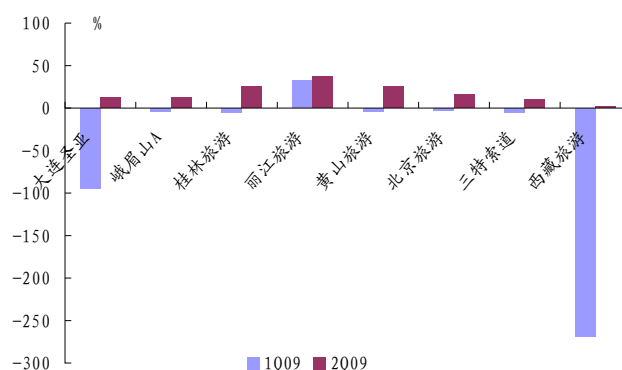
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 9 景区--单季度毛利率



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 10 景区--单季度净利率



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

酒店

09 年上半年,5 家酒店共实现营业收入 12.55 亿元,同比增长 5.73%; 归属于母公司股东的净利润 2.55 亿元,同比减少 15.28%; 平均毛利率 51.69%,同比下降了 6.03 个百分点; 平均净利率 6.79%,同比下降了 8.13 个百分点; 平均期间费用率 51.69%,同比上升了 4.58 个百分点。

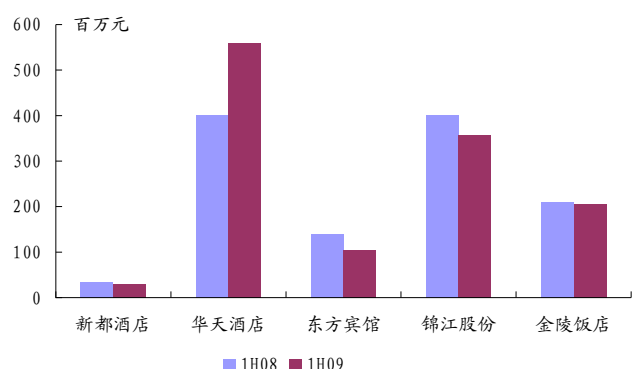
该板块的营业收入增长主要在于华天酒店的贡献,华天酒店上半年营业收入同比增长 39.21%,主要依赖于新增酒店的成长以及房地产业务的贡献,两者分别同比增长 31.88%、72.04%; 但由于新增培育期的酒店较多(星沙华天商务酒店、湘潭国金项目、14 家华天之星)、财务费用高企及合并长春华天收益的减少导致净利润同比下降 34.95%。

锦江股份是 5 家酒店中唯一取得业绩增长的公司,虽然上半年营业收入同比减少了 11.13%,但严控成本,使毛利率同比上升了 2.15 个百分点,且在转让资产所得收益的支撑下,净利润同比增长了 12.05%,净利率上升了 8.76 个百分点。

东方宾馆和新都酒店亏损拖累个整体酒店板块的净利润下降的主因,东方宾馆由于受到广交会整体搬迁及国际金融危机等因素的影响,导致营业收入和净利润同比分别下降了 25%和 1105.13%; 新都酒店受制于激烈的市场竞争仍延续低入住率和销售价格,导致营业收入和净利润同比分别下降了 15.75%、110.32%;

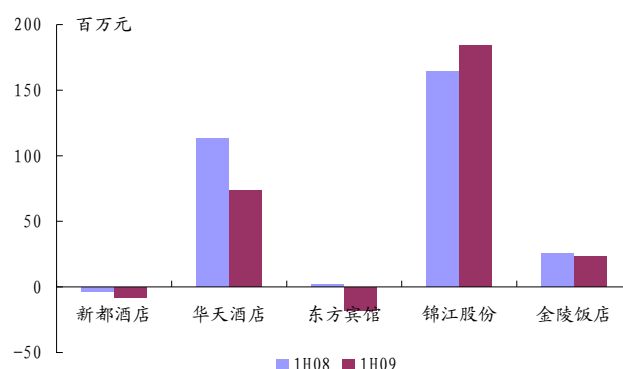
金陵饭店,受金融危机的影响甚大,商务客人人数下降是收入和利润同比下降 1.75%、9.41%的主要原因。公司酒店收入约占公司总收入的 50%,上半年,酒店客房收入同比下降 12.77%、餐饮收入同比下降了 2.49%,导致酒店总营业收入下降 7.9%。

