

苏 平 86-755-82943252
 suping@cmschina.com.cn
 林周勇 86-021-68407302
 linzy@cmschina.com.cn

2009年12月06日

内在增长动力强劲，关注优质公司及事件性机会

旅游行业2010年度投资策略

可选消费

旅游

推荐（维持）

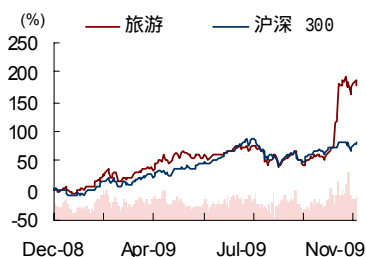
上证指数 3317

行业规模

		占比%
股票家数（只）	25	1.6
总市值（亿元）	953	0.4
流通市值（亿元）	539	0.4

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	68.7	77.7	180.7
相对表现	63.2	54.3	97.0



相关报告

- 1、《旅游行业 2009 年第四季度投资策略-业绩增长及政策预期有望催生阶段性行情》091020
- 2、《旅游行业 2009 年中期投资策略-机会仍在主题投资，积极关注资产重组》090615
- 3、《旅游行业 2009 年 6 月月报-利好不断兑现，主题投资仍将延续》090527
- 4、《旅游行业 2009 年二季度投资策略-基本面回暖，主题投资深化》090408
- 5、《冰火之间-旅游板块主题投资深度研究》090210
- 6、《关注 6 大概念及高 β 个股的阶段性机会-旅游行业 2009 年 1 月月报》090206

国内旅游带动旅游业 09 年超预期增长，消费升级将推动旅游业长期快速增长。2010 年旅游行业的投资策略是：战略性持有优质公司、积极把握主题投资机会；重点推荐华侨城、中青旅、锦江股份、三特索道、丽江旅游、首旅股份。

- **我国旅游业进入全面复苏阶段。**（1）居民出游意愿强烈，主要表现在两个方面：国内游持续旺盛，预计今年国内游人次超过 20 亿人次，比 08 年增长 17%，出境游 1-8 月增长 12%，预计全年增速更高；（2）入境游市场有望持续复苏；（3）预计 2010 年旅游人次增速将超过 20%。
- **酒店企稳回升、景区持续增长。**北京、上海高星级酒店出租率恢复到 60% 左右，显示受金融危机影响最大的酒店行业已经开始企稳回升；景区行业在内需快速增长的拉动下总体上继续保持正增长。2010 年，国内旅游仍是拉动旅游业增长的主导力量，入境旅游有望全面恢复，预计酒店行业景气将逐步回升、景区继续快速增长。
- **目前旅游板块整体估值处于历史平均水平，基本合理。**旅游板块 PE、PB 与沪深 300 的比值介于 1.5-2.5、1.0-1.5 倍，目前估值水平为 2.0、1.4 倍，总体上处于历史平均水平，估值基本合理。
- **战略性持有优质公司，把握阶段性主题投资机会。**在消费结构升级、城市化水平不断提高的背景下，旅游行业将继续保持持续快速增长，中长期内，优质公司的成长价值将逐步体现，重点推荐华侨城、中青旅、三特索道；短期内，板块及个股上涨主要受事件因素驱动，关注世博概念、酒店复苏及资产重组三大主题，重点推荐锦江股份、首旅股份、丽江旅游。

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	PB	评级
华侨城	20.90	0.35	0.56	0.65	37	32	4.9	强烈推荐 A
三特索道	12.98	0.09	0.15	0.30	87	43	3.8	审慎推荐-A
中青旅	15.38	0.31	0.51	0.60	30	26	3.1	强烈推荐 A
锦江股份	21.64	0.45	0.48	0.63	45	34	3.9	审慎推荐 A
中国国旅	20.79	0.25	0.36	0.42	58	50	3.0	审慎推荐 A
金陵饭店	8.86	0.22	0.19	0.25	47	35	2.8	审慎推荐-A
丽江旅游	18.75	0.46	0.45	0.38	42	49	4.5	审慎推荐 A
桂林旅游	11.97	0.13	0.18	0.22	67	54	4.5	审慎推荐 A
黄山旅游	17.00	0.40	0.45	0.52	38	33	6.3	审慎推荐 B
峨眉山	13.30	0.09	0.31	0.43	43	31	4.7	审慎推荐 B
首旅股份	22.72	0.75	0.70	0.82	32	28	4.6	审慎推荐 B

资料来源：招商证券

正文目录

一、旅游业进入全面复苏阶段	4
1、中国公民旅游消费欲望强烈	4
2、入境游市场持续恢复	6
二、酒店企稳回升，景区持续增长	8
1、星级酒店持续好转	8
2、经济型酒店持续景气	9
3、景区总体继续增长，四川仍未走出地震阴影	10
三、估值处历史平均水平，基本合理	11
四、投资策略：战略性持有优质公司，把握事件性机会	12
1、以主题投资为特征的阶段性行情是今年旅游板块的基本特征	12
2、价值投资与主题投资相结合是明年投资旅游行业的基本策略	12
五、重点公司	15
1、华侨城——核心优势显著，长期价值突出	15
2、中青旅——长期成长潜力巨大，短期估值优势突出	15
3、锦江股份——经济型酒店龙头，受益上海世博会	16
4、三特索道——“索道+景区”模式发展空间广阔，受益海南国际旅游岛建设	16
5、丽江旅游——酒店开业提升盈利水平，旅投入股带动二次创业	17
6、首旅股份——受益海南国际旅游岛及酒店行业复苏	17

图表目录

图 1：重点旅游目的地机场旅客吞吐总体增长超过 20%	5
图 2：重点城市 1-9 月机场旅客吞吐量普遍增长	5
图 3：10 月份入境游客降幅收窄	6
图 4：9、10 月份入境外国游客同比小幅回落	6
图 5：北京酒店出租率水平显著回升	8
图 6：上海酒店出租率水平显著回升	9
图 7：经济型酒店客房数及增长情况	9
图 8：经济型酒店价格指数	10
图 9：如家历年出租率和 REVPAR 情况	10
图 10：“旅游指数 PE/沪深 300PE”已接近历史低位	11
图 11：“旅游指数 PB/沪深 300PB”已处历史低位	11
图 12：08 年 11 月 4 日-09 年 12 月 4 日旅游板块领先大盘 53 个百分点	12
表 1：部分地区国内旅游情况	4
表 2：主要客源地旅行社组织出游情况	5
表 3：部分省市入境旅游情况	7
表 4：部分景区接待游客及门票收入情况	10
表 5：旅游业 2015 年主要发展指标	13

