

餐饮旅游

署名人: 曾光

S0960209030248

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

参与人: 陈青青

S0960110080408

0755-82026815

chenqingqing@cjis.cn

评级调整:

餐饮旅游行业 2010 年 12 月月报

看好

积极布局, 守望政策

投资要点:

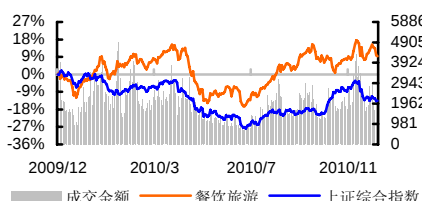
- **12 月投资策略观点:** 旅游行业迎来 10 年黄金发展期, 中长期投资价值显著; 目前板块动态 PE 为 34 倍, 处于合理区间; 四季度为传统淡季, 12 月是布局明年的最后 1 个月份。我们长期非常看好具有连锁性质、扩张能力强劲、行业发展空间巨大且具有先发优势的龙头个股, 中短期看好区域振兴规划下公司具有较好的发展环境的区域龙头。我们中长期推荐组合: 中国国旅+三特索道+锦江股份+湘鄂情; 中短期推荐组合为峨眉山 A+桂林旅游+丽江旅游+西藏旅游。综合来看, 个股推荐的排序为: 中国国旅、峨眉山 A、首旅股份、桂林旅游、宋城股份、丽江旅游、中青旅等。
- **11 月行情回顾:** 由于受海南利好政策带动, 以及 10 月行业提前调整, 跑输大盘 16 个百分点, 消化了估值风险等因素, 11 月旅游板块整体跑赢大盘 5.5%, 重点公司涨幅超过行业平均水平 5.0 个百分点。子行业出现明显分化, 从高到低收益率分别为: 餐饮 17.19%, 综合 9.54%, 景点 2.27%, 酒店-7.66%。
- **10 月份行业重点新闻回顾:** 1、数据显示, 全球旅游业已经恢复到金融危机前同期最高水平; 2、《中国旅游业发展“十二五”规划》专家研讨会指出“十二五”是我国旅游业发展黄金期和转型攻坚期; 3、数据显示, 今年三大旅游市场全面增长, 入境游市场恢复至历史最好水平; 4、11 月 5 日, 上海迪士尼乐园项目正式启动; 5、海南国际旅游岛建设优惠政策的实施加速; 6、中国国旅集团与三亚市海棠湾管委会签署“海南国际免税城”项目战略合作框架协议; 7、香港将迎来“打折季”购物 20 种商品入境不予免税。
- **行业数据跟踪:** 1、入境游: 10 月份入境游市场持续平稳增长; 2、国内游: 人均旅游支出和旅游人数均稳步提升 3、出境游: 全年同比增长超过 20%可期。
- **10 月份重点报告回顾:** 《季报点评: 2010 年前三季度旅游板块净利润同比增长 33%》; 《首旅股份: 南山景区将充分受益于国际旅游岛 门票分成结果可能超预期》; 《峨眉山 A: 区域交通改善和消费群体崛起将带来长期利好》; 《系列专题之二: 国人离岛免税的国际比较及海南地区政策展望》; 《新股定价报告 宋城股份: 中国旅游文化演艺第一股: 精耕杭州, 辐射全国》。
- **风险因素:** 四季度倾向于跑输大盘; 系统性风险; 区域振兴政策内容低于预期。

行业基本资料

上市公司家数	27
总市值 (亿元)	1362
占 A 股比例 (%)	0.28%
平均市盈率 (倍)	124.90

行业表现

(%)	1M	3M	6M
餐饮旅游	0.05	-0.03	23.35
上证综合指数	-7.55	7.65	9.94



相关报告

《餐饮旅游 11 月月报-板块整体估值回落 三季报表现良好 布局机会凸显》2010-11-1

《餐饮旅游 10 月月报-短期或有调整带来 布局 2011 年板块机会》2010-10-12

股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	投资评级
601888	中国国旅	0.36	0.51	0.83	1.24	90.77	63.80	38.89	26.02	强烈推荐
000888	峨眉山 A	0.36	0.49	0.67	0.83	52.95	38.28	28.28	22.65	推荐
600054	黄山旅游	0.34	0.49	0.62	0.74	53.76	37.20	29.43	24.62	推荐
600138	中青旅	0.61	0.60	0.79	1.01	24.83	25.19	19.01	14.90	推荐
000978	桂林旅游	0.09	0.20	0.41	0.48	142.31	65.90	32.51	27.81	推荐
002033	丽江旅游	0.33	0.16	0.84	1.03	97.81	197.01	38.35	31.27	推荐
002159	三特索道	0.19	0.28	0.47	0.68	100.35	65.58	39.81	27.19	推荐
600754	锦江股份	0.47	0.70	0.59	0.75	53.91	35.89	42.67	33.66	推荐
600258	首旅股份	0.69	0.88	1.07	1.31	34.03	26.76	21.91	17.99	推荐
002306	湘鄂情	0.38	0.46	0.61	0.79	69.59	58.04	44.13	33.80	推荐

目 录

1、12 月观点：把握布局明年投资亮点良机	4
1.1 震荡行情中把握布局良机	4
1.2 11 月旅游板块整体跑赢大盘 5.5 个百分点	5
1.3 目前旅游板块估值水平仍处合理区间	6
1.4 目前旅游板块动态估值仍有上升空间	7
1.5 历史上旅游行业四季度偏向于跑输大盘	8
2、2010 年 12 月行业和公司要闻回顾	9
3、行业数据跟踪	13
3.1 入境游市场：10 月份入境游市场平稳增长	13
3.2 国内游市场：国内旅游收入增速略高于游客人数增速	14
3.3 出境游市场：人民币升值助推出境游不断升温	15
4、11 月份中投证券旅游行业重点报告回顾	15
《三季报点评：2010 年前三季度旅游板块净利润同比增长 33%》	15
《首旅股份：南山景区将充分受益于国际旅游岛 门票分成结果可能超预期》	16
《峨眉山 A：区域交通改善和消费群体崛起将带来长期利好》	17
《系列专题之二：国人离岛免税的国际比较及海南地区政策展望》	18
《新股定价报告 宋城股份：中国旅游文化演艺第一股：精耕杭州，辐射全国》	18

图表目录

图 1: 2010 年 11 月份旅游板块整体跑赢大盘接近 11 个百分点	5
图 2: 2010 年 11 月份旅游板块子行业走势图	5
图 3: 旅游行业 11 月份重点公司大部分个股跑赢大盘	6
图 4: 目前旅游板块 TTM 市盈率略高于历史均值	6
图 5: 目前旅游板块相对估值 (TTM 市盈率) 处于较高位	7
图 6: 旅游板块动态估值水平均值约为 44 倍	7
图 7: 餐饮旅游行业超额收益率季节分布特征	8
图 8: 10 月入境游人数比 07 年高点略高	13
图 9: 10 月入境游人数同比增长下滑	13
图 10: 10 月旅游外汇收入本年本年单月新高	14
图 11: 旅游外汇收入同比增速有所下滑	14
图 12: 1-10 月部份省和地区入境游人数同比增长情况	14
图 13: 1-10 月部份地区国内游市场增长情况	14
图 14: 2010 年 1-9 月我国出境游市场同比增长 (累计值) 不断提升	15
图 15: 2010 年部分省市累计出境游人数同比增速加快	15
表 1: 12 月旅游行业投资策略	4
表 2: 旅游板块重点上市公司盈利预测和估值水平	8
表 3: 行业新闻概览	9
表 4: 上市公司公告概览	11

