

走出冬天,“升”机盎然

推荐(维持)

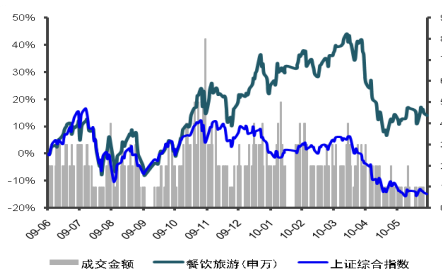
——2010 年下半年餐饮旅游行业投资策略

报告摘要:

市场数据

餐饮旅游指数	2451
三个月涨跌幅	-22.9%
上证综合指数	2398
沪深 300 指数	2546

行业相对股价表现



相关研究

分析师:

李项峰 (S0120109030554)

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

刘晓华(联系人)

8621-68761616-8515

Liuxh@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼,200122

http://www.tebon.com.cn

升机盎然的旅游行业: 2009年在逆境中前行的旅游行业,在10年进入景气上升通道。入境游已度过金融危机进入了正增长的通道,出境游09年以来一直保持“牛市行情”,国内游持续保持较强增势,在经过一段时间的稳定增长后,将逐渐向以服务取胜的品质竞争阶段过渡。此外,旅游其它各细分行业如景区、酒店、餐饮等均有不同程度的增长。

预计10年旅游业占GDP比重将进一步提升。在景区旅游中,我们认为黄山、峨眉山和海南等景区将是今年的看点,而桂林和丽江由于受到西南旱情影响,客流量面临较大压力。酒店行业10年将全面恢复回暖,RevPar普遍上升,我们建议在短期关注高星级酒店业绩弹性,在长期更看好经济型酒店的发展空间。

旅游行业下半年强劲的增长动能来源于: 一是行业抗风险能力提升;二是国民收入水平上升带来的旅游消费需求上升;三是金融危机后国内外经济回暖,居民乐观预期带来的旅游消费支出增加;四是国家扶持性政策和区域规划政策的影响以及2010年旅游方面的利好政策预计还将层出不穷;五是交通等硬件设施大幅度改善;六是10年行业重组与整合、世博会、亚运会以及海南国际旅游岛规划等重磅题材。

行业估值及重点公司推荐: 目前餐饮旅游行业整体 PE 为 35 倍,相对 A 股市场的溢价率为 2.6,略高于历史均值(06 年以来的均值为 2.4)。国内旅游行业长期景气的发展态势赋予了市场给予其更高的估值溢价。尽管目前行业相对估值偏高,但绝对估值在前期调整之后已趋合理,具有一定投资机会。我们相对看好世博、海南相关概念股及部分景区资源类、成长和区域整合类公司,建议下半年重点配置的公司排序为:[首旅股份\(600258\)](#)、[中国国旅\(601888\)](#)、[中青旅\(600138\)](#)、[峨眉山 A\(000888\)](#) 及 [黄山旅游\(600054\)](#) 等。

风险提示: 经济恢复低于预期;旅游业脆弱而敏感,受疾病、突发性自然灾害等不确定因素影响较大;餐饮业受原材料价格上涨和人力成本增加,盈利面临更大压力。

目 录

1.行业回顾及展望	1
1.1 2009 年旅游行业在逆境中前行	1
1.2 2010 年上半年旅游行业“升”机盎然	1
1.3 旅游各子行业经营情况整体趋好	2
1.3.1 旅行社出入境游、国内游情况	2
1.3.2 国内景区经营情况	5
1.3.3 国内酒店业经营情况	6
1.3.4 餐饮行业经营情况	8
2. 2010 年下半年旅游业投资逻辑.....	9
2.1 中国旅游业抵御风险的能力已经大大增强.....	9
2.2 世博效应超出市场预期	10
2.3 政策向好,区域旅游规划相继出台	10
2.4 交通便利使得出游人数激增	12
2.5 国民收入水平持续上升带来的旅游消费需求上升.....	12
2.6 下半年行业主题投资机会多	13
3.行业估值	14
4.重点公司推荐	15
4.1 首旅股份（600258）:酒店业绩弹性大,景区业务是支撑.....	15
4.2 中国国旅（601888）:国内旅游业中的第一品牌.....	17
4.3 中青旅（600138）:一体两翼振翅飞,策略投资放光芒	17

图 表

图表 1 历年全国旅游收入及增长	1
图表 2 2010 年 1 季度部分省市旅游收入.....	2
图表 3 主要城市入境游人数增长	2
图表 4 2010 年春节黄金周收入及人均支出增长.....	2
图表 5 2010 年五一黄金周主要城市旅游收入排名.....	2
图表 6 国内旅行社数量增长	3
图表 7 十省市旅行社总量占比	3
图表 8 旅行社业务收入占比	3
图表 9 旅行社业务利润占比	3
图表 10 旅行社业务毛利率(%)	4
图表 11 历年入境游人数及增长.....	4
图表 12 历年国内游人数及增长	5
图表 13 历年出境游人数及增长	5
图表 14 历年各景区门票大幅提升	5
图表 15 历年黄山接待游客人数及增长.....	5
图表 16 历年峨眉山接待游客人数及门票收入	6
图表 17 历年上海星级酒店 RevPAR 呈现下降趋势.....	7
图表 18 2010 年前 4 月份上海星级酒店 RevPAR	7
图表 19 2010 年前 4 月份北京星级酒店 RevPAR.....	7
图表 20 近年国内经济型酒店增速迅猛.....	8
图表 21 历年国内餐饮零售额及增长	9
图表 22 历年影响国内旅游市场的诸多不确定因素.....	9
图表 23 世博园接待游客人数（万人次）	10
图表 24 下半年旅游行业 SWOT 分析	13
图表 25 旅游 PE 相对市场溢价.....	15
图表 26 近一年旅游行业指数走势	15
图表 27 南山文化公司盈利预测	16
图表 28 南山景区构成公司业绩主要支撑.....	16
图表 29 首旅集团旗下酒店资源及酒店管理公司.....	17

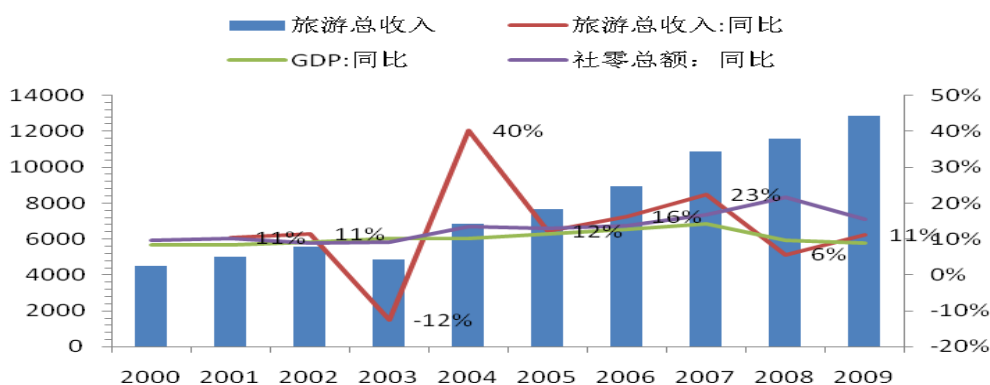
1. 行业回顾及展望

1.1 2009 年旅游行业在逆境中前行

经济增长拉动国内居民消费水平上升，随国民生产总值的增加和居民消费能力的升级，旅游行业整体保持平稳增长，2005-2009的复合增长率CAGR为13.8%。旅游业是弹性比较大的行业，在平稳的年度增速要高于社零总额和GDP增速。08/09年金融危机导致消费能力大幅减少，旅游支出大幅缩水，09年爆发的甲型流感也影响了国内大众旅游的积极性。因此，与常年相比，08/09年国内整体旅游市场增速有所放缓。

