

餐饮旅游

曾光

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

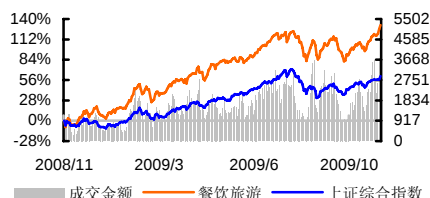
评级调整: -

行业基本资料

上市公司家数	25
总市值(亿元)	842
占 A 股比例(%)	0.28%
平均市盈率(倍)	313.15

行业表现

(%)	1M	3M	6M
餐饮旅游	16.75	15.56	27.54
上证综合指数	10.03	7.49	23.81



相关报告

餐饮旅游行业

看好

海南国际旅游岛：不仅仅是概念

投资要点:

- **海南岛具有发展旅游业的天然优势和内在动力。**海南岛无与伦比的海岛旅游资源、丰富多彩的民族风情、加上各种热带水果、地方美食，成就了其独一无二的旅游竞争力。加上城市规模较小，现代工业基础薄弱，发展以旅游业为代表的现代服务业成为海南改革开放的现实选择。2008年，海南省接待接待旅游过夜人数2060万人次，旅游总收入超192亿元；全省旅游总收入占GDP的比重达13.2%，大大高于全国平均水平的3.8%，旅游业已成为海南省经济的支柱性产业。自1988年建省以来，旅游收入年均增速达23.4%。
- **“国际旅游岛”将带动海南旅游业腾飞。**08年，在全国31个省市自治区直辖市排名中，海南旅游总收入排名第27位，旅游外汇收入排名第20位。与国际知名国际旅游岛相比，海南旅游资源远未发挥正常潜力，而且境外游客占比过低。根据规划设计，“海南国际旅游岛”建设的阶段性目标是到2018年力争使海南成为国内政策最开放、体制机制最灵活的旅游特区。“免签证、零关税、放航权”的政策安排预期将带来国际国内旅游潮。我们预计海南全年的淡旺季差异将明显改善，未来几年国内游客的年均增速将可达到20%以上，入境游更会迎来跳跃式增长。但短期内国内游客仍将是海南旅游市场的中坚力量。
- **三亚地区旅游企业受益将最为显著。**海南精华的旅游资源集中在三亚周边，这使得三亚成为海南旅游的代名词。2008年，全市接待入境过夜人数达到604万人次；旅游收入达91亿元，占据海南旅游业的半壁江山。随着直飞三亚的国际国内航班日益增多，三亚作为全省旅游业重心的地位日益稳固。我们认为三亚地区旅游企业受益“国际旅游岛”最为显著，目前涉及海南地区业务的纯正旅游股如中国国旅、首旅股份、三特索道等恰好都是在三亚开展业务，因此值得重点关注。
- **首推中国国旅，次推首旅股份和三特索道。**中国国旅：中免公司在海南地区开展免税业务具有政策优势、先发优势和产业链优势。我们认为海南市内免税店的主要看点是在国人免税政策的放开。我们初步测算免税业务收入的市场空间超过160亿元。即使中免公司未来只占据海南市内免税店市场1/3，其营业收入也将达到50亿元以上，以净利润率15%计算，贡献的权益利润也将达到7.5亿元，远高于现有业务。首旅股份：南山景区交通环境优良，知名度，顾客粘性强，目前南山业务已经成为首旅股份的盈利支柱，2008年南山景区贡献的权益利润约占公司当期净利润总额的57%。预计未来几年南山景区营业收入仍将保持至少20%以上的增速。三特索道：海南三索和猴岛旅业是公司除华山索道外的第二利润，其未来的增长将来自于交通改善带来的客流增长、有效票价的提升和休闲旅游带来的高附加值。此外，“海南国际旅游岛”建设也使得塔岭旅业所持土地的增值空间提高。

股票代码	股票名称	08EPS	09EPS	10EPS	11EPS	08PE	09PE	10PE	11PE	投资评级
601888	中国国旅	0.25	0.33	0.45	0.58	77.12	58.42	42.84	33.24	推荐
600138	中青旅	0.31	0.54	0.60	0.69	44.68	25.71	23.43	20.18	推荐
000888	峨眉山 A	0.09	0.31	0.52	0.66	121.66	36.71	22.27	17.53	推荐
002159	三特索道	0.09	0.18	0.36	0.48	123.83	63.65	32.57	24.14	推荐
600258	首旅股份	0.75	0.68	0.86	1.05	26.38	28.84	23.01	18.67	推荐
600754	锦江股份	0.45	0.47	0.62	0.59	50.70	48.60	37.33	39.13	推荐
000978	桂林旅游	0.13	0.18	0.25	0.31	83.18	62.12	42.79	35.01	推荐
600054	黄山旅游	0.40	0.42	0.59	0.70	39.73	37.45	26.75	22.83	推荐

二十年来海南省旅游业发展迅速

1. 海南省简介

海南岛位于我国领土的最南端，是仅次于台湾的全国第二大岛。海南岛气候属于海南性热带季风气候，年平均温度在 22℃-26℃ 之间，是一个“四时常花，长夏无冬”的地方。7 月份是最高气温的月份，平均温度在 28℃—32℃ 之间；1 月份是最冷月份，但平均气温在 17℃ 左右。海南岛森林覆盖率超过 50%，雨量充沛，年雨量在 1600 多毫米左右，其中以 8、9 月份降雨量最为充沛，有时有台风。海南岛的旅游资源得天独厚，迷人的海水、雪白的沙滩、明媚的阳光，旖旎的海底世界构筑出得天独厚的热带海岛自然风光，被称为世界上“少有的几块未被污染的净土”，更有“东方夏威夷”之称，也是世界上最大的“冬都”，一年四季皆宜旅游，尤以冬春季节为最。海南岛之所以成为宝岛，除了丰富的矿产资源外，还出产几乎所有的热带作物，包括橡胶、咖啡、可可、椰子、槟榔等，渔业资源也十分丰富，因此海南岛还有“百果园”、“南药宝库”、“绿岛”等美称。。

1988 年 4 月 13 日，第七届全国人民代表大会第一次会议通过《关于设立海南省的决定》和《关于建立海南经济特区的决议》；1988 年 4 月 26 日，中共海南省委、海南省人民政府正式挂牌，海南成为我国最年轻的省份和最大的经济特区，也是中国陆地面积最小（3.4 万平方公里），海洋面积最大的省（200 万平方公里），简称“琼”。海南的发展进入了一个崭新的历史时期。

海南岛还是一个多民族聚居的省份。岛上居民包括汉、黎、苗、回、彝、侗、瑶等 30 多个民族，世居的有黎、苗、回、汉等族。千百年来，古朴独特的民族风情使本岛社会风貌显得丰富多彩。