一、国内游带动

1、中国公民旅游消费欲望强烈

(1) 国内旅游表现强劲

旅游局数据表明：国内游市场活跃

尽管受诸多不利因素影响，国内旅游市场仍表现强劲，大部分地区实现两位数增长。按照国家旅游发展研究院的预测，09 年国内游数量将超过 20 亿人次，比 08 年增长 17%。

随着经济的复苏，以及世博会的推动，2010 年国内旅游增速可能超过 20%。

表 1：部分地区国内旅游情况

地区	时段	接待国内游客 人数(万人次)	同比变化	国内旅游收入 (亿元)	同比变化
四川	10 月	2013	12%	110	14%
浙江	10 月	2560	19%	280	20%
北京	10 月	139	5%	0	0%
福建	10 月	1008	21%	85	21%
深圳	10 月	435	6%	38	8%
丽江	10 月	75	20%	8	25%
海南	9 月	146	9%	12	14%
四川	1-10 月	19143	29%	1235	44%
浙江	1-10 月	20500	17%	2115	18%
北京	1-10 月	1248	20%	0	0%
福建	1-10 月	7942	10%	798	8%
深圳	1-10 月	3440	5%	261	6%
丽江	1-10 月	595	23%	63	26%
海南	1-9 月	1531	9%	133	12%

资料来源：各旅游局，招商证券整理

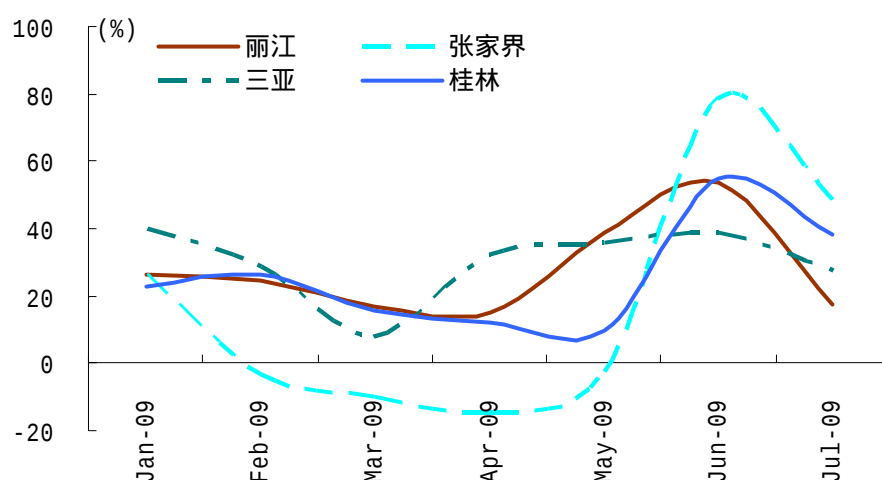
注：北京的数据为：星级饭店累计接待国内客人数量。

与之相佐证的是机场旅客吞吐量大幅增长

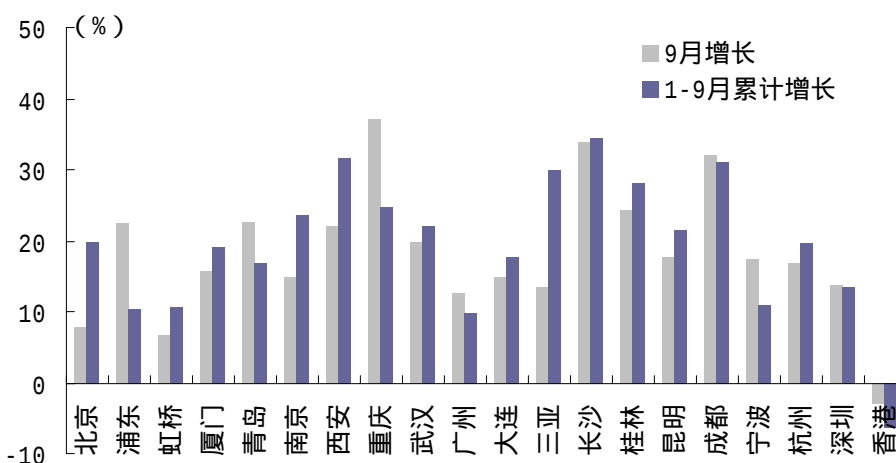
三亚、丽江、桂林、张家界等旅游目的地机场旅客吞吐量增速稳步上升，桂林、三亚 1-9 月份增长达 30%；旅游目的地的机场游客大幅增长，从另一层面反映旅游消费的旺盛。

与此同时，主要商务城市旅客吞吐量大多保持两位数以上的增长，重庆、成都、昆明、长沙、西安等中西部城市增幅甚至超过 30%。

旅游目的地的和商务城市机场旅客大幅增长，背后的根本原因在于经济的快速复苏和增长。

图 1：重点旅游目的地机场旅客吞吐总体增长超过20%


资料来源：wind

图 2：重点城市1-9月机场旅客吞吐量普遍增长


资料来源：wind

(2) 出境游表现强劲

2009 年 8 月，中国公民出境旅游人数为 464.86 万人次，比上年同期增长 11.69%。

中国旅游研究院的研究表明，我国是国际上首个率先复苏的旅游大国。

表 2：主要客源地旅行社组织出游情况

旅行社组团出境游情况 (万人次)	时段	出境游客	同比变化	出国游	同比变化	时段	出境游客	同比变化	出国游	同比变化
上海	9 月	7.7	37%	6.4	41%	1-9 月	60.7	7%	45.7	6%
广东	9 月	29.4	8%			1-9 月	247.2	-7%		
广州	9 月	10.6	31%			1-9 月	110.0	-3%		
深圳	10 月	8.7	11%			1-10 月	71.0	-10%		
浙江	10 月	4.4	63%	2.2	30%	1-10 月	46.2	52%	21.1	36%
北京	6-9 月	16.5	-37%	13.1	-38%	1-9 月	57.9	-24%	45.3	-27%

