

旅游业 2010 年二季度投资策略报告

布局长线，把握主题

王鼎 研究员
电话: 020-87555888-627
eMail: wd@gf.com.cn

行业高速增长趋势明显

入境游重上高速增长轨道: 2010 年 1 月接待入境游客 1069.71 万人次, 同比增长 3.53%, 其中接待外国人 189.41 万人次, 同比增长 30.91%。入境游(外汇)收入 33.85 亿美元, 同比增长 18.79%, 其中来自外国人的外汇收入为 19.29 亿美元, 同比增长 33.88%。境游接待人次与外汇收入同比大幅增长, 显示出国外基本摆脱经济危机阴影。

国内游持续高速增长: 国内游即使在 2009 年也保持了较快的增长速度。2010 年春节黄金周旅游接待各项数据均创历史新高。

酒店行业经营好转: 随着国外经济企稳, 高端入境游客增多, 酒店经营逐步好转, 星级酒店比低星级恢复更快。虽然平均房价增幅仍然较慢, 但作为领先指标的客房出租率均有较大幅度的上升。

行业估值溢价高

目前行业 P/E 估值 56 倍左右, 与历史平均估值水平基本持平, 但相对于大盘的估值溢价高达 251% (历史平均溢价约为 170%), 接近历史最高点。

二季度投资策略: 布局长线, 把握主题

在可预见的范围内, 行业仍将保持快速的增长趋势, 但目前行业相对于大盘 250% 的估值溢价也充分反应了市场对行业高增长的预期。在目前的情况下, 一方面我们认为投资者应该在行业高速增长背景下, 布局长线选择具备高速成长模式的公司, 如连锁景区、连锁餐饮、免税店等; 另一方面在行业估值较高、主题纷纷兑现的情况下, 应谨慎选择投资标的, 适当参与主题性交易机会, 如“亚运+资产整合”的东方宾馆, 区域旅游资源整合概念的华天酒店、丽江旅游等。

重点公司跟踪

丽江旅游: 业绩爆发在即, 资产整合可期。

华天酒店: 重估价值较高, 外延扩张较快。

峨眉山 A、东方宾馆、中国国旅。

行业评级



前次评级

买入

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	0.30%	-0.70%	81.36%
上证综指	-0.16%	-7.97%	41.55%

目录索引

一、市场高速增长趋势明确.....	3
（一）入境游恢复高速增长.....	3
（二）国内游继续保持高速增长趋势.....	3
（三）重点城市酒店经营好转迹象明显.....	5
二、一季度行业重大事件及点评.....	6
三、行业估值溢价高.....	7
四、市场回顾及二季度投资策略.....	8
二季度投资策略.....	9
五、重点公司推荐.....	10

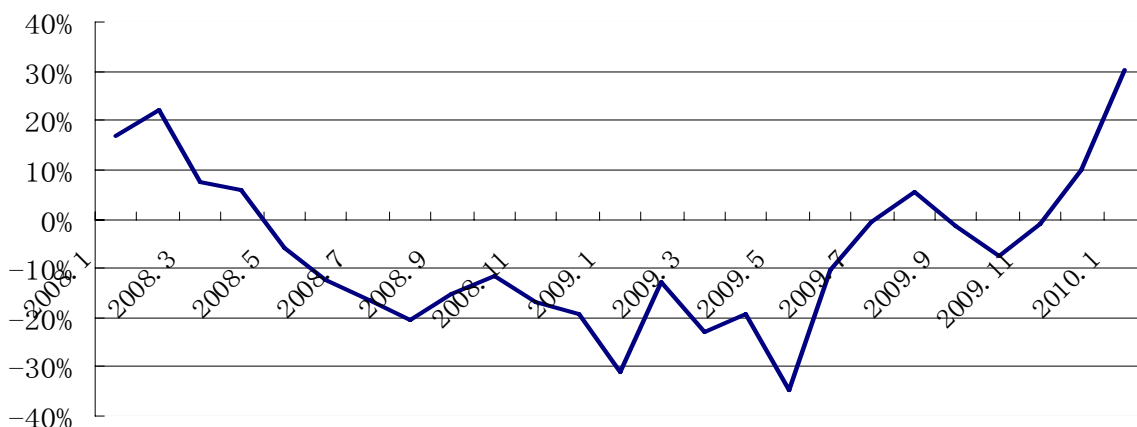
一、市场高速增长趋势明确

（一）入境游恢复高速增长

2010年1月接待入境游客1069.71万人次，同比增长3.53%，其中接待外国人189.41万人次，同比增长30.91%，增速超过本次国际经济危机前的速度。2010年入境游（外汇）收入33.85亿美元，同比增长18.79%，其中来自外国人的外汇收入为19.29亿美元，同比增长33.88%。图1入境游接待人次从2008年1月至2010年1月之间的同比增长数据呈现了一个完美的弧形底部。