海南岛已基本建成了以环岛高速公路为骨干的三纵四横、环岛闭合的公路网，是全国唯一的高速公路不收费的省份。沿海榆东线高速公路，海口至三亚的行程约为 3.5 个小时。

图 1：海南省行政地图



资料来源：中投证券研究所

2. 建省以来海南旅游总收入年均增长达 23.4%

海南岛拥有许多称号，如“椰岛”、“绿岛”、“生态岛”、“温泉岛”、“休闲度假岛”、“浓郁风情文化岛”、“美食岛”、“健康岛”、“长寿岛”、“快乐岛”等，从现代旅游业的角度来衡量，海南天然具备发展旅游业的诸多要素。因此，海南省旅游业虽然起步较晚，但丰富的热带海岛旅游资源使其在海南建省后得到迅速发展。

海南由于城市规模较小，现代工业基础薄弱，因此建省办特区以来，历届海南政府都十分重视发展旅游业，通过确立和实施“一省两地”的产业发展战略，将旅游业作为海南优先发展的支柱产业之一，努力把旅游资源的潜在优势转变为现实的产业优势。

1988 年，海南省接待接待旅游过夜人数 118.5 万人次，旅游总收入约 3 亿元。2008 年，海南省接待接待旅游过夜人数 2060 万人次，是 1988 年的 17.4 倍；旅游总收入超 192 亿元，是 1988 年的 67 倍。1888-2008 年，全国旅游总收入增长 43 倍，海南省收入增速明显更快。

经过多年的培育和发展，海南省旅游行业已形成了具有相当规模的“吃、住、行、游、购、娱”六大要素功能齐全、协调配套的产业体系，以观光为主，度假、会议为辅的海南旅游产业发展格局已初具规模。1987 年，全省旅游总收入占 GDP 的比重仅有 2.0%；2008 年，全省旅游总收入占 GDP 的比重达 13.2%，大大高于全国平均水平的 3.8%，旅游业已成为海南省经济的支柱性产业。

图 2：海南省游客人数呈加速增长态势

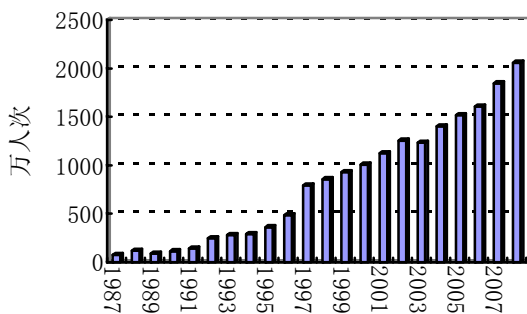
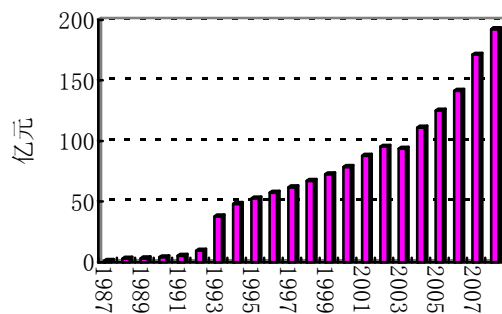


图 3：海南省旅游总收入呈加速增长态势



资料来源：海南旅游信息网、中投证券研究所

海南旅游业的发展历程简要回顾如下：

- 1949-1978 年，海南作为我国边远地区，交通闭塞，被视为海防前哨；
- 1983 年 3 月，中共中央、国务院批转《加快海南开发建设问题讨论纪要》，做出加快海南岛开发建设的决定；
- 1986 年 1 月，全国旅游工作会议宣布将海南作为中国 7 个重点旅游城市和地区之一；
- 1988 年 4 月，海南建省办经济特区，特区开发热带来了旅游热，国内外游客激增；

- 1992 年，海南省旅游局组织制定了《海南省旅游发展规划大纲》，明确了热带海滨度假休闲这一海南旅游发展的主题；
- 1994 年 1 月，《海南经济特区机动车辆燃油附加费征收管理办法》实施：取消公路上的所有收费站卡，交通规费“四费”合一为征收燃油附加费；
- 1995 年，海南省人民代表大会通过并颁布实施我国第一部地方性旅游法规《海南省旅游管理条例》，使海南旅游开始迈向法制化、规范化的轨道；
- 1999 年 3 月，海口美兰国际机场举行正式通航仪式；5 月，美兰机场正式启用；
- 2001 年 2 月，江泽民主席考察海南时就海南旅游作了重要讲话，明确了海南旅游的战略目标，就是要努力把海南建设成为具有国际水平的海南休闲度假旅游胜地；
- 2002 年 5 月，海南省颁布的《海南省旅游发展总体规划》提出，到 2020 年，把海南省建设成为中国旅游强省，世界著名、亚洲一流的国际性热带海岛度假休闲的旅游目的地。2010 年全省接待国内外游客 820 万人（若按每人平均停留 3 天，则达 2460 万人次），实现旅游收入 550 亿元人民币，其中旅游外汇收入 18 亿美元。旅游收入相当于国内生产总值的 23%；
- 2003 年，海南新旅游条例正式实施，海南旅游市场全面对外开放，允许省外、境外旅行社在琼设立地接社。

3. 海南旅游业仍有很大的提升空间

伴随海南建省办特区 20 年来的风雨历程，海南旅游业也一路从“空白行业”发展成为全省的支柱产业，取得了耀眼的成绩。目前，海南旅游基本完成打基础的战略任务，进入了新的发展阶段。

但是，在成果的背后，我们也不难看到，海南旅游业仍然存在若干问题亟待解决：

- ◆ 海南作为离岛，其对外和内部交通条件仍相对薄弱；
- ◆ 政府部门职能缺位，旅游市场秩序混乱，“零、负团费”问题和“四黑”（“黑社”、“黑导”、“黑车”、“黑店”）问题较严重，旅游环境不理想；
- ◆ 旅游产品品种较为单一，高档次的度假休闲旅游产品较为缺乏，旅游接待水平急需提高；
- ◆ 国际知名度不高，入境游客占比低。

2008 年，海南省接待接待旅游过夜人数 2060 万人次，旅游总收入超 192 亿元。其中，国内旅游者 1962.07 万人次，占总人数比重达 95.2%；国内旅游收入为 165.01 亿元，占总收入比重达 85.8%。2008 年，在全国 31 个省市自治区直辖市排名中，海南旅游总收入排名第 27 位，旅游外汇收入排名第 20