1、12 月观点：把握布局明年投资亮点良机

1.1 震荡行情中把握布局良机

表 1：12 月旅游行业投资策略（2011 年行业策略报告前瞻）

投资亮点	长期：旅游行业未来 5-10 年高成长期，非常看好具有连锁性质、扩张能力强、行业发展空间巨大且具有先发优势的龙头个股 ◆ 人均 GDP 越过 3000 美元拐点，消费升级加速 ◆ “十二五”规划“收入倍增”计划助推旅游行业进入高速发展期 ◆ 旅游行业上升为国家战略型支柱产业地位，政策扶持加速 中期：区域振兴规划现亮点，市场震荡格局为布局行业投资亮点创造时机。 ◆ 重点关注：海南、云南、广西、西藏、四川； ◆ 海南：国际旅游岛想象空间无限，免税行业发展潜力巨大；云南：资源整合，区域合作加速；广西：交通改善发挥地理优势；四川：中国中部重要交通枢纽，消费群体崛起长期利好；西藏：交通改善发挥资源优势，政策支持优先受益。 短期：估值处于合理区间，提价、资产整合、大型活动题材仍然存在 ◆ 目前重点公司估值处于合理水平。每年一季度为板块大幅跑赢指数的季节，12 月为布局明年的最后一个月份。
风险因素	◆ 历史上四季度倾向于跑输大盘，但幅度不明显； ◆ 股票市场系统性风险； ◆ 相关区域振兴政策内容低于预期。
投资策略	长期：连锁免税商业性质的中国国旅、连锁景区性质的三特索道、连锁经济型酒店性质的锦江股份、连锁旅游文化演艺性质的宋城股份、连锁文化型国际旅游目的地及连锁商务会奖的中青旅、连锁餐饮性质的湘鄂情等。 中期：区域振兴规划受益个股：中国国旅、首旅股份、宋城股份、丽江旅游、世博股份、桂林旅游、峨眉山 A、西藏旅游等 短期：（1）提价：三特索道梵净山景区（从 50 元提到 120 元，已过听证阶段）、丽江旅游大索道（12 月 1 日技改完成恢复营运）、黄山旅游景区门票（西海大峡谷地轨缆车建成后收费模式暂未确定）、桂林旅游游船业务（上市后未曾提价）、峨眉山景区门票（前一次提价 08 年）、首旅股份南山景区（前一次提价 05 年，门票分成解决前可能性不大）等。 （2）资产整合（包括资产注入、资产收购、资产重组等）：我们相对看好首旅股份、峨眉山 A、中国国旅、三特索道、丽江旅游、宋城股份、锦江股份等个股的业务拓展空间。 （3）大型活动：2011 年全国持续时间最长的大型活动当属 2011 年 4 月 28 日至 10 月 22 日在西安举行的 2011 年世界园艺博览会，预计参观人数将达 1200 万人次。相对受益的标的是西安饮食、西安旅游、三特索道（华山景区）。 策略：中长期成长型组合：中国国旅 + 三特索道 + 宋城股份 + 锦江股份； 中短期趋势型组合：峨眉山 A + 桂林旅游 + 丽江旅游 + 西藏旅游。 综合来看，个股推荐排序为：中国国旅、峨眉山 A、首旅股份、桂林旅游、宋城股份、丽江旅游、中青旅、三特索道、锦江股份、西藏旅游、黄山旅游、湘鄂情。

资料来源：中投证券研究所

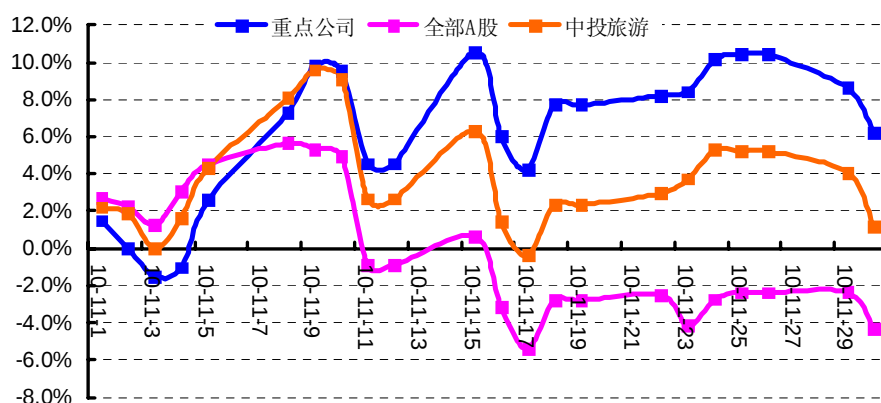
1.2 11月旅游板块整体跑赢大盘5.5个百分点

11月1日-11月30日，旅游行业整体上涨（流通市值加权）1.2%，跑赢全部A股5.5个百分点。重点公司上涨6.2%，涨幅超过行业平均水平5.0个百分点，相较上月跌幅超过行业平均水平2.6个百分点，表明了重点公司是较好的攻守兼备的品种。我们分析，11月上涨原因主要有两个：其一，受海南利好政策带动；其二，10月行业提前调整，跑输大盘16个百分点，消化了估值风险。

子行业出现明显分化，从高到低收益率分别为：餐饮17.19%，综合9.54%，景点2.27%，酒店-7.66%。

总的来看，本月上漲印证了我们11月月报的观点（经过10月份下跌，投资机会凸显）。目前来看，由于中长期投资价值依然显著，明年区域振兴计划催化等因素，12月份将是很好的布局机会。

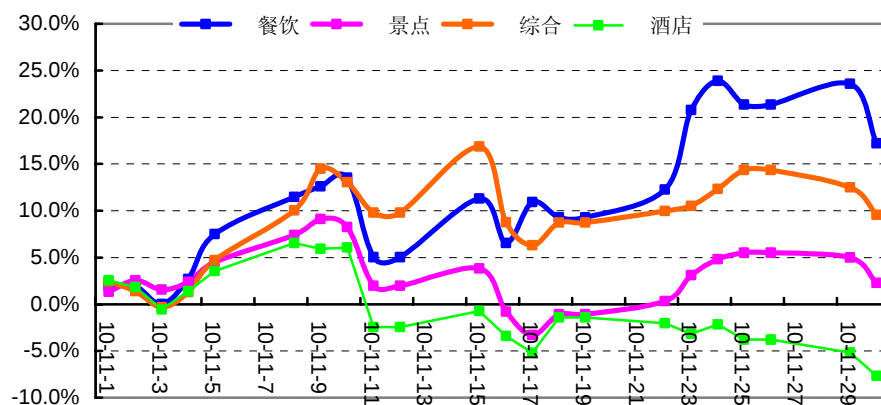
图 1：2010 年 11 月份旅游板块整体跑赢大盘接近 11 个百分点



注释：收益率计算以11月1日为起点，流通市值加权平均法

资料来源：Wind 资讯、中投证券研究所

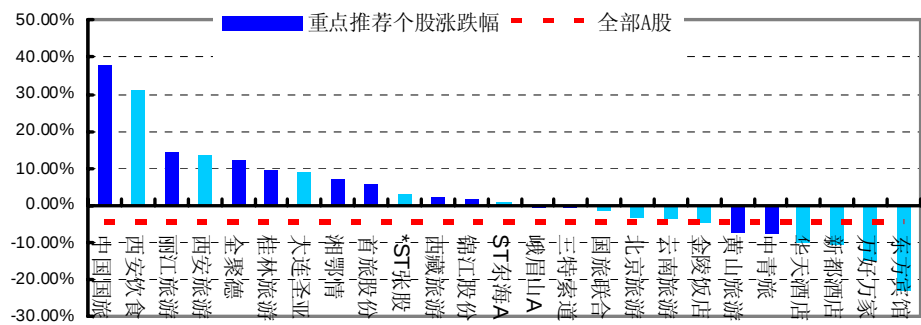
图 2：2010 年 11 月份旅游板块子行业走势图



注释：收益率计算以10月30号收盘价为基数，收盘价采用流通股本加权平均

资料来源：wind 资讯、中投证券研究所

图 3: 旅游行业 11 月份重点公司大部分个股跑赢大盘

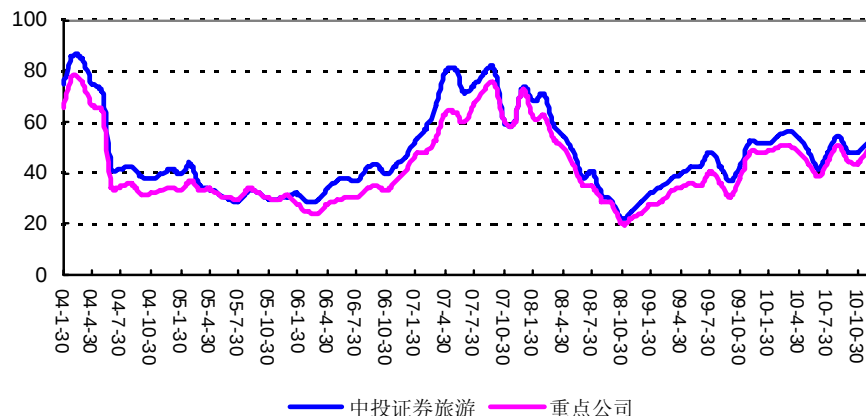


资料来源: wind 资讯、中投证券研究所

1.3 目前旅游板块估值水平仍处合理区间

2004 年 1 月 1 日至 2010 年 11 月 30 日, 旅游板块 TTM 市盈率均值为 47.5 倍, 波动区间为【22.2, 85.7】。旅游重点公司 TTM 市盈率均值为 42.3 倍, 波动区间为【20.2, 77.8】。2010 年 11 月 30 日, 旅游板块 TTM 市盈率为 52.0 倍, 旅游重点公司 TTM 市盈率为 48.7 倍。上述两个指标均略高于历史均值, 但仍处于相对合理区间。