1月入境游同比数据的高增长部分是由于2009年同期低基数效应造成的，但也反应了国外正逐步摆脱经济危机阴影，经济走向正轨的现状，我国入境游有可能由此重上高速增长轨道。

图1：2008年1月-2010年1月入境游接待外国人逐月同比增长情况



数据来源：Wind资讯、彭博资讯

（二）国内游继续保持高速增长趋势

本轮国际经济危机对国内游影响相对较小，国内游即使在2009年也保持了较快的增长速度。2010年春节黄金周旅游接待各项数据均创历史新高。

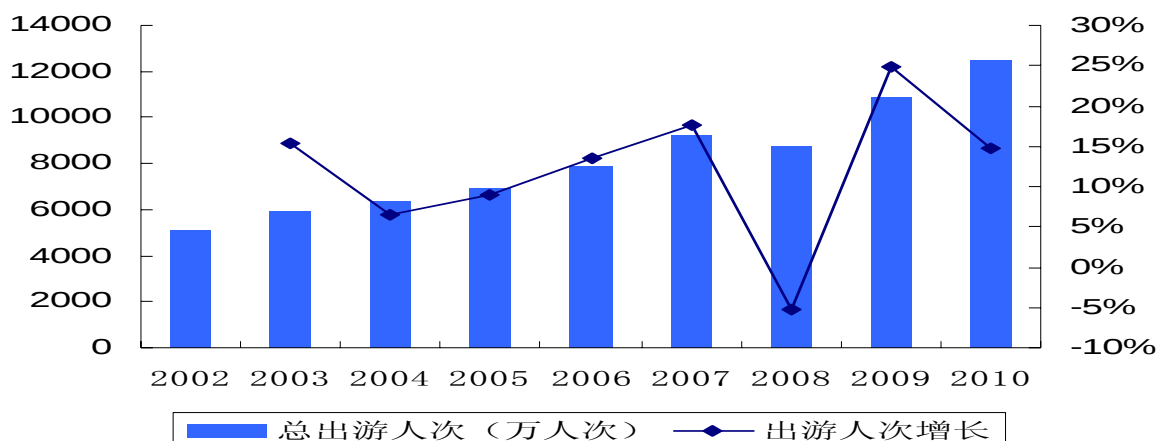
黄金周期间全国共接待游客 1.25 亿人次，比上年增长 14.8%，实现旅游收入 646.2 亿元，同比增长 26.9%。接待人次与旅游收入毫无悬念再创新高。

从增速来看，旅游收入增速为历史最快水平，接待人次增速也高于过去 5 年平均 12% 的复合增长速度。

本次春节黄金周人均消费 517 元，同比增长 10.6%，人均消费首次突破 500 元大关。从本次公布数据来看，过夜游客数量同比大幅增长是导致人均消费大幅增长的直接原因之一。

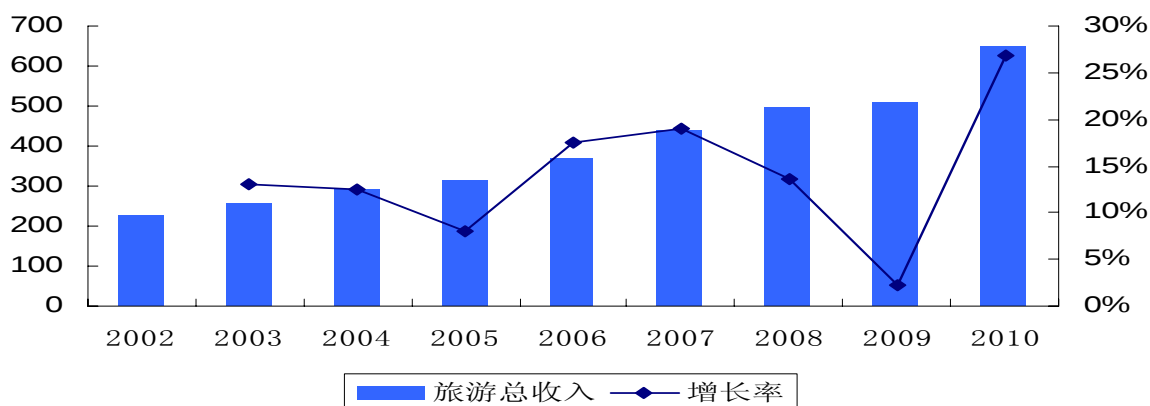
黄金周的高速增长符合我们的预期，由于我国经济飞速发展，旅游消费升级逐步显现，旅游业仍将保持高速增长趋势。

