

推荐 (维持)

布局优质成长，关注世博主题

2010 年 6 月 8 日

旅游行业2010年中期投资策略

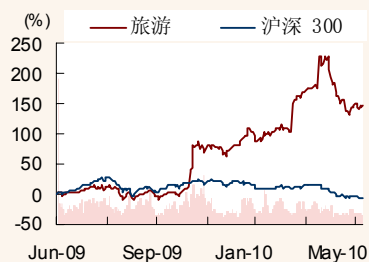
上证指数 2514

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	26	1.6
总市值 (亿元)	1012	0.5
流通市值 (亿元)	625	0.5

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12.4	39.0	147.0
相对表现	-3.3	63.7	154.0



相关报告

- 1、《旅游行业 2010 年度投资策略-内在增长动力强劲，关注优质公司及事件性机会》20091206
- 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 年二季度投资策略-基本面回暖，主题投资深化》090408
- 4、《冰火之间-旅游板块主题投资深度研究》090210

苏平

86-755-82943252
suping@cmschina.com.cn
S1090208050201

林周勇

86-021-68407302
linzy@cmschina.com.cn
S1090209070289

旅游股估值已到历史较低水平，而旅游行业的高增长将贯穿城市化全程，并延续到城市化之后；我们看好要素整合能力强的公司，建议战略性布局优质成长公司；此外，下半年仍存在阶段性机会，如世博、亚运、重组、短期超跌反弹等。推荐顺序：华侨城、中青旅、锦江、黄山、桂林、丽江、三特、湘鄂情、金陵饭店。

- **估值已到历史较低水平。**目前重点公司 10PE 平均 33 倍，已处历史较低水平（熊市 20-30 倍）；华侨城、首旅、金陵、中青旅、桂林 10PE 均低于 30 倍。
- **行业高增长将贯穿城市化全程，并延续到城市化之后。**韩国经验显示，旅游行业高增长将贯穿城市化全程，并延续到城市化之后；我们判断：我国旅游业将长期持续高增长：（1）居民收入增长；（2）宽松政策环境；（3）城市化的不断推进。
- **看好要素整合能力强的公司。**资源分散是我国旅游业散、小、乱的重要原因，政府已注意到此问题，并将在政策上鼓励和推动要素整合；我们看好要素整合能力强的公司，如华侨城、中青旅、三特索道、锦江股份、湘鄂情、桂林、金陵饭店等，这些公司未来发展空间很大。
- **从业态看，我们看好：**交通日益改善的观光景区；主题明确的休闲度假区；定位明确、功能到位的城市休闲娱乐区；经济型酒店连锁；餐饮连锁。
- **下半年投资思路：**（1）市场调整为战略性建仓优质成长股创造很好的机会；（2）可适当关注世博、亚运、重组、短期超跌反弹等短期交易性机会；（3）推荐顺序：华侨城、中青旅、锦江股份、黄山旅游、桂林旅游、丽江旅游、三特索道、湘鄂情、金陵饭店。

重点公司主要财务指标

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	PB	评级
华侨城	12.80	0.56	0.7	0.85	23	18	3.8	强烈推荐 A
中青旅	15.71	0.61	0.55	0.60	26	29	3.1	强烈推荐 A
锦江股份	20.83	0.47	0.5	0.47	44	42	3.6	强烈推荐 A
黄山旅游	20.58	0.34	0.62	0.71	61	33	7.8	强烈推荐 A
丽江旅游	18.35	0.39	0.31	0.76	47	59	5.4	强烈推荐 A
桂林旅游	10.06	0.19	0.30	0.38	53	33	2.7	强烈推荐 A
三特索道	18.48	0.19	0.43	0.46	97	43	5.5	审慎推荐-A
湘鄂情	24.38	0.38	0.59	0.86	64	41	4.3	审慎推荐 A
中国国旅	18.46	0.36	0.45	0.55	51	41	4.3	审慎推荐 A
金陵饭店	7.64	0.285	0.32	0.35	27	24	2.3	审慎推荐-A
峨眉山	18.84	0.35	0.48	0.55	54	39	6.4	审慎推荐 B
首旅股份	18.88	0.69	0.82	0.96	27	23	4.2	审慎推荐 B

资料来源：招商证券

正文目录

一、估值处历史较低水平，持续高增长预期支撑估值溢价	4
1、整体估值已进入熊市阶段水平	4
2、高成长性支撑估值溢价	5
(1) 居民收入增长带动旅游消费快速增长	5
(2) 我国谋求经济转型，旅游产业面临宽松政策环境	6
(3) 行业高增长将贯穿城市化过程，并延续到城市化结束后	7
二、看好要素整合能力强的公司	8
1、资源、要素分散制约旅游业的发展	8
(1) 景区所有权和经营权关系没有厘清，制约合理开发	8
(2) 国企拥有大量酒店资产，但经营情况不容乐观	9
2、政策将推动要素整合	10
3、看好要素整合能力强的企业	10
(1) 要素整合，需要企业来完成	10
(2) 要素整合，强者恒强	10
(3) 要素整合，回报丰厚	11
(4) 看好华侨城、中青旅、锦江、桂林旅游、三特、湘鄂情、金陵饭店等公司的要素整合能力	12
三、下半年投资思路：布局优质成长、把握阶段性的题材	13
1、战略布局成长性好的子行业龙头公司	13
2、阶段性题材机会	14
四、重点公司及投资要点	15