2009年中国旅游业旅游总收入增长11.3%，其中国内旅游人数和收入分别增长11.1%和16.4%；出境旅游人数增长4.0%；全球金融危机笼罩下入境游呈现大幅下滑态势，入境旅游人数同比下降2.7%，其中入境过夜旅游人数下降4.1%，导致旅游外汇收入下降了2.9%。可见，2009年，中国旅游业在逆境中前行，尽管受到一定冲击，但市场整体运行依然好于预期。

图表 1 历年全国旅游收入及其增长



资料来源: WIND, 国家旅游局, 德邦研究

1.2 2010 年上半年旅游行业“升”机盎然

从今年一季度的情况来看，我国国内旅游人数达6.1亿人次，国内旅游收入为3430亿元。1-4月，中国入境过夜旅游人数达1781万人次，旅游外汇收入为142亿美元。中国公民出境旅游人数达1811万人次，经历了金融危机之后的中国旅游业开始进入新一轮全面增长阶段。

2010年一季度大部分省市旅游业总收入都实现高位开局，显示较为强劲的增长。

其中，在政策预期推动下，海南更是以36.2%的增幅高于往年。09年较为疲软的入境游在全球经济复苏下也呈现景气回暖趋势。

图表 2 2010 年 1 季度部分省市旅游业总收入

	旅游业总收入(亿元)	增长率
丽江	19.97	16.3%
昆明	56.71	26.5%
北京	6.82	6.6%
海南	86.17	36.2%
四川	448.97	32.3%
甘肃	32.38	21.9%
山东	513.30	22.6%
安徽	245.82	24.2%
福建	293.96	16.3%

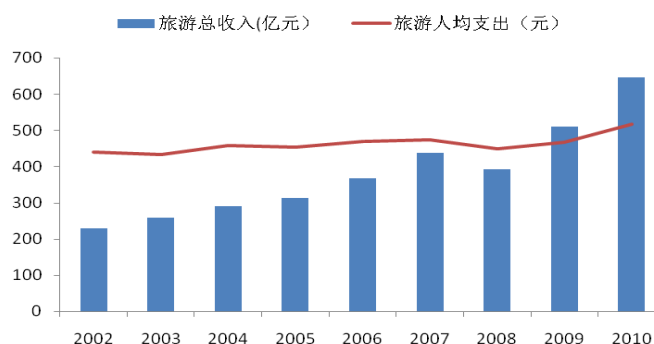
图表 3 主要城市入境游人数增长率 (%)

城市	2009	1M2010	2M2010	3M2010	4M2010	平均	排名
武汉	25.29	83.12	79.71	48.49	44.83	56.288	1
重庆	20.21	30.92	36.06	30.78	28.82	29.358	2
黄山	8.23	10.49	36.85	33.05	21.76	22.076	3
北京	8.83	36.31	19.77	22.07	21.73	21.742	4
无锡	2.97	24.8	27.97	25.16	24.24	21.028	5
西安	10.85	25.58	37.41	-9.37	30	18.894	6
成都	24.72	16.5	29.7	0.9	21.1	18.584	7
上海	1.31	25.7	14.79	24.41	25.78	18.398	8
苏州	0.76	25.72	20.94	21.92	20.32	17.932	9
天津	15.56	16.24	15.21	15.98	16.23	15.844	10

资料来源:德邦研究

从假日表现来看，2010年春节黄金周期间全国共接待游客1.25亿人次和实现旅游收入646.2亿元，比去年同期分别增长14.8%和26.9%。经济增长使居民保持乐观的收入预期，人均旅游支出在2010年也有所增长。上海五一黄金周期间旅游收入名列前茅，直接享受了世博会带来的收益。

图表 4 2010 年春节黄金周总收入和人均支出增长



图表 5 2010 年五一黄金周主要城市旅游收入排名

排名	城市	旅游接待人数(万人)	旅游收入(亿元)
1	上海	425	24.91
2	重庆	611.2	22.1
3	郑州	316.78	20.2
4	杭州	647.21	18.42
5	南京	248	17.94
6	青岛	143	15.6
7	广州	382.33	15
8	北京	536	14.2
9	成都	347.2	13.05
10	长沙	190	8.32
11	深圳	103.23	6.864
12	武汉	200	5
13	西安	139.49	4.98
14	厦门	40.06	4.38
15	天津	45	1.35

资料来源:德邦研究

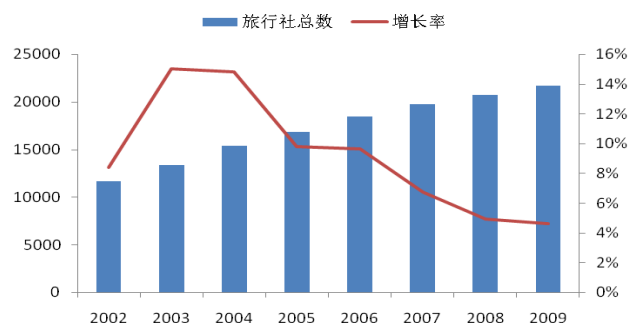
1.3 旅游各子行业经营情况整体趋好

1.3.1 旅行社出入境游、国内游情况

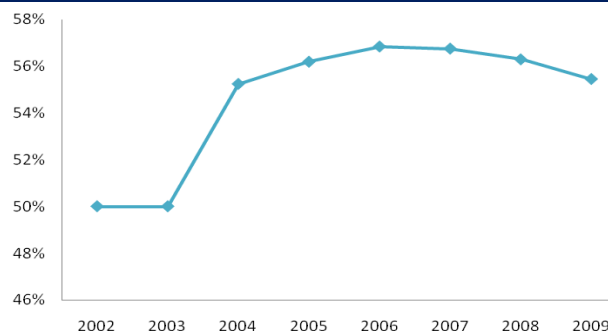
90年以来中国旅行社取得了较大的发展，目前全国共有21649家。2002-2009年全国50%以上的旅行社集中在我国沿海经济发达地区及中心城市，到2009年，旅行社数

量排在前十位的是：山东（1802家）、江苏（1704家）、浙江（1501家）、河北（1116家）、辽宁（1110家）、广东（1085家）、河南（1052家）、湖北（886家）、北京（875家）、上海（873家），十省市旅行社总量占全国旅行社总量的55.45%。09年国内旅行社业务毛利率平均为7.19%。旅行社的整合，毛利率的提升，以及中西部的发展仍有较大空间可以挖掘。

图表 6 国内旅行社数量增长



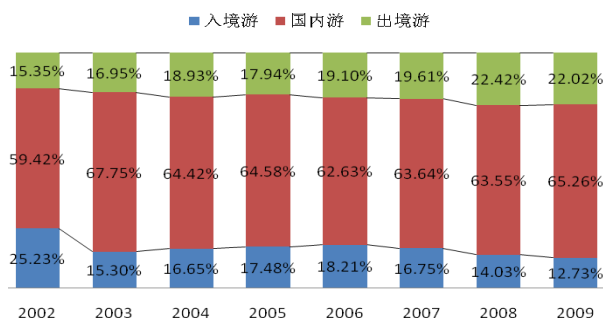
图表 7 十省市旅行社总量占比



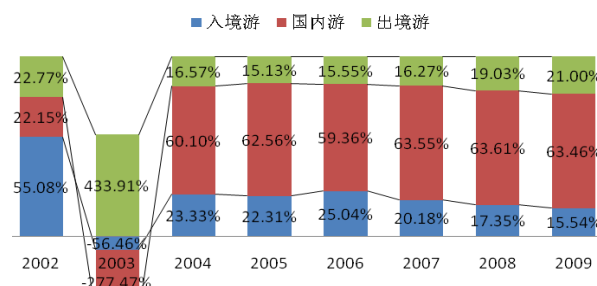
资料来源:德邦研究

2009年中国旅游市场呈现国内游快速增长、出境游平稳增长，入境游下降的态势。旅行社业务中，入境游略有下降，而国内游和出境游的收入和利润占比扩大，也显示国民旅游的热情高涨。我们从以下图表中看到，各业务的毛利率呈现上升趋势。

