

趋势向上 超配成长

——旅游行业 2010 年第四季度投资策略

报告日期：2010 年 9 月 16 日

分析师

刘月平, CFA

☎0755-83515203 ✉lyp@cgws.com

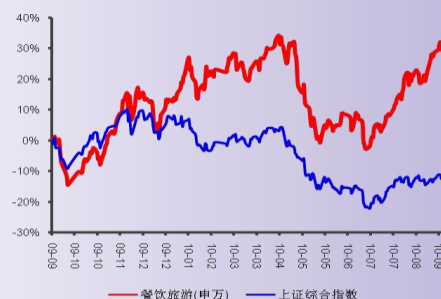
执业证书编号：S1070208080277

投资评级：推荐（维持）

重点公司盈利预测及评级

股票简称	10EPS	11EPS	10PE	11PE	投资评级
黄山旅游	0.56	0.62	39	36	强烈推荐
中青旅	0.57	0.6	31	29	强烈推荐
锦江股份	0.68	0.68	39	39	强烈推荐
首旅股份	0.85	0.98	29	26	强烈推荐
丽江旅游	0.17	0.36	137	65	推荐
湘鄂情	0.49	0.65	54	40	推荐

行业表现



相关报告

- 《旅游行业 2010 年下半年投资策略报告》 20100607
“推荐”评级
- 《旅游行业 2010 年第二季度投资策略报告》 20100329
“推荐”评级
- 《旅游行业 2010 年年度投资策略报告》 20091201
“推荐”评级
- 《旅游行业 2009 年第四季度投资策略报告》 20090924
“谨慎推荐”评级
- 《旅游行业 2009 年下半年投资策略报告》 20090624
“中性”评级

要点：

- **旅游行业景气呈现量价齐升的上升趋势。**今年上半年旅游行业实现旅游总收入 7500 亿元，同比增长 19%，增速明显高于 09 年 11.3% 的增速，行业景气向上趋势明显。2010 年行业景气与 09 年景气回升有两个根本性的区别：（1）旅游行业进入量价复苏阶段（09 年复苏主要是量的复苏），其根本性的标志是人均旅游消费提升，并表现为旅游收入增速超过游客人次的增长；（2）各地落实支持旅游业发展的政策加快了旅游行业的发展（09 年各地仅是推行旅游消费打折促销措施，有短期效应），旅游综合试点改革地区以及若干区域规划将优先发展旅游行业，导致区域旅游经济亮点涌现，海南、上海和西部地区成为增长亮点。
- **旅游上市公司业绩快速增长：**（1）上半年旅游上市公司收入和净利润分别同比增长 28% 和 36%，整体业绩上升趋势明显，行业景气是推动业绩上涨的根本动力。从单季度增长趋势来看，行业景气首先反映在收入变化上，2010 年旅游上市公司连续两个季度收入增速稳定在 34%，超过 09 年 10-20% 的增速；（2）三个子行业中，旅游综合公司受益于行业全面复苏，收入是三个子行业中增长最快的；景区是三个旅游子行业中最先复苏的，并且出现了旅游收入和毛利率的双增长，但由于景区资源和管理差异，景区上市公司业绩分化明显；酒店餐饮公司受益于行业复苏稳定增长，毛利率是三个子行业中提升最为明显的。
- **行业评级和投资策略：**鉴于行业景气上升和上市公司业绩增长趋势向上，我们维持对旅游行业“推荐”的投资评级。投资者可重点关注（1）低估值的旅游综合公司-首旅股份、中青旅；（2）区域板块活跃带来的主题性投资机会-锦江股份、东方宾馆、中国国旅和首旅股份；（3）业绩高成长公司，站在 2010 年业绩高成长角度的投资品种是黄山旅游和锦江股份，站在 2011 年业绩高成长角度的投资品种是丽江旅游和湘鄂情。
- **风险提示：**重大自然灾害、传染性疾病、政治动荡、经济减速持续多年等因素将影响旅游行业的发展。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

一、旅游行业景气趋势向上	4
1、行业景气呈现量价齐升的上升趋势	4
2、国内游市场：区域旅游经济成为亮点	5
3、出入境游市场回升强劲	8
4、景区和酒店直接受益于景气上升	9
二、旅游上市公司业绩分析与预测	11
1、旅游上市公司上半年业绩快速增长，趋势向上	11
2、三个子行业均呈现业绩增长趋势	13
3、重点上市公司 2010 年业绩分析和长期展望	14
三、旅游行业 2010 年第四季度投资策略	16
1、行业投资评级-推荐	16
2、2010 年第四季度行业投资策略	17

图 表 目 录

图 1: 各省 09 年上半年旅游收入平均增长 23%	4
图 2: 各省上半年旅游收入增速与去年同期比较	4
图 3: 预计 2010 年旅游行业收入增速为 16.7%	5
图 4: 各省旅游局预测 2010 年平均增速为 19%	5
图 5: 海南省国内游收入分月增速	6
图 6: 海南省国内游客人次分月增速	6
图 7: 四川省国内游收入分月增速	6
图 8: 四川省国内游客人次分月增速	6
图 9: 上海世博会每日游客人次分月列示	8
图 10: 上海世博会游客人次按月分析	8
图 11: 入境总人次和外国人入境人次单月同比增速	8
图 12: 入境总人次和外国人入境人次累计同比增速	8
图 13: 2010 年出境人次预计增长 15% 增速	9
图 14: 2010 年北京和上海出境人次增长回升趋势明显	9
图 15: 四川省景区平均票价分月有回升趋势	9
图 16: 景区 2010 年门票收入增速超过游客人次增速	9
图 17: 上海星级酒店入住率和房价增长趋势向上	11
图 18: 北京星级饭店收入增长趋势向上	11
图 19: 旅游上市公司 2010 年上半年收入增长 28%，净利润同比增长 36.2%	12
图 20: 旅游上市公司 2010 年中期营业毛利率有上升趋势	12
图 21: 旅游行业收入增长上升趋势明显，毛利率平稳	12
图 22: 旅游行业季度净利润增速趋势向上	12
图 23: 三个子行业的收入增长率	14
图 24: 三个子行业的毛利率%	14
图 25: 年初至今旅游板块个股涨幅排序	18
图 26: 第一季度和第三季度旅游板块市场表现优于大盘	18
图 27: 旅游板块相对大盘的 PE 倍数是 1.82，低于平均水平 1.93	18
图 28: 目前旅游行业 PE33 倍，低于 42 倍的平均水平	19
图 29: 旅游综合公司 PE25 倍，低于行业整体以及其历史平均	19
表 1: 旅游改革试点及区域旅游规划	7
表 2: 2010 年 1-7 月各地酒店景气数据	10
表 3: 26 家旅游上市公司 2010 年上半年财务指标的结构性分析	12
表 4: 三个旅游子行业上市公司 2010 年上半年净利润的结构性分析	14
表 5: 重点上市公司 2010 年业绩分析与展望	15
表 6: 重点旅游公司估值与投资评级	19

一、旅游行业景气趋势向上

1、行业景气呈现量价齐升的上升趋势

人均旅游消费提升拉动行业收入快速增长。根据国家旅游局发布的统计数据，今年上半年旅游行业实现旅游总收入 7500 亿元，同比增长 19%，增速明显高于 09 年 11.3% 的增速，行业景气向上趋势明显。在旅游三大市场中，国内游市场稳步增长（尽管国内旅游人次同比增长 8.6%，低于去年同期 11.7% 的增速，但国内旅游收入同比增长 20.6%）、入境旅游市场强劲回升（入境旅游万人次同比增长 5.5%，去年同比增速是 -4.4%）、出境游市场大幅反弹（出境旅游人数同比增长 19%，去年同比增速是 1.1%）。庞大的国内游市场仍是旅游行业发展的基础，上半年国内游收入占旅游行业收入比例接近 80%，人均旅游消费提升是推动行业收入快速增长的主要原因，上半年的旅游市场也正进入我们前期提到的量价齐升阶段。推动行业景气上升因素是经济回升以及各地支持旅游业发展的政策效应持续显现。

