

推荐 (维持)

吹响政策主旋律，提价、成长来伴奏

2010 年 11 月 30 日

旅游行业2011年度投资策略

上证指数

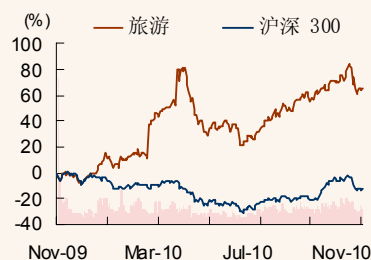
2898

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	28	1.7
总市值 (亿元)	1668	0.7
流通市值 (亿元)	1018	0.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2.7	23.4	71.4
相对表现	3.3	12.8	81.8



相关报告

- 1、《旅游行业动态点评-后续下跌空间有限，世博主题仍有投资机会》100513
- 2、《旅游行业 2010 年中期投资策略-布局优质成长，关注世博主题》100608
- 3、《旅游行业政策点评-政策环境更加有利，优质公司发展机遇显现》100727

林周勇

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

旅游业投资机会主要沿着以下三条主线展开：政策受益、提价预期、长期成长。可能政策受益的公司有：国旅、桂旅、丽江等；存在提价预期的主要有：丽江、峨眉山、三特、首旅、黄山；中长期看，我们看好：华侨城、中青旅、国旅、湘鄂情、锦江、宋城、金陵的成长价值。综合推荐次序：丽江、首旅、金陵、中青旅、国旅、桂旅。

- **政策仍是投资的主旋律。**距国务院的《关于加快发展旅游业的意见》已过一年，我们认为，围绕该文件的地方性旅游政策有望陆续出台，如：海南的免税政策，以及桂林、大香格里拉、陕西、长江中下游等区域；可能受益的公司主要有：国旅、桂旅、丽江、西安旅游、西安饮食等。
- **提价潮将至，投资机会显现。**在我国现有制度安排下，旅游资源提价是难以阻挡的；即使我国出台价格管制措施，也仅仅是推迟提价而已。从目前看，存在提价预期的有：丽江玉龙雪山索道、峨眉山门票、三特梵净山门票、首旅南山景区门票、黄山索道票。根据我们的测算，提价对公司业绩影响比较显著，业绩增厚约 10-20%。
- **成长是永恒的主题。**成长性好的公司能够给投资者带来持续的回报，而我国旅游业已进入加速发展阶段，具备诞生优质成长公司的土壤。中期策略报告，我们指出：要素整合能力强的公司是旅游业发展的最大受益者；在此，我们看好两类公司：探索新模式、引领新市场。综合来看，我们看好：华侨城、国旅、宋城、中青旅、锦江、三特、金陵、湘鄂情的中长期发展潜力。
- **投资策略：**综合短期催化因素、长期成长因素、估值水平，我们重点推荐：丽江旅游、首旅股份、金陵饭店、中青旅、中国国旅、桂林旅游、湘鄂情等。
- **风险提示：**突发事件、中日韩关系影响入境客源。

重点公司主要财务指标

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	PB	评级
华侨城	11.82	0.56	0.7	0.85	21	17	3.1	强烈推荐 A
丽江旅游	34.21	0.39	0.14	1	88	244	6.6	强烈推荐 A
首旅股份	24.81	0.69	0.87	1.08	36	29	5.8	强烈推荐 A
中国国旅	34.77	0.36	0.5	0.8	97	70	7.5	强烈推荐 A
桂林旅游	13.69	0.19	0.13	0.35	72	105	3.5	强烈推荐 A
三特索道	20.32	0.19	0.25	0.34	107	81	5.7	审慎推荐 A
中青旅	16	0.61	0.62	0.8	26	26	2.9	强烈推荐 A
锦江股份	26.09	0.47	0.65	0.58	56	40	3.7	审慎推荐 A
黄山旅游	18.83	0.34	0.51	0.55	55	37	6.1	审慎推荐 A
华天酒店	9.06	0.26	0.26	0.38	35	35	3.6	强烈推荐 A
湘鄂情	26.13	0.38	0.44	0.69	69	59	4.5	审慎推荐 A
金陵饭店	9.16	0.285	0.32	0.35	32	29	2.6	强烈推荐 A
峨眉山	19.36	0.35	0.48	0.55	55	40	6.0	审慎推荐 A

资料来源：招商证券

正文目录

一、政策仍是未来一段时间内的主旋律.....	3
1、国务院对旅游行业的政策支持是明确的	3
2、落实国务院要求的地方政策将陆续出台	5
二、提价热潮将至.....	7
1、提价潮难以阻挡.....	7
2、提价对业绩影响显著	7
三、成长是永恒的主题.....	9
1、我国旅游业已进入加速发展阶段.....	9
2、关注新模式、新需求	10
3、重点领域以及相关的企业	10
四、投资策略.....	12
五、重点公司投资要点.....	13