Figure 11 酒店--营业收入同期比较



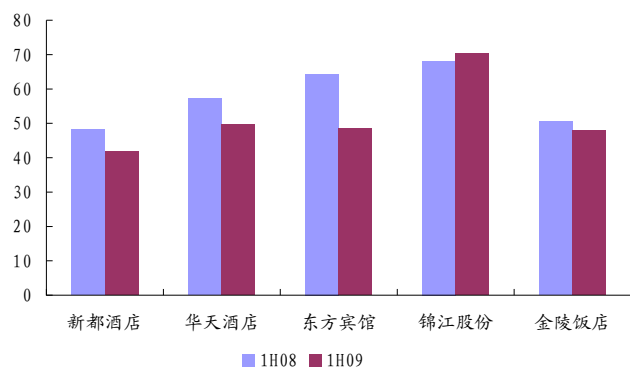
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 12 酒店--净利润同期比较



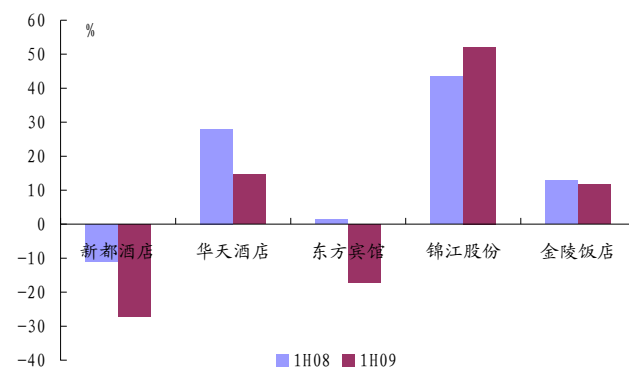
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 13 酒店--毛利率同期比较



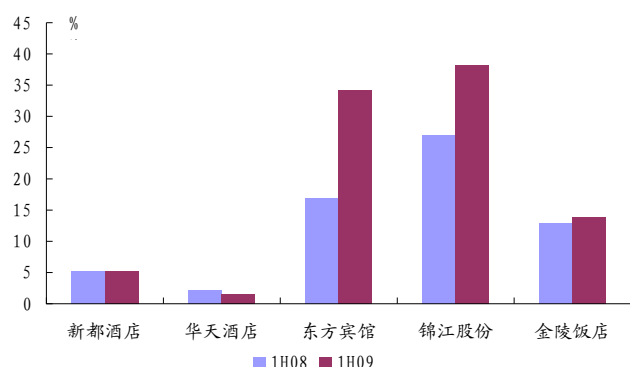
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 14 酒店--净利率同期比较



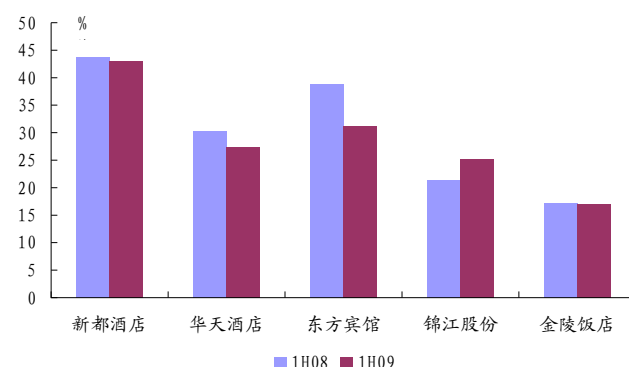
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 15 酒店--营业费用率同期比较



