

旅游行业---看好

2010 年 06 月 25 日

板块名称	区间涨跌幅%	流通 A 股(亿)	平均股价(元)
旅游指数	-8.98	68	11.89
沪深 300	-22.54	11425	8.08

备注：1、旅游指数包括 26 只股票

2、区间涨跌幅：从 1 月 1 日到 6 月 25 日

分析师：加丽果

010-82190386

jialiguo@sxzq.com

联系人：张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

联系人：孟军

010-82190365

mengjun@sxzq.com

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座
28 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

相关研究：

请务必阅读正文之后的特别声明部分

2010 年下半年旅游行业投资策略：

关注拥有观光游、度假游景区和具有独特经营模式的公司

行业研究/深度研究

投资要点：

● 行业景气继续回升 三游增长趋势明显

2010 年上半年住宿业景气指数继续保持 2008 年底的回升势头；在世博会和国家支持旅游业发展的政策背景下，国内各地区上半年旅游发展态势增速喜人；春节黄金周、端午小长假驱动 2010 年国内旅市场增长；世博旅游驱动 2010 年国内游和入境游增长；人民币升值大力促进出境游增长；三游市场 2010 年将呈现并长趋势。

● 多种方式谋求做大做强是主流 二级市场主题投资还将是主旋律

旅游类上市公司正迎来前所未有投资高潮；我们认为所有旅游类上市公司多多少少均受益于高铁带来的旅游人次的增长。旅游类上市公司中，很多公司更是多重概念集聚一身。旅游概念有海南国际旅游岛获批、高铁时代、区域振兴计划、中部城市群经济崛起、资产注入、旅游实验田改革区、广州亚运会等。二级市场主题投资还将是主旋律。

● 二级市场板块目前走势良好也反映了市场对其发展前景的看好

● 有别于大众的认识

我们认为中国目前和未来的人群结构和收入结构，奠定了中国未来 10 年还是以观光游为主流，休闲度假游逐步完善的阶段。我们看好拥有观光游景区和综合性度假景区的上市公司。我们也看好具有独特经营模式的一些酒店类公司和旅游类上市公司。目前拥有观光游景区的公司中我们比较看好桂林旅游（资源掌控和整合能力突出）、三特索道（景区连锁受益面大）。拥有综合性景区的旅游类上市公司，长期看好中青旅。独特经营模式公司看好中国国旅和锦江股份。

● 行业评级和 2010 年下半年投资策略

继续维持“看好”评级。2010 年下半年旅游类上市公司按顺序建议关注桂林旅游、中青旅、黄山旅游、峨眉山、三特索道；酒店类上市公司建议关注锦江股份、东方宾馆。

● 风险因素：

突发事件（自然灾害）常态化风险、国内国际经济波动性增强风险，复苏不确定性风险

重点推荐上市公司的盈利预测和评级

证券简称	股价	09EPS	10EPS	PE (09)	PE (10)	评级	投资亮点
桂林旅游	10.00	0.19	0.35	53	28	买入	发展机遇+资源优势
中青旅	15.53	0.61	0.35	25	44	买入	密云项目+乌镇+房地产 2011 结算
黄山旅游	16.98	0.43	0.57	39	30	买入	门票提价+世博概念+高铁
峨眉山	18.20	0.36	0.50	51	36	增持	资产注入+高铁+中部城市崛起
锦江股份	19.9	0.47	0.56	42	35	增持	上海迪士尼+世博
东方宾馆	10.50	-0.19	0.08		131	增持	亚运会+资产注入

目录

一、行业景气继续回升 三游增长趋势明显	4
1、行业景气回升	4
2、北京住宿业回升情况	5
2、春节黄金周旅游人均支出增势喜人	6
3、端午小长假旅游增长态势也比较明显	6
4、世博会人次逐步增加	7
5、三游市场 2010 年将呈现并长趋势	7
二、旅游类上市公司一季度经营情况回顾	8
三、旅游类上市公司从年初到目前二级市场走势分析	9
四、2010 年下半年行业评级和投资策略	13
1、关注受益高铁和中部城市群崛起的旅游上市公司	13
2、继续关注特殊振兴机遇受益的上市公司	14
3、酒店类关注锦江股份和华天酒店	15
五、风险提示	15
六、附下半年重点推荐上市公司调研报告	15

图表目录

图表目录	3
图表 1: 铁路和航空运输业季度行业指数和住宿餐饮业行业季度指数正逐步回升	4
图表 2: 企业景气指数	5
图表 3: 北京星级饭店平均房价正逐步回升	5
图表 4: 北京星级饭店平均出租率逐步回升	5
图表 5: 北京星级饭店平均出租率正逐步回升	6
图表 6: 北京星级饭店平均房价逐步回升	6
图表 7: 最近 6 年来春节旅游黄金周旅游统计表	6
图表 8: 上海世博会票检入园人数统计	7
图表 9: 旅游酒店餐饮板块一季度经营情况统计表 单位: (万元)	8
图表 10: 板块区间涨跌幅排名 (申万一级行业, 区间为: 本年初到 6 月 29 日, 单位: %, 流通市值加权平均)	10
图表 11: 个股从本年初到 6 月 29 日区间涨跌幅排名 单位: %	11
图表 12: 年初到 6 月 29 日板块行业市盈率排名 (剔除负值, 用整体法)	12
图表 13: 年初到 6 月 29 日板块个股市盈率排名 (TTM, 交易日期为 6 月 29 日)	12

