

四季度投资策略：超配旅游板块

研究结论

- 2010 年国内旅游业整体保持持续较快增长。年初的旱灾、水灾及之后的上海世博会，对全国各区域产生较大的影响，在暑期传统的旅游旺季，除上海及周边外的全国主要景区的接待情况略好于去年同期；高星级酒店基本处于恢复中，入住率和房价稳定提升，旅行社虽然同比增长较大，但主要集中于出境游业务。总体来看，国内旅游收入增幅近 20%，出境游井喷，部分地区增幅在 50—100%；入境游进一步恢复，增幅在 5—10%。
- 从各子行业来看，今年最大的变化是经济型酒店行业增长全面超预期，出境游部分地区增幅超过 100%，持续火爆。经济型酒店，今年二季度主要品牌的成熟门店 REVPAR（房价×入住率）同比增长近 15%，扣除世博影响其增幅仍在 8—10%，这是近年来首次全国性行业景气提升，从最新调研来看，三季度增幅仍在扩大；出境游业务，出现全面的供不应求状况，目前的瓶颈主要是飞机仓位等因素，从主要地区来看像欧洲游等线路提前二个月全部满团，这也是近年少见的情况。
- 短期看“三游”增长有望超预期。10 月随着世博进入最后一个月的倒计时，“赶末班车”的大量客流预计将涌现，国内游有望受此带动延续之前的增长。11 月在广州亚运会的带动下，国内游和入境游有望掀起另一波高潮。12 月虽然是传统的淡季，但在今年整体旅游形势大好的背景下，出现高与往年的增长的可能性也较大。
- 中长期，我们维持旅游行业处于黄金发展期的判断，主要基于如下理由：1) 20%以上增速的休闲度假需求和当前全国近 2 万个旅游景区中，仅有 5%可以真正用于度假的相对短缺旅游资源构成的主要矛盾。2) 国务院在《关于加快发展旅游业的意见》中明确提出了我国旅游业的发展目标，重要的如，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%。3) 2010 年至 2014 年将是国内高铁的建设和收获期，交通便捷度将大幅提高，有望带动整个行业快速发展。
- 投资策略：虽然旅游整体板块估值偏高，但基于行业长期高成长的预期和相关支持政策的暖风频吹，行业基本面和政策面远优于大多数行业，因此我们建议四季度超配旅游板块。主要遵循三大投资主线：第一，国内游保持稳步增长，经济型酒店行业直接受益，锦江股份等将会受益。第二，景区受益主动性消费增长，中青旅，峨眉山，首旅股份，黄山旅游等将会受益。第三，出境游的井喷和入境游的快速恢复将直接带动国内免税行业的蓬勃发展，中国国旅等将会受益。
- 短期催化剂：1) 海南国际旅游岛政策在年底前获批。2) 《桂林国家旅游综合改革试验区总体方案及规划纲要》年底前部分规划批准实施。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨春燕

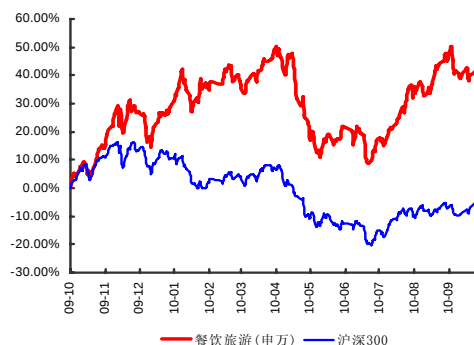
旅游行业资深分析师
8621-63325888×6080
yangy@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010015

糜韩杰

旅游、纺织行业助理分析师
8621-63325888×6119
mihanjie@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860110050019

行业评级	看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区	中国/A 股
行业	旅游
报告日期	2010 年 10 月 11 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-5.08	20.83	42.52
相对表现 (%)	-7.95	7.08	45.93

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	09EPS	10EPS(E)	11EPS(E)	股价	评级
锦江股份	0.47	0.61	0.68	26.98	增持
中青旅	0.61	0.51	0.85	17.00	买入
峨眉山 A	0.36	0.51	0.63	20.20	增持
首旅股份	0.69	0.87	1.02	24.68	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《行业前景看好，建议超配——2010 年 6 月 28 日 2010 年旅游行业中期投资策略》

目 录

一、旅游市场现状	4
1、国内游：保持稳步增长	4
2、出境游：出现井喷	4
3、入境游：增速较慢	5
4、“十一”黄金周旅游情况：大幅增长	6
二、细分行业情况	7
1、经济型酒店：进入高成长高盈利时期	7
2、免税业：快速成长	7
3、景区：保持较好的发展态势，主动性消费增长	8
4、旅行社：今年收入有望大幅增长	10
5、高星级酒店：出现明显恢复	10
6、餐饮业：继续快速增长	11
三、未来展望	12
1、中长期行业进入黄金发展期	12
2、短期“三游”将继续保持快速增长	13
3、短期催化剂	13
四、投资策略	14
五、重点公司上半年经营情况回顾及未来展望	14