图 4: 目前旅游板块 TTM 市盈率略高于历史均值

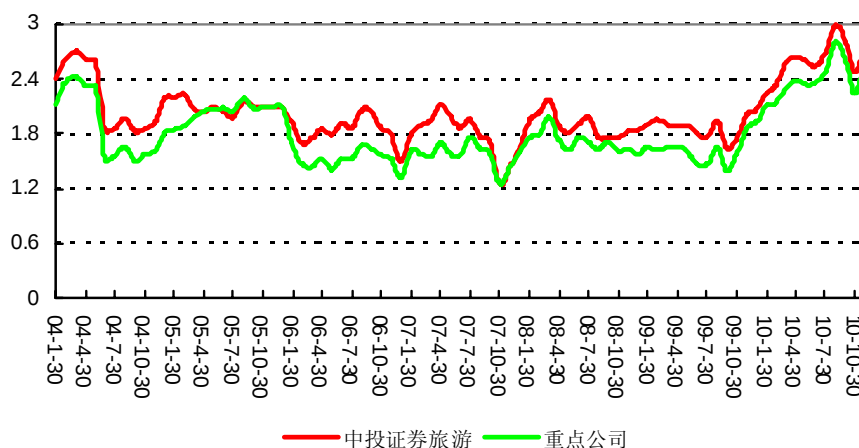


注释: 重点公司样本包括中青旅、首旅股份、黄山旅游、锦江股份、桂林旅游、峨眉山 A、丽江旅游、三特索道、湘鄂情、中国国旅。

资料来源: WIND 资讯、中投证券研究所

2004 年 1 月 1 日至 2010 年 11 月 30 日, 旅游板块相对估值 (全部 A 股, TTM 市盈率) 均值为 2.03 倍, 波动区间为【1.25, 2.98】; 重点公司相对估值均值为 1.82 倍, 波动区间为【1.25, 2.80】。2010 年 11 月 30 日, 旅游板块相对估值为 2.75 倍, 旅游重点公司相对估值为 2.58 倍。目前旅游板块相对估值处于历史较高位除了今年权重股表现较差的原因外, 对旅游板块未来成长空间的看好也是赋予高溢价的原因, 我们认为存在一定合理性。

图 5：目前旅游板块相对估值（TTM 市盈率）处于较高位

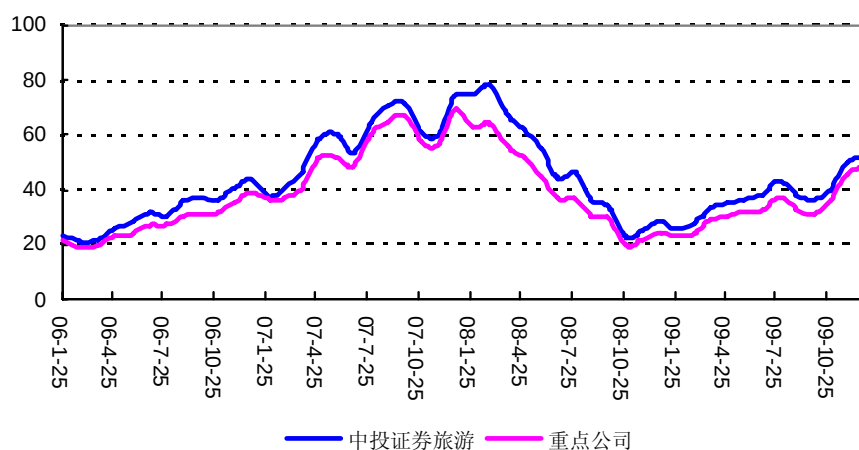


资料来源：WIND 资讯、中投证券研究所

1.4 目前旅游板块动态估值仍有上升空间

2006 年 1 月 1 日至 2009 年 12 月 31 日，旅游板块动态 PE 均值为 43.9 倍，波动区间为【21.0，78.1】。旅游重点公司动态均值为 38.6 倍，波动区间为【18.9，69.3】。如图 49，行业动态估值水平会随行业景气度的上升而上升。以 Wind 一致预期和 2010 年 11 月 30 日收盘价计算的旅游板块 2010 年动态 PE 为 48.8，旅游重点公司 2010 年动态 PE 为 46.0；旅游板块 2011 年动态 PE 为 41.9，旅游重点公司 2011 年动态 PE 为 36.9；旅游板块 2012 年动态 PE 为 33.7，旅游重点公司 2012 年动态 PE 为 30.5。我们认为，在旅游行业下一个“黄金十年”的乐观预期下，目前旅游板块的估值仍有上升空间。

图 6：旅游板块动态估值水平均值约为 44 倍



资料来源：WIND 资讯、中投证券研究所

我们预期 2010-2012 年全国旅游行业总收入年均增速可达 18%-20%。我们建立在客流量稳步增长及产品实际价格（包括门票、索道、Revpar 等）提升基础上的旅游板块 10 个重点上市公司 2011 年的净利润增速达 35%。依据 2010 年 11 月 30 日收盘价的板块重点公司 2011 年动态 PE 均值约 33.7 倍，从目前时点来看，其估值仍有较大的提升空间。

表 2: 旅游板块重点上市公司盈利预测和估值水平

	净利润增速			EPS			PE			PE*
	10	11	12	10	11	12	10	11	12	11
中国国旅	43%	63%	49%	0.51	0.83	1.24	65.63	40.33	26.99	52.30
峨眉山 A	38%	35%	25%	0.49	0.67	0.83	38.98	28.51	23.01	31.83
黄山旅游	44%	26%	20%	0.49	0.62	0.74	36.94	29.19	24.46	30.68
中青旅	-2%	33%	28%	0.60	0.79	1.01	25.23	19.16	14.99	20.46
桂林旅游	115%	103%	17%	0.20	0.41	0.48	67.00	32.68	27.92	35.26
丽江旅游	-50%	458%	23%	0.16	0.84	1.03	201.13	38.31	31.24	55.48
三特索道	55%	65%	46%	0.28	0.46	0.68	66.36	40.39	27.32	53.09
锦江股份	50%	-16%	27%	0.70	0.59	0.75	36.17	42.92	33.76	38.95
首旅股份	27%	22%	22%	0.88	1.07	1.30	27.14	22.32	18.37	22.53
湘鄂情	19%	32%	31%	0.46	0.60	0.79	56.22	43.10	32.73	38.03
整体增长:	33%	35%	32%	算术平均:			62.08	33.69	26.08	36.81

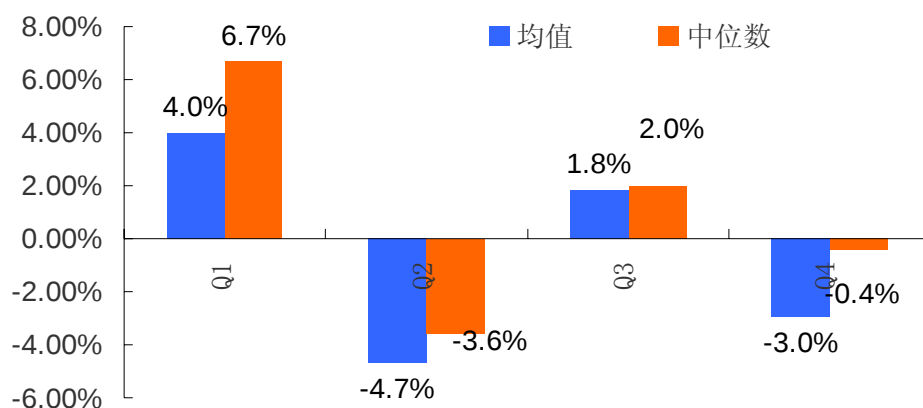
注释: 三特索道暂不考虑增发; 丽江旅游假设收购印象旅游 51% 股权于 2011 年上半年完成; 首旅股份不考虑门票分成; PE*为根据 WIND 中市场一致预期收益计算的 2011 年动态 PE; 股价基准日为 2010 年 11 月 30 日

资料来源: WIND 资讯、中投证券研究所

1.5 历史上旅游行业四季度偏向于跑输大盘

我们 8 月 27 日的专题报告《旅游业季节性波动视觉下的投资策略分析》中通过统计发现, 四季度有 50% 的概率取得负的超额收益 (相对于沪深 300 指数), 超额收益率均值为 -3.0%。而一季度有餐饮旅游整个行业有 75% 的概率取得正的超额收益, 超额收益率均值为 6.4%。

图 7: 餐饮旅游行业超额收益率季节分布特征



资料来源: Wind 资讯、中投证券研究所

2、2010 年 12 月行业和公司要闻回顾

表 3：行业新闻概览

1、全球旅游业已经恢复到金融危机前同期最高水平中国成为拉动旅游业走出低谷的重要力量

- ◆ 联合国世界旅游组织最新发布的报告显示，目前，全球旅游业已经恢复到 2008 年危机前创造的同期最高水平，今年前 8 个月全球国际旅游总数达到 6.42 亿人次，比去年同期增长 7%，比 2008 年同期增加 100 万人次。预计今年全年全球国际旅游人数有望达到 5%-6% 的增幅。报告指出，根据以往的经验，每次危机后旅游业都是最先复苏的行业，在 2009 年国际旅游人数出现 4% 的降幅后，预计今年有望达到历史最高水平。报告同时认为，中国是拉动整个世界旅游业走出低谷的重要力量。