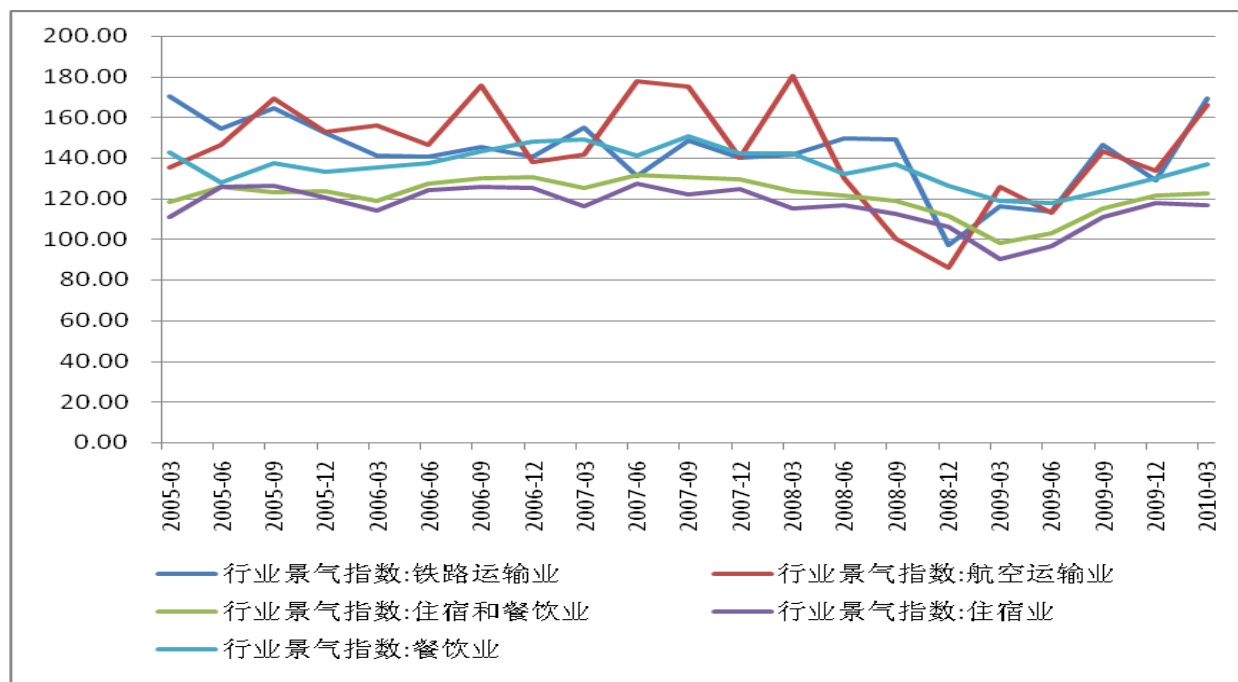
一、行业景气继续回升 三游增长趋势明显

1、行业景气回升

分析铁路和航空运输业季度行业指数和住宿餐饮业季度行业指数情况（见图表 1），铁路和航空运输行业指数上升势头较猛，上涨较快，铁路运输业行业指数已从 2008 年 12 月份的低谷点 97.10 点回升到 2010 年 1 季度的 169 点，上升了 71.90 点，而航空运输业行业指数也从 2008 年 12 月份的低谷点 85.80 点回升到 2010 年 1 季度的 166.20 点，上升了 80.40 点。两个行业指数回升势头也代表了旅游人次上升势头。而住宿和餐饮业指数从图中看，虽然没有铁路和航空运输餐饮业行业指数回升势头明显，但已经明显走出 2009 年 3 月份以来的低谷。

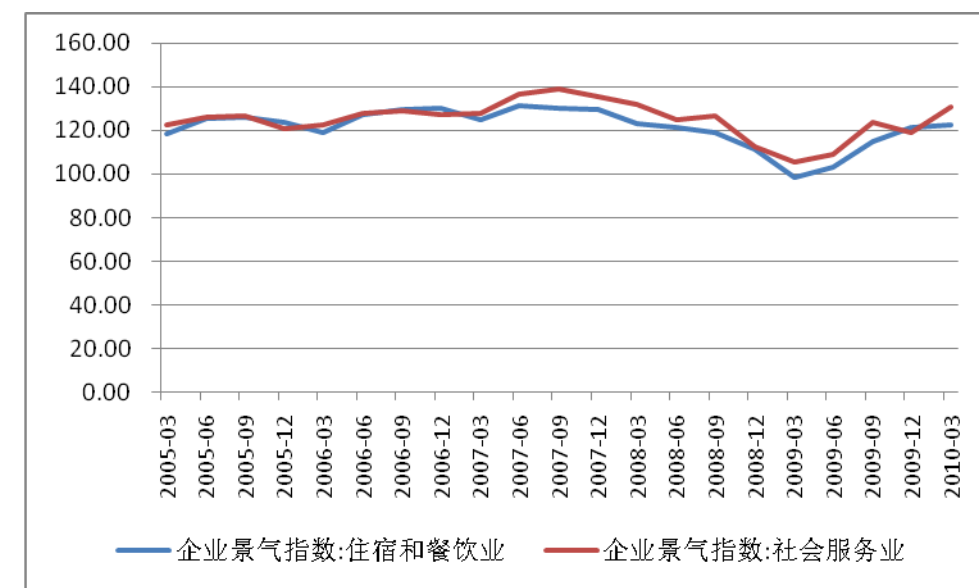
分析住宿和餐饮业景气指数（见图表 2），也能比较明显的看出，住宿和餐饮业也正处于上升态势，故 2010 年行业复苏目前将是非常肯定的。

图表 1：铁路和航空运输业季度行业指数和住宿餐饮业行业季度指数正逐步回升



资料来源：国家统计局 山西证券研究所

图表 2：企业景气指数

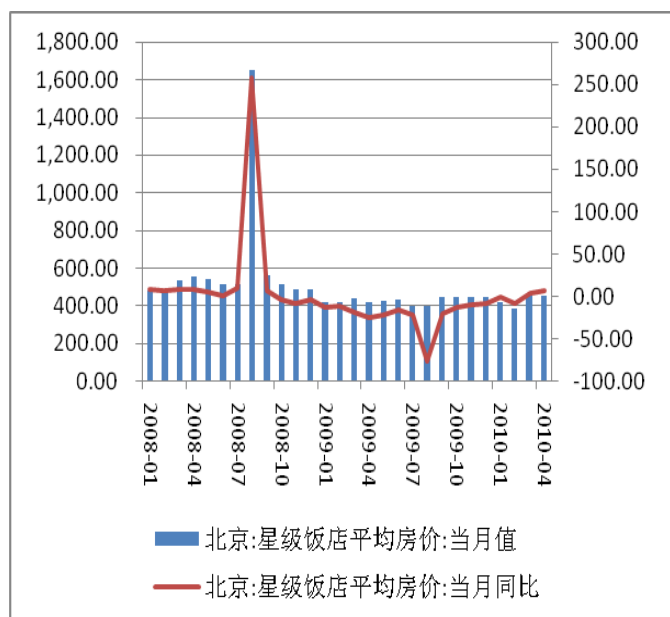


资料来源：国家统计局 山西证券研究所

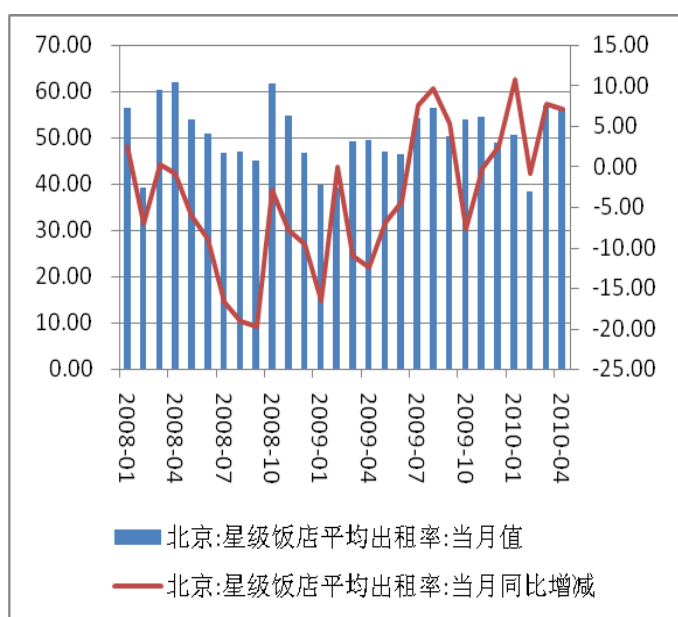
2、北京住宿业回升情况

分析北京星级饭店住宿情况，见图表 3 和图表 4。北京的平均房价和平均出租率从年初到今年 4 月份价格呈现上升。但北京星级饭店的平均房价和平均出租率明显还没有回升到 2008 年的水平（见图表 5 和图表 6）

