旅游行业---买入

2011 年旅游行业投资策略：

“故事”只刚刚开始　　“精彩”将继续进行

2010 年 12 月 17 日

行业研究/深度研究

分析师：加丽果

010-82190386

jialiguo@sxzq.com

投资咨询执业证书编号：S0760207120049

联系人：张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

联系人：孟军

010-82190365

mengjun@sxzq.com

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

相关研究：

投资要点：

- **主要观点：**2010 年旅游行业二级市场走出了一轮比较靓丽的行情，符合我们的预期。我们主要推荐的丽江旅游、桂林旅游、中国国旅市场涨幅喜人，名列行业三甲。整个旅游行业估值目前处于较高水平，2011 年旅游行业如何演绎行情？我们认为，2010 年的上涨只是刚刚开始，2011 年的行情精彩将继续进行。2011 年行情要把握 4 条主线进行投资。首先是：2011 年业绩增长确定的成长性个股，丽江旅游、中国国旅、中青旅、桂林旅游；其次是：未来市场发展空间较大，具有管理模式优势和盈利模式明显的个股，如宋城股份、锦江股份、三特索道、中青旅；第三是老旅游股票迎来新发展机遇的个股，如桂林旅游、首旅股份、黄山旅游、峨嵋山 A 等都值得关注。第四是在国家政策扶持下有着资产注入和重组预期的业绩不太好的股票，如东方宾馆、西藏旅游、西安饮食、西安旅游和 ST 长信、大连圣亚、*ST 张家界。
- **主要理由：**（1）经济转型升级需要大力发展旅游业，2011 年旅游酒店餐饮行业作为十二五规划之开局年，帮助我国实现经济转型战略意义较大，政策扶持将继续给力，行业景气继续处于黄金机遇发展期；（2）中国作为世界人口第一大国，旅游市场发展空间巨大，而我国居民人均可支配收入正不断提高，旅游需求正处于多元化爆发时期，人们对生活质量追求也正不断升级，旅游消费正进入大众化时代，消费升级换代和经济转型正呼唤我国旅游市场大踏步向前发展；（3）海南国际旅游岛建设带来的海南旅游市场消费空间巨大。中国国旅的免税业务、宋城股份的三亚天涯不夜城项目、三特索道的浪漫天涯游艇项目市场发展前景广阔，2011 年这些项目作为公司新的利润增长点非常值得期待，首旅股份的南山文化将继续保持 10%到 20%的稳定增长。这些公司在海南的业务都有着充分的成长性和盈利性来支撑充满激情的股价；（4）各上市公司隐藏市场热点如重组资产注入预期还将继续；（5）三大游市场中，国内游在经济转型和政府扶持下降继续保持 10%以上的稳定增长，出境游在人民币升值的趋势刺激下增速有可能超过 9%，入境游继续保持恢复性增长；（6）分析主要旅游上市公司最近几年的旅游游客接待量，我们可以看出，接待人次和价格相关性不强，朝阳产业优势突出，增长趋势比较明显；（7）中国的奢侈品市场发展较快，给中国国旅的海南免税业务市场空间提供了可靠的支撑，我们继续看好中国国旅。
- **风险因素：**国际国内经济复苏的不确定性；全球自然灾害影响的不确定性。

请务必阅读正文之后的特别声明部分

目录

引子 **5**

回顾：值得回忆的 2010 年 **5**

展望：充满希望的 2011 年 **8**

2011 年投资策略：把握四类投资机会 **12**

腾飞的中国旅游市场分析 **12**

经济转型升级需要大力发展旅游业 12

制约旅游业发展的瓶颈正逐步突破 **13**

钱袋子的制约：中国的人均 GDP2010 年估计可突破 4100 美元，人均可支配收入逐步提高 13
时间的制约：也正逐步慢慢突破 15
交通方便性的制约：将大大改善 15
中国人民消费升级换代对旅游需求逐步加大 15
从人口组成看，中国旅游市场发展空间极大，农村消费空间很大 17
旅游类上市公司受价格影响较小，在中国还处于发展阶段，朝阳产业优势突出 19
人民币升值促动出境游发展 22