海南和西部地区成为增长亮点。我们统计的部分省今年上半年的旅游收入平均增速为 23%（见图 1），超过 09 年上半年旅游收入 20% 的平均增速。分区域来看，增长较快的省份包括四川、青海、海南、西藏和重庆等，反映西南部地区和东北地区的旅游增长最为明显，而北京、福建等地区由于基数原因增长低于全国平均增速。从各区域上半年增速与 09 年上半年增速对比来看（见图 2），北京、安徽等省的旅游增速保持平稳，四川、青海和贵州的旅游增速受基数影响增速放缓（08 年地震带来的低基数导致 09 增速高，进而导致 2010 年增速低），增速出现明显提高的区域是海南和重庆，增长动力来自当地出台支持旅游行业发展的政策。

图 1：各省 09 年上半年旅游收入平均增长 23%

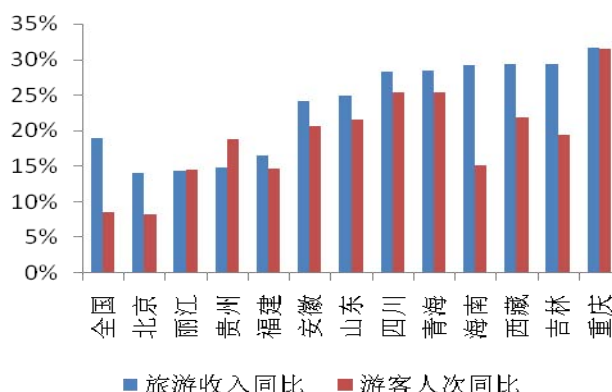
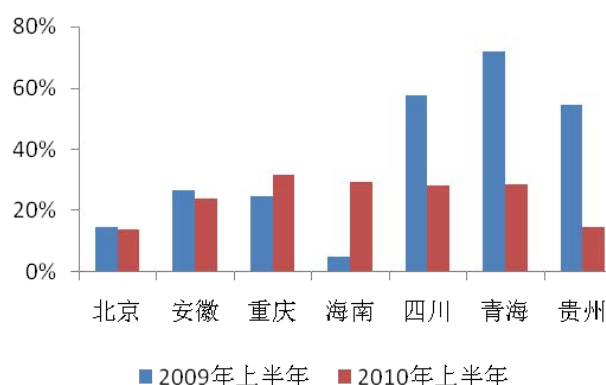


图 2：各省上半年旅游收入增速与去年同期比较

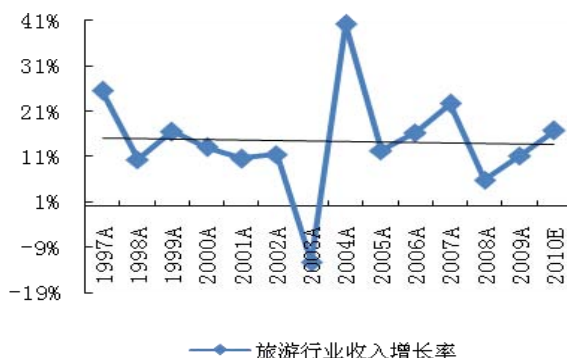


数据来源：各省旅游局、长城证券研究所

第四季度旅游行业开始从旺季转入淡季，全年旅游收入增速重回快速增长阶段。2010 年旅游行业进入量价复苏阶段，行业出现真正恢复性增长。经

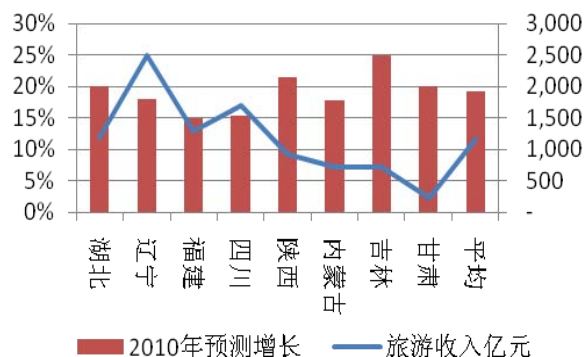
济回升以及各地落实支持旅游业发展的政策效应是推动旅游行业全年增长的主要因素。展望第四季度，行业开始从旺季转入淡季，但区域旅游经济仍存在亮点，上海世博会和广州亚运会带来的新增人流量将拉动当地旅游经济快速增长，尤其是持续时间长达半年的世博会，使得上海乃至江浙区域的旅游经济成为增长亮点。由于旅游市场自 09 年下半年开始复苏，较高的基数将导致 2010 年下半年旅游收入增速低于上半年，我们维持关于 2010 年旅游收入增长 16.7% 的预测，旅游行业在经历 08 年低谷以及 09 年的缓慢回升后，2010 年将重新回归快速增长阶段（见图 3）。我们也统计了各省市对 2010 年的旅游收入预测，各省旅游局预计 2010 年旅游行业收入平均增速为 19%（见图 4），反映了对行业 2010 年快速增长的预期。

图 3：预计 2010 年旅游行业收入增速为 16.7%



数据来源：国家旅游局，长城证券研究所

图 4：各省旅游局预测 2010 年平均增速为 19%



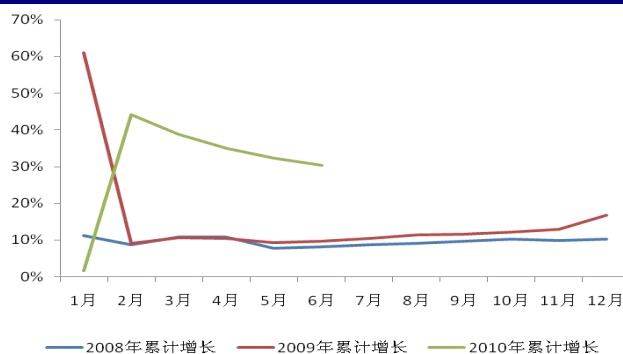
备注：图 5 中的黑线为趋势线

2、国内游市场：区域旅游经济成为亮点

国内游市场景气持续向上。今年上半年国内游市场稳定增长，游客人次同比增长 8.6%，国内旅游收入增长 20.6%，人均消费明显上升。与 09 年上半年国内游市场 11.7% 增速所不同的是，今年是量价齐升的增长，其中人均旅游消费是带动行业收入增长的主要原因，而 09 年上半年行业增长主要体现为量的增长，各地政府出台旅游消费刺激政策是推动量增长的主要原因。上半年各地统计的国内游收入增速均高于游客人次增长，从分月度来看（见图 5-图 8），海南和四川等地今年上半年国内游人次和收入增速均快于 08 年和 09 年同期，反映出国内游市场景气持续向上。



图 5: 海南省国内游收入分月增速



数据来源: 海南旅游局, 长城证券研究所

图 6: 海南省国内游客人次分月增速

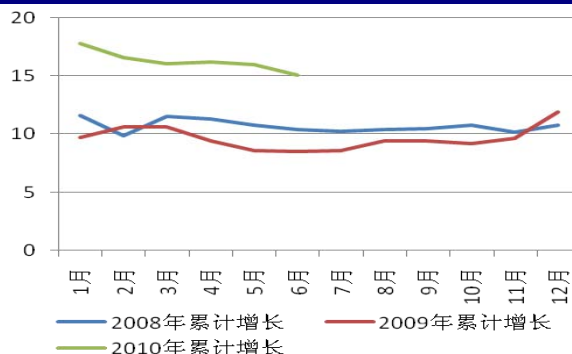
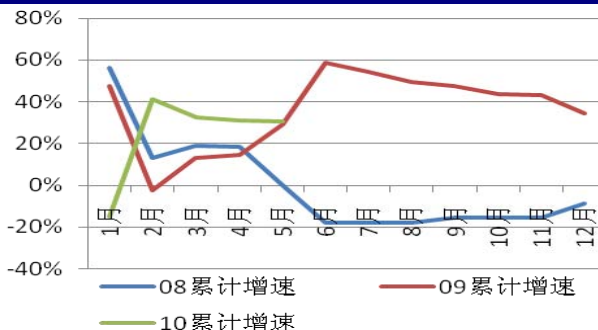
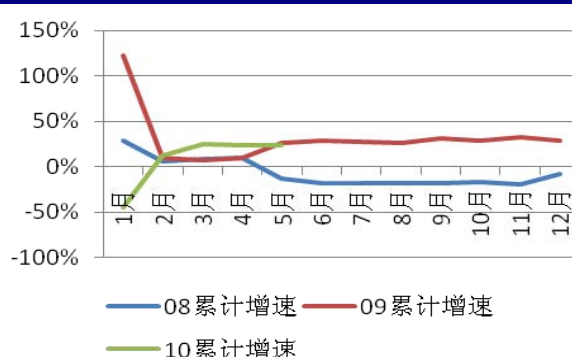