图表 3：北京星级饭店平均房价正逐步回升

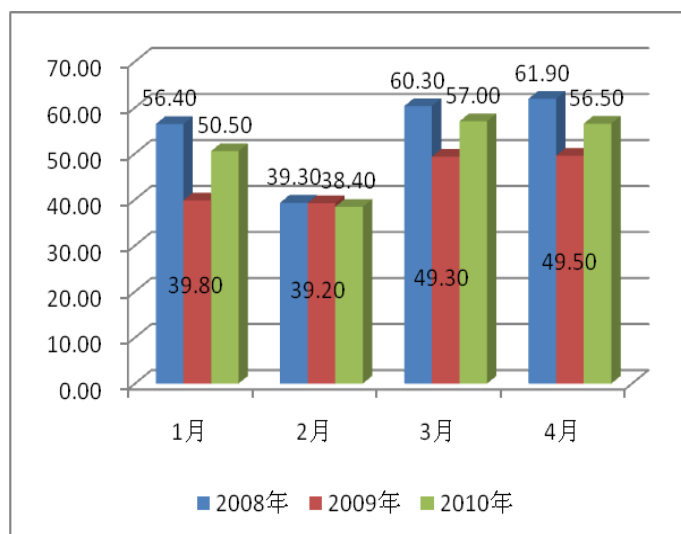


图表 4：北京星级饭店平均出租率逐步回升

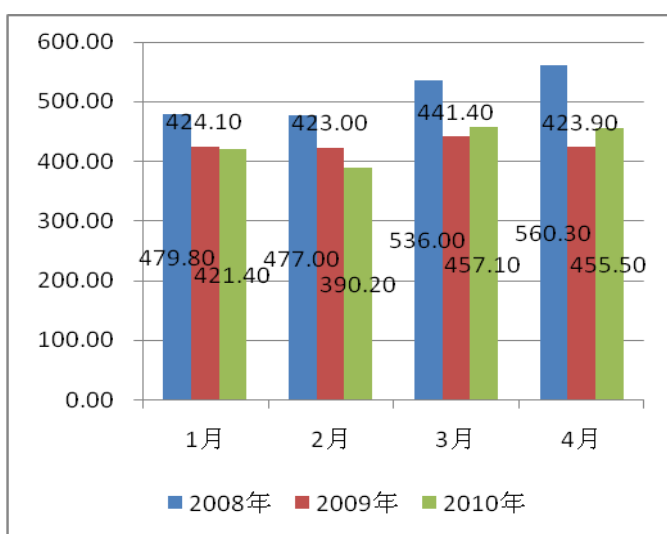


资料来源：国家统计局 山西证券研究所

图表 5：北京星级饭店平均出租率正逐步回升



图表 6：北京星级饭店平均房价逐步回升



资料来源：国家统计局 山西证券研究所

2、春节黄金周旅游人均支出增势喜人

分析最近 6 年来春节黄金旅游周旅游总人次、旅游总收入及旅游人均支出和各自增长率（见图表 7），我们可以看出，中国的旅游总人次和旅游总收入及旅游人均支出 2009 年和 2010 年保持了将近 20% 的增长态势，其中，2010 年春节黄金周人均支出达到 517 元，比上年同期增长将近 11% 左右，也是导致 2010 年春节黄金周旅游总收入同比增长将近 30%，远远超过旅游总人次 15% 的增长比率的主要原因。

图表 7：最近 6 年来春节旅游黄金周旅游统计表

	旅游总人次（万）	增长率%	旅游总收入（亿）	增长率%	人均支出（元）	增长率%
2005 年 2 月	6902		313		453	
2006 年 2 月	7382	6.95%	368	17.57%	470	3.75%
2007 年 2 月	9220	24.90%	438	19.02%	475	1.06%
2008 年 2 月	8737	-5.24%	393	-10.27%	450	-5.26%
2009 年 2 月	10900	24.76%	509.3	29.59%	467	3.78%
2010 年 2 月	12500	14.68%	646.2	26.88%	517	10.71%

资料来源：国家统计局 山西证券研究所

3、端午小长假旅游增长态势也比较明显

虽然端午节目前并没有全国的数据，但根据我们对各地旅游局发布的旅游数据看，端午节很多地区的旅游态势增长明显，有些地区甚至大大 20% 的增幅，显

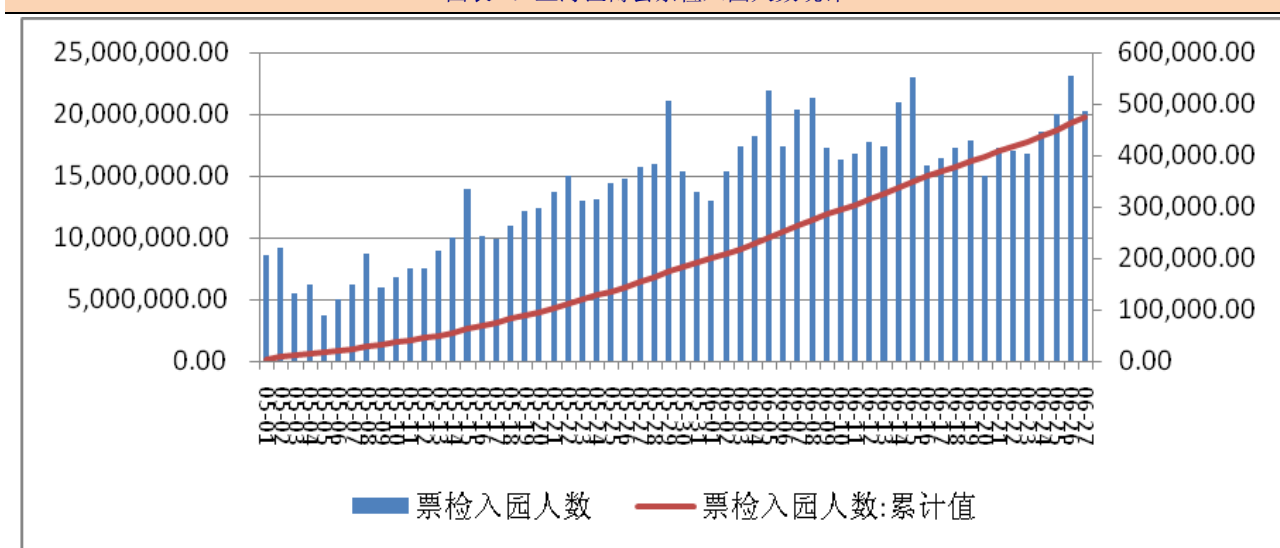
示了旅游业的高增长态势。具体增长情况见我们 6 月初发布的端午节周报

4、世博会人次逐步增加

世博会对有关旅游类上市公司带来机遇很大，我们统计了从世博会开园到 6 月 27 日的的数据（见图表 8），可以看出 5、6 月份，到世博会旅游的总人次达到 1980 万人次，如果按目前标准计算，距离此前目标 7000 万还有一定的差距。但我们分析世博会目前接待日人次最高为 55 万人次，余下 4 个月要达到 5000 万人次，必须达到日接待人次平均为 42 万人次。按照目前票检人次计算，最高接待人次于 6 月 25 日达到了 55 万人次，我们认为随着暑假的来临和世界杯的结束，随着天气的逐渐转凉，以后 4 个月要达到日均接待人次 42 万人次应该不是问题。

目前世博会的凝聚人气效应对相关旅游类上市公司带来非常好的效益。锦江股份的餐饮业和锦江之星经济型酒店增长势头非常明显。锦江之星上海地区酒店的出租率在达到 100%的基础上，目前平均房价也上涨在 30%-60%之间。中青旅的乌镇景区接待人次也有一定程度的提高，根据我们的调研结果，乌镇 2010 年利润增长估计将超过 50%（比 2009 年同期，2009 年乌镇实现利润为 9065 万元），黄山旅游在票价提升的基础上，人次估计也有很大的提高，业绩提升也比较明显。

图表 8：上海世博会票检入园人数统计



资料来源：世博会官方网站 山西证券研究所

5、三游市场 2010 年将呈现并长趋势

我们认为分析上半年旅游行业，国内游在经济复苏和世博会、春节和端午黄金周事件的刺激下，下半年在广州亚运会的刺激和世博会的继续驱动下，2010 年

增长幅度应该达到 15%，入境游虽然增幅不大，但 2010 年实现 5% 的增长应该问题不大，值得一提的是，随着人民币升值和中国中产阶级的逐步崛起，出境游目前增长速度发展很快。

二、旅游类上市公司一季度经营情况回顾

我们关注的 26 只旅游类上市公司（包括旅游板块 18 只股票、酒店板块 5 只和餐饮板块 3 只），2010 年一季度共实现营业收入为 75.66 亿元，比去年同期增长 67.66%，实现营业总成本为 67.76 亿，比去年同期增长 57.02%，实现营业利润为 10.10 亿，比去年同期增长 99%，实现归属于母公司的净利润为 6.64 亿，比去年同期增长 59.05%。