海南国际旅游岛市场空间有多大？ **24**

中国国旅在海南免税业务的市场空间分析 27
宋城股份在海南的业务市场空间分析 28
中国的奢侈品消费发展趋势对中国国旅的海南免税业务提供了很大支撑 29

重点关注个股估值和投资评级 **30**

风险提示 **31**

图表目录

图表目录 3
图表 1：从年初到 12 月 14 日各行业区间涨跌幅和 PE 5
图表 2：从年初到 12 月 4 日个股区间涨跌幅和未来 PE 6
图表 3：丽江旅游二级市场走势分析回顾 6
图表 4：桂林旅游二级市场走势分析回顾 7
图表 5：中国国旅二级市场走势分析回顾 7
图表 6：2010 年出台的支持旅游业的相关政策一览 10
图表 7：最近几年来我国居民人均可支配收入逐步上升 14
图表 8：最近几年旅游人次和收入呈现增长趋势 14
图表 9：中国人均 GDP 目前已突破 4100 美元 14
图表 10：中国人均 GDP 和旅游需求的关系 15
图表 11：恩格尔系数与人民生活水平关系 16
图表 12：我国居民恩格尔系数逐年呈下降趋势 16
图表 13：2009 年世界各国人口比例 17
图表 14：2009 年世界各国人口比较 18
图表 15：最近几年来农村人均旅游花费呈加大趋势 18
图表 16：最近几年旅游消费增速比较 18
图表 17：中国城镇化率正逐步提高 19
图表 18：桂林旅游游客接待量 20
图表 19： 桂林旅游漓江游船接待量 20
图表 20：黄山旅游游客接待量 21
图表 21： 黄山旅游境外游客接待量 21
图表 22：丽江旅游游客接待量 21
图表 23： 丽江旅游主要索道游客接待量 21
图表 24：南山文化游客接待量 22
图表 25： 中青旅游客接待量 22
图表 26：峨眉山游客接待量 22
图表 27： 华侨城游客接待量 22
图表 28：最近几年来人民币升值趋势明显 23
图表 29：最近几年出境游和旅游市场总人数增速比较 23
图表 30： 我国居民因私出境人数已远远高于因公出境人数 24
图表 31：海南 2007 年到 2010 年 1-10 月接待游客情况统计 24
图表 32：海南省目前游客结构仍以国内游客为主 25
图表 33：海口三亚 2007 年到 2012 年旅游接待人次情况分析 26
图表 34：海口市三亚市 2010 年 1 月到 12 月接待人次情况 26
图表 35：海口市三亚市 2010 年 1 月到 12 月接待人次预计分析 26
图表 36：海南目前两上市公司游客接待量和三亚及海口游客接待量比较 单位：万人 27
图表 37:人均消费在 1000 元水平下的国旅海南市场空间分析 28
图表 38:人均消费在 2100 元水平下的国旅海南市场空间分析 28
图表 39：宋城股份海南业务市场空间分析 29
图表 40： 中国奢侈品市场消费增速强劲 30

图表 41：中国奢侈品消费目前超过 50%以上在国外消费 30
图表 42：2009 年国内奢侈品消费增速要大于在国外奢侈品消费市场增速 30
图表 43:重点关注上市公司估值和投资评级 31