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

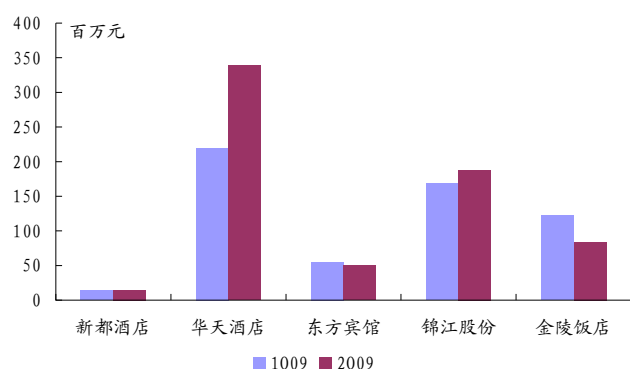
Figure 16 酒店--管理费用率同期比较



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

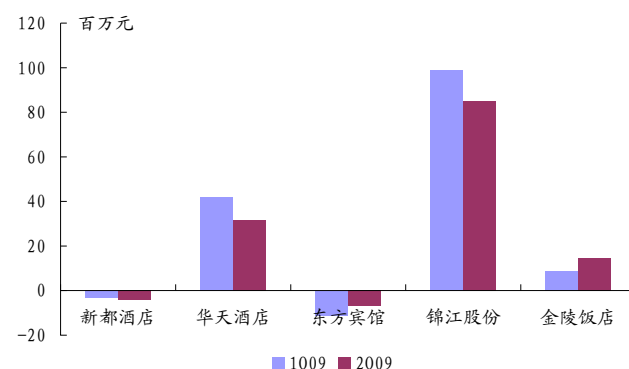
单季度看, 金陵饭店和东方宾馆的 2 季度经营状况稍好于 1 季度。其中, 金陵饭店净利润环比增长了 57.65%, 净利率大幅提升了 9.83 个百分点, 主要是受房地产市场转暖的带动, 公司参股的金陵置业玛斯兰德项目销售良好, 加之实际所得税率下降 5 个百分点的影响。东方宾馆 2 季度以控制费用措施, 环比 1 季度减亏 38.78%。

Figure 17 酒店--单季度营业收入



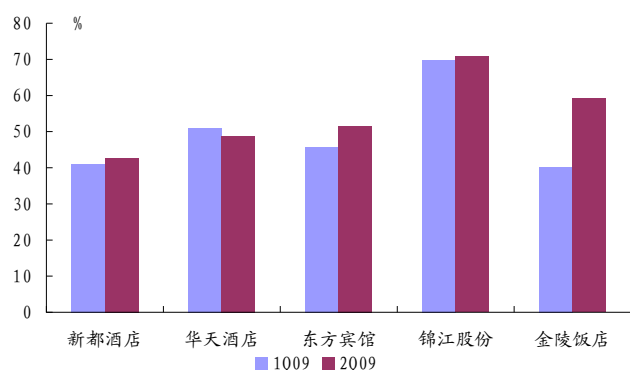
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 18 酒店--单季度净利润



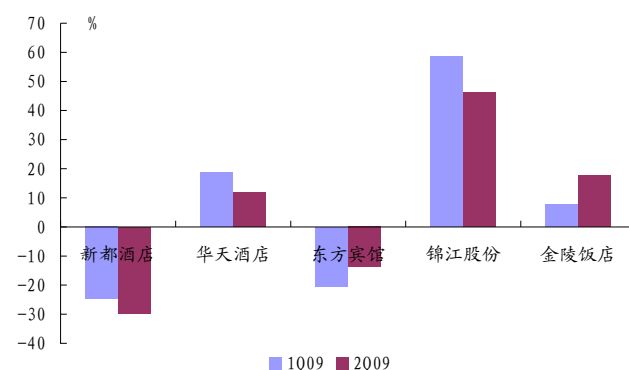
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 19 酒店--单季度毛利率



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 20 酒店--单季度净利率



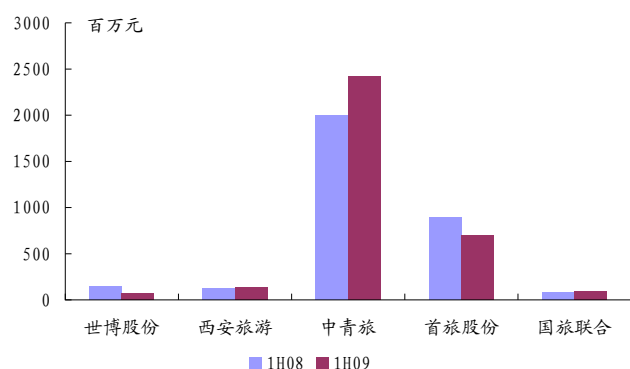
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

旅游综合

09 年上半年, 5 家旅游综合共实现营业收入 34.13 亿元, 同比增长 5.5%; 归属于母公司股东的净利润 1.8 亿元, 同比增长 5.94%; 平均毛利率 41.67%, 同比上升了 1.88 个百分点; 平均净利率 1.17%, 同比下降了 5.79 个百分点; 平均期间费用率 35.74%, 同比上升了 6.3 个百分点。