2、《中国旅游业发展“十二五”规划》专家研讨会指出“十二五”是我国旅游业发展黄金期和转型攻坚期

- ◆ 11 月 26 日，国家旅游局党组成员、中国旅游业发展“十二五”规划编制工作领导小组副组长兼规划编制工作办公室主任、规划财务司司长吴文学在北京主持召开了《中国旅游业发展“十二五”规划》专家研讨会，来自国家发改委、国务院发展研究中心、中国科学院、中国社会科学院、北京第二外国语学院和中国旅游研究等单位的领导、专家参加了会议。“十二五”时期是全面建设小康社会的关键期，是转变发展方式的攻坚期。对旅游业发展来说，“十二五”时期是我国旅游业的发展黄金期，也是中国旅游业转型攻坚期，是全面贯彻落实国务院 41 号文件精神的关键时期。

3、今年三大旅游市场全面增长，入境游市场恢复至历史最好水平

- ◆ 据了解，今年 1-9 月，中国入境过夜旅游人数达 4158 万人次，同比增长 11%；旅游外汇收入 337 亿美元，增长 16%；出境旅游人数 4228 万人次，增长 21%；国内旅游人数 15.9 亿人次，增长 10%；国内旅游收入 1428 亿美元，增长 24%，实现了三大旅游市场全面增长。2010 年 10 月，全国入境旅游人数达 1163.64 万人次，同比增长 4.50%；旅游外汇收入 42.24 亿美元，同比增长 12.47%。1-10 月，全国入境旅游人数达 1.11 亿人次，同比增长 6.03%；旅游外汇收入 379.34 亿美元，同比增长 15.40%。全国入境游市场已达历史最好水平。

4、第三季度全国游客满意度下降

- ◆ 中国旅游研究院公布了《2010 年第三季度全国游客满意度报告》，报告显示，第三季度全国游客满意度较去年同期和上季度均有所下降，主要体现在入境游客和国内散客的满意度仍有待改善；“旅游服务质量提升年”活动在改善团队游客满意度中明显见效，60% 的样本城市游客满意度有所增加；中部城市、散客和入境游客的满意度需要重点提升。

5、“第 26 次大湄公河次区域（GMS）旅游工作组会议”在中国云南西双版纳召开

- ◆ 、11 月 24 至 25 日，“第 26 次大湄公河次区域（GMS）旅游工作组会议”在中国云南西双版纳召开。中国国家旅游局党组成员、规划财务司司长吴文学出席会议开幕式并致辞。吴文学指出，中国国家旅游局十分重视大湄公河次区域旅游合作与开发。十多年来，我们认真履行职责，大力推动云南建设面向西南开放的桥头堡，积极支持广西开展泛北部湾合作，并对中国云南和广西参与的合作项目给予了相应的资金支持，为推动次区域旅游的合作与交流、把大湄公河次区域作为统一的旅游目的地进行建设并推向市场，做出了积极的努力。这些都充分体现了中国国家旅游局用实际行动参与和推动次区域旅游合作和发展的决心，同时也表明了把云南、广西作为中国落实次区域合作的主要省份，切实促进次区域旅游合作与发展的愿望。

6、上海世博会境外参观者亚洲居首位

- ◆ 国家统计局上海调查总队 11 月 9 日公布的调查显示，上海世博会境外参观者近 425 万人次，占世博参观者总数 5.8%。从洲际分布来看，亚洲国家或地区的参观人次数所占比重最高，占境外参观者人次数的 66.7%，有 283.49 万人次；欧洲的境外参观者占 16.7%，有 70.85 万人次；美洲的境外参观者占 12.4%，有 52.65 万人次；而大洋洲和非洲的境外参观者比重均较低，大洋洲为 3.5%，有 14.84 万人次，非洲为 0.5%，仅有 1.93 万人次。在亚洲境外参观者中，居首位的是港澳台地区，参观者达

150.73 万人次。

7、如家、汉庭、7 天三家经济型酒店三季度营业收入增长可观

- ◆ 海外三家上市经济型酒店公司公布三季报：如家快捷酒店(NASDAQ:HMIN)日前发布了截至 9 月 30 日的 2010 财年第三季度未经审计财报。报告显示，如家第三季度总营收为人民币 8.795 亿元(约合 1.315 亿美元)，同比增长 20.9%；归属于股东的净利润为人民币 1.446 亿元(约合 2160 万美元)，同比增长 66.7%。汉庭连锁酒店(NASDAQ:HTHT)日前发布第三季度未经审计财报，汉庭第三季度总营收 5.35 亿元，同比增长 48.2%，第三季度公司净利润为 8870 万元人民币，同比增长 298.3%。7 天连锁酒店(NYSE:SVN)日前公布三季报显示，受益于酒店数量的增长及良好的运营表现，第三季度实现总营收 4.285 亿元，同比增长 30.5%，实现净利润 5980 万元，同比增长 1659.82%。

8、携程旅行网紧抓世博良机，第三季度净利润 4800 万美元，同比增长 70%

- ◆ 携程旅行网近日公布了其截至 2010 年 9 月 30 日第三季度未经审计的财务业绩。2010 年第三季度，携程总营业收入为 8 亿 6300 万元人民币(1 亿 2900 万美元)，同比增长 48%，环比增长 16%。2010 年第三季度归属于携程股东的净利润为 3 亿 2000 万元人民币(4800 万美元)，同比增长 70%，环比增长 36%。若不计股权报酬费用，归属于携程股东的净利润为 3 亿 8000 万元人民币(5700 万美元)，同比增长 77%。携程总裁兼首席执行官范敏先生表示，2010 年上海世博会促进了中国旅游业的发展，携程团队抓住了这个机会并在第三季度取得了优良的财务业绩。

9、艺龙第三季度毛利率增加难抵巨额外汇损失，净利润同比下滑 84%

- ◆ 艺龙旅行网(NASDAQ:LONG)今天发布了未经审计的 2010 年第三季度财报。艺龙第三季度净营收(计入营业税和附加税)为人民币 13,780 万元，与去年同期的人民币 9,720 万元相比，同比增长 42%；艺龙 2010 年第三季度的毛利率为 73%，去年第三季度的毛利率为 70%，主要是由于较高利润率的酒店业务增长超过机票业务，在线预订比例的进一步提高和每张机票所获得佣金的增加。由于外汇损失高达 936 万人民币，导致净利润只有 115 万，同比大幅下滑 84%。在 2010 年第三季度，由于人民币对美元的升值，以美元形式存在的现金及现金等价物、短期投资所产生的汇兑损失从去年同期的人民币 30 万元增加到人民币 940 万元。

10、2011 年的会展接待将为“后世博”的上海酒店经济再添一把火

- ◆ 10 月 31 日，为期半年的上海世博会终于迎来闭幕一刻，与此同时，上海的酒店业也步入了调整期。据全球最大的中文在线旅行网站去哪儿网数据显示，上海的一些四星级酒店房费比世博前，下调了三到四成。据悉，下调房费的酒店大部分位于浦西地区，其中外滩沿线的酒店下调幅度最大，该地段也是上海星级酒店最为密集的区域。不过，并非所有酒店都在降价。按照会展业“北京双年展、上海单年展”的惯例，即将到来的 2011 年的会展接待将为“后世博”的酒店经济再添一把火。由于浦东地区星级酒店数量相对有限，且大都针对的是商务市场，因此去哪儿网酒店产品部高级总监王京预计，到年底前，浦东酒店入住率将维持在七成以上，星级酒店的房费仍将在维持世博期间高价不变。

11、如家酒店集团 2011 年将在国内新开设 3-4 家中高端商务酒店，正式进入中高端商务酒店市场

- ◆ 11 月 11 日，如家酒店集团在上海正式宣布 2011 年将在国内新开设 3-4 家中高端商务酒店——和颐酒店(英文名：Yitel)。未来 5 年内，如家酒店集团计划将和颐酒店的规模扩大到 50 家。此举标志着，如家正式进入中高端商务酒店市场。如家酒店集团尝试进入中高端商务酒店始于 2008 年，并在该年底在上海开设了一家试验性的和颐酒店。在进一步开发和颐品牌的过程中，如家作了更深度的市场调查和顾客评估，仔细总结了首家和颐的运营经验，和国内、国际设计公司进行了紧密的合作，进行了全新的设计和包装。