图2：2002-2010年春节黄金周出游人次及增长情况（单位：万人次）



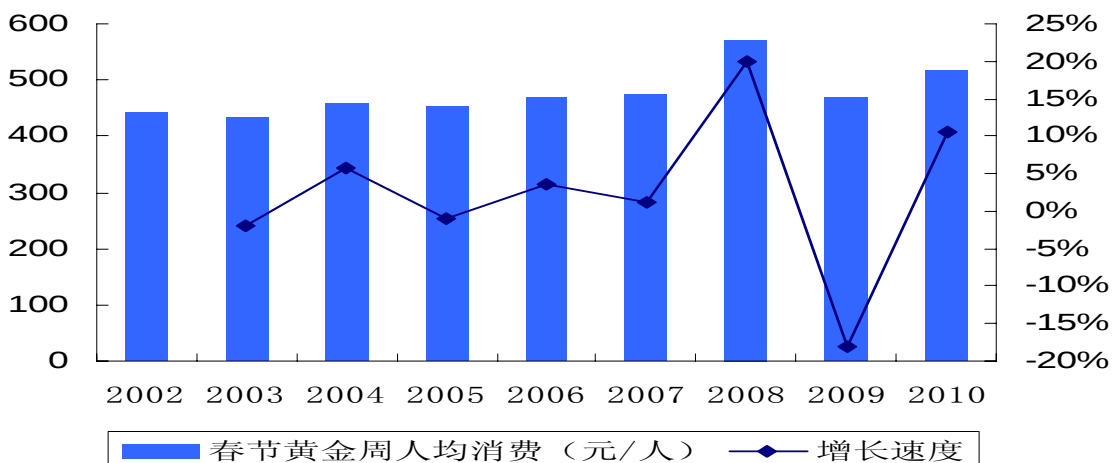
数据来源：国家旅游局

图3：2002-2010年春节黄金周旅游总收入及增长情况（单位：亿元）



数据来源：国家旅游局

图4：2002-2010年春节黄金周旅游者人均消费（单位：元/人）



数据来源：国家旅游局

图5：历年全国过夜及一日游游客增长率

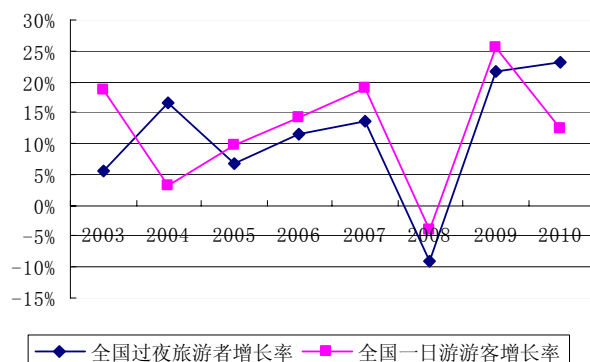
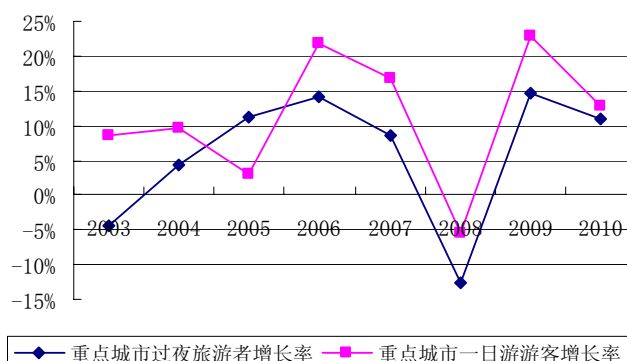


图6：历年重点城市过夜及一日游游客增长率



数据来源：国家旅游局

（三）重点城市酒店经营好转迹象明显

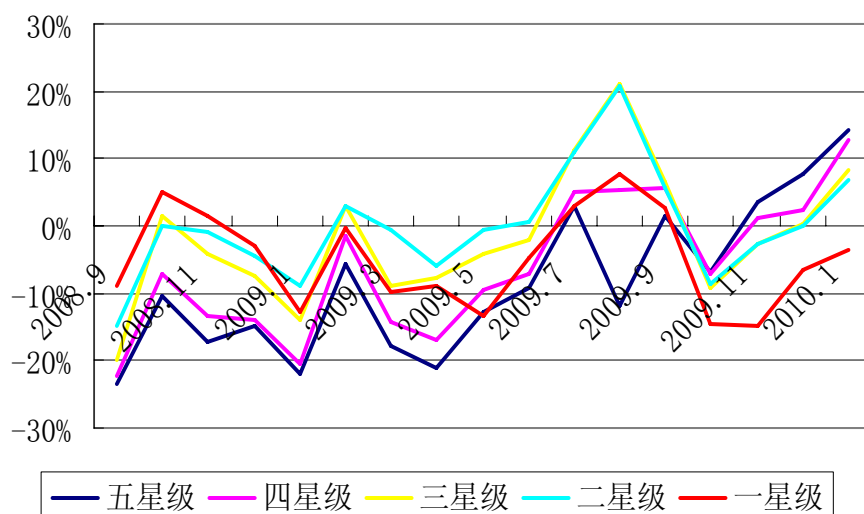
从上海、北京2009年及2010年1月的数据来看，随着国外经济企稳，高端入境游客增多，重点城市星级酒店经营情况逐步好转，高星级恢复速度比低星级更快。虽然平均房价增幅仍然较慢，但作为领先指标的客房出租率均有较大幅度的上升。