引子

二级资本战场，诡秘而又深广！哪些行业、哪些个股能成为“牛”英雄？拼搏厮杀后而“价”飞扬？且看我们的 2010 年回顾和 2011 年展望。

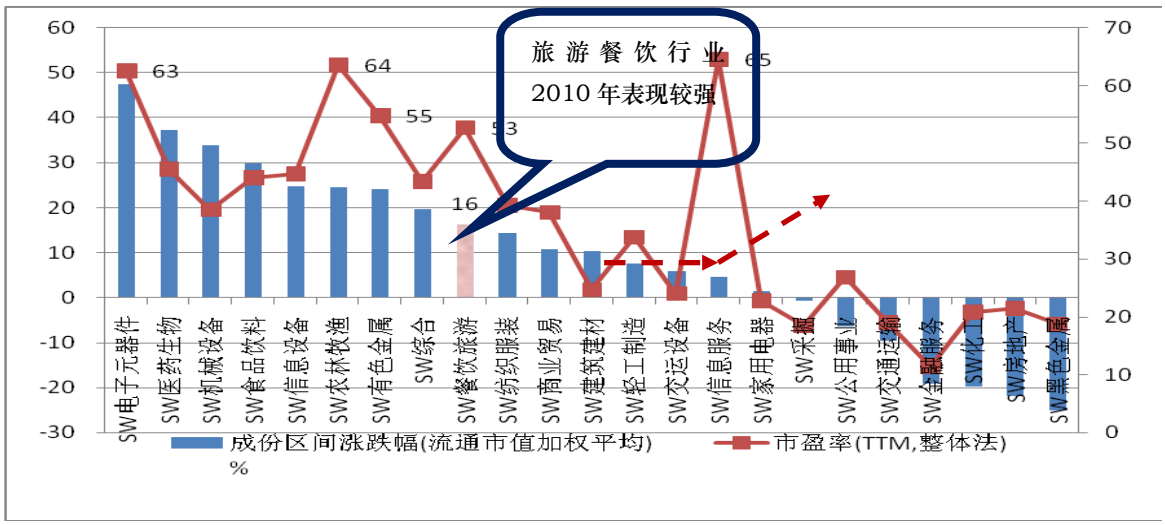
回顾：值得回忆的 2010 年

2010 年旅游酒店餐饮行业二级资本市场表现符合我们的预期，区间涨跌幅从年初到 12 月 14 日达到 16%，TTMPE 也高达 53 倍，远远高于其他传统行业的涨幅和估值（见图表 1：从年初到 12 月 14 日各行业区间涨跌幅和 PE）。

可以说，在年初国务院出台大力支持旅游业发展意见的大政策支持背景下，海南国际旅游岛的建设、上海世博会的召开、广州亚运会的召开以及有关上市公司的重组及业绩大幅度改善为 2010 年旅游酒店餐饮行业的良好走势夯实了坚实的基础。

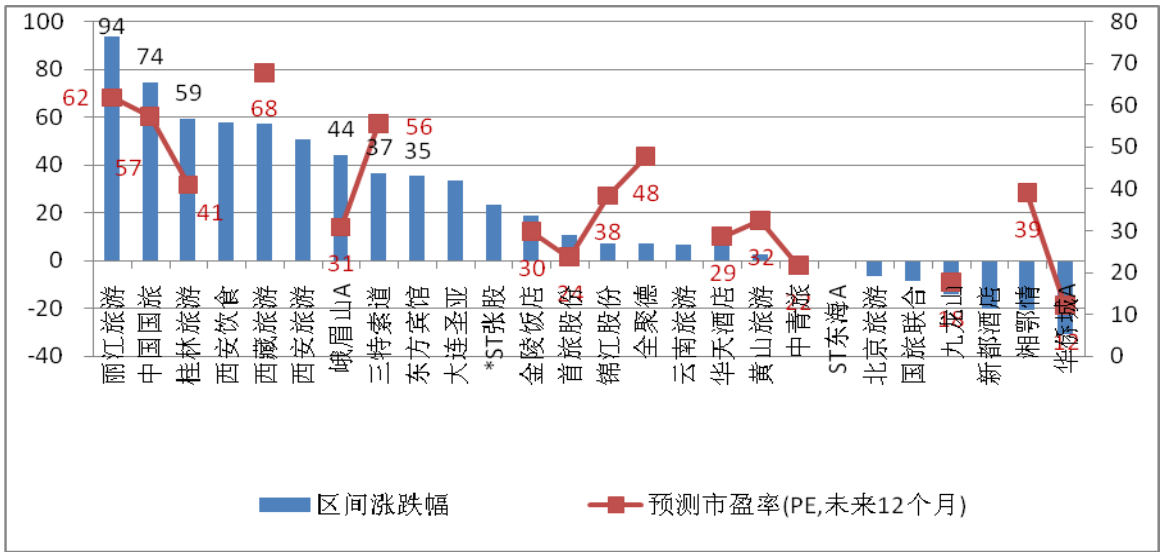
2010 年旅游酒店餐饮行业个股走势分析中，我们可以看到（见图表 2：从年初到 12 月 4 日个股区间涨跌幅和未来 PE），我们可以清晰地看到我们主要推荐的丽江旅游、中国国旅、桂林旅游走势位于板块个股之前，2010 年我们推荐的三支股票在二级资本市场上拼搏厮杀后实现了“价”飞扬。（我们推荐的三支股票推荐点和报告及走势分别见图表 3、图表 4 和图表 5）