资料来源：各地旅游局

2、入境游市场持续恢复

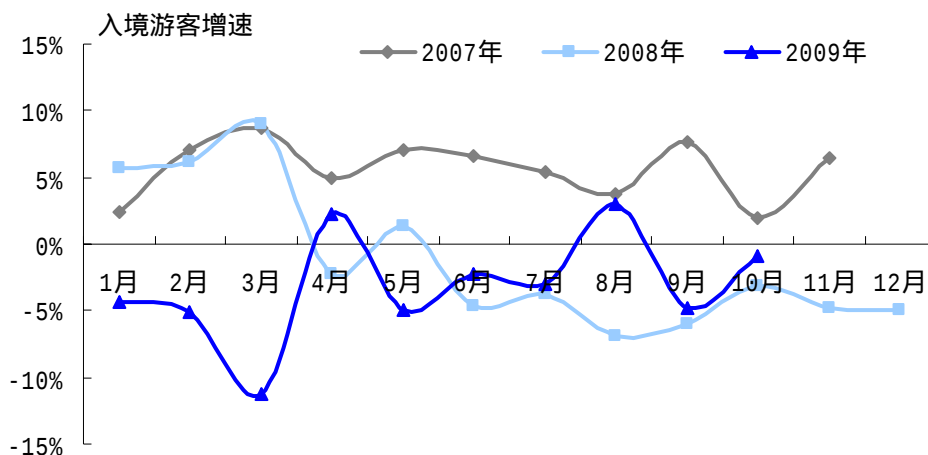
受地震、金融危机等因素的交替综合影响，从 08 年 4 月起，我国入境游客规模持续萎缩；09 年 4 月份，入境游首次转正，8 月份再度实现正增长，虽然 9、10 月份小幅回调，但入境游总体呈复苏态势。

09 年以来，外国游客下滑速度持续收窄，8 月份实现正增长。

从主要地区入境游情况看：旅游目的地恢复情况明显好于商务城市；1-10 月，四川、安徽、丽江等地入境游客大幅增长，增速明显超过北京、上海、深圳等商务城市。

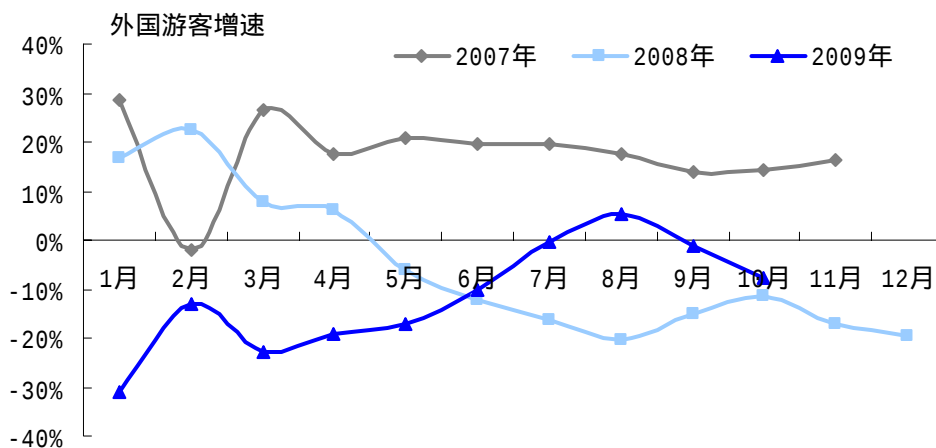
总体上看，随着外围经济的逐步复苏，入境游市场逐步复苏；此外，09 年基数较低，因此，预计 2010 年入境游客将实现正增长，甚至是两位数增长。

图 3：10 月份入境游客降幅收窄



资料来源：国家旅游局

图 4：9、10 月份入境外国游客同比小幅回落



资料来源：国家旅游局

表 3：部分省市入境旅游情况

	时段	入境游客数量 (万人次)	同比变化	外国游客数量 (万人次)	同比变化
四川	10 月	11	29%	8	3%
浙江	10 月	62	19%	42	21%
北京	10 月	43	8%	36	0%
上海	9 月	53	5%	42	0%
海南	9 月	3	-45%	2	-14%
福建	10 月	26	-11%	10	-9%
深圳	10 月	90	6%	15	11%
丽江	10 月	5	-1%		
四川	1-10 月	70	24%	51	22%
安徽	1-10 月	143	20%	0	49%
浙江	1-10 月	474	5%	312	7%
北京	1-10 月	343	5%	285	-2%
上海	1-9 月	453	-5%	318	-2%
海南	1-9 月	41	-47%	27	-21%
福建	1-10 月	226	-4%	79	-4%
深圳	1-10 月	669	0%	111	7%
丽江	1-10 月	44	16%	0	20%

资料来源：各旅游局，招商证券整理

二、酒店企稳回升，景区持续增长

受金融危机影响最大的酒店行业三季度出现企稳回升迹象，明年的进一步复苏值得期待；景区行业在内需快速增长的拉动下总体上继续保持正增长，但四川景区尚未完全走出地震阴影，到 10 月份，主要景区累计游客接待规模依然同比大幅下降。2010 年，公民旅游（国内、出境旅游）将继续快速增长，依然是拉动旅游业增长的主导力量，入境旅游在全球经济复苏的带动下有望实现正增长。子行业中，景区直接受益于国内旅游的快速增长、继续保持高景气度；酒店行业在入境及商务活动复苏的带动下，景气度将显著回升。

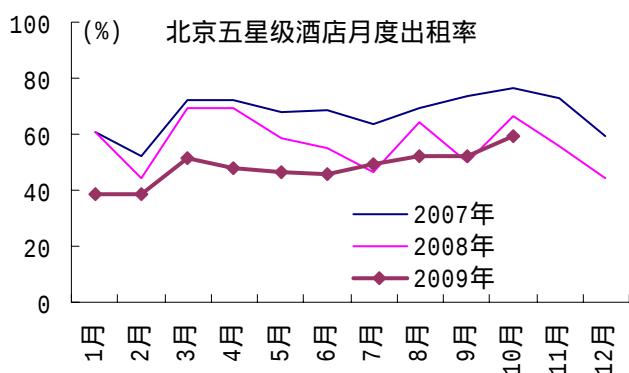
1、星级酒店持续好转

随着经济的持续好转，北京、上海星级酒店出租率逐步好转，自 7 月份以来已经恢复到 08 年同期水平；随着经济继续强势增长、境外游客逐步回升，酒店经营数据有望进一步好转。