北京地区星级酒店2010年1月平均房价为421.4元/间，同比下滑-0.6%，出租率为50.5%，同比上升10.7%，REVPAR值为212.8元，同比上升26%，酒店经营整体好转迹象明显。

上海地区酒店从2005年经营达到最高点以来，REVPAR值一直呈下滑趋势。其中五星级酒店REVPAR值由2005年的985元，下滑至2009年的540元，下降幅度巨大。

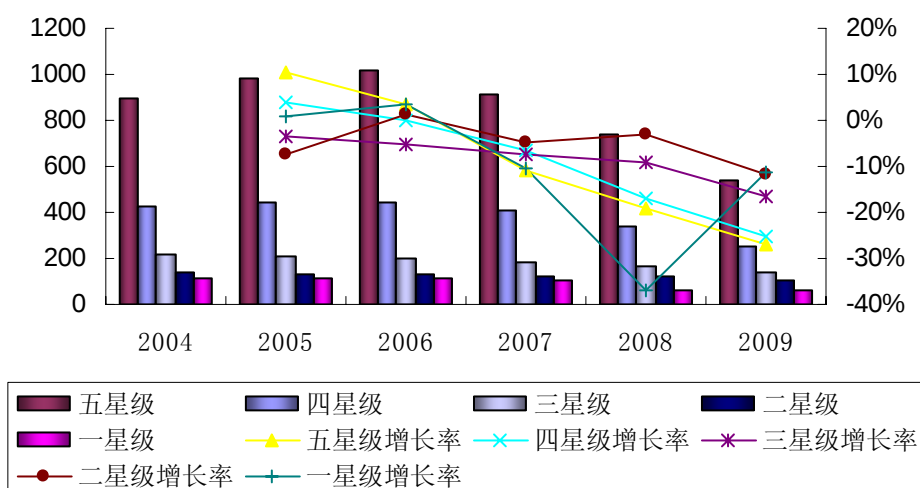
从2009年下半年以来，上海高星级酒店经营情况逐步企稳，2010年1月平均房价为450.5元/间，同比上升0.07%，出租率为54.49%，同比上升15.60。我们认为随着世博会的开幕，上海酒店有望彻底走出低谷。

图7：2008年9月-2010年1月北京地区酒店出租率同比变化情况



数据来源：北京市旅游局、广发证券发展研究中心

图8：2004-2009上海市星级酒店REVPAR值及变化幅度（单位：元）



数据来源：上海市旅游局、广发证券发展研究中心

二、一季度行业重大事件及点评

表1：一季度行业重大事件及点评		
事件	事件简述	点评
《2009年旅游经济运行报告》	1月6日，国家旅游研究院发布2009年旅游经济运行报告。报告显示2009年三大市场“两升一降”，预计国内游2009年全年接待19亿人次，同比增长11%，国内旅游收入突破1万亿元，同比增长15%。入境游处于低位运行状态，预计全年接待入境游客1.26亿人次，同	在国内经济高速增长的大背景下，国际经济危机给国内旅游业带来的影响并不大。从目前数据来看，我国旅游业已经恢复高速增长趋势，随着国内经济高速发展，旅游消费升级趋势的演进，以

	比下降3%，外汇收入390亿美元，同比下降4.5%。出境游总体平稳，预计全年出境游客为4750万人次，同比增长3.6%	及国外经济企稳回升，我国旅游业仍有望保持这一高速增长趋势。
央企非主业酒店资产剥离	1月25日，国资委下发文件指出中央企业非主业宾馆酒店分离重组工作将从2010年起全面展开；2月9日，国资委召开专门会议对央企酒店业资产整合工作做了相关部署，并要求央企在2月底上报“二次摸底”的资产情况；3月份，第一批分离酒店业资产的行业、企业或将出炉。	央企中以酒店为主业的包括：港中旅、方兴地产和华侨城A。由于前两者为港股公司，华侨城A主要收入来源为地产，体量大，酒店资产进入对短期业绩影响有限。我们认为在央企的示范作用下，各地方国资委下属有可能推动酒店重组计划，建议关注：华天酒店、东方宾馆、锦江股份、首旅股份和金陵饭店。
博鳌国际旅游论坛	3月20日博鳌国际旅游论坛在三亚开幕，会议通过《海南旅游宣言》	该《宣言》并无具体政策性的措施。我们期待未来海南旅游政策在签证、航权、免税、博彩业和加大国际旅游合作等五方面的突破。