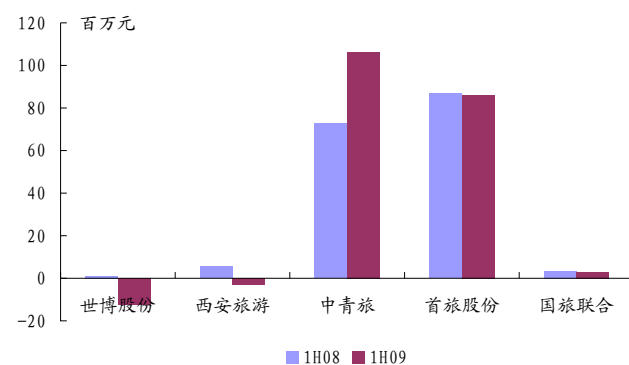
中青旅是该板块最强者贡献, 也是该板块唯一取得业绩增长的公司; 而世博股份则大大拖累了该板块的盈利表现。

Figure 21 旅游综合--营业收入同期比较



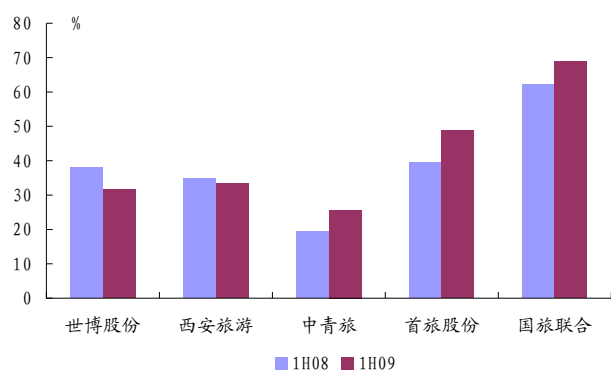
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 22 旅游综合--净利率同期比较



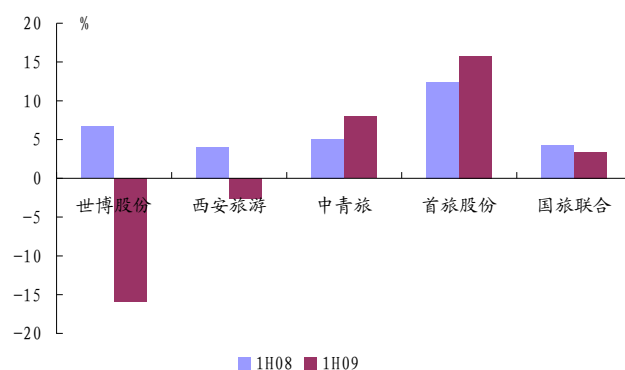
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 23 旅游综合--毛利率同期比较



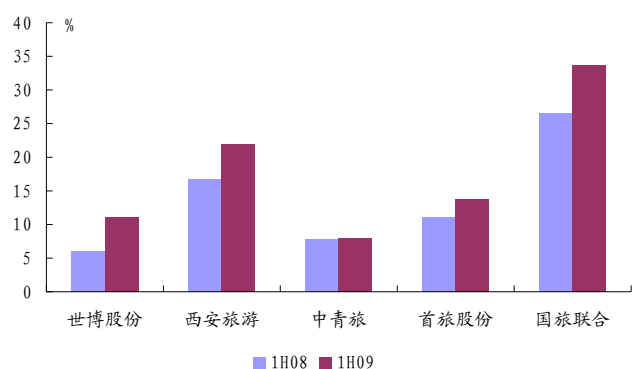
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 24 旅游综合--净利率同期比较



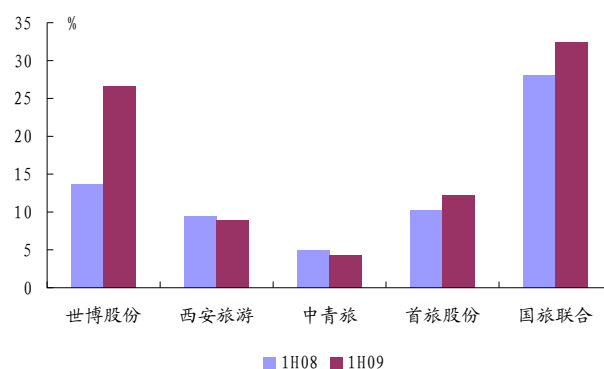
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 25 旅游综合--营业费用率同期比较



