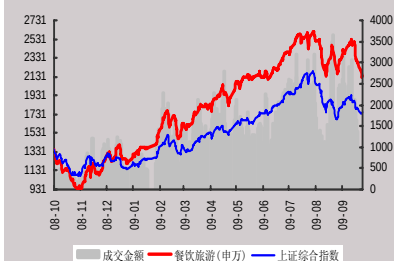



行业评级

中性 维持

细分行业评级

景区	推荐
旅行社	中性
餐饮酒店	中性

行业指数表现


齐鲁证券有限公司
 研究所
 行业公司部

分析师
 李北铎

Tel: (8621) 5820-8334
 Fax: (8621) 5831-8543
 Email: libd@qlzq.com.cn

国内游带领行业整体走向复苏 来年投资布局面临较好的时间窗口

——旅游行业 2009 年四季度投资策略

投资要点:

- ◇ 从我国旅游总收入占国内生产总值 (GDP) 比重的变化趋势可以看出, 最近几年则基本保持在 4% 左右, 与发达国家相比, 我国旅游行业还有很大的发展空间。未来的十年, 是我国经济发展方式推动转型取得重要成就的十年、是经济持续发展的十年、也是旅游行业发展值得期待的十年。
- ◇ 2009 年的中国旅游业, 肇始于去年的全球性金融危机使得国内入境旅游业务一片低迷, 而甲型 H1N1 的肆虐又让行业遭遇几乎不能承受之痛。所幸之于当前, 我们已然看到国内游带领行业走出低谷的景象。
- ◇ 前三季度旅游板块整体跑赢大盘, 估值水平来看目前行业整体仍然处于较合理区间。四季度有向下修正的压力, 但或将成为布局来年投资较好的时间窗口, 注意在把握行业内尤其是景区类上市公司确定性增长的同时, 挖掘类似世博会、海南国际旅游岛、资源整合的行业主题投资机会。
- ◇ 从细分行业来看, 我们认为景区子行业有着较好的防御性和成长空间, 给与“推荐”评级; 而餐饮酒店更多地依赖旅游业的整体转好, 旅行社行业在竞争更为激烈的背景下等待行业复苏, 我们对两者持谨慎乐观的预期, 给与“中性”评级; 同时我们推荐四家优质景区类公司: 桂林旅游 (000978)、峨眉山 (000888)、黄山旅游 (600054)。

重点公司投资评级

股票名称	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE	投资评级
桂林旅游 (000978)	0.13	0.17	0.25	75.61	53.18	36.16	推荐
峨眉山 (000888)	0.09	0.25	0.38	109.44	34.56	22.74	推荐
黄山旅游 (600054)	0.40	0.44	0.53	38.90	32.57	27.04	推荐
中青旅 (600037)	0.31	0.48	0.56	34.68	23.39	20.05	谨慎推荐

重要声明: 本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。



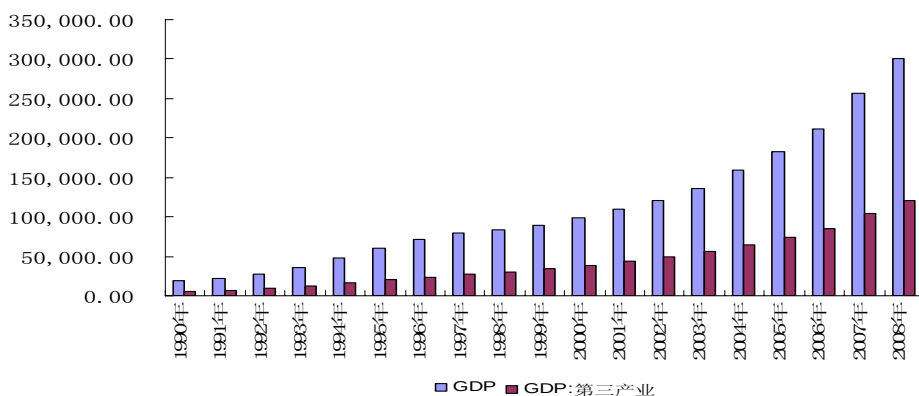
一、旅游业：未来十年的朝阳行业

1、伴随国内经济发展 第三产业增长迅速

20 年以来,我国经济发展速度举世瞩目,从 GDP 增长这一指标来看,1990 年 GDP 为 18667.82 亿元,截至 2008 年,这一数值已然达到 300670 亿元,连续 6 年 GDP 增速超过 10%,可以看到,30 年来,中国经济保持了持续高增长的态势。

图 1: 20 年来中国 GDP 和第三产业值图

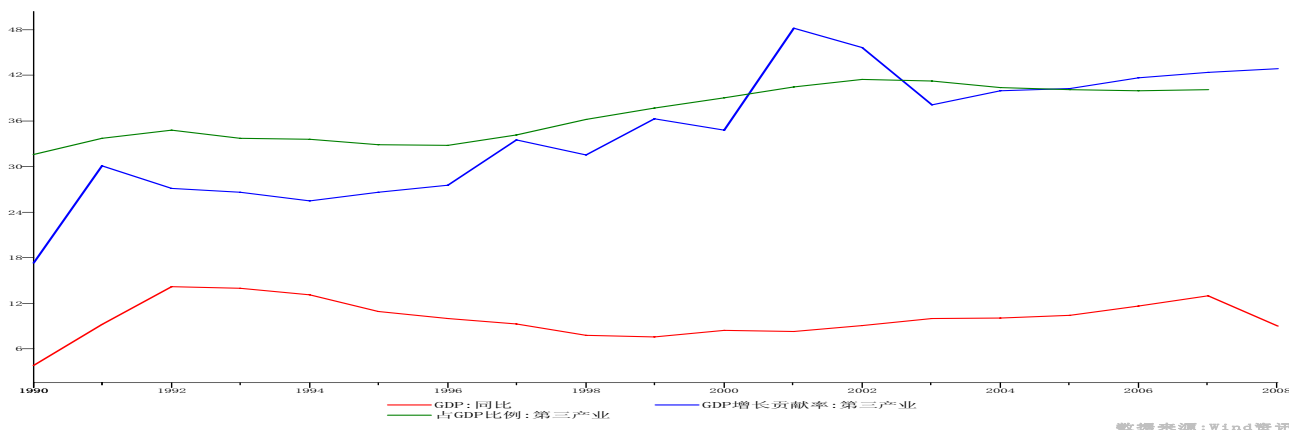
单位: 亿元



资料来源: wind、国家统计局、齐鲁证券研究所

同时我们也注意到,伴随国内生产总值的提高,第三产业在这 30 年中也得到了突飞猛进的发展,数据显示,整个第三产业在改革开放之初,比如 1978 年,其产值为 872.48 亿元,到 2007 年,其产值已经达到 100054 亿元。