数据来源：广发证券发展研究中心

三、行业估值溢价高

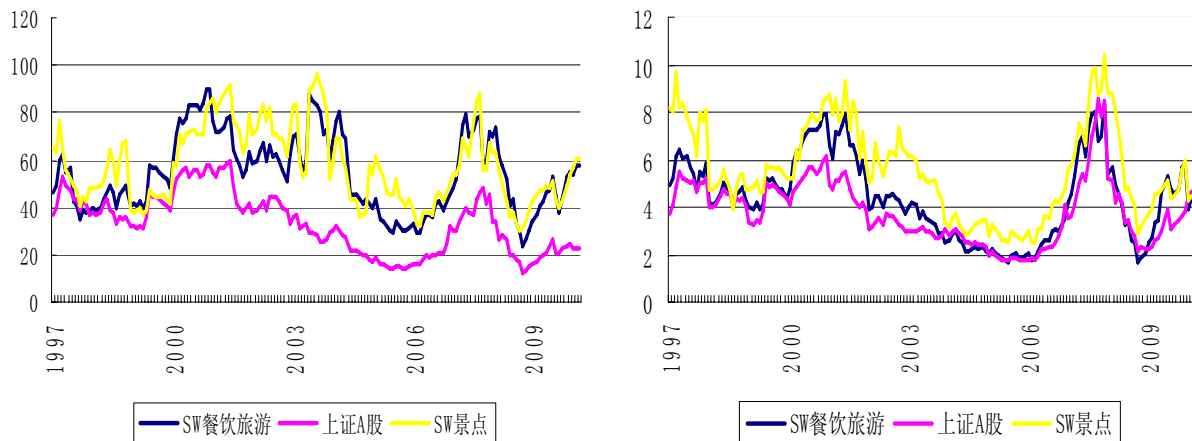
从历史情况来看，旅游行业静态P/E（TTM）估值一直较高（算术平均P/E = 56倍），且相对大盘PE估值溢价也很高（历史平均溢价约为174%）。

目前行业P/E估值58倍左右，与历史平均估值水平基本持平，但对于大盘的估值溢价高达250%，接近历史最高点。

由于大盘蓝筹股票的增多，在全流通的背景下整个A股估值中枢有所下移，目前A股整体P/E估值为21倍，低于历史平均的31倍。旅游行业由于行业增速迅速恢复至历史高点，且年内众多行业热点将纷纷兑现，导致一季度行业涨幅较大，导致相对大盘的估值溢价达到历史高点。