图表目录

图 1：重点推进的旅游区域分布及相关受益公司	5
图 2：人均文化娱乐支出与人均可支配收入的拟合图	9
图 3：韩国城市化进程结束后，出境游仍持续高增长	9
图 4：社会服务业主要业态矩阵分析	11
图 5：重点公司平均动态估值情况	14
表 1：一年来，国务院等机构颁布的旅游行业相关政策摘录	3
表 2：重点区域与相关受益公司	6
表 3：上市公司旅游资源价格调整情况	7
表 4：玉龙雪山索道提价对丽江旅游 EPS 的影响（考虑一整年度）	8
表 5：峨眉山门票提价对峨眉山 EPS 的影响（考虑一整年度）	8
表 6：南山景区提价对首旅股份 EPS 的影响（考虑一整年度）	8
表 7：黄山索道提价对 EPS 的影响（考虑一整年度）	8
表 8：新模式、新需求矩阵分析	10
表 9：社会服务业重点领域的特征和发展空间	10
表 10：各主线相关公司	12
表 11：针对不同类型投资者的投资建议	12
表 12：重点公司投资要点	13

一、政策仍是未来一段时间内的主旋律

1、国务院对旅游行业的政策支持是明确的

09 年 11 月 25 日，国务院颁布了《关于加快发展旅游业的意见》，将旅游行业提升至“国民经济的战略性支柱产业”前所未有的地位，并要求：各地区、各有关部门要提高对加快发展旅游业重要意义的认识，强化大旅游和综合性产业观念，把旅游业作为新兴产业和新的经济增长点加以培育、重点扶持，切实抓好本意见的贯彻落实。

在此之后，国务院还颁布了一系列的支持旅游行业发展的政策，如：《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》；在《关于进一步促进广西经济社会发展的若干意见》中提出：“建设桂林国家旅游综合改革试验区”；《贯彻落实国务院关于加快发展旅游业意见重点工作分工方案》等。

在《贯彻落实国务院关于加快发展旅游业意见重点工作分工方案》，明确提出：有序推进香格里拉、丝绸之路、长江三峡、青藏铁路沿线、东北老工业基地、环渤海地区、长江中下游地区、黄河中下游地区、泛珠三角地区、海峡西岸、北部湾地区的旅游业发展。