图 7: 四川省国内游收入分月增速



数据来源: 四川旅游局, 长城证券研究所

图 8: 四川省国内游客人次分月增速



区域政策推动促进旅游行业快速发展。推动国内旅游市场景气向上的因素除了经济回升因素外,今年新增政策推动因素。自从 09 年底国务院发布《国务院关于加快发展旅游业的意见》以来,各地相继出台落实支持旅游业发展的政策,从体制上和优惠政策上推动旅游行业加快发展。区域政策对旅游行业的利好影响主要体现在: (1) **旅游行业在区域经济中的地位上升:** 区域旅游行业体制上各地如海南、湖北成立了旅游产业发展委员会,上海、陕西等地成立了以政府一把手为组长的旅游产业发展领导小组,重庆、河南等地组建大型旅游集团,各地也将旅游发展纳入政府绩效考核,使得旅游行业在当地经济中的地位明显上升; (2) **旅游行业直接受益于政策优惠措施:** 各地明确旅游建设用地特殊优惠政策,以旅游重大项目来促进旅游产业大发展,并推出了享受特殊税费优惠政策,如湖北重大旅游建设项目在财税政策上享受省级工业园区同等待遇,旅行社组团收入按增值计征营业税;河北对符合小型微利企业条件的旅行社,减按 20% 税率征收企业所得税;西藏实行投资西藏旅游免征七年所得税等; (3) **旅游综合试点改革地区以及若干区域规划将优先发展旅游行业:** 今年各地陆续出台的区域规划中,涉及到将旅游产业优先发展的地区包括西藏、西安、东北等地区,再加上启动旅游业综合改革试点的海南、云南、广西等地,各区域的旅游行业发展呈现加速趋势,意在做大做强旅游行业,其中重要途径



就是加速旅游行业资源整合,而当地相关上市公司成为整合平台或主要受益者(见表1)。

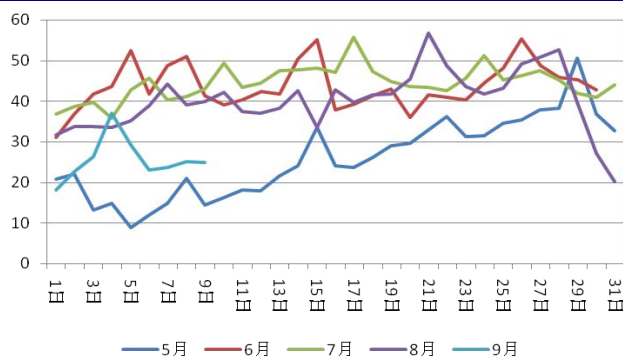
表 1: 旅游改革试点及区域旅游规划			
地区	政策	定位	相关上市公司
海南	2010 年 1 月《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》	旅游业的国家战略,我国旅游业改革创新试验区	中国国旅、首旅股份、三特索道、ST 东海
云南	09 年 4 月,国家发改委批准实施《云南省旅游产业发展和改革规划纲要》	中国旅游改革发展首个试点省份	丽江旅游、世博股份
广西	2010 年 1 月《广西加快旅游业发展的若干意见》	建设桂林国家旅游综合改革试验区	桂林旅游
东北地区	2010 年 3 月《东北地区旅游业发展规划》	第一个区域旅游产业发展规划	大连圣亚
西藏	2010 年 5 月第五次中央工作会议	重要的世界旅游目的地	西藏旅游
西安	关中—天水经济区规划、西安国资委十二五国资国企改革与发展规划	西安旅游集团,通过资产注入、置换等方式整合、配置系统内的各种资源和业务	西安旅游、西安饮食
四川	四川省旅游产业发展大会	做强做大旅游企业加快旅游产业发展	峨眉山
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	东方宾馆
湖南	湖南省旅游产业发展大会	做强做大旅游企业加快旅游产业发展	华天酒店

数据来源:各地旅游局,长城证券研究所

第四季度国内游区域热点将集中在上海和广州,政策效应将持续显现。

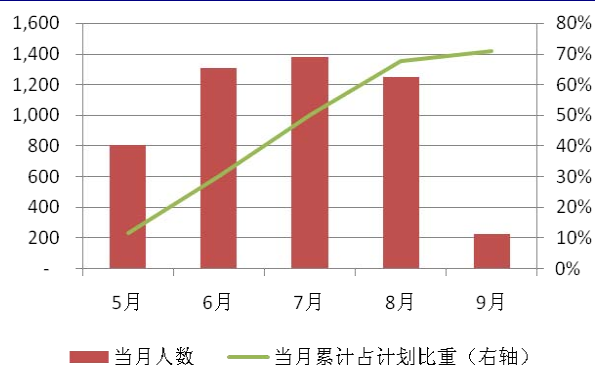
展望第四季度,上海世博会和广州亚运会将是国内旅游热点地区。截止到 9 月上旬世博参观人流量已近 5000 万,占官方预计 7000 万人次的 71%(见图 9-10),由于此次中秋节放假三天,更兼之与 7 天国庆长假较为接近,预计将带动国内游市场快速增长,其中 10 月份上海世博会仍将继续成为亮点,预计将实现 7000 万人次的总人流量目标。11 月份国内游市场增长亮点来自广州亚运会,12 月份全行业正式进入淡季,但 12 月份也是行业政策出台的密集期,可能出台的政策包括国民休闲旅游纲要以及免税购物政策试点。8 月底海南省旅游规划委员会审议通过了国际旅游岛先行试验区设立方案,提到将进行特殊政策试验(包括免税购物、体育彩票、西南沙旅游、航权、游艇邮轮水域开放、游客签证开放等的试验),这也预示着境外旅客购物离境退税和离岛旅客免税购物政策将正式开闸。

图 9: 上海世博会每日游客人次分月列示



数据来源: 上海世博官方网站, 长城证券研究所

图 10: 上海世博会游客人次按月分析

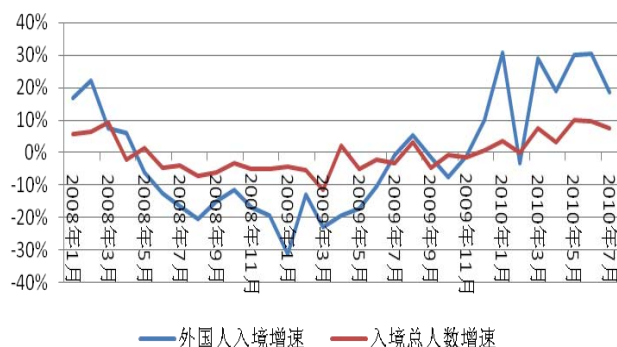


备注: 9月数据仅统计到9月9日。

3、出入境游市场回升强劲

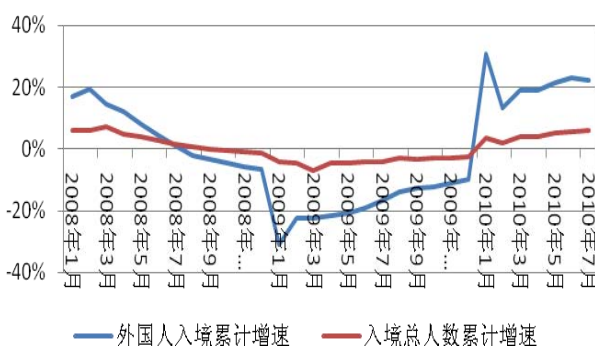
入境游市场回升趋势强劲。截止今年7月,入境总人次和外国人入境总人次分别增长 5.8%和 22% (去年同期分别为-4.2%和-17%),人次创历史新高,回升趋势强劲 (见图 11-12)。分月度来看,此轮回升趋势是从 09 年 12 月开始延续到今的,推动回升的主要因素是全球经济复苏和 2009 年入境人次小幅下降带来的低基数效应,上海世博会召开也会带来入境游客人次的增加,我们维持原先 2010 年的入境市场将出现小幅增长的判断。