图表目录

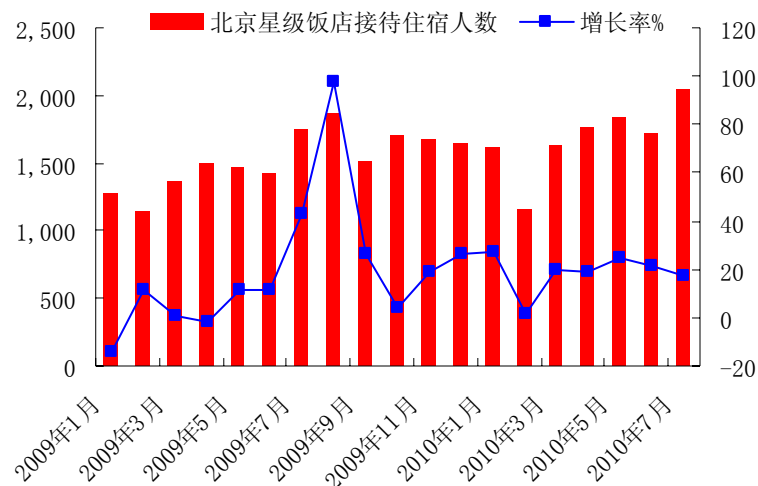
图 1：北京星级饭店每月接待人数及增长率 单位：千人	4
图 2：北京出境游人数上半年出现井喷	5
图 3：入境游增长率恢复至 2007 年水平	5
图 4：历年黄金周国内旅游收入 单位：亿元	6
图 5：经济型酒店规模持续扩大	7
图 6：1 至 7 月不同地区免税品销售同比增长	8
图 7：北京旅游区累计接待人数	9
图 8：北京旅游区累计收入	9
图 9：北京星级饭店出租率和平均房价	10
图 10：上海星级酒店出租率和平均房价	11
图 11：餐饮业继续保持较快增长	11
图 12：2010 年武广高铁通车后的首个春节黄金周游客人数大幅增加	12
图 13：在经历了 9 月初的小幅回落后，世博参观人数有望再度攀升	13
 表 1：重要省市“十一”黄金周旅游统计	6
表 2：重点公司盈利预测与估值	15

一、旅游市场现状

1、国内游：保持稳步增长

虽然年初至今我国经历了较为严重的旱情和水灾，给国内旅游造成了一定的不利影响，但总体看国内游增长情况良好。2010年上半年，国内旅游人数 10.97 亿人次，比上年同期增长 8.6%，国内旅游收入 6055 亿元，增长 20.6%。三季度来看，虽然受上海世博会影响，各地景区接待情况一般，总体与去年同期持平，但部分省份和景区仍实现较快增长。如，浙江：7 月份接待国内旅游者 2500 万人次，同比增长 22.9%，实现国内旅游收入 252.6 亿人民币，同比增长 25%，1-7 月份累计接待国内旅游者 16600 万人次，同比增长 16.6%，实现国内旅游收入 1677.6 亿元，同比增长 18.6%；北京：星级饭店 7 月接待住宿人数 204.40 万人次，同比增长 17.4%，1-7 月累计接待住宿人数 1177.27 万人次，同比增长 19.1%；黄山，9 月份接待人次同比增长近 2 成。

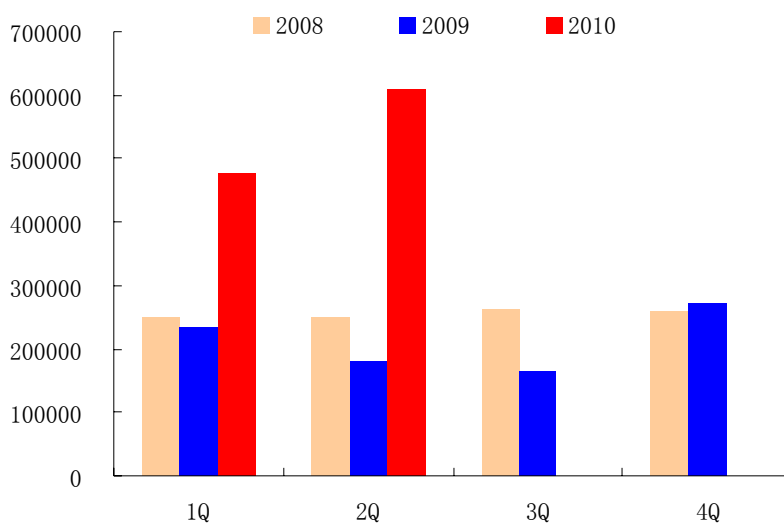
图 1：北京星级饭店每月接待人数及增长率 单位：千人



资料来源：北京旅游局，东方证券研究所整理

2、出境游：出现井喷

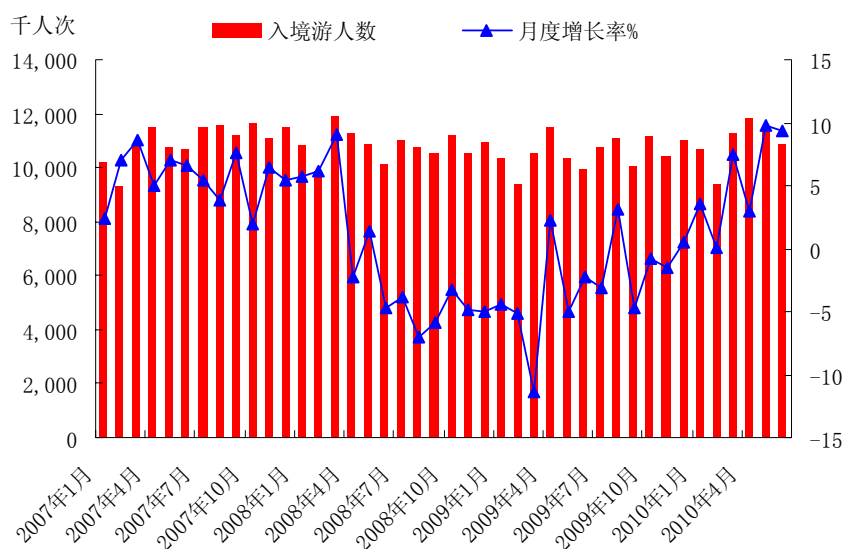
从各省的旅游统计数据看，国内出境游继续保持高速增长，个别重要省份更是出现人数井喷。比如，浙江省 7 月份组织出境旅游者 7.1 万人次，同比增长 113.7%，1-7 月份累计组织出境旅游者 51.9 万人次，同比增长 59.4%。北京上半年旅行社累计组织出境旅游人数 1086374 人次，较去年同期增长 162.58%。