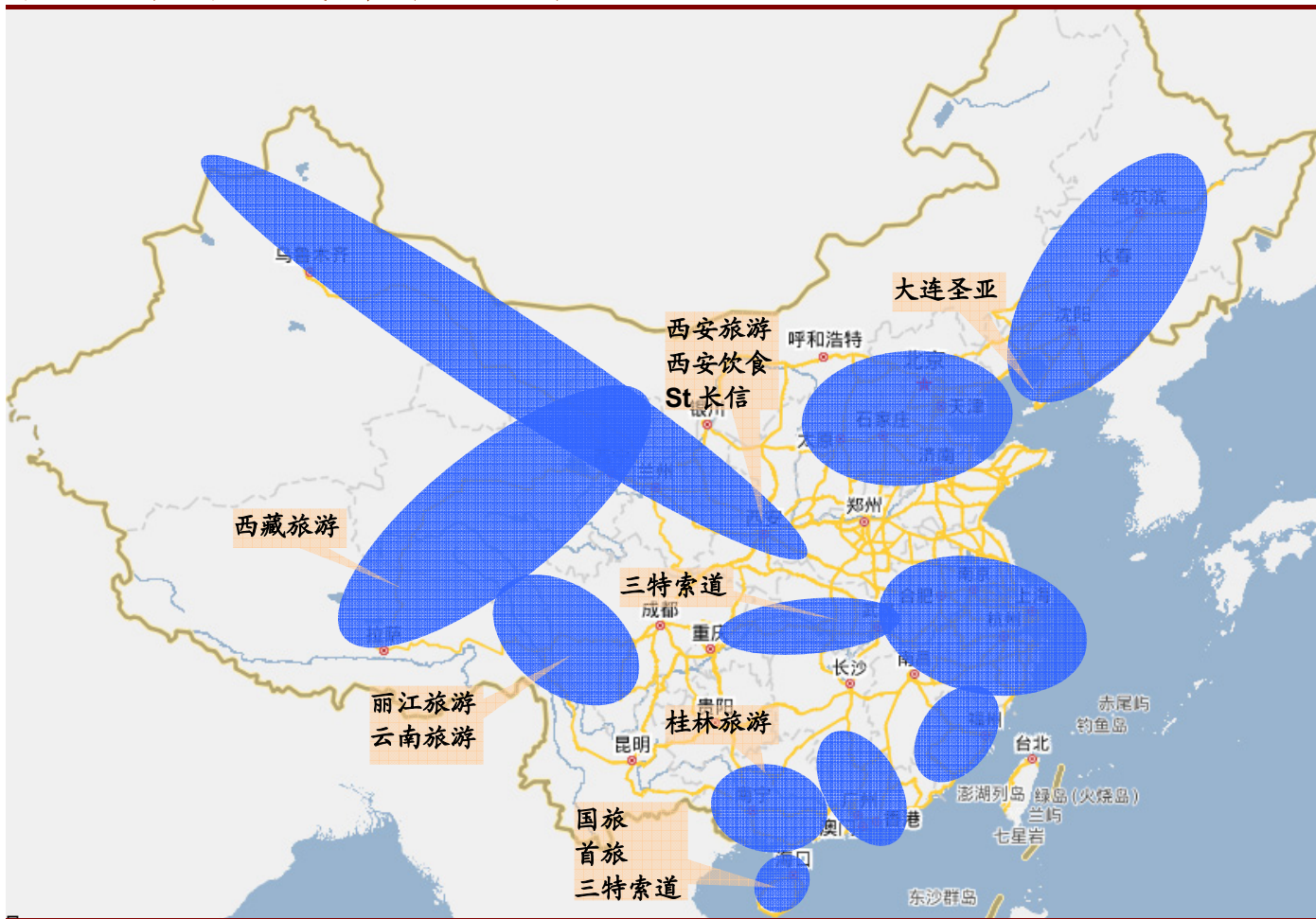
表 1：一年来，国务院等机构颁布的旅游行业相关政策摘录

时间	文件	颁布机构	与旅游相关主要内容
2009 年 11 月 25 日	《关于加快发展旅游业的意见》	国务院	(1) 把旅游业培育成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；(2) 提出了“放宽旅游市场准入、优化旅游消费环境、推动旅游产品多样化发展、加强旅游从业人员素质建设和旅游市场监管、推进节能环保”等 5 条措施
2009 年 12 月 7 日	《关于进一步促进广西经济社会发展的若干意见》	国务院	提出“建设桂林国家旅游综合改革试验区”
2009 年 12 月 31 日	《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》	国务院	(1) 加快体制机制创新，积极探索，先行试验，成为我国旅游业改革开放的试验区，建成世界一流的海岛休闲度假旅游目的地；(2) 加大财政转移支付力度，在投融资政策给予支持，研究将海南省增列为《中西部地区外商投资优势产业目录》执行省份；(3) 由财政部牵头抓紧研究在海南试行境外旅客购物离境退税的具体办法和离岛旅客免税购物政策的可行性；(4) 在海南试办一些国际通行的旅游体育娱乐项目，探索发展竞猜型体育彩票和大型国际赛事即开彩票；(4) 免签证国家由 21 个增至 26 个；
2010 年 7 月 23 日	《贯彻落实国务院关于加快发展旅游业意见重点工作分工方案》	国务院	(1) 打破行业、地区壁垒，支持企业跨行业、跨地区、跨所有制兼并重组；(2) 加快旅游基础设施建设，增加旅游目的地航线、专列；(3) 依托国家级文化、自然遗产地，打造有代表性的精品景区/合理利用民族村寨、古村古镇，建设特色景观旅游村镇；(4) 推进与其他相关领域的融合，发展旅游用品、旅游装备制造制造业；(5) 有序推进香格里拉、丝绸之路、长江三峡、青藏铁路沿线、东北老工业基地、环渤海地区、长江中下游地区、黄河中下游地区、泛珠三角地区、海峡西岸、北部湾地区的旅游业发展。