12、11 月 5 日，上海迪士尼乐园项目正式启动

- ◆ 上海申迪(集团)有限公司与美国华特迪士尼公司在上海签署上海迪士尼乐园项目合作协议，标志着上海迪士尼乐园项目正式启动。合作协议签署后，中外合作公司的设立将报国家有关部门审批。根据签署的大框架，上海迪士尼乐园项目共分为 3 期，实行滚动开发。其中首期面积约 4 平方公里，首期投资约 244.8 亿元，申迪集团将与华特-迪士尼公司成立一家合资公司，迪士尼占 43%股份，申迪集团

占 57% 股份。目前，上海迪斯尼项目的首期开发建设计划将用 5 年到 6 年时间完成。迪斯尼仅一个主题公园项目就可以催生巨额 GDP 产值，会拉动酒店、餐饮、交通等服务业。锦江之星、如家、汉庭以及 7 天等酒店业都表示，迪士尼将提升酒店未来的经营业绩。

13、中国国际旅游交易会在上海开幕

- ◆ 11 月 17 日，由中国国家旅游局、上海市人民政府和中国民用航空局联合主办的 2010 中国国际旅游交易会在上海开幕。

14、海南国际旅游岛建设优惠政策的实施加速

- ◆ 海南省副省长陈成在该省四届人大常委会十八次会议上表示，海南正加快推进国务院赋予海南国际旅游岛建设优惠政策的实施和落地工作，陵水海洋主题公园和文昌航天主题公园力争年底开工，离岛免税政策有望明年初实施。今年 8 月，公安部批准海南在已有 21 国免签证的基础上，先期增加芬兰、丹麦、挪威、乌克兰、哈萨克斯坦 5 国为入境免签证国家，使入境海南免签证国家增加到 26 个。同时，对俄罗斯、韩国、德国 3 国旅游团组团人数放宽至 2 人以上（含 2 人），入境停留时间延长至 21 天。9 月和 10 月，财政部分别召开有关部委和海南省参加的征求意见协调会，征求对《海南离岛旅客免税购物政策实施方案》的意见。该方案已进入部委会签程序，有望明年年初实施。

15、中国国旅集团与三亚市海棠湾管委会签署“海南国际免税城”项目战略合作框架协议

- ◆ 11 月 19 日，中国国旅集团与三亚市海棠湾管委会在三亚签署“海南国际免税城”项目战略合作框架协议。国旅集团将投资 50 亿元人民币在三亚“国家海岸”海棠湾建设这一项目。“海南国际免税城”项目占地面积约 770 亩，将是一个综合性旅游地产项目，包括购物、餐饮、娱乐、休闲等各项功能区域。其中，购物方面将包含免税和完税两种业态，而免税部分将全部由中国国旅全资子公司中国免税品（集团）总公司负责经营。

16、香港将迎来“打折季”购物 20 种商品入境不予免税。

- ◆ 20 种不予免税的商品包括：电视机、摄像机、录像机、放像机、音响设备、空调器、电冰箱（电冰柜）、洗衣机、照相机、复印机、程控电话交换机、微型计算机及外设、电话机、无线寻呼系统、传真机、电子计算器、打字机及文字处理机、家具、灯具、餐料。海关总署办公厅负责人早前强调，新规并非针对港澳地区，内地居民从国外携带物品归国超过规定金额也一样要征税。

17、麦当劳内地部分产品涨价 0.5 元至 1.0 元

- ◆ 麦当劳在华联系人对记者证实，从 17 日起，麦当劳在内地对部分产品的价格进行调整，调整幅度在 0.5 元至 1.0 元人民币之间，产品涉及汉堡、小食、饮料等。而这次涨价的理由是成本上涨。麦当劳是全球最大的连锁快餐企业。在 2008 年，该公司也曾接连上调售价，如在当年 6 月，部分产品的上涨幅度为 0.5 元~1.5 元；在 10 月香鸡、麦辣鸡翅、派、麦辣鸡柳卷等 4 款全天候产品及部分早餐产品上调 0.5 元~1.5 元。

资料来源：国家旅游局，中投证券研究所

表 4：上市公司公告概览

公司	事件
三特索道 (002159)	公司董事会审议通过《关于增加公司 2010 年度银行贷款规模及提请股东大会授权董事会 在规模内审批的议案》，审议通过《关于认购参股子公司增资扩股股份的议案》。
华天酒店 (000428)	公司近日接到控股股东华天实业控股集团有限公司通知，其质押给招商银行股份有限公司 长沙分行的 19,200,000 股公司股份已于 2010 年 10 月 26 日解除质押冻结。上述股份 解除质押后，华天集团于 2010 年 10 月 27 日将其持有的公司股份 22,220,000 股质押给 平安银行股份有限公司深圳分行，用于质押贷款，期限一年。目前，华天集团持公司股份质 押冻结共 116,220,000 股，占其持有公司股份的 46.25%，占公司总股本的 21.02%。华 天集团持公司股份质押冻结全部为银行质押贷款冻结。

	华天酒店 2010 年第七次临时股东大会于 2010 年 11 月 10 日召开, 审议并通过了《关于招商银行股份有限公司长沙分行综合授信人民币 6000 万元到期进行续期的议案》、《关于为控股子公司湖南华天之星酒店管理有限公司向招商银行股份有限公司长沙分行申请综合授信人民币 1000 万元提供保证担保的议案》、《关于为控股子公司湖南华天光电惯导技术有限公司向招商银行股份有限公司长沙分行申请综合授信人民币 500 万元提供保证担保的议案》。
云南旅游 (002059)	公司控股股东云南世博旅游控股集团有限公司于近期内接到《昆明市盘龙区人民政府关于委托编制昆明世博新区核心区控制性详细规划的函》, 昆明市盘龙区政府决定委托世博集团负责组织编制昆明世博新区核心区控制性详细规划, 范围为昆明世博园及其周边相邻范围, 面积约 6000 多亩左右。由于规划涉及世博园及其周边相邻的范围, 目前, 约 700 亩土地属于公司区域范围, 为确保规划工作的顺利开展, 公司将积极与世博集团合作, 共同完成世博新区核心区控制性详细规划的编制工作。新的规划完成后, 世博集团将承诺不与公司构成同业竞争; 对公司当期业绩不构成任何影响。 公司 2010 年第五次临时股东大会于 2010 年 11 月 12 日召开, 审议通过了《关于选举杨勇先生为公司独立董事的议案》、《关于公司使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的议案》。2010 年 11 月 12 日, 世博兴云接到昆明市盘龙区人民政府《限期开工通知书》, 做出如下审批意见: 上述地块闲置时间超过两年。属政府原因造成闲置, 不作处罚。由区政府下达《限期开工通知书》, 限期开工建设。在接到《通知》之日起, 一年时间以内, 对上述地块进行开工建设, 逾期未开工建设的, 将严格按闲置土地进行处置。
西安旅游 (000610)	刊登竞购西安海外旅游有限责任公司股权的摘牌公告。根据西安产权交易中心 2010 年 11 月 1 日出具的产权交易确认书〔西产确字 2010 年第 32 号〕, 公司成为西安海外旅游有限责任公司 97.9% 股权的最终受让方, 交易价格为人民币 232 万元, 交易费用为人民币 3.59 万元。 刊登简式权益变动报告书公告。2009 年 7 月 15 日至 2010 年 11 月 8 日止, 浙江博鸿投资顾问有限公司通过深圳证券交易所交易系统及大宗交易平台合计卖出西安旅游 9,801,934 股。截止 2010 年 11 月 8 日收盘, 浙江博鸿投资顾问有限公司尚持有西安旅游 9,882,673 股, 占西安旅游总股本的 5.02%。 西安旅游于 2010 年 11 月 15 日收到公司股东浙江博鸿投资顾问有限公司关于减持公司股份的通知, 2010 年 11 月 15 日, 浙江博鸿投资顾问有限公司通过深圳证券交易所系统出售公司股票 59,000 股。本次减持后, 浙江博鸿投资顾问有限公司持有公司无限售条件流通股 9,823,673 股, 占公司股份总数的 4.99%。
西安饮食 (000721)	刊登澄清集团将对两上市公司整合重组以及陕西西凤酒业欲借壳西安饮食传闻的公告。此外, 公司表示无法预测世界园艺博览会会对公司明年经营业绩的影响。
*ST 张股 (000430)	刊登延期报送收购及豁免要约收购公司申请文件补正通知书书面回复公告。证监会补正通知书对张家界市经济发展投资集团有限公司报送的《张家界旅游开发股份有限公司收购报告书备案》、《张家界旅游开发股份有限公司要约收购义务豁免核准》行政许可申请材料提出了补正要求, 并要求其在 30 个工作日内对补正通知进行回复。由于补正通知中要求张家界市经济发展投资集团有限公司在公司本次发行股份购买资产的申请经并购重组委审核通过且落实并购重组委审核意见后, 补充提供信息披露文件等材料, 而目前公司发行股份购买资产的应用正在审核过程中, 张家界市经济发展投资集团有限公司无法按期提交补正回复文件。鉴于此, 张家界市经济发展投资集团有限公司拟向中国证监会申请延期提交有关补正材料, 待有关补正材料齐备后, 及时向中国证监会补充提供。 公司公告收到《中国证监会行政许可申请受理通知书》, 并表示公司发行股份购买资产方案尚需中国证监会的核准, 能否获得核准尚存在不确定性。