图 2: 1999 年至 2008 年 GDP 同比增长、第三产业 GDP 占比及其 GDP 增长贡献率



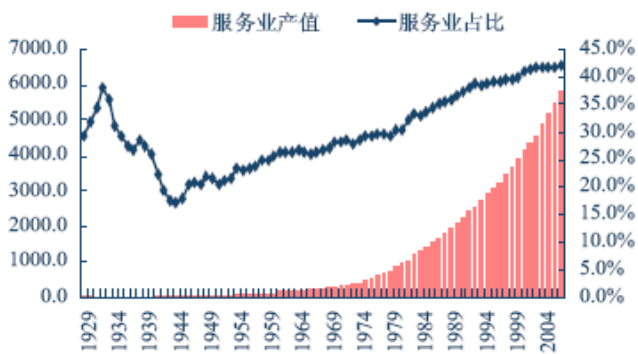
资料来源: wind、国家统计局、齐鲁证券研究所



如图示，伴随 GDP 的增长，第三产业 GDP 与其 GDP 增长贡献率相应得以提高，我们认为随着国家加大第三产业发展的步伐加快，第三产业 GDP 贡献率将会得以更为显著的提高。

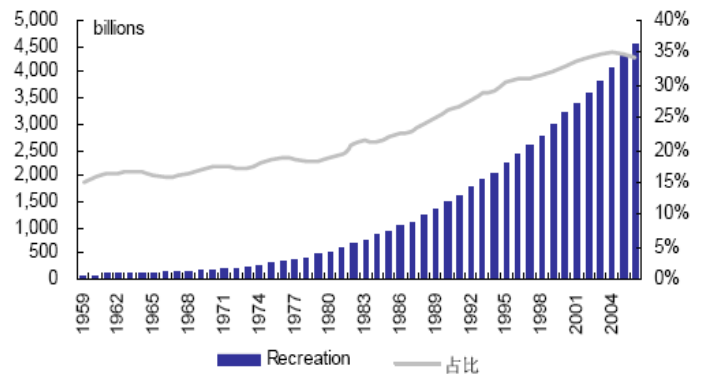
成熟的国际经验表明，人均 GDP1000 美元时，第三产业占 GDP 总量 40% 左右。经过这些年的调整、发展，我国第三产业的发展也保持了这种趋势，其在 GDP 中的占比从改革开放初期的 20% 逐年上升，现在已基本维持在 40% 以上的水平。

图 3：美国服务业（第三产业）GDP 占比



资料来源：CEIC、齐鲁证券研究所

图 4：美国服务性支出及其 GDP 占比



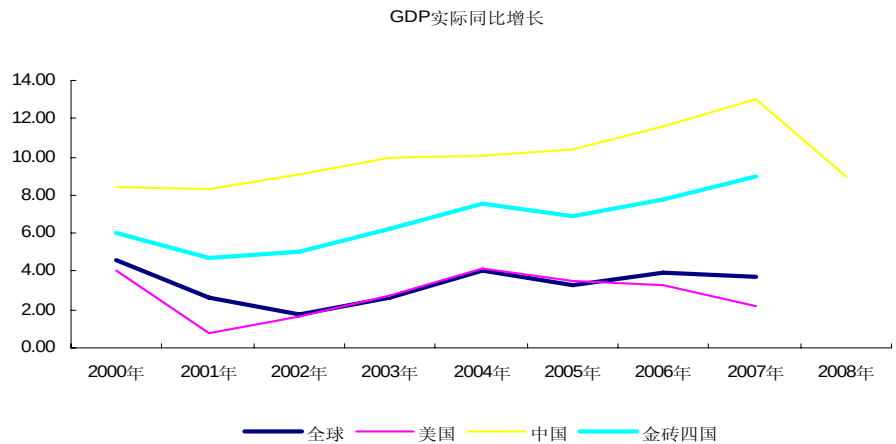
资料来源：CEIC、齐鲁证券研究所

2、经济发展遭遇暂时阻力 行业发展下一个十年值得期待

改革开放以来，中国经济始终保持着高增长的态势。作为一个新兴市场，在可以预期的一段时间内，我国经济的发展仍将保持一个较高的速度增长，作为一个人口大国，这种发展是必要的，从我国经济发展的经验来看，这是必然的，当前全球范围内经济的不容乐观，作为一个相对独立的经济区域，我国的经济发展将在相当长一段时间内凸现其本身的发展优势，全球性金融危机爆发以来，我国政府在应对此次危机的时候推行多方面、更广范围的投资、经济刺激、产业振兴计划，数据显示，一季度 GDP 增速延续 2008 年下行趋势回落至 6.1%，二季度回暖趋势明显，GDP 增速 7.1%，各项数据表明下半年经济增长趋势基本确立。全球经济形势进一步好转的趋势较为乐观，在此背景下国内经济保持持续稳定增长是可以预期的。



图 5: 全球、美国、中国、金砖四国 GDP 实际同比增长 (年率)



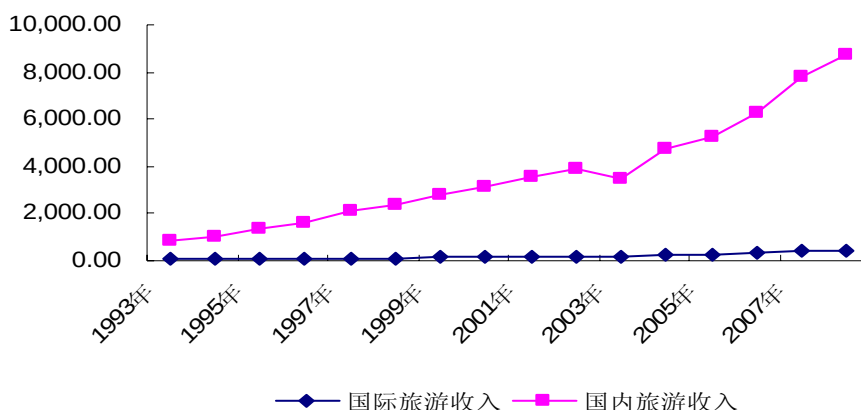
资料来源: wind、IMF、齐鲁证券研究所

经过 30 年的发展,我国旅游业从无到有、由小到大,中国在世界旅游业中的地位日益提升。2007 年我国入境过夜旅游者 5,472 万人次,居全球第 4 位;旅游外汇收入 419 亿美元,居全球第 5 位;国内旅游人数 16.1 亿人次;出境旅游人数 4,095 万人次;旅游总收入 1.0957 万亿元。中国已成为世界上第四大入境旅游接待国、亚洲第一大出境旅游客源国,并将形成世界上最大的国内旅游市场。世界旅游组织预测,到 2015 年,中国入境过夜旅游人次和出境旅游人次均可达到 1 亿人次,成为全球最大的国际旅游目的地国家和第四大旅游客源国;国内旅游将达到 28 亿人次,居民平均出游率 2 次,成为世界上最大的国内旅游市场。