时间	文件	颁布机构	与旅游相关主要内容
2010 年 3 月	《关于加快住宿业发展的指导意见》	商务部	《意见》针对酒店业目前存在高中低档业态比例不合理、行业集中度偏低的问题，明确加快发展经济型酒店的思路，要求：突破区域和行业界限，加快资源整合，促进经济型酒店品牌化和连锁化发展；将“绿色饭店”纳入“节能减排”优惠政策覆盖范围，在税收、财政补贴、银行贷款利率方面给予支持；力争用两到三年，将经济型酒店比重由不足 10% 提高到 20%。
2010 年 6 月 8 日	批复《海南国际旅游岛建设发展规划纲要》	发改委	明确建设东、西、南、北、中五个功能组团和一个海洋功能组团，三年内完成：动工建设西环铁路、推进旅游行政体制改革、落实好免签证政策、建设离岛免税店和离境免税店、出台《海南国际旅游岛发展条例》、设立海南省旅游研究院等 40 件实事；此外，海南将重点开发 17 个旅游景区和度假区。
2010 年 6 月	《关于加快培育旅游支柱产业推进旅游经济强省建设的决定》	湖北省	湖北省委政府下发《关于加快培育旅游支柱产业推进旅游经济强省建设的决定》，指出：“把旅游业发展同破解当前经济社会发展难题结合起来，与本地经济社会又好又快发展结合起来，与加强区域合作共赢结合起来，与体制机制改革和创新结合起来，把政府主导与市场运作、社会参与结合起来”；“发挥旅游业在经济转型中的先导作用，在实施“两圈一带”发展战略中的引擎作用”。
2010 年 8 月	《推进旅游产业发展战略合作协议》	国家旅游局、国家开发银行	国家旅游局与国家开发银行签署《推进旅游产业发展战略合作协议》。《协议》明确，双方将在以下方面进行合作：一是对双方研究确定纳入“十二五”规划建设的重大项目给予优先的金融支持；二是共同推进西藏和青海、四川、甘肃、云南等省藏区旅游业发展；三是共同推进海南国际旅游岛及长三角、珠三角、海峡西岸、成渝经济区、安徽及皖江城市带、关中-天水经济区等国家重点发展区域的旅游业发展；四是共同推动旅游产品多样化发展，加强在培育旅游消费新热点及丰富旅游文化内涵等方面的合作。
2010 年 11 月	海峡四岛建免税购物区	福建、台湾	福建与台湾之间在研究“四岛免税”方案，即将平潭、厦门、金门、东山四大岛屿串联在一起，共同开发，并建立免税购物区。台湾方面欲将“免税购物”作为拉动经济的手段，已在金门开始推进“全岛免税”计划。

资料来源：招商证券整理

图 1: 重点推进的旅游区域分布及相关受益公司



资料来源：百度地图，招商证券

2、落实国务院要求的地方政策将陆续出台

围绕着《关于加快发展旅游业的意见》，已陆续有相关的政策出台，如2010年6月份，国家发改委批复了《海南国际旅游岛建设发展规划纲要》；湖北省出台了《关于加快培育旅游支柱产业推进旅游经济强省建设的决定》；近期，福建和台湾在联合酝酿“海峡四岛建免税购物区”的设想。

除这些地方外，其他地方，特别是国务院7月份明确重点推进的11个区域，鲜有相关政策出台。

我们认为：对于国家给予的优惠政策，地方没有不要的道理，那为什么还没有出呢？还在酝酿之中！

国务院的《关于加快发展旅游业的意见》已出台一周年了，在海南国际旅游岛建设轰轰烈烈展开的背景下，其他地方有压力，也有动力，尽快出台或争取相关的旅游政策。我们仍看好上述 11 个区域的政策支持力度。

至于区域政策的内容,根据区域具体情况的不同,也将有所差别,但也有共性的地方,如:加大财政转移的力度、税收支持、融资方面的支持、土地政策放宽、交通通讯等基础设施支持、航权签证等方面的支持。

表 2: 重点区域与相关受益公司

区域	受益公司
海南岛	中国国旅、首旅股份、三特索道
香格里拉	丽江旅游、西藏旅游、云南旅游
青藏铁路沿线	西藏旅游
丝绸之路	西安旅游、西安饮食、st 长信
环渤海地区	大连圣亚
长江中下游地区	三特索道
北部湾地区	桂林旅游

资料来源: 招商证券

二、提价热潮将至

1、提价潮难以阻挡

10月19日，梵净山门票价格调整工作启动，11月9日，召开听证会，17位赞成由50元提至120元，4位赞成提至100元，3位提出其他调整方案。

梵净山门票提价只是提价潮中的一朵小浪花，在我国目前的制度安排下，旅游资源提价既有现实基础，也几乎成必然。

市场可能会担心：CPI过高，政府可能会干预，导致提价难以实现；的确，政府的这种干预行为屡次出现，但最终还是没能阻挡旅游资源提价步伐，仅仅是使时间延后而已。因此，市场大可不必过分担心政府价格管制，大不了以时间换空间。