位。这也从一个侧面说明了海南旅游资源远未发挥正常潜力,未来存在很强的改善空间。

图 4: 2008 年海南旅游总收入全国排名第 27 位

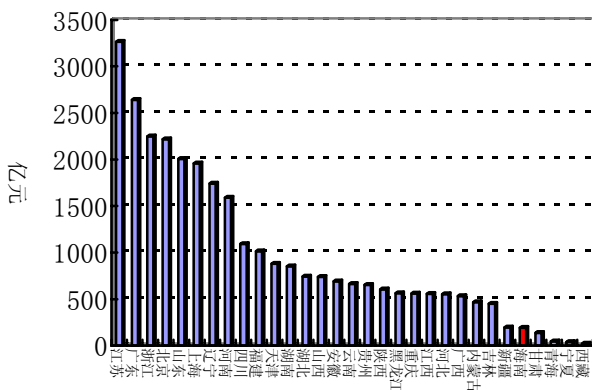
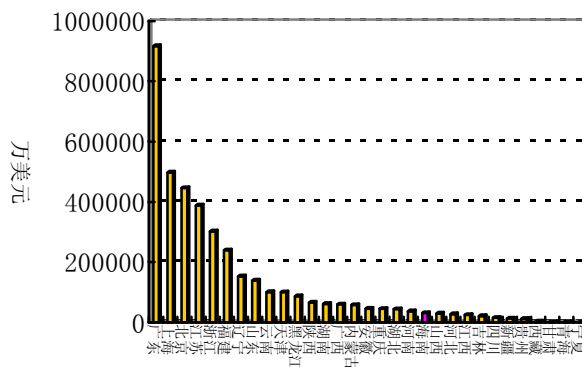


图 5: 2008 年海南旅游外汇收入全国排名第 20 位



资料来源：中投证券研究所搜集整理

图 6: 国内游客占海南接待游客总数比重为 95%

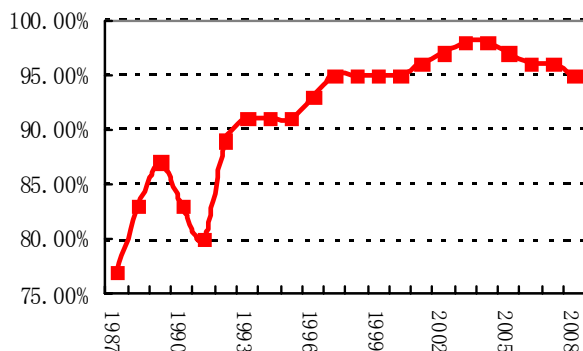
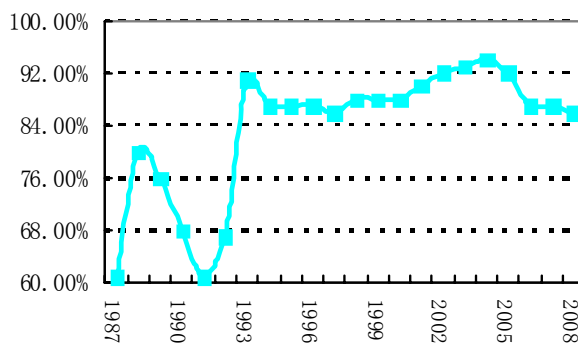


图 7: 国内旅游收入占海南旅游总收入比重为 86 %



资料来源：中投证券研究所

“国际旅游岛”将带动海南旅游业腾飞

1. “国际旅游岛”释义

- 《体改院关于海南国际旅游岛的框架建议》：所谓“国际旅游岛”是指在特定的岛屿区域内，限定在旅游产业领域范围中，对外实行以“免签证、零关税”为主要特征的投资贸易自由化政策，有步骤地加快推进旅游服务自由化进程。
- 《海南国际旅游岛建设行动计划》将“国际旅游岛”的基本内涵定位为“三新”，即新目标：实现服务、管理、景区、产品四个“零距离”，建成世界一流的热带海岛度假休闲胜地；新体制：建立符合国际惯例的旅游发展与管理体制机制；新政策：实行以“免签证、零关税、放航权”为主要特点的旅游开放政策。

- 海南省委、省政府《关于加快推进国际旅游岛建设的意见》：“国际旅游岛”就是旅游国际化程度高、生态环境优美、文化魅力独特、社会文明祥和的世界一流的海岛型国际旅游目的地。
- 其它观点：以旅游业为龙头的现代服务业高度发达，国内外游客、货物和资本进出自由，旅游吸引物布局合理、丰富多元，旅游接待设施品味高雅、舒适度高，旅游管理、服务、营销与国际全面接轨的国内最开放的旅游特区和世界一流的海岛型休闲度假旅游目的地。

从上述阐述可以看出，虽然“国际旅游岛”并没有一个统一的定义，但其内容也大同小异，其中，“国际化”和“特色化”是“国际旅游岛”的核心要素。从政策取向上进行判断，其特征主要就是“免签证、零关税、放航权”。

根据海南省政府的规划设计，“海南国际旅游岛”建设的阶段性目标就是经过 10 年的努力，到 2018 年力争使海南成为国内政策最开放、体制机制最灵活的旅游特区；成为代表中国旅游形象的标志性旅游目的地之一、世界一流的海岛型休闲度假旅游目的地，继而向自由贸易岛迈进。届时，海南“国际旅游岛”将具有以下基本特征：

- 一是以旅游业为龙头的现代服务业高度发达，成为支撑海南经济发展的主导产业；
- 二是在国际上具有较高的知名度和美誉度，是代表中国旅游形象的标志性旅游目的地之一，国内外高端游客占绝对比例；
- 三是以旅游业为龙头的现代服务业高度开放，国际游客普遍实行免签证政策，通关简便快捷；旅游交通体系健全，国内外游客进出顺畅，景区景点快速通达；旅游免税购物方便优惠；旅游产品、服务、人力、资本等市场高度国际化，货物、资本进出自由；
- 四是旅游吸引物布局合理、丰富多元，接待设施品味高雅、舒适度高，高尔夫、邮轮游艇、探险体验等旅游新业态得到长足发展，五星级酒店达到 100 家；
- 五是旅游管理、服务、营销与国际全面接轨，与全球著名的酒店管理集团、旅行社公司、旅游交通运营商等大企业建立广泛的合作关系，旅游营销网络覆盖全球主要客源地。

2. 海南建设“国际旅游岛”的优势

“国际旅游岛”是海南省政府当前着力推进的海南岛建设目标。国内民众也是因海南而熟悉了这一概念。除了海南岛本身是一座离岛外，其成为“国际旅游岛”的大力推行者具有如下优势：

- ✧ 拥有得天独厚的旅游资源和国际一流的生态环境；
- ✧ 独具特色的少数民族文化和风情；
- ✧ 初步具备了较为雄厚的产业基础；
- ✧ 作为全国最大的经济特区，享受出入境免签证和落地签证政策，也是中国第一个部分航权开放的试点省份；

- ✧ 地处南海国际海运的主航道上，海上交通便利，地理单元相对独立，通过探索和实践，完全可以为我国旅游业的转型升级提供一个先行先试的试验田；
- ✧ 作为全国唯一的全省范围的经济特区，海南一直充当改革开放“试验田”和“桥头堡”角色，“先行先试”即便失败对国内的冲击也较小。

