

把握最具确定性的投资机会

推荐(维持)

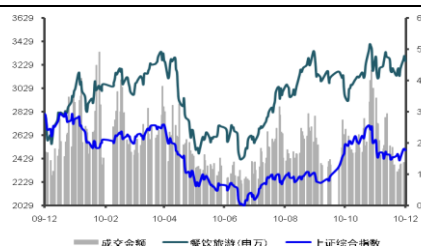
——2011 年旅游行业投资策略

报告摘要:

市场数据

餐饮旅游指数	3261
三个月涨跌幅	4.2%
上证综合指数	2911
沪深 300 指数	3247

行业相对股价表现



相关研究

旅游行业:走出冬天,“升”机盎然

分析师:

李项峰

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

执业证书编号:S0120109030554

刘晓华

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

2011年~2020年中国继续领跑全球旅游市场: 1) **行业增速:** 未来十年间,中国旅游产业GDP之复合增幅依然可达16%左右。2) **行业规模:** 2010年中国旅游经济对GDP的贡献约为5000亿美元;其全球市场占比由1990年的1.7%和2000年的3.6%上升至2010年的8.7%。中国在全球旅游市场中的地位在持续提升。3) **未来空间:** 旅游市场容量快速扩大、全球份额持续提升、供给和需求等多重因素共同推动行业朝着多样化业态发展。未来十年依然是中国旅游产业持续快速发展的“黄金十年”。

国内旅游行业将迎来前所未有的发展机遇: 1) 居民收入增加和消费结构升级推动国内居民旅游支出不断增长;国内贸易和国际贸易的繁荣也促进商务旅游市场的快速发展。2) 在经济转型的关键阶段,振兴旅游已成为国家拉动内需的基本战略。《国务院关于加快发展旅游业的意见》及“1+5”的旅游规划体系,将把旅游产业推到一个新的战略高度。3) 高铁时代预示着国内旅游的时间成本和空间成本大大缩减。截至2012年底,中国将建成“四横”和“四纵”的庞大高铁网络。

投资逻辑及重点公司推荐: 对于旅游行业的投资策略,我们建议对上市公司盈利能力与成长空间进行双重考虑,对各子行业的投资排序依次为景区经营>酒店经营>旅行社。

1) **景区经营:** 景区及相关资源在旅游行业中属于稀缺资源,进入壁垒和毛利率较高,外延拓展空间有限,上市公司业绩主要依赖于提价效应和游客规模。重点推荐: [黄山旅游 \(600054\)](#)、[首旅股份 \(600258\)](#)、[丽江旅游 \(002033\)](#) 等。2) **酒店经营:** 盈利模式为客房及餐饮收入,业态竞争激烈,进入壁垒适中,具有一定拓展空间,上市公司业绩主要依赖于品牌管理和成本控制。看好经济型酒店扩张机会,重点推荐: [锦江股份 \(600754\)](#)。3) **旅行社:** 进入壁垒很低,业态竞争激烈,毛利率较低,上市公司业绩主要依赖于品牌管理和接待规模。看好行业龙头的整合机会,重点推荐: [中国国旅 \(601888\)](#) 和 [中青旅 \(600138\)](#)。

目 录

1.行业层面:基于空间拓展的高速成长	1
2.业态分析:基于盈利及成长能力的双重考虑	4
3.行业估值与重点公司推荐	6
3.1 行业估值	6
3.2 公司推荐	6