我们判断，明年旅游资源提价将不是个案，与上市公司相关的可能有：玉龙雪山索道、峨眉山门票、首旅南山景区门票、黄山索道等。

表 3：上市公司旅游资源价格调整情况

	最新票价	最新提价日
黄山门票	230	2009年5月
峨眉山门票	150	2008年4月
南山景区	150	-
三特梵净山门票	50	-
黄山索道	往返 160	2008年4月
金顶索道	往返 120	2009年8月
万年索道	往返 110	2009年8月
华山索道	往返 150	2009年6月
玉龙雪山索道	往返 160	2003年2月
牦牛坪索道	往返 60	-
云杉坪索道	往返 55	2008年2月
三特梵净山索道	往返 160	-
乌镇东栅	100	-
乌镇西栅	120（夜游 80）	-
乌镇东西栅联票	150	-

资料来源：招商证券整理

2、提价对业绩影响显著

票价提升对业绩影响也是显著的。由于门票和索道的消费是刚性的，而且在游客出游比重中占比不高，所以对需求几乎没有影响。因此，票价提升部分基本上是税前利润。

我们对旅游资源票价提升做了业绩的敏感性分析：玉龙雪山索道提价可增厚业绩约20%；峨眉山门票提价约增厚峨眉山业绩18%；南山景区门票提价可增厚首旅业绩约13%。

表 4: 玉龙雪山索道提价对丽江旅游 EPS 的影响 (考虑一整年度)

不提价, 11EPS 1.00 元		游客数量				
		90	100	110	120	130
提价幅度	15%	0.10	0.11	0.12	0.13	0.14
	20%	0.13	0.14	0.16	0.17	0.18
	25%	0.16	0.18	0.19	0.21	0.23
	30%	0.19	0.21	0.23	0.26	0.28
	35%	0.22	0.25	0.27	0.30	0.32

资料来源: 招商证券

表 5: 峨眉山门票提价对峨眉山 EPS 的影响 (考虑一整年度)

不提价, 11EPS 0.55 元		游客数量 (万人次)				
		200	210	220	230	240
提价幅度	15%	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07
	20%	0.08	0.08	0.08	0.09	0.09
	25%	0.10	0.10	0.10	0.11	0.11

资料来源: 招商证券

表 6: 南山景区提价对首旅股份 EPS 的影响 (考虑一整年度)

不提价, 11EPS 0.66 元		游客增速				
		0%	5%	10%	15%	20%
提价幅度	15%	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
	20%	0.06	0.06	0.07	0.07	0.07
	25%	0.08	0.08	0.08	0.09	0.09

资料来源: 招商证券

表 7: 黄山索道提价对 EPS 的影响 (考虑一整年度)

不考虑提价, 11EPS 0.50		游客增速			
		0%	5%	10%	15%
索道票价	10%	0.04	0.05	0.05	0.05
	15%	0.07	0.07	0.07	0.08
	20%	0.09	0.09	0.10	0.10
	25%	0.11	0.12	0.12	0.13

资料来源: 招商证券

三、成长是永恒的主题

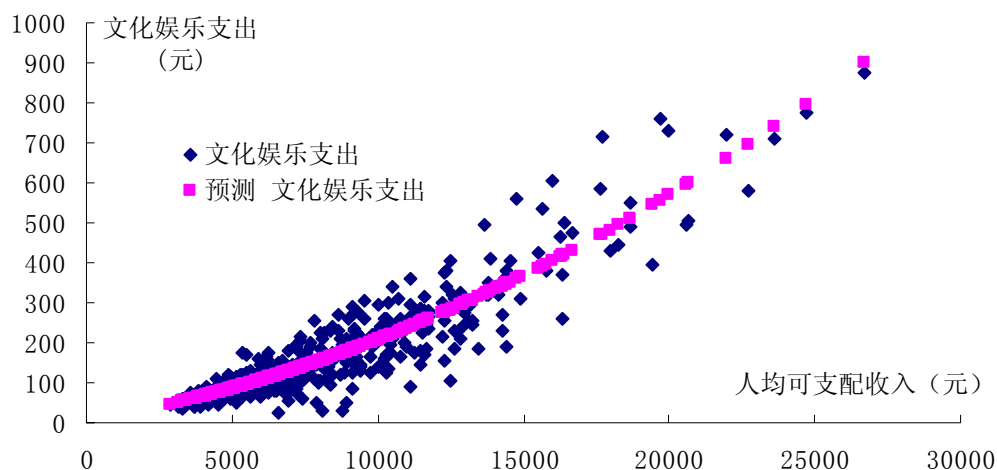
1、我国旅游业已进入加速发展阶段

政策和提价带来的更多的是阶段性的机会。投资伟大的企业，成为伟大的杰出者，更应关注的是企业的成长价值。毕竟，在政策的庇护下是很难诞生强有竞争力的企业的。

我国旅游业已进入加速发展的阶段，根据我们的研究：但人均可支配收入超过 1 万元时，居民旅游文化支出加速增长。我国已处在旅游消费加速增长期，这为企业创造了难得的发展机遇。