国旅联合 (600358)	公司公告: 2009 年第一次临时股东大会通过的关于授权董事会办理的 2009 年度非公开发行股票事宜(有效期为一年), 至今未取得实质性进展, 根据有关规定, 此次非公开发行股票方案自动失效。今后公司如再推出融资计划, 将另行召开董事会和股东大会, 重新进行审议、决策及公告(注: 沾边地产公司融资申请暂时暂停)。
北京旅游 (000802)	刊登出售武夷山国际花园酒店有限公司 30% 股权暨相关债权公告。本次交易完成后公司将收回对武夷山花园酒店的全部应收账款共计 16,469,381.6 元, 同时减少公司的应付款项, 预计产生收益为 300 万元左右, 将对公司财务状况产生积极影响, 有利于公司业务整合, 提高整体竞争实力, 符合公司发展战略。
金陵饭店 (601007)	金陵饭店股份有限公司于 2010 年 11 月 16 日召开三届十四次董事会, 会议审议同意公司受让南京金陵酒店管理有限公司(注册资本为 1111 万元, 其中公司持股 26.78%, 下称: 管理公司)部分股东股权事宜: 公司拟分别受让江苏天华工程项目管理咨询有限公司、胡明和李建伟(该两人为公司关联方)以及其余 4 位自然人所分别持有的管理公司 14.76%、5% 和 3.1% 以及 7.65%, 共 30.51% 的股权(即 339 万元出资), 以管理公司截止 2010 年 10 月 31 日经审计的每股净资产 3.44 元为转让单价, 上述标的股权的交易总价为 1166.16 万元。本次交易构成关联交易。交易完成后, 公司对管理公司出资 636.5 万元, 占其注册资本的 57.29%, 该公司由公司参股转为绝对控股, 公司财务报表合并范围将发生变化, 将管理公司纳入合并范围。

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

3、行业数据跟踪

3.1 入境游市场: 10 月份入境游市场持续平稳增长

图 8: 10 月入境游人数比 07 年高点略高

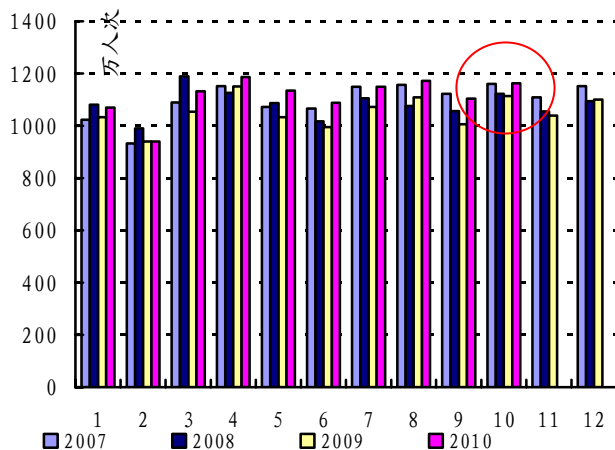
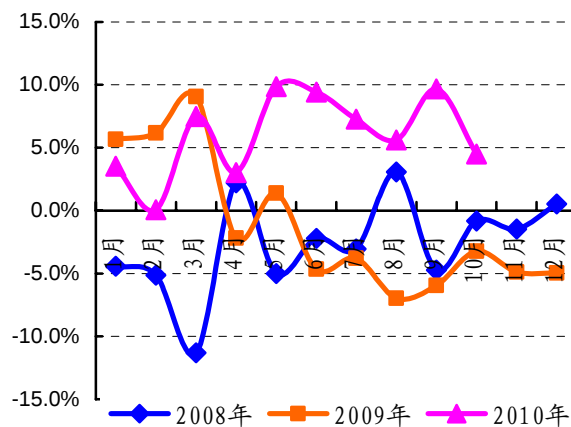


图 9: 10 月入境游人数同比增长下滑



资料来源: 国家旅游局、中投证券研究所

图 10: 10 月旅游外汇收入本年本年单月新高

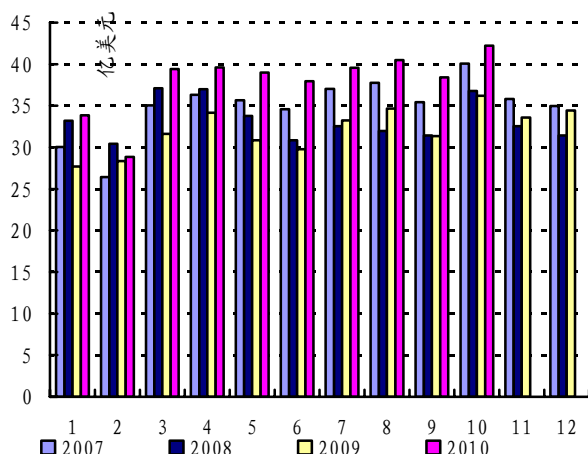
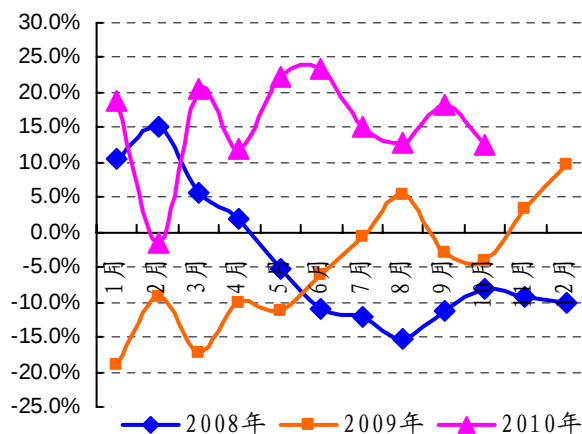
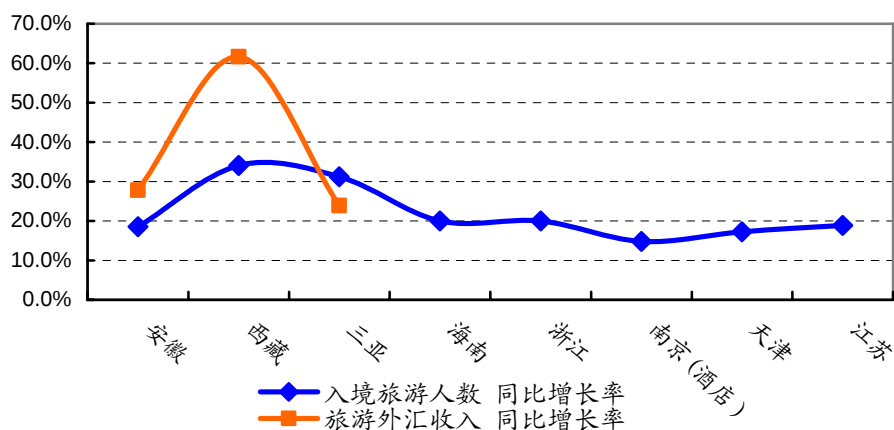