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

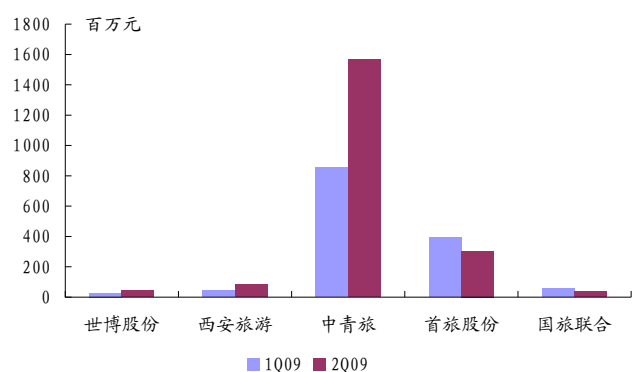
Figure 26 旅游综合--管理费用率同期比较



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

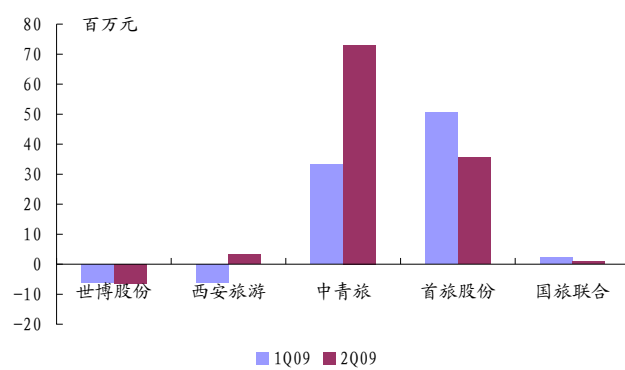
单季度看,除了首旅股份和国旅联合外,其他3家公司环比增速及盈利能力均实现较好改善。首旅股份2季度受累于金融危机及甲型流感疫情的双重夹击,酒店业务、旅行社业务及展览业务的营业收入均大幅下降20%以上;国旅联合则主要是营业费用和管理费用高增,分别环比上升了8.09、4.66个百分点。西安旅游2季度精简开支、缩减费用,成功实现扭亏为盈。

Figure 27 旅游综合--单季度营业收入



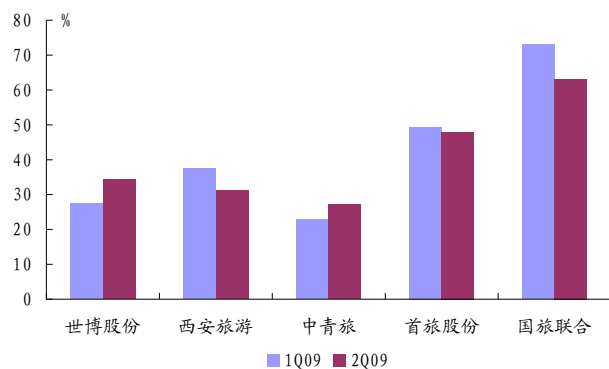
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 28 旅游综合--单季度净利润



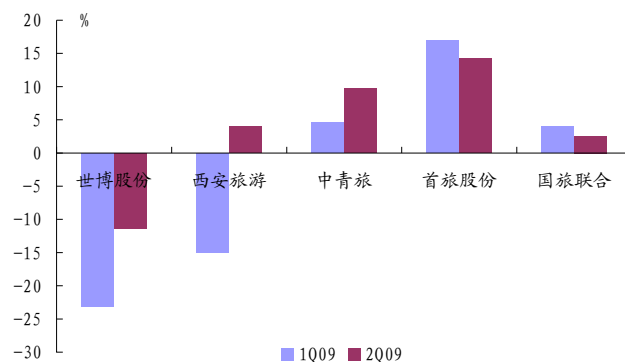
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 29 旅游综合—单季度毛利率