图表 8 旅行社业务收入占比

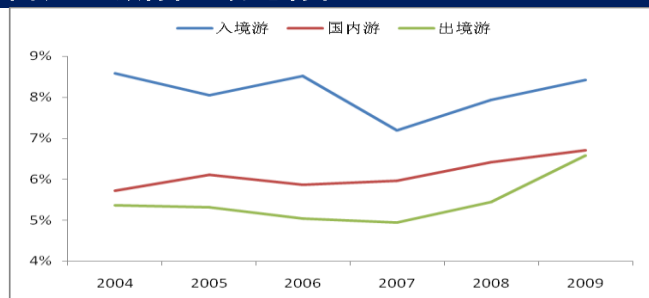


图表 9 旅行社业务利润占比

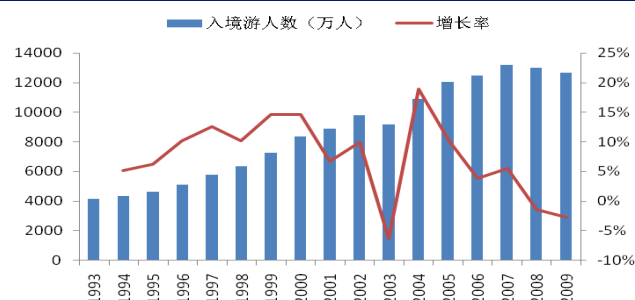


资料来源:德邦研究

图表 10 旅行社业务毛利率(%)



图表 11 历年入境游人数及增长



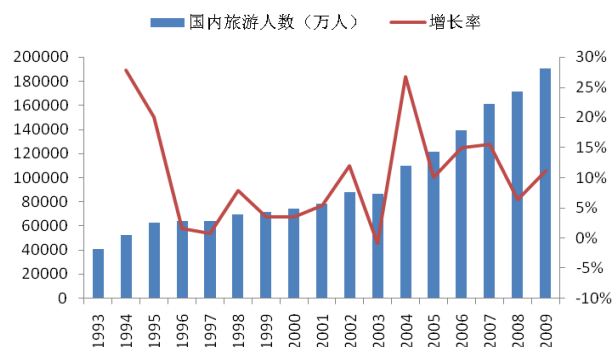
资料来源:德邦研究

入境游08年/09年深陷全球金融危机泥潭,但10年一季度入境游人数为3143万人,同比增长3.8%。各省市1-4月份入境游人数也出现了同比高速增长的态势,种种数据表明入境游已经度过了金融危机步入了正增长的通道。

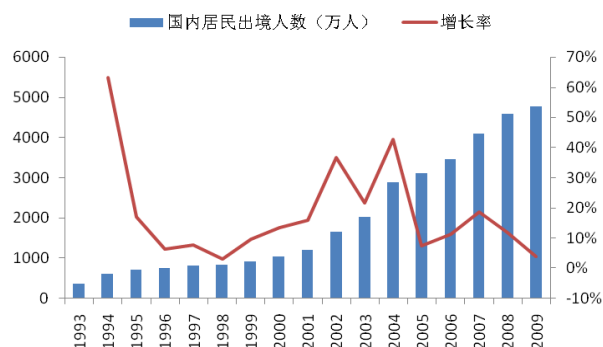
国内游继续保持较强增势,09年国内游人数达1902万人次,比上年同期增长了11%,增速超过08年5个百分点。在2009年年底国务院通过的《关于加快发展旅游业的意见》对国内游有极大的提振作用,《意见》中提出“坚持以国内游发展为重点,积极发展入境游,有序发展出境旅游”,其对于国内游的重视程度可见一斑,并提出到2015年,国内旅游人数达33亿人次,年均增长10%。国内游在经过了一段时间的稳定发展后,逐渐向以服务取胜的品质竞争阶段过渡。

出境游持续发出积极的信号。随着经济的发展和人们生活的富裕,国人都想走出去看一看,虽受国际金融危机、甲型H1N1流感、国际局部地区政治动荡等多重因素交织影响,中国出境旅游2009年以来仍然保持了“牛市行情”,为世界旅游经济走向复苏做出了重要贡献。2009年中国出境旅游人次数约4766万人次,保持了4%的增长,与世界旅游业下滑4%的数据形成强烈反差。2010年以来中国出境游规模持续放大。1-4月份,中国出境游人次比去年同期增长了14.09%。中国出境旅游持续上升的主要动力来自于因私出境。旅游服务贸易在2009年出现自1982年以来的首次逆差,逆差规模40亿美元。预计2010年中国出境游人次增长速度有望超过11%,出境旅游花费480亿美元,旅游服务贸易逆差进一步扩大到50亿或60亿美元。

图表 12 历年国内游人数及增长



图表 13 历年出境游人数及增长



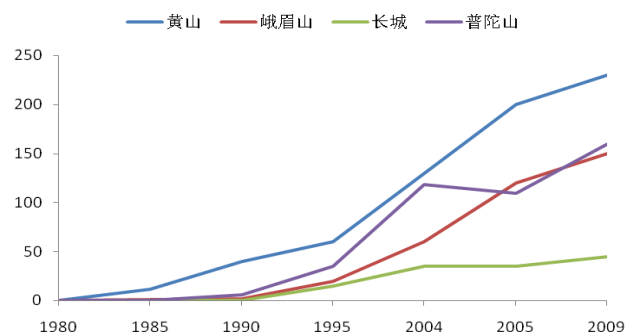
资料来源:德邦研究

1.3.2 国内景区经营情况

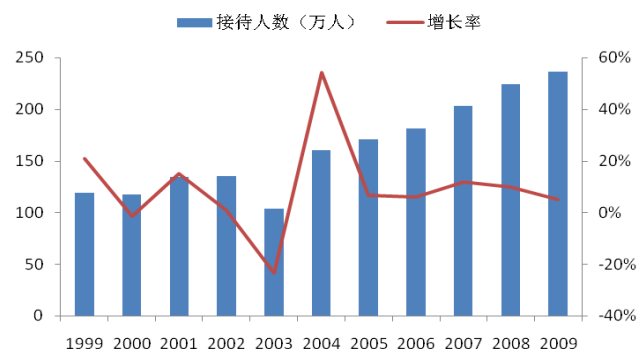
旅游资源分类中,超过50%的人们感兴趣的是山水风光。各景区门票价格有不同程度提升,随游客数量的增加,各大景区收入呈现稳定增长态势。

以黄山为例。黄山旅游从2004年至今,门票价格累计提升幅度达到77%,通常3年为一个调价周期。但我们看到,景区游客人数并没有因为门票调价而明显减少。通过各种营销手段以及更优越的景区内环境和服务很大程度上抵消了价格上涨的负面因素。统计来看,门票为黄山旅游贡献了很大部分收益:根据测算,门票由200元上调至230元,门票总收入可增加7000-8000万元。2010年,在世博会辐射效应下预计景区接待游客总量可达248万人。

图表 14 历年各景区门票大幅提升



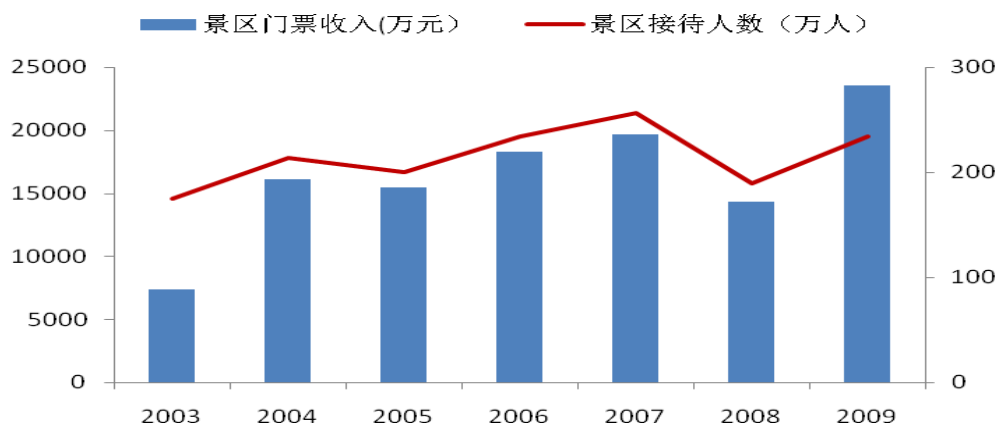
图表 15 历年黄山接待游客人数及增长



资料来源:德邦研究

2008年中国汶川大地震对四川峨眉山的旅游产生了很大的冲击,而景区在09年基本得到了灾后恢复。2010年1-5月份,峨眉山累计接待游客90.38万人次,同比增加5%;实现收入9154.4万元,同比增长约20%。

图表 16 历年峨眉山接待旅游人数及门票收入



资料来源: WIND, 德邦研究

海南旅游市场在政策推动下进入繁荣期。2009年,海南省接待旅游过夜人数达到2250万人次,同比增长9.2%。2010年1季度,三亚市游客接待量、旅游收入分别同比增幅达到27%和32%,三亚境内酒店出租率也从09年的62%上升至目前的85%,区域旅游市场呈现繁荣景气态势。

桂林景区2009年客流量增加23.82%,10年势必受到西南旱灾带来的不利影响,预计全年客流量增速将有所放缓。云南丽江09年客流量增加23%,达到230万人次,受上半年干旱的影响以及玉龙雪山索道停运改建,10年全年游客接待量很可能出现下滑。

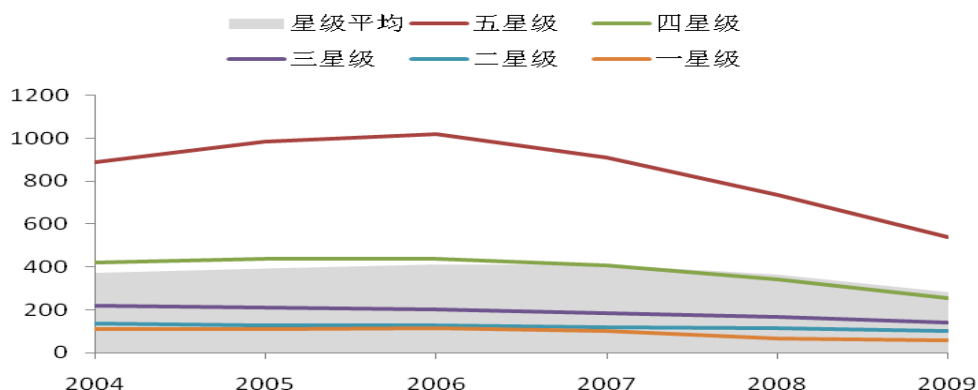
1.3.3 国内酒店业经营情况

2010 年以来国内星级酒店正趋明显恢复中

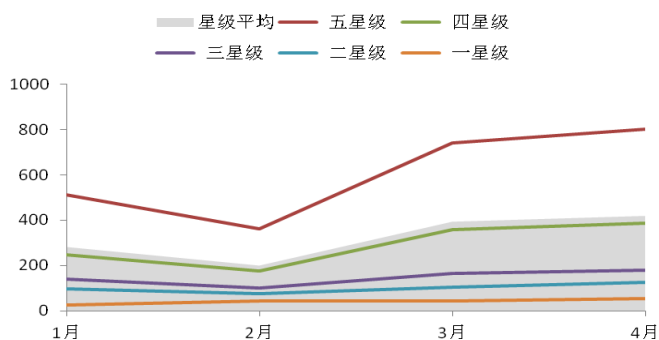
据统计,2008年全国星级饭店总数为14099家,客房159万间。当前我国在建或改建的五星级酒店高达1700余家。国内星级酒店行业在前期大肆投资扩张下,竞争日趋激烈。竞争的结果无非就是较高的客房空置率及较低的平均客房价格。以上海为例,星级酒店产业之RevPAR呈现逐年下滑趋势(如下图所示)。08/09年,在全球金融风暴冲击下,高星级酒店市场景气度进一步下降,行业面临着前所未有的考验。

2010年以来国内星级酒店的RevPAR稳步上升,1-4月份北京和上海入住率分别达到50.9%和55.64%,相比金融危机最严重时10%-20%的入住率而言,已经可以证明酒店业复苏之日即将来临。

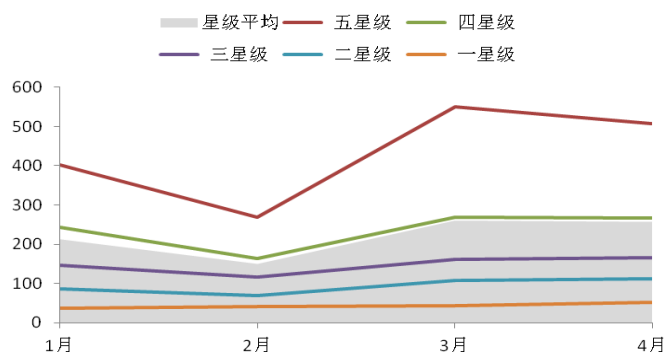
图表 17 历年上海星级酒店 RevPAR 呈现下降趋势



图表 18 2010 年前 4 月份上海星级酒店 RevPAR



图表 19 2010 年前 4 月份北京星级酒店 RevPAR



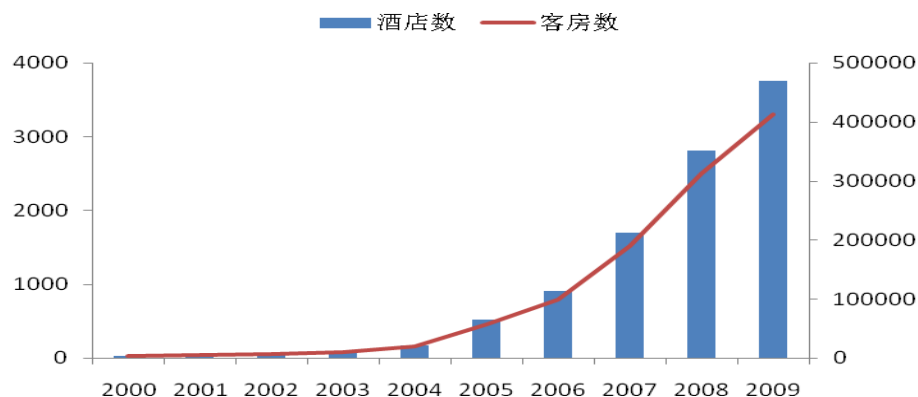
资料来源：各市旅游局，德邦研究

经济型酒店在竞争中继续扩张

相比星级酒店，经济型酒店发展的核心模式主要包括三个方面：较低的单店资本支出、资金推动的连锁扩张，以及基于客户需求的成本管理，行业的盈利能力总体健康，但是随着经济型酒店的快速扩张，整个市场竞争也越趋剧烈。下图表明，国内经济型酒店在近年发展迅速，行业格局依然是群雄并起、争夺市场份额。

2010年国内经济型酒店将继续稳步增长，上海世博会将为行业带来阶段性发展机会。据数据表明，超过5成的世博游客会选择经济型酒店入住。受益最大的相关上市公司是**锦江股份（600754）**。