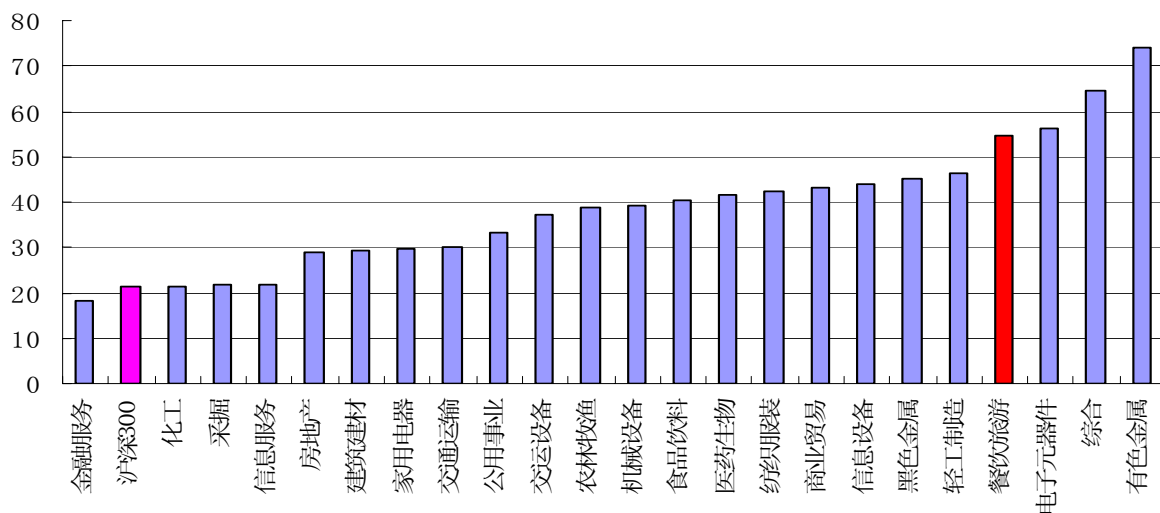
图9：旅游行业历史PE估值水平比较

图10：旅游行业历史PB估值水平比较



数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

图11：A股行业PE估值比较



数据来源：公司公告

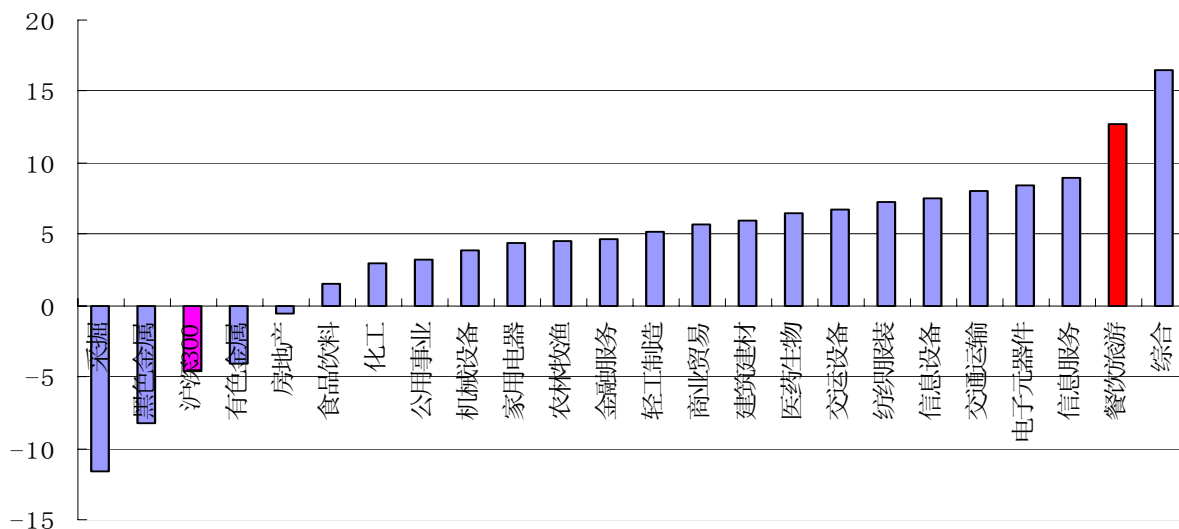
四、市场回顾及二季度投资策略

从2010年1季度行业涨跌幅情况来看，旅游行业上涨12.75%，超越大盘17个百分点，这也符合我们在前期策略报告给予的“买入”评级。

从细分行业来看，旅游综合行业涨幅为18.32%，涨幅最大，其他依次为酒店业涨幅14.69%，景区涨幅10.31%。

从具体公司来看，罗顿发展（海南旅游岛概念）、西藏旅游（西藏振兴计划概念）、东方宾馆（亚运+酒店资产整合概念）三个公司涨幅居于前列。

图12：年初至今各行业板块（算术平均）涨跌幅情况



数据来源：公司公告

二季度投资策略

在可预见的范围内，行业仍将保持快速的增长趋势，但目前行业相对于大盘250%的估值溢价也充分反应了市场对行业高增长的预期。

旅游行业属于服务业，由于服务的种种特性，导致行业较为分散、集中度低，且上市公司大部分属于国企，公司治理结构、激励制度存在种种不足，导致行业的增长往往快于A股公司利润的增长。

从历史情况来看，行业代表性公司长期业绩表现也往往低于GDP增长速度，如黄山旅游和峨眉山上市以来净利润复合增长率仅为7.9%和2.7%。因此，虽然我们看好旅游行业的发展前景，但对A股上市公司能否达到或超越行业的增速，仍心存担忧。

在目前的情况下，一方面我们认为投资者应该在行业高速增长的前提下，布局长线，选择具备高速成长模式的公司，如连锁景区、连锁餐饮、免税店等；另一方面在行业估值较高、主题纷纷兑现的情况下，谨慎选择投资标的，适当参与主题性的交易机会，如“亚运+资产整合”的东方宾馆，区域概念相关公司等。

表 2：主题投资一览

	增发预期/资产注入概念	重大展会/区域振兴概念	壳资源 提价	最新评级
丽江旅游	云南旅游投资集团入驻		存在预期	买入
东方宾馆	广州市政府主导国资酒店整合	亚运会		买入
峨眉山 A	整合乐山相关旅游资产			买入
华天酒店	整合湖南旅游产业	长株潭一体化		买入
黄山旅游	存在增发预期	世博会		持有

桂林旅游	集团资产注入		存在预期	持有
首旅股份	集团酒店资产注入	环球影城		持有
西安饮食	集团资产整合	关中-天水经济发展区		持有
锦江股份		迪斯尼-世博会		持有
西藏旅游		西藏五大产业振兴计划		无评级
西安旅游	曲江旅游文化集团借壳	关中-天水经济发展区	存在	无评级
ST 东海		海南国际旅游岛	存在	无评级