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 30 旅游综合—单季度净利率



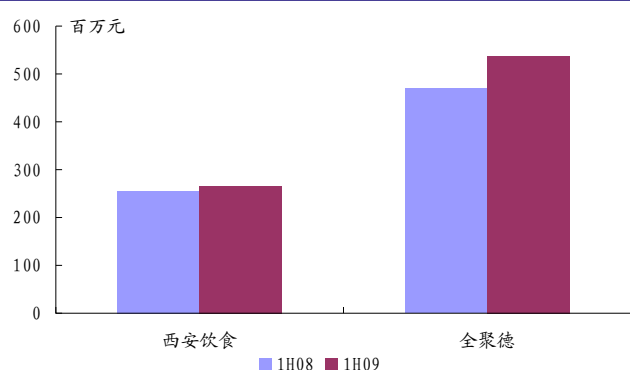
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

餐饮

09 年上半年, 2 家餐饮共实现营业收入 8.03 亿元, 同比增长 10.84%; 归属于母公司股东的净利润 5107.42 万元, 同比增长 21.53%; 平均毛利率 59.3%, 同比上升了 2.1 个百分点; 平均净利率 5.74 个百分点, 同比上升了 0.3 个百分点; 平均期间费用率 46.85%, 同比上升了 1.31 个百分点。

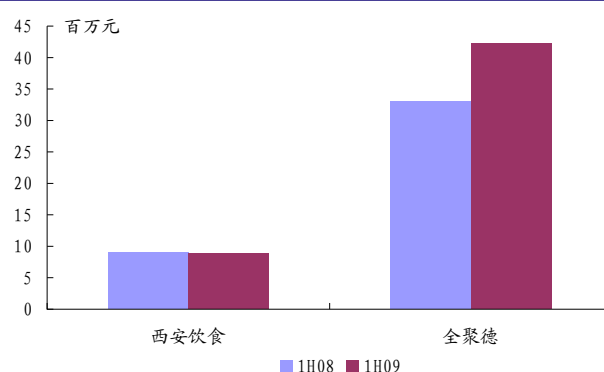
与上述行业相比, 餐饮受金融危机的影响程度相对较小。该板块营业收入和净利润主要来自于全聚德的贡献, 而且全聚德基本面情况要强于西安饮食, 上半年, 全聚德营业收入和净利润分别同比增长 14.58%、27.97%, 毛利率、净利率分别同比上升了 3.38、0.86 个百分点, 前门店重张是上半年盈利提升的主因。

Figure 31 餐饮—营业收入同期比较



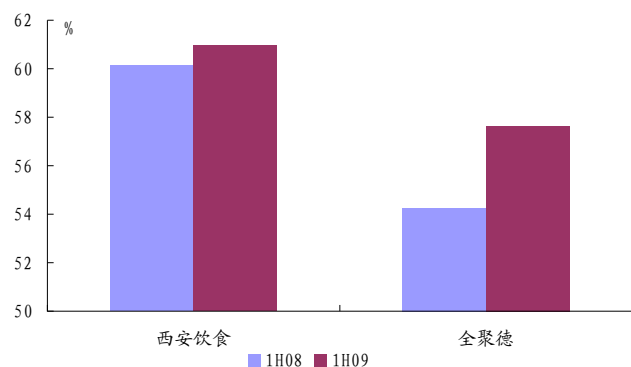
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 32 餐饮—净利润同期比较



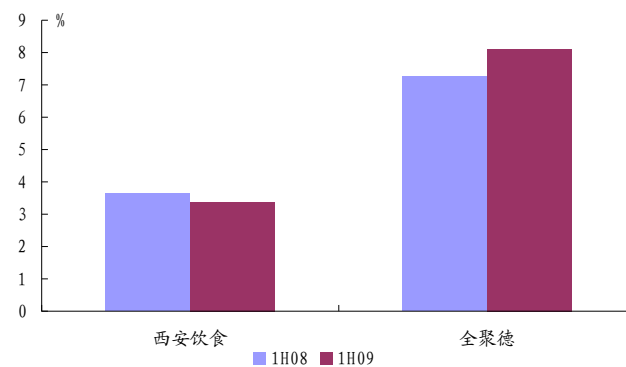
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 33 餐饮—毛利率同期比较