图 表

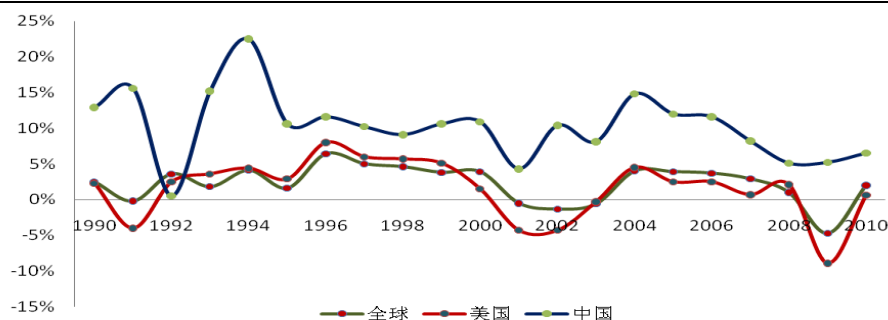
图表 1 中国旅游增速远领先于全球市场	1
图表 2 中国旅游经济产值全球占比不断上升	1
图表 3 中国旅游产业 GDP 呈现快速持续增长	1
图表 4 旅游经济产值及增速之比较	2
图表 5 旅游经济对 GDP 之贡献比较	2
图表 6 旅游产业 GDP 及增速之比较	2
图表 7 人均旅游产业 GDP 之比较	2
图表 8 居民旅游支出占消费的比重	2
图表 9 跨国入境游客人数及增速之比较	2
图表 10 中国居民旅游支出规模持续扩大	3
图表 11 中国商务旅游市场规模快速增长	3
图表 12 中国拟建四纵四横高铁网络	4
图表 13 旅游子行业间的盈利成长能力比较	4
图表 14 旅游上市公司对景区资源投入情况	5
图表 15 中国经济型酒店步入快速增长通道	6
图表 16 中国经济型酒店市场份额	6
图表 17 黄山旅游收入预测一览	7
图表 18 首旅股份收入预测一览	7
图表 19 中青旅收入预测一览	8
图表 20 重点公司盈利预测及估值表	9

1. 行业层面: 基于空间拓展的高速成长

2010 年全球旅游观光产业实际产值增幅将达 2%，超越年初 0.5% 之预测。 尽管行业增长之内在动力尚处巩固过程中，但市场整体对于行业长期发展的趋势依然保持一种非常乐观的看法。WTTC 预测，未来十年间，全球旅游观光产业年均增速依然将达 4.3%，即意味着旅游产业占全球 GDP 的比重将可能达到 10% 左右的水平。

全球范围来看，中国旅游市场是名副其实的领跑者。09 年全球第一大旅游国美国旅游经济 GDP 同比增幅为 -8.9%，同期全球平均增幅为 -4.7%，而中国则维持了 5.2% 的快速增长。统计数据表明，在过去 20 年间，中国旅游经济产值复合增速达到 13.9%，除了 1992 年外，始终高于美国及全球的平均水平。

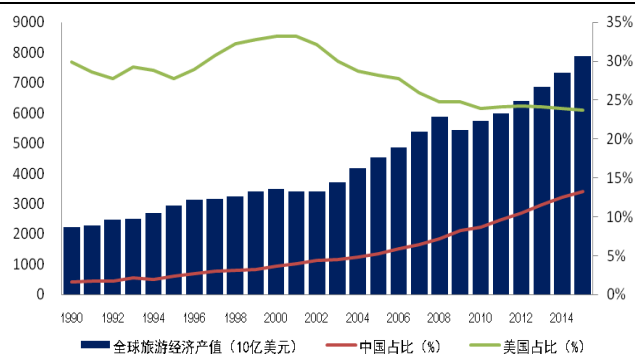
图表 1 中国旅游增速远领先于全球市场



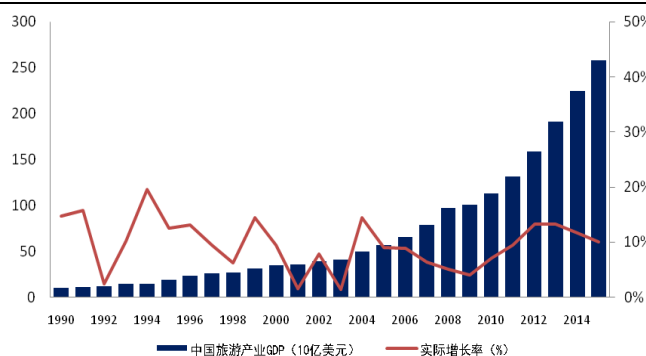
资料来源: 德邦研究

中国在全球旅游市场的份额正趋稳步上升。WTTC 预测，10 年中国旅游经济总产值将达到 5000 亿美元，约为美国的 36%；其全球市场占比也由 1990 年的 1.7% 和 2000 年 3.6% 升至 2010 年的 8.7%；若以更直接的行业统计口径计算，10 年国内旅游行业 GDP 已达 1134 亿美元，约占全球的 5.7% 和美国的 22.2%。