图 2：北京出境游人数上半年出现井喷


资料来源：wind，东方证券研究所整理

3、入境游：增速较慢

根据国家旅游局 7 月份的统计，入境旅游人数 1150.13 万人次，同比增长 7.28%，1-7 月累计接待入境游客 7702.13 万人次，同比增加 5.82%。虽然从绝对速度上看，入境游较慢于国内游和出境游，但出境游目前的增速已恢复至 2007 年的水平。

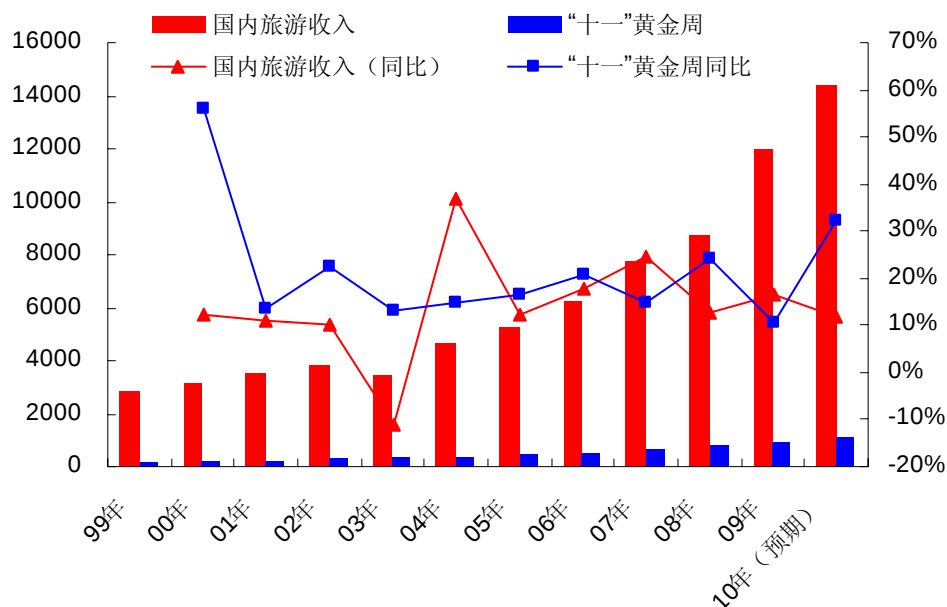
图 3：入境游增长率恢复至 2007 年水平


资料来源：国家旅游局，东方证券研究所整理

4、“十一”黄金周旅游情况：大幅增长

据全国假日办最新发布的《2010年“十一”黄金周旅游统计报告》今年“十一”黄金周期间，全国共接待旅游者 2.54 亿人次，比上年同期增长 27.1%；实现旅游收入 1166 亿元，比上年同期增长 32.4%；旅游者人均花费支出 459 元。对比去年“十一”黄金周，旅游者人次增幅基本和去年持平，保持在高位，旅游收入增幅则较去年还提高了 6 个百分点，显示旅游消费的旺盛。

图 4：历年黄金周国内旅游收入 单位：亿元



资料来源：国家旅游局，东方证券研究所估计

通过对已公布“十一”黄金周的旅游情况的各重要旅游省市的研究，我们可以看出，虽然各地旅游人次和收入均有增长，但还是有快慢之分，除了海南由于遭到十几年难遇的暴雨影响，增速远低于全国平均水平外，其他像上海、浙江、安徽和广西等旅游人次和收入均高于全国水平的省市主要是受益于如下原因，或者是受益于世博会的带动，或者是受益于省内旺盛的自驾游和自助游。

表 1：重要省市“十一”黄金周旅游统计

省市	接待游客 (万人)	同比增长%	旅游收入 (亿元)	同比增长%
北京	930	13.7	60.3	21.7
上海	801.37	38	60.03	30.5
四川	2134.28	24.4	91.19	31.3
云南	558.97	24	25.4	28.7
浙江	2235.72	30.23	184.15	35.78
乌镇	31.12	47.84	N.A.	N.A.
安徽	2011.3	33.7	58.3	42.7
黄山风景区	16.68	58.21	0.36	57.62
广西	839.75	32.8	32.62	34.83

桂林	85.01	18.89	8.18	27.02
海南	62.87	5.2	8.9	16.9
三亚	22.99	-1.75	6.25	12.45

资料来源：国家旅游局；各省市旅游政务网；东方证券研究所预测

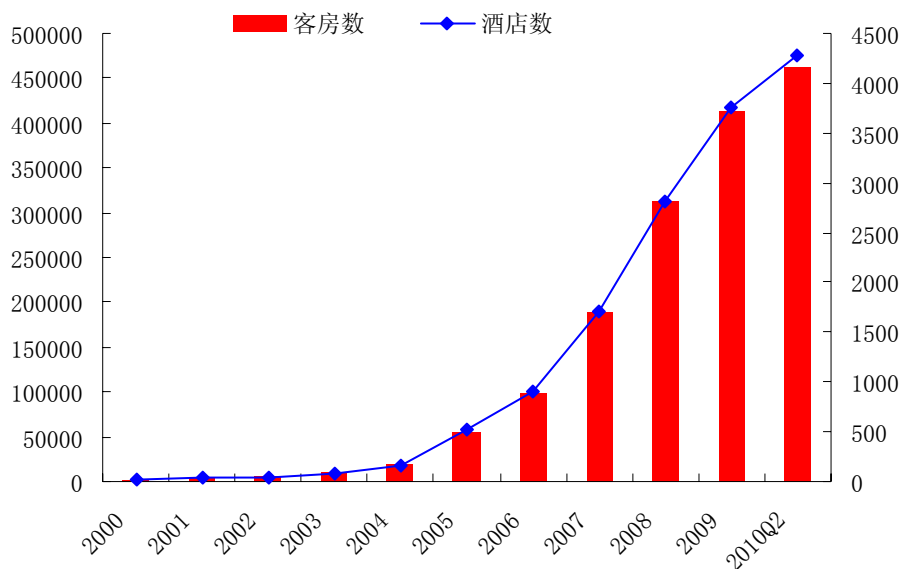
二、细分行业情况

1、经济型酒店：进入高成长高盈利时期

经济型酒店行业今年上半年规模继续扩大，根据盈蝶网统计，截止 2 季度，酒店总数已达 4270 家，与年初相比增加 513 家，增幅 13.65%，客房总数达到 461115 间，与年初相比增加 48275 间，增幅为 11.69%。