图 11: 入境总人次和外国人入境人次单月同比增速



数据来源: 国家旅游局, 长城证券研究所

图 12: 入境总人次和外国人入境人次累计同比增速

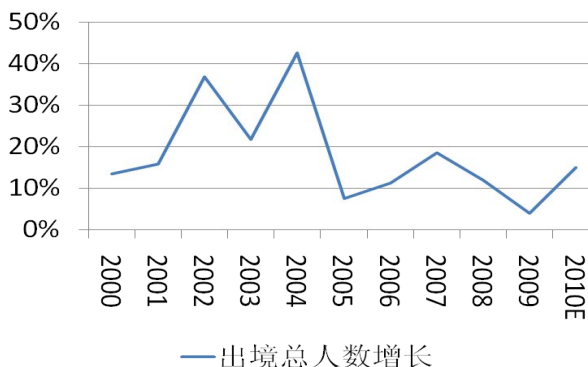


出境游市场大幅反弹。今年上半年中国公民出境总人数 2686 万人次,同比增长 19%,其中因公出境人数和因私出境人数分别同比增长 7.7%和 20.6%,因私出境人数不仅占比达到 86%而且保持快速增长趋势。北京和上海上半年的出境游人次同比增长 1.6 倍和 30% (见图 14),出境市场复苏强劲。出境第一站列前十位的国家和地区依次是: 中国香港、中国澳门、韩国、日本、中国台湾、越南、美国、新加坡、俄罗斯和马来西亚。出境游市场增长亮点来自赴台旅游,上半年大陆居民赴台旅游 62.3 万人次,增长 101%。推动出境游市场出现经济复苏以及 09 年出境游市场因甲流疫情带来的低基数效应。展望第四季



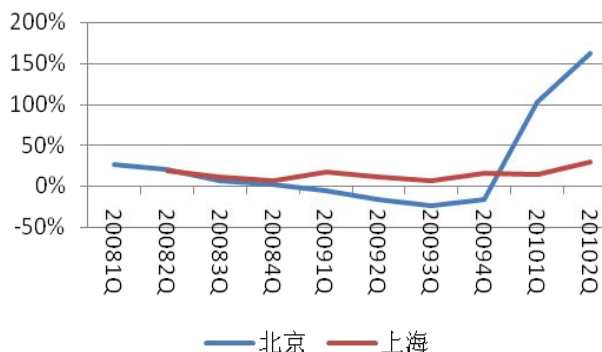
度，国庆长假有望带动出境游市场快速增长，外商投资旅行社经营我国公民出境旅游业务有望试点，将带动出境游市场服务质量提高，长期利好出境游市场发展。我们预计 2010 年全年出境人次增长 15%，将超过 08 年 12% 的增速。

图 13: 2010 年出境人次预计增长 15% 增速



数据来源：国家旅游局，长城证券研究所

图 14: 2010 年北京和上海出境人次增长回升趋势明显

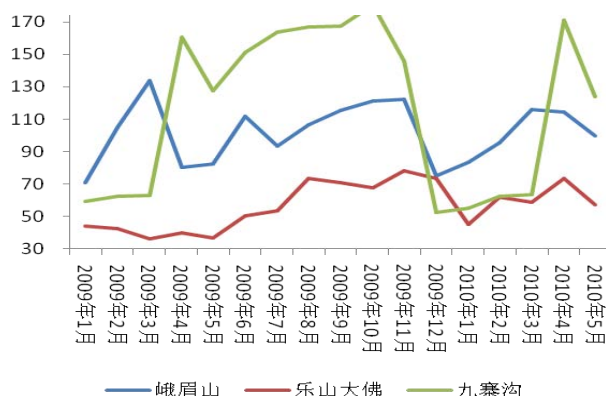


4、景区和酒店直接受益于景气上升

景区：游客人次稳定增长，收入增速超过人次增速

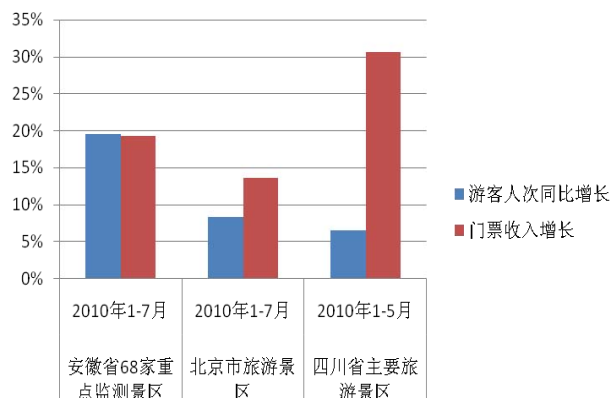
旅游管理部门监测的行业信息显示，上半年重点监测的 3975 家旅游景区游客接待量增长 5%；门票收入和综合营业收入增幅均超过 10%。从我们统计的安徽、北京和四川等省旅游景区的经营状况来看（见图 16），景区游客量平稳增长，由于行业景气上升，各景区的实际票价有回升趋势（见图 15），并带动门票收入和综合营业收入的快速增长，使得收入增速超过人次增速，也再次验证了我们关于行业进入量价复苏阶段的判断。展望第四季度，由于行业景气趋势的延续，10 月和 11 月份行业仍处于旺季，平均票价有望保持高位，12 月份行业进入淡季，平均票价执行淡季价格将有所回落，但全年游客人次保持平稳增长而旅游收入快速增长的趋势不会改变。

图 15: 四川省景区平均票价分月有回升趋势



数据来源：各地旅游局，长城证券研究所

图 16: 景区 2010 年门票收入增速超过游客人次增速



酒店：入住率和房价呈现明显的回升趋势，带动酒店收入快速增长

旅游管理部门监测的行业信息显示，上半年全国星级饭店接待量增长 15%，营业收入增长 20%。就我们统计的北京、上海、四川等地酒店的景气状况来看（见表 2，图 18），2010 年酒店入住率和房价都出现明显的回升趋势，较 09 年入住率单方面回升而言，景气回升呈现量价齐升的趋势，价格回升直接推动行业收入快速增长，各地的平均每间客房收入都出现不同幅度的增长，其中北京和上海等入境人次占比较大的地区增长更为明显，而四川等受入境人次占比较小的地区酒店增长较为平稳。分星级来看，高星级酒店景气回升程度要好于低星级酒店。究其原因，推动酒店行业景气的主要因素是入境人次回升和经济回升，09 年入境人次下降带动高星级酒店经营同比下降 20%，低基数效应导致高星级酒店 2010 年景气上升要优于低星级酒店。今年以来经济回升且入境人次回升趋势明显，我们预计酒店行业的高景气将延续。

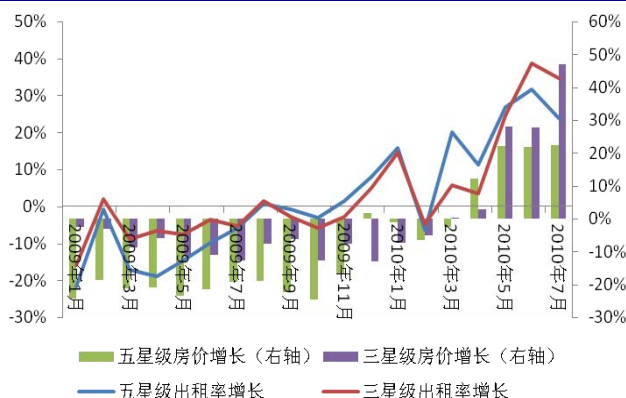
上海酒店业是今年增长亮点，作为上海世博会的主要受益者，自 5 月世博开幕以来，单月酒店入住率和房价同比增速都超过 20%以上（见图 17），每间客房收入同比增长也由 3-4 月的 30%增速提高到世博开幕后的 90%增速，前 7 个月星级酒店累计入住率和房价同比增速 16.7%和 17.8%，平均每间客房收入同比增长 57%。由于世博会观众以国内游客为主，三星级酒店房价涨幅较五星级酒店更为明显，进而导致三星级酒店前 7 个月平均每间客房收入同比增长 60%，超过五星级酒店 52%的增速。此次世博会持续时间长达半年，预计将带动上海酒店业全年收入增长 60%以上。