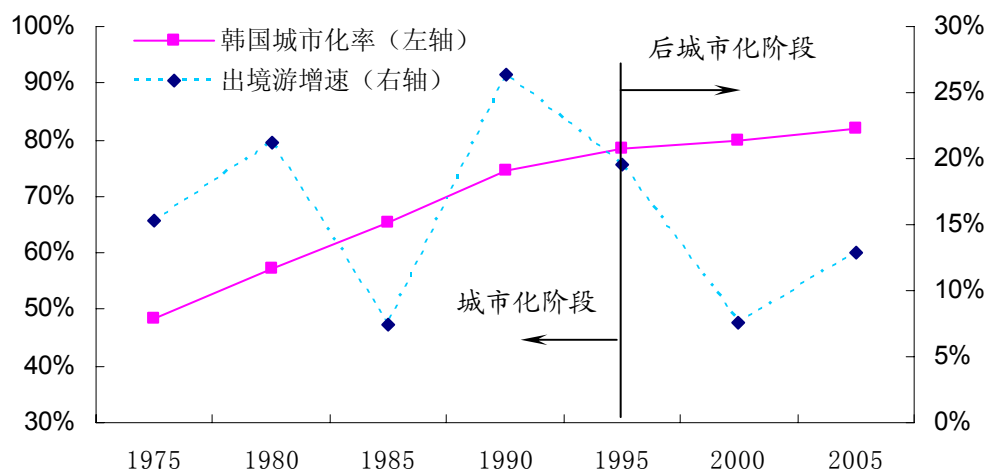
此外，韩国等国家的经验表明：旅游业往往伴随着城市化进程快速增长，而且在城市化进程结束后的较长时间内仍得到延续。这也从另一侧面预示着：我国旅游业进入飞速发展的阶段。

图 2：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 3：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

2、关注新模式、新需求

那么，什么样的企业能够分享这种机遇呢？我们在中期投资策略时指出：要素整合能力强的公司最为受益。

那什么样的公司具有整合要素的能力呢？我们最看好以下两类公司：**创造新模式、引领新需求**。

当然，在作出最后的判断前，我们有必要搞清楚两方面的问题：

（1）新的模式是否有经济价值和社会价值，即：与现有模式相比，效率是否更高、单位成本和综合成本是否更低。

（2）新需求：需求是否具有可持续性，即：消费者单位支出，是否能够带来效用的提升。

表 8：新模式、新需求矩阵分析

	面向现有市场	引领新需求
沿用老模式	竞争的红海，没有突出的优势。	进入蓝海，短期内竞争不充分；但容易被模仿，要延续竞争优势，需加大创新力度，保持企业活力。
探索新模式	竞争的红海，但成本、效率、管理等方面暂时具备竞争优势。	进入蓝海，且其他企业难以跟进，竞争力突出，且较容易维持；也需保持企业活力和创造力，与时俱进

资料来源：招商证券

3、重点领域以及相关的企业

通过对社会服务业主要业态的分析，我们认为：大致可分为以下几类：快速发展的蓝海、潜力巨大的泛蓝海、稳步增长的蓝海、竞争激烈的红海。

我们看好：免税业、文化演艺、会奖、自由行、经济型连锁酒店、连锁快餐等业态，这些业态不仅市场需求增长快，而且商业模式壁垒较高。

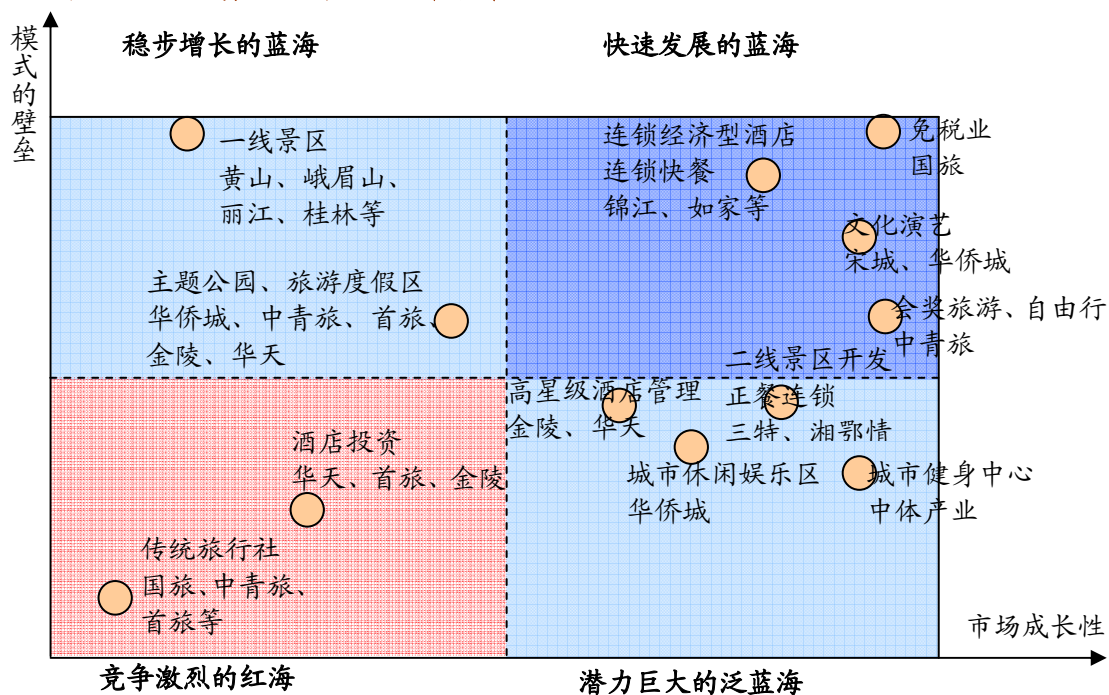
综合各公司的业务结构，我们看好国旅、宋城、华侨城、中青旅、锦江、三特、金陵、湘鄂情的中长期发展潜力。