数据来源：广发证券发展研究中心

五、重点公司推荐

华天酒店

估值不贵：公司除去无形资产，华天中部城（灰汤温泉）项目外，重估后每股价值为7.10元。预计2010年净利润1.85亿元（其中公司直营高星级酒店扣除母公司承担的6000万元财务费用后，贡献净利润约9000万元。房地产业务贡献收益3000万元。光电子业务贡献权益净利润500万元。酒店并购产生营业外收入3000万元，中部华天城别墅结算净利润为3000万元）。折合每股收益0.34元，对应目前股价PE仅为30倍，处于行业估值低端。

资产并购有望加快：在央企酒店资产剥离的大背景下，华天酒店作为湖南省旅游企业龙头将得到省政府全力支持，公司酒店并购有望加快。除公告的湘潭国金大厦、益阳大厦以及集团公司的承诺注入的两个酒店以外，公司在湖南省内仍有较多储备项目。今年上半年有望在景区收购方面取得突破。

中部华天城发展空间巨大：该项目开发建设和规划控制面积约7平方公里，其中征用地3800亩以上，租用地4000亩以上。规划项目共三期，总投资预算40亿元。由于该项目拿地成本极低（征用地为14.5万/亩，租用土地基本是赠送），拥有高温温泉的稀缺资源，公司别墅项目业绩有望远超预期。

股价催化剂：公司有很强的融资需求，年内有望启动融资项目。

估值及评级：在不考虑公司各项无形资产、灰汤温泉项目的情况下，公司重估后每股价值7.10元。

在省政府的支持下，公司近期将向景区等上游资源扩张，酒店地产并购也有望加快。公司华天中部城项目前景良好。预计公司2010-2012年每股收益分别为0.34、0.41和0.52元，我们维持公司“买入”的投资评级。

风险提示：公司资产负债率高，快速扩展或造成资金周转风险。

东方宾馆

管理层更换为公司经营带来希望：在完成资产划转后，公司董事会、管理层进行了大换血。新任公司高层均有过多年酒店直接经营、管理经验，

且大部分年龄在 50 岁以下。我们认为管理层年轻化、专业化，为公司实现“单体酒店-酒店集团-大旅游集团”的发展路径提供了管理保障。

轻装上阵，为后续业绩奠定基础

公司 2009 年业绩预告中称：2009 年度拟比上年增加计提资产减值损失约 755 万元，导致公司 2009 年业绩约为-0.16 元。大幅计提资产减值损失将为公司减轻历史负担，为今后几年业绩健康增长奠定基础。

估值与评级

长期来看，解决同业竞争、做强酒店主业是岭南集团入主后东方宾馆的必然目标。短期来看，由于公司 2009 年计提了大额资产减值损失，为明年减轻了负担，再加上 2010 年亚运的刺激，明年业绩有望大幅好转。在不考虑资产注入的情况下，预计 2009-2011 年业绩分别为-0.16、0.16 和 0.14 元，建议投资者密切关注该公司。

催化因素：亚运会将于 2010 年 11 月 12 日在广州举办

丽江旅游

云南旅投顺利入驻：2010 年 3 月 10 日，公司向云南省旅游投资有限公司增发 1700 万股方案获得通过。预计 5 月初云南旅投将委派两名董事进入公司董事会，市场预期的云南旅游资源整合的方案也将正式提上丽江旅游公司董事会议程。

索道业绩 2011 年爆发：大索道将按照预期在今年 4-11 月更新改造，改造后折旧费用仅增加 250 万元/年，影响较小。从 2009 年云杉坪索道改造情况来看，索道运能提升有望大幅提高接待游客人次，进而提高索道收入和毛利率水平，而且公司也有望通过各种促销收入将游客引导至单价更高的大索道，从而在接待人次不变的情况下，大幅提高公司收入与利润水平。

酒店业绩符合预期：酒店经营情况较好，目前携程标价为 897 元/间晚，比开业初期的 690 元/间晚，有较大幅度的提升，公司目标是提高至 1200 元/间晚以上。2010 年春节黄金周期间，酒店出租率超过 95%。预期今年全年略有盈利，成熟后有望每年贡献 2000 万元以上的净利润。

土地储备：公司新酒店旁边仍有 50 亩土地储备，计划用于新建酒店客房。云龙湾项目仍无进展。

催化因素：大理至丽江的高速公路预计 2010 年底建成通车，景区可达性进一步增强。

预测及评级：我们维持对公司 2010、2011 年业绩预测，在不考虑索道提价，不考虑新酒店 2011 年之前的业绩贡献以及云南旅投入驻后资产注入对公司业绩的增厚作用，2010-2012 年每股收益分别为 0.28、0.83 和 0.96 元。考虑到目前旅游行业整体估值提升，我们上调公司目标价至 24 元。

风险提示：玉龙雪山索道改造后，接待人次增幅低于我们预期；未来两年丽江地区新增酒店众多，竞争激烈导致公司酒店业绩低于预期；云南旅投整合进程低于预计。

峨眉山 A

业绩释放逐步加速：峨眉山-乐山管委会合并以后，董事会、管理层

也有部分变动，董事长马元祝先生不在兼任管委会要职，将有更多的精力投入到股份公司来。管委会合并后，公司也向二级市场融资，整合乐山市相关景区的可能性。从实际情况来看，公司去年以来也屡次调增业绩，进入业绩释放周期。