表 2：2010 年 1-7 月各地酒店景气数据

五星级	时间段	入住率%	房价元	平均客房收入	入住率增长	房价增长	平均客房收入增长
北京	2010 年 7 月	58	813	469	11.8%	5.1%	32%
上海	2010 年 7 月	67	1127	755	18.2%	12.7%	52%
四川	2010 年 5 月	51	624	320	16.3%	7.7%	14%
三星级	时间段	入住率%	房价元	平均客房收入	入住率增长	房价增长	平均客房收入增长
北京	2010 年 7 月	53	300	158	4.5%	-1.6%	8%
上海	2010 年 7 月	62	353	219	16.7%	18.5%	60%
四川	2010 年 5 月	61	212	130	4.3%	5.4%	9%

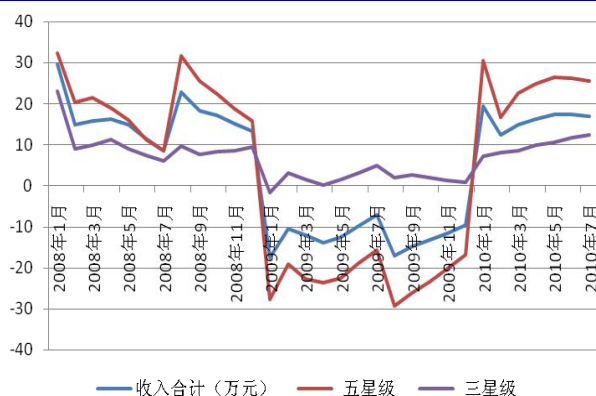
数据来源：各省旅游局，长城证券研究所

图 17: 上海星级酒店入住率和房价增长趋势向上



数据来源：各地旅游局，长城证券研究所

图 18: 北京星级饭店收入增长趋势向上



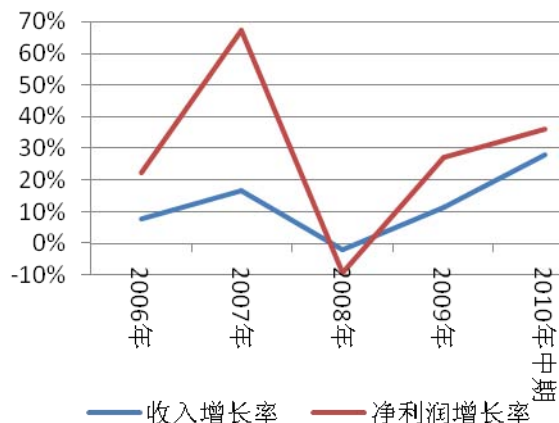
二、旅游上市公司业绩分析与预测

1、旅游上市公司上半年业绩快速增长，趋势向上

旅游上市公司整体业绩快速增长。2010 年上半年 26 家公司实现营业收入 130 亿，同比增长 28%，实现归属于母公司的净利润 10.67 亿，同比增长 36.2%（见图 19）。26 家公司平均每股收益 0.10 元，高于去年同期的 0.07 元。26 家公司中，亏损公司有 6 家，较 09 年同期减少 3 家。引发上半年业绩快速增长的主要原因是行业景气上升带动收入快速增长，上半年平均毛利率为 48.8%，较去年同期下降 1.76%，尽管毛利率小幅下降，但收入的快速增长拉动营业毛利增长 34%，从而带动业绩的快速增长（见图 20）。

旅游行业整体业绩上升趋势明显。从年度增长趋势来看，08 年是旅游上市公司业绩低点，2009 年上市公司业绩开始回升，2010 年上半年上市公司业绩增长明显，行业景气是推动业绩上涨的根本动力。从单季度增长趋势来看（见图 21-22），行业景气首先反映在收入变化上，自 08 年三季度旅游行业受地震影响收入下降后，行业复苏带动收入增速不断提升，2010 年连续两个季度收入增速稳定在 34%，超过 09 年 10-20% 的增速。毛利率较为平稳，影响净利润增速是基数效应和行业复苏两个因素，2010 年第一季度净利润增长以及 09 年净利润增长主要受基数影响，2010 年第二季度净利润增长主要受行业复苏因素推动，由于行业景气趋势向上，我们预计下半年业绩增长趋势将延续。

图 19: 旅游上市公司 2010 年上半年收入增长 28%，净利润同比增长 36.2%



数据来源: WIND、长城证券研究所

图 20: 旅游上市公司 2010 年中期营业毛利率有上升趋势

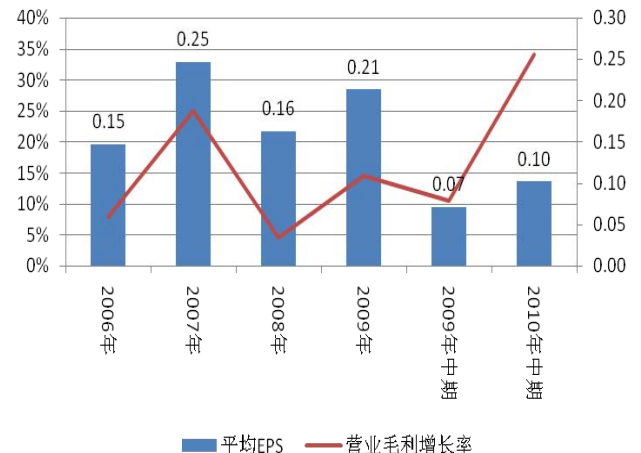
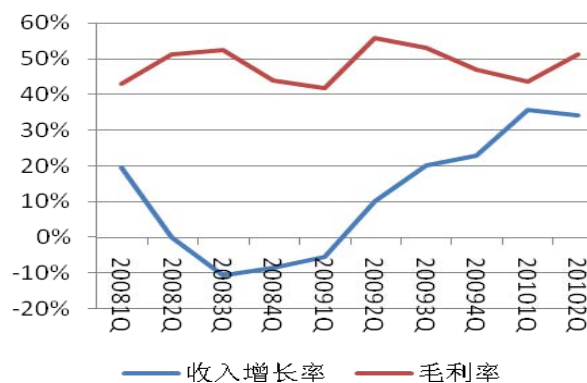
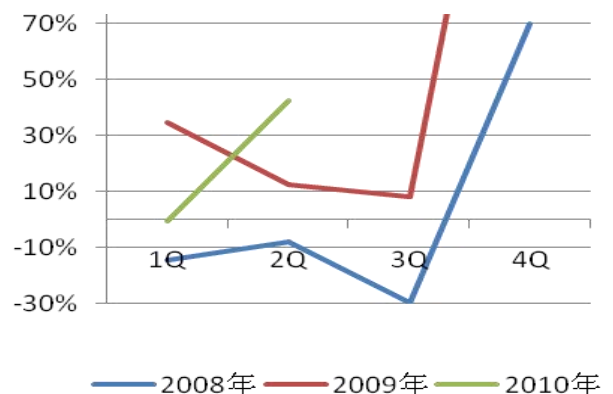


图 21: 旅游行业收入增长上升趋势明显，毛利率平稳



数据来源: WIND、长城证券研究所

图 22: 旅游行业季度净利润增速趋势向上



26 家旅游上市公司业绩的结构性分析显示（见表 3）：（1）旅游上市公司业绩上涨的家数较去年同比有明显提升，且收入和净利润增长主要来自旅游主业；（2）从业绩增长的连续性角度来看，收入增速连续保持 30% 以上的公司只有三特索道和峨眉山两家公司，净利润增速连续保持 10% 以上的公司只有全聚德一家公司；（3）从每股收益高低角度来看，每股收益最高的公司依次是首旅股份、锦江股份、全聚德，与 09 年上半年每股收益前三名一致；（4）今年上半年业绩出现反转的公司是三家（东方宾馆、西安饮食、ST 东海扭亏为盈），业绩增长最快的公司中可关注峨眉山（150%）、中国国旅（37%）、首旅股份（30%）。