图表 1：从年初到 12 月 14 日各行业区间涨跌幅和 PE



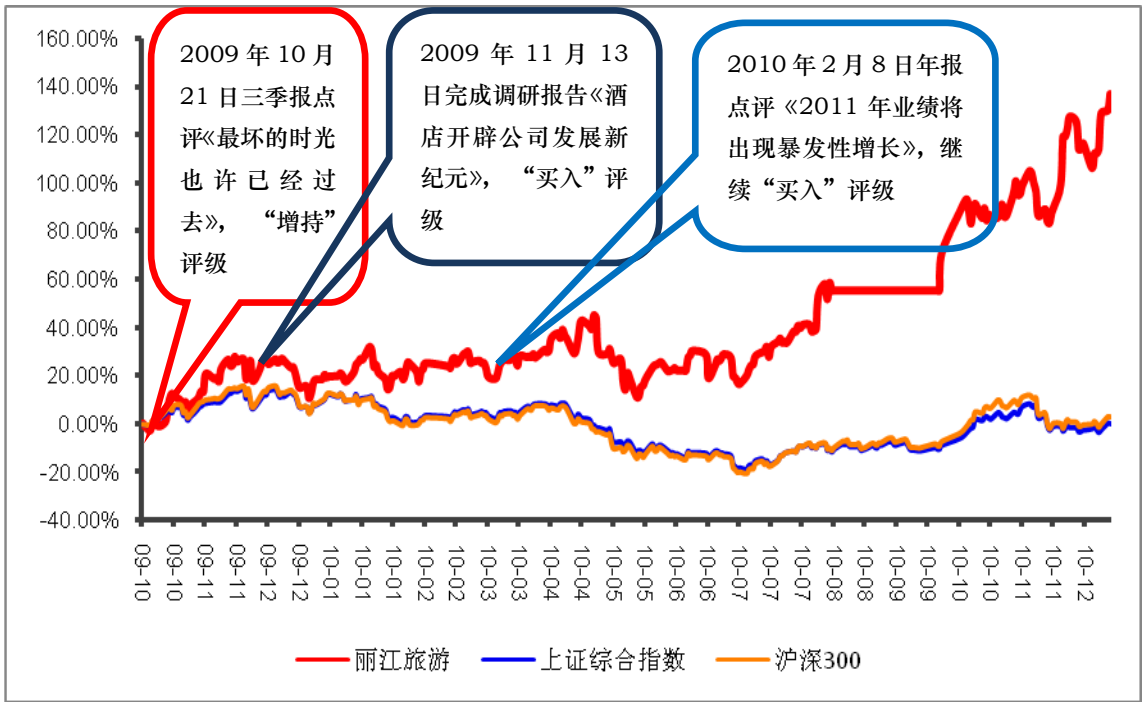
资料来源：山西证券研究所　Wind 资讯

图表 2：从年初到 12 月 4 日个股区间涨跌幅和未来 PE



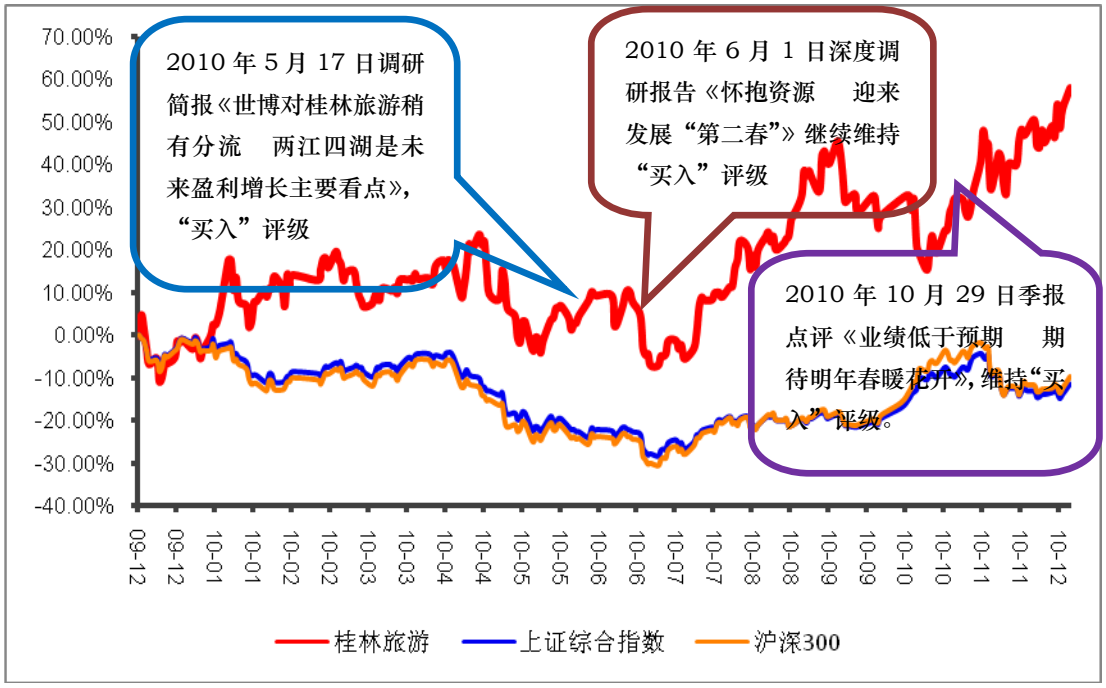
资料来源：山西证券研究所　Wind 资讯

图表 3：丽江旅游二级市场走势分析回顾



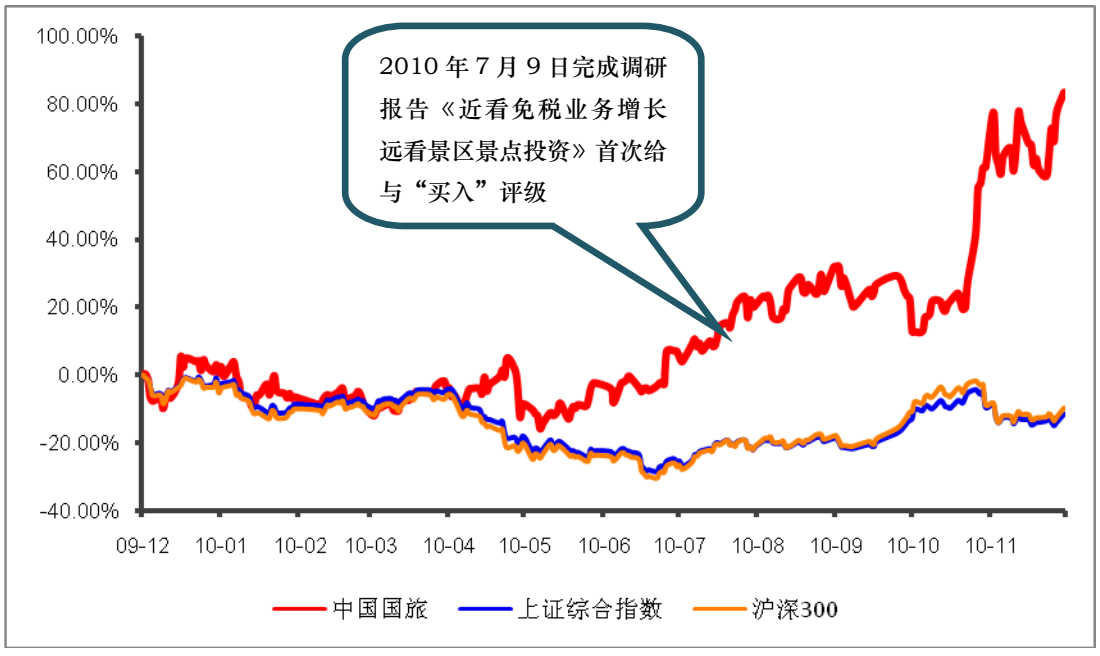
资料来源：山西证券研究所　Wind 资讯

图表 4：桂林旅游二级市场走势分析回顾



资料来源：山西证券研究所　Wind 资讯

图表 5：中国国旅二级市场走势分析回顾



资料来源：山西证券研究所　Wind 资讯

展望：充满希望的 2011 年

值得可圈可点的 2010 年已经过去，2011 年旅游酒店餐饮行业行情将如何演绎？我们认为 2010 年旅游餐饮酒店行业走势良好的“故事”只刚刚开始，2011 年“精彩”将继续进行。

主要理由是：

- 2011 年旅游酒店餐饮行业作为十二五规划之开局年，帮助我国实现经济转型战略意义较大，政策扶持将继续给力，行业景气继续处于黄金机遇发展期。