图表目录

图 1: 重点旅游公司估值已进入熊市阶段水平.....	4
图 2: 不少公司 10PE 达到熊市阶段水平.....	4
图 3: 人均文化娱乐支出与人均可支配收入的拟合图.....	5
图 4: 我国所有省份城镇居民人均可支配收入均突破万元大关.....	6
图 5: 即使受金融危机冲击, 09 年国内旅游收入仍保持两位数增长.....	6
图 6: 韩国城市化进程结束后, 出境游仍持续高增长.....	7
图 7: 2008 年, 星级酒店中, 国企(非有限责任制)占 41%.....	9
图 8: 国有酒店经营情况不容乐观.....	10
图 9: 03 年以来携程净利润、ROE 情况.....	11
图 10: 05 年以来如家净利润、ROE 情况.....	11
图 11: 6 月份, 世博园游客比 5 月份大幅增长.....	14
表 1: 我国景区类型及数量情况.....	9
表 2: 重点公司要素整合能力情况.....	12
表 3: 未来发展空间较大的子业态.....	13
表 4: 下半年可能存在的主题投资机会.....	14
表 5: 重点公司投资要点.....	15

一、估值处历史较低水平，持续高增长预期支撑估值溢价

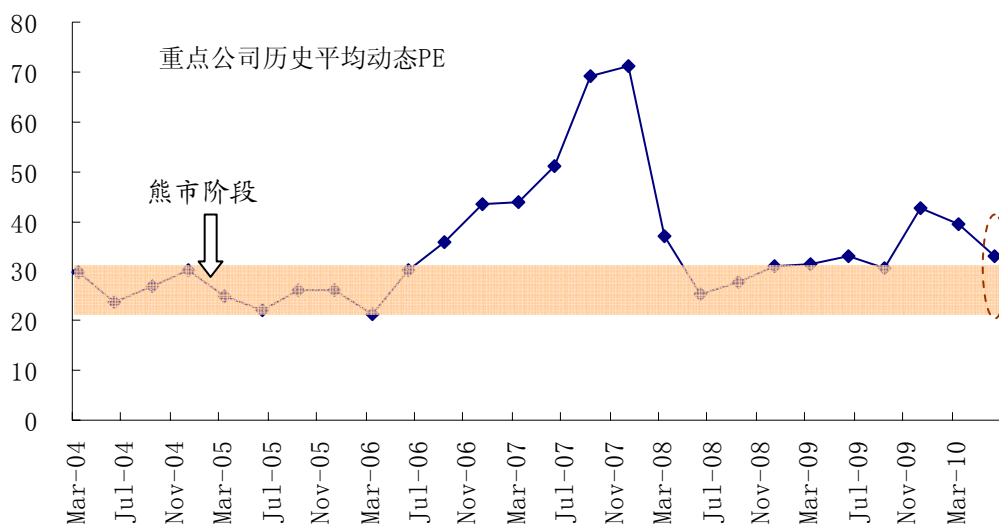
1、整体估值已进入熊市阶段水平

04年以来，重点旅游公司当年动态PE最低21倍，最高71倍。

按不同的市场环境：熊市阶段动态PE 21-30倍；牛熊交替阶段，动态PE 30-45倍；疯狂阶段，动态PE 50-70倍。

目前重点公司10PE平均32倍，其中，首旅股份、金陵饭店、中青旅、黄山旅游、桂林旅游估值已达到或接近熊市状态；龙头公司华侨城10PE仅18倍。

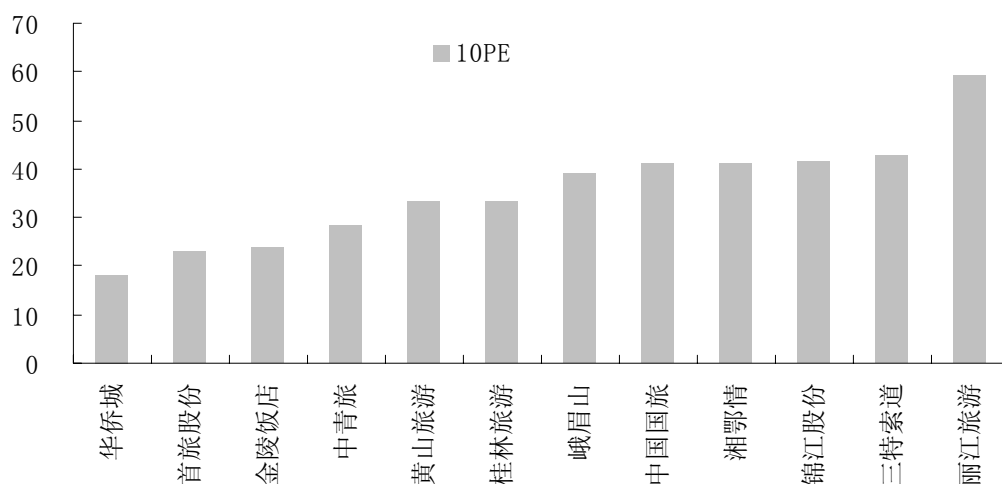
图 1：重点旅游公司估值已进入熊市阶段水平



资料来源：wind。

注：重点公司构成：首旅、中青旅、峨眉山、桂林旅游、黄山旅游、锦江股份、丽江旅游。

图 2：不少公司 10PE 达到熊市阶段水平



资料来源：wind，招商证券。

2、高成长性支撑估值溢价

（1）居民收入增长带动旅游消费快速增长

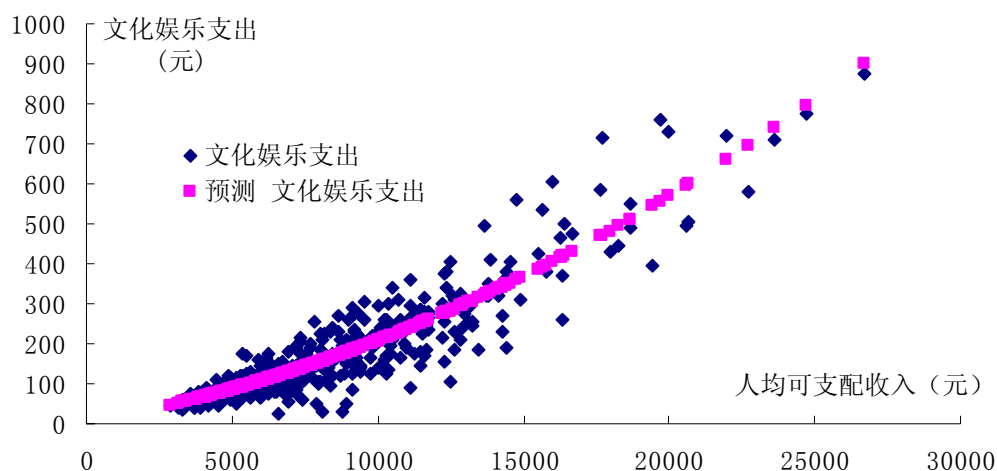
我国文化娱乐消费已进入加速增长阶段，旅游消费也进入加速增长阶段。我们研究表明：人均可支配收入超过 1 万元，文化娱乐消费需求加速增长；而我国所有省份城镇居民人均可支配收入均已突破万元大关，这意味着城镇居民的文化娱乐消费将加速增长，而旅游消费作为重要的组成部分，也将加速增长。