其中旅游综合类板块一季度实现旅游收入为 61.79 亿，比去年同期增长 84.91%，实现营业总成本为 55.15 亿，比去年同期增长 72.04%，实现营业利润为 8.29 亿，比去年同期增长 147.64%，实现归属于母公司的净利润为 5.23 亿，比去年同期增长 114.94%。酒店类上市公司一季度实现营业收入为 7.10 亿，比去年同期增长 22.67%，实现营业总成本为 6.67 亿，比去年同期增长 16.27%，实现营业利润为 9639 万，比去年同期下降 16.56%，实现归属于母公司的净利润为 8115 万，比去年同期下降 39.87%。餐饮类上市公司一季度实现营业收入为 6.76 亿，比去年同期增长 14.32%，实现营业总成本为 5.95 亿，比去年同期增长 10.83%，实现营业利润为 8483 万，比去年同期上升 48.00%，实现归属于母公司的净利润为 5958.70 万，比去年同期增长 52.66%。

26 家上市公司的经营情况分板块统计情况见图表 9：旅游酒店餐饮板块一季度经营情况统计表。

从图表中我们可以看出餐饮板块中，湘鄂情一季度经营增长情况最好；

酒店类板块中，金陵饭店和新都饭店一季度相对经营情况较好，其余三家除东方宾馆亏损外，另外两家净利润同比下降都高达 60% 以上。

旅游综合类板块中，一季度经营情况比较好的有三特索道、桂林旅游、华侨城 A、中国国旅、黄山旅游、中青旅和首旅股份。

图表 9：旅游酒店餐饮板块一季度经营情况统计表 单位：（万元）

证券简称	营业总收入	增长%	营业总成本	增长%	营业利润	增长%	归属母公司股东的净利润	增长%
湘鄂情	24234.12	25.70%	16925.57	17.26%	4386.67	86.37%	1428.18	113.80%
全聚德	30520.65	12.77%	24427.29	11.56%	3580.67	25.23%	2116.60	21.32%

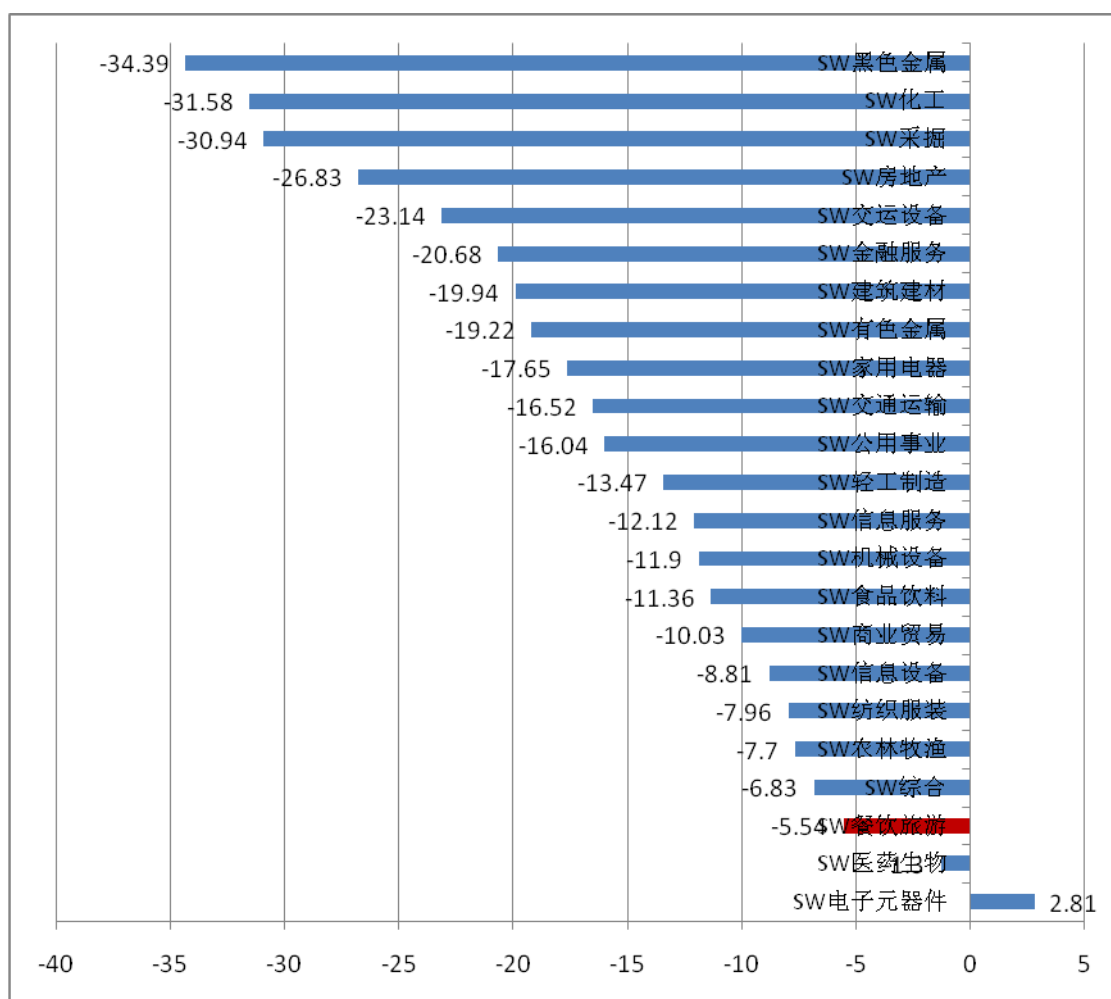
西安饮食	12876.61	0.48%	12295.55	0.52%	516.63	-0.53%	358.46	-5.87%
餐饮板块合计	67631.38	14.32%	53648.41	10.83%	8483.96	48.00%	3903.24	52.66%
金陵饭店	13425.49	10.27%	11416.38	8.00%	1813.36	36.23%	1156.13	34.74%
新都酒店	1558.16	9.53%	1923.91	8.40%	(365.76)	3.83%	(365.78)	3.88%
锦江股份	21390.85	26.64%	20997.09	30.28%	5831.95	-51.44%	5604.96	-43.46%
华天酒店	28705.59	30.71%	26217.24	19.77%	2476.24	6814.95%	1790.20	-57.31%
东方宾馆	5991.12	9.15%	6096.89	-12.59%	(115.84)	-92.13%	(69.63)	-93.77%
酒店板块合计	71071.21	22.67%	66651.51	16.27%	9639.95	-16.56%	8115.89	-39.87%
三特索道	3824.25	13.23%	4580.03	40.72%	-784.80	-739.10%	-1127.37	476.42%
九龙山	171.97	-60.63%	1550.83	-34.35%	2903.61	151.57%	2024.15	283.87%
桂林旅游	7431.23	81.02%	8247.13	88.49%	-578.26	165.04%	-573.29	177.82%
华侨城 A	213344.82	416.62%	173964.64	286.35%	47721.09	320.32%	33158.18	132.04%
ST 东海 A	1396.29	19.50%	1276.22	15.38%	120.08	92.72%	104.14	86.24%
中国国旅	171884.63	49.71%	155846.36	49.52%	18702.97	54.39%	10936.16	82.02%
黄山旅游	13054.50	8.11%	13740.01	11.72%	-665.17	173.34%	-673.91	57.26%
世博股份	2288.55	-15.76%	3078.27	-7.73%	-789.72	27.51%	-863.52	40.56%
中青旅	110833.34	29.82%	104782.74	29.08%	7060.58	59.09%	4144.96	24.50%
首旅股份	57250.69	46.14%	46555.19	52.77%	10582.90	24.64%	6146.32	21.80%
国旅联合	5929.85	6.71%	5715.79	7.21%	222.49	-13.19%	239.25	8.79%
西藏旅游	390.50	-4.14%	1465.29	0.02%	-1111.80	2.83%	-1088.61	1.96%
大连圣亚	1341.28	7.99%	2382.40	-1.20%	-1041.12	-10.97%	-1012.63	-12.90%
丽江旅游	4720.66	56.18%	3894.88	108.93%	992.12	-14.35%	668.01	-18.21%
*ST 张股	1021.05	27.99%	2298.52	14.10%	-1277.25	4.98%	-463.40	-60.39%
西安旅游	5362.20	17.18%	5544.44	7.44%	-197.58	-67.25%	-219.98	-65.15%
北京旅游	3961.36	9.48%	3849.66	-0.83%	56.73	-140.35%	68.31	-160.97%
峨眉山 A	13660.10	31.48%	12705.31	17.83%	954.78	-342.91%	831.22	-322.12%
旅游综合板块合计	617867.27	84.91%	551477.71	72.04%	82871.65	147.64%	52297.99	114.94%