图表 2 中国旅游经济产值全球占比不断上升



图表 3 中国旅游产业 GDP 呈现快速持续增长



资料来源: 德邦研究

尽管中国旅游市场在过去二十年间保持了相对快速增长的态势，但基于行业本身基数较低、配套设施薄弱，其未来几年的拓展空间依然十分巨大。

旅游经济产值(包括传统旅游部门及旅游相关的投资、公共支出和产品出口):中国 10 年旅游经济产值达到 5000 亿美元, 00-10 年 CAGR 为 14.8%, 远高于美国的 1.8%和全球的 5.1%。WTTC 预测, 中国未来 10 年旅游经济产值的复合增长率依然可达 14.6%。10 年中国旅游经济对 GDP 的综合贡献度为 9.2%, 与 2000 年相比有所下降, 但至 2020 年又将升至 9.7%。

旅游产业 GDP (仅指传统旅游产业之增加值):2010 年中国旅游产业 GDP 达到 1130 亿美元, 00-10 年 CAGR 为 12.6%, 高于美国的 1.2%和全球的 4.4%。WTTC 预测, 中国未来 10 年旅游产业 GDP 的复合增长率依然可达 16.0%。目前中国人均旅游 GDP 为 84 美元, 尽管与 2000 年相比增长了 56 美元, 但其仅为美国的 1/20, 增长空间依然很大。

居民旅游消费/消费支出:目前国内居民消费支出中用于旅游消费的支出比例约为 9.6%, 随着居民消费结构升级推进, 其对旅游产品的需求无论是规模还是质量均有所增加, 预计未来几年这一比例将稳步提升。

跨国入境游客人数:00-10 年中国入境游客人数 CAGR 达到 4.8%, 增速高于美国的 0.8%和全球的 1.7%; 10 年中国接待入境游客人数预计达到 1.33 亿人次, 是同期美国的 2.4 倍。

图表 4 旅游经济产值及增速之比较

旅游经济产值(10 亿美元)	2000	2010	2020	00-10CAGR	10-20CAGR
中国	126	500	1949	14.8%	14.6%
美国	1155	1376	2486	1.8%	6.1%
全球	3482	5751	11151	5.1%	6.8%

图表 6 旅游产业 GDP 及增速之比较

旅游产业 GDP(10 亿美元)	2000	2010	2020	00-10CAGR	10-20CAGR
中国	35	113	501	12.6%	16.0%
美国	452	511	916	1.2%	6.0%
全球	1293	1986	3650	4.4%	6.3%

图表 8 居民旅游支出占消费的比重

居民旅游支出/消费(%)	2000	2010	2020	00-10(+/-)	10-20(+/-)
中国	9.6%	9.6%	10.8%	0.0%	1.2%
美国	10.1%	7.3%	7.7%	-2.8%	0.4%
全球	10.3%	8.3%	8.8%	-2.0%	0.5%

图表 5 旅游经济对 GDP 之贡献比较

旅游经济产值/GDP(%)	2000	2010	2020	00-10(+/-)	10-20(+/-)
中国	10.5%	9.2%	9.7%	-1.3%	0.5%
美国	11.6%	9.2%	9.9%	-2.4%	0.7%
全球	10.7%	9.3%	9.7%	-1.4%	0.4%

图表 7 人均旅游产业 GDP 之比较

人均旅游 GDP(美元)	2000	2010	2013	00-10(+/-)	10-13(+/-)
中国	27	84	135	56	51
美国	1600	1643	1944	43	301
全球	216	292	327	76	35

图表 9 跨国入境游客人数及增速之比较

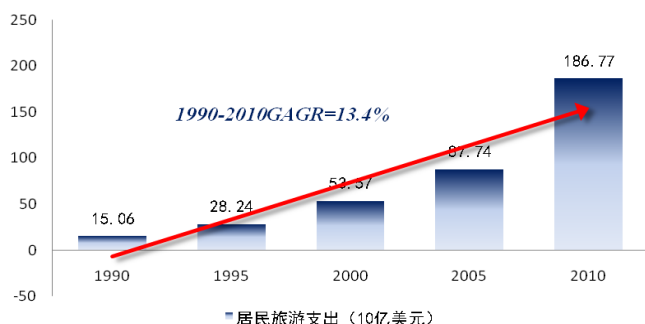
入境游客人数(百万人次)	2000	2010	2020	00-10CAGR	10-20CAGR
中国	83	133	255	4.8%	6.7%
美国	51	56	81	0.8%	3.9%
全球	1416	1673	2472	1.7%	4.0%