图表 20 近年国内经济型酒店增速迅猛



资料来源：德邦研究

1.3.4 餐饮行业经营情况

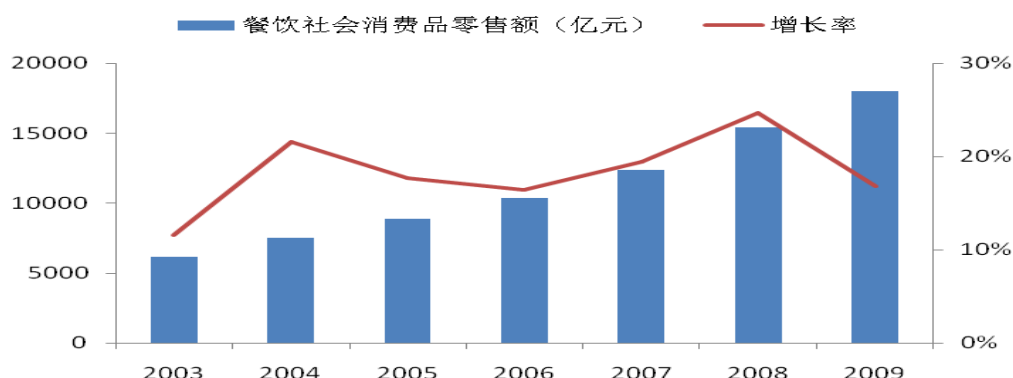
餐饮行业增速有所放缓。09年国内人均餐饮消费为1348元，全社会餐饮业零售额达到17998亿元，同比增长16.8%，12年来首次低于同期消费品零售总额的增速。国家统计局数据显示,2010年1-5月份国内社会消费品零售总额中餐饮收入增幅为16.72%，低于社会消费品零售总额18.7%的增幅。

近几年的情况来看,餐饮行业盈利面临一定压力。原材料价格上涨，“用工荒”等因素仍然困扰餐饮业，行业平均利润率有所下降。09年全国餐饮百强企业的平均利润率为10.43%，比08年下降约3个百分点。未来几年,原材料价格上涨、人员短缺、人工成本上扬等因素将继续使得餐饮企业经营面临较大压力。

行业前十名份额集中度高，百强企业中有26家营业额超过10亿元。其中前十强的龙头企业营业额占百强的50.7%，而在中国餐饮百强企业前十名中，中国全聚德集团位列第九。

2010年，连锁和低碳环保将成为餐饮业主流和新的利润源，同时内外因素将促使餐饮业转型升级加速。餐饮企业必须加强管理创新，努力寻求新的利润增长源来保持一定的盈利能力。利用连锁经营统一采购、统一加工、统一配送、统一管理的优势，增强议价能力和原料利用，降低成本和费用。同时采用新的节能设备，加强节能减排技术改造等。

图表 21 历年国内餐饮零售额及其增长



资料来源：国家统计局，德邦研究

2.2010 年下半年旅游业投资逻辑

2.1 中国旅游业抵御风险的能力已经大大增强

尽管旅游业具有一定的自我恢复能力，但其依存性也是有目共睹，从SARS到海啸、地震，皆是如此。2003年席卷全国的“非典”对国内旅游业造成了强烈的冲击；09年金融危机和甲型流感的双重影响更是对全球旅游业造成重创；2010年上半年，中国西南省市备受干旱影响，部分景区出现了游客数量的大幅下滑。相对而言，10年国内旅游市场经营环境已经明显好转，旅游业景气度逐渐回暖，但依然不能排除下半年还有另外一些不确定因素发生。

从全球范围来看,09年世界旅游旅行经济生产总值下跌了4.8%,而中国旅游经济的绝对规模仍然保持了世界第3位的位置。我们认为,经历过诸多灾害洗礼的中国旅游市场抵御风险的能力已经大大增强，特别是旅游业管理体制和投资机制的市场化程度进一步完善，旅游业的软硬件设施建设和投资环境呈不断优化趋势，再进一步调整营销和服务，危机也可以化为机遇。

图表 22 历年影响国内旅游市场的诸多不确定因素

2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
SARS “非典”	印尼强地震并引发海啸	特大洪涝灾害 苏门答腊8.7级地震 “卡特里娜”飓风 禽流感	台风桑美	欧洲的“西里尔”风暴 超强台风“圣帕”	雪灾 汶川地震 经济危机	甲型H1N1流感 经济危机 河北河南干旱	西南大旱 手足口

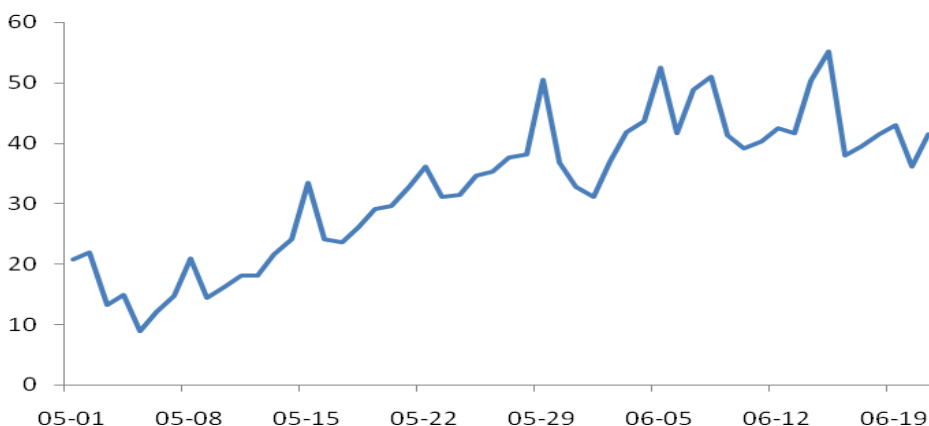
资料来源：德邦研究

2.2 世博效应超出市场预期

2010年是世博年，自世博园开业以来，接待游客呈现加速上升势头，在不到两个月时间，园区共接待1782万人次(截止2010年6月23日)，大大超过了市场预期。

在上海世博会刺激下，2010年邻近景区如乌镇景区、黄山景区的高增速极有可能超越预期。各地旅游市场的世博游概念也愈发凸显。预计今年中国整体旅游业也将借助世博会的东风巧赚人气，真正做到“抓住世博机遇、放大世博效应、分享世博成果”。世博和后世博效应给中国旅游业带来超预期的利好，对和世博概念相关的上市公司的发展，更是带来前所未有的重大机遇。

图表 23 世博园接待游客人数（万人次）



资料来源：WIND，德邦研究

2.3 政策向好,区域旅游规划相继出台

中国宏观调控力度空前，2008年11月5日国务院常务会议上，确定了当前进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施，这些措施将使得旅游产业长期受益。

对我国旅游业发展而言，2009年11月25日，国务院颁布的《关于加快发展旅游业的意见》被社会各界一致认为是一个具有里程碑意义的重要文件。《意见》对旅游业在调结构，促内需方面的积极作用给予了充分肯定，并将旅游业定性为“国民经济的战略性支柱产业和人民群众更加满意的现代服务业”，为不断增进在旅游休闲方面的国民福利，为我国旅游业新一轮腾飞确定了方向。根据《意见》制订的关于旅游业的发展目标。至2015年旅游市场规模进一步扩大，国内旅游人数达33亿人次，年均增长10%；入境过夜游客人数达9000万人次，年均增长8%；出境旅游人数达8300万人次，年均增长9%。旅游消费稳步增长，城乡居民年均出游超过2次，旅游消费相当于居民消费总

量的10%。经济社会效益更加明显，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。旅游服务质量明显提高，市场秩序明显好转，可持续发展能力明显增强，力争到2020年我国旅游产业规模、质量、效益基本达到世界旅游强国水平。