我们对 1995-2008 年间我国 27 个省、4 个直辖市 443 个城镇居民人均文化娱乐支出与人均可支配收入进行分析，发现：

- （1）居民文化娱乐支出与人均可支配收入之间存在显著的非线性关系；
- （2）当人均可支配收入低于 1 万元时，用于文化娱乐消费的支出大约占到可支配收入的 2.2%；
- （3）当人均可支配收入超过 1 万元时，用于文化娱乐消费的支出大约占到可支配收入的 3.9%。

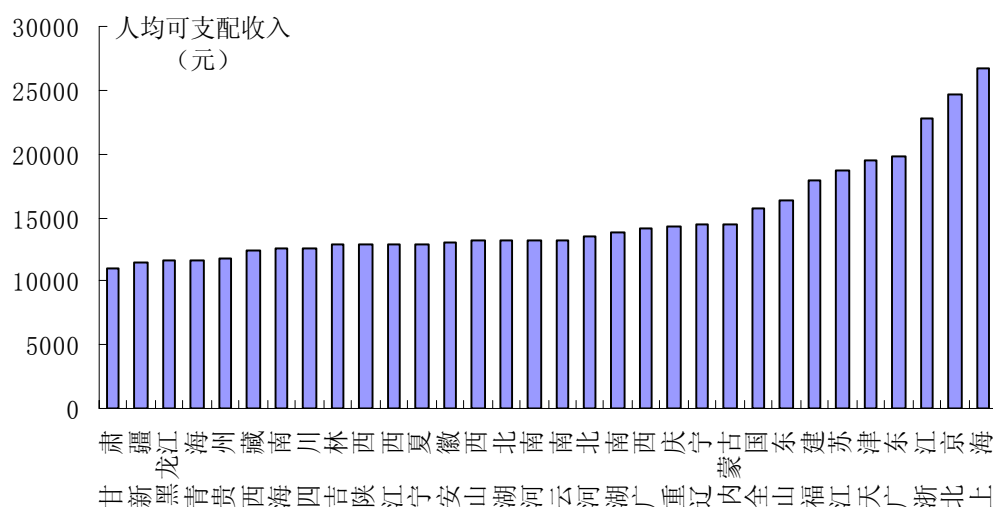
09 年我国公民出境消费 437 亿美元，跃居世界第四。联合国世界旅游组织日前公布：中国 09 年出境消费 437 亿美元，超过法国，跃居世界第 4，仅次于德国、美国 and 英国；世界旅游组织估计，到 2020 年，中国的出境旅游人次将达到 1 亿人次。

图 3：人均文化娱乐支出与人均可支配收入的拟合图



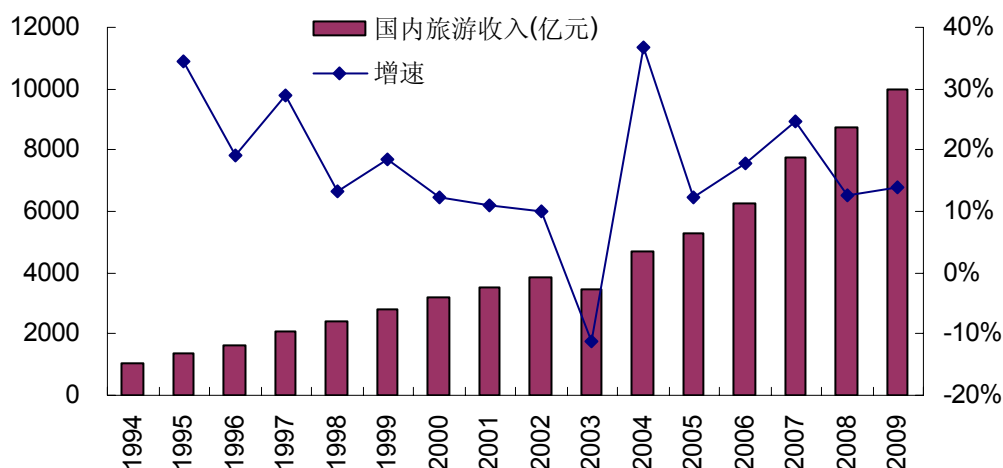
资料来源：国家统计局，招商证券

图 4：我国所有省份城镇居民人均可支配收入均突破万元大关



资料来源：国家统计局

图 5：即使受金融危机冲击，09 年国内旅游收入仍保持两位数增长



资料来源：国家旅游局

(2) 我国谋求经济转型，旅游产业面临宽松政策环境

时代大背景：经济转型，更加关注人民生活质量。我国过往的通过投资、出口拉动经济增长的发展模式带来了经济、社会问题，未来将更加注重经济增长质量，人民生活水平提高。

国务院充分重视旅游产业在经济转型中的重要地位，并将在政策上给予支持。旅游作为社会文明的重要标志，不仅能够有效提升民众生活质量，亦可以提供很多就业机会，对我国发展模式转型无疑是非常重要的。09 年 11 月 25 日，国务院在《关于加快发展旅游业的意见》中，把旅游业提升至“国民经济的战略性支柱产业”前所未有的高度，并明确要求：(1) 放宽旅游市场准入，鼓励社会资本和各种所有制企业公平参与；(2) 推动旅游产品多样化发展，积极发展休闲度假旅游，大力推进旅游与文化、体育、农业、工业、林业、商业、水利、地质、海洋、环保、气象等相关产业和行业的融合发展；(3) 各地区、各有关部门要高度重视，加强协调配合，完善配套政策措施，切实抓好意见的