国内旅游行业总收入从 1978 年的 23 亿元增长到 2008 年的 11,600 亿元,增长 504 倍,年复合增长率为 23%。1999-2008 年,除 2003 年受“非典”疫情的影响,旅游行业的经营出现了较大的波动外,旅游行业总收入近 10 年总体呈现稳步增长态势,行业总收入从 1999 年的 4,002 亿元上升到 2008 年的 11,600 亿元,年复合增长率为 12.55%。2008 年我国旅游业国内旅游收入为 8749.30 亿元、国际旅游收入 408.40 亿美元,以国内旅游收入为考量指标,2008 年同比增长 13%,这一成绩还是在遭遇冰雪灾害、拉萨事件、汶川地震等一系列消极因素影响下取得的,返观 2003 年“非典”之后的国内旅游收入,2004 至 2008 年分别实现 37%、12%、18%、25%、13%的增速,除却 2004 年因上一年“非典”因素影响所形成的推高之外,2005 至 2008 年国内旅游收入增长均速达 17%。



图 6：近年来我国旅游行业收入增长简图

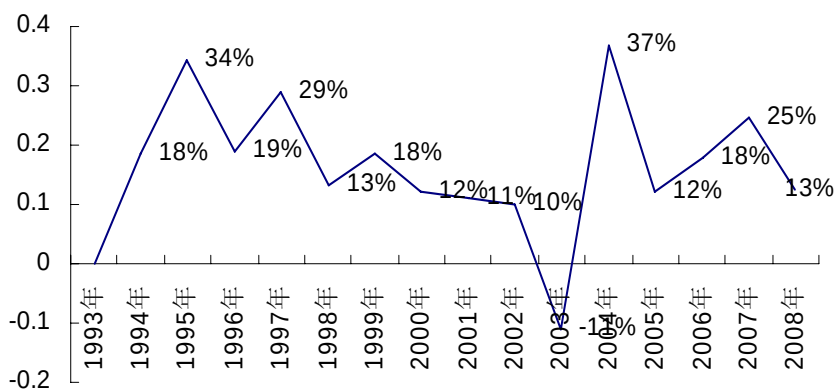


注释：国际旅游收入单位为“亿美元”、国内旅游收入为“亿元”

资料来源：国家统计局、齐鲁证券研究所

与 GDP 同比增长数值相比较，我们看到，GDP 近四年同比增长均速为 11%（其中 2005 年 10.4%、2006 年 11.6%、2007 年 13%、2008 年 9%），国内旅游收入增速基本与 GDP 同步且实现超越。

图 7：近年来国内旅游收入增速简图

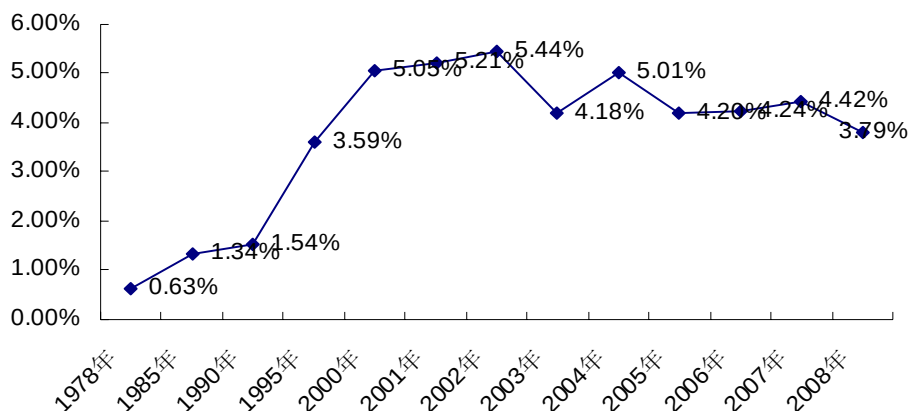


资料来源：国家统计局、WIND、齐鲁证券研究所

从我国旅游总收入占国内生产总值(GDP)比重的变化趋势可以看出，1978 年该比例仅为 0.63%，随着我国对外开放程度的逐步深化，我国旅游行业快速发展，2002 年我国旅游总收入占 GDP 的比重已经达到 5.44%，最近几年则基本保持在 4%左右，表现为稳中有升的态势。在中等发达程度以上的国家，旅游总收入占 GDP 的比重约 10%；以旅游为支柱或主导产业的国家，其旅游总收入占 GDP 的比重则超过 20%。因此，与发达国家相比，我国旅游行业还有很大的发展空间。



图 8: 我国旅游总收入占 GDP 比重简图



资料来源：国家统计局、国家旅游局、齐鲁证券研究所

十七大报告指出，到 2020 年我国经济的发展方式转变将取得重大进展，在优化结构提高效益、降低消耗、保护环境的基础上，实现人均 GDP 比 2000 年翻两番。根据《中国旅游业发展“十五”计划和 2015 年、2020 年远景目标纲要》，到 2020 年，我国国际旅游外汇收入将达 580-820 亿美元，国内旅游收入 2.1-3.0 万亿元人民币，旅游总收入将超过 3.6 万亿元人民币，相当于届时国内生产总值的 11%，真正成为国民经济体系中的支柱产业之一。数据显示，2000 年中国人均 GDP 为 7078 元，按当年汇率折算约为 856 美元。如果 2020 年实现翻两番，那么到时候人均 GDP 应该达到 3500 美元以上，在此宏伟蓝图下我们可以看到旅游消费支出在国民收入增长过程中出现“水涨船高”的景观。未来的十年，是我国经济发展方式推动转型取得重要成就的十年、是经济持续发展的十年、也是旅游行业发展值得期待的十年。



二、行业整体已然走出低谷

2009 年的中国旅游业,肇始于去年的全球性金融危机使得国内入境游业务一片低迷,而甲型 H1N1 的肆虐又让行业遭遇几乎不能承受之痛。所幸之于当前,我们已然看到行业走出低谷的景象。

1、国内游支撑行业走出低谷

观察我国旅游业发展态势可以发现,国内游业务是行业整体发展的决定性力量,最新数据表明 2008 年国内游业务接待 17 亿人次、入境游业务接待 1.3 亿人次;国内游业务实现旅游收入 8749.30 亿元、入境游业务实现 408 亿美元(约合 2786 亿元),近三年两项业务基本保持这一态势,可以得出的结论便是国内游业务在我国旅游人数接待中占比已经超过 90%,而其在旅游总收入中占比也基本达到 80%的份额。

我们持续对国内四个旅游业发达省或地区(浙江、海南、安徽、丽江)跟踪发现,如前述,国内游业务对其区域内的旅游行业来说是决定性的,在这四个区域一段时间以来尤其是第三季度已统计数据显示国内游业务已经得到了较好的恢复。

浙江: 上半年,全省接待国内旅游者 11950 万人次,同比增长 13.8%,实现旅游收入 1186 亿元人民币,同比增长 14.9%。7 月份接待国内旅游者 1950 万人次,同比增长 17.5%,实现旅游收入 210 亿元人民币,同比增长 18.4%。8 月份接待国内旅游者 2010 万人次,同比增长 16.8%,实现旅游收入 216 亿元人民币,同比增长 17.4%。

海南: 上半年,全省接待国内旅游者 1057.94 万人次,同比增长 8.5%,实现旅游收入 94.2 亿元人民币,同比增长 9.8%。7 月份接待国内旅游者 160.61 万人次,同比增长 9.4%,实现旅游收入 13.35 亿元人民币,同比增长 15.4%。8 月份接待国内旅游者 166.57 万人次,同比增长 15.6%,实现旅游收入 13.81 亿元人民币,同比增长 20.1%



图 9: 浙江 1-8 月国内游业务人数与收入同比增长简图

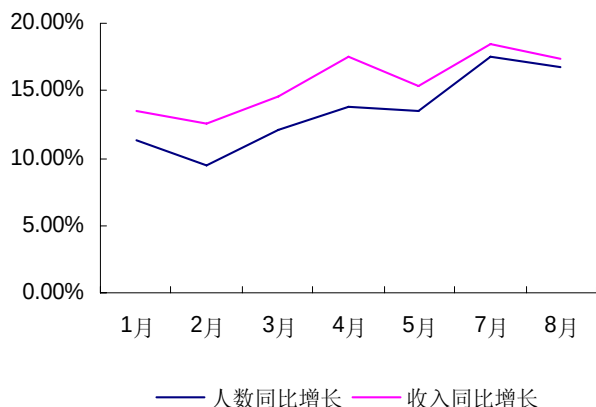
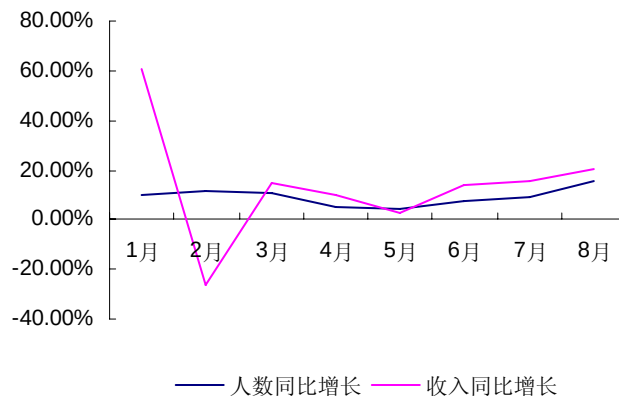


图 10: 海南 1-8 月国内游业务人数与收入同比增长简图



资料来源: 浙江旅游局、齐鲁证券研究所

资料来源: 海南省旅游发展委员会、齐鲁证券研究所

安徽: 上半年接待国内游客 5502 万人次, 同比增长 24.57%, 国内旅游收入 404.46 亿元, 同比增长 26.47%。1-7 月份, 省内 53 家重点监测旅游景区(点)累计接待游客 2545.59 万人次, 同比增长 22.18%, 累计门票收入 7.84 亿元, 同比增长 15.45%。1-8 月份, 省内 53 家重点监测旅游景区(点)累计接待游客 2933.41 万人次, 同比增长 21.79%, 累计门票收入 9.68 亿元, 同比增长 15.62%。

丽江: 我们发现在跟踪关注的区域中, 丽江旅游业恢复得最为明显, 其国内游恢复态势也相当抢眼。今年前 5 个月、上半年、前 7 个月数据显示丽江地区国内游接待人数及所实现旅游收入与去年同比都出现了高于 24% 的增速。最新一期数据显示, 1-7 月接待国内游客 389 万人次, 比去年同期增长 23.75%, 旅游收入预测为 40.9 亿元人民币, 比去年同期增长 24.92%。

图 11: 安徽 1-8 月国内游业务人数与收入累计表现为同比增长

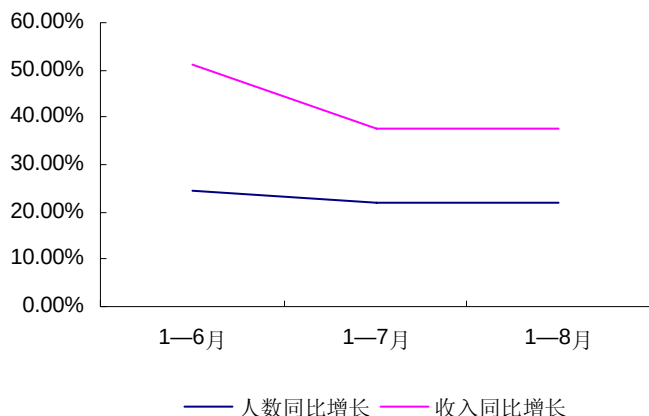
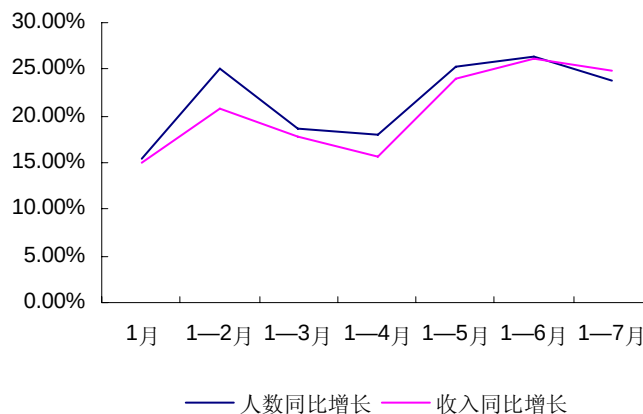


图 12: 丽江 1-7 月国内游业务人数与收入累计表现为同比增长



资料来源: 安徽旅游局、齐鲁证券研究所

资料来源: 云南省丽江旅游局、齐鲁证券研究所





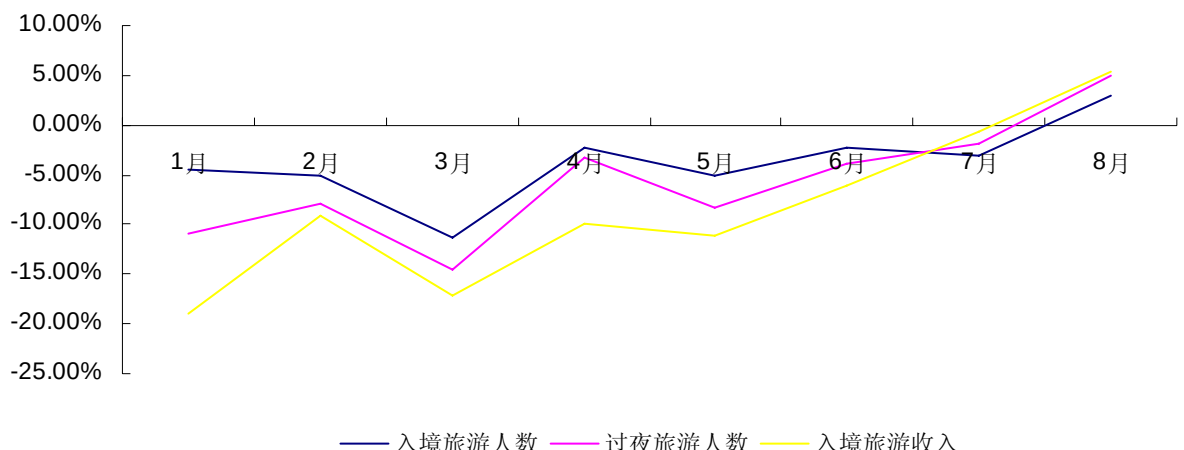
国家旅游局统计数据显示，上半年国内旅游人数为 10 亿人次，同比增长 11.7%，同去年全年相比增速提高 5.4 个百分点，实现国内旅游收入 4979 亿元，同比增长 10.6%，人均旅游消费为 498 元。如前述，2004 至 2008 年分别实现 37%、12%、18%、25%、13% 的增速，除却 2004 年的非常态增长，加之今年有史以来最长“十一”黄金周双节同庆的刺激性因素，我们认为，国内游较乐观的预期增速或达 17%（2005-2008 年平均增速计），整体增速将位于 13-17% 的区间内。

由此，我们可以乐观的认为国内游的率先复苏将支撑旅游业走出低谷，实现平稳增长。

2、入境游平稳缓慢复苏端倪渐显

最新数据显示，8 月份我国接待入境旅游人数为 1109.19 万人次，同比增长 3.06%。其中：外国人 201.35 万人次，同比增长 5.47%；香港同胞 677.66 万人次，同比增长 3.77%；台湾同胞 40.83 万人次，同比增长 6.86%。我们注意到，自今年 1 月以来，我国入境旅游人数、过夜旅游人数、入境旅游（外汇）收入有呈收窄的趋势，在部分地区，如云南丽江，与去年同期相比，今年已经出现了连续增长，且都表现为较高增速，一定程度上可以作为入境游复苏的风向标，但我们同时还要考虑去年地震、奥运会因素所形成的基数效应。

图 13：今年 1-8 月我国入境旅游人数、过夜旅游人数、入境旅游（外汇）收入降幅呈收窄趋势



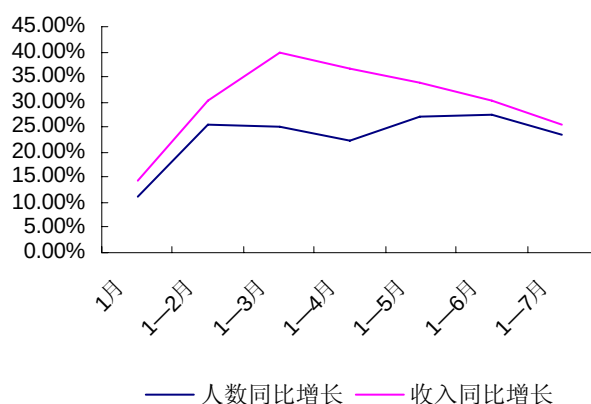
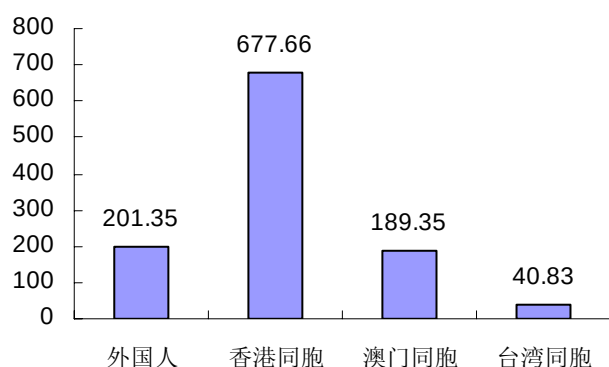
资料来源：国家旅游局、齐鲁证券研究所



我们应该关注的是，入境游方面今年 8 月所呈现的这个态势不足以代表整体趋势，我国入境游 2008 年因地震、奥运会因素限制形成了基数较低的局面，进而推高了今年 8 月入境游相关数据，我们认为，入境游复苏更大程度上依赖全球范围内经济逐步走出低谷乃至甲型 H1N1 蔓延趋势得以遏制甚至消退，基于此，我们承认已经看到了入境游复苏端倪，但确定这一趋势还需时日，不排除未来三到四个月内出现反复。

图 14：8 月接待入境人数超 1100 万，实现今年首次正增长 单位：万人

图 15：丽江 1-7 月入境游业务人数与收入呈较高增速



资料来源：国家旅游局、齐鲁证券研究所

资料来源：云南省丽江旅游局、齐鲁证券研究所

但是我们所坚持的观点是：入境游当前不是很乐观的局面已不足以影响整个行业复苏的步伐，国内游的良好局面对此形成对冲将保持行业整体平稳增长。



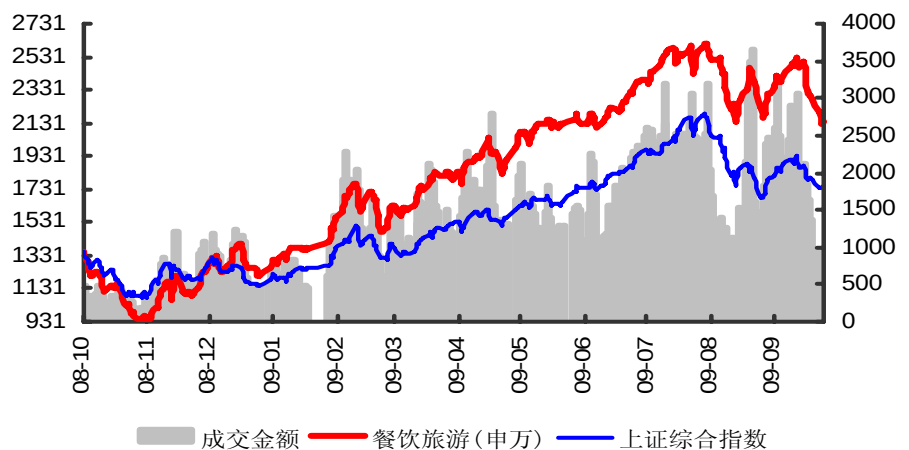
三、前三季度旅游行业市场表现回顾

旅游行业整体本身有着明显的特征，一是其经营有着明显的淡旺季；二是在我国当前的经济发展形势中行业发展有着广阔空间已是国民的共识，进而在股票市场上相应的享有一定的溢价估值空间。综合观察近年来的市场变化，各种因素催生了不少的投资机会，前三季度，我们也能看到这种局面。

1、旅游板块整体走赢大盘

如果以 2008 年大盘触底反弹来看，上证综合指数上涨超过 50%，而旅游板块却实现了超过 100% 的涨幅。从行业本身看，全球性金融危机、甲型 H1N1 疫情蔓延已然构成了较大的利空影响，但是近一年来关乎行业的各种题材支撑起了整个板块的上涨，屈指数来，迪斯尼项目、环球影城项目、世博会、景区门票提价、海南国际旅游岛等等题材可谓层出不穷。