2009年1月21日，新的《旅行社条例》统一了旅行社服务规范，统一了从事国内旅游业务和入境旅游业务的准入条件，降低了入境旅游市场的准入门槛。出境游业务方面，准入门槛同样有所下调。新条例加速实力雄厚的旅行社进行兼并、扩张，促进行业的优胜劣汰。而外资旅行社的进入，也会将西方的经营模式带进来。我们传统的经营模式将受到新的启发。竞争开始加剧的同时，通过市场手段带来的是创新、服务品质的提升。

各省市区域规划也层出不穷，被视为海南国际旅游岛建设基本蓝图和行动纲领的《海南国际旅游岛建设发展规划纲要》于2010年6月8日获国家发改委正式批复。明确了海南国际旅游岛建设的指导思想、战略定位、发展目标和重点任务，并在全面分析海南国际旅游岛建设发展的内外部条件的基础上，从空间布局、基础建设、产业发展、保障措施、近期行动计划等方面对国际旅游岛建设提出了具体工作安排。到2020年，海南将初步建成世界一流的海岛休闲度假旅游胜地。届时，海南的旅游业增加值占地区生产总值比重达到12%以上，第三产业比重将达到60%，第三产业从业人数比重达到60%。全省人均生产总值、城乡居民收入和生活质量力争达到国内先进水平，综合生态环境质量继续保持全国领先水平。

2009年5月4日，云南省发布《云南省旅游产业发展和改革规划纲要(2008~2015)》，构建特色旅游产业带动全省产业结构优化、城乡统筹、生态建设、对外开放、民生改善和就业增长的新机制，成为国家旅游产业发展和改革的试验基地。

2008年11月25日，广东《关于加快我省旅游业改革与发展建设旅游强省的决定》，到2012年，初步建成旅游强省。全省旅游总收入达到4500亿元左右，2020年，建成具有较高国际水准旅游目的地，全省旅游总收入达到7600亿元左右。

2009年12月，国务院正式颁布《关于进一步促进广西经济社会发展的若干意见》，建设桂林、南宁、北海、梧州旅游目的地和游客集散地，加强重点旅游景点景区基础设施建设；建设桂林国家旅游综合改革试验区，开发建设北海涠洲岛旅游区，依托崇左大新跨国瀑布景区和凭祥友谊关景区设立中越国际旅游合作区。

2010年3月，国家发改委与国家旅游局联合发布《东北地区旅游业发展规划》，规划涉及土地总面积约145万平方公里，提出将东北地区建设成为世界知名的冰雪休闲度假、中温带生态旅游区，东北亚著名的历史文化、商务会展旅游区，国内一流的生态、冰雪、避暑、边境、文化旅游胜地，形成特色鲜明、吸引力强的国际国内旅游目的地。

2010年初，四川省开始实施《四川省旅游业发展三年》，同时还启动了《围绕西部综合交通枢纽建设 加快全省精品线路规划》的编制工作，以西部综合交通枢纽建设布局为轴，制定旅游发展建设方案，既把旅游元素融入综合交通枢纽建设工程，服务旅游发展，更让不同区域、不同特色的旅游产品以交通为纽带，实现科学合理的整合，为枢纽建成后全省旅游产业大发展奠定基础。

2.4 交通便利使得出游人数激增

经历2008、2009年大规模开工建设，2010中国进入高铁时代，到2012年，中国铁路营业里程将达11万公里以上，其中以高铁为主的客运专线和城际铁路将达到1.3万公里。我国将超越日本和德国等高铁起步较早的国家，成为全球高铁运营里程最长的国家。

根据《公路、水路交通“十一五”规划》及交通运输行业的中长期规划，国家对公路(含高速公路)建设的投资预计达2.1万亿元。这包括在2010年前，年均投资规模约1400亿元，2010年至2020年年均投资约1000亿元，基本实现全国所有具备条件的乡镇、建制村通公路，95%的乡镇和80%的建制村通沥青(水泥)路；基本形成国家高速公路网骨架，“五纵七横”国道主干线和西部开发省际公路通道全部建成。照计划，到2010年，全国公路总里程达到230万公里，全国高速公路通车里程达到6.5万公里，二级及以上公路里程达到45万公里，县乡公路达到180万公里。到45万公里，县乡公路达到180万公里。

交通条件大幅度改善，旅游酒店餐饮等大消费市场将显著受益。随着国内高速铁路和公路网络逐步形成，大规模的提升了客流快速运送能力，城市之间和城乡之间的时间距离将大大缩短，将直接促进沿线区域的景区游客人数增加，受大众喜爱的自驾游也随公路建设的完善更加蓬勃发展。同时，人流增加势必将提高当地酒店入住率和餐饮上座率从而促进酒店和餐饮业发展。

2.5 国民收入水平持续上升带来的旅游消费需求上升

在欧美发达国家，举家出游已成为普通家庭的生活方式。国际旅游业发展的经验表明，3000美元的人均GDP是旅游业发展的一个关键点。2009年我国人均GDP已达到3500美元，预计2010年将达到4000美元，居民收入提升必然带来旅游消费需求增加，我国旅游业将步入快速发展阶段。

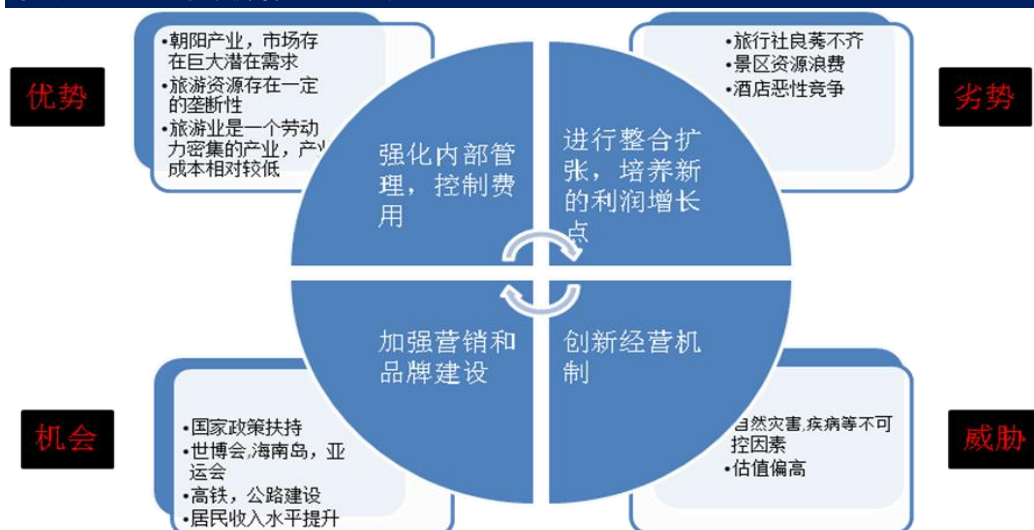
我国农村消费市场前景广阔，2008年农村居民旅游人数高于城镇居民3亿人，农村居民人均旅游消费约为275元，同比呈现增长，而城镇居民人均旅游花费同比有所降低，农村居民渐成旅游市场消费新势力。随着农村居民收入的提高和城镇户口的放

开，在有足够多的闲暇自由支配时间、有经济实力、消费观念消费习惯转变的前提下，农村旅游消费市场空间是巨大的。

2.6 下半年行业主题投资机会多

根据世界旅游组织的预测，2020年中国将成为世界第一大旅游目的地，成为世界上第一旅游接待国、第四大旅游客源国和世界上最大的国内旅游市场，每年吸引1.4亿之多的国际游客，占全球国际游客总量的8.6%。作为六大新兴消费热点行业之一的旅游行业，在今后几年内将存在重大的投资机会。按照《意见》，预计2010年中国旅游总收入占GDP的比例将达到8%。中国旅游业将保持年均10%增长，国内旅游年均增长10%；入境年均增长8%；出境旅游人数年均增长9%。

图表 24 下半年旅游行业 SWOT 分析



资料来源：德邦研究

2010年以来，随着金融危机影响消退，全球经济持续复苏。中国经济在政府扩张性财政政策和宽松型货币政策的推动下，预计将继续保持8%以上的高速增速。国内外经济逐渐回暖，带动居民可支配收入的增长，这无疑为旅游业发展提供了积极氛围，法定假日、带薪休假制度不断完善让旅游更灵活、时间更充裕，居民旅游逐渐增多，区域旅游经济运营日趋提升，旅游市场潜力巨大。

不考虑突发性行业利空因素，我们预计旅游业今年下半年发展表现总体来说将呈现良好的发展态势，将出现国内旅游进一步上扬、出境旅游市场规模持续扩大、入境旅游景气回升的“三游齐升”的局面，而且新的旅游创新业态、新领域的发展会更加突出，由于景区酒店成本费用率相对稳定，利润反弹空间很大，我们同样也认为酒店和

景区行业复苏的机会很大。旅游行业下半年有望走强其主要原因有以下几点：一是行业抗风险能力提升；二是国民收入水平上升带来的旅游消费需求上升；三是金融危机后国内外经济回暖,居民乐观预期带来的旅游消费支出增加；四是国家扶持性政策和区域规划政策的影响以及2010年旅游方面的利好政策预计还将层出不穷；五是交通等硬件设施大幅度改善；六是10年行业重组与整合、世博会、亚运会以及海南国际旅游岛规划等重磅题材。

在行业向好情况下，经历过前期大幅调整后，行业估值有所降低，下半年旅游股蕴含交易性机会，而且其主题投资机会多多：

世博会高峰将在下半年出现，随着暑期旺季的到来，世博园区接待游客量将带来更大惊喜，世博带动上海星级酒店入住率逾九成，经济型酒店更是供不应求。一般外省来参观世博会都会顺便安排周边景点的旅游。我们建议关注世博直接受益股中青旅(600138)、黄山旅游(600054)和锦江股份(600754)等。

《海南国际旅游岛建设发展规划纲要》刚获得批复，海南国际旅游岛的免税购物新政今年年底有望出台，相关旅游类公司包括首旅股份(600258)、中国国旅(601888)和三特索道(002159)等。

区域旅游改革推动的整合有可能显现。2010年上市公司业绩在行业复苏背景下，提高内部管理能力和实现创新，通过对外扩张整合，下半年的增速有望进一步提升。可以关注业绩经营良好、增速明显的峨眉山A(000888)、湘鄂情(002306)和有资产注入预期和收购动作的公司如大连圣亚(600593)和桂林旅游(000978)等。

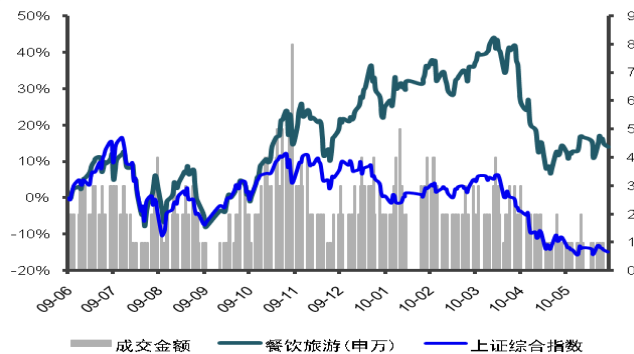
3.行业估值

目前餐饮旅游行业整体PE为35倍,相对A股市场的溢价率为2.6,略高于历史均值(06年以来的均值为2.4)。国内旅游行业长期景气的发展态势赋予了市场给予其更高的估值溢价。尽管目前行业相对估值偏高,但绝对估值在近期调整之后已趋合理,具有一定投资机会。从近一年的走势来看,旅游行业指数跑赢市场近30%,显示了相对强势的格局。

图表 25 旅游 PE 相对市场溢价



图表 26 近一年旅游行业指数走势



资料来源:德邦研究

4.重点公司推荐

下半年我们推荐旅游公司主要为:首旅股份 (600258)、中国国旅 (601888) 和 中青旅 (600258)、峨眉山 A (000888) 及 黄山旅游 (600054)。

4.1 首旅股份 (600258):酒店业绩弹性大,景区业务是支撑

- 公司目前已经形成了景区、酒店、旅行社等多重业务的经营模式,经营规模和盈利能力在行业内居于前列。
- 南山景区经营持续稳健,构成公司最重要的盈利来源

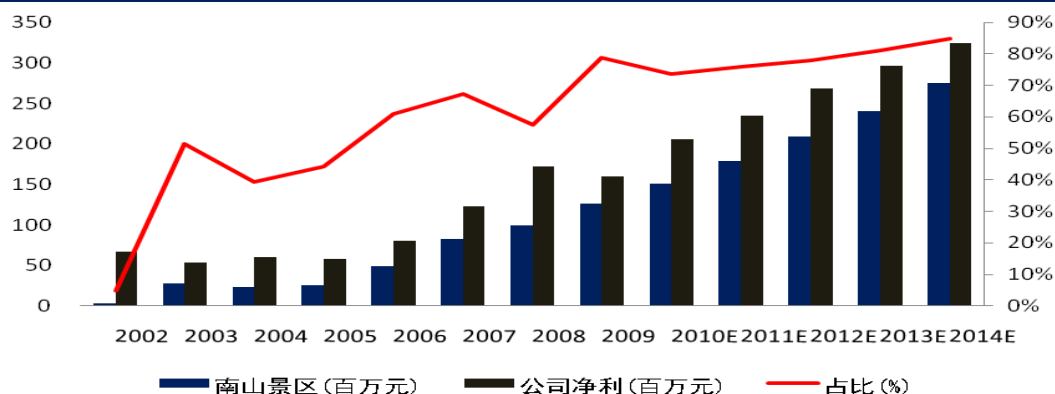
公司持有南山文化 74.81% 的股权,南山文化是南山景区唯一经营实体。南山景区目前是海南省游客接待量最大的 5A 级景区,约占三亚市约 40% 的份额。08/09 年南山的游客接待规模分别为 230 万人次和 280 万人次,同比增幅为 19.2% 和 21.7%,景区呈现持续旺盛的发展态势。日前,海南国际旅游岛建设规划的正式获批为公司南山景区的经营提供了前所未有的发展契机。我们认为,南山未来几年旅游接待数量尚存较大增长空间,预计 10-12 年景区实际购票人数分别达 337 万人次、392 万人次和 453 万人次,同比增幅为 20.4%、16.4% 和 15.3%。以 74.81% 的持股比例计算,预计 10-12 年景区产生的权益净利润分别为 1.51 亿元、1.78 亿元和 2.09 亿元,为同期公司贡献 EPS 分别为 0.65 元/0.77 元/0.90 元。

图表 27 南山文化公司盈利预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
购票游客 (万人次)	193	230	280	337	392	453	517	586
(+/-,%)		19.2%	21.7%	20.4%	16.4%	15.3%	14.3%	13.3%
有效票价 (元/人次)	79	82	88	90	91	92	93	94
门票收入 (万元)	15,163	18,877	24,755	30,346	35,706	41,636	48,113	55,092
其它收入 (万元)	10,434	12,265	13,229	16,340	19,226	22,419	25,907	29,665
收入总计 (万元)	25,597	31,142	37,984	46,686	54,932	64,055	74,020	84,757
(+/-,%)		36.7%	21.7%	22.0%	17.7%	16.6%	15.6%	14.5%
净利润 (万元)	11,006	13,268	16,831	20,217	23,884	27,976	32,112	36,771
(+/-,%)		20.5%	26.9%	20.1%	17.9%	17.3%	14.8%	14.5%
持股比例(%)	74.81%	74.81%	74.81%	74.81%	74.81%	74.81%	74.81%	74.81%
权益净利 (万元)	8,233	9,925	12,591	15,124	17,837	20,927	24,022	27,506
EPS(元)	0.36	0.43	0.54	0.65	0.77	0.90	1.04	1.19