- 中国作为世界人口第一大国，旅游市场发展空间巨大，而我国居民人均可支配收入正不断提高，旅游需求正处于多元化爆发时期，人们对生活质量追求也正不断升级，旅游消费正进入大众化时代，消费升级换代和经济转型正呼唤我国旅游市场大踏步向前发展。

- 海南国际旅游岛建设带来的海南旅游市场消费空间巨大。中国国旅的免税业务、宋城股份的三亚天涯不夜城项目、三特索道的浪漫天涯游艇项目市场发展前景广阔，2011 年这些项目作为公司新的利润增长点非常值得期待，首旅股份的南山文化将继续保持 10%到 20%的稳定增长。这些公司在海南的业务都有着充分的成长性和盈利性来支撑充满激情的股价。

- 各上市公司隐藏市场热点还将继续。2010 年 7 月 23 日出台的《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》中明确提到：推进国有旅游企业改组改制，支持民营和中小旅游企业发展，支持各类企业跨行业、跨地区、跨所有制兼并重组，培育一批具有竞争力的大型旅游企业集团。（旅游局、国资委、发展改革委、商务部负责）。资本市场支持旅游类上市公司做大做强，优良资产注入、定向增发等资本运作手段 2011 年也有可能在有些上市公司上演，市场充满预期的重组可能促进有关上市公司股价飞扬。如东方宾馆、西藏旅游、西安饮食、西安旅游和 ST 长信、大连圣亚、张家界等这些作为各省资本运作平台，虽然盈利性较差，但充满重组预期。

- 有些上市公司 2011 年业绩增长也比较明确，股价走高值得期待。如中青旅、丽江旅游、桂林旅游。

- 《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》中明确提到：支持各地开展旅游综合改革和专项改革试点。（旅游局、发展改革委负责），桂林旅游、黄山旅游及海南三亚和西安旅游及饮食和 ST 长信都有可能在改革试点中获利。12 月 9 日，旅游综合改革试点城市工作座谈会在京召开，成都、秦皇岛、舟山、张家界四个城市被确定为首批旅游综合改革试点城市，峨眉山 A、ST 张家界将有可能受益最早。

- 《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》中明确提到：继续发展红色旅游。（发展改革委、中央宣传部、财政部、旅游局等有关部门负责），有着红色旅游的上市公司将有可能受益。