资料来源:德邦研究

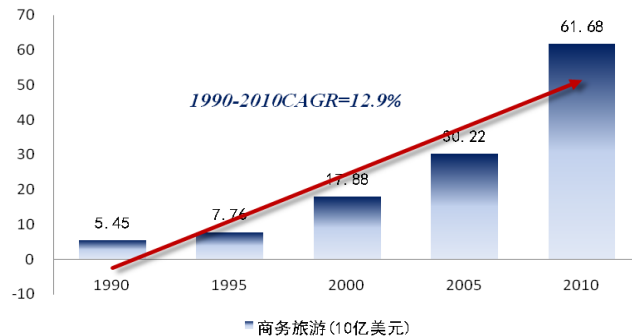
我们认为，2011-2020 年依然是中国旅游产业持续快速发展的“黄金十年”：旅游市场容量快速扩大、全球份额持续提升、供给和需求等因素共同推动行业朝着多样化业态发展。我们的判断主要基于以下几个方面因素：

1)未来几年国内旅游产业快速发展之基本驱动要素是 GDP 的持续增长。众所周知的是，一国经济增长的直接结果之一是居民收入和消费能力的双重提升。居民可支配收入增加意味着他们可以把多余收入用于除食物外的其它消费，如“十一五”期间我国城乡居民恩格尔系数明显下降，09 年城镇居民和农村居民家庭恩格尔系数分别降至 36.5%和 41.0%。居民对旅游等生活非必需品的需求正趋扩大：1990 年国内居民旅游支出总额仅为 150.6 亿美元，2000 年为 535.7 亿美元，2010 年已上升至 1867.7 亿美元，20 年 CAGR 达到 13.4%。此外，随着中国经济的高速增长，国内贸易和国际贸易规模逐年扩大，商务旅游市场也呈现火爆的局面，1990-2010 年 CAGR 达到 12.9%。

图表 10 中国居民旅游支出规模持续扩大



图表 11 中国商务旅游市场规模快速增长



资料来源：德邦研究

2)中国经济正处于转型的关键时期，振兴旅游已成为国家拉动内需的基本战略。目前国务院已明确把旅游业规划为国家的战略性产业，并提出了《国务院关于加快发展旅游业的意见》，近期又确立了“1+5”的“十二五”旅游规划体系，即《中国旅游业“十二五”发展规划纲要》和旅游人才、旅游公共服务、旅游信息化、旅游基础设施建设、红色旅游等五个旅游专项规划。国家对旅游产业的政策支持将不断扩大，除了海南国际旅游岛等区域振兴规划外，未来几年还将结合低碳经济规划需要，大力推进生态旅游等多形式发展。

3)随着高铁时代的到来，国内旅游的空间成本和时间成本大大缩减，行业将迎来前所未有的发展机遇。国家目前正在大力推进高铁项目建设。根据中国高速铁路网规划，截至 2012 年，中国将至少建成 42 条高速铁路客运专线，总里程达到 1.3 万千米，届时将构成“四纵”、“四横”的全国性客运专线铁路网，把中国东部、中部及中西部地区大部分城市纳入规划，从而打通南北东西的通道，形成环渤海、长三角、珠三角三大城市群的轨道交通网络；截至 2040 年，中国将建成连接国内主要省市的“五纵六横七连线”的庞大高铁网络。高铁网络的建成将推动国内旅游人数出现“喷井式”增长，如“杭黄高铁”的贯通将使得杭州至黄山的实际行程由当前的 2.5 个小时缩减至 0.5 个小时，预计黄山景区周末接待游览人数将大为增加。

图表 12 中国拟建四纵四横高铁网络

四纵	1、北京到上海
	2、哈尔滨经大连、沈阳到北京
	3、杭州经福州、厦门到深圳
	4、北京经武汉到广州
四横	5、太原经石家庄与京沪高铁接轨再向东到达胶东半岛
	6、西安到郑州、向东与京沪高铁接轨，向西延伸至兰州
	7、武汉向东连接合肥，在南京与京沪高铁接轨，武汉向西沿长江到重庆、成都
	8、长三角地区从杭州沿浙赣线，经南昌、长沙，继续向西、经贵阳到昆明