表 3: 26 家旅游上市公司 2010 年上半年财务指标的结构性分析

财务指标 26 家公司的

财务指标的结构性分析



表现

营业收入增长	24 家上涨, 家数占 92%	收入增长超过 28% 的有 8 家公司, 其中, 万好万家和世博股份依靠房地产收入实现快速增长, 其余 6 家增长均来自旅游主业, 依次为桂林旅游 (73%)、三特索道 (64%)、中国国旅 (52%)、首旅股份 (48%)、峨眉山 (33%)、锦江股份 (28%)。有 12 家公司收入增速位于 10-28% 之间, 连续两年上半年收入增速保持 30% 以上的公司有 2 家 (三特索道和峨眉山)
净利润增长	16 家上涨, 家数占 61%	(1) 三家公司扭亏为盈 (东方宾馆、西安饮食、ST 东海); (2) 13 家上涨公司中, 除金陵饭店是 3% 的增长外, 其余 12 家公司净利润增长均超过 10%, 其中净利润增速超过 30% 的有 5 家, 除九龙山和国旅联合净利润增长来自非主业外, 其他三家公司增长均来自旅游主业, 依次为峨眉山 (150%)、中国国旅 (37%)、首旅股份 (30%); (3) 5 家公司的净利润增速位于 24%-27% 区间, 依次为三特索道、湘鄂情、黄山旅游、锦江股份和全聚德; (4) 08 年、09 年以及 2010 年上半年净利润增速连续保持 10% 以上的公司只有 1 家公司 (全聚德)。
EPS 元变动	21 家上升, 家数占 80%	(1) 每股收益超过 0.3 元的只有 3 家 (依次为首旅股份、锦江股份、全聚德), 去年同期一样; (2) 每股收益上升超过 0.05 元的公司有 7 家 (依次为首旅股份、峨眉山、S*ST 张股、锦江股份、东方宾馆、全聚德), 每股收益下降幅度超过 0.05 元的只有丽江旅游 1 家公司; 有 12 家公司的每股收益处于正负 0.02 元范围变动。
毛利率变动	14 家上升, 家数占 53%	毛利率同比上升超过 10% 的有 3 家公司 (依次为西藏旅游、锦江股份、东方宾馆), 毛利率同比下降超过 10% 的有 3 家公司 (三特索道、九龙山、万好万家)。

数据来源: WIND, 长城证券研究所

2、三个子行业均呈现业绩增长趋势

旅游综合公司受益于行业全面复苏。旅游综合公司多以旅行社为主业, 并兼营景区或酒店或房地产业, 在 2009 年上半年, 三个子行业中旅游综合公司的景气度最差, 随着今年市场复苏, 旅游综合公司由于低基数效应增长最为明显, 收入是三个子行业中增长最快的 (增速达到 32%), 收入的快速增长是由旅行社收入带动的, 但由于竞争激烈旅行社毛利率较去年同期有所下降 (见图 23-24), 旅游综合公司的业绩增长主要来自其他主业, 由于景区和酒店受行业复苏增长明显, 旅游综合公司业绩同比增长 27% (见表 4)。

景区复苏明显, 但景区上市公司业绩和景区经营出现分化。景区是三个旅游子行业中最先复苏, 并且景气向上趋势明显, 出现了旅游收入和毛利率的双双增长 (见图 23-24)。由于景区资源和管理差异, 景区上市公司业绩分化明显。11 家公司中, 亏损和业绩下降的公司达到 6 家, 业绩增长的公司的只有 3 家, 景区经营随着景区资源出现分化, 我们看好黄山和峨眉山等资源优势突出的景区公司。

酒店餐饮公司受益于行业复苏稳定增长。餐饮酒店公司经营较为平稳, 行业复苏带动酒店公司收入增长 18%, 由于入住率和房价的双双回升, 酒店公司的毛利率是三个子行业中提升最为明显的, 毛利率同比提高 4% (见图 23-24)。8 家公司中, 仅 1 家公司亏损和 1 家公司业绩下降, 行业复苏带来大

部分公司业绩改善，其中餐饮公司的增长更为稳定。

图 23: 三个子行业的收入增长率

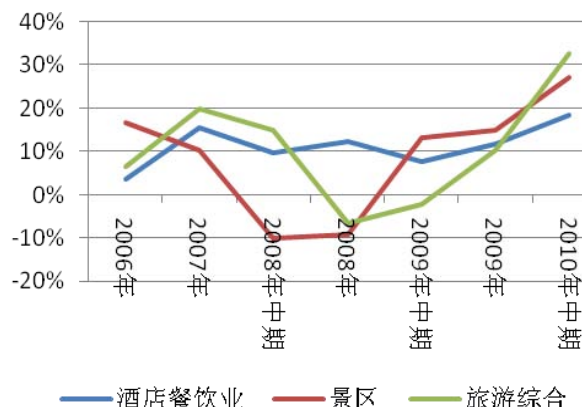
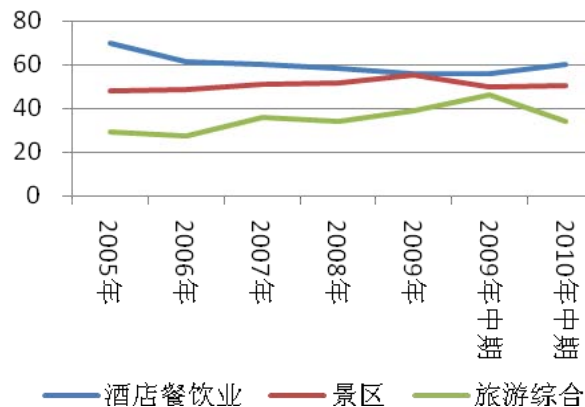


图 24: 三个子行业的毛利率%



数据来源: WIND、长城证券研究所

表 4: 三个旅游子行业上市公司 2010 年上半年净利润的结构性分析

子行业	总的公司家数及净利润概况	净利润的结构性分析
酒店餐饮行业	共 8 家公司, 净利润同比增长 27%。	业绩上涨: 5 家公司 (其中湘鄂情、锦江股份、全聚德三家上涨幅度为 24-27%) 业绩下降: 1 家公司 (西安饮食) 扭亏: 1 家公司 (东方宾馆) 亏损: 1 家公司 (新都酒店)
景区行业	共 11 家公司, 净利润同比增长 56%。	业绩上涨: 3 家公司 (依次为峨眉山、三特索道、黄山旅游) 业绩下降: 3 家公司 (桂林旅游、北京旅游、丽江旅游, 下降幅度为 46%-71%) 扭亏: 2 家公司 (西安旅游、ST 东海 A) 亏损: 3 家公司 (大连圣亚、西藏旅游、S*ST 张股)
旅游综合行业	共 7 家公司, 净利润同比增长 27%。	业绩增长: 5 家公司 (依次为九龙山、中国国旅、首旅股份、国旅联合、中青旅, 九龙山和国旅联合增长来自投资收益和营业外收入) 亏损: 2 家公司 (世博股份、万好万家)

数据来源: WIND、长城证券研究所

3、重点上市公司 2010 年业绩分析和长期展望

就我们跟踪的重点公司经营业绩而言 (见表 5): (1) 半年报出来后, 业绩超预期的公司是首旅股份和中青旅, 低于预期的公司是丽江旅游, 基本符合我们预期的是黄山旅游、锦江股份和湘鄂情; (2) 站在 2010 年全年业绩增长角度, 行业复苏带动旅游上市公司各项业务稳定增长, 我们预计业绩大幅增长的公司有黄山旅游 (增长点来自新增的房地产业务和景区业务) 和锦江股份 (世博会是推动公司业绩增长的主要因素), 业绩稳定增长的公司有首旅股份和湘鄂情, 业绩小幅下降的公司是中青旅 (房地产业务下降导致公司业绩下降, 公司旅游主业稳定增长), 业绩大幅下降的公司是丽江旅游 (玉龙索道停运改造是导致业绩大幅下降的主要原因); (3) 站在 2011 年业绩增长角



度，上市公司业绩增长超过 30%以上的是丽江旅游和湘鄂情，前者增长点来自于玉龙索道改造后运力增加以及低基数效应，后者增长点来自门店开业规模上升带动公司业绩快速增长。