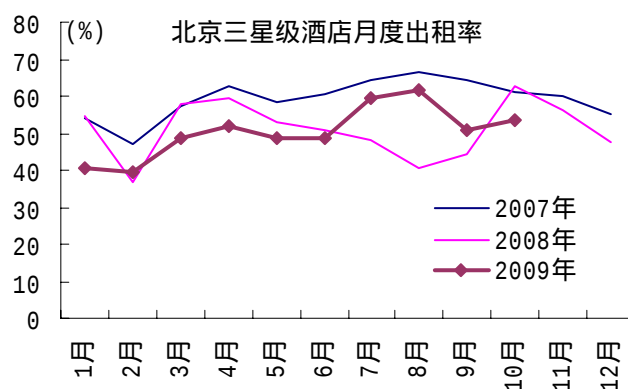
五星级酒店方面：10 月，北京出租率 59.3%，降 6.9 个百分点，REVPAR 下降 34.8%；9 月份，上海出租率 59.8%，下降 0.8 个百分点，REVPAR 下降 23.3%。北京、上海五星级酒店经营持续好转。

三星级酒店方面：10 月份，北京出租率 53.5%，降 9.2 个百分点，REVPAR 下降 17.5%；9 月份，上海出租率 48.8%，降 2.8 个百分点，REVPAR 降 11.5%。三星级酒店也处于复苏的道路上。

图 5：北京酒店出租率水平显著回升

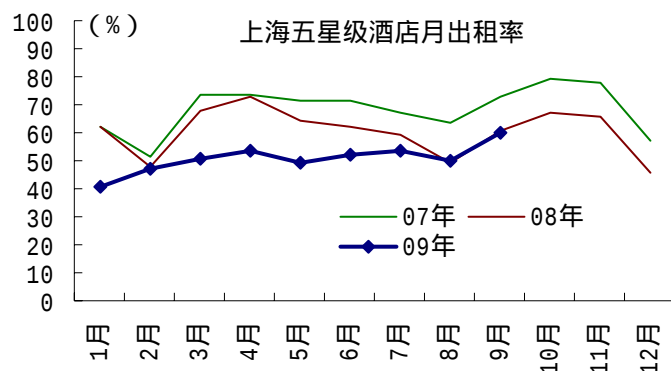


资料来源：北京市旅游局

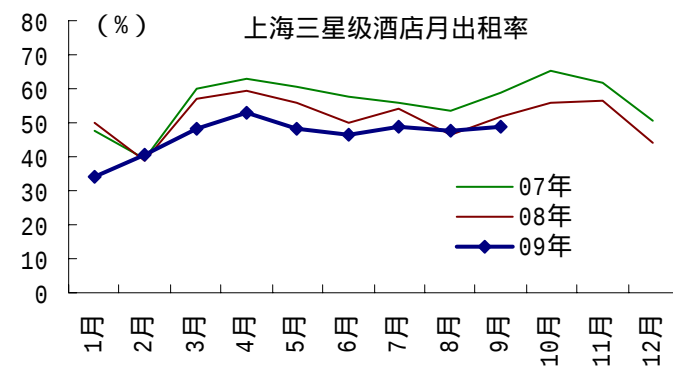


资料来源：北京市旅游局

图 6：上海酒店出租率水平显著回升



资料来源：上海市旅游局



资料来源：上海市旅游局

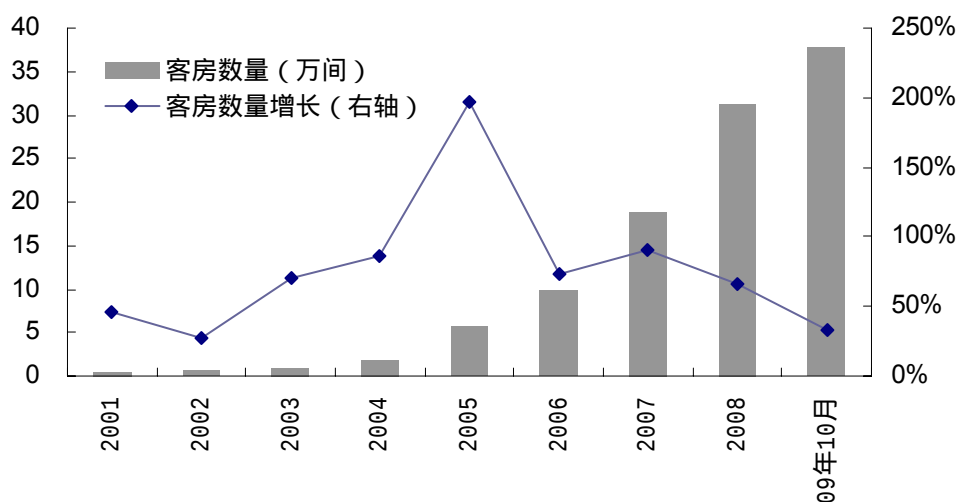
2、经济型酒店持续景气

经济型酒店客房规模持续增长，虽然 08 年受金融危机影响，规模扩张速度有所放缓，但截至 09 年 10 月初，规模仍达 37.6 万间，同比 08 年 10 月初增长 33%。

虽然受酒店规模持续扩张、金融危机双重影响，但经济型酒店房价基本稳定，不管是北京、上海、深圳、还是全国，价格指数均表现平稳。

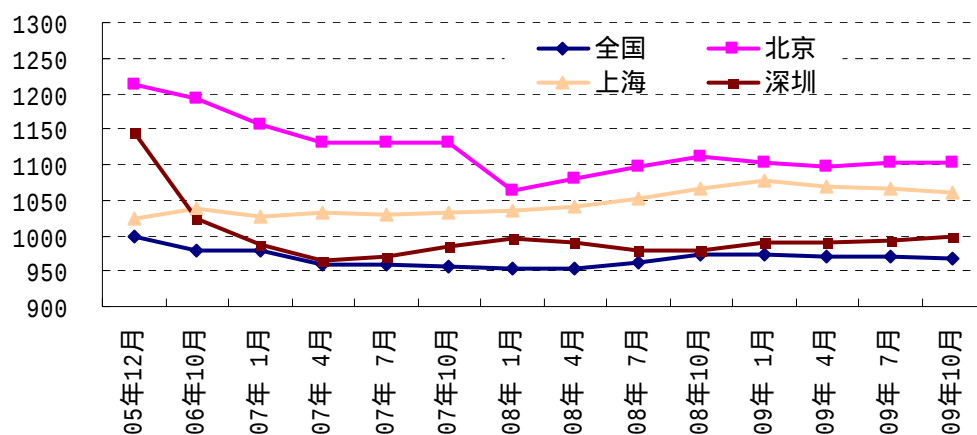
如家、7 天等龙头企业三季度出租率和 REVPAR 均创出历史新高，同样显示经济型酒店持续景气情况。