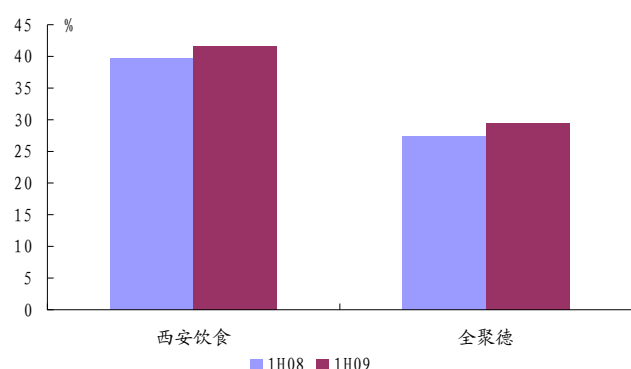
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 34 餐饮—净利率同期比较



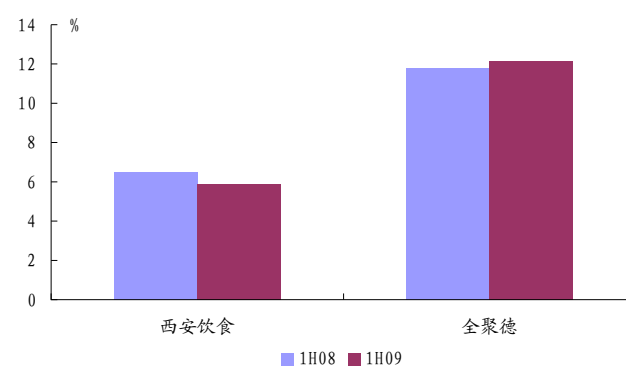
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 35 餐饮—营业费用率同期比较



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 36 餐饮—管理费用率同期比较



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

通过上述分析,我们认为:

一是,具多元化业务结构的公司分散风险能力较强,盈利相对表现要好。例如,首旅股份的南山景区的增长弥补了酒店业务的下滑;中青旅乌镇景区的增长弥补了旅行社业务的不济,加之房地产的不菲贡献,成为整体旅游板块的佼佼者。

二是,拥有垄断稀缺资源的景区类公司反弹性增长较好。如黄山旅游、峨眉山、丽江旅游等,这类景区多是接待国内游客,受国内游增长的带动,各景区的游客人数基本恢复到 07 年同期水平。

三是,一线城市的酒店受到冲击要大于二、三线城市。如一线城市的首旅股份和锦江股份的酒店业务收入分别同比下降 20.56%、21.54%,毛利率分别下降了 2.37、1.57 个百分点;二线城市的金陵饭店酒店业务收入同比下降 12.41%,毛利率下降 1.19 个百分点。

预计下半年业绩表现强于上半年

1、十一中秋假日刺激旅游消费意愿上升

今年的“十一”加“中秋”的黄金周假期长达 8 天，而且“十一”为 60 周年国庆，加之中秋、世博、亚运等多种主题背景下，中秋旅游、红色旅游等多种产品更加丰富，我们认为将大大刺激消费者出游意愿的大幅度回升。

根据中国旅游研究院《十一中秋假日旅游市场预测》报告，预计 2009 年十一黄金周国内旅游人数将超过 2 亿人次，同比增长 13%；旅游收入超过 1000 亿元，同比增长 25%；由于假期时间增加 1 天，因此人均旅游消费会从 2008 年十一黄金周的 448 元增加到 500 元左右。而且，根据研究院的调查，消费者第三季度出游目的中休闲/度假的比例为 55.12%，观光/游览的比例为 38.74%，传统旅游热点地区受关注程度高。

我们从部分景区前七个月的游客接待情况，并考虑到十一中秋假日因素，预计全年国内旅游人数将接近 20 亿人次，国内旅游收入增速约 10%左右。

Figure 37 黄山和峨眉山两风景区游客接待量和门票收入情况

景区	接待游客量和门票收入情况
黄山风景区	7 月份，黄山接待游客 28.37 万人次，同比增长约 1%；门票收入约 4800 万元，同比增长约 2.5%。1-7 月累计接待游客 127.37 万人次，同比增长 8%；累计门票收入 2.15 亿元，同比增长 3.43%。
峨眉山风景区	7 月份，峨眉山风景区接待游客 29.35 万人次，同比增长 55.21%；门票收入 2737.6 万元，同比增长 148.6%。1-7 月累计接待游客 130.48 万人次，同比增长 35.44%；门票收入 1.21 亿元，同比增长 84.21%。