3. “海南国际旅游岛”的来龙去脉

海南建设“国际旅游岛”最早由中国(海南)改革发展研究院执行院长迟福林提出。以下是“海南国际旅游岛”大事记：

- ◆ 2001 年 12 月，中国（海南）改革发展研究院提出《建立海南国际旅游岛框架建议》；
- ◆ 2002 年 6 月，中国（海南）改革发展研究院撰写了《建立海南国际旅游岛可行性研究报告》；
- ◆ 2007 年 4 月，海南省政府向国务院行文申请设立海南国际旅游岛综合试验区；
- ◆ 2007 年 6 月，由国家发改委等 6 部委组成的国家联合调研组抵琼，海南省政府向国家联合调研组汇报了设立海南国际旅游岛综合试验区“免签证、零关税、放航权”的构思；
- ◆ 2008 年 3 月，国务院办公厅以《关于支持海南省发展旅游业有关问题的函》函复海南省政府，原则同意海南进一步发挥经济特区优势，在旅游业对外开放和体制机制改革等方面积极探索，先行试验；要求国务院各有关部门对海南发展旅游业给予大力支持和帮助；批准在海口、三亚、琼海、万宁四市各开办一家市内免税店，销售提货点设在口岸出境隔离区内。
- ◆ 2008 年 4 月，海南省政府发布《海南国际旅游岛建设行动计划》；
- ◆ 2008 年 9 月，海南省委省政府联合下发《中共海南省委、海南省人民政府关于加快推进国际旅游岛建设的意见》；
- ◆ 2008 年 11 月，省长办公会议研究加快推进海南新型市内免税店建设问题，并决定致函国旅集团支持其下属中免公司参与海南新型市内免税店建设；
- ◆ 2009 年 1 月，海南省政府向国务院呈报《海南省人民政府关于海南国际旅游岛建设有关问题的请示》，请求国务院对海南国际旅游岛建设予以政策支持；
- ◆ 2009 年 3 月，国家旅游局局长邵琪伟参加海南团审议时表示，国家旅游局完全支持海南创建国际旅游岛，并期待海南的国际旅游岛建设能为我国的旅游业发展探索路子；
- ◆ 2009 年 3 月，全国政协人口资源环境委员会主任张维庆在全国政协十一届二次会议第四次全体会议上作《加快改革开放步伐，推进海南国际旅游岛建设》的主题发言；

- ◆ 2009 年 8 月，国务院批准海南建设“海南国际旅游岛综合试验区”，同意海南进一步发挥经济特区优势，在旅游业对外开放和体制机制改革方面积极探索，先行试验；
- ◆ 2009 年 11 月，市场预期“海南国际旅游岛规划纲要”有望在近期获得国务院的批复。

总的来看，国际旅游岛从 2001 年提出起，从被定位为海南应对中国加入 WTO 实现旅游服务自由化的一个载体，到建立更具特色的产业结构和更具活力的体制机制的重要突破口之一，到我国旅游业对外开放和体制机制改革的“排头兵”，到我国新一轮改革开放大格局中的一颗重要“棋子”，其被赋予的意义越来越重大，内涵也更前瞻。

4. “国际旅游岛”建设将带来国际国内旅游潮

我们知道“国际旅游岛”的核心之一就是“国际化”，因此，据海南省旅游局相关负责人透露，《纲要》将会从生态、文化、餐饮、住宿、交通、旅游、购物和文娱 8 个方面对海南进行国际化改造。此外，中央政府也将在投资项目资金安排、财政和相关政策方面，对海南国际旅游岛建设给予支持，以加快这一改革开放和体制机制等方面重大创新试验的进程。例如，海南方面将进一步扩大国际游客的免签范围，并延长免签，为游客进出提供尽可能的方便和自由；建免税商店，将国际航班延伸到海南；并在旅游产业的主要领域，全面开放市场等等。

具体来说，“海南国际旅游岛”可以预期的政策支撑分为以下五个方面：

一是实行入境免签：对海南来说是进一步扩大国际游客的免签范围，为游客进出海南岛提供尽可能的方便和自由。海南目前经国家批准，已对 21 个国家和地区的游客，在指定的旅行社组团下给予免签，时间为 15 天。放开后的政策可能是：免签的范围由团体扩大至个人；扩大免签证的国家和地区；免签时间适当延长。

二是全面开放旅游产业及相关产业。在旅游市场实现全面放开同时，扩大旅游相关产业的开放，如旅游餐饮业、文化、会展、体育产业等。

三是实行旅游购物零关税。给予海南旅游主要产品零关税的政策，设立免税商场，境外游客在海南定点商场购买的特定商品，实行出境退税制度。同时，对从事旅游产业的开发与经营，进口自用设备免征关税等。同时，**国内游客购物零关税政策也有较强的推出预期。**

四是扩大航权开放。在已经实施的第三、四、五航权开放的基础上，可能会有更加开放的航权政策。

五是实行更加开放的海洋旅游政策。这是对海南国际旅游岛建设的特定设计安排。

我们认为海南国际旅游岛的建设有利于海南省改革发展的重心转移到以旅游业为龙头的现代服务业上，海南的基础设施建设将会跨越式发展。海南旅游市场将更加高端化和多元化，国际国内两个市场将能获得更加均衡的增长。

海南国际旅游岛建设的阶段性目标是：

- 到 2013 年建成国际旅游岛的雏形，旅游要素的国际化改造基本完成；入境游客占全省旅游接待人数的 10%以上，旅游外汇收入占旅游总收入的 20%以上；
- 到 2018 年，基本建成国际旅游岛，旅游业的管理体制、运行机制与国际基本接轨，旅游服务基本达到国际水准，海南旅游在国际上的知名度和美誉度大幅提高，“中国热带海岛，东方度假天堂”的品牌基本确立；入境游客占全省旅游接待人数的 20%以上，旅游外汇收入占旅游总收入的 30%以上；
- 到 2028 年，建成世界一流的国际旅游岛；旅游产品达到国际水准，城市建设、公共服务设施、现代服务业等适应世界发展潮流，综合环境能满足中外游客的各种需求，成为国际热带海岛度假休闲胜地；入境游客占全省旅游接待人数的 30%以上，旅游外汇收入占旅游总收入的 40%以上。

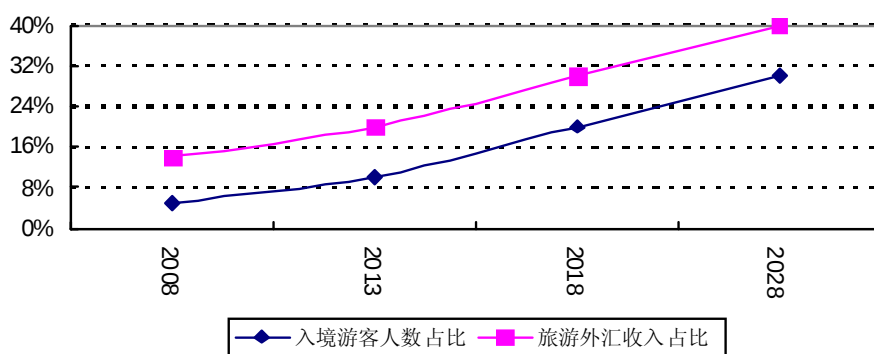
表 1: “海南国际旅游岛规划纲要”核心政策猜想

项目	《纲要》出台之前	《纲要》出台之后
免签证	21 个国家 5 人以上旅游团来海南实行 15 天免签；所有来海南的外国旅游团，都可在海口、三亚办理落地签证。	争取近期将范围扩大到 26 个国家，限制条件放宽到“2 人以上”、免签时间延至 30 天。
零关税	08 年 3 月，国务院批准在海口、三亚、琼海、万宁四市各开办一家市内免税店；三亚第一家市内免税店 09 年 9 月试营业。	加快四地免税商店建设，可能会允许开设市内分店，并可能允许外资进入；免税商品销售对象有可能拓展到国内游客。
放航权	2003 年，中国民航总局批准海南作为三、四、五航权开放的试点省份。	巩固、增加海南至日本、韩国、俄罗斯等国的航线、航班，争取开通海南至美国、北欧航线。