表 9：社会服务业重点领域的特征和发展空间

类型	领域	相关公司
快速发展的蓝海	免税业、文化演艺、会奖、自由行、经济型连锁酒店、连锁快餐等	中国国旅、宋城、华侨城、中青旅、锦江
潜力巨大的泛蓝海	高星级酒店管理、二三线景区开发、城市休闲娱乐区、城市健身中心、正餐连锁	三特索道、金陵饭店、华侨城、湘鄂情
稳步增长的蓝海	一线景区、主题公园、旅游度假区	黄山、峨眉山、桂林、丽江、首旅、华侨城、中青旅、华天
竞争激烈的红海	传统旅行社、酒店投资	中国国旅、中青旅、华天、首旅

资料来源：招商证券

图 4：社会服务业主要业态矩阵分析



四、投资策略

我们认为，目前来看，投资机会主要沿着上述三条主线展开，因此，建议重点关注政策受益、提价预期、持续成长能力强的标的。此外，重组题材也存在一定的投资机会，但较难把握。

表 10：各主线相关公司

	重点公司
政策受益	中国国旅、桂林旅游、丽江旅游、云南旅游、西藏旅游、西安旅游、西安饮食
提价预期	丽江旅游、峨眉山、首旅股份、三特索道、黄山旅游
长期成长	中国国旅、中青旅、锦江、华侨城、湘鄂情、三特索道、金陵饭店

资料来源：招商证券

表 11：针对不同类型投资者的投资建议

投资风格	建议配置品种
中短线投资者	丽江旅游、首旅股份、金陵饭店、中国国旅、桂林旅游、西藏旅游
中长线投资者	华侨城、中青旅、金陵饭店、湘鄂情、中国国旅、首旅股份