图 16：餐饮旅游板块和上证综指近一年走势对比

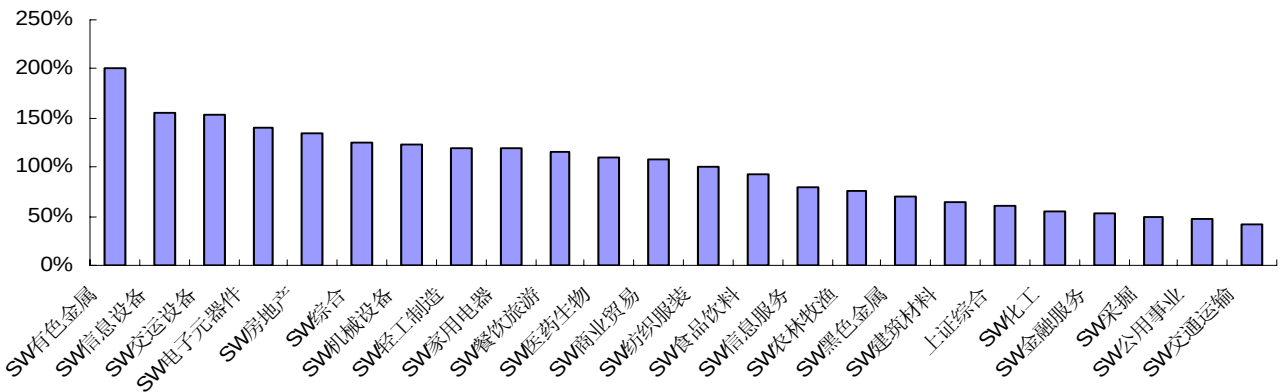


资料来源：WIND、齐鲁证券研究所

我们注意到，分子行业看，今年以来其表现不尽相同，餐饮、景区类子行业走势平稳，由于金融为和甲型 H1N1 的因素加之中报业绩低于市场普遍预期，走势虽与大盘基本同步但未有出现超越；酒店类子行业上半年却有惊人表现，这种逆市表现超乎我们预期；而综合类子行业公司在诸多行业利好刺激下半年报后带领板块走出超越大盘的走势。



图 17: 餐饮旅游板块近一年来市场表现



资料来源: WIND、齐鲁证券研究所

2、估值水平目前仍较为合理

如果以之前 10 年时间旅游板块的市场表现为参照, 我们发现板块静态 PE 水平与当前比较属较高区域, 之前 10 年间旅游板块静态 PE 峰值出现在 2007 年四季度, 有超 100X 的表现, 而就其 10 年间静态 PE 均值来看也达到 56X, 以节前旅游板块 53X 的静态 PE 值来说, 目前仍较为合理。动态来看, 过去 10 年间板块动态 PE 均值表现为 40X, 而当前我们所关注的重点公司也基本位于该值附近。就此而得到的基本判断是旅游板块当前的估值水平仍处于较为合理的区间。



四、细分行业生态基本判断

1、景区：资源成就其防御性与成长空间

众所周知，景区旅游资源作为特殊的资源，既不同于土地资源、森林资源等单一形式的自然资源，也不同于一般的固定资产，难以用单位价格形式确定其价格。简单地说我们可以看到其市场的有形价值和无形价值，但是我们还应该关注其社会价值、生态价值。旅游行业的广泛依托性、高度敏感性和关联性决定了任何一种方法都难以精确地对景区资源作出精确的评估。可以说，其“公益性”决定其为人们所看好。

景区作为一种旅游资源，其难以复制的特性决定其稀缺性。而正是这种资源“独占”经营成就了这个行业本身的防御性与成长空间。我们看到，2008 年全球性金融危机之后，入境外国人数持续下滑，这对于经营入境游业务的旅行社以及较高程度依赖外国人消费的高星级酒店来说无疑遭受了灭顶之灾，而在此期间，景区子行业在甲型 H1N1 疫情影响下仍然保持了较为稳定的增长态势，其良好的防御性可见一斑。就景区行业的成长空间来说，我们认为，景区作为一种不可复制的资源，谁在此拥有了话语权，谁就能确定其发展方向，未来的旅游业发展方向，景区及其配套设施经营乃至旅行社业务不会是各自分立的局面，而是相互融合的“打包式”经营，较之于今天而显现出更强的整体性，从而形成更强的综合服务优势、价格优势、成本优势。基于上述，我们认为景区行业在未来旅游行业的发展中拥有良好防御性的同时将享有最为广阔的成长空间。

2、餐饮酒店：期待行业整体复苏

就当前国内餐饮酒店行业来说，在旅游行业中我们认为属于市场竞争最为激烈的子行业。作为市场化程度最高的子行业，其业绩增长抑或下降基本要跟随旅游行业整体变动。当下的餐饮旅游行业我们认为要出现较好的增长趋势还需等待行业整体复苏的到来。

我们所关注的餐饮旅游子行业上市公司有 7 家，今年半年报显示净利润同比下降 10.8%，只有两家公司业绩上涨，其余都在下降而其中有两家



公司出现亏损。

如前述，作为竞争最为激励的子行业，酒店业面临新进竞争的同时还必须面临客房出租率的下降以及经营成本的上升，我们认为这是上半年所有酒店类上市公司都出现亏损的原因所在，所强调的是酒店类公司中也已经出现了分化，即高星级酒店亏损严重而经济型酒店的防御性得到较好的凸现。餐饮类公司经营较为稳定，这与经济型酒店经营公司有相同的特点，本身所具有的消费刚性成就了其较强的抗周期性。就目前的情况来看，二季度中期开始至今酒店出租率已有回升的迹象，但其房价回升的态势稍微滞后，我们认为可以预期的三到四个月内餐饮酒店自行业整体还将保持当前的这种状态，即高星级酒店还将继续面临客房出租率提升较难的压力，而经济型酒店和餐饮类经营公司将继续表现出较强的抗风险能力。

3、旅行社：低毛利率经营 竞争更趋惨烈

目前国内的旅行社经营状况，其竞争程度可用日趋惨烈以形容。2000-2007 年，我国旅行社行业总体上保持了高速增长的态势，全国各类旅行社数量从 2000 年的 8,993 家上升到 2007 年的 19,720 家，增长超过了 1 倍，2007 年全国旅行社家数 19,720 家，其中国际社 1,838 家，国内社 17,882 家。

从准入管理来看，旅行社行业属于门槛较低的行业之一，旅行社业为许可经营行业，经营旅行社业务，报经有权审批的旅游行政管理部门批准，领取旅行社业务经营许可证，注册资本不少于 30 万元人民币。我们注意到，新近颁布的两项文件意味着旅行社行业准入门槛进一步降低，即 5 月 1 日颁布新《旅行社条例》，取消了对国际旅行社和国内旅行社类别划分，旅行社都可以经营国内旅游业务和入境旅游业务，且规定旅行社取得经营许可满两年，且未因侵害旅游者合法权益受到行政机关罚款以上处罚的，可以申请经营出境旅游业务；9 月 5 日发布《关于启动外商投资旅行社的设立申请工作的公告》，正式受理外商投资旅行社的设立申请，规定外商在华投资旅行社的申请注册资本只需不少于 30 万即可，此前的注册资本为 400 万元。我们认为此两项措施将使得行业竞争更趋激烈，而目前尚未开放的外资旅行社经营出境游业务也将面临逐渐开放的迫切性。



我们从经营指标来看，就会发现旅行社行业的毛利率处于较低水平，旅行社主要经营入境、国内、出境三大业务，从2005-2007年入境游、国内游、出境游业务经营毛利率水平来看，国家旅游局发布数据显示，入境游2005-2007年分别为8.05%、8.51%、7.12%，平均为7.89%；国内游分别为6.11%、5.87%、5.96%，平均为5.98%；出境游分别为5.32%、5.04%、4.95%，平均为5.10%。而我们注意到旅行社旅游业务收入国内游占比从2000年的55.88%上升至2007年的63.64%，出境游从2000年的14.15%上升至2007年的19.61%。同期，入境游占旅行社旅游业务收入的比重则有所下降，从2000年的29.97%下降至2007年的16.75%。而国内游较低的毛利率水平将直接影响旅行社整个行业的水平。行业准入门槛进一步降低，在低毛利率水平下经营，旅行社行业面临着日趋惨烈的竞争态势。



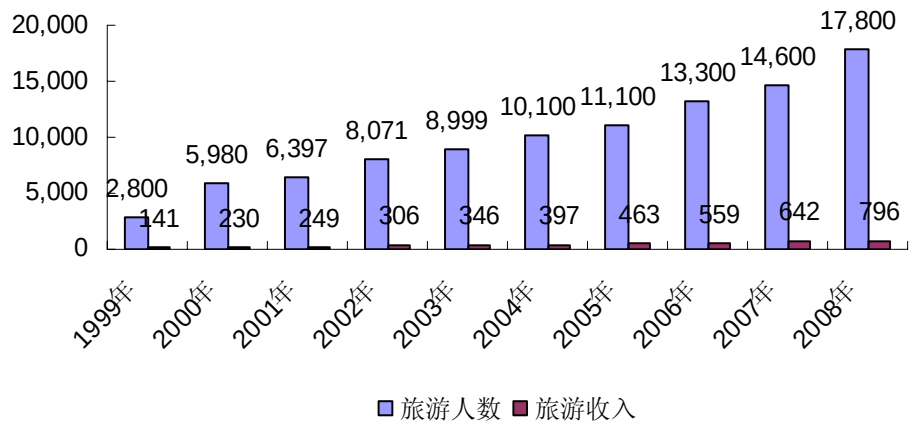
五、来年投资布局面临较好时间窗口的理由

我们认为，随着前一段时间来旅游板块的市场表现渐显平寂，四季度或将成为为来年投资做好布局的较好时间。

1、“十一”黄金周将对四季度行业增长构成强有力支撑

根据国家旅游局对“黄金周”旅游情况的统计，1999 年实施“黄金周”制度以来，春节、“五一”、“十一”三个旅游高峰创造的旅游收入占国内旅游总收入的 1/6-1/4 左右，“黄金周”制度对旅行社的业务收入影响巨大。我们认为，作为有史以来最长的“十一”黄金周将对今年行业增长形成重要影响。

图 18: 10 年来“十一”黄金周我国旅游人数和旅游收入简图



备注：旅游人数单位为：万人 旅游收入单位为：亿元

资料来源：国家旅游局、假日办历年黄金周统计报告、齐鲁证券研究所

今年以来，或者说去年“十一”黄金周至今一年时间里，我们可以认为国内旅游业一直处于被压抑的状态，2008 年属“多事之年”，旅游大环境不尽人意，进入 2009 年，金融危机蔓延、甲型 H1N1 疫情抑制旅游热情，三季度以来这一被压抑的状态逐渐显示出舒缓的迹象，国内游的复苏有理由在本次“十一”黄金周使其得以更大程度被集中释放而形成一个新的黄金周旅游消费高潮，1999-2008 年的 10 年间，“十一”黄金周出游人数的复合增长率为 20.32%，旅游收入的复合增长率为 18.90%。



10 年间，在遭遇非典、国际金融危机的背景下，“十一”黄金周的旅游人数和收入都呈现正增长的状态，我们可以较乐观的预计——本次旅游人数将较为轻松地突破 2 亿人次，旅游收入也随之突破 1000 亿元规模。我们可以坚定的认为本次黄金周将对行业四季度乃至全年增长构成强有力的支撑。

2、来年增长是大概率事件 资源整合必将成为行业主题

正如我们在前面所论述的，一个在经济复苏大潮中正在实现自我复苏的朝阳行业，随着国内外经济形势好转，国内旅游消费需求进一步释放，更多、更全面、更人性化的旅游产品推向市场将在未来中国经济大发展的十年中保持行业整体的持续增长，由此我们说，对于 2010 年的旅游行业，保持增长是个大概率事件。

还有一个我们十分关注的，就是行业内的资源整合。这是每个行业发展的必经之路，在我国旅游行业发展的历程中，资源整合的步伐未有停滞，但作为各子行业各自为战，真正的大旅游经营模式却鲜见成效，我们认为，随着行业发展的市场化程度进一步提高，行业内优质公司将利用自身的资源、人力、资金、管理经营优势进行景区与配套资源以及景区与景区等相关方面的整合，这将更大程度上提高公司盈利能力、行业发展水平，当前正在进行相关资源整合的桂林旅游（000978.SZ）就会提供一个较好的例证。

3、市场氛围或造就做好来年投资布局的时间之窗

我们这里所提到的市场包涵两个含义：一是行业本身的市场即旅游市场；二是对于投资而言的二级市场。

我国多数旅游目的地的客源状况会呈现出有规律的消长变化，旅游业在每年都会形成相对固定的旺、淡季两个阶段。我国大部分地区（尤其是北方省份）旅游目的地的客流集中于 4 月-10 月的“旅游旺季”，而每年的 11 月至次年的 3 月这段时间属于“旅游淡季”，就旅游市场来说，四季度刚好处于“淡季”，这种经营性淡季效应或将形成对股票投资的传导；而对于二级市场，就目前的市场氛围来看四季度不确定性较大，若我们的假定成立，即两个市场都处于“淡季”，随着旅游板块市场表现的或有下行，在这一时间内做好来年的投资布局该是较好的选择。