资料来源：中投证券研究所搜集整理

由于基础设施建设不能满足国际高端市场需求，加上营销力度不足，目前海南岛的境外客源国主要是韩国、俄罗斯、日本等东南亚国家。

图 8: 海南国际旅游岛入境游客的阶段性目标图示



资料来源：中投证券研究所搜集整理

表 2：国际著名国际旅游岛比较

国际著名国际旅游岛	经营表现
韩国济州岛	济州岛总面积约 1848 平方公里。2008 年，济州岛共接待游客 582.2 万人次，其中外国游客约 54 万人次，旅游业产值超过 6.2 万亿韩元（约 310 亿元人民币），占岛内生产总值的 81.5% 左右，就业总人口中有超过 75% 的人与旅游行业相关。
印尼巴厘岛	巴厘岛总面积约 5620 平方公里，连续几年占印尼旅游收入的 45%，巴厘岛当地居民的 80% 都从事旅游业。2008 年巴厘岛接待外游客近 200 万人次。
美国夏威夷	夏威夷总面积 1.67 万平方公里，旅游收入占当地 GDP 比重达 60%。2008 年，夏威夷接待游客人数为 680 万，其中外国人接近 200 万人次。
中国海南岛	海南岛面积 3.39 万平方公里。2008 年，接待接待旅游过夜人数 2060 万人次，其中入境游客 98 万人次；旅游总收入超 192 亿元，旅游收入占当地 GDP 比重为 13.2%。

资料来源：中投证券研究所搜集整理

从表 2 可以看出，与国际一些著名的国际旅游岛相比，海南岛的国际化水平还较低，而且人均支出也较低。

从目前海南岛的游客结构来看，国内游客占据绝对主导地位。虽然海南建设国际旅游岛的核心是要实现海南旅游要素的国际化，并会大力开拓境外市场，但在今后一段时间，国内游客仍将是海南旅游市场增长的主推力。在“免签证、零关税、放航权”方面，能对国内游客产生巨大吸引力的无疑是“零关税”。2008 年，即使遭遇各种突发事件，内地赴港游客仍达 1686.20 万人，同比增长 8.9%。此外，香港旅游局的一份统计显示，2006 年内地游客在香港消费的总额达到 492.26 亿港元，其中购物支出占到了 65%。由此可见，免税购物是内地人赴香港旅游的关键诱因。一旦海南岛实行国人免税政策，则预计因旅游手续便捷使得更多的游客前往海南购物。

近年来，海南省接待旅游过夜的国内游客年均增长约 10%。作为“冬都”，目前海南的旅游旺季为每年的 12 月-2 月，这是国内气候差异导致的旅游季节性使然。其实在每年的 4-10 月，海南的气温并不高，一旦政策放开，我们预计因购物诱因前来海南的游客将大幅增加，全年的淡旺季差异将明显改善，我们预计海南未来几年国内游客的年均增速将可达到 20% 以上。

“海南国际旅游岛”带来良好的投资机会

1. 三亚旅游业受益将最为明显

三亚位于海南岛最南端，是海南省风景名胜最多而又最密集的地方，在约两百公里的海岸线上，密布亚龙湾、大东海、鹿回头公园、天涯海角、海山奇观、南山文化旅游区等闻名中外的旅游景点。海南精华的旅游资源集中在三亚周边，这使得三亚成为海南旅游的代名词。

2008 年，全市接待入境过夜人数达到 604 万人次，其中国内游客占比达 92%；旅游收入达 91 亿元，占海南旅游业的半壁江山。随着 2002 年海航集团托管三亚凤凰机场后进行了全面改扩建，直飞三亚的国际国内航班日益增多，三亚作为全省旅游业重心的地位日益稳固。

图 9：近年来三亚游客人数保持较快增长势头

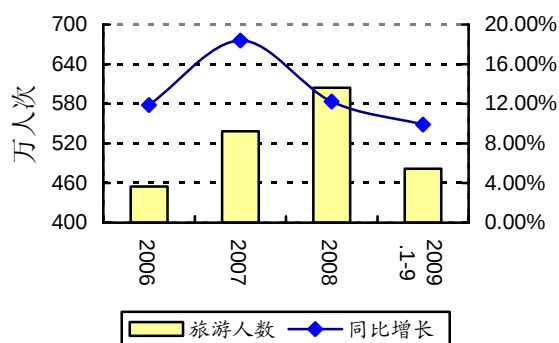
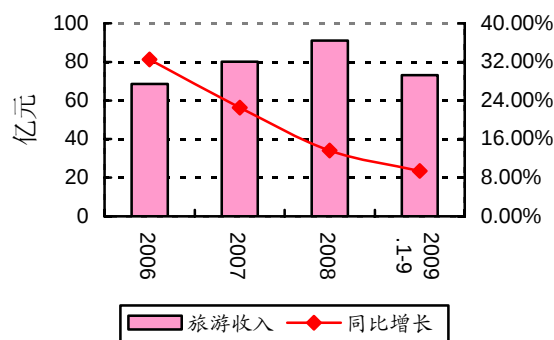


图 10：近年来三亚旅游收入保持较快增长势头



资料来源：三亚旅游局、中投证券研究所

图 11：三亚游客人数占全省比重呈上升趋势

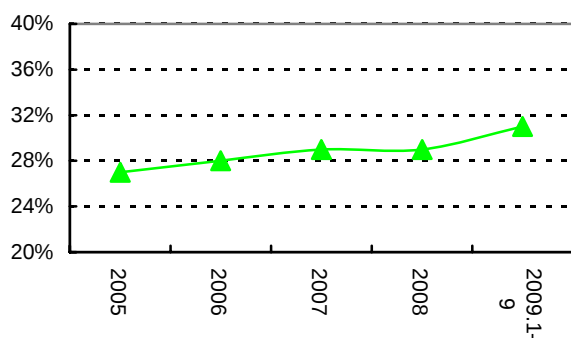
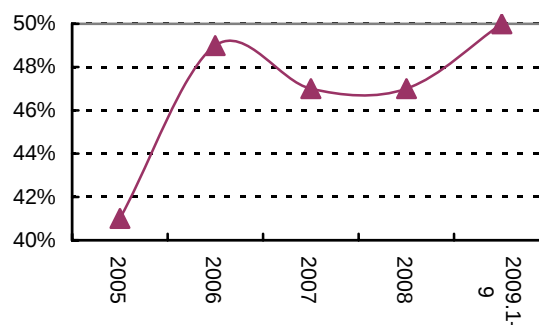


图 12：三亚旅游收入占全省比重达 50 %



资料来源：三亚旅游局、海南旅游局、中投证券研究所

从图 9 和图 10 可以看出，即使 08-09 年遭遇各种挑战，三亚旅游市场依旧保持平稳较快增长，增速明显高于全国平均水平。而从图 11 和图 12 可以看出，三亚在全省的优势竞争地位日益显著。

三亚的旅游路线主要分为三条，各具特色。三亚西部线路（自然风光）：市区——天涯海角景区（4A 级）——南山文化旅游区（5A 级）——大小洞天景区（5A 级）；中部线路（民族风情）：市区——槟榔谷——呀诺达雨林（新建项目）；三亚东部线路（休闲旅游）：市区——亚龙湾——蜈支洲岛——海棠湾——南田温泉——南湾猴岛。由于景点间交通不太便利，自驾游又不太现实，因此拥有车队资源的当地旅行社以及出租车成为游客出游的主要选择。值得一提的是，携程自由行在散客中的吸引力逐渐变大。

2. “国际旅游岛”受益旅游股业务集中在三亚

在旅游版块中，涉及海南地区经营业务的旅游股主要是中国国旅（601888）、首旅股份（600258）、三特索道（002159）、ST 东海 A（000613），其它个别公司也在海南地区拥有旅游业务，但非纯正旅游股，在此不做分析。

- 中国国旅：目前在海口拥有 4 家免税店，在三亚拥有 3 家免税店，包括 1 家于 9 月初试营业的市内免税店；中国国旅（海南）国际旅行社 60% 股权；
- 首旅股份：拥有子公司海南南山文化旅游公司；
- 三特索道：在三亚附近陵水县拥有子公司海南三特索道有限公司、海南陵水猴岛旅业发展有限公司和海南浪漫天缘海上旅业有限公司，在海口附近的定安县拥有海南塔岭旅业开发有限公司和海南塔岭天籁谷养老公寓项目；
- ST 东海 A：公司唯一主业为位于三亚大东海旅游区、拥有客房 218 间（套）、老牌四星级的南中国大酒店。

在上述四个公司中，基于 ST 东海 A 资质较差，且其所在的行业竞争激烈，公司没有规模优势等原因，我们不做重点研究，但不排除这类边缘性品种因市场炒作出现强势上涨行情。

其余三个公司，我们发现，以“海南国际旅游岛”受益股作为标准进行衡量的话，其关联业务主要集中在三亚地区，因此我们认为其受益程度将较为显著。

图 13：三亚旅游地图



资料来源：中投证券研究所

3. 首推中国国旅，次推首旅股份和三特索道

3.1 中国国旅——海南国际旅游岛将使公司免税业务成倍增长

中国国旅全资子公司——中免公司中国唯一一家经国务院授权在全国范围

内经营免税业务的运营商，以中免公司为经营主体的免税业务主要包括烟酒、香化等免税品的批发、零售业务和品牌代理业务。按照国家赋予的“统一经营、统一组织进货、统一制定零售价格、统一制定管理规定”的“四统一”政策，对全国口岸免税业务实行统一管理，是中国免税行业的先行者和旗舰企业。截至 09 年 8 月，中免公司拥有分公司和下属全资、控参股公司共 97 家，包括 96 家境内公司和 1 家境外公司。

中免公司海南免税公司如下：

- ✧ 海口机场免税店（50%）
- ✧ 海口外供免税店（供货关系）
- ✧ 海口港客运站免税店
- ✧ 南航海口机上免税店（50%）
- ✧ 三亚机场免税店（50%）
- ✧ 三亚外供免税店（供货关系）
- ✧ 三亚市内免税店（试营业）

2004 年，海航与中国免税品(集团)总公司合资成立了海南海航中免免税品有限公司，目前中免集团和海航分别持有 50% 股份，主要负责海口机场免税店和三亚机场免税店。此前的海南地区免税业务经营收入占中免公司总收入比重极低。

于 2009 年 9 月初三亚市内免税店由中免集团全资打造，也是公司在海南免税业务的新起点。

市内免税店的开业将吸引来自世界各地的游客。以韩国济州岛为例，2002 年开业的外国人免税店给济州岛带来了很大变化。2003 年，到设在济州机场和济州港等的 3 处外国人免税店购物的游客达 123 万多人，占从机场和港口前往济州岛的 572 万人的 1/5，销售总额达 1000 多亿韩元。

我们认为海南的市内免税店的主要看点是在国人免税政策的放开。一旦海南的市内免税店向国民开放，国内游客预期将蜂拥而至，而许多前往海南旅游的游客也将前往市内免税店购物。

表 3：国际旅游目的地免税业务经营情况

国际免税旅游目的地	经营情况
香港	2006 年，内地赴港旅游人数 1433 万人次，人均购物支出约 2200 港元；2007 年内地过夜旅客人均消费 5200 港元，入境不过夜旅客人均消费超过 1600 港元
欧洲	据 AC 尼尔森咨询机构的一项调查，中国人欧洲游途 ¹ 在商店里的平均花费为 1500 欧元
韩国济州岛	济州岛拥有三家离岛旅客免税购物店，经营包括烟酒、化妆品等 16 个品种。2006 年济州机场出境及离岛旅客 620 万人，其中约 30% 即 190 万人进店购物。
日本冲绳岛	冲绳岛已拥有两家离岛旅客免税购物店，经营包括除外各类免税商品，近年来每年旅客保持 270 万人左右，其中约 75% 的旅客即 200 万人进店购物。

中国海南岛

国旅一份调研报告显示，目前全国主要旅游城市人均已经超过 200 元，海南目前仅为 114 元，大大低于平均水平。而在与海南相距不远的知名岛屿目的地冲绳济州岛，人均购物消费已经超过 500 美元。

资料来源：中投证券研究所

我们以 2008 年海南接待旅游过夜人数 2060 万人次为基数进行研究，通过敏感性分析方法对海南地区的免税业务市场容量进行测算。如表 4 所示，我们预估海南开放国人免税业务后，其免税业务收入的市场空间超过 160 亿元。

表 4：海南岛离岛免税业务市场空间测算

免税业务收入（亿元）		人均购物支出（元）						
		500	1000	1500	2000	2500	3000	3500
购 物 人 数 比 例	10%	10.3	20.6	30.9	41.2	51.5	61.8	72.1
	20%	20.6	41.2	61.8	82.4	103.0	123.6	144.2
	30%	30.9	61.8	92.7	123.6	154.5	185.4	216.3
	40%	41.2	82.4	123.6	164.8	206.0	247.2	288.4
	50%	51.5	103.0	154.5	206.0	257.5	309.0	360.5
	60%	61.8	123.6	185.4	247.2	309.0	370.8	432.6
	70%	72.1	144.2	216.3	288.4	360.5	432.6	504.7
	80%	82.4	164.8	247.2	329.6	412.0	494.4	576.8

注释：暂未考虑人均免税购物限额

资料来源：中投证券研究所

2008 年 3 月，国务院批准在海口、三亚、琼海、万宁四市各开办一家市内免税店。中免公司作为行业领导者捷足先登，率先于 2009 年 9 月 1 日在三亚市开出第一家市内免税店（暂只供展览）。

三亚市内免税店位于三亚市下洋田榆亚大道 19 号，地处大东海旅游区，地理位置优越。三亚市内免税店仅用三个半月的时间开业，创造了同类店开业的新纪录。三亚市内免税店一期营业面积达 1500 平方米，陈列产品主要为香水化妆品、首饰和太阳镜区。二期预期 12 月底试营业，产品将包括国际名表、服装、服饰、箱包、皮具以及海南特产等，届时营业总面积将达 7000 平方米。

公司未来有意在全省各地开设分店，尚待条件成熟。

此外，海南省政府有意引进 DFS、北京华联集团等企业入琼设立市内免税店，我们认为其它企业进入该市场尚存在相关的政策性障碍。即使届时国家批准其它企业进入，中免公司也具有较强的先发优势和产业链优势。

免税业务净利润率较高。2008 年，中免公司营业收入达 21.34 亿元，净利润 3.15 亿元，净利润率达 15%。2009 年上半年，中免公司营业收入达 11.68 亿元，净利润 2.29 亿元，净利润率达 20%。我们保守估计即使中免公司未来只占据海南省市内免税店市场 1/3，其营业收入也将达到 50 亿元以上。以净利润率 15% 计算，贡献的权益利润也将达到 7.5 亿元，合约 EPS 0.85 元。当然，其前提条件是政府开放国人免税政策以及中免公司建立覆盖全省的免税网络。

在不考虑海南省市内免税店业务前提下，我们预测中国国旅 2009-2011 年全面摊薄后的 EPS 分别为 0.33、0.45、0.58 元。一旦海南国人免税业务放开，

我们预计公司的免税业务将迎来跨越式发展机会。鉴于政策开放预期相对明确，给予公司未来 6-12 个月目标价 25 元，维持“推荐”投资评级。

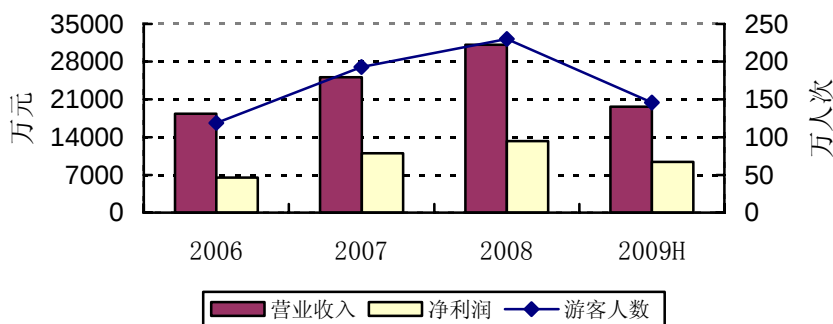
3.2 首旅股份——南山景区独特竞争力将无惧门票分成影响

南山别名鳌山，距市区以西 40 公里，游览区以北有 255 国道和海南环岛高速公路通过。南山文化旅游区是依托南山独特的山海天然形胜和丰富的历史文化渊源开发建设的全国罕见的超大型生态和文化景区，是建国以来中央政府批准兴建的最大的佛教文化主题旅游区，是国家首批 5A 级景区。南山文化旅游区生态恢复与保护规划面积 50 平方公里，其中海域面积 10 平方公里，组织实施佛教文化苑、天竺圣迹、福寿天地、神话雕塑、大门景观区以及酒店、度假村等项目。

目前南山景区所处的三亚旅游西线汇聚着大小洞天、天涯海角等著名景区，是前往海南旅游的游客必去之所。此外，由于交通方便，知名度高，以及由佛教文化带来的顾客粘性，南山景区在三亚旅游市场享有很强的竞争力。

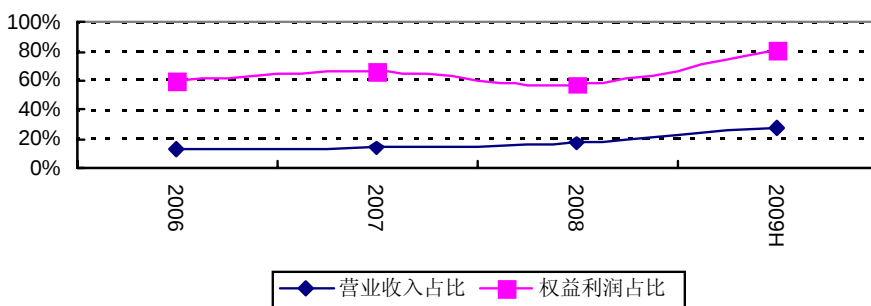
首旅股份于 2002 年 9 月收购海南南山文化旅游开发有限公司，持有其 73.808% 的股权。随着 2005 年 4 月份高达 108 米的著名景点“海上观音像”的开光，南山景区与观音苑景区在采用一门一票的合作形式前提下对门票进行了提价：散客由 65 元/张调整到 150 元/张；旅游团队由 50 元/张调整到 138 元/张。

图 14：南山文化公司经营业绩保持快速增长



资料来源：Wind、中投证券研究所

图 15：南山文化公司权益利润占公司净利润比重已达 60% 以上



资料来源：Wind、中投证券研究所

目前南山景区已经成为首旅股份的盈利支柱。2008 年，因受雪灾、地震影响较小，南山公司 08 年全年共接待购票入园游客 230 万人次，同比增加 19%；完成经营收入 31142 万元，同比增加 22%；实现净利润 13268 万元，同比增加 21%。南山景区贡献的权益利润约占公司当期净利润总额的 57%。2009 年上半年，受北京地区酒店经营低迷影响，南山景区贡献的权益利润约占公司当期净利润总额已达 80%以上。

我们认为受“海南国际旅游岛”建设的推动，南山景区未来几年营业收入仍将保持 20%以上的增速。虽然门票分成仍将是未来公司一大业绩风险点，但公司游客人数的持续增长以及景区内游览车、餐饮食宿收入占比持续提升，门票分成的影响将逐渐减弱。

在不考虑门票分成条件下，我们中性预期公司 09-11 年 EPS 分别为 0.68、0.86、1.05 元。如果在 2010 年年初完成再融资计划，则公司 09-11 年 EPS 分别为 0.68、0.76、0.94 元。公司目前股价已充分反应门票分成影响，考虑到“海南国际旅游岛”将带来的游客人数超预期以及集团酒店资产整体上市预期，我们给予公司未来 6-12 个月目标价 23.00 元，维持“推荐”投资评级。

3.3 三特索道——猴岛景区未来仍有较强的提升空间

三特索道目前在三亚附近陵水县拥有子公司海南三特索道有限公司、海南陵水猴岛旅业发展有限公司和海南浪漫天缘海上旅业有限公司，在海口附近的定安县拥有海南塔岭旅业开发有限公司和海南塔岭天籁谷养老公寓项目。其中，我们认为地处三亚旅游经济圈的围绕猴岛开发的三个子公司更具看点。

南湾猴岛位于三亚市 60 公里处的南湾半岛，岛上生活着 2500 多只国家二类保护动物——猕猴，是我国也是世界上唯一的岛屿型猕猴自然保护区，目前已成为海南著名的生态旅游景点。

1999 年海南三特索道有限公司在新村与猴岛之间架设了一条 2138 米的全中国最长的跨海观光索道——猴岛索道，经营寿命期为 50 年。海南三索是三特索道的全资子公司。

1999 年 7 月，由海南三特索道有限公司、陵水县林业局、陵水县旅游局三方共同组建了股份制形式的海南陵水猴岛旅业发展有限公司。当年 10 月，猴岛主题公园开始开发建设，三特索道持有其 90%的股权，陵水县黎族自治县旅游总公司和海南南湾省级自然保护区共同持有其 10%的股权。陵水猴岛公司章程约定的经营合作期为 50 年，经营收入全部为公园门票。

海南浪漫天缘海上旅业有限公司成立于 2004 年 8 月。海南三索持有其 60%的股权，武汉汇新房地产开发有限公司持有其余 40%的股权。浪漫天缘海上运动休闲中心项目主要从事港内短线观光游、港外海湾长线运动休闲游、猴岛生态景区南部滨海 1 号沙滩大自然阳光海滨浴场。该项目主要着眼于改变目前猴岛单一的观光旅游产品体系，丰富海洋旅游度假产品的内涵，延伸产品的产业链，提高产品的内在吸引力和产品层次，对接“海南国际旅游岛”建设。该项目也是公司近期公布的再融资计划中的五个募投项目之一，预计 2010 年年底、2011 年年初开始营业。

2000 年 3 月，公司控股子公司海南三索和物业公司共同出资组建海南定安塔岭旅业开发有限公司。经过相关重组，三特索道持有其 95% 的股权，物业公司持有其 5% 的股权。塔岭旅业公司的营业收入主要经营塔岭开发区热带飞禽公园。由于景区地处偏远，竞争力较低，目前每年都处于微亏状态，未来改善空间不大。但值得关注的是，塔岭旅业拥有位于塔岭开发区面积为 21 万多平方米国有土地的使用权。

2008 年 4 月 16 日，塔岭旅业与武汉汇新房地产开发有限公司签定了《海南塔岭天籁谷养老公寓项目合作开发合同书》。塔岭旅业提供 149414.9 平方米综合开发用地，用于建造建筑面积不低于 160000 平方米的养老公寓。因此未来塔岭旅业在土地收益上可能将有较丰厚的回报。

从上面的分析可以看出，目前三特索道海南业务的主要看点集中在南湾猴岛。目前猴岛索道和猴岛公园门票实行一票原则，为 120 元/人。由于猴岛所在的三亚东部区域景点较为分散，公共交通相对不便，因此目前主要以团客为主。为了提升旅行社组团积极性，公司给予前者多达 7 折折扣，这也是猴岛索道和猴岛公园有效票价底下的主要原因。2007 年，猴岛索道实际有效票价为 27 元/人，猴岛公园实际有效票价为 14 元/人。

随着三亚东线海棠湾等大型项目建设进度加快，估计未来该区域公共交通环境将得到明显改善，散客人数将逐渐增多，公司对当地旅行社的议价能力也将增加。

图 16: 海南三索经营表现

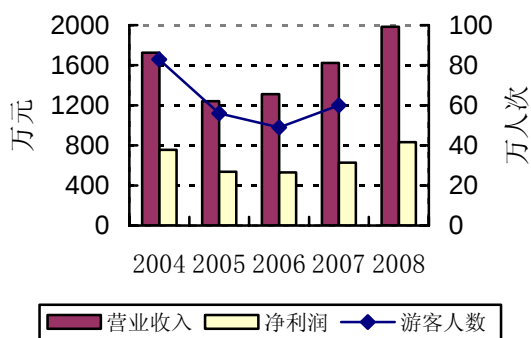
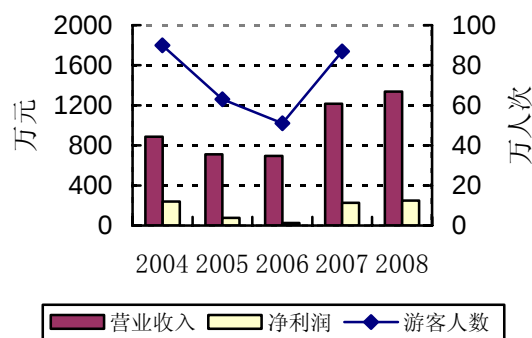


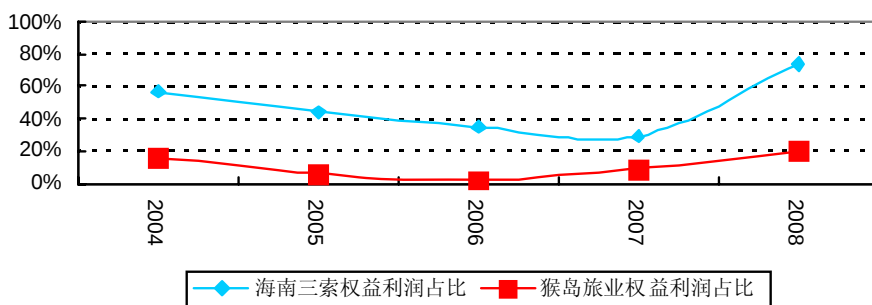
图 17: 猴岛旅业经营表现



注释：公园接待人数高于索道接待人数是因为游客也可选择乘船前往猴岛，票价一样

资料来源：公司财报、中投证券研究所

图 18: 海南三索和猴岛旅业权益利润占公司净利润总额比重



资料来源：公司财报、中投证券研究所

从图 18 可以看出，海南三索和猴岛旅业贡献的权益利润占比很高，当然由于三特索道部分子公司亏损以及公司本部期间费用较高使得他们的权益利润占比有所虚高，但实际情况也是海南地区旅游业务是三特索道除华山索道外公司的第二利润贡献来源。

我们认为猴岛景区未来的增长将来自于交通改善带来的客流增长、有效票价的提升和休闲旅游带来的高附加值。此外，“海南国际旅游岛”建设也使得塔岭旅业所持土地的增值空间提高。

暂不考虑海南养老公寓项目和汉正街索道大厦项目盈利，我们保守预测公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.19、0.36、0.49 元。我们坚定看好公司的经营模式和二线景区的快速成长，维持公司长期“推荐”投资评级。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

曾光: 中投证券研究所旅游行业研究员, 浙江大学经济学硕士, 2006 年加盟中投证券研究所。2008 年《新财富》社会服务业第五名。

主要研究覆盖公司: 中青旅、首旅股份、黄山旅游、峨眉山 A、桂林旅游、丽江旅游、锦江股份、华天酒店、西藏旅游、三特索道、全聚德。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434