图 11: 旅游外汇收入同比增速有所下滑



资料来源: 国家旅游局、中投证券研究所

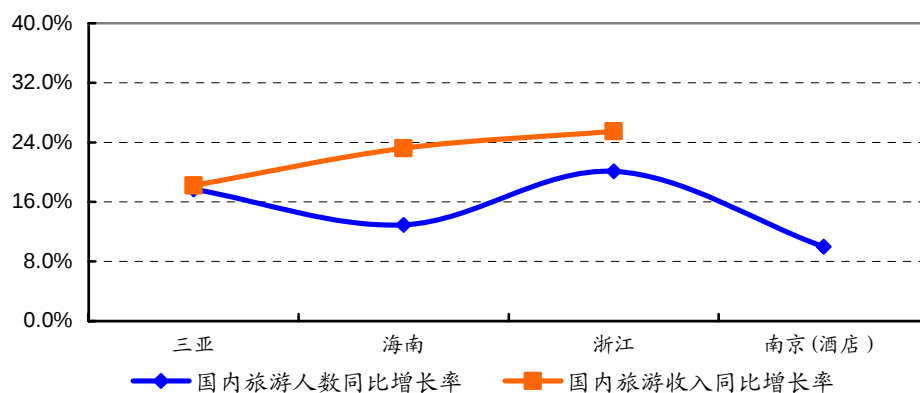
图 12: 1-10 月份省份和地区入境游人数同比增长情况



资料来源: 各地旅游局、中投证券研究所

3.2 国内游市场: 人均旅游支出和旅游人数均稳步提升

图 13: 1-10 月份地区国内游市场增长情况



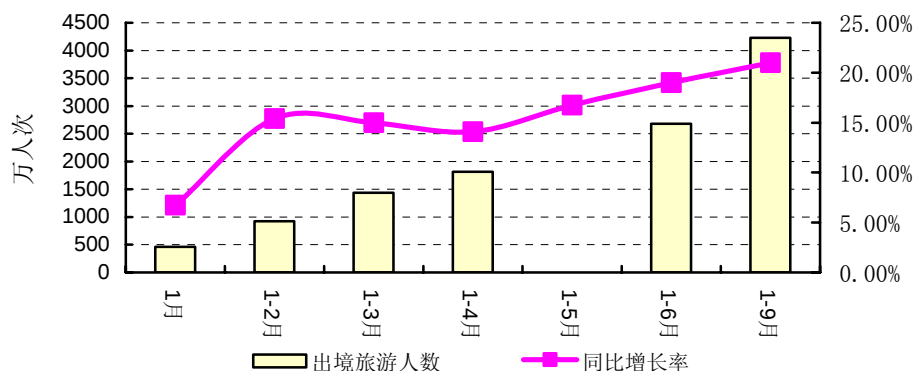
资料来源: 各地方旅游局官网、中投证券研究所

在国内外宏观经济环境企稳、我国消费升级加速、政策大力扶持背景下，国内旅游市场继续保持快速增长。总的看来，国内旅游人数同比增长在10%~25%之间，而国内旅游收入增速都高于游客增速。可见，国内游人均消费水平有所提高。

3.3 出境游市场：全年同比增长超过20%可期

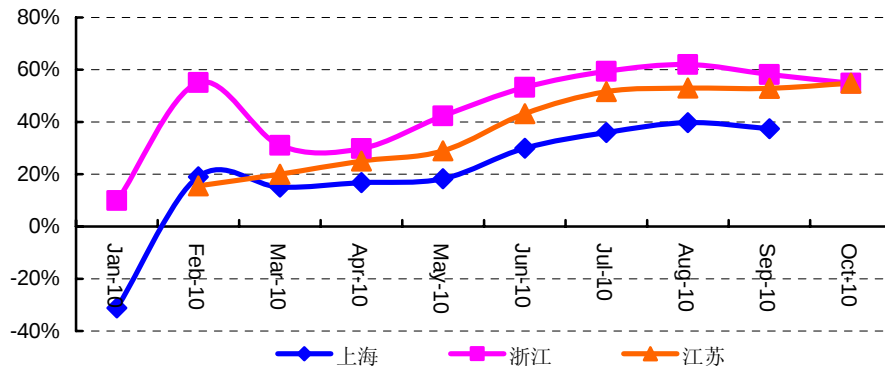
据国家旅游局发布的旅游数据显示，2010年1-9月全国出境旅游人数4228万人次，同比增长21%。而2009年上半年全国出境旅游人数同比增长1.9%。

图 14：2010 年 1-9 月我国出境游市场同比增长（累计值）不断提升



资料来源：国家旅游局网站、中投证券研究所

图 15：2010 年部分省市累计出境游人数同比增速加快



资料来源：各地旅游局网站、中投证券研究所

4、11 月份中投证券旅游行业重点报告回顾

《三季报点评：2010 年前三季度旅游板块净利润同比增长 33%》

2010 年 11 月 2 日

- 2010 年前三季度旅游板块营业总收入同比增长 31%，净利润总额同比增长 33%。2010 年三季度在宏观经济企稳、旅游旺季、人民币升值、世博等综合因素推动下，旅游板块也迎来了更好的经营表现。第三季度旅游板块营业总收入同比增长 46%，净利润总额同比增长 40%，相比上半年所对应的 27% 和 32% 都有较明显提升。2010 年第三季度旅游板块综合毛利率同比和环比都出现下降，主要是因为第三季度毛利率较低的旅行社业务增

速更快所致。

- **前三季度旅游板块各子行业中，收入增长最快的是综合类公司，净利润增长最快的是酒店类公司。**具体来说，前三季度从营业收入增速来看，综合（41%）>酒店（23%）>景点（17%）>餐饮（13%）；从净利润来看，酒店（47%）>综合（37%）>景点（22%）>餐饮（10%）。酒店类企业净利润增速最快部分归功于去年同期出现负增长。就各子板块自身变化趋势而言，第三季度相对上半年，综合类公司收入增速加快，餐饮类公司基本平稳，景区和酒店公司收入增速下滑；酒店和综合类公司净利润增速加快，景区和餐饮类公司净利润增速下滑。酒店类公司收入增速下滑与个别公司（锦江股份）报表调整有一定关系；景区类公司因受到上海世博分流影响，旺季经营受到一定挑战；餐饮类公司受CPI因素影响以及新开门店处于培育期影响了净利润增速。
- **前三季度旅游重点公司扣除非经常性损益后的净利润同比增长42%。**在我们重点跟踪的10个上市公司中，三季报超预期的有：中国国旅、锦江股份、中青旅；基本符合预期的有首旅股份、湘鄂情、丽江旅游；略有低于预期的有黄山旅游、峨眉山A、桂林旅游、三特索道。其中、中国国旅（48.21%）、锦江股份（39.61%）涨幅居前。
- **维持板块“看好”投资评级。**经过10月份如预期的充分调整后，目前板块整体的动态估值和相对估值均明显回落，重点公司2011年动态PE均值已降至32倍，我们认为板块进一步跌幅有限。我们认为四季度板块适度盘整为布局2011年提供良好契机和充足的时间。短期内我们依然首推中国国旅，其次桂林旅游、中青旅、黄山旅游等；而其它过去以来先后推荐过的峨眉山A、三特索道、锦江股份、首旅股份等也已逐渐回到具有吸引力的股价区域，可择机介入；丽江旅游建议稳定持有。
- **风险因素：**自然灾害等系统性风险；区域政策推出时间低于预期。

《首旅股份：南山景区将充分受益于国际旅游岛 门票分成结果可能超预期》

2010年11月13日

- **海南国际旅游岛建设加速南山景区客流量增长。**受益于“海南国际旅游岛”建设，南山景区客流增速明显加快。南山景区08-09年客流增长19.2%、19.8%，2010年上半年，客流增长达26.7%。第三季度，即使全国华东以外地区景区受到世博分流效应影响显著以及三亚处于全年旅游最淡季，但前三季度南山景区人数依旧达到240万人次左右，同比增长约20%。随着海南国际旅游岛各项配套扶持政策的出台，我们认为未来几年景区客流保持20%以上增长可以预期。
- **北京地区酒店业务稳步复苏。**据北京旅游局统计数据，前三季度北京地区四星级酒店Revpar指标同比增长14.72%。而同期民族饭店、京伦饭店、前门饭店Revpar指标分别同比增长19.64%、35.96%、36.62%，公司酒店业务经营情况好于市场平均水平。民族饭店Revpar指标同比增速相对较慢除了较高的基数外，高房价策略也是重要原因。相对来说，京伦饭店和前门饭店采取了低价高入住率策略。
- **展览广告业务面临转型。**自08年北京奥运整顿户外广告市场后，公司广告业务即陷入低潮，目前该业务基本处于停顿状态。而随着北京新型展览馆（场地）不断涌现，建立于1954年的北京展览馆在设施和面积等方面已经不具优势，目前经营效益已现颓势，因此公司有将北展场馆进行改造转型的意向。
- **南山门票分成暂时未有进展，但有可能出现超预期结果。**目前公司已由集团层面出现协调观音苑资产归属问题的解决，但短期未有明确进展。据我们了解，除了“既往不追溯”的原则将得以贯彻外，本着有利于上市公司

及广大中小股东利益的精神，公司愿以着眼中长期合作的积极态度（如公司负责景区统一的营销管理）来争取有利的分成方案。我们认为，最终门票分成方案超出市场此前预期（前几年 4:6 分成，公司 40%）的概率较大（门票分成比例对业绩弹性见附表 2）。

- **门票分成解决之后公司工作重心将放在集团酒店资产收购上，南山景区的二次开发也将值得期待。**南山门票分成问题是阻碍公司股权融资收购酒店资产的关键原因。一旦门票分成问题解决，公司也将拉开酒店资产整合大幕，北京世界城市目标将为处于黄金地段的待收购资产带来良好的盈利前景。随着海南国际旅游岛建设的推进，拥有 20 平方公里陆域及海域经营权的南山景区未来还有极大的发挥空间。
- **维持“推荐”投资评级。**我们预期公司 10-12 年 EPS 分别为 0.88、1.07、1.30 元。假如 2011 年南山景区达成门票分成协议且按 5:5 分成，则 2011-2012 年 EPS 分别为 0.65、0.81 元。虽然门票分成会造成公司短期短期出现波动，但也意味着酒店和景区业务将进入加速发展轨道。给予公司 6-12 个月目标价 30 元，维持“推荐”投资评级。
- **风险提示：**门票分成协议低于预期，北京星级酒店市场竞争加剧。