资料来源：招商证券

五、重点公司投资要点

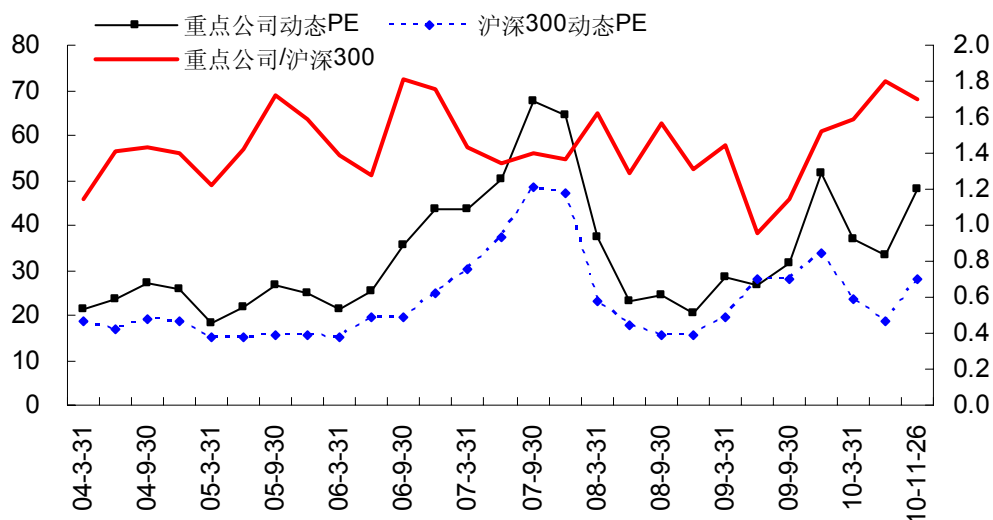
表 12: 重点公司投资要点

公司	投资亮点	风险因素
丽江旅游	1、不考虑索道提价，11EPS 1 元，估值仍有提升空间 2、股东支持力度明显加大，发展战略变得更加积极，发展空间打开；大股东间的博弈，中小股东受益 3、国务院明确推进大香格里拉旅游区开发，丽江是大香格里拉龙头，公司将受益。 2、玉龙雪山索道提价的可能性较大；宋城上市将成催化剂	
首旅股份	1、即使考虑南山景区门票分成，11EPS 可达 0.7 元，估值较为安全 2、随着海南国际旅游岛建设的推进，南山景区门票分成问题越来越急迫，我们猜想，各方应都有压力也有动力解决此问题。 3、若门票分成问题解决，南山门票提价概率较大；且集团酒店资产注入也可重新启动	
中国国旅	1、海南免税政策近期有望取得进展，短期内催化剂仍在 2、中国已进入奢侈品消费快速增加的阶段，海南岛免税市场空间静态测算可达 25 亿，5 年后可达 70 亿；此外，随着出国游的快速增长，进境免税店市场空间也很大。	公司目前免税店最大的客户群是日韩游客，近期双边关系可能对公司经营带来不利影响
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、会展、自由行等主业发展迅猛，有望改变公司平稳的市场形象 3、估值水平低，即使剔除地产业务，11EPS 也超过 0.5 元，对应 PE 仅不到 30 倍 4、“类乌镇”模式扩张正式启动，景区业务发展空间很大	
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、随着桂林新规划的出台，两江四湖的战略意义将进一步凸显	1、PE 绝对水平较高 2、政策确切时点不好把握
湘鄂情	1、公司发展模式成熟，作为商务餐饮的龙头，未来发展空间很大。 2、在北京市场影响力很大，未来发展基础牢靠；北京以外的市场也正在开拓中，如上海、南京、武汉、长沙、西安等，在全国范围内的大范围扩张正有序展开。	1、今年业绩不会太抢眼 2、在南京、西安等地的布局仍处于摸索阶段，存在风险
金陵饭店	1、天泉湖项目发展潜力很大 2、南京国资旗下的酒店可能注入，将成股价催化剂 2、隐性资产（新金陵项目）将逐步显性化 3、估值具有吸引力	
峨眉山	1、在交通改善预期的推动下，景区深度开发有较大空间，如索道开发等 2、理论上讲，2011 年门票可提价，按现有规定，最高可提价 25%。	短期估值较高
黄山旅游	1、西海大峡谷地轨缆车项目环评已通过，西海开发将取得突破，景区游览面积增加 50%； 2、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。	10 年业绩可能低于预期
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，发展将提速。 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；	短期估值较高
华侨城	1、复合发展模式，在全国布局将向纵深方向发展，发展空间巨大；	地产政策的压力；楼盘销售短期压力

公司	投资亮点	风险因素
	2、看似地产股，却与普通地产股有本质区别。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、欢乐海岸 2011 年将面世，届时投资者不仅会认识到其在前海片区的巨大价值，更会认识到“欢乐海岸模式”的巨大扩张价值 4、文化旅游业务的价值将逐渐体现，如主题公园、演艺等。特别是宋城上市后，公司演艺的价值将更容易获市场的认可。 5、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。	
华天酒店	1、依托政府的大力支持，在湖南省获取资源能力很强，中长期看，公司发展潜力很大。 2、灰汤项目酒店一期近期封顶，别墅项目也在顺利推进，明年可出售	1、估值提升受地产压力较大
三特索道	1、以梵净山为代表的二线景区逐步成熟，成为新的增长点； 2、海南猴岛等成熟景区持续快速增长； 3、景区储备丰富，长期发展潜力大 4、鄂西生态旅游圈建设利好公司	1、华山二索建设对华山索道是利空 2、资金压力较大

资料来源：招商证券

图 5：重点公司平均动态估值情况



资料来源：wind，招商证券

参考报告:**1、《旅游行业 2010 年中期投资策略-布局优质成长，关注世博主题》20100608。**

报告指出：我国旅游业高速发展可延续 30 年，继续推荐优质成长以及世博受益公司。

2、《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的的增长；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。

3、《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。

4、《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。

5、《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。

6、《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。

7、《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。

8、《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。

9、《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。

10、《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。

11、《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、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

林周勇，林周勇，硕士，07年3月加入招商证券。10年获《新财富》最佳分析师社会服务业第三名（小组）；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。