图 7：经济型酒店客房数及增长情况



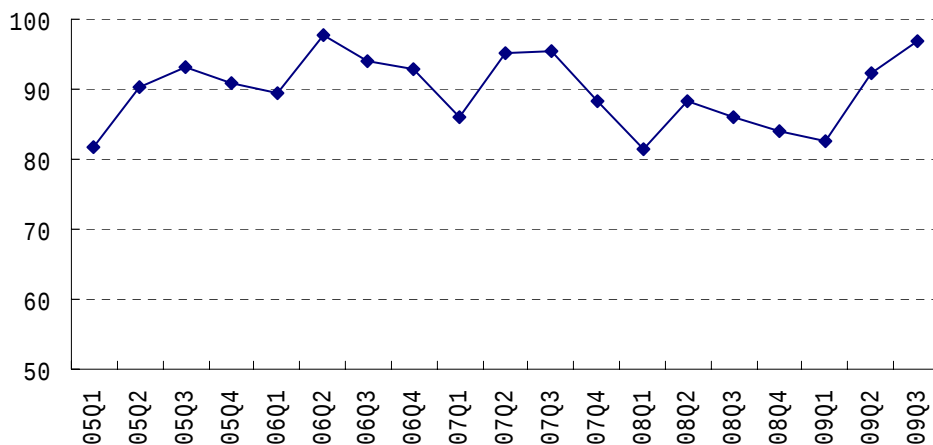
资料来源：经济型酒店网

图 8：经济型酒店价格指数



资料来源：经济型酒店网

图 9：如家历年出租率和 REVPAR 情况



资料来源：如家报表

3、景区总体继续增长，四川仍未走出地震阴影

1-10 月份，黄山游客数量达 215 万人次，同比增长 5%，九华山更是同比增长 18%；四川主要景区正在从地震的影响中逐步恢复，峨眉山 1-10 月份接待游客 209 万人次，仅比 07 年下降 8%。

表 4：部分景区接待游客及门票收入情况

景区	期间	游客数量 (万人次)	同比增长 游客	门票	期间	游客数量 (万人次)	同比增长 游客	门票
黄山	10 月	36	0%	-2%	1-10 月	215	5%	3%
九华山	10 月	33	3%	-47%	1-10 月	293	18%	26%
深圳华侨城	10 月	119	23%		1-10 月	747	-1%	
峨眉山	10 月	25.0	-18%	11%	1-10 月	209	-8%	19%
乐山大佛	10 月	26.1	-33%	1%	1-10 月	191	-25%	-10%
九寨沟	10 月	26.1	-34%	-41%	1-10 月	127	-46%	-52%

数据来源：相关地区旅游局。注：深圳华侨城数据包括：世界之窗、锦绣中华、欢乐谷、东部华侨城；注：峨眉山、乐山、九寨沟比较基准为 07 年同期。

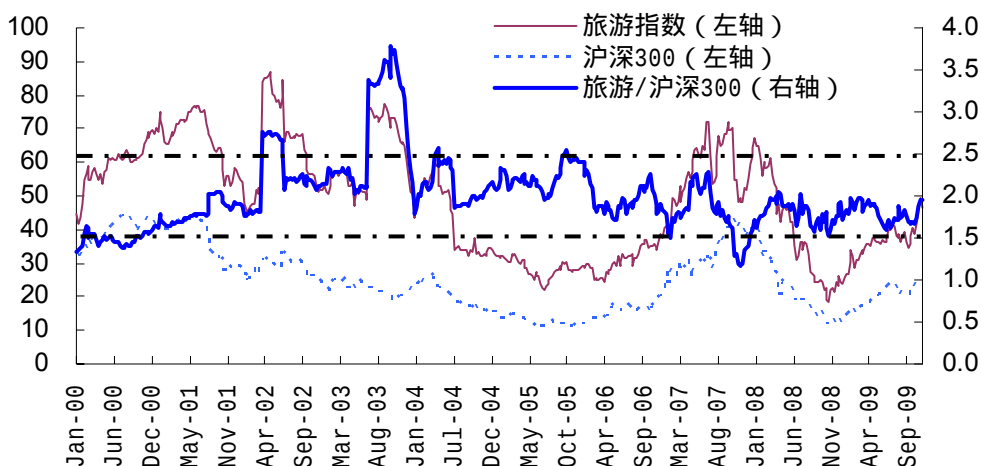
三、估值处历史平均水平，基本合理

旅游板块 PE 一般是沪深 300 的 1.5-2.5 倍。从历史上看，旅游板块的 PE 波动区间 20-60 倍，虽然市盈率波幅较大，但与沪深 300 PE 之比值保持在 1.5-2.5 之间。

旅游板块 PB 一般是沪深 300 的 1.0-1.5 倍。从历史上看，旅游板块的 PB 波动区间 2-8 倍，虽然 PB 波幅较大，但与沪深 300 PB 之比值保持在 1.0-1.5 倍之间。

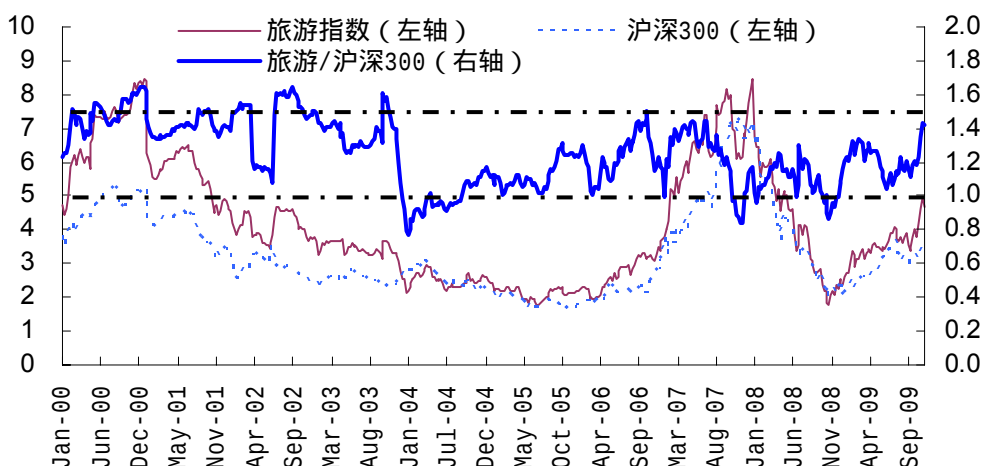
PE、PB 估值处于历史平均水平，基本合理。目前，旅游板块滚动 PE 约 46 倍，与沪深 300 之间的比值 2.0 倍；PB 约 4.7 倍，与沪深 300 之间的比值 1.4 倍。估值处于历史平均水平，基本合理。

图 10：“旅游指数PE/沪深300PE”已接近历史低位



资料来源：天相。PE 采用总股本加权平均，EPS 取 TTM。

图 11：“旅游指数PB/沪深300PB”已处历史低位



资料来源：天相

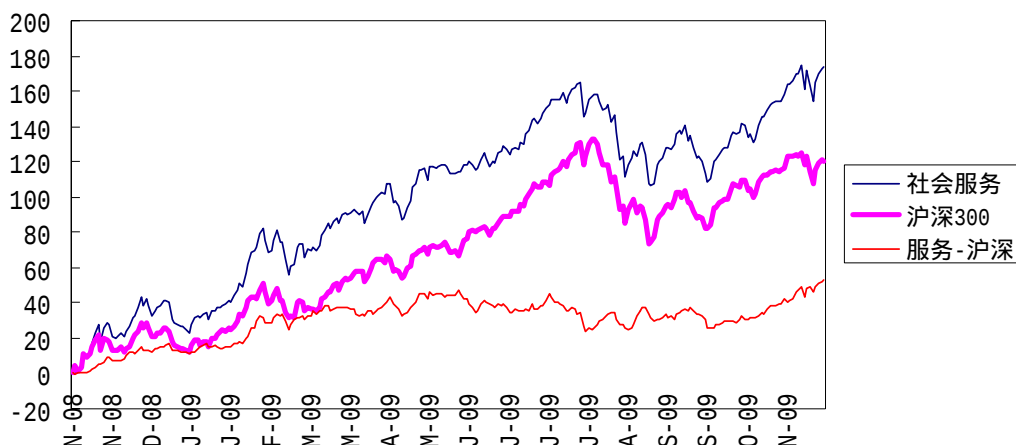
四、投资策略：战略性持有优质公司，把握事件性机会

在消费结构升级、城市化水平不断提高的背景下，旅游行业将继续保持持续快速的增长，中长期内，优质公司的成长价值将逐步体现。短期内，板块及个股上涨主要受事件因素驱动。

1、以主题投资为特征的阶段性行情是今年旅游板块的基本特征

自 08 年 11 月 4 日大盘反弹以来，旅游板块累计上涨 174%，同期沪深 300 指数上涨 121%，旅游板块领先大盘 53 个百分点。

图 12：08 年 11 月 4 日-09 年 12 月 4 日旅游板块领先大盘 53 个百分点



资料来源：wind

今年以来，旅游板块有两次明显超越大盘的波段性机会。一次是一季度以首旅股份、世博股份为代表的题材股行情；第二次是 10 月下旬到 11 月底，以海南旅游岛概念股为核心的政策驱动行情。另外，锦江股份在一月份、五月份分别因为迪斯尼、世博概念引发短期上涨。旅游板块走势总体表现为题材和事件驱动的主题投资特征。

对于上述的波段性机会，我们分别在点评报告、月报、季度策略报告等报告中给予了前瞻性的提示。（1 月 12 日，《旅游行业动态点评-迪斯尼项目取得进展，关注六大概念的主题投资机会》；2 月 6 日，《旅游行业 2009 年 1 月月报-关注 6 大概念及高 β 个股的阶段性机会》；9 月 24 日，《旅游行业 2009 年 9 月月报-积极关注受益政策的旅行社及海南旅游岛概念股》；10 月 20 日，《旅游行业 2009 年第四季度投资策略-业绩增长及政策预期有望催生阶段性行情》）

2、价值投资与主题投资相结合是明年投资旅游行业的基本策略

（1）价值投资：持有竞争优势突出的优质行业龙头

国内游带动旅游行业迅速走出危机阴影，行业内在增长动力强劲

2009 年前三季度我国旅游业顶住了国际金融危机和甲型 H1N1 流感的巨大冲击，总体增长势头良好。前三季度国内旅游规模、收入分别同比增长 11%、10%；出境旅游人数 3500 万人次，同比增长 2.4%；入境旅游规模、收入分别同比下降 3%、7%，从 8 月份起单月同比已经开始正增长。旅游业的快速复苏、尤其是国内旅游的快速增长显示我国旅游业的内在增长动力依然十分强劲。

在城市化及人均可支配收入持续增加的背景下，我国居民的消费结构正在发生显著的变化，作为直接受益于消费升级的旅游业，未来发展空间十分广阔。刚刚出台的《国务院关于加快发展旅游业的意见》将旅游业的产业地位提高到“国民经济的战略性支柱产业”，并提出旅游业 2015 年的发展目标——国内旅游人数年均增长 10%；入境过夜游客人数年均增长 8%；出境旅游人数年均增长 9%，旅游业总收入年均增长 12%以上。旅游业增加值占全国 GDP 的比重提高到 4.5%，占服务业增加值的比重达到 12%。每年新增旅游就业 50 万人。

表 5：旅游业 2015 年主要发展指标

	发展目标	年增长率（%）
国内旅游规模（亿人次）	33	10
入境过夜规模（万人次）	9000	8
出境旅游规模（万人次）	8300	9
旅游业总收入年均增长		12
旅游业增加值占 GDP 比重	4.50%	
旅游业增加值占服务业比重	12%	
每年新增就业（万人次）	50	

资料来源：招商证券整理

优质公司长期投资价值明显，重点关注华侨城、中青旅、三特索道

强大的内在增长动力和积极的政策支持将为旅游行业的持续快速发展提供有力的保障，优质行业龙头公司在未来发展中有望脱颖而出，获得广阔的发展空间。基于旅游企业竞争模式的分析框架，从“资源、资产、品牌、网络”四要素出发，结合企业稳健或扩张的发展战略，我们在 A 股旅游板块中筛选出品牌扩张型公司华侨城、中青旅，资源扩张型公司三特索道作为中长期潜力品种，建议投资者重点关注。

（2）主题投资：关注世博概念、酒店复苏及资产重组

上半年最大的机会来自世博主题

2010 年上海世博会是继 08 年北京奥运会后我国主办的又一次国际盛会。国家旅游局将 2010 年确定为“中国世博旅游年”，将年年底，关于世博会各项准备及市场开发等方面的报道会逐渐增多，世博概念股的受关注度也将提高。

我们最近在旅交会上了解到：官方对世博会期间游客规模的预测已经从之前的 7000 万人次调高到了 8000 万人次，通过与业内人士的交流，预计世博会期间上海酒店房价的涨幅约在 30%。

上海世博会将于明年 5 月 1 日-10 月 31 日在上海举行，预计世博会正式开幕前，相关个股都存在较好的主题投资机会，重点关注锦江股份。

高端酒店逐渐复苏，相关个股值得关注

在旅游行业的三个子行业中，酒店板块受金融危机影响最大，恢复也最慢。随着世界经济的逐渐回暖，我们预计明年酒店、尤其是高星级酒店经营业绩将明显恢复，相关公司投资机会值得关注。重点推荐首旅股份、华天酒店、金陵饭店。

资产重组或资产注入是旅游板块的又一主题

相关公司公告等信息显示，丽江旅游、东方宾馆、国旅联合、西安旅游、西安饮食等都存在资产重组或资产注入的可能性，风格类投资者可以关注上述公司的阶段性机会。

五、重点公司

1、华侨城——核心优势显著，长期价值突出

以**旅游品牌优势为核心的旅游地产模式发展潜力巨大**。公司旅游地产模式全国布局已经进入第二阶段，昆明、武汉、西安等二线城市将成为未来华侨城扩张的重点。在旅游和地产长期趋势向好的背景下，向二线城市布局打开了公司未来持续发展空间。

旅游与文化产业的结合是公司未来的一大看点。将品牌优势向文化传媒领域延伸是公司的长期战略方向。在文化演艺领域，目前华侨城在全国各地每天有 19 场大型演艺活动；在卡通动漫及商品授权领域，集团层面上已经取得突破，未来发展值得期待。

整体上市提升公司综合竞争力。集团主营业务整体上市已经完成，未来旅游与地产业务的协同效应将更加显著，综合竞争力得到进一步提升。

维持“强烈推荐”投资评级，目标价 28-30 元。维持 09-11EPS 0.56、0.65、0.76 元的盈利预测，维持强烈推荐的投资评级，目标价 28-30 元。

2、中青旅——长期成长潜力巨大，短期估值优势突出

发展战略积极，品牌扩张基础扎实。旅行社、会展业务、乌镇景区等旅游主业发展势头良好；地产、彩票等策略性投资盈利良好，具有可持续性。公司治理规范、战略积极，基于旅行社业务的品牌基础扎实，品牌扩张模式值得期待。

乌镇发展良好，受益上海世博会。乌镇发展迅速，1-9 月，游客和收入分别增长 39%、41%，预计全年利润接近 1 亿元；2010 年，西栅客房数将从目前的 700 间提升至 1200 间，接待能力进一步提升；2010 年世博会，上海近亿人次游客将辐射到周边地区，乌镇将直接受益。

地产业务可持续性增强将提升公司估值水平。中青旅与绿城在房地产领域的合作符合双方的利益，公司房地产业务的持续性将逐步得到市场的认可，估值有望提升。

维持强烈推荐评级、短期目标价 18 元。我们预计，公司 09-11EPS 分别为 0.58、0.67、0.80 元，目前股价对应 09 PE 仅 27 倍，在旅游股中是最低的，我们维持强烈推荐 A 的投资评级，目标价维持 18 元。

3、锦江股份——经济型酒店龙头，受益上海世博会

置入锦江之星，长期成长预期更加明确。资产置换后，公司主营业务变更为经济型酒店和餐饮。锦江之星作为我国经济型酒店的领先者，成长预期明确，预计未来 5 年复合增长率将达 30%，同时也将提升公司的估值水平。

显著受益于上海世博会。乐观预计，上海世博会的游客规模将达到 8000 万-1 亿人次，上海及周边酒店将显著受益。锦江之星在上海门店数达 77 家、在长三角的门店数量达到 169 家，上述门店如全年平均房价上涨 15%，公司业绩将增加 0.15 元以上。

分业务估值，每股合理价值约 18.6-21.9 元。按照如家的估值，给予经济型酒店 60 倍、肯德基 25-35 倍 PE 估算，公司合理股价区间 18.6-21.9 元。

维持审慎推荐评级，关注基于上海世博会的交易性机会。维持 09-11 EPS 0.48、0.63、0.61 元的预测，目前股价对应 10 年 34 倍动态 PE，估值基本合理，维持审慎推荐 A 的评级。基于旅游板块个股市场特征分析，预计世博会前存在较好的交易性机会。

4、三特索道——“索道+景区”模式发展空间广阔，受益海南国际旅游岛建设

景区扩张模式发展空间巨大。公司在发展中逐步探索出“索道+景区”的核心发展模式，目前正在积极尝试“索道+景区+旅游地产”的模式；公司的发展模式将极大受益于我国旅游业的迅速发展和基础设施建设，未来发展空间巨大。

显著受益海南国际旅游岛建设。公司在海南有两个项目：海南猴岛公园、塔岭飞禽公园及 320 亩土地使用权；海南国际旅游岛建设将对这两个项目产生积极的影响，公司将显著受益。

鄂西旅游圈发展规划将加快二线景区开发进度。公司在鄂西神农架、坪坝营、南漳古城、保康九路寨等 4 个景区拥有开发权，湖北省目前正在大力推进鄂西生态旅游圈建设，政府投资力度的加强和基础设施的完善将加快公司相关景区的开发速度。

经营进入拐点，未来业绩有望持续增长。近两年受突发事件、景区培育和建设等因素的影响，业绩处于低点；随着景区逐步从培育期向成长期、成熟期迈进，未来盈利能力将持续增长；我们预计 09-11 年 EPS 分别为 0.15、0.30、0.50 元。

下调评级至审慎推荐 A。以增发后 3 倍 PB 估值，短期内公司合理价格 13.7 元。受海南旅游岛等因素影响，公司股价近期大幅上涨，已经达到我们的目标价，下调评级至审慎推荐-A。

5、丽江旅游——酒店开业提升盈利水平，旅投入股带动二次创业

预计酒店 2010 年将实现盈利。位于古城南入口的和府皇冠假日酒店今年 9 月开业，是丽江古城内唯一的五星级酒店，目前客房出租率已经超过了 80%。丽江会议旅游市场发展迅速，我们预计酒店明年即可实现盈利。

大索道停业改造有利于长期发展。公司计划 2010 年 3-10 月间对玉龙雪山索道进行停运改造，运力将从每小时 420 人提高到 1500 人，长期盈利能力将显著提升。

交通改善推动游客持续增长。丽江的交通条件正在大幅度改善：昆明-丽江铁路已贯通，丽江机场扩建 2010 年完成并有望开通国际航线，大丽、丽攀高速近期开工，通车后昆明、成都到丽江的时间分别缩短到 6 小时、7 小时。交通改善将推动游客持续快速增长。

云南旅投入股催生资产注入预期。公司公告，云南旅投将以每股 11.91 元认购公司 1700 万股股份；云南旅投是云南旅游二次创业的重要平台，在大理、西双版纳、曲靖等地拥有不少优质旅游资源，云南旅投入股增加了公司未来资产注入的预期。

维持审慎推荐评级，建议把握公司长期价值、忽略短期业绩波动。考虑到大索道停业改造的影响，10 年公司业绩压力较大，我们预计 09-11 EPS 0.45、0.38、0.87 元。剔除非持续性因素的影响，2010 年业绩将达 0.80 元左右，目前估值水平仍较低，维持审慎推荐 A 投资评级。

6、首旅股份——受益海南国际旅游岛及酒店行业复苏

三亚南山景区（首旅持股 74%）显著受益海南国际旅游岛。南山景区 09 年上半年游客数量 146 万，收入 2.0 亿元，净利润 9443 万，增长均接近 20%，预计 09 年为首旅股份贡献超过 70% 的权益利润；南山景区规划 50 平方公里，未来尚有很大发展空间；三亚是海南国际旅游岛建设的龙头，南山景区将显著受益。

北京酒店业逐步复苏，公司酒店业务经营将好转。随着国内经济的恢复和快速发展，以及入境游的逐步回升，北京酒店业有回暖迹象，我们预计 2010 年北京酒店业情况将好于 09 年，公司酒店业务也将持续好转。

后续仍有资产注入预期。首旅股份最为首旅集团酒店业务的发展平台，是非常明确的，后续的资产注入比较明确，只是时间上的问题。

维持审慎推荐评级，主要风险来自南山景区的门票分成。我们维持 0.70、0.82、0.96 元的预测，维持审慎推荐 A 的投资评级，南山景区门票分成的确定和实施将是主要风险。

参考报告：**1、《旅游行业 2009 年第四季度投资策略-业绩增长及政策预期有望催生阶段性行情》091020**

报告指出：短期内，三季度业绩的快速增长及未来一个月内出台鼓励政策的预期将是推动旅游板块走出阶段性行情的主要因素，建议重点关注海南旅游岛及旅行社概念的首旅、三特、中青旅及世博股锦江股份。

2、《旅游行业 2009 年中期投资策略-机会仍在主题投资，积极关注资产重组》090615

报告指出：下半年投资机会仍主要在主题投资，尤其是资产重组、世博概念、壳概念等；重点推荐锦江股份、西安旅游、西安饮食、金陵饭店、华侨城、中青旅、三特索道。

3、《旅游行业 2009 年 6 月月报-利好不断兑现，主题投资仍将延续》090527

报告指出：在行业利好不断兑现的情况下，主题投资仍将延续，并重点推荐锦江股份、中青旅。

4、《旅游行业 2009 年 4 月月报-疫情冲击股价，逢低积极买入》090430

报告指出：市场对甲型流感的反应已经过度，建议买入，并重点推荐中青旅、峨眉山、锦江股份。

5、《旅游行业 2009 年二季度投资策略-基本面回暖，主题投资深化》090408

报告指出：行业基本面短期改善，主题投资热点将扩散，建议二季度以进攻为主，兼顾攻守平衡，重点推荐锦江股份、中青旅、峨眉山、华侨城、金陵饭店、三特索道。

6、《行业似有回暖，关注旅游地产及资产注入-旅游行业 2009 年 3 月月报》090402

报告建议重点关注旅游地产及资产注入类个股，如中青旅、华天酒店、世博股份等，继续推荐峨眉山、华侨城、锦江股份。

7、《冰火之间-旅游板块主题投资深度研究》090210

对前期 6 大概念重新梳理，提出 4 大概念 4 个梯次，分析了 9 只个股主题投资的背景资料，建议重点关注中青旅、华天酒店、世博股份、西安饮食。

8、《关注 6 大概念及高 β 个股的阶段性机会-旅游行业 2009 年 1 月月报》090206

报告指出：在行业基本面不好的情况，板块的投资机会在于主题投资，并建议关注与 6 大概念相关的 10 只个股及高 β 的个股。

9、《旅游行业动态点评-迪斯尼项目取得进展，关注六大概念的主题投资机会》090112

报告指出：09 年旅游板块投资机会更多来自主题投资，并建议关注六大概念 10 只个股。

10、《旅游行业 2009 年度投资策略-09 年平稳增长，调整中蕴含投资机会》081204

报告指出：行业基本面仍不乐观，但 PB 进入历史低位，部分公司中长期价值逐步显现。建议采取“战略持仓+稳健防御+局部主题”的策略，关注华侨城、中青旅、黄山旅游、桂林旅游、锦江股份、丽江旅游、峨眉山等品种。

分析师简介

苏平，武汉城市建设学院景园建筑专业学士、北京大学人文地理专业硕士。目前为招商证券社会服务业分析师，8 年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与 starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区社会服务业第二名，07-09 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第二名，05、06 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第三名。率先发掘并持续推荐了华侨城等一批优质公司。

林周勇，硕士，07 年 3 月加入招商证券。07-09 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第二名（小组）。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。