在规模不断扩张的同时，根据已披露中报的四家上市经济型酒店的数据看，经济型酒店的入住率和平均房价也攀上了近年的新高，显示行业正进入高成长高盈利期。以如家和锦江为例，如家今年一季度平均房价为 159 元，二季度为 171 元，分别较去年同期增长 1.1%和 15.54%；入住率方面，一季度为 91%，二季度为 96.4%，分别较去年同期增长 9.56%和 4.33%；锦江之星方面，一季度平均房价为 172 元，二季度为 186.4 元，分别较去年同期增长 1.6%和 6.88%；入住率一季度为 78%，二季度为 89.8%，分别较去年同期增长 3.32%和 8.45%。

图 5：经济型酒店规模持续扩大



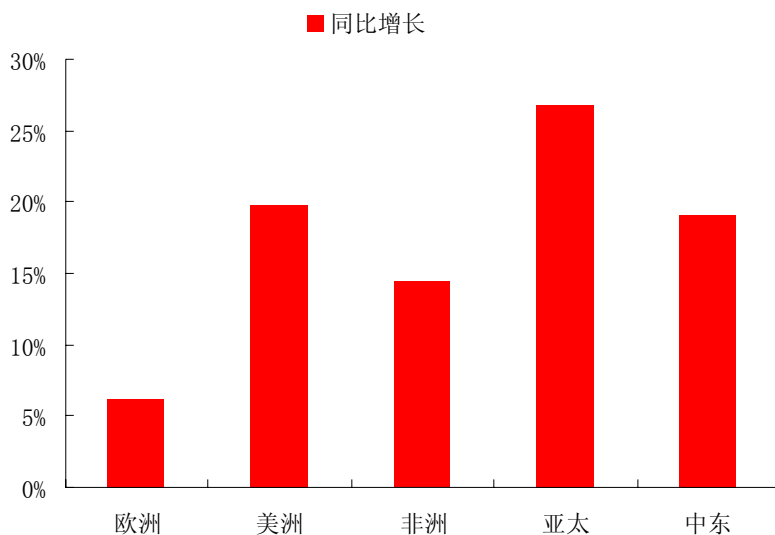
资料来源：盈蝶咨询，东方证券研究所整理

2、免税业：快速成长

根据 Generation Research 的统计，今年 1 至 7 月全球免税市场销售额较去年同期增加 16.4%，虽然从绝对额上看依然低于 2008 年同期 3%，但是趋势上，全球免税市场在经历 2009 年的下滑

后目前正重新步入上升通道。分地区上，亚太市场凭借同比 2009 年增长 26.8% 的增速位居第一。中国免税市场作为亚太增长最快的市场之一，虽然 1-7 月整体情况缺乏具体数据，但是从亚太市场的高增长也可以从侧面得到反映。