资料来源:德邦研究

2. 业态分析:基于盈利及成长能力的双重考虑

综上所述，中国旅游产业未来十年的空间与潜力十分可观，但行业的基本属性也决定了各个业态之间的盈利能力及扩张能力存在着种种差异。通过对各业态之成长性和盈利性的综合分析，我们依次推荐：景区经营>酒店经营>旅行社等。

图表 13 旅游子行业间的盈利成长能力比较

业态类别	盈利模式	毛利率	拓展空间
景区经营	门票收入	毛利率较高(>80%)	资源相对稀缺,进入壁垒较高,外延拓展有限,业绩依赖于门票提价和游客规模
	索道收入	毛利率较高(>80%)	资源相对稀缺,进入壁垒较高,外延拓展有限,业绩依赖于索道提价和游客规模
酒店经营	客房收入	毛利率较高(>50%)	业态竞争激烈,进入壁垒适中,具有一定拓展空间,业绩依赖于品牌管理和成本控制
	餐饮收入	毛利率适中(50-70%)	业态竞争激烈,进入壁垒适中,具有一定拓展空间,业绩依赖于品牌管理和成本控制
旅行社	旅游服务	毛利率较低(<15%)	业态竞争激烈,进入壁垒很低,外延空间较大,业绩依赖于品牌管理和接待规模

资料来源：德邦研究

景区经营：稀缺性是景区资源的基本属性，尤其是那些优质的自然景区资源更是具有不可再生性。国家也出于保护自然景区资源的考虑，已于 2005 年正式发文设定了企业对国内风景名胜区内门票经营的进入壁垒。因此，目前来看，景区经营类上市公司要进行外延扩张存在着诸多客观及主观方面的限制因素。

与其它业态相比，景区经营是旅游行业中毛利率最高且现金流最充裕的子行业，按具体经营模式可分为景区门票、索道经营及其它旅游服务：1) 索道经营为主，包括丽江旅游（002033）和三特索道（002159）；2) 兼有景区门票和索道的公司，包括黄山旅游（600054）和峨眉山 A（000888）；3) 门票及其它服务，如桂林旅游（000978）、首旅股份（600258）、西藏旅游（600749）、ST 长信（600706）等。

尽管行业内企业之经营模式均存差异，但从近年实际情况来看，进军或收购

优质的景区资源似乎已经成为一个共同的选择或话题。与酒店、旅行社等相比，景区资源对旅游企业的吸引力正趋上升，如西藏旅游（6000749）、中青旅（600138）、豫园商城（600655）及北京旅游（000802）等公司均加大了对景区旅游资源的投资力度。预计在未来几年，国内景区资源的整合或开发将进入新的发展通道。

图表 14 旅游上市公司对景区资源投入情况

公司名称	时间	目前拥有景区资源情况	景区业务收入净利占比
黄山旅游	1996 年	拥有黄山景区门票及全部客运索道经营权	09 年景区门票和索道业务合计约占公司主营业务收入 55%
峨眉山 A	1997 年	持有峨眉山景区门票及客运索道经营权	09 年景区门票和索道业务合计占公司主营业务收入超过 60%
丽江旅游	2001 年	持有丽江多个景区三条客运索道的经营权	09 年索道业务收入占公司主营收入比率超过 80%
桂林旅游	1998 年	掌控着漓江及周边地区诸多旅游资源	09 年景区业务收入占公司主营收入比率接近 40%
三特索道	1994 年	持有华山、梵净山、海南猴岛等多条客运索道及猴岛门票经营权	09 年索道和门票收入分别占公司主营收入的 78%和 11%
首旅股份	2002 年	持有南山旅游文化开发公司(南山景区经营主体)74.805%股权	09 年收入 3.8 亿元、净利 1.68 亿元,分别占 23%和 78.85%
中青旅	2006 年	持有浙江乌镇景区 51%股权, 拟投资北京密云古北水镇旅游项目	09 年收入 3 亿元、净利 0.9 亿元,分别占 4.85%和 18.30%
西藏旅游	2004 年	经营巴松措、雅鲁藏布江大峡谷入口段, 拟开发阿里神山圣水景区	
豫园商城	2009 年	2009 年购买浙江国旅 14.75%股权;2010 年购买婺源旅游 16%股权	
北京旅游		拟购买京西门头沟诸多旅游资源	
ST 长信		拟购买大雁塔、曲江城墙、大明宫国家遗址公园的经营权	

资料来源：德邦研究

我们认为，价量齐升将确定地推进景区公司未来几年的业绩规模。景区公司之核心竞争优势在于其对资源所拥有的排他性和控制力，实际意味着对潜在进入者设定了很高的壁垒。基于其对价格较强的掌控能力，景区公司通常可以通过提价来提升自身业绩，因此未来业绩的成长空间比较确定。此外，随着全国高铁网络的逐步完善，国内景区旅游的时间成本和空间成本将大大缩减，尤其像黄山这样的景区，未来其游客接待规模将迎来爆发式的增长。

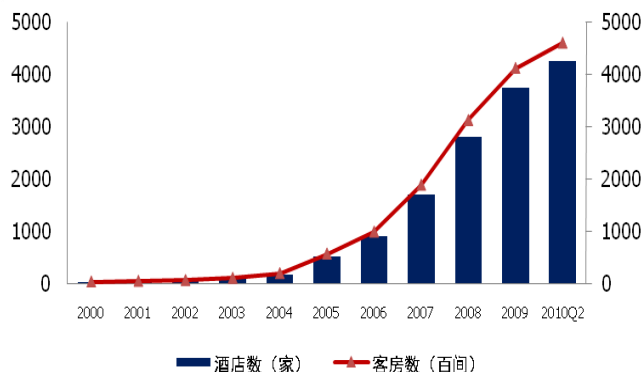
重点推荐：1) 具有较强资源整合能力且受益于国家高铁网络建设的景区公司，如黄山旅游（600054）；2) 海南国际旅游岛规划建设的直接受益公司，如首旅股份（600258）；3) 具有扩张和复制能力的公司，如中青旅（600138）。宋城股份（300144）以其可复制的景区开发模式创造了国内景区连锁化经营的先河，使得景区经营公司有可能突破政策性壁垒，真正实现盈利性与成长性的平衡。我们看好宋城股份未来的扩张前景。

酒店经营：资源的可复制性决定了连锁化经营将成为酒店行业未来基本的发展格局。酒店企业的业绩主要来源于品牌管理及成本控制，而品牌提升和成本缩减均离不开企业门店规模扩大和市场份额提升。

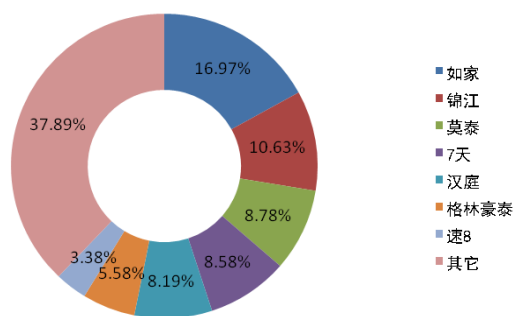
基于居民旅游和商务旅游支出的持续增长（1990-2010 年 CAGR 在 13%左右）国内酒店市场需求不断扩大，行业整体正处于快速扩张的通道中，尤其是经济型酒店，未来几年将是整合的关键时期。目前国内经济型酒店 CR4 和 CR8 分别达到 44.96%和 63.77%，市场需求正逐渐向一线品牌集中。

重点推荐：国内经济型连锁酒店行业龙头-锦江股份（600754）。

图表 15 中国经济型酒店步入快速增长通道



图表 16 中国经济型酒店市场份额



资料来源:德邦研究

旅行社: 旅行社是旅游各行业中毛利率最低的业态, 由于进入壁垒低, 业态竞争激烈, 行业集中度不高。对于旅行社, 规模和品牌或许是影响企业经营的两个关键要素。

重点推荐具有规模优势和创新能力强行业龙头: 中国国旅 (601888) 和青旅 (600138)。

3. 行业估值与重点公司推荐

3.1 行业估值

目前 A 股餐饮旅游行业 11 年动态 PE 已达 40 倍, 相对于 A 股市场整体有 1.6 倍溢价, 行业相对估值已接近历史高位。基于旅游是中国未来几年成长性最为确定的行业之一, 具有经济和政策的双重利好, 因此我们认为行业当前的估值水平基本还处合理区间之内。

3.2 公司推荐

黄山旅游 (600054):

2011 年主要看点: 1) 门票的提价效应; 2) 新开发景区西海大峡谷的业绩贡献; 3) 杭黄高铁建成使得公司接待客流将出现“喷井式”增长。4) 公司是安徽 3000 亿旅游投资规划的最大受益上市公司。

盈利预测及评级: 预计 2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.51 元、0.64 元和 0.73 元。给予目标价 25 元/股, “买入”评级。

图表 17 黄山旅游收入预测一览

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
门票收入(万元)	41,278	40,699	40,451	49,245	59,055	67,435	81,075	97,290
增长率(%)	26.3%	-1.4%	-0.6%	21.7%	19.9%	14.2%	20.2%	20.0%
毛利率(%)	41.9%	42.4%	40.9%	41.0%	41.5%	41.5%	41.5%	41.5%
门票成本(万元)	23,966	23,455	23,897	29,054	34,547	39,449	47,429	56,915
索道收入(万元)	22,552	26,954	28,389	30,933	34,645	38,925	45,543	54,292
增长率(%)	22.7%	19.5%	5.3%	9.0%	12.0%	12.4%	17.0%	19.2%
毛利率(%)	74.9%	78.1%	75.5%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%
索道成本(万元)	5,667	5,895	6,952	7,733	8,661	9,731	11,386	13,573
酒店收入(万元)	25,439	27,288	26,820	29,099	34,919	39,109	43,020	47,322
增长率(%)	34.8%	7.3%	-1.7%	8.5%	20.0%	12.0%	10.0%	10.0%
毛利率(%)	40.0%	33.5%	28.4%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
酒店成本(万元)	15,268	18,155	19,208	20,369	24,443	27,377	30,114	33,126
旅行社收入(万元)	23,924	23,423	27,201	31,282	35,974	41,370	47,575	54,712
增长率(%)	29.0%	-2.1%	16.1%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率(%)	3.9%	3.6%	8.5%	7.0%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
旅行社成本(万元)	22,983	22,589	24,880	29,092	33,276	38,267	44,007	50,608
收入合计(万元)	113,193	118,364	122,860	140,559	164,593	186,839	217,213	253,616
增长率(%)	27.9%	4.6%	3.8%	14.4%	17.1%	13.5%	16.3%	16.8%
毛利率(%)	40.0%	40.8%	39.0%	38.6%	38.7%	38.5%	38.8%	39.2%
成本合计(万元)	67,885	70,094	74,938	86,249	100,927	114,824	132,936	154,221

资料来源:德邦研究

首旅股份 (600258):

2011 年主要看点: 1) 海南国际旅游岛建设带动公司旗下南山景区游客数量持续快速增长; 2) 公司旗下高星级酒店业绩超预期增长; 3) 大股东首旅集团酒店资源注入预期。

盈利预测及评级: 预计 2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.89 元、1.02 元和 1.16 元。给予目标价 30 元/股, “买入”评级。

图表 18 首旅股份收入预测一览

		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
酒店	收入额(万元)	30,908	36,148	35,158	41,370	43,348	45,021	46,315	47,208
	增长率(%)	42.5%	17.0%	-2.7%	17.7%	4.8%	3.9%	2.9%	1.9%
	毛利率(%)	87.8%	89.0%	84.7%	86.0%	86.5%	87.0%	87.5%	88.0%
景区	收入额(万元)	25,123	31,142	37,984	46,686	54,932	64,055	74,020	84,757
	增长率(%)	36.7%	24.0%	22.0%	22.9%	17.7%	16.6%	15.6%	14.5%
	毛利率(%)	92.9%	93.2%	93.2%	93.2%	93.2%	93.2%	93.2%	93.2%
展览广告	收入额(万元)	7,142	5,753	6,297	6,600	7,000	7,350	7,650	7,900
	增长率(%)	-18.5%	-19.4%	9.5%	4.8%	6.1%	5.0%	4.1%	3.3%
	毛利率(%)	90.9%	100.0%	99.3%	99.3%	99.3%	99.3%	99.3%	99.3%
旅游服务	收入额(万元)	118,309	106,178	85,498	102,598	112,858	124,144	136,558	150,214
	增长率(%)	21.2%	-10.3%	-19.5%	20.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率(%)	5.7%	6.3%	6.5%	6.5%	6.7%	6.9%	7.1%	7.3%

收入合计	收入额(万元)	181,481	179,221	164,937	197,254	218,137	240,570	264,543	290,078
	毛利额(万元)	63,692	73,578	76,974	92,312	103,205	114,732	126,804	139,347
	毛利率(%)	35.1%	41.1%	46.7%	46.8%	47.3%	47.7%	47.9%	48.0%
	成本额(万元)	117,789	105,643	87,964	104,942	114,933	125,838	137,739	150,732

资料来源：德邦研究

中青旅 (600138):

2011 年主要看点: 1) 乌镇景区的分拆上市预期; 2) “乌镇”模式的复制-古北水镇项目进展; 3) 旅游地产模式的积极推进。4) 自由行业务快速增长。

盈利预测及评级: 预计 2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.59 元、0.80 元和 0.88 元。给予目标价 20 元/股, “买入”评级。

图表 19 中青旅收入预测一览

		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
酒店	收入额(万元)	13,005	19,805	20,022	22,625	26,019	29,922	34,410	39,572
	增长率(%)		52.3%	1.1%	13.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
	Margin(%)	75.7%	74.1%	74.9%	75.5%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%
景区	收入额(万元)	15,786	24,090	30,360	49,487	61,858	77,323	96,654	120,817
	增长率(%)		52.6%	26.0%	63.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
	Margin(%)	87.1%	84.2%	81.5%	82.0%	81.5%	81.5%	81.5%	81.5%
会展	收入额(万元)			52,884	84,614	101,537	121,845	146,213	175,456
	增长率(%)				60.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	Margin(%)			12.1%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
旅游服务	收入额(万元)			231,860	323,445	388,133	465,760	558,912	670,695
	增长率(%)				39.5%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	Margin(%)			8.3%	8.5%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%
IT 产品	收入额(万元)			97,348	121,685	146,021	170,845	199,889	233,870
	增长率(%)				25.0%	20.0%	17.0%	17.0%	17.0%
	Margin(%)			19.0%	22.5%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
房地产	收入额(万元)			181,560	10,000	200,000	175,000	100,000	100,000
	增长率(%)				-94.5%	1900.0%	-12.5%	-42.9%	0.0%
	Margin(%)			33.8%	80.0%	30.0%	30.0%	35.0%	35.0%
房屋租赁	收入额(万元)	3,760	4,734	4,953	5,201	5,461	5,734	6,021	6,322
	增长率(%)		25.9%	4.6%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	Margin(%)	26.0%	50.2%	53.3%	53.0%	53.0%	53.0%	53.0%	53.0%
其他	收入额(万元)			100	100	100	100	100	100
	增长率(%)				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	Margin(%)			100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
收入合计	收入额(万元)			619,087	617,156	929,130	1,046,529	1,142,199	1,346,831
	毛利额(万元)			147,873	133,673	206,915	229,013	247,343	290,762
	Margin(%)			23.9%	21.7%	22.3%	21.9%	21.7%	21.6%
	成本额(万元)			471,214	483,484	722,215	817,516	894,856	1,056,069

资料来源：德邦研究

图表 20 重点公司盈利预测及估值表

	代码	简称	收盘价	总市值		EPS			P/E		PEG	评级
			2010-12-15	亿元	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E		
综合	601888.SH	中国国旅	35.00	308	0.50	0.70	0.90	70	50	39	1.71	增持
	600258.SH	首旅股份	24.90	58	0.89	1.02	1.16	28	24	21	0.97	买入
	600258.SH	中青旅	15.49	64	0.59	0.80	0.88	26	19	18		买入
酒店	600754.SH	锦江股份	24.77	149	0.65	0.66	0.78	38	38	32	0.95	增持
餐饮	002186.SZ	全聚德	36.29	51	0.70	0.85	1.12	52	43	32	3.05	无评级
	002306.SZ	湘鄂情	27.18	54	0.50	0.70	0.88	54	39	31	1.94	增持
景区	000888.SZ	峨眉山 A	18.62	44	0.48	0.63	0.71	39	30	26	1.11	买入
	000978.SZ	桂林旅游	14.94	54	0.20	0.37	0.48	75	40	31	0.71	增持
	002033.SZ	丽江旅游	35.80	42	0.16	0.95	1.15	224	38	31		买入
	600054.SH	黄山旅游	19.02	90	0.51	0.64	0.73	37	30	26	1.07	买入
	002159.SZ	三特索道	19.55	23	0.25	0.40	0.60	78	49	33	1.96	增持
	300144.SZ	宋城股份	62.81	105	1.00	1.35	1.65	63	46	38	1.95	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。