贯彻落实。

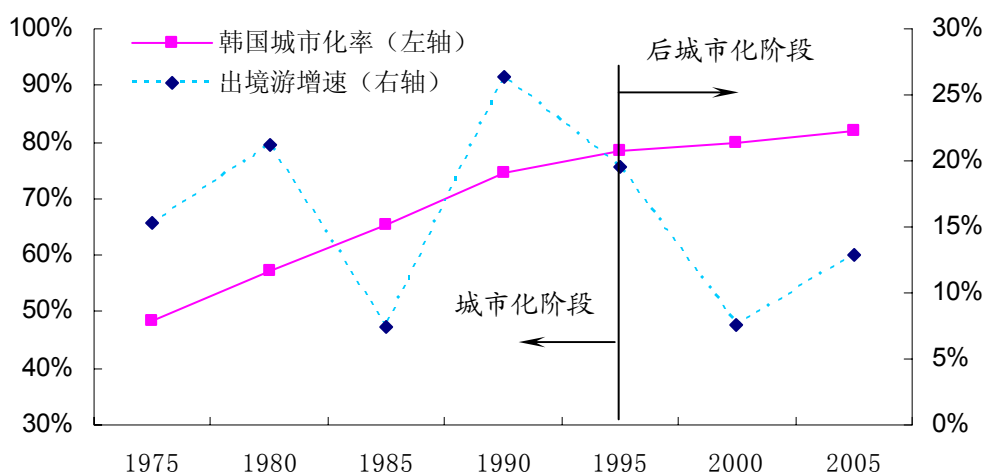
《国民旅游休闲纲要》、《旅游法》、与《意见》相配套的政策措施均正在顺利推进中。与《关于加快发展旅游业的意见》相呼应的是：国家旅游局正在加快制定《国民旅游休闲纲要》，很有可能列入“十二五”国务院审批专项规划；《旅游法》起草工作已正式启动；《2011-2015 年全国红色旅游规划纲要》编撰工作启动；各部委和地方政府也在抓紧落实《关于加快发展旅游业的意见》的配套政策措施。

（3）行业高增长将贯穿城市化过程，并延续到城市化结束后

行业高增长将贯穿城市化过程，并将延续至城市化结束后。城市居民是旅游消费最主要的群体中，因此，旅游业高增长将伴随着整个城市化进程；此外，从一个农村居民转变成具有较强旅游消费能力的城市居民，需要财富积累过程（农村居民-城市居民-经济实力的积累-成为旅游的有效消费人群），因此，旅游业的高增长期将在城市化进程结束后的较长时间内延续。

韩国城市化进程较快的 75-95 年间，出境游复合增长 18.4%；城市化进程已非常缓慢的 95-05 年间，出境游复合增长 10.2%。1975-1995 年间，韩国城市化率从 48.4%提升至 78.5%，提升 30.2 个百分点，期间出境游复合增长率 18.4%；1995-2005 年间，城市化率从 78.5%提升至 81.9%，提升 3.3 个百分点，期间出境游复合增长率 10.2%。

图 6：韩国城市化进程结束后，出境游仍持续高增长



资料来源：CEIC，招商证券

二、看好要素整合能力强的公司

1、资源、要素分散制约旅游业的发展

旅游产业仍存在诸多问题。09年11月25日，国务院在《关于加快发展旅游业的意见》中，明确指出：“近年来，我国旅游业快速发展，但仍面临发展方式粗放、基础设施建设滞后、服务质量水平不高等问题。”

资源、要素分散制约旅游业的发展。旅游行业存在的问题，原因是多方面的，但我们认为，最重要的至少有两点：（1）旅游行业在我国还是一个年轻的行业，且整个行业尚未出现大规模的整合；（2）数量众多的旅游资源（如景区、酒店）大多没有实现市场化配置，没能实现应有的价值——如酒店资产，大多归属于国有企业，缺乏现代化管理，经营情况不容乐观；景区，所有权在于政府，由于没有厘清所有权和经营权分离的问题，导致景区资源的开发水平滞后，同质化严重，资源价值没能得到充分的体现。

（1）景区所有权和经营权关系没有厘清，制约合理开发

国家旅游局公布的《2005 中国旅游景区发展报告》，到 2005 年，全国旅游景区已达 2 万家。

截至 2007 年底，我国共有 A 级景区 2492 个，其中：1A 级景区 130 个，2A 级景区 927 个，3A 级景区 511 个，4A 级景区 858 个，5A 级景区 66 个。

截至 2009 年底，我国共有国家级风景名胜区 208 处，国家森林公园 730 个，国家地质公园 182 个；截至 2007 年底，我国共有自然保护区 2531 个，其中国家级自然保护区 303 个。

景区所有权和经营权关系没有厘清，制约景区的合理开发。景区是旅游产业的核心和载体，但景区资源所有权属于政府，且大多存在所有权和经营权没有厘清，制约景区的合理开发——虽然景区数量已超过 2 万处，但 A 级以上景区仅占约 10%，绝大部分景区有待继续开发、挖掘。

我们判断：景区所有权和经营权分离，逐步实现市场化，是大势所趋。

表 1：我国景区类型及数量情况

景区类型	处
景区数量（截止 2005 年）	约 20000
A 级以上景区（截止 2007 年）	2492
其中：1A 级	130
2A 级	927
3A 级	511
4A 级	858
5A 级	66
国家级风景名胜区（截止 2009 年）	208
自然保护区（截止 2007 年）	2531
其中：国家级自然保护区	303（面积 9366 平方公里）
各类森林公园（截止 2009 年）	2458
其中：国家级森林公园	730
国家地质公园（截止 2009 年）	182