我们认为公司资源优势明显，只要管理层存在做多的动力，公司业绩有望连续维持超预期表现。

估值及评级：我们维持公司2009-2011年每股收益0.36、0.45和0.50的业绩预测，考虑到公司垄断、稀缺的景区资源，且存在释放业绩的动力，维持对公司的“买入”评级，目标价调升至17元。

风险提示：公司治理不完善导致业绩释放动力不足

中国国旅

2008年3月5日，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，批准在海口、三亚、琼海、万宁四市各开办一家市内免税店等更加开放的旅游政策。从2001年起，国家相继批准北京、上海、大连、青岛和厦门等五市开设5个市内免税店，探索中国市内免税店发展模式。此一次就批准海南开设4个市内免税店，政策力度前所未有。

09年9月1日，海南首家市内免税店—由国旅子公司中国免税品（集团）公司投资兴建的三亚市内免税店正式对外营业。开设市内免税店，仅仅是国旅进入海南旅游购物的第一步。免税与有税并举，以免税经营为本，开发具有海南本土特色的旅游商品，逐步向旅游零售业过渡，推动海南国际旅游岛成为购物天堂，才是国旅的最终目标。

2010年3月20日博鳌国际旅游论坛在三亚开幕并通过了《海南旅游宣言》。我们认为在海南省政府的全力推动下，海南旅游岛相关配套政策，如免签证、放航权、免税和加大国际旅游合作等措施均有望陆续推出。

我们预测公司09年营业收入达到59.96亿元，实现归属母公司所有者的净利润3.21亿元。10-11年公司净利分别为3.8亿元和4.4亿元。以8.8亿股股本计，09-11年对应的EPS为0.37元、0.43元和0.50元。按2010年业绩结合旅游行业35-40倍市盈率计算，公司合理价格区间为15-17.2元。

我们积极看好公司作为A股市场唯一具有旅游与免税双重业务公司的投资价值，考虑到未来免税业务的进一步开放政策有望令公司业绩出现超预期增长的可能，维持“买入”的投资评级，按照我们的假设，在考虑离岛免税推出后，2010、2011年业绩有望达到0.54、0.74，在此前提下给予目标价21元。

表 3：行业重点公司盈利预测、估值及评级汇总表

证券简称	总股本 (亿股)	流通A 股 (亿股)	每股收益				市盈率				前次 评级	最新评 级
			08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E		
全聚德	1.42	0.54	0.53	0.63	0.71	0.79	42.5	50.97	45.23	40.65	持有	持有
湘鄂情	2	0.4	0.43	0.38	0.63	0.81		70.57	42.90	33.37	持有	持有
峨眉山 A	2.35	1.47	0.1	0.36	0.45	0.5	58.3	43.06	34.44	31.00	买入	买入

桂林旅游	1.77	0.93	0.13	0.19	0.42	0.52	48.9	71.32	32.26	26.06	持有	持有
丽江旅游	0.99	0.71	0.46	0.39	0.28	0.83	21.7	48.77	67.93	22.92	买入	买入
黄山旅游	4.71	1.17	0.4	0.35	0.54	0.58	31.1	58.26	37.76	35.16	持有	持有
华天酒店	5.53	3.01	0.37	0.26	0.34	0.43	14.2	39.62	30.29	23.95	买入	买入
东方宾馆	2.69	1.84	0.02	-0.2	0.16	0.12	204	-69.75	69.75	93.00	买入	买入
锦江股份	6.03	4.47	0.45	0.46	0.52	0.58	20.2	58.67	51.90	46.53	持有	持有
金陵饭店	3	1.48	0.22	0.29	0.3	0.34	20.3	32.62	31.53	27.82	买入	持有
中青旅	4.15	4.01	0.31	0.55	0.57	0.67	24.7	31.00	29.91	25.45	买入	持有
首旅股份	2.31	1.15	0.75	0.71	0.8	1.05	12.5	30.49	27.06	20.62	持有	持有
九龙山	8.69	6.49	0.03	0.22	0.51	0.92	104	38.23	16.49	9.14	买入	持有
中国国旅	8.8	1.76	0.25	0.36	0.43	0.52		50.36	42.16	34.87	持有	持有

数据来源：广发证券发展研究中心、wind资讯

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

旅游业(011134)	王鼎	2010-02-21
旅游业(011134)	张皓	2010-01-07
旅游业(011134)	张皓	2010-01-05
旅游业 2010 年策略	张皓	2009-11-30
旅游业(011134)	张皓	2009-11-05

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市深南东路 5045 号 深业中心 20 楼	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518010	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。