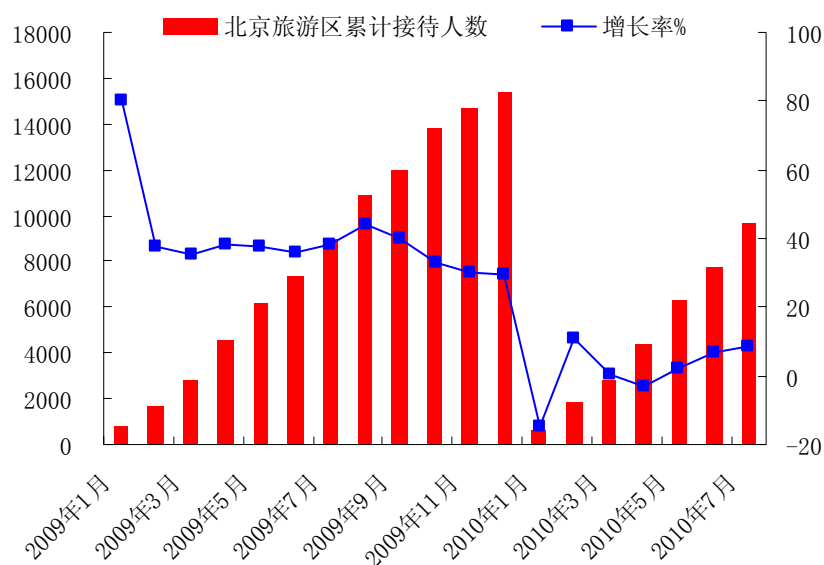
图 6：1 至 7 月不同地区免税品销售同比增长



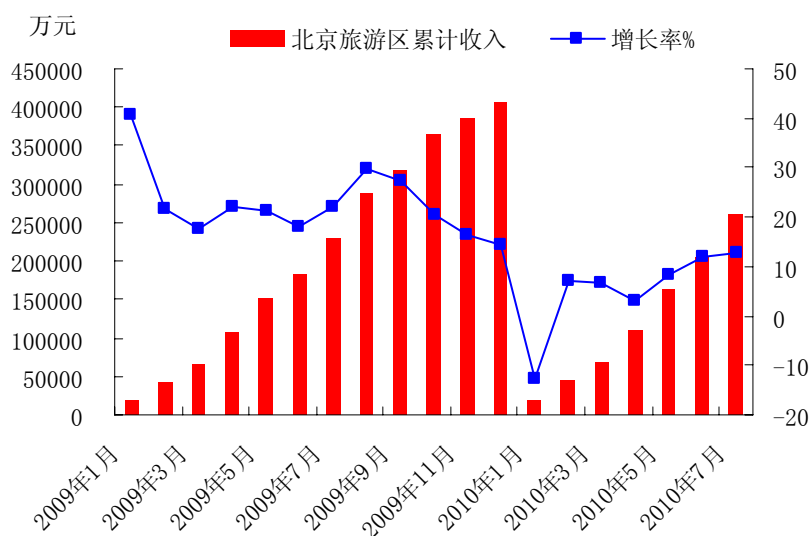
资料来源：Generation Research，东方证券研究所整理

3、景区：保持较好的发展态势，主动性消费增长

景区虽然各地存在一定差异，但整体保持较好的发展态势，且主动性消费增长明显。北京 7 月旅游区（点）接待人数 1927 万人次，同比增长 16.6%，收入合计 54855 万元，同比增长 15.9%，1-7 月累计接待人数 9741 万人次，同比增长 8.4%，累计收入 259782 万元，同比增长 12.9%，从中可以看到人数增长和收入增长基本同步，反映出景区门票折扣减少，但人气依然很旺。

图 7：北京旅游区累计接待人数


资料来源：北京旅游局，东方证券研究所整理

图 8：北京旅游区累计收入


资料来源：北京旅游局，东方证券研究所整理

这种情况在旅游大省安徽也可以见到，据安徽旅游局统计，今年 1-7 月份，安徽省 68 家重点监测旅游景区(点)接待游客 3679.08 万人次，同比增长 19.52%；门票收入 9.53 亿元，同比增长 19.33%。7 月份，68 家重点监测旅游景区(点)接待游客 456.84 万人次，同比增长 15.2%；门票收入 1.58 亿元，同比增长 7.35%。所以并不是个别现象，反映出在主动性消费增长下，景区发展态势保持良好。

4、旅行社：今年收入有望大幅增长

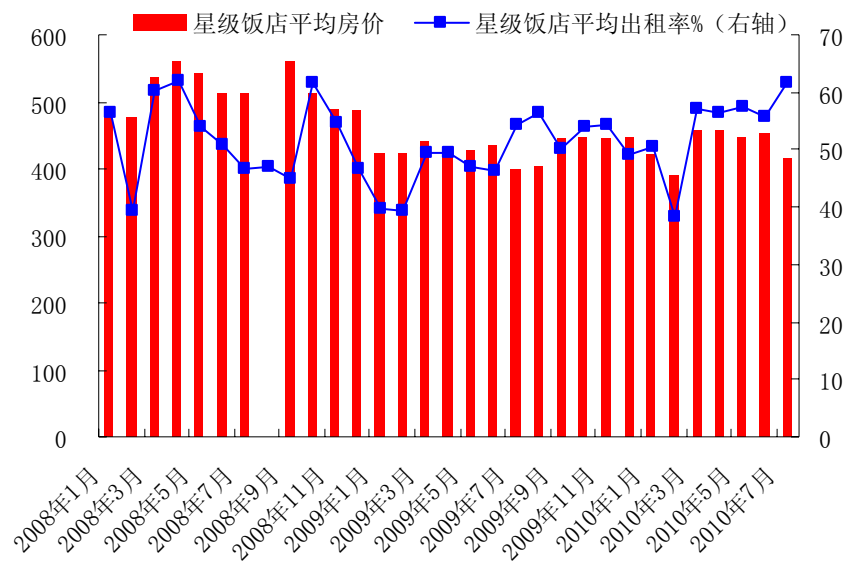
根据国家旅游局的统计，今年上半年旅行社接待国内游客增长 20%；接待入境游客增长 5%；组织出境旅游增长 15%。受国内游增长、入境游复苏和出境游井喷影响，旅行社业务快速恢复，考虑到去年的低基数，旅行社收入今年有望大幅增长。

5、星级酒店：出现明显恢复

从统计来看，星级酒店出现出租率稳步回升，房价逐步转暖的趋势。如，北京 7 月星级饭店出租率 61.7%，较去年同期增加 5.5%，平均房价为 415.4 元，较去年增加 15.1 元。浙江省饭店平均客房出租率 67.6%，比去年同期增长 9.6%，全省平均房价 267.4 元/间，比去年同期下降 3.1%。1-7 月份，浙江省饭店平均客房出租率 62%，比去年同期增长 5.4%，全省平均房价 280.3 元/间，比去年同期增长 0.4%。

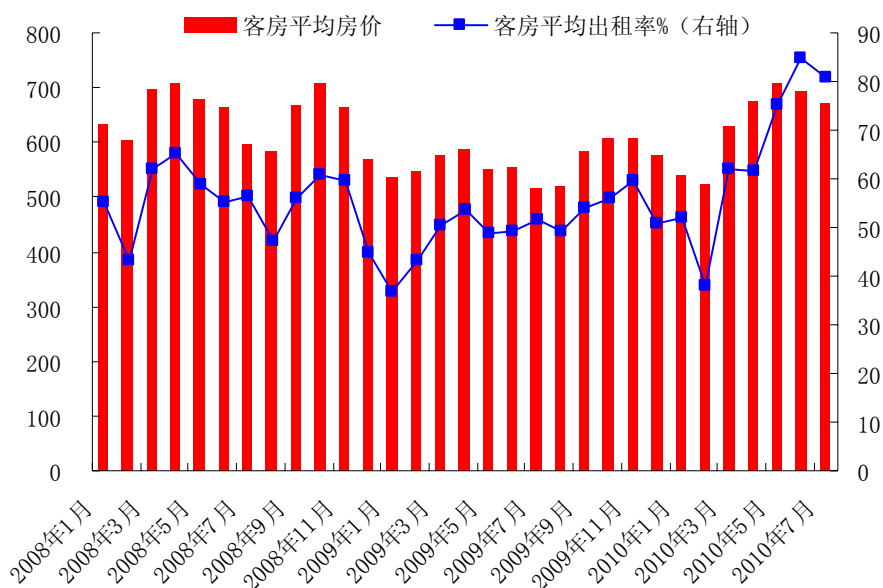
而今年世博会最大的受益者，上海的高星级酒店业，亦如预期平均出租率和平均房价出现大幅增长根据上海旅游局公布的数据，7 月，上海星级酒店平均出租率 80.81%，同比增加 29.13%，平均房价 672.03 元/间天，同比增长 30.77%，1-7 月累计，上海星级酒店平均出租率 65.37%，较去年同期增长 17.7%，平均房价 657.18 元/间天，较去年同期增长 19.07%。