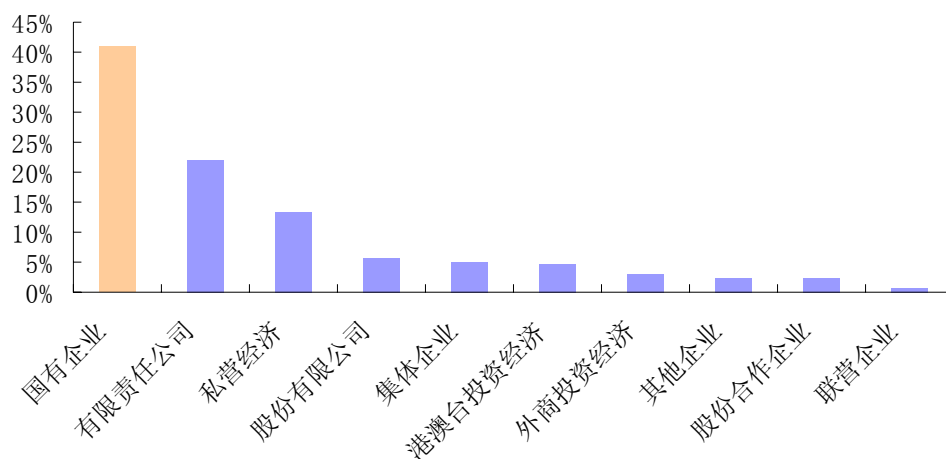
资料来源：招商证券整理

（2）国企拥有大量酒店资产，但经营情况不容乐观

按客房数量计算，国资占星级酒店约 63%。2008 年，我国星级酒店客房数 159.14 万间，其中，国企（非有限责任公司）65.46 万间，占 41%；此外，有限责任公司制 35.18 万间，占 22%；粗略计算，国有资本在星级酒店市场中占比约 63%，客房数 100 万间。

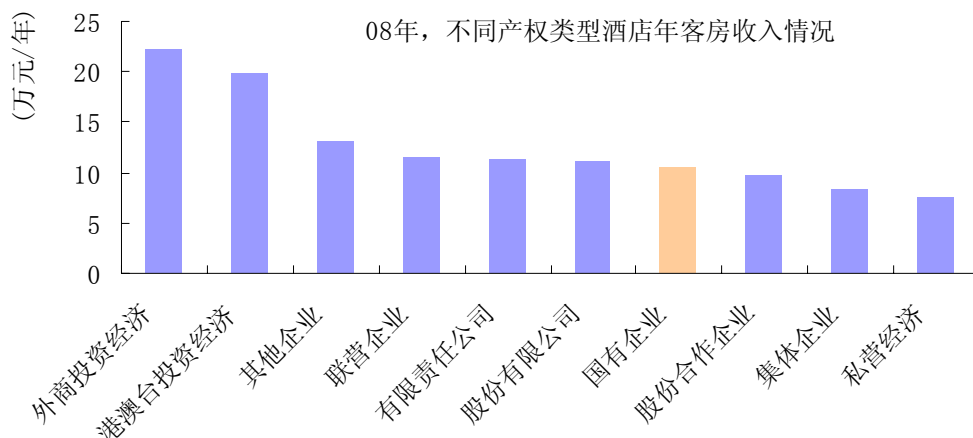
国资酒店较为分散、缺乏现代化管理。与庞大酒店资产不匹配的是：集中度很低，分散经营，缺乏专业化、品牌化、系统化、集团化的管理，目前规模最大的锦江集团，旗下的星级酒店也仅 3 万间，占国资酒店 3%。

国有酒店经营情况不容乐观。08 年，国企类型酒店客房平均收入 10.6 万元/间，仅为外商投资酒店的 47%，港澳台酒店的 54%。10 年 1 月国资委发文《关于开展中央企业非主业宾馆酒店分离重组工作有关问题的通知》，对央企非主业酒店资产进行剥离，也可从另一侧面反映，国有酒店经营情况不容乐观。

图 7：2008 年，星级酒店中，国企（非有限责任公司）占 41%


资料来源：国家旅游局

图 8：国有酒店经营情况不容乐观



资料来源：国家旅游局

2、政策将推动要素整合

国务院明确：各种资本进入旅游业，将实行同等待遇。国务院层面显然已经意识到这个问题，《关于加快发展旅游业的意见》明确提出：“放宽旅游市场准入，鼓励社会资本和各种所有制企业公平参与。推进国有旅游企业改组改制，支持民营和中小旅游企业发展，积极引进外资旅游企业”。

国资委将对旗下酒店资产进行剥离重组。与之相呼应的是，国资委于 2010 年 1 月出台《关于开展中央企业非主业宾馆酒店分离重组工作有关问题的通知》，明确对央企非主业酒店资产进行剥离、重组。

四川鼓励旅游企业进行兼并重组，做大做强。在此之前，四川省在 08 年 12 月 14 日的《四川省人民政府关于加快恢复振兴旅游业的意见》中明确指出：旅游企业要通过兼并收购等方式，打造竞争力不断增强的大企业集团。

这预示着，旅游要素的市场化将是一个大的趋势。

3、看好要素整合能力强的企业

（1）要素整合，需要企业来完成

旅游要素整合需要通过企业来实现。旅游产业的健康发展，关键在于：“从改革、开放、服务、管理入手”，不断提升产品和服务的质量，提供更多更丰富的符合市场需求的产品，把旅游业培育成“人民群众更加满意的现代服务业”。这仅靠政府的政策是做不到的，更多的是需要企业层面来实现；也就是说：旅游要素的整合需依靠企业来实现。

（2）要素整合，强者恒强

在要素整合方面，强者将占有先机，形成强者恒强格局。一方面，我国旅游业快速发展，为旅游企业提供了广阔的发展空间；另一方面，旅游业将朝休闲度假、相关产业融合（如文化、体育、商业、环保等）等方向发展，对旅游企业的综合能力提出了更高的要求，

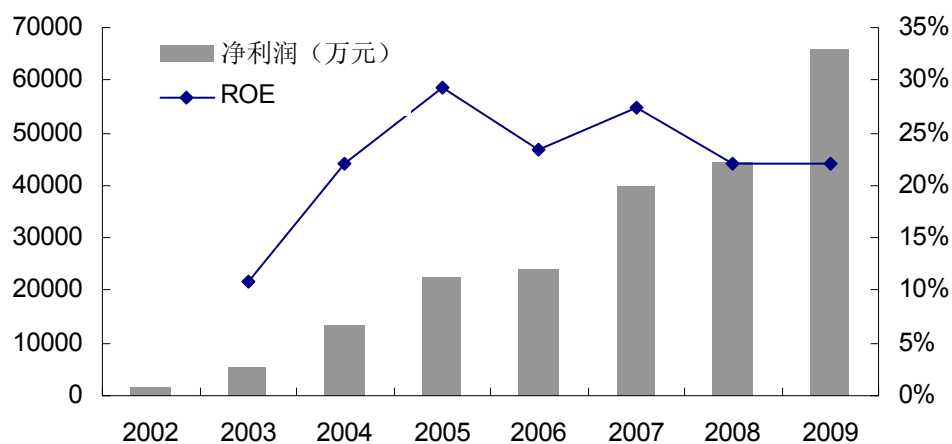
并非每个经营实体均有能力分享正在涌现的投资机会；因此，优质企业将在旅游要素整合中获得先机，形成强者更强的竞争格局。

（3）要素整合，回报丰厚

很好的整合要素，将获得丰厚的回报。在行业快速发展的阶段，通过对关键要素的整合，提供符合市场需求的产品和服务，将获得丰厚的回报，携程和如家的发展历程是最好的例证。

99 年，携程正式成立，通过呼叫中心和网络，整合酒店的销售渠道，在酒店和旅客之间架起来信息和销售桥梁。携程从零开始，在短短的 10 年间，净利润跃升至 6.6 亿元，04 年以来，ROE 均保持在 22% 以上。

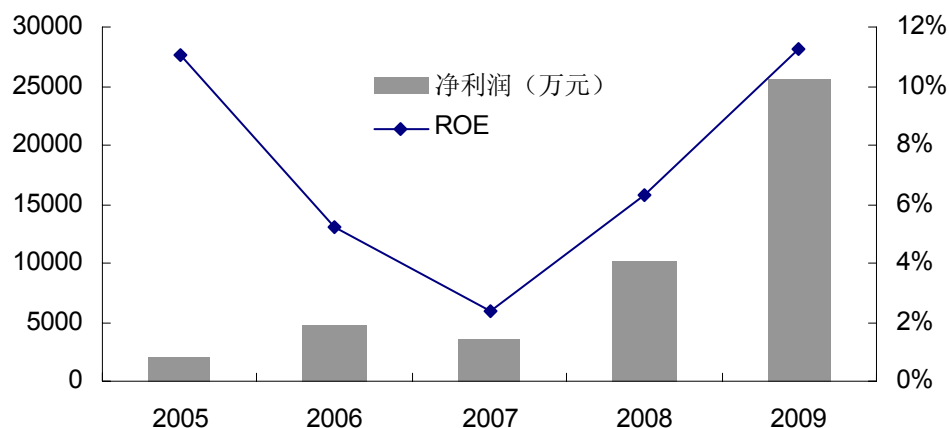
图 9：03 年以来携程净利润、ROE 情况



资料来源：携程年报

2002 年，如家成立，通过整合社会上的物业（很多是闲置物业），将其改造成顾客满意的经济型酒店（重点关注卫生、舒适、早餐），实现公司的飞速发展。02 年才创立的如家，09 年收入已达 26 亿，净利润 2.56 亿，ROE 超过 11%。

图 10：05 年以来如家净利润、ROE 情况



资料来源：如家年报

（4）看好华侨城、中青旅、锦江、桂林旅游、三特、湘鄂情、金陵饭店等公司的要素整合能力

我们看好华侨城、中青旅、锦江、桂林旅游、三特、湘鄂情、金陵饭店等公司的要素整合创造能力，发展空间将很大。

表 2：重点公司要素整合能力情况

公司	要素整合能力
华侨城	通过整合景观、酒店、休闲娱乐、文化体育等要素，创造出新的符合市场需求的休闲旅游要素。
锦江股份	在强大的系统、规范的管理、良好的品牌形象的支撑下，通过租赁和加盟的方式，整合酒店物业资源，获得快速发展；同时，依托其实体规模，整合供应商，降低成本。
三特索道	以“索道+景区”模式为依托，低成本控制开发潜力较大的二三线景区资源，在鄂西已基本完成战略布局。
中青旅	以文化整合为基础，以乌镇为样板，开始“类乌镇”扩张；依托规范的管理和良好的口碑，整合境外优质旅游资源，大力发展会展业务和自由行业务。
桂林旅游	依托其在桂林的影响力，低成本控制桂林诸多有开发潜力的景区。
湘鄂情	依托资金和品牌影响力，获取地理位置更理想的物业资源；通过打造尊贵的消费体验，满足商务和政务市场的需求。
金陵饭店	依托良好的管理水平、销售网络、采购平台、品牌形象，输出“金陵”品牌和管理，实现高星级酒店的资源整合。 依托大股东的背景，参与天泉湖商务中心区的开发；

资料来源：招商证券

三、下半年投资思路：布局优质成长、把握阶段性的题材

1、战略布局成长性好的子行业龙头公司

旅游休闲产业未来发展空间巨大，龙头公司最为受益。我们认为，以下几个子业态发展机会最为明确：交通日益改善的观光景区；主题明确的休闲度假区；定位明确、功能到位的城市休闲娱乐区；经济型酒店连锁；餐饮连锁。而相关的整合能力强的公司将获得难得的发展机遇。

表 3：未来发展空间较大的子业态

业态类型	市场基础及发展前景	需整合的核心要素	A 股相关公司
交通日益改善的观光景区	由于我国区域、城乡发展不平衡，东部、中心城市居民已逐渐向休闲度假游转变，而农村、中小城镇观光游刚刚启动，因此，未来很长一段时间，观光游和休闲度假游将共同快速成长；此外，休闲度假也需要观光景区作为内容的填充，这也是观光景区发展的市场基础。 供给方面，我国幅员辽阔，有开发潜质的景区众多，随着全国范围内交通的大幅改善，这些景区的开发价值逐渐显现；有能力整合各方面要素，合理开发有潜质的景区的公司，将获得较大的发展空间。	有潜质的景区资源	三特索道 桂林旅游
主题明确的休闲度假区	随着休闲度假群体的涌现，高端商务会议的需求快速增长，休闲度假区的市场空间在快速的膨胀，主题明确的休闲度假区发展空间广阔。 我们看好两类型的休闲度假区：靠近客源地（车程 1-4 小时，适合自驾游）的休闲度假区；旅游产品丰富、集中、特色显著的长线休闲度假区。	文化资源 景观规划 建设管理 酒店管理 体育运动、休闲娱乐 商业餐饮	华侨城 中青旅 三特索道 金陵饭店
定位明确、功能到位的城市休闲娱乐区	城市生活节奏的加快、居民休闲观念的兴起、闲暇时间的增多，催生城市休闲娱乐区的市场空间。 那里有丰富的娱乐设施、餐饮、影院、购物、休闲吧、创意文化、体育运动、儿童教育、休闲绿地等复合配套，居民可以在较短的时间内得到身心的放松，家庭欢聚的幸福。 华侨城目前正在深圳尝试类似的项目——欢乐海岸，未来的发展空间很大，具备异地复制的可能。	休闲娱乐 商业餐饮 体育运动 文化教育	华侨城
经济型酒店连锁	经济型酒店在我国仍有很大的发展空间，而且经济型酒店对成本控制的要求很高，这决定了外资公司很难与本土企业竞争，因此，在酒店业中，经济型酒店最有可能突破外资包围。 前 5 大经济型酒店公司（如家、锦江、汉庭、7 天、莫泰）已基本进入规模效应显现阶段（后台和系统等刚性成本较高），其他经济型酒店公司很难追赶，因此，行业格局相对稳定；这几家公司未来均有可能快速发展。	单体酒店 物业 其他物业 供应商	锦江股份
餐饮连锁	餐饮的功能逐渐从过去的单纯解决吃饭问题向提供就餐、家庭朋友聚会、文化时尚体验、提供商务活动空间等复合型态转变；随着业态和市场定位的丰富，发展空间也在快速膨胀。 此外，餐饮和文化结合非常紧密，且中西餐差异巨大，这决定了外国企业与国内企业正面交锋的可能性很小。	商业物业 供应商	湘鄂情

资料来源：招商证券

2、阶段性题材机会

从历史上看，主题投资是旅游股重要的投资旋律。

下半年旅游股也不乏主题投资机会，如世博主题、亚运主题、资产重组及资产注入等主题。

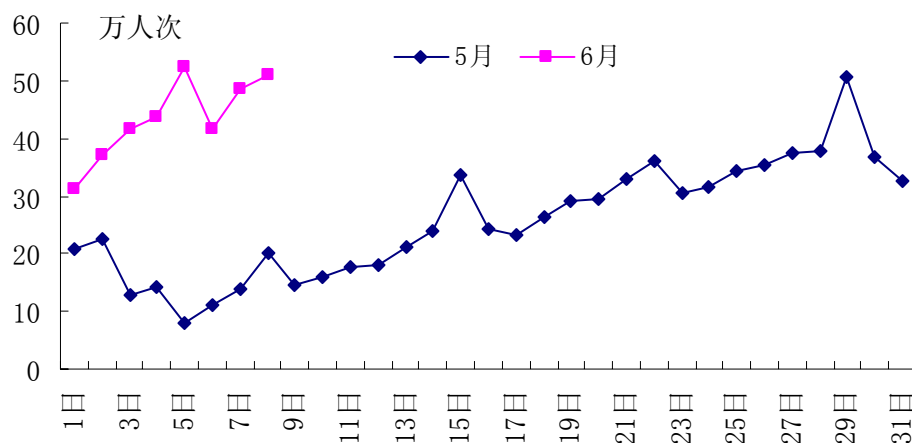
此外，短期亦可关注估值优势明显、超跌反弹的个股。

表 4：下半年可能存在的主题投资机会

主题类型	主题介绍	相关公司
世博主题	世博会 5 月份数据总体不是太好，再加上大盘调整，世博受益股（如锦江）出现较大调整，锦江股份目前总体估值水平处于合理阶段。 世博会历时时间长，随着世博游的持续升温，目前上海酒店已一房难求，长三角地区旅游也明显升温，相关受益公司后续仍存在主题投资机会。	锦江股份 黄山旅游 中青旅
亚运主题	2010 年 11 月 12 日，第 16 届亚运会将于广州开幕；人民日报社表示从亚运会倒计时 100 天开始将通过人民日报纸媒、人民网和数字传播系统等多渠道对广州亚运会进行实时、全方位的报道。	东方宾馆
资产重组、资产注入	国务院 41 号文明确指出“支持各类企业跨行业、跨地区、跨所有制兼并重组，培育一批具有竞争力的大型旅游企业集团”； 国资委主导的国企主辅分离仍在不断推进。今年 1 月，国资委发文明确要求央企非主业酒店资产进行剥离、重组；	东方宾馆 世博股份 大连圣亚 国旅联合
估值优势明显、短期超跌反弹	旅游板块随市场大幅下跌，估值处于历史较低水平，存在反弹机会	锦江股份 丽江旅游 金陵饭店 首旅股份

资料来源：招商证券

图 11：6 月份，世博园游客比 5 月份大幅增长



资料来源：上海世博局

四、重点公司及投资要点

综合来看，我们的推荐顺序：华侨城、中青旅、锦江股份、黄山旅游、桂林旅游、丽江旅游、三特索道、湘鄂情、金陵饭店。

表 5：重点公司投资要点

公司	投资亮点	风险因素
华侨城	1、通过整合各种要素，创造出新的符合市场需求的休闲旅游要素，并在此基础上探索出多种扩张模式（欢乐谷模式、东部华侨城模式、欢乐海岸模式等）；在多种扩张模式支撑下，在全国布局将向纵深方向发展，发展空间巨大； 2、受地产拖累，近期被错杀。公司绝大部分利润虽来自地产，但与地产公司却有本质的区别：首先，地产的高附加值来源于旅游业，地产只是价值回收的一种方式；其次，公司业绩对房价的敏感性远低于普通的地产公司，因为高房价带来的收入很大一部分被政府以土地增值税的方式收走。 3、即使用最短视的地产公司看待，现有项目和资产价值也超 500 亿，折合每股 17 元，安全边际高。 4、文化旅游业务的价值将逐渐体现，如主题公园、演艺等。	地产短期或有政策压力
锦江股份	1、锦江之星发展空间巨大。首先，经济型酒店仍有 5 倍以上的空间；其次，锦江之星置入 A 股后，资金瓶颈得到解决；在强大的系统、规范的管理、良好的品牌的支撑下，通过加盟和租赁的方式，整合酒店物业，获得快速扩张。 2、锦江之星 10-12 年逐渐进入规模效应显现期，利润增速将大幅高于收入增速，我们预计 12 年净利润有望达 2.5-3 亿元； 3、锦江股份估值进入合理期间。我们估算，股价 17-20 元，锦江之星对应的估值水平与如家、7 天、汉庭相当。 4、目前市场对世博预期已达冰点，我们预计：随着世博入园人次逐渐进入高峰，世博行情有望再度展开。	高温影响游客游览世博园
黄山旅游	1、西海开发将取得突破，景区游览面积增加 50%； 2、增发事宜有望近期取得突破 3、因世博，今年游客向长三角集中，黄山将显著受益，短期存在主题投资机会。 4、黄山交通未来 3-5 年将有翻天覆地的变化，给公司带来新的机遇。	地轨缆车项目环评能否通过以及通过时点难以确定 地产业务风险
丽江旅游	1、11EPS 0.76 元，目前估值水平较低，仅 25 倍 2、有望参与玉龙雪山的深度开发，发展空间打开 3、云南旅投入股，或发生控制权之争，客观上对中小股东有利	1、10 年业绩较差 2、市场对云南旅投资资产注入较为期待，实际情况可能低于预期
中青旅	1、组织架构合理健全，市场化程度高，各业务模块发展进入快车道，是最有潜力的旅游公司之一。 2、“类乌镇”项目——北京古北古镇项目正式启动，这意味着，整合古镇旅游资源的扩张战略正式启动。 3、依托规范的管理和良好的口碑，整合境外优质旅游资源，大力发展会展业务和自由行业务等新型旅游服务业，发展空间很大。 4、估值水平低，10PE 29 倍；乌镇景区受益上海世博会，短期存在主题投资机会。	地产业务短期有压力

公司	投资亮点	风险因素
桂林旅游	1、步入资源整合阶段，恰逢交通将持续改善，业绩拐点出现 2、与“桂林国家旅游综合改革试验区”相配套的政策和规划有望近期出台 3、两江四湖 50-100 米区域范围内，公司具有专用权，潜力很大	南方旱灾、水灾对经营的负面影响
金陵饭店	1、隐性资产（新金陵项目）将逐步显性化 2、天泉湖项目拓宽公司成长空间 3、从资产角度，估值具有吸引力	1、短期受地产的抑制 2、天泉湖项目进展尚不确定
三特索道	1、以“索道+景区”模式为依托，低成本控制开发潜力较大的二三线景区资源；目前景区储备丰富，在鄂西已基本完成战略布局，长期发展潜力大。 2、华山索道提价效应 10 年继续显现；以梵净山为代表的二线景区逐步成熟，成为新的增长点；海南猴岛等成熟景区持续快速增长；10 年旅游主业业绩有望大幅增长 50-100%。 3、鄂西生态旅游圈建设利好公司；全国范围内基础设施建设有助于二三线景区的开发，公司将受益。	1、华山二索建设对华山索道是利空 2、大量的景区需要精耕细作，对管理水平提出更高要求。
湘鄂情	1、依托资金和品牌影响力，获取地理位置更理想的物业资源；通过打造尊贵的消费体验，满足商务和政务市场的需求；在餐饮行业大发展的背景下，公司将迎来发展的黄金期。 2、公司已形成较成熟的扩张模式，且管理层激励也基本到位 3、随着成熟门店的逐渐增多，未来三年将是业绩高速增长期	1、虽然到目前为止，异地扩张未有失败案例，但异地扩张能力仍需继续观察
东方宾馆	1、亚运会题材 2、资产注入，实现广州国资委下属酒店资产整体上市，是个大方向，年内有实施的可能。	估值偏高

资料来源：招商证券

参考报告:**1、《旅游行业 2010 年度投资策略-内在增长动力强劲，关注优质公司及事件性机会》20091206**

报告指出：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；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；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。

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 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。

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

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。

5、《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。

6、《旅游行业 2009 年 2 月月报-关注政策动态及景区提价》090302

基于对政策利好的预期，维持行业推荐评级；重点推荐峨眉山，同时下调首旅、桂林评级至中性。

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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

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，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）。

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

免责条款

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。