数据来源: Wind 资讯 山西证券研究所

三、旅游类上市公司从年初到目前二级市场走势分析

分析今年年初到 6 月 29 日板块区间涨跌幅情况 (见图表 10), 我们可以看出旅游餐饮类板块相对别的板块二级市场走势较强, 排名仅次于电子元器件和医药生物, 这也比较符合我们年初给予行业“看好”评级。

图表 10: 板块区间涨跌幅排名（申万一级行业，区间为：本年初到 6 月 29 日，单位：% ，流通市值加权平均）

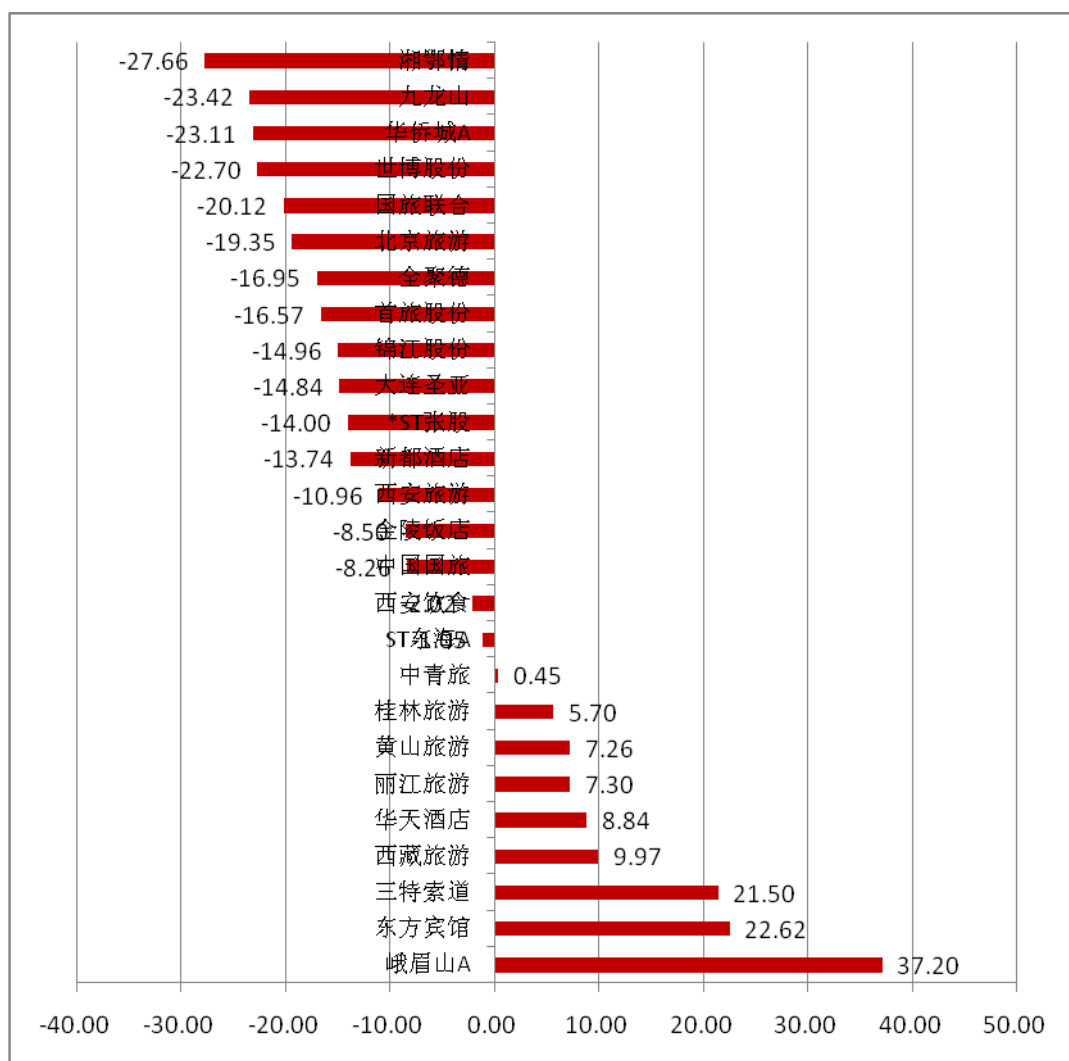


数据来源：Wind 资讯 山西证券研究所

分析今年年初到 6 月 29 日板块中个股区间涨跌幅（见图表 11），我们可以看出驱动旅游板块走强的个股主要为峨眉山 A、东方宾馆、三特索道、西藏旅游、华天酒店、丽江旅游、黄山旅游、桂林旅游和中青旅。

和一季度业绩增长情况相对应，我们可以看出公司基本面情况和二级市场走势并没有保持一致，二级市场走势较好的还是具有主题投资概念如区域振兴概念的个股，尤其是中西部板块的旅游个股走势较好，如峨眉山、三特索道、华天酒店，这三个个股都处于中西部城市。而东方宾馆却是有着概念类个股（资产注入和亚运会概念），西藏旅游处于西部，有着区域振兴概念，黄山旅游有着中部城市概念。显而易见，主题性投资是旅游餐饮酒店板块的投资趋势，跟基本面近期增长存在一定的背离。