资料来源:德邦研究

图表 28 南山景区构成公司业绩主要支撑



资料来源:德邦研究

■ 星级酒店业绩反弹,是公司今年业绩增长主要亮点

公司目前在京拥有 3 家四星级酒店,分别是民族饭店、京伦饭店和前门饭店。2010 年以来,北京市高星级酒店景气稳步回升,公司下属三家酒店的出租率和客房价均出现明显提升。酒店业务有望体现较大弹性,将成为公司今年主要业绩增长亮点之一。

公司目前已提出酒店主业的长远发展规划,确立成为以北京地区酒店投资及景区经营为主业的上市公司。因此,提高公司在北京地区星级酒店的市场份额是其未来几年内的主要发展战略。我们认为,收购集团旗下的优质酒店资源将成为公司今后业务拓展的基本路径。公司控股股东-首旅集团是国内大型旅游产业集团,在全国旅游服务行业中居于前列,旗下拥有的全资、控股(含间接控股)参股的在京酒店,除本公司的民族饭店、京伦饭店和前门饭店外,还有 20 余家星级酒店,主要集中在长安街沿线、西苑、燕莎商圈等地。首旅集团之前已明确提出,要通过首旅股权这一资本平台加快酒店资产证券化进程,将下属酒店资产逐步注入到公司当中来。

图表 29 首旅集团旗下酒店资源及酒店管理公司

五星级饭店	北京饭店 贵宾楼饭店 凯宾斯基饭店 北京国际饭店 长富宫饭店 喜来登长城饭店 北京新世纪日航饭店 西苑饭店 兆龙饭店 河南兴亚建国饭店
四星级饭店	亮马河大厦 建国饭店 京伦饭店 民族饭店 北京诺富特和平宾馆 香山饭店 西安建国饭店 前门饭店 新侨饭店
三星级及以下星级饭店	华都饭店 燕翔饭店 永安宾馆 崇文门饭店 北京东方饭店 新北纬饭店 北京展览馆宾馆 远东饭店 上园饭店 宣武门商务酒店 和平里大酒店
酒店管理公司	首旅建国 首旅酒店集团 首旅日航 凯燕国际饭店管理有限公司 如家酒店集团 欣燕都经济型酒店连锁 新京伦酒店管理有限公司 北京谭阁美饭店管理有限公司

资料来源:德邦研究

■ 盈利预测及投资评级

预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.89 元/1.02 元/1.16 元。给予目标价格为 30 元/股,对应 10 年/11 年/12 年 PE 分别为 34 倍/29 倍/26 倍。首次给予公司“买入”投资评级。

4.2 中国国旅（601888）：国内旅游业中的第一品牌

■ 公司旅行社、免税店两大主业齐头并进,是国内名副其实的行业龙头企业

■ 旅行社:充分享受世博效应,业务规模高速扩张

公司旅行社规模长期位居行业第一,具有明显的品牌优势、网络优势及服务优势。国旅总社目前已经形成了强大的境内外网络和完善的服务体系,盈利能力强,尤其是入境游的毛利率远远高于行业平均水平。公司是上海世博会的主要受益者,10 年以来旗下三大旅行社业务均出现爆发式增长,公司占据国内旅行社市场最大份额,旅行社将是公司今年一大亮点。

■ 免税店:“国人离岛购物免税政策”将极大刺激中免公司业绩

免税店是公司最大盈利特色。免税业务具有很强的政策性,公司下属中免公司是国内唯一一家全国性免税运营商,拥有 40%左右的市场份额。公司免税店业务持续增长,06-09 年 CAGR 超过 20%,分别约占主营业收入的 40%和主业利润的 60%。海南国际旅游岛新政将实质性刺激中免公司业绩增长,尤其是“国人离岛购物免税政策”一旦出台,将给公司免税店业务带来巨大发展机遇。

■ 盈利预测及投资评级

预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.49 元/0.64 元/0.80 元。给予目标价格为 25 元/股,对应 10 年/11 年/12 年 PE 分别为 51 倍/39 倍/31 倍。首次给予公司“买入”评级。

4.3 中青旅（600138）：一体两翼振翅飞，策略投资放光芒

■ 尊崇传统，锐意创新

公司十年来传统旅行社业务位居中国百强旅行社前列，品牌知名度高，具有较大的规模优势。10年旅游主业在旅游业良好的政策环境以及经济持续复苏的情况下，正逐渐走出金融危机和甲型流感的双重影响，步入景气回暖通道。公司入境游业务优势进一步加强，出境游和国内游也呈现了较好的发展态势。积聚创新智慧的“百变自由行”和企业会展业务成为公司突出亮点，其中会展业务10年一季度收入同比增长了73%，在企业高端整合营销服务领域方面有了长足进展，在国内M.I.C.E 行业中的领先地位进一步巩固。

■ 两翼业务可圈可点

掌控旅游资源（景区、酒店等）是公司实现纵向联合的重要举措，2009年以及2010年一季度公司酒店业务收入增长分别为1%和14%，经济型酒店业务盈利能力与管理能力预计会继续增强。高盈利能力的景区业务一直呈现快速增长态势。乌镇是公司景区投资的成功杰作，09年乌镇接待游客324万人次，实现净利润超过9000万元。我们认为乌镇未来几年依然具有较大的增长空间，并将日益发展为国内高品质文化型的旅游目的地。10年受益于世博会，乌镇接待游客人数将在09年基础上继续大幅攀升。目前公司正计划把乌镇模式复制到其他景区投资中去，比如拟投资的密云“古北水镇国际旅游综合度假区”项目等。

■ 策略投资业务表现不俗

中青旅创格科技的H3C代理业务和系统集成业务经营稳定，10年第一季度收入较09年均有明显增长；公司还拥有西南三省（云、贵、川）电脑福利彩票业务，该业务未来几年的经营前景依然看好。

■ 盈利预测及投资评级

预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.57 元/0.75 元/0.85 元。给予目标价格为 20 元/股，对应 10 年/11 年/12 年 PE 分别为 35 倍/27 倍/23 倍。首次给予公司“买入”评级。

重点公司盈利预测及估值表

			收盘价	总市值	EPS			P/E				
	代码	简称	2010-6-25	亿元	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	PEG	评级
综合	601888.SH	中国国旅	19.75	174	0.49	0.64	0.80	40	31	25	1.06	买入
	600258.SH	首旅股份	18.42	43	0.89	1.02	1.16	21	18	16	0.72	买入
	600258.SH	中青旅	15.53	65	0.57	0.75	0.85	27	21	18		买入
酒店	600754.SH	锦江股份	19.90	120	0.57	0.64	0.71	35	31	28	1.57	增持
餐饮	002186.SZ	全聚德	28.31	40	0.70	0.85	1.12	40	33	25	2.32	增持
	002306.SZ	湘鄂情	23.90	48	0.52	0.73	1.05	46	33	23	1.25	增持
景区	000888.SZ	峨眉山 A	18.20	43	0.50	0.63	0.70	36	29	26	0.90	买入
	000978.SZ	桂林旅游	10.00	36	0.39	0.55	0.67	26	18	15	0.24	增持
	002033.SZ	丽江旅游	19.37	23	0.31	0.60	0.72	62	32	27		增持
	600054.SH	黄山旅游	19.70	93	0.61	0.66	0.73	32	30	27	0.41	买入
	002159.SZ	三特索道	17.34	21	0.43	0.47	0.63	40	37	28	0.31	增持

投资评级

一、行业评级

- 推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。