资料来源：各地旅游局网站、世纪证券研究所

2、入境游降幅逐渐收窄

从今年以来的入境旅游月度统计数据看，入境游人数在慢慢回升，下降幅度在收窄。7 月份入境旅游人数 1072.04 万人次，同比下降 3.05%；过夜旅游人数 434.96 万人次，同比下降 1.8%。其中，入境外国人 190.94 万人次，同比下降 0.54%；过夜外国人 154.39 万人次，同比增长 0.41%，这是自 08 年 5 月以来的单月首次正增长。考虑到经济的逐渐复苏，加之去年同期低基数效应，我们预计三、四季度入境旅游人数和过夜旅游人数将进一步回升，有望实现正增长。

3、星级酒店有望走出低迷期

星级酒店受经济危机的冲击很大，尤其是北京、上海、深圳等一线城市的高星级酒店。从我们统计今年以来部分城市的星级酒店的出租率看，高星级酒店略显复苏迹象，且北京的高星级酒店回暖程度最显。我们预计，随着全球经济复苏，酒店业摆脱低迷期困境会早于预期。

Figure 38 部分城市星级酒店出租率情况

北京	五星级、四星级酒店 7 月份的出租率分别为 49.3%、54.1%，较 6 月出租率分别上升了 3.3、7 个百分点，同比分别增长了 2.9%、5%，也是今年以来北京高星级酒店出租率首次实现正增长。
上海	五星级、四星级酒店 6 月份的出租率分别为 51.94%、49.93%，较前 5 个月出租率分别上升了 3.72、3.83 个百分点；同比分别下降了 10.1%、6.79%，较前 5 个月的降幅收一步收窄。
深圳	星级酒店 7 月份出租率 58.59%，同比下降 5.16%，较 6 月份出租率上升了 5.05 个百分点。
南京	星级酒店 7 月份出租率 60.18%，同比下降 7.21%，较前 5 个月上升了 1.38 个百分点。

资料来源：各地旅游局网站、世纪证券研究所

估值仍处高位

从重点跟踪的 11 家上市公司的估值统计看，09、10 的动态市盈率分别为 36、30 倍，与沪深 300 09、10 年动态市盈率 27、21 倍相比，估值较高。

Figure 39 重点跟踪公司估值情况

证券代码	证券简称	090908 收盘价 (元)	EPS			PE		
			2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
002186.SZ	全聚德	32.36	0.53	0.61	0.68	60.55	53.06	47.43
000888.SZ	峨眉山 A	9.70	0.09	0.27	0.42	102.21	36.23	22.96
000978.SZ	桂林旅游	10.23	0.13	0.23	0.30	78.09	44.85	33.57
002033.SZ	丽江旅游	16.53	0.46	0.44	0.41	35.93	37.32	40.39
600054.SH	黄山旅游	15.63	0.40	0.46	0.58	39.08	34.09	27.12
000428.SZ	华天酒店	7.03	0.37	0.28	0.33	19.05	25.18	21.43
600754.SH	锦江股份	19.55	0.45	0.53	0.56	43.17	36.91	34.74
601007.SH	金陵饭店	7.33	0.22	0.22	0.27	33.32	32.74	27.49
002159.SZ	三特索道	8.39	0.09	0.20	0.33	93.22	42.85	25.64
600138.SH	中青旅	13.25	0.31	0.45	0.57	42.33	29.44	23.25
600258.SH	首旅股份	21.11	0.75	0.76	0.85	28.29	27.76	24.81
		平均				52.29	36.40	29.89
		中值				42.33	36.23	27.12

资料来源：WIDN，世纪证券研究所

行业评级与投资策略

行业评级

考虑到十一中秋的黄金长假刺激因素，尤其是景区明显受益且业绩恢复性增长强，因此，给予景区“强于大市”的评级；而酒店走出低迷期仍需较长时间，低位运行难以支撑业绩回升，故维持“中性”投资评

级；对于旅游综合，除了看好含景区资源，且业绩增长明确的公司外，仍给予“中性”投资评级；餐饮行业，上市公司仅全聚德和西安饮食，且估值均居高位，因此，维持“中性”投资评级。

投资策略

我们建议关注业绩明确性增长强，且估值低的公司。重点推荐黄山旅游、峨眉山 A、三特索道、中青旅、首旅股份。

风险提示

甲型流感 H1N1 的大范围爆发；自然灾害、恐怖活动等突发事件。

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.