- 规划和法制建设方面主要有：《全国旅游业发展规划》、《国民旅游休闲纲要》、设立“中国旅游日”，落实带薪休假制度等刺激政策的出台会驱动旅游类上市公司股价。

- 2010 年 7 月 23 日出台的《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》中也明确提到：拓宽旅游企业融资渠道，金融机构对商业性开发景区可以开办依托景区经营权和门票收入等质押贷款业务。支持符合条件的旅游企业发行短期融资券、企业债券和中期票据，积极鼓励符合条件的旅游企业在中小企业板和创业板上市融资。（人民银行、银监会、证监会、发展改革委负责）。旅游市场规模不断扩大，将会刺激二级市场股价走强。

  我们认为在行业和国际国内宏观经济转好的背景下，展望三大旅游市场，未来发展信心将非常充足。

- 国内游市场将迎来稳步增长阶段：《2010 年旅游绿皮书》分析指出，2010 年全国国内旅游人数将会出现比 2008 年、2009 年更高的增长，估计其增长率不仅有望超过 2009 年的 16.1%，甚至还有望超过 2006 年的 17.9%，从而以 20%左右或更高一些的增幅与 2007 年共处“十一五”时期的最高水平。2010 年及随后的几年，职工收入有望全面增多、养老金提高、假日制度落实与优化、交通便捷等利好因素，势必推动国内旅游迎来发展的第二阶段。中国社科院旅游研究中心研究者也预测，中国旅游将迎来第二个“30 年”的大发展。《国务院关于大力发旅游业的意见》明确指出：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%；旅游业总收入

年均增长 12%以上，旅游消费相当于居民消费总量的 10%。

- 出境游市场：人民币升值将继续刺激出境游 2011 年继续上演良好发展势头；

《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》中也明确提到：积极引进外资旅游企业。在试点的基础上，逐步对外商投资旅行社开放经营中国公民出境旅游业务。（旅游局、商务部负责）。《国务院关于大力发展旅游业的意见》明确指出：出境旅游人数达 8300 万人次，年均增长 9%。

- 在世界经济缓慢恢复的进程中，入境游将继续保持恢复增长势头。《国务院关于大力发旅游业的意见》明确指出：入境过夜游客人数达 9000 万人次，年均增长 8%。

《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》的不断推进和深化，对 2011 年及之后 5 到 10 年旅游酒店餐饮行业提供了政策上的支持。

《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》见附件 1。

国家主要政策扶持相关出台点及时间和战略意义见图表 6。

图表 6：2010 年出台的支持旅游业的相关政策一览

序号	文件名	日期	主要意义
1、	国发[2009]41 号：《国务院关于加快发展旅游业的意见》	2009 年 12 月 3 日	我国旅游业发展史上具有里程碑意义的纲领性文件，首次提出推动中国旅游业实现转型升级和走内涵式的发展道路，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、	国办函〔2010〕121 号：国务院办公厅印发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的通知	2010 年 7 月 23 日	对国发 41 号文件的执行有了明确的分工，落实力度加大，对把旅游业发展成为支柱性产业的进一步深化。

4、	《国家发改委关于确定国家服务业综合改革试点区域的通知》（发改产业[2010]1826 号）文	2010 年 9 月 20 日	西安等 16 个省会城市及其他市、县、区共 37 个区域日前被列为“国家服务业综合改革试点区域”。其中桂林市提出：将重点选择生态旅游、商务会展、社会化养老服务三个方向，让桂林进行改革创新试点服务业信息化综合服务平台建设工程、旅游与会展资源整合与产业协同项目、城乡互动的乡村生态休闲旅游服务示范工程、社会化养老服务创新示范工程等 4 大类支撑项目。黄山市将依托旅游、徽文化、生态等优势，加快推进旅游国际化和发展文化产业，积极发展休闲产业，推动其它服务业发展，使黄山市成为一座综合旅游休闲服务城，力争 5 年内第三产业增加值占 GDP 比重及城镇化率、服务业从业人员占全社会就业人口比重均达到或超过 50%。从 2011 年起，黄山市每年将安排 1 亿元的专项资金来推动试点工作。渝中区成为首批服务业综合改革试点，相信相关优惠扶持政策会接踵而至。深圳、厦门、青岛，西部