表 5: 重点上市公司 2010 年业绩分析与展望

公司名称	2010 年上半年业绩	2010 年业绩预测	上半年业绩分析	下半年及长期展望
黄山旅游	每股收益 0.20 元，业绩增长 26%，基本符合预期	每股收益 0.56 元，业绩增长 65%。	公司上半年接待入山游客同比增长 9.48%，由于人均消费的提高，公司旗下的景区门票、索道、酒店和旅行社业务收入分别同比增长 16%、11%、17%和 33%，均高于游客人次增速；加上上半年新增收到的华安证券分配的 2000 万投资收益，公司净利润增速稍高于收入增速。	(1) 房地产业务下半年开始贡献收益：我们预计房地产业务将在下半年贡献 3.8 亿收入和 5117 万的净利润，增厚每股收益 0.11 元。(2) 由于旅游景区的季节性特征，下半年旺季时间长，再加之世博会带来的增量游客以及公司将加大营销举动，下半年业绩将优于上半年。(3) 2011 年预计增长 11%，公司进入稳定增长期。
锦江股份	每股收益 0.38 元，业绩增长 16%，基本符合预期。	每股收益 0.68 元，业绩增长 47%	(1) 上半年公司实施了重大资产置换及关联交易方案，公司上半年的业绩包括了置入资产 1-6 月的业绩，此次重组将改善公司基本面；(2) 上半年公司各项业务均出现明显的回升趋势，主要受益于上海世博会，上半年经济型酒店业务收入和净利润同比增长 33%和 219.62%。餐饮业务方面上半年基本保持 20%的增长速度。	(1) 下半年公司资产盈利来源将不包括置出资产的盈利，再加之长江证券的分红收益 5268 万已经在上半年确认，因此公司下半年的业绩将低于上半年；(2) 世博会仍是推动公司业务下半年快速发展的主要因素，预计经济型酒店业务和餐饮业务将保持上半年的快速增长趋势；(3) 2011 年由于基数较高公司业绩预计将基本持平。
中青旅	每股收益 0.28 元，业绩增长 10%，业绩超预期	上调业绩为每股收益 0.57 元，业绩增长 -6.7%	(1) 旅游主业快速增长：上半年占公司收入比重 64%的旅行社业务增长 36%；酒店业务出现收入增长 13%和毛利率小幅提高 1%，乌镇景区游客人次、收入和净利润分别同比增长 45%、37%和 50%；(2) 上半年公司原有的三个房地产项目几近售罄，上半年实现房地产收入 9293 万，同比下降 86%，是导致业绩未大幅增长的主要原因。	(1) 下半年随着市场景气回升旅游主业有望保持增长，公司旅行社业务竞争优势显著，乌镇景区休闲定位有望保持持续高增长；(2) 2010 年的房地产业务收入将较 09 年大幅减少，并因此引发公司 2010 年业绩下降。(3) 2011 年预计净利润增长 7%，房地产业务成为 2011 年增长点之一。
首旅股份	每股收益 0.48 元，业绩增长 28%，业绩超预期	上调业绩为每股收益 0.85 元，业绩增长 24%	(1) 受市场景气回升驱动，公司旗下的酒店、景区、旅行社以及展览广告业务全面增长，分别同比增长 19%、27%、74%、24%，由于旅行社业务占比达到 57%且其增速最为明显，进而导致公司收入大幅增长。(2) 公司盈利的主要来源依次是景区和酒店业务，上半年酒店业务和海南南山景区营业毛利分别同比增长 19%和 27%，趋势向好。	(1) 在 09 年低基数效应下，我们预计下半年酒店业务仍将稳定增长，全年收入增长将达到 20%；(2) 景区业务快速增长的可持续性，作为 5A 景区，海南南山景区直接受益于海南国际旅游岛开发；(3) 大股东采用增发注入资产的模式遭遇门票分成瓶颈，导致资产注入进程将低于市场预期；(4) 预计 2011 年业绩增长 15%，每股收益为 0.98 元。



丽江旅游	每股收益 0.06 元, 业绩下降 71%, 低于预期	下调业绩为 每股收益 0.17 元, 业绩增长-50%	上半年公司业绩大幅下降的主要原因是 (1) 玉龙雪山索道自 4 月-11 月的停运改造, 导致上半年索道业务收入同比下降 17%; (2) 新开业酒店业务亏损。由于 2009 年 9 月开业, 上半年酒店实现收入 2,434 万元, 是拉动公司整体收入增长的主要原因。由于期间费用和折旧费用摊销, 上半年酒店营业利润为-1078 万元。	(1) 因玉龙雪山索道停运改造, 预计 2010 年索道收入下降 33% (2) 上半年完成的定向增发募集资金将直接降低酒店的财务费用, 但由于期间费用和折旧因素, 全年仍将继续亏损, 预计亏损规模在 500 万左右, 2011 年随着入住率回升将实现盈利; (3) 目前云南旅投已经成为公司第三大股东, 公司股票正处于停牌, 静待重组方案披露; (4) 预计 2011 年公司业绩增长 117%, 每股收益 0.36 元。
湘鄂情	每股收益 0.22 元, 业绩增长 27%, 基本符合预期	每股收益 0.49 元, 业绩增长 28%	上半年餐饮收入同比增长 22%, 主要是 08 年新开业的 4 家门店以及 09 年新开业的 1 家门店迅速进入成熟期、老店稳步增长以及上半年完成收购的上海店、西藏店纳入合并范围三个因素。由于原材料价格小幅上涨, 毛利率下降 1% 达到 65.6%, 公司费用控制较好, 上半年公司净利润增速超过收入增速。	(1) 下半年公司将加紧四家门店以及“食品加工 (中央厨房) 项目”的筹建工作, 力争建成投产。由于开业门店当年有开办费摊销且一年后才进入成熟期, 我们预计 2010 年新开业的 10 家门店将成为公司 2010 年收入增长点和 2011 年业绩增长点, 门店开业规模上升带动公司业绩快速增长。(2) 预计 2011 年业绩增长 32%, 每股收益 0.65 元。

数据来源: 上市公司公告、长城证券研究所

三、旅游行业 2010 年第四季度投资策略

1、行业投资评级-推荐

我们维持旅游行业“推荐”的投资评级, 维持“推荐”的理由有两个:

(1) 旅游行业景气向上趋势明显。景气上升的驱动因素是经济回升以及各地落实支持旅游业发展的政策效应。2010 年行业景气与 09 年景气回升有两个根本性的区别: 第一个区别是旅游行业进入量价复苏阶段 (09 年复苏主要是量的复苏), 其根本性的标志是人均旅游消费提升, 并表现为旅游收入增速超过游客人次的增长; 第二个区别是各地落实支持旅游业发展的政策加快了旅游行业的发展 (09 年各地仅是推行旅游消费打折促销措施, 有短期效应), 旅游综合试点改革地区以及若干区域规划将优先发展旅游行业, 导致区域旅游经济亮点涌现, 海南、上海和西部地区成为增长亮点。

(2) 旅游上市公司业绩大幅增长, 超过往年 10-20% 的平均增速。上半年旅游上市公司整体收入和净利润分别同比增长 28% 和 36%, 行业景气是推动业绩上涨的根本动力。三个子行业中, 旅游综合公司受益于行业全面复苏, 收入是三个子行业中增长最快的; 景区是三个旅游子行业中最先复苏的, 并且出现了旅游收入和毛利率的双双增长, 但由于景区资源和管理差异, 景区上市公司业绩分化明显; 酒店餐饮公司受益于行业复苏稳定增长, 毛利率是三个子行业中提升最为明显的。