图 9：北京星级饭店出租率和平均房价



2008 年 8 月北京房价由于奥运会原因出现异常值 1653.4 元，为了便于其他月份比较此处暂时不包括该时的数据

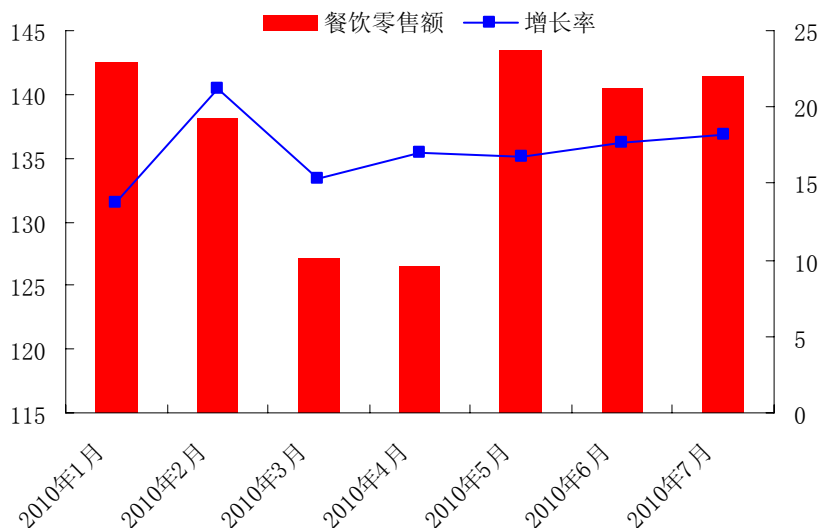
资料来源：北京旅游局，东方证券研究所整理

图 10：上海星级酒店出租率和平均房价


资料来源：CEIC，东方证券研究所整理

6、餐饮业：继续快速增长

根据消费品零售总额中的餐饮分项，今年7月餐饮销售零售总额1471亿元，同比增长18.8%，1-7月餐饮累计销售额为11066亿元，同比增长17.35%，餐饮业继续保持快速增长态势。

图 11：餐饮业继续保持较快增长


资料来源：CEIC，东方证券研究所整理

三、未来展望

1、中长期行业进入黄金发展期

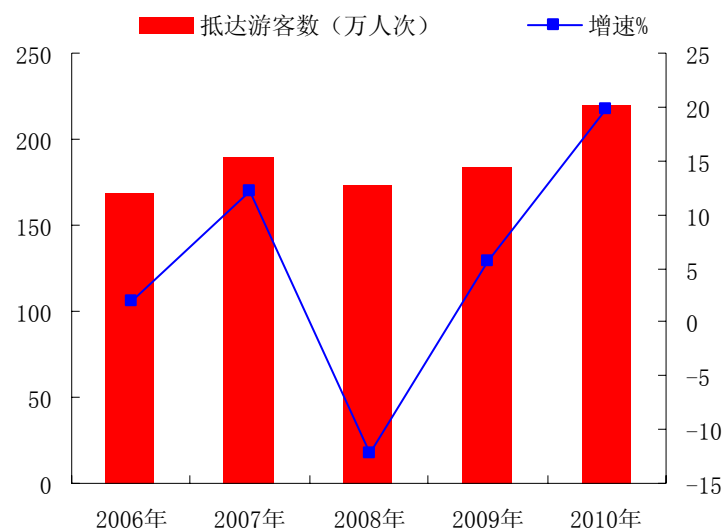
中长期，我们维持之前对整个旅游行业的判断，即行业已进入黄金发展期，主要理由如下：

1、休闲度假景区缺口巨大。虽然中国是世界上旅游资源最丰富的国家之一，但考虑到庞大的人口及日益增长的旅游需求，国内景区在未来将长期保持稀缺性，尤以休闲度假类景区为甚。从需求来看，当前国内如北京、上海等部分一线城市和地区人均 GDP 在 5000 美元以上，休闲度假类需求将出现快速增长，保守估计近几年的增速在 20% 以上，且随着富裕地区范围的扩大，这部分需求的实际增速可能更快。供给来看，在当前全国近 2 万个旅游景区中，真正用于度假的预计仅 5%，其中高品质的休闲度假类景区尤其稀缺。日益增长的旅游需求和相对短缺的景区供给是当前国内旅游业的主要矛盾。

2、政策支持。国务院在《关于加快发展旅游业的意见》中明确提出了我国旅游业的发展目标：到 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%。

3、交通便捷度大幅提高。根据我们之前《高铁助推区域消费发展》报告中指出的，2010 年至 2014 年将是国内高铁的建设和收获期，随着高铁的陆续建成并投入使用，旅游客源地和目的地间的时间距离将大幅缩短，交通的便捷将激发旅游的需求，进而带动整个行业快速发展。