六、旅游行业四季度投资策略：

把握确定性增长 关注主题投资机会

我们的宏观研究认为国内经济第四季度将会继续好转,就目前的市场来看,旅游行业估值水平处在市场较高水平,长期来看,我们认为应该对行业未来发展保持信心,结合目前的经济形势和市场背景下,我们给与整个行业“推荐”评级,认为未来6个月内,行业整体将跑赢大盘。就细分子行业看,给与景区“推荐”评级,旅行社、餐饮酒店“中性”评级。

我们认为四季度旅游行业投资应该关注两条主线：一是把握确定性增长；二是关注主题投资机会。

1、确定性增长：长期看好优质景区类行业上市公司

如前面所述,国内游的复苏极大程度上带领整个行业走出了低谷,我们更应该看到的是,正是国内游的复苏,我们便清晰地看到了优质景区出现确定性增长,资源成就了其防御性和成长空间。我们认为在此参照标准下,长期看好桂林旅游(000978.SZ)、峨眉山(000888.SZ)、黄山旅游(600054.SH)。

2、主题投资：世博会、海南国际旅游岛、资源整合

主题投资一直为市场所青睐,我们认为旅游行业应该关注的主题投资机会有世博会、海南国际旅游岛计划以及行业相关的资源整合。

世博会： 2010 上海世博会其延续时间 2010.5.1-2010.10.31,历时半年,目前已有 192 个国家和 50 个国际组织确认参加本次世博会,参展方数量创下 158 年来最高纪录。2010 年上海世博会旅游推广工作领导小组日前透露,上海 2010 年世博会参观人数有望突破 7000 万人次,会期将持续 6 个月,平均日游客量 30 万以上,最高单日接待量可能会达到 100 万人次,这将给上海旅游业带来巨大发展机会,从今年 11 月 1 日起参展方将开始为会展进行布展和宣传,世博会工作的陆续展开将首先对上海酒店客房出租率回升构成利好。另外,我们认为在世博会效应



半径范围内，江苏、浙江、安徽将受益于此，在这一主题概念下，我们建议关注锦江股份（600754.SH）、黄山旅游（600054.SH）、中青旅（600138.SH）。

海南国际旅游岛： 2008年3月国务院办公厅下发《关于支持海南省发展旅游业有关问题的函》，同意海南进一步发挥经济特区优势，在旅游对外开放和体制改革等方面积极探索，先行试验后，海南省委、省政府围绕国际旅游岛建设努力探索，逐步明确了推进国际旅游岛建设工作思路；4月，海南省政府发布了《海南国际旅游岛建设行动计划》；9月，海南省委、省政府出台《关于加快推进国际旅游岛建设的意见》，提出推进国际旅游岛建设的政策措施；2009年1月，海南省政府组织编制出《海南国际旅游岛规划纲要》，进一步细化工作目标；此后，海南省政府陆续出台了推进以旅游业为龙头的现代服务业发展的相关配套政策。随着今年海南跨海电缆工程建成、海南首家市内免税店在三亚正式开业、海南航天发射场在文昌破土动工，海南国际旅游岛建设正向其既定目标迈进。在此概念下我们可以关注首旅股份（600258.SH）、三特索道（002159.SZ）。

资源整合： 如前所述，随着行业发展的市场化程度进一步提高，行业内优质公司将利用自身的资源、人力、资金、管理经营优势进行景区与配套资源以及景区与景区等相关方面的整合，这一趋势在符合行业自身发展规律的同时也符合我国经济发展方式转型的根本要求，做大做强旅游业符合地方政府的施政战略，旅游资源以分散的形式存在，这就会导致资源整合将会呈现遍地开花的态势，毋庸置疑地方政府在支持本地旅游业发展的时候更多地借助资本层面的操作，这一点我们可以清楚地看到一个运作例证便是桂林旅游（000978.SZ）。我们较为乐观地认为，这将在行业内形成一定的示范效应。



七、传媒行业重点关注上市公司

1、桂林旅游 (000978.SZ): 资源整合扩展成长空间

日前股东大会通过向特定对象非公开发行股票条件的议案,本次非公开发行中,桂林漓江大瀑布饭店 100%权益的评估价值为 12,409.96 万元;整体收购桂林市“两江四湖”环城水系项目拟投入 61,693.68 万元,包括收购桂林市环城水系建设开发有限公司整体经营性资产(含下属公司股权),评估价值为 52,319.56 万元,以及支付桂林市环城水系建设开发有限公司为福隆园房地产项目已发生的实际费用 9,374.12 万元,承继福隆园项目;银子岩景区改扩建工程项目拟投入 4,843.50 万元;以及偿还桂林漓江大瀑布饭店向中国农业银行桂林象山支行借取的 30,500 万元长期贷款。

此次非公开增发得以顺利实施将使公司在整合桂林优质旅游资源的道路上走出坚实一步,作为桂林地区最大的旅游企业,依靠政府和大股东的扶持有进一步整合旅游资源的潜质,资源整合有利于提高公司整体运营效率,扩展多业务的成长空间。

公司拥有目前航行于漓江的最大船队,此项业务收入稳定,随着国内游业务的复苏将实现稳定增长,公司控股子公司银子岩景区运行良好,其净利润贡献将继续保持高位。桂林漓江大瀑布饭店如收购成功将使得公司在桂林地区高星级酒店版图中再下一城,为公司高端旅游服务辟得蹊径;“两江四湖”作为桂林旅游的品牌产品,利用公司的运营经验,将成为公司盈利新的增长点。

风险因素:此次非公开增发受阻,或增发成功后“两江四湖”景区运营不尽人意。

估值及投资评级:预计 2009/2010 年 EPS 0.17/0.25 元,给予“推荐”评级。

2、峨眉山 (000888.SZ): 优质景区资源成就长远发展趋势

公司主营业务收入主要来自游山门票、客运索道、旅游服务和酒店食宿,从上半年经营数据来看,各项业务发展稳定。今年上半年旅游业





收入实现 161,464,338.91 元,比上年同期增长 63.02%;旅馆业收入实现 86,499,316.40 元,比上年同期增长 23.76%,两项业务毛利率都有所提升,分别增加 5.39%、11.95%。

今年上半年峨眉山风景区旅游人数 71.8 万人次,比上年同期增加 22.4 万次,增长 45.37%,三季度此项数据仍将保持乐观,8 月 1 日起执行新调整后的索道价格.即,旺季时,峨眉山金顶索道往返价格由原来的 70 元/人次上调为 120 元/人次,万年寺索道则也由 70 元/人次提价至 130 元/人次;而淡季时,两条索道往返价格均下调至 50 元/人次。按此前价格计算,金顶索道和万年索道的旺季名义提价幅度分别为 71.4%和 83.3%,淡季名义降价幅度分别为 28.6%和 16.7%。我们由此将调整此前的盈利预期。

优质景区防御性与成长空间兼备,峨眉山景区是国内著名的优质景区,我们看好公司在未来一段时间内的抗风险能力成长潜力。

风险因素: 行业整体复苏速度低于预期

估值及投资评级: 预计 2009/2010 年 EPS 0.25/0.38 元,给予“推荐”评级。


投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