《峨眉山 A：区域交通改善和消费群体崛起将带来长期利好》

2010 年 11 月 14 日

- **第三季度客流增速放缓系多因素造成。**一季度、上半年、前三季度峨眉山景区游客接待量分别同比增长 18.67%、17.59%、9.98%，第三季度客流增速明显放缓，仅 2.10%。除了第三季度长假客流明显受到上海世博分流影响外，去年第三季度客流强劲复苏以及今年第三季度九寨沟爆发泥石流影响长途团客组团量都是重要原因。第四季度，随着相关因素的影响消失，我们乐观预期今年全年景区客流同比增长 12% 达 205 万人次，相比历史最高的 07 年增长 7%。
- **未来几年公司将受益于区域交通条件大幅改善以及中西部消费群体崛起。**从 2010 年起，四川将实施“三年旅游提升计划”，将为公司经营带来实质性利好。目前以“两航四铁八高速一枢纽”为代表的乐山交通网络建设正在稳步推进，乐宜高速预计今年通车，绵成乐铁路客运专线预期 2012 年全线通车。预计最快 2012 年峨眉山将与成都进入“1 小时经济圈”。此外，未来受益于成渝经济区发展规划，消费升级带来的景区周边客源将面临崛起之势，景区客流有望加速。我们预计未来几年景区客流有望达到 15% 左右的增长。
- **公司内生性增长仍有空间，而外延式扩张也仍可乐观其成。**经过前几年的投入期，公司酒店业务已经出现经营转折，未来有望继续好转。相比黄山旅游目前 15% 的期间费用率水平，峨眉山 20% 以上的期间费用率仍有下降空间。在华山、黄山等景区相继修建新的代步设施后，二道桥索道的复建工作也有望重启，我们认为峨眉山景区本身还有较大开发空间。市场普遍预期公司将有可能整合乐山大佛大景区，但整合过程可能会遭遇一些波折。此外，公司今年还与控股股东合资成立了旅游房地产公司，预计未来将在业务模式上进行新的探索。
- **维持“推荐”投资评级。**预测公司 10-12 年 EPS 分别为 0.49、0.67 和 0.83 元。未来几年，峨眉山景区将面临巨大的交通改善预期，我们看好公司的内生性增长与外延式扩张机会。给予公司 6-12 个月目标价 23.45 元，相当于 2011 年 35 倍 PE，维持“推荐”投资评级。
- **风险提示：**费用控制不力；资产整合进程低于预期；自然灾害等系统性风险。

《系列专题之二：国人离岛免税的国际比较及海南地区政策展望》

2010年11月19日

- **国人离岛免税政策已成为打造国际旅游岛的必备要素。**从较早的韩国济州岛、日本冲绳岛、到最近的台湾地区澎湖岛，国人离岛免税都成为振兴当地旅游经济、扩大内需、发展国际自由城市的重要配套政策。而从实证角度来看，国人离岛免税通常都取得了不俗的效果。
- **韩国济州：国人离岛免税限次数限金额，但平效可达10万美元。**济州岛国人离岛免税政策主要有年满19岁，1年限购4次，1次限购40万韩元。经营面积1619平米的济州机场店一家免税店2007年的营业额已近2亿美元。目前两家公司分别在济州岛运营机场港口店和市内免税店，属于差异化竞争的寡头垄断格局。
- **日本冲绳：国人离岛免税不限次数限金额，平效达1.5万美元。**冲绳岛国人离岛免税政策主要有不限次数，1次限购20万日元，不销售香烟和本国商品。目前冲绳仅有DFS从事国人离岛免税经营，经营面积为1.3万平米的DFS Galleria年销售额近2亿美元。
- **台湾澎湖：刚开放离岛免税政策，不限次数限金额。**澎湖国人离岛免税政策主要有不限次数（但频繁进出者有相应规定）、1次限购3万新台币（烟酒另算）。目前澎湖岛仅1家公司负责经营机场店和市内店。
- **海南国人离岛免税政策展望：每人每次限额5000元人民币，次数限制有可能体现在时间间隔上且可能与金额限制取得平衡；超5000元的单件商品限买1件且按海关总署相关规章补征行邮税；短期遵循“店内购物、离境口岸提货”模式，日后过渡到“店内付款提货，海关离境验放”模式。短期内不涉及新的牌照发放问题。实际政策可能超预期。**
- **保守估计三亚离岛免税市场规模20-30亿。**我们采用两种方法来测算三亚国人离岛免税业务静态的市场空间。一种是以离岛（境）国内外游客人数为基准，一种是以平效为基准。通过初步估算，仅三亚一地就可“再造”一个中免。
- **维持中国国旅“强烈推荐”投资评级。**预期公司10-12年EPS分别为0.51、0.67、0.88元。假定海南国人离岛免税政策从明年1月1日起开始实行，则11年-12年公司业绩保守预测将达到0.72、1.07元；中性预测将达到0.83、1.24元、乐观预测将达到1.00元、1.47元。海南国际免税城项目也将在中长期打开公司成长的想像空间。我们坚定看好公司的业绩增长和投资价值，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：**海南国人离岛免税政策推出时间低于预期；政策最后定稿内容低于预期；市场竞争格局的改变。

《新股定价报告 宋城股份：中国旅游文化演艺第一股：精耕杭州，辐射全国》

2010年11月24日

- **公司是中国旅游文化演艺行业第一股。**“主题公园+旅游文化演艺”是公司主要经营模式。07-09年公司营业收入CAGR达50.27%，净利润CAGR达38.74%。公司综合毛利率保持70%以上，净利润率达30%以上，ROE达25%以上，均显著高于可比公司。其中以《宋城千古情》为核心产品的宋城景区营收占比70%以上，是公司目前盈利主体，也是未来公司业务发展的样板。2010年在上海世博带动下，预计宋城游客人数同比增长50%超380万人次，购买演出联票比重将达80%。《宋城千古情》已成为全国每年演出场次最多、观众数目最多和效益最好的旅游文艺演出节目。公司已成为旅游文化演艺行业的区域龙头、全国领跑者。

- **“十二五规划”助力，主题公园和旅游演艺行业发展潜力巨大。**市场细分与产业融合是旅游行业的发展趋势，以“主题公园+旅游文化演艺”为特征的宋城模式将充分受益于国家相关政策和“十二五”规划。具有区域品牌优势和较强竞争实力的企业将获得快速对外扩张的良好机会。
- **四大核心竞争优势构筑公司长期投资价值：**1、天时—先发优势明显，受益于政策扶持，品牌龙头地位将为进一步扩张打开空间；2、地利—杭州我们重要旅游城市之一，全国 6 条精华线路必经之地，客流量大，未来公司扩张也将优先选择类似旅游目的地；3、人和—完全市场化的管理机制和经营理念是公司之魂，是宋城旅游快速称成长的根本原因，也是未来能够快速扩张的重要保证；4、强有力的大股东支持。
- **IP0 将为公司连锁发展插上腾飞的翅膀。**公司本次 IP0 募投项目主要是杭州动漫乐园改建项目，杭州乐园改扩建项目，宋城景区基础设施及配套改造。募投项目实施后，公司将在杭州地区拥有年龄层全覆盖的 3 个主题公园和 3 台演艺节目。此外，公司本次 IP0 超募是大概率事件，除已确定的三亚项目外，未来北京、西双版纳、九寨沟等地也有投资意向。
- **建议询价区间：38.08-44.42 元。**预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.02、1.36、2.02 元。参考具有连锁扩张模式的旅游重点公司平均估值和近期创业板发行新股评价发行市盈率，同时考虑到公司具备海南国际旅游岛题材，我们认为公司合理的询价区间为 38.08-44.42 元。
- **风险提示：**市场竞争加剧风险；运营事故风险；异地扩张带来的不确定性风险。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上

推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%

中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内

回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上

中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

曾光：中投证券研究所旅游行业研究员，浙江大学经济学硕士，2006 年加盟中投证券研究所。2008 年、2009 年入围《新财富》社会服务业最佳分析师，2010 年《新财富》社会服务业最佳分析师第二名。

主要研究覆盖公司：中国国旅、中青旅、首旅股份、黄山旅游、峨眉山 A、桂林旅游、丽江旅游、锦江股份、华天酒店、金陵饭店、西藏旅游、三特索道、全聚德、湘鄂情。

陈青青：中投证券研究所旅游行业助理研究员，理学、经济学双学士，南开大学经济学硕士，2010 年 7 月加盟中投证券研究所。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所 公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434