图 12：2010 年武广高铁通车后的首个春节黄金周游客人数大幅增加

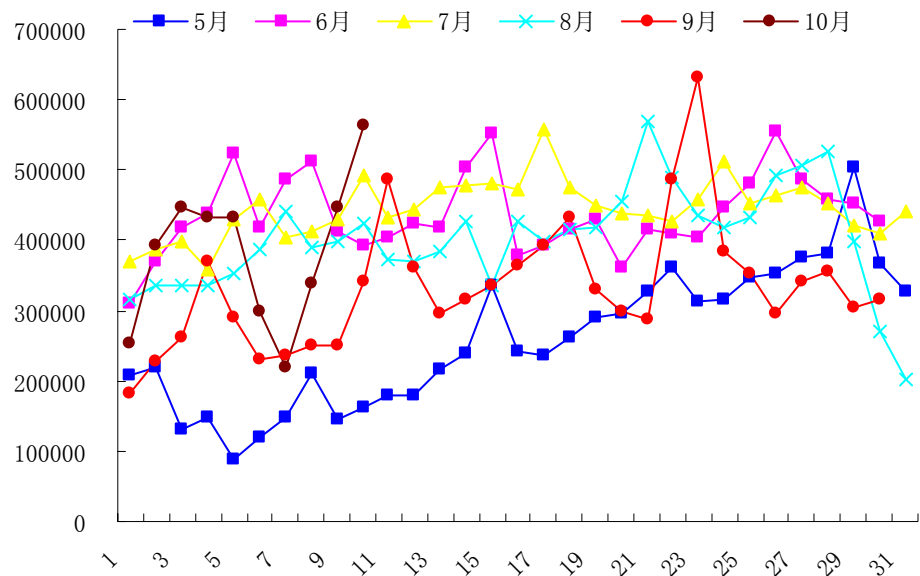


资料来源：武汉旅游统计局，东方证券研究所整理

2、短期“三游”将继续保持快速增长

短期，国内游方面，随着世博进入最后一个月的倒计时，“赶末班车”的大量客流预计将涌现，国内游有望受此带动延续之前的增长。据来自国内知名旅游超市 51766 旅游网数据统计，近期由旅行社在网上自行发布有关世博会的旅游产品已经超过了 3600 多条，其中主要以旅游线路，和世博门票为主，与上月同期相比增长了 41.98%。同时，在游客关注程度上，上海也位居全国各旅游目的地之首。

图 13：在经历了 9 月初的小幅回落后，世博参观人数有望再度攀升



资料来源：wind，东方证券研究所整理

11 月随着广州亚运会的召开，国内游和入境游有望掀起另一波高潮，特别是入境游我们预期将出现超预期增长，因为同属亚洲体育强国的日本和韩国恰恰也是中国入境游客最主要的两大客源国。12 月虽然是传统的淡季，但在今年整体旅游形势大好的背景下，出现高于往年的增长的可能性也是很大的。

3、短期催化剂

1) 海南国际旅游岛政策在年底前获批。2) 《桂林国家旅游综合改革试验区总体方案及规划纲要》年底前部分规划批准实施。该两项区域性重大旅游政策一旦获批，将极大的促进两地区旅游业的发展，考虑到海南省和桂林所属的广西壮族自治区是国内传统的旅游目的地大省，以今年上半年国家旅游局和省旅游局的统计，两省国内游人数占全国总人数比例达到的 7.61%，两省旅游业的发展将极大的提升整个国内旅游业的活跃度，另外两地旅游类上市公司的业绩也将获益出现爆发式增长。

四、投资策略

虽然旅游整体板块估值偏高，但基于行业稳定增长的确定性和相关支持政策的暖风频吹，行业基本面和政策面远优于大多数行业，因此我们建议四季度超配旅游板块。具体子行业方面，主要遵循三大投资逻辑和主线：

第一：国内游保持稳步增长，经济型酒店行业直接受益，根据 2008 年中国经济型酒店调查报告，旅行团队和休闲散客占了经济型酒店客源的四分之一，国内旅游的稳步增长将直接带动经济型酒店客源人数的增长，

根据我们在之前经济型酒店深度报告中指出的，基于首先，今年一季度和二季度已上市四家经济型酒店入住率和平均房价出现大幅上升，且盈利呈加速增长态势，其次，酒店地区分布中上海比重较低的如家和 7 天（前者 10.06%、后者 4.15%）半年报的良好业绩折射出世博不是导致行业景气的唯一因素。最后，整个经济型酒店行业的特征吻合行业生命周期中的成长期阶段，经济型酒店行业目前已进入高成长和高盈利时期，

同时随着主要的经济型酒店自 2010 年开始加快了开店速度，市场份额将近一步向前几大酒店品牌集中。在此基础上，客源的增加将直接导致经济型酒店，特别是前几大经济型酒店营收的增加。

第二：景区受益主动性消费增长，景区游分为观光游和休闲游，随着我国人均 GDP 进入 3600 美元，观光游逐步向休闲游过渡，游客人数的增长将趋于平稳，但人均消费有望出现超预期增长，景区收入的提高也将逐步从依靠游客人数的增加转变为更加内生的人均消费的提高。从中短期看，景区游客人数继续保持快速增长，同时之前由于种种原因而进行的大幅折扣低价促销政策所造成的消费压制也将随着相关政策的取消而逐步恢复，由此产生的游客人数增长和人均消费增长的叠加效应将为景区带来较高的收益。