图表 11：个股从本年初到 6 月 29 日区间涨跌幅排名 单位：%

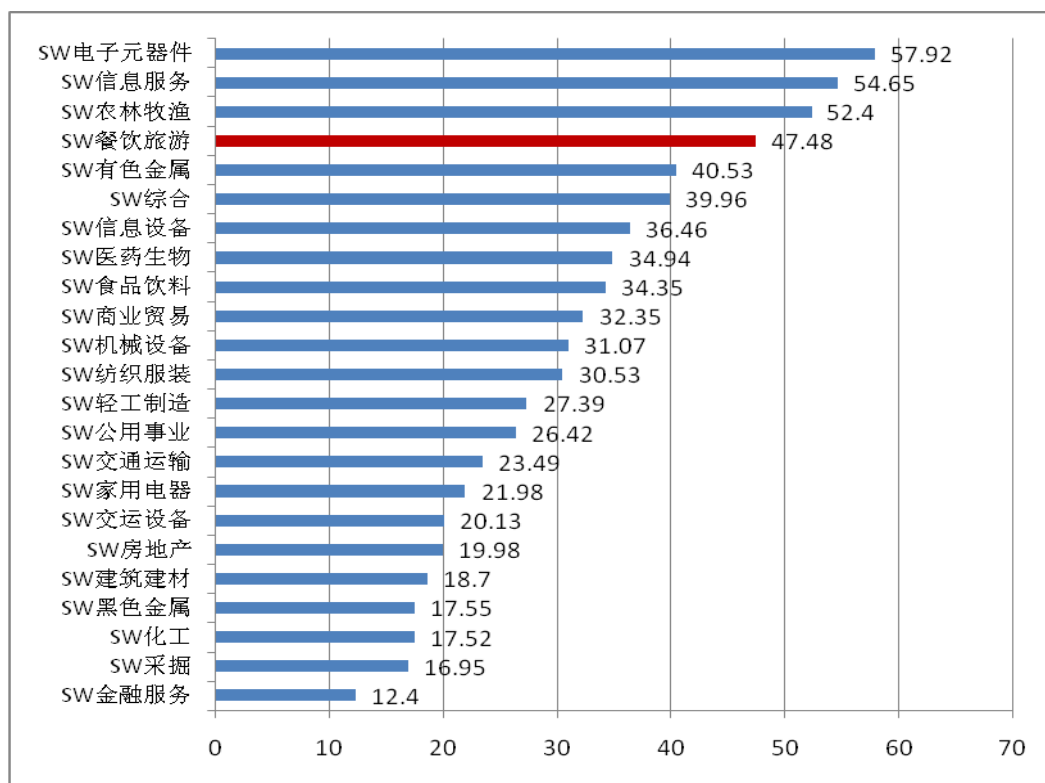


数据来源：Wind 资讯 山西证券研究所

分析本年初到 6 月 29 日各板块 PE 情况（见图表 12），我们可以看出餐饮旅游类板块目前 PE 相对较高，达到 47 倍，仅次于电子元器件、信息服务和农林牧渔。我们认为这也是市场对其未来发展空间的良好预期。

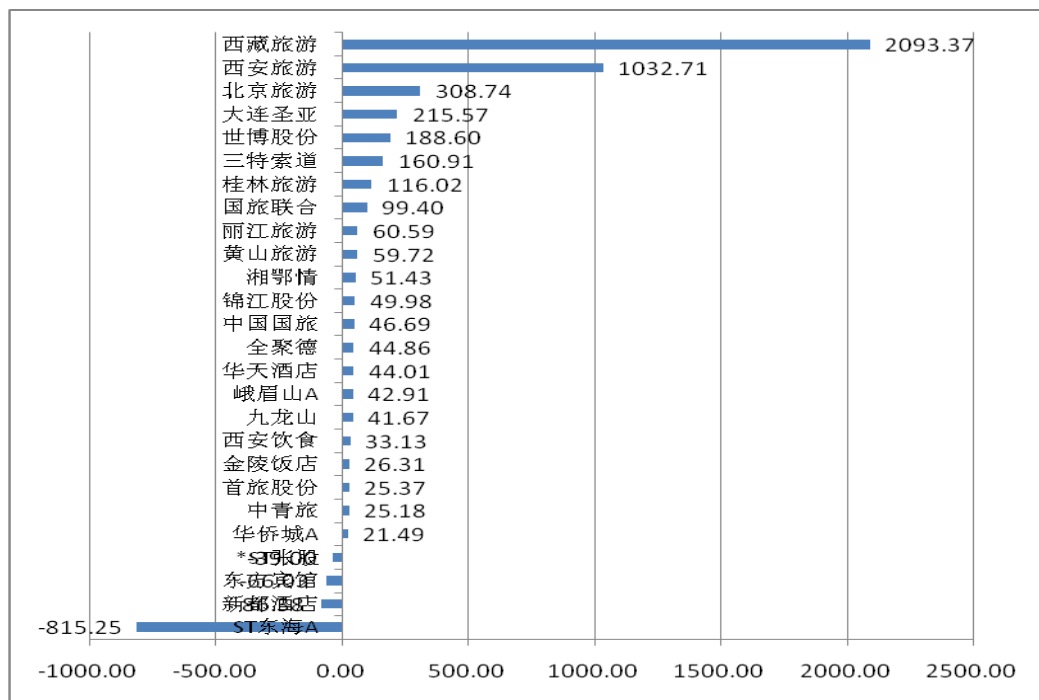
分析年初到 6 月 29 日板块个股 PE 情况（见图表 13），我们可以看出旅游板块整体 PE 较高，比较低的 PE 个股为华侨城 A、中青旅、首旅股份、金陵饭店、峨眉山等。

图表 12: 年初到 6 月 29 日板块行业市盈率排名 (剔除负值, 用整体法)



数据来源: Wind 资讯 山西证券研究所

图表 13: 年初到 6 月 29 日板块个股市盈率排名 (TTM, 交易日期为 6 月 29 日)



数据来源: Wind 资讯 山西证券研究所

四、2010 年下半年行业评级和投资策略

继续维持年初“看好”评级。我们认为，在资本市场仍处在弱势的情况下，下半年旅游餐饮类上市公司二级市场主题投资还将是主旋律。

我们认为，在国务院出台大力发展旅游业的意见出台后，旅游类上市公司正迎来前所未有的投资高潮；我们认为所有旅游类上市公司多多少少均受益于高铁带来的旅游人次的增长。旅游类上市公司中，很多公司更是多重概念集聚一身。旅游概念有海南国际旅游岛获批、高铁时代、区域振兴计划、中部城市群经济崛起、资产注入、旅游实验田改革区、广州亚运会等。

我们还是延续 2010 年年初的策略报告的观点，旅游业未来迎来 10 年发展黄金机遇期，人均 GDP 超过 3000 美元，旅游需求正出现多元化，出境游迎来爆发增长期。在此背景下，我们认为，在中国目前 80% 的财富集中在 20% 的中产阶级手中的背景下，在中国目前低收入人群占到总人口比例为 70% 的条件下，我们一方面要把握关注受益高铁、中部城市崛起和特殊振兴机遇上市公司进行主题性投资，更应注重市场经济原则，关注目前拥有增长前景、经营良好的拥有观光旅游景区和综合度假类景区的上市公司进行投资，如中青旅和桂林旅游。关注具有其他经营模式的一些酒店和旅游公司进行投资，如中国国旅和锦江股份。

1、关注受益高铁和中部城市群崛起的旅游上市公司

我们认为高铁和中部城市崛起将驱动旅游业未来十年将迎来新一轮行业增长。

根据铁道部发布的《中长期铁路网规划》（2008 年调整），到 2012 年，以高铁为主的客运专线和城际铁路将达到 1.3 万公里，我国将成为世界上高铁运营里程数最长的国家。而我国也将正式进入高铁经济时代。根据规划，到 2014 年，我国将基本形成“四纵四横”客运专线、城际客运系统以及跨区域客运专线。

高铁最低营运速率为 250 公里/小时，京津城际高铁速率达到 350 公里/小时，高铁运输乘客的速度较传统交通方式大大加快，使得旅游可达性大大提高。根据铁道部的规划，未来省会城市和周边省会城市的高铁旅游半径将为 2-3 小时，省会城市和周边城市高铁旅游半径为 1-2 小时，而北京到全国各省会城市高铁旅游时间控制在 8 小时之内。

高铁不仅缩短了旅游半径，变长途旅游为中、短途旅行，更为难得的是高铁价格与民航票价相比，具有一定价格优势。另外，高铁的规模优势更为明显，高

铁在提高速度的同时，频次也大大提高，使得运输人次比传统铁路和民航班次大大增加。

我们认为高铁对于铁路网上的枢纽城市带动最大，北京、上海、深圳、广州作为一线城市，受益是非常自然的，但中部城市群，包括郑州（中原城市群）、武汉（武汉城市群）和长沙（长株潭）、成都、重庆、合肥、西安等在国家进行产业转移的背景下未来受益将更为强烈。产业转移以及中部城市群的崛起是中国经济目前发展的主要方向，我们尤其看好中部各个城市群以及成渝经济区的消费升级前景，在未来4年，我们认为中部城市如武汉、长沙、合肥、郑州等不仅将是未来中国高铁及高速公路网络的重要结点和“综合交通运输枢纽”，未来各个城市群还将建设城际高铁客运系统。那么，距离上述枢纽城市较近的拥有景区的旅游类上市公司将迎来更多的客源从而受益最多。

我们认为旅游类上市公司将普遍受益于高铁和中部城市群的崛起。在高铁经济和城镇化加速发展的背景下，中部城市群将承接产业转移，经济发展水平逐渐提高，消费能力逐渐增强，中西部地区消费升级对拥有中部这些城市群及周边的景区类上市公司将带来发展机遇。我们建议关注黄山旅游（黄山风景区2010年受益世博会、有效票价提升和房地产结算、受益皖江城市群的崛起、受益未来三条高铁建成通车途经黄山、）；峨眉山A（受益2014年完工的成贵铁路客运专线、受益成渝经济特区的建设、受益资产注入预期）；三特索道（公司在中部二、三线城市实现了景区连锁经营，高铁和中部城市群崛起对公司受益最大、尤其是武广高铁的开通和鄂西景区建设，受益武汉作为中部城市交通枢纽地位）。

2、继续关注特殊振兴机遇受益的上市公司

继续关注受益海南国际旅游岛建设的上市公司，主要有三特索道（海南陵水拥有景区猴岛和索道，年接待人次目前已达100万人次；增发项目海南浪漫天缘项目未来增长明显受益国际旅游岛建设）；中国国旅（作为目前国内4家免税运营商，中免公司是唯一一家全国性免税运营商，其更有望获得海南免税（包括离岛免税）业务的经营权，增长前景良好）；首旅股份（拥有三亚南山文化旅游区，是海南首批5A景区，但存在和三亚市政府门票分成的隐患）。

关注拥有旅游实验改革区的上市公司，主要有桂林旅游（桂林国家旅游综合改革试验区，公司同时拥有资源掌控和整合能力，拥有受益东盟自贸区建设带来的东盟游客机遇）；丽江旅游（云南国家旅游综合改革试验区，云南旅游业资本运作平台，云南旅投入主后资产注入预期）。

关注亚运会受益的上市公司，主要有东方宾馆（广东岭南集团资产注入预期及亚运会机会）。

关注受益北京国际旅游城市建设的上市公司，主要是中青旅（北京密云打造“类乌镇”经营模式的综合旅游度假区，未来发展前景良好，公司极具中长期投资价值）。

3、酒店类关注锦江股份和华天酒店

锦江股份资产置换后变成中国唯一一家国内上市的经济型酒店王者，作为餐饮与经济型酒店的上市公司，锦江之星的市场占有率仅次于如家，受益世博会，目前上海地区酒店的出租率在达到 100%的前提下，平均房价上涨 30%-60%，2010 年 6 月份并表，酒店业业绩增长确定，另外，公司的餐饮业（主要是参股上海地区肯德基和无锡、杭州、苏州肯德基）增长趋势也明显。公司拥有的这两项业务今年将充分受益上海世博会，未来将充分受益于上海两个中心的建设及迪士尼的建成。

关注华天酒店，中部华天城项目是华天酒店“酒店+地产+旅游目的地”的第一次尝试，其目标消费群体主要是长株潭居民，2011 年长花灰韶高速的开通将使灰汤温泉到长沙距离缩短到 57 公里，车程只需半个小时。同时，高铁的开通有利于中部华天城以及华天酒店后续景区项目的长期客源增长。

五、风险提示

突发事件（自然灾害）常态化风险、国内国际经济波动性增强风险，复苏不确定性风险等。

六、附下半年重点推荐上市公司调研报告

中青旅(600138)调研报告：密云再造“乌镇”前景广阔 慈溪玫瑰园 2011 年步入结算期

● 我们认为公司具有较强的应对市场变化能力，创新能力非常突出。针对旅游行业个性化需求逐渐加大，散客化趋势逐渐明显，公司的应对战略模式主要是紧抓以下三方面：首先对传统旅游产品进行升级改造，全力打造自由行产品；其次，紧抓旅游资源，积极打造旅游目的地，如公司目前的乌镇景区的打造和未来同北京密云县政府战略合作打造“古北水镇国际旅游综合度假区”类乌镇模式；第三，大力发展会展服务，成立会展中心，并且会展业务目前增势喜人。

● 密云再造“乌镇”发展前景广阔，未来也不排除定向增发筹资。统计资料显示，截至 2009 年末，北京市常住人口达到 1755 万人，比 2008 年末的 1695 万人增加 60 万人，北京市已经连续三年每年增加常住人口 50 万人以上。在北京市常住人口 1755 万人中，外来人口 509.2 万人，占北京市常住人口的比重为 29%。北京已成为中国北方最大的客源市场是毋庸置疑的。目前，密云这个项目计划注册资本金 10 个亿，其中中青旅公司出资 4.2 亿，乌镇出资 1.8 亿，其余 4 个亿由战略投资者持有。我们调研了解到，此项目计划总投资 20 个亿，估计还有可能得到相关政府补助 10 个亿左右。公司会根据项目进展情况来决定之后筹集资金方式，目前也不排除以后进行增发募集发展项目资金。公司和密云县政府签署战略合作协议，初步决定拆迁成本由政府付出，目前需要拆迁的住户大概在 100 户左右，公司只需要付出土地成本。我们认为密云“古北水镇国际旅游综合度假区”项目由于继续承继乌镇那种具有完整清晰的产权，从而使公司的运作内在机制和公司治理是市场化的；由于是继续进行“观光+度假”、“门票+非门票”类乌镇的综合服务模式，从而使此项目的盈利前景非常可观；由于是处在北京 200 公里半径消费腹地，地理位置非常优越，我们认为项目成熟后也许达到年 400 万人次暂时比较困难，但也是非常有可能的。公司公告称计划 2013 年建成运营，调研了解到其实公司更希望在 2012 年底就投入运营。由于密云“古北水镇国际旅游综合度假区”项目和公司地理位置比较相近，我们认为此项目更能发挥公司旅游主业和景区资源的协同作战性，公司对此项目的支持力度要十倍于公司对乌镇的支持力度。我们认为此项目定位准确，适合市场需求，未来市场情景广阔。

● 公司改募投资资金可提高相关主业经营的盈利能力。公司最近召开的第二次临时股东大会通过了改募投资资金计划，我们认为改募投资资金后，公司的资源采购能力加强了，平台采购能力大大增强，公司的自由行业务在上海也得到极大改善。总之，公司的旅游主营业务的盈利能力将在之后得到一定程度上的提升。

- **乌镇 H 股上市只在酝酿阶段，乌镇在世博效应下增长更加明显。**针对市场传闻公司乌镇将赴 H 股上市，公司明确表示只是酝酿阶段，能否成行还有待有关部门批复和同意。分拆上市其实在资本市场上是有政策可循，有例可鉴的。世博会对乌镇的经营 2010 年是锦上添花，乌镇将继续保持高速度的增长。目前乌镇南栅的开发已经列入公司发展日程中。
- **慈溪玫瑰园预售情况良好，结算发生在 2011 年，之后步入结算期，未来还将继续和绿城合作进行房地产开发。**慈溪玫瑰园总建筑面积大概为 23 万平方米，目前预售情况良好，我们通过当地房地产管理中心了解到，截止 2010 年 6 月 9 日，此项目开盘可供出售面积为 6.21 万平方米。2009 年预售了 1.73 万平方米，均价为 20921 元/平方米，预售金额为 3.6206 亿，2010 年目前开盘预售了 3.0826 亿，均价为 16707 元/平方米，预售金额为 5.15 亿。总预售金额目前为 8.78 亿左右，这部分预售收入将在 2011 年进行收入确认。我们以均价 18000 元/平方米计算，慈溪玫瑰园大概总收入在 40 个亿左右，净利润大概为 6 个亿左右。目前看，如果从 2011 年进入结算期，按 2013 年结束。每年平均净利润在 2 个亿左右。保守计算，我们暂给予 2011 年大概 1 个亿左右的房地产净利润，2012 年一个亿左右的净利润，2013 年也大概是 2 个亿左右的净利润估计。房地产虽然目前政策还是不太乐观，但公司表示，未来还会选择市场合适机会继续和绿城进行合作。
- **公司投资收益 2010 年可能要大幅度下滑。**公司 2009 年投资收益（出售可供金融资产所得）高达 5700 万左右，目前公司持有中国石化，投资账面亏损，我们认为行情今年难以乐观，公司 2010 年的投资收益高入账的时代将难以重现。一季报资料显示，公司出售可供出售金融资产的投资收益为 500 多万元。
- **公司其他业务将继续保持增长。**一季报资料和目前市场状况表明，公司其他各项业务 2010 年将继续保持增长。
- **云南省电脑福利彩票代理业务经营权到期后存在难以继续的风险。**公司西南三省彩票代理业务一直以来稳定发展，但存在云南省代理权将于 2011 年中期到期，公司也表示尽量争取继续经营权利，但不排除难以继续经营的风险。
- **催化因素：分拆上市概念。**
- **风险因素：突发事件常态化风险、国内国际经济波动性增强风险、公司房地产业务结算不确定性风险、公司投资项目失败风险。**
- **投资建议：国家大力支持旅游行业的发展，并作为战略支柱性产业给予扶持的政策非常明朗，旅游行业未来十年将是黄金发展机遇期，公司抓住历史发展机遇，**

依靠北京市《关于全面推进北京市旅游产业发展的意见》，打造密云“古北水镇国际旅游综合度假区”类乌镇，盈利前景非常广阔，我们认为公司极具中长期投资价值，我们暂给予公司 2010-2012 年的 EPS 将分别为 0.32、0.66、0.68 元，以 15.99 元/股价格计算，对应的动态 PE 分别为 48、24、23。由于公司 2010 年业绩下滑已成趋势，2011 年业绩增长也将是趋势，公司极具中长期投资价值，但考虑到系统性风险，综合考虑，维持公司评级为“买入”。



桂林旅游（000978）调研报告：世博对桂林旅游稍有分流 两江四湖是未来盈利增长主要看点

- **世博对到桂林旅游的人数稍有分流。**我们通过和出租车司机、当地旅游景点的接待点实地调研了解到由于世博会的原因，一季度到桂林旅游的人数比往年稍有减少。世博对到桂林旅游的人们稍有分流。但在去漓江的游船外事码头，我们看到欧美客人还是挺多。公司阳朔青年旅馆接待点的营业人员告诉我们，虽然世博对公司旅游人数有点分流，但她最近接待的从上海世博会到桂林的外国游客也很多。我们判断，由于桂林旅游的旅游旺季还没有来，世博对公司是分流还是共赢还有待随着时间的进展来进一步观察。
- **“两江四湖”是未来盈利增长的主要看点。**“两江四湖”作为公司定向增发的主要项目，我们实地考察，认为公司的两江四湖项目经过两到三年的市场培育，今后会成为公司盈利增长的主要看点。两江四湖有很大的发展潜力，我们认为主要有以下几点：1、作为桂林市政府大力推出的人文景观和“两江四湖”项目的“一江抱城流”及几十座各种各样的桥梁和灯光，未来有可能成为游客只要到桂林一定去夜游或日游的必要产品；2、“两江四湖”还有一定的价格上涨空间；3、“两江四湖”未来产品整合不仅可以提高大瀑布酒店的出租率，还可以提高此项目的游览价值，我们尤其看好公司将可能于六月份在夜游“两江四湖”推出的漓江花月夜表演带给“两江四湖”丰富的游览内容，下半年夜游的结算价格将从目前的105元提升到120元，有利于公司的业绩提升。鉴于“两江四湖”良好的未来增长前景，我们认为未来4年，两江四湖将可能以每年平均1000万的净利润增长。2010年有可能带来1000万元以上的净利润，2011年可能带来2000万元以上的净利润，2012年可能带来3000万元以上的净利润，2013年可能带来3000万元以上的净利润，经过4年的培育后，稳定净利润可能在5000万元以上。
- **福隆园房地产将于2012年结束。**公司定向增发的房地产项目，2010年将可能贡献2500万元的净利润，此项目合计带来净利润为1.2亿元，于2012年基本结算结束。
- **桂林大瀑布酒店正步入盈利通道。**公司负债式承购大瀑布酒店，将于6月份完成归还2.02亿银行贷款的计划，2010年可以节省财务费用大约为600多万，酒店目前出租率和平均房价基本保持平稳。酒店地理位置极佳，随着公司对“两江四湖”产品的进一步整合，酒店码头的建成，在酒店的负债率从接近90%下降到30%左右的良好基础下，酒店的盈利能力将会得到进一步提高，我们认为大瀑布酒店2010



年开始将步入盈利通道，未来达到 2000 万左右的净利润是非常值得期待的。

● **银子岩提价后业绩将保持稳定增长。**公司的银子岩项目 2010 年提价 15 元，2010 年旅游人数将可能达到 100 万左右，我们判断银子岩 2010 年净利润将可能达到 2500 元左右。实地考察，银子岩项目二期工程的游客接待中心正在建设中，将于下半年开业。我们认为，随着高铁、高速、机场等交通设施的进一步改善，旅游人数的增加将是未来趋势，银子岩未来盈利保持稳定增长将非常值得期待。我们认为，银子岩大二期改造工期可能没有公司之前公布的那么乐观，应该在 2 年内完成。但银子岩改造并不会影响到目前银子岩的游览人数和利润。

● **七星公园有很强的提价预期。**公司的象山公园提价后，我们判断 2010 年将增加公司净利润空间为 300 万左右。同时，公司的七星公园于 2004 年提价后价格一直没有变化，我们判断七星公园提价将是趋势。

● **井冈山旅游未来将保持稳定增长。**2008 年井冈山由于投资的原因，公司亏损。2009 年实现净利润 800 万左右。调研了解到，井冈山游客接待中心建成运营已步入正轨，未来保持盈利增长值得期待。

● **催化因素：**桂林旅游实验改革城市的建设对桂林旅游的影响最大。桂林市正在成立课题研究小组，我们分析如果能有海南国际旅游岛的部分政策优惠，对桂林旅游的发展将是很大利好。

● **风险因素：**旅游行业的脆弱性及国际国内经济复苏的不确定性；公司旅游人数增长达不到增长预期从而降低盈利空间。

● **投资建议：**国家大力支持旅游行业的发展，并作为战略支柱性产业给予扶持的政策非常明朗，旅游行业未来十年将是黄金发展机遇期，而桂林旅游作为旅游实验改革城市将迎来二次创业的历史机遇。更难能可贵的是公司目前基本掌控了桂林市及周边的核心旅游资源，同时加大了旅游资源的整合力度。我们认为公司掌控旅游资源的核心竞争力比较突出，在可达性逐步提高的基础上，公司的优势将越来越明显。未来三年及之后公司实现盈利增长非常值得期待。公司定向增发加上转增股本后（我们预计可能于 5 月底完成转增股本），公司股本将达到 36010 万股，公司股价目前为 11 元左右，在此股本的基础上，我们保守估计，公司 2010-2012 年的 EPS 将分别为 0.25、0.37、0.50 元，对应的动态 PE 分别为 44、29、22。我们认为公司除权下来，股价将低估，而公司极具中长期投资价值，综合考虑，给予公司“买入”评级。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。