2、2010 年第四季度行业投资策略

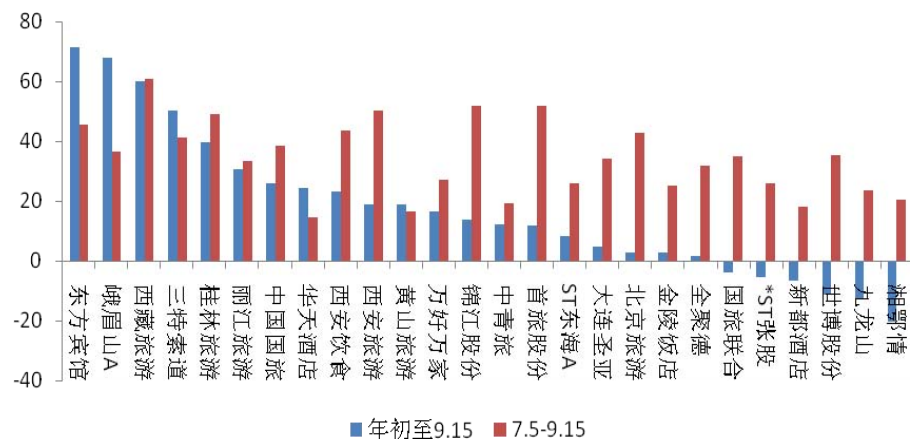
旅游板块涨幅超越大盘，目前行业估值处于历史估值偏低区间，旅游综合子行业估值偏低。从本年初到 9 月 15 日，上证综合指数下跌了 21%，而餐饮旅游指数的平均涨幅是 11%，分季度来看（见图 26），第一季度和第三季度旅游板块整体涨幅均明显优于大盘，第二季度跌幅与大盘相当，旅游板块市场表现好于大盘。个股涨幅上，涨幅居前的是东方宾馆、峨眉山和西藏旅游等个股，在 7 月初开始的这波反弹行情中涨幅最大的是西藏旅游、首旅股份和锦江股份，反弹幅度超过 50%。

目前旅游行业剔除负值后的动态 PE 为 33 倍，低于 42 倍的历史平均水平，旅游板块相对大盘的 PE 倍数是 1.82 倍，也低于历史 1.93 的平均水平（见图 27-28），我们认为当前行业整体估值仍处于历史估值偏低区间，考虑到 2010 年行业复苏带动上市公司业绩大幅增长，我们预计旅游行业估值水平仍有上升空间。从三个子行业的估值水平来看（见图 29），当前景区和酒店子行业的 PE 分别为 88 倍、46 倍，而旅游综合子行业的 PE 仅为 25 倍，低于行业整体估值以及其 40 倍的历史平均水平。

第四季度的投资策略偏重于低估值、高成长以及区域投资品种。第四季度行业开始从旺季转入淡季，尽管第三季度整体板块走势偏强，我们认为个股投资机会仍存在，投资者可重点关注（1）低估值的旅游综合公司，我们重点推荐首旅股份和中青旅；（2）区域板块活跃带来的主题性投资机会，第四季度一方面上海和广州等区域旅游经济仍存在亮点，投资者可关注锦江股份和东方宾馆，另一方面行业淡季期间政策出台也将带来主题投资机会，第四季度重点关注的政策是国民休闲旅游纲要出台以及海南免税购物政策试点，投资者可关注中国国旅和首旅股份；（3）业绩高成长公司，站在 2010 年业绩高成长角度投资者可关注黄山旅游和锦江股份，站在 2011 年业绩高成长角度投资者可关注丽江旅游和湘鄂情。

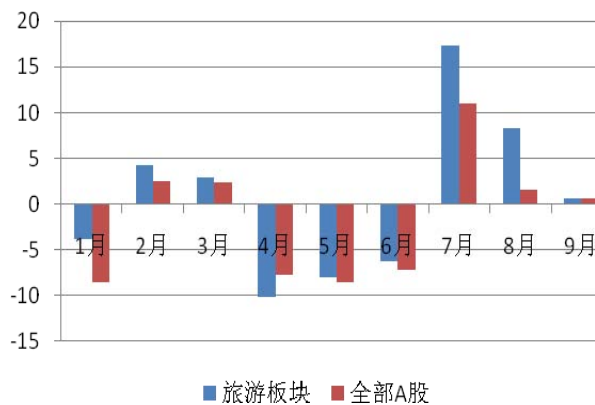
我们推荐的重点公司依次为：锦江股份、首旅股份、黄山旅游、中青旅。投资者还可重点关注东方宾馆、西藏旅游、中国国旅、华天酒店、丽江旅游、湘鄂情。

图 25: 年初至今旅游板块个股涨幅排序



资料来源: WIND、长城证券研究所

图 26: 第一季度和第三季度旅游板块市场表现优于大盘



数据来源: WIND, 长城证券研究所

图 27: 旅游板块相对大盘的 PE 倍数是 1.82, 低于平均水平 1.93

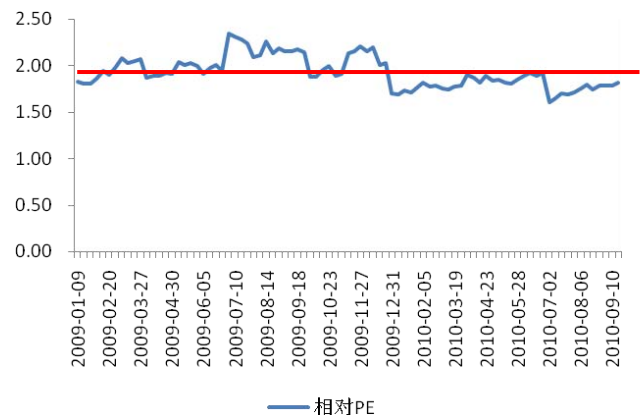
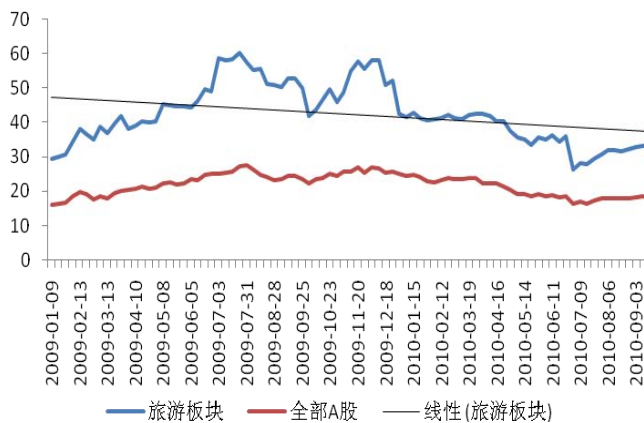


图 28: 目前旅游行业 PE33 倍, 低于 42 倍的平均水平



数据来源: WIND, 长城证券研究所

图 29: 旅游综合公司 PE25 倍, 低于行业整体以及其历史平均

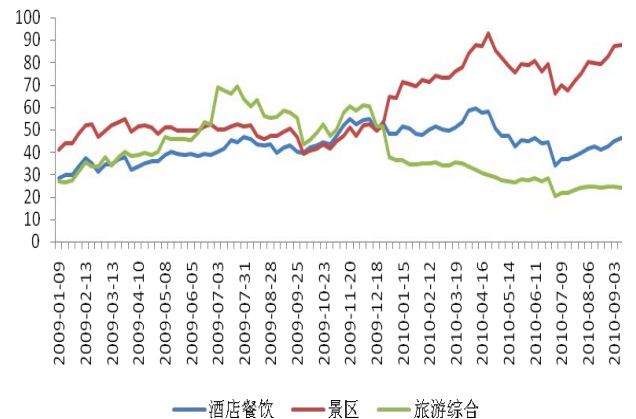


表 6: 重点旅游公司估值与投资评级

股票代码	公司名称	投资评级	20100915 股价	10EPS	11EPS	10PE	11PE
600054	黄山旅游	强烈推荐	22.06	0.56	0.62	39	36
600138	中青旅	强烈推荐	17.67	0.57	0.6	31	29
600754	锦江股份	强烈推荐	26.32	0.68	0.68	39	39
600258	首旅股份	强烈推荐	25.07	0.85	0.98	29	26
2033	丽江旅游	推荐	23.35	0.17	0.36	137	65
2306	湘鄂情	推荐	26.26	0.49	0.65	54	40
平均			23.46	0.55	0.65	55	39

数据来源: WIND, 长城证券研究所

风险提示: 重大自然灾害、传染性疾病、政治动荡、经济减速持续多年等因素将影响旅游行业的发展。

研究员介绍:

刘月平: 特许金融分析师, 中国注册会计师, 上海财经大学会计学硕士, 10 年证券行业从业经历, 任旅游、传媒行业研究员。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

投资评级标准:

公司评级

- 强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
- 推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
- 中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
- 回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

- 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
- 中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
- 回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。