第三：出境游的井喷和入境游的快速恢复将直接带动国内免税行业的蓬勃发展，首先，国内免税业销售额和人均购物额与全球平均相比偏低，存在很大的增长空间。据统计，目前我国单个免税店的年均销售额仅 300 万-400 万美元，远远低于 1000 万美元的世界平均水平。2007 年国外机场免税店人均购物额约为 15.37 美元，中国机场免税店人均购物额只有 10 美元左右。其次，免税业的发展与我国旅游业的发展具有很强的相关性，2000 年-2008 年，我国入境游客数量增长了 1.56 倍，出境游客数量增长了 4.38 倍。同期从有统计数据的 2003 年起，我国的免税行业销售收入也呈现出快速增长的态势，从 2003 年的免税业销售额 3.3 亿美元增长至 2008 年的 8.5 亿美元，复合年均增长率达到 21%。另外，一旦上文提到的短期催化剂，海南国人离岛免税政策在年底前出台，可以预计国内免税行业将出现爆发式增长。

五、重点公司上半年经营情况回顾及未来展望

锦江股份上半年公司完成了重大资产重组，按照准则口径，报告期实现收入 11 亿元，同比增长 27.68%，实现净利润 2.31 亿元，同比增长 16.15%，每股收益 0.38 元，符合预期。公司以锦江之星为主的经济型酒店业务在上半年实现了规模的加速增长和业务效益的大幅提升。国内经济型酒店需求空间巨大，未来随着国内 CPI 的上升、主要品牌知名度和美誉度的提升、会员人数的不断增长、自有渠道的日益壮大和在强大信息系统支持下通过标准化管理日益显现的规模效益，市场需求将进一步集中于这些一线品牌，而锦江之星将成为最大的受益者之一。

中青旅上半年公司实现收入 24.35 亿元，同比增长 0.54%，归属于母公司的扣除非经常性损益后的净利润 1.05 亿元，同比增长 4.22%，每股收益 0.28 元，略高于预期。旅游主业的持续增长是造成半年报业绩快速增长的主要原因。同时，乌镇接待人次大幅提高，由此相关门票和住宿收入增长，权益净利润大幅增长，是造成报告期业绩增长的又一重要原因。公司在旅游主业上大力拓展的新市场、新业态、新模式，将成为未来旅游主业的主要增长点；以乌镇为样板的连锁景区初步开展，2013 年开业古北水镇项目是公司在北京地区类乌镇项目的首次尝试，前景看好。

峨眉山 A 上半年公司实现收入 3.3 亿元，同比增长 33.24%，净利润 3471 万元，同比增长 150%，每股收益 0.15 元，符合预期。人次增长和涨价效应是上半年业绩增长的主要原因。同时之前拖累业绩的酒店业务，在近年持续改造酒店及内部挖潜从去年开始产生了明显的效果，今年上半年酒店业务收入和毛利继续保持增长。我们预计下半年峨眉山的增长主要来自于游客人次的增长和索道提价的后续影响。预计全年，游客接待人次同比增长 8%，全年达到近 200 万人次。

首旅股份今年上半年实现收入 10.76 亿元，同比增长 48%，归属于母公司净利润 1.12 亿元，同比增长 28%。每股收益 0.48 元，符合预期。公司酒店业务情况恢复较好，民族、京伦及前门饭店经营呈平稳回升势头，盈利能力逐步恢复。公司所属南山景区作为海南的标志性景区，今年以来受到行业景气提升及海南国际旅游岛建设影响，经营业绩持续增长。公司旅行社业务中国内旅游市场保持较快增长，入境旅游市场加速回升，出境旅游市场增长强劲。作为海南唯一的 5A 级景区，公司南山苑接待人次占到三亚市总接待量的近 40%，随着海南国际旅游岛相关政策在未来的陆续出台，推动三亚接待人次的持续快速增长，公司将成为最大受益者。

黄山旅游今年上半年实现收入 5.72 亿元，同比增长 22.97%，归属于母公司净利润 9676.64 万元，同比增长 25.70%，但剔除华安证券分红，旅游主业盈利同比增长 3.3%，低于预期。每股收益 0.21 元。酒店业务经营较差导致毛利率下降是旅游主业盈利低于预期的主要原因。同时公司上半年累计接待入山游客同比增长 9.5%，与去年上半年同期 10% 左右的增长幅度相近，世博效应不明显。下半年随着 7、8 两月旺季的到来，公司游客接待量有望加速增长，未来几年随着黄山周边交通的改善，西海大峡谷的建设，公司业绩将出现大幅增长。

中国国旅上半年实现收入 39.42 亿元，同比增长 52.64%，归属于母公司净利润 2.283 亿元，同比增长 37.22%。每股收益 0.26 元，符合预期。分产品看，公司旅行社业务收入大幅反弹，但由于旅游要素资源价格上涨，旅行社业务毛利率下降。免税业务保持平稳增长，但由于供应商提价毛利率也出现下降。虽然上半年出现了成本上升的不利因素，但我们认为公司有能力通过加强预算管理，深化与供应商的合作，加大价格谈判力度控制成本，进而使毛利率恢复上升。考虑到免税业务的垄断性和国人离岛免税政策落实的渐行渐近，我们看好公司未来的增长潜力。

表 2：重点公司盈利预测与估值

	股价 0927	总市值(亿元)	EPS09A	EPS10E	EPS11E	EPS12E	PE09	PE10	PE11	PE12	评级
锦江股份	26.98	162.75	0.47	0.61	0.68	0.81	57.40	44.23	39.68	33.31	增持
中青旅	17.00	70.61	0.61	0.51	0.85	1.04	27.87	33.33	20.00	16.35	买入
峨眉山 A	20.20	47.51	0.36	0.51	0.63	0.70	56.11	39.61	32.06	28.86	增持
首旅股份	24.68	57.11	0.69	0.87	1.02	1.13	35.77	28.37	24.20	21.84	买入
黄山旅游	20.78	97.95	0.34	—	—	—	61.12	—	—	—	未评级
中国国旅	24.96	219.65	0.35	—	—	—	71.31	—	—	—	未评级

资料来源：东方证券研究所预测

附图：相关上市公司近期资金流向





注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn