



景气上升 估值偏高

具有里程碑意义的国发〔2009〕41号文。2009年12月1日，《国务院关于加快发展旅游业的意见》向社会公布。业内普遍认为这个文件具有“里程碑意义”。《意见》明确提出了要把旅游业培育成为国民经济战略性支柱产业和人民群众更加满意的现代服务业。这种定位首次出现在国家层面。

旅游新业态大发展时期来临。目前，我国旅游市场面临两大历史性的变化：一是2009年我国旅游服务贸易首次出现逆差，二是我国旅游行业正处于观光游向休闲度假游的产业升级阶段。旅游消费的普及与升级并存正深刻地改变这个市场。我们认为旅游新业态的大发展时期已经来临。

我国旅游行业景气度持续攀升。2010年，我国旅游行业“三游市场”形势喜人，旅游行业运行状态良好，增长动力充足，旅游消费保持旺盛，旅游市场增长较快，企业经营效益明显好转。

以海南国际旅游岛建设为首的区域旅游发展热点纷呈。目前，我国区域旅游两大热点是海南国际旅游岛和桂林国家旅游综合改革试验区的建设。除了以上两个热点区域之外，旅游行业还有一些区域发展亮点。比如，重庆正在做旅游统筹城乡发展，福建正在建设海峡西岸旅游区，山东半岛拟打造蓝色经济区等等。

旅游板块业绩有望持续增长。2010年，我国旅游消费需求旺盛，旅游上市公司在行业景气度回升过程中取得了优良业绩。2010年1-9月，旅游板块共实现营业收入217.36亿元，同比增长38.12%；实现归属于母公司所有者的净利润18.19亿元，同比增长31.81%。特别值得投资人注意的是，旅游板块2010年前三季度的经营活动现金流净额增速超过净利润的增速，这说明旅游上市公司的盈余质量有所提高，业绩持续增长可期。

旅游板块相对估值水平偏高。截至2010年11月25日，旅游板块的平均市盈率为53.1倍，远远高于市场的价值中枢——沪深300的平均市盈率15.3倍。旅游板块目前的估值水平高出市场价值中枢的250%。从历史的眼光来看，旅游板块的绝对估值水平远未到历史峰值，但是其相对估值水平已经处于历史峰值。

旅游板块2011年配置策略。我们认为有两大类股票值得投资人关注。一是成长股，有中国国旅、湘鄂情、锦江股份；二是资产重组预期类的股票，有首旅股份、东方宾馆、华天酒店、金陵饭店、桂林旅游、西安饮食、西安旅游、云南旅游。其中重点关注湘鄂情和金陵饭店。

旅游业

维持

增持

沈周翔

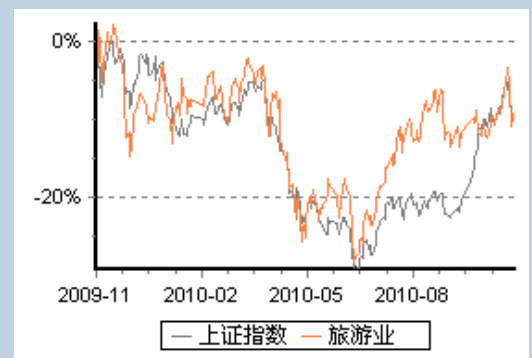
shenzhouxiang@csc.com.cn

021-68825009

执业证书编号：S1440206070051

发布日期：2010年12月16日

股价表现



相关研究报告

10.09.30	行业深度-旅游行业-旅游消费普及与升级共存
10.07.27	旅游行业：评《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》
10.05.10	旅游行业2009年年报及2010年一季报综述：2010年业绩有望持续增长



目 录

将旅游业培育成为国民经济战略性支柱产业	1
具有里程碑意义的国发 41 号文	1
2009 年我国旅游服务贸易首次出现逆差	1
我国旅游行业正处于观光游向休闲度假游的产业升级阶段	2
我国旅游行业景气度持续攀升	3
我国旅游行业 2010 年“三游市场”形势喜人	3
以海南国际旅游岛建设为首的区域旅游发展热点纷呈	6
旅游行业指数一年累计涨幅 17.1%	6
我国旅游行业的发展空间还很大	7
旅游企业如何分享行业的成长	8
影响旅游企业发展的两个关键要素：客源和资源	8
旅游消费习惯的改变催生休闲度假产品的热销	8
MICE 业务正成为旅游服务业务中新的增长点	9
旅游上市公司经营情况分析 & 配置策略	9
旅游板块 2010 年 1-9 月业绩同比增长 31.8%	9
旅游板块相对估值水平偏高	10
旅游板块 2011 年配置策略	11



将旅游业培育成为国民经济战略性支柱产业

具有里程碑意义的国发 41 号文

2009 年 12 月 1 日，国发 41 号文即《国务院关于加快发展旅游业的意见》向社会公布。《意见》明确提出了新时期旅游业在国民经济和社会发展中的新的战略地位和任务要求——“要把旅游业培育成为国民经济战略性支柱产业和人民群众更加满意的现代服务业”。旅游行业战略性支柱产业的定位首次出现在国家政策层面，业内普遍认为这个文件具有“里程碑意义”。

当然，任何一项重要政策的出台都不会“横空出现”。在 2009 年国发 41 号文出台之前，国务院还出台了两项重大政策。一项是 1991 年国发 8 号文《关于加强旅游行业管理的若干意见》，其行业定位是大力发展国际旅游业，多为国家创汇、创收。一项是 2001 年国发 9 号文《关于进一步加快旅游业发展的通知》，其行业定位是培育国民经济新的增长点。

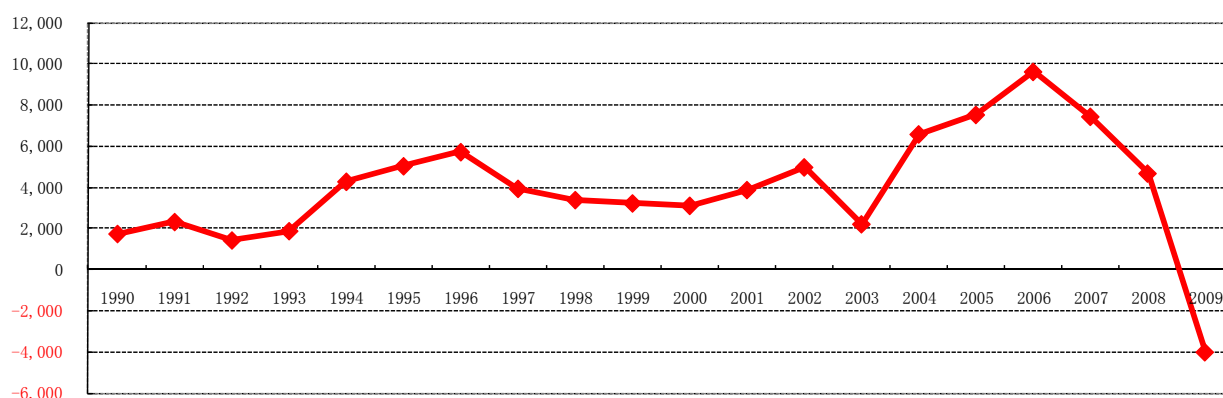
产业政策是行业发展的一个重要驱动因素。将产业政策的变化放在行业发展历史长河的背景下考察，我们发现二者呈现出相互影响、相互促进的“景观”。正是由于旅游行业发生了一系列的变化，进而催生了“战略性支柱产业”的出台。

那么，旅游行业在过去的几年里发生了哪些变化？

2009 年我国旅游服务贸易首次出现逆差

国家外汇管理局的统计资料显示，2009 年，我国入境旅游创汇收入 397 亿美元，出境旅游支出 437 亿美元，旅游服务贸易逆差 40 亿美元。旅游服务贸易逆差在我国旅游行业发展史上首次出现。

图 1：我国历年旅游服务贸易顺差（单位：百万美元）



资料来源：国家外汇管理局

旅游服务贸易逆差的出现非同寻常。因为我国旅游行业的发展路径和别的国家不同。世界上大多数国家旅



游行业的发展一般都是先国内旅游市场后国际旅游市场，而我国由于政治、经济等诸多因素的影响，形成了独有的旅游行业发展规律——入境旅游市场、国内旅游市场、出境旅游市场三部曲。长期以来，我国旅游业是以入境旅游市场为龙头超常规发展起来的。进入九十年代以来，这种格局有所改变，国内旅游市场和出境旅游市场发展迅猛，与入境旅游市场一起形成三足鼎立之势。到了 2009 年，我国出境旅游市场规模终于超过了入境旅游市场规模，旅游服务贸易首次出现逆差。现在回过头来看 1991 年国发 8 号文的“大力发展国际旅游业，多为国家创汇、创收”的产业定位就有些与新时期的市场需求不合。因此，产业政策需要调整，需要“与时俱进”。

我国旅游行业正处于观光游向休闲度假游的产业升级阶段

除了政策之外，还有一个影响行业发展的重要驱动因素——消费者消费习惯的改变。而影响旅游者消费行为的一个核心因素就是居民的可支配收入。按照国际经验，当人均 GDP 达到 1000 美元时，观光游剧增；当人均 GDP 达到 2000 美元时，休闲游骤升；当人均 GDP 达到 3000 美元时，度假游渐旺。2006 年，我国人均 GDP 达到 2042 美元。可以这样说，我国旅游行业从 2006 年开始进入休闲游发展阶段。

表 1：旅游行业的几个发展阶段

经济发展水平	主要需求方式	主要产品
≤1000 美元	旅游需求小	少且单一
1000-2000 美元	观光性的需求剧增	风景名胜游览
2000-3000 美元	休闲需求急剧增长	温泉、SPA、会议等
≥3000 美元	度假需求普遍产生	分时度假产品

资料来源：中信建投证券研究所

此外，2006 年杭州休博会的成功举办似乎成为我国旅游行业新时期的到来的一个“标志符号”。2006 年 4 月 22 日至 10 月 22 日，2006 杭州世界休闲博览会在杭州成功举办。同时，第九届世界休闲大会也于 2006 年 10 月 15-20 日在杭州举行。

正因如此，我们把 2006 年称为我国旅游行业的“休闲元年”。杭州休博会的主题说得好，休闲正改变人类生活。同样的，人类休闲方式的变化也正深刻地影响旅游行业的发展。

和观光旅游相比，休闲旅游有以下五个特点。第一，休闲旅游是以休闲度假为目的旅游。第二，休闲旅游更注重旅游者的精神享受，更强调人在某一个时段内而处于的文化创造、文化欣赏、文化建构的存在状态。第三，休闲旅游通过人的共有的行为、思想、感情，创造文化氛围，传递文化信息，构筑文化意境，从而达到个体身心和意志的全面和完整的发展。第四，休闲旅游为满足人们在当代生活中的许多需求（如学习知识、增进友情、促进沟通、保健娱乐、追求猎奇、丰富个性）创造了条件。第五，休闲旅游特别强调人与大自然的和谐一致，增强爱护、保护自然的意识。

休闲度假旅游的内容非常丰富，除可观光外，许多特种旅游、专项旅游都可成为休闲度假的活动项目，比如：高尔夫、温泉、滑雪、冲浪、帆板、划船、狩猎、采摘、自驾车、登山、游轮、漂流、夏冬令营、农家乐等等。



这种旅游消费习惯的改变正推动旅游新业态的蓬勃发展。比如以携程和艺龙为代表的在线旅游业态正以前所未有的速度迅猛发展，以如家和锦江之星为代表的经济型酒店业态正迅速替代招待所业态，以华侨城和宋城集团为代表的主题公园业态亦表现出强劲的增长势头，以探路者为代表的旅游装备用品业态亦呈现出强大的增长潜力。

表 2：旅游新业态一览表

新业态	主要内容
乡村旅游	“农家乐”、休闲农庄、特色景观旅游村镇
旅游度假区	滨海型、山地型、温泉型、主题公园型、城市型旅游度假区； 12 个国家旅游度假区(海泉湾)。
滨海海洋旅游	海上运动、潜水、游艇、邮轮、无居民岛屿旅游
专项旅游	生态旅游、森林旅游、商务旅游、体育旅游、工业旅游、医疗康体旅游
会展旅游	大型国际会展、重要文化活动和体育赛事
旅游地产及分时度假	满足不同需求的度假居住型房地产
大型主题公园	规范发展高尔夫球场、大型主题公园等。
旅游装备用品	旅游装备制造、户外活动用品、宾馆饭店专用品
低碳旅游经济	旅游节能环保减排，绿色饭店。
旅游信息化	在线旅游、呼叫中心、旅游电子商务
金融旅游融合	旅游保险、旅游消费信贷、旅游资产证券化等

资料来源：中信建投证券研究发展部

正是由于旅游需求的多元化，才有要把旅游业培育成为“人民群众更加满意的现代服务业”的政策诉求。

我国旅游行业景气度持续攀升

我国旅游行业 2010 年“三游市场”形势喜人

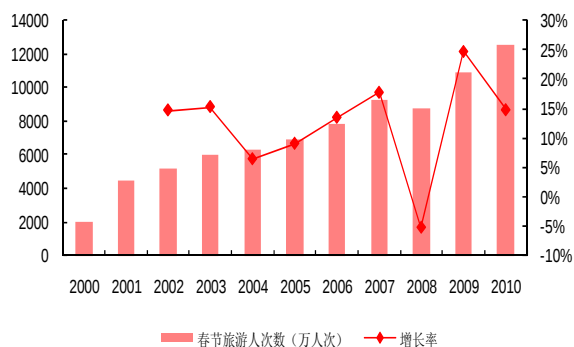
2010 年，我国旅游行业运行状态总体良好，增长动力比较充足，旅游消费保持旺盛，旅游市场增长较快，企业经营效益明显好转。其驱动力主要体现在以下四个方面。一是我国经济回升向好的趋势更加明显，中央推动转变经济发展方式、继续扩大内需和推进国民收入分配改革等政策措施，成为推动旅游业稳定增长的基本动力。二是各地贯彻落实国发 41 号文（即《国务院关于加快发展旅游业的意见》），相继出台的重要举措逐步到位，支持旅游业发展的政策效应持续显现。三是随着高速铁路、高速公路、民航等交通体系的进一步完善，旅游通达性明显改善，有效拉动了沿线旅游业的增长。四是消费信心指数保持较高水平，居民出游意愿较强。

从“三游市场”来看，中国公民游市场需求（即出境游市场和国内游市场）要比入境游市场需求旺盛。我们先看国内游市场。以春节黄金周和“十一”黄金周为例。2010 年春节黄金周期间，旅游人数达到 1.25 亿人次，创历史最高水平，同比增长 15%；2010 年“十一”黄金周期间，旅游人数达到 2.54 亿人次，同比口径增长 27%（2009 年统计数据中含有中秋节的数据），亦为历史最高水平。国家旅游局在 2010 年上半年旅游经济运行报告中提到，2010 年上半年国内旅游人数为 10.97 亿人次，比上年同期增长 8.6%；国内旅游收入为 6055 亿元，比



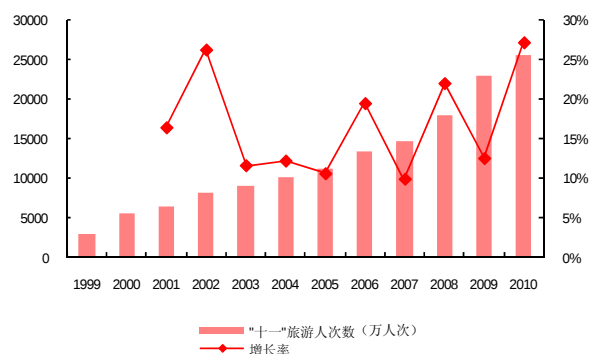
上年同期增长 20.6%。结合最近几个月的运行情况，我们预计 2010 年全年我国国内旅游人次将突破 22 亿人次，同比增长 15.7%。

图 2：历年春节黄金周旅游人次及其增长率



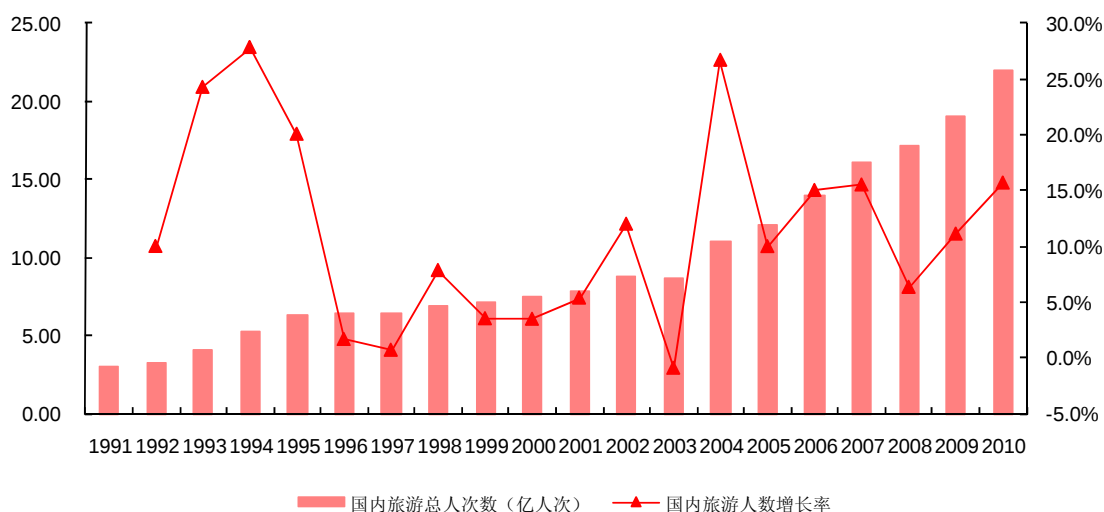
资料来源：国家旅游局

图 3：历年“十一”黄金周旅游人次及其增长率



资料来源：国家旅游局

图 4：我国历年国内旅游人数及其增长率

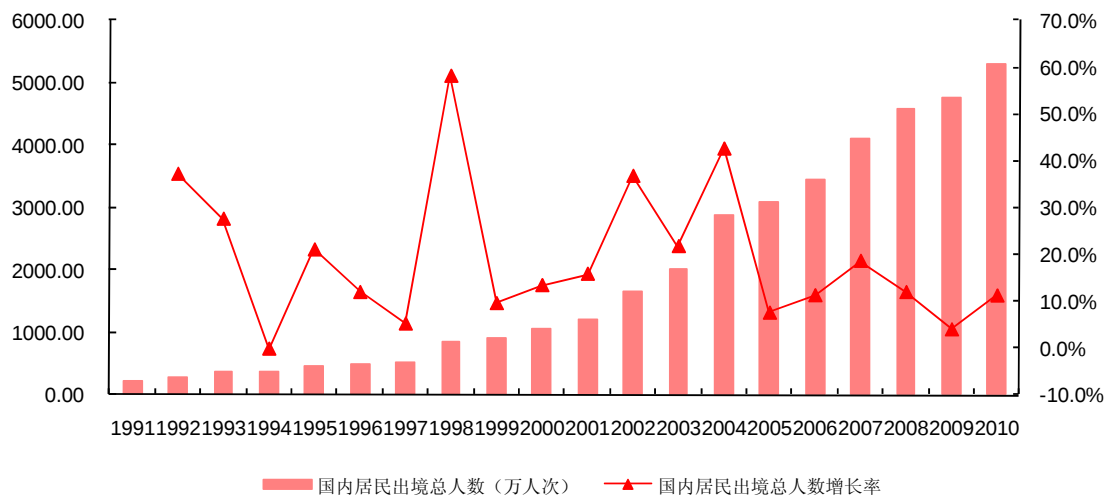


资料来源：历年的《中国统计年鉴》和《中国旅游业统计公报》

我们再看出境市场。随着出境旅游目的地的扩大，我们出境旅游市场呈现出强劲的增长势头。根据国家旅游局在 2010 年上半年旅游经济运行报告中披露的数据，2010 年上半年我国出境人数 2680 万人次，比上年同期增长 19.0%；其中，赴台旅游持续大幅增长，上半年大陆居民赴台旅游 62.26 万人次，增长 101.0%。再结合最近几个月的运行情况，我们预计 2010 年全年我国出境旅游人次将突破 5300 万人次，同比增长 11.2%。



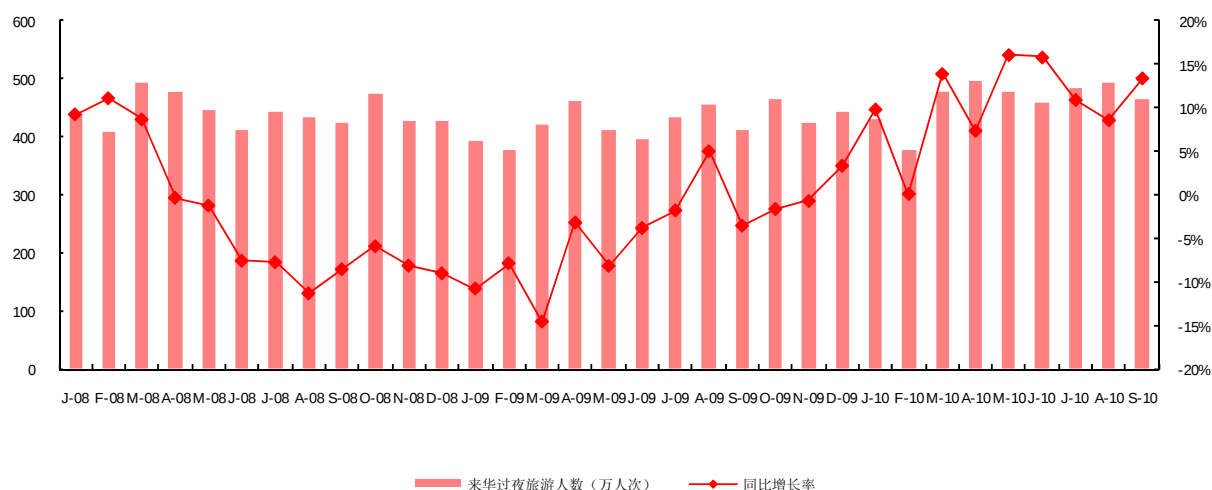
图 5： 我国历年出境旅游人数及其增长率



资料来源：历年的《中国统计年鉴》和《中国旅游业统计公报》

实际上，影响投资人对旅游行业发展前景判断的一个重要变量是入境旅游市场的变化。由于受全球金融危机的影响，我国入境旅游市场需求在 2009 年出现了萎缩。2009 年全年，我国入境旅游人数为 1.26 亿人次，同比下降 2.7%；其中过夜旅游人数约为 5,087.52 万人次，同比下降 4.1%；外汇收入为 396.75 亿美元，同比下降 2.9%。但是这种下滑趋势自 2009 年 4 月份以来开始出现了微妙的变化，其月度入境旅游人数的下降幅度正逐步收窄，而且自 2009 年 12 月以来连续出现正增长。这充分说明我国入境游市场已经完全走出衰退的泥潭，重回景气上升周期。

图 6： 来华过夜旅游人数月度数据及其增长率



资料来源：国家旅游局



以海南国际旅游岛建设为首的区域旅游发展热点纷呈

2009 年 12 月 31 日,《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》向社会公布。这是国务院着眼我国改革开放和现代化建设全局做出的一项重大战略决策,体现了党中央对海南经济特区的高度关注和支持。这个《意见》的出台,标志着海南国际旅游岛建设正式上升为国家战略,是继 1988 年建省办经济特区之后,海南发展史上又一件具有里程碑意义的大事。

这一政策的出台对已经在海南岛布局的旅游企业来说构成了重大利好。从细分行业来看,各旅游上市公司均将受益。景区受益的有首旅股份(三亚南山文化旅游区)、三特索道(海南猴岛公园),酒店受益的有 ST 东海(三亚南中国大酒店)、罗顿发展(海口金海岸罗顿大酒店),免税受益的仅有中国国旅。

在这些受益企业中,我们认为,中国国旅受益最大。借鉴日本、韩国和台湾地区发展海岛旅游业的经验,中免公司(中国国旅的全资子公司)首先向海南省提出了在海南实行离岛旅客免税购物政策的建议。离岛旅客免税购物政策是指将海南省视为我国“境内关外”的特殊区域,允许即将离岛旅客(国际游客以及包括海南本岛居民在内的中国公民)在市内免税店购买免税品,经海关验放后携带离岛。这项政策将充分利用海南得天独厚的旅游资源,弥补海南旅游购物的短板,大力推进海南旅游的发展。此次新政策的推出将极大提升中国国旅免税业务的销售规模和盈利能力。2009 年,中国将取代美国成为全球第二大奢侈品消费市场。正是看好国人不断增长的购买能力,中免公司正在将经营重心向国人倾斜。

2009 年 12 月 7 日,《国务院关于进一步促进广西经济社会发展的若干意见》向社会公布。这个《意见》中首次提出了“建设桂林国家旅游综合改革试验区”。2010 年 1 月 1 日,中国—东盟自由贸易区横空出世。合作区建成之后,我国和东盟国家的游客可实现区内免签证旅游,这标志着中国—东盟旅游合作迈出实质步伐。无论是桂林国家旅游综合改革试验区的建设,还是中国—东盟自由贸易区的形成,都将极大提升桂林旅游(000978)的战略意义和投资价值。

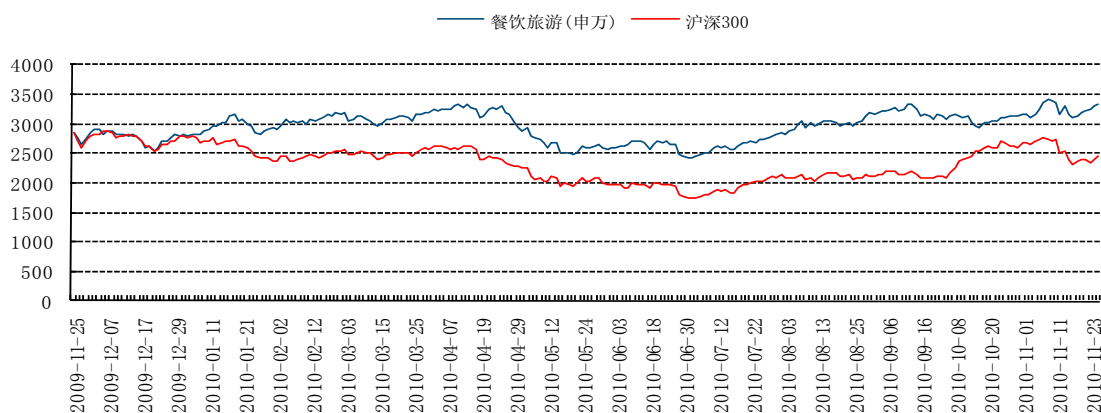
除了以上两个热点区域之外,旅游行业还有一些区域发展亮点。比如,重庆正在做旅游统筹城乡发展,福建正在建设海峡西岸旅游区,山东半岛拟打造蓝色经济区等等。这些开发过程必将导致区域旅游发展的新亮点。

旅游行业指数一年累计涨幅 17.1%

股票市场是国民经济的晴雨表。旅游经济良好的运行状态在股票市场上亦得到了充分的体现。在过去一年里(2009 年 11 月 25 日至 2010 年 11 月 25 日),旅游行业指数累计涨幅为 17.1%,而沪深 300 指数累计跌幅为 11.2%。这一涨一跌之间蕴藏着深刻的宏观背景,即我国经济增长方式正在发生巨大的变化,以旅游消费为代表的“大消费板块”正成为我国国民经济增长的“新引擎”。



图 7：最近一年旅游行业指数和沪深 300 指数之走势对比



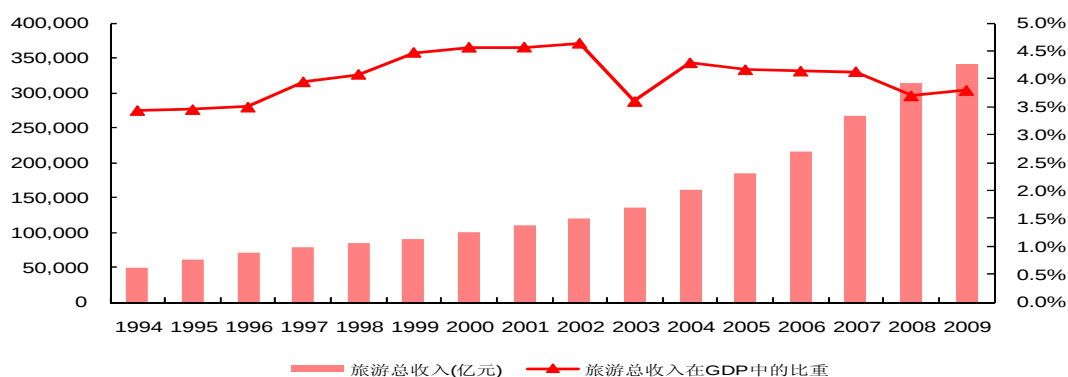
资料来源：Wind 资讯

我国旅游行业的发展空间还很大

我国是旅游资源丰富的国家，但是旅游行业发展真正起步是在改革开放以后。自 1978 年以来，我国旅游行业无论在行业规模、接待人数和旅游外汇收入等方面都取得了令人瞩目的成绩。在国际旅游方面，2009 年我国接待过夜旅游者人数 5,087.52 万人次，旅游外汇收入 396.75 亿美元，接待人数以及创汇能力在世界旅游业的位次已经分别跃升为第四位和第五位。在未来旅游业发展方面，我国的自然风光资源和社会历史文化资源远远没有完全开发，尤其是中西部众多资源远未向游客揭开神秘的面纱，随着东部旅游资源的深度开发、中西部旅游资源的相继开发和旅游条件的改善，我国都将会对世界产生越来越大的吸引力，吸纳更多的旅游者。我国有望在 2020 年成为世界最大的旅游目的地国，接待旅游者人数达 1.37 亿人次。另外加上我国居民生活水平的提高，出游率的上升，2020 年我国也将成为世界十大客源国之一，出境旅游人数达 1 亿人次。

从我国二十多年旅游发展的历程来看，旅游收入在国民生产总值的份额也呈明显增长趋势，旅游业与国民经济相关程度越来越高。1994 年我国旅游总收入占 GDP 的比例为 3.5%，2009 年该比例已经上升至 3.8%，到 2015 年将升至 4.5%。但世界发达国家的比例一般在 10% 以上。从这个角度来看，我国旅游业的发展空间仍然很大。

图 8：我国旅游总收入及其所占 GDP 比重



资料来源：历年的《中国统计年鉴》和《中国旅游业统计公报》



旅游企业如何分享行业的成长

影响旅游企业发展的两个关键要素：客源和资源

我们认为，一个旅游企业的核心竞争力体现在两个方面：一是对规模客源的掌控及有效利用上，二是对稀缺旅游资源的占有上。

在客源方面，我们认为，旅游企业只有掌握了大规模的客源，并对其进行有效利用，才能具有较强的市场控制力，才能有效配置要素资源，进而确立谈判地位，手握“定价权”，占据价值链的高端。积聚规模客源需要渠道建设和品牌建设，掌控及有效利用规模客源需要好的商业模式。

在资源方面，我们认为，旅游企业需要占有稀缺资源，只有“稀缺资源”才有价值，才值得拥有。旅游行业由于具有明显的淡旺季之分，“旅游六要素”往往在旺季时会出现供不应求的现象。这时，旅游供应商往往处于极其强势的地位，根本不愁客源。以西藏布达拉宫为例，为了保护这座著名的古建筑，布达拉宫管理处宣布对游客人数进行限制，目前游客限制在每天 3,000 人。每到旺季，布达拉宫的门票“一票难求”。而布达拉宫门票也就成为旅游企业提高“西藏游”市场占有率的一个很重要的瓶颈。因此，旅游企业要想提高市场控制力，除了掌控“客源”之外，还必须占有“资源”，尤其是“稀缺资源”。

旅游消费习惯的改变催生休闲度假产品的热销

我们都知道，消费者消费习惯的变化往往给行业带来深远的影响。企业经营者如果不能把握这种变化的脉搏，及时调整经营策略，往往会陷入困境。我国旅游者经过三十余年的“历练”，其消费习惯正在悄然发生变化，由原来的观光旅游向休闲旅游转变，而这种变化正催生一批休闲度假产品的热销。比如，旅行社行业中的“自由行”产品，住宿行业中的汽车旅馆，景区行业中的温泉产品。旅游上市公司也纷纷涉足休闲度假产品的开发。在温泉产品方面有桂林旅游开发的龙胜温泉，峨眉山开发的红珠山温泉度假村，国旅联合开发的汤山温泉度假村；在高尔夫球方面有九龙山开发的浙江九龙山将军高尔夫球场；在漂流产品方面有兰州民百下属企业富春江旅游股份公司开发的天目溪漂流；在登山产品方面有西藏旅游开发的珠穆朗玛峰登山等等。

表 3：旅游上市公司开发的休闲度假旅游产品

细分子行业	休闲度假产品	相关上市公司
旅行社行业	自由行	中青旅的“百变自由行”、中国国旅的“自助游产品”
酒店行业	经济型酒店	锦江股份的“锦江之星”
	汽车宿营地	桂林旅游的“银子岩汽车宿营地”
景区行业	温泉	桂林旅游的龙胜温泉、峨眉山的红珠山温泉度假村，国旅联合的汤山温泉度假村
	高尔夫球	九龙山的浙江九龙山将军高尔夫球场
	漂流	兰州民百下属企业富春江旅游股份公司开发的天目溪漂流
	登山	西藏旅游开发的珠穆朗玛峰登山

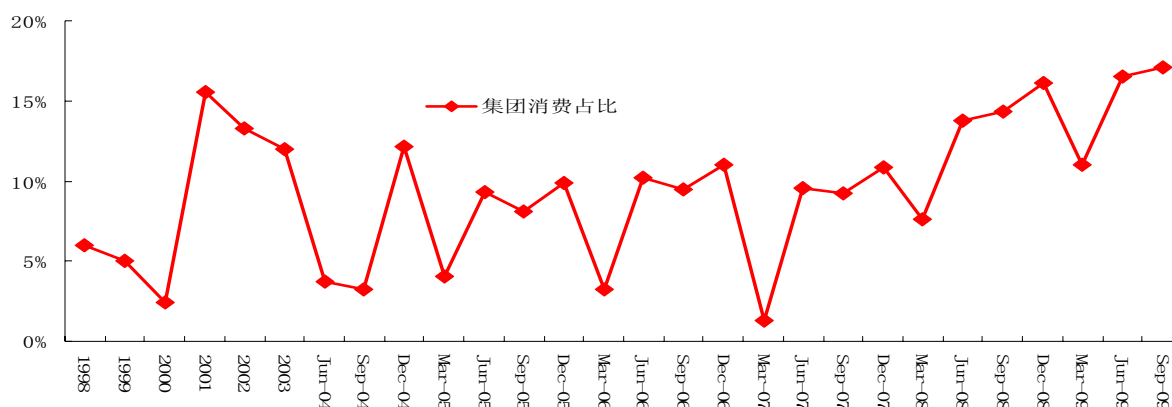
资料来源：中信建投证券研究发展部



MICE 业务正成为旅游服务业务中新的增长点

近年来，集团消费渐渐成为消费增长中不可忽视的力量。在整个消费结构中所占比重明显呈现出上升趋势。截止 2009 年三季度，集团消费增长 17.1%，高出整体消费 2 个百分点，占比高于去年 1 个百分点，高于前年 7.2 个百分点。我们认为，这种集团消费明年仍将高位运行，从政府角度来推动消费增长。

图 9：我国集团消费占比迅速提升



资料来源：CEIC，中信建投研发部

我国这一消费结构特征在旅游行业中体现在 MICE 业务的“野蛮生长”上。MICE，即 Meeting（会议）、Incentive（奖励旅游）、Convention（大会）以及 Exhibition（活动展览），是西方流行的一种企业管理方式。同时，它也造就了旅游业界的一项高端产品，成为现代旅游业中最重要的细分市场之一。目前，MICE 在全球已经成为有组织的、具有巨大商业价值的系列综合性商务活动，而会奖旅游产业也被认为是继金融、贸易之后，最具有发展前景的产业之一。而随着中国经济的持续高增长以及对外开放程度的不断提高，中国的商务会奖旅游市场已呈现出方兴未艾的发展态势，成为国内旅游运营商高度重视的细分领域。

旅游上市公司经营情况分析 & 配置策略

旅游板块 2010 年 1-9 月业绩同比增长 31.8%

2010 年，我国旅游需求旺盛，增长动力充足，旅游上市公司在行业景气度回升过程中取得了优良业绩。2010 年 1-9 月，旅游板块共实现营业收入 217.36 亿元，同比增长 38.12%；实现归属于母公司所有者的净利润 18.19 亿元，同比增长 31.81%。特别值得投资人注意的是，旅游板块 2010 年前三季度的经营活动现金流净额增速超过净利润的增速，这说明旅游上市公司的盈余质量有所提高，业绩持续增长可期。



表 4：旅游板块主要财务数据

单位：百万元

	2008 年前三季度	2009 年前三季度	2010 年前三季度
营业收入	14,722	15,737	21,736
归属于母公司所有者的净利润	1,236	1,380	1,819
经营活动产生的现金流量净额	1,232	1,994	3,308
归属母公司股东权益	22,504	23,135	26,929
营业成本	9,431	9,686	13,659
总资产	40,499	43,327	50,001
总负债	15,767	17,521	20,236

资料来源：Wind 资讯

表 5：旅游板块主要增长指标

	2008 年前三季度	2009 年前三季度	2010 年前三季度
营业收入增长率	-0.79%	6.89%	38.12%
归属于母公司所有者的净利润增长率	-16.71%	11.64%	31.81%
经营活动产生的现金流量净额增长率	-43.22%	61.92%	65.91%

资料来源：Wind 资讯

旅游板块相对估值水平偏高

截至 2010 年 11 月 25 日，旅游板块的平均市盈率（TTM，整体法，剔除亏损）为 53.1 倍，远远高于市场的价值中枢——沪深 300 的平均市盈率（TTM，整体法，剔除亏损）15.3 倍。旅游板块目前的估值水平高出市场价值中枢的 250%。从历史的眼光来看，旅游板块的绝对估值水平远未到历史峰值，但是其相对估值水平已经处于历史峰值。

图 10：旅游板块与沪深 300 平均市盈率之比较



资料来源：Wind 资讯

如何解释旅游板块相对估值水平处于历史峰值？



我们认为，市场目前给予旅游板块高溢价率的原因在于以下三点。第一，旅游上市公司属于消费服务类公司，长期成长的“确定性”比较高。第二，我国目前已经进入“内需”驱动时代，而且正处于消费升级阶段，而旅游服务又是消费升级的重要领域。第三，大多数旅游上市公司属于“轻资产”类品种，对再投入资本的需求比较低。

但是，由于旅游行业具有进入壁垒低、行业竞争激烈、社会平均利润率低等特点，并非所有的旅游企业都能分享行业成长“盛宴”。因此，旅游板块投资应该着眼于个股行情，投资于那些能够分享行业成长的公司。

旅游板块 2011 年配置策略

投资大师彼得·林奇曾经说过，证券投资分析的第一步就是给股票分类。我们下面将以分类的方式来阐述我们的旅游板块配置策略。

成长股投资组合

我们认为，旅游板块有三只成长股值得投资人关注——中国国旅、湘鄂情和锦江股份。这三家旅游企业均在渠道建设和品牌建设方面成绩卓越。中国国旅的成长性集中体现在免税业务的高速发展上，海南国人购物免税店、广州进境免税店、新型市内免税店、有税及外供业务等新业态的发展将提升公司的市场占有率，扩展盈利空间。湘鄂情上市后加快布点步伐，细分市场，倾力打造“湘鄂情”、“菁英汇”、“湘鄂春”、“湘鄂情·源”4个品牌，以期扩大市场份额。锦江股份推出百时快捷酒店（99 元/夜）新品牌，细分市场，拓展疆域，同时加大呼叫中心投入，完善中央预订系统，推出会员卡、联名卡，以期提高客户忠诚度，这一系列举措均有助于提高公司的市场占有率。

资产重组类投资组合

由于我国旅游资源集中于各级政府手中，而我国旅游行业又是采取以政府为主导的模式发展起来的，因此各级政府为了落实国发 41 号文，不可避免的利用资本市场来整合各类旅游资源，加快本地区旅游经济发展。

我们认为，有以下 7 个地区值得投资人关注。一是北京地区。北京是我国旅游重镇，而首旅集团又是旅游行业巨子。首旅集团曾承诺尽快完成北京地区下属酒店业务的整合工作，将首旅股份最终打造成为首旅集团控股的、唯一的以北京地区酒店投资及景区经营为主业的上市公司。二是广州市。广州也是我国旅游重镇，而岭南国际集团亦是旅游巨子，该集团如何利用东方宾馆这个上市公司平台来整合旗下旅游资源值得投资人关注。三是桂林市。桂林是我国旅游重镇，目前桂林国家旅游综合改革实验区正在如火如荼的进行，作为该地区的龙头企业桂林旅游公司如何作为值得投资人关注。四是西安。西安是我国旅游重镇，该地区有三大旅游集团，即陕西省旅游集团、西安旅游集团、曲江文化产业投资集团。各方利益纠结，有点让投资人不知所措。五是云南省。云南是我国旅游资源大省。如何平衡云南旅游和丽江旅游两家上市公司值得投资人深度挖掘。六是江苏省。作为江苏省著名的服务行业品牌，如何擦亮“金陵”这个金字招牌值得投资人关注。七是湖南省。作为区域行业龙头，华天酒店对外扩张做得有声有色，如何在省政府的支持下进一步做强做大，亦值得投资人思考。



表 6：旅游板块资产重组预期一览表

股票代码	股票简称	第一大股东	持股比例	实际控制人
600258.SH	首旅股份	北京首都旅游集团有限责任公司	60.12%	北京市国资委
000524.SZ	东方宾馆	广州市东方酒店集团有限公司	37.19%	广州市国资委
000428.SZ	华天酒店	华天实业控股集团有限公司	45.43%	湖南省国资委
601007.SH	金陵饭店	南京金陵饭店集团有限公司	48.67%	江苏省国资委
000978.SZ	桂林旅游	桂林旅游发展总公司	23.06%	桂林市国资委
000721.SZ	西安饮食	西安旅游集团有限责任公司	26.31%	西安市国资委
000610.SZ	西安旅游	西安旅游集团有限责任公司	32.30%	西安市国资委
002059.SZ	云南旅游	云南世博旅游控股集团有限公司	48.72%	云南省国资委

资料来源：中信建投证券研究发展部

表 7：所推荐的旅游上市公司业绩预测表

股票代码	股票名称	投资评级	收盘价		EPS		PE		
			20101125	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
000428.SZ	华天酒店	增持	9.22	0.30	0.31	0.36	31	30	25
000524.SZ	东方宾馆	增持	12.02	0.07	0.02	0.03	172	601	393
000610.SZ	西安旅游	增持	10.94	0.06	0.08	0.10	182	137	109
000721.SZ	西安饮食	增持	12.83	0.22	0.24	0.30	58	53	43
000978.SZ	桂林旅游	增持	13.63	0.21	0.39	0.47	66	35	29
002059.SZ	云南旅游	增持	10.45	0.05	0.15	0.17	209	68	61
002306.SZ	湘鄂情	买入	26.02	0.49	0.69	0.88	53	38	30
600258.SH	首旅股份	增持	24.93	0.88	1.05	1.23	28	24	20
600754.SH	锦江股份	增持	26.98	0.65	0.67	0.76	42	41	36
601007.SH	金陵饭店	买入	9.39	0.30	0.33	0.38	31	28	25
601888.SH	中国国旅	增持	35.39	0.53	0.66	0.80	67	54	44

资料来源：中信建投证券研究发展部



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

沈周翔：复旦大学理学硕士，酒店旅游行业分析师，十三年证券从业经验，秉承“价值与趋势并重，理论与实践同行”的研究理念，2007 年和 2008 年连续两年被今日投资、《中国证券报》、CCTV《中国证券》共同评选为“最佳分析师”。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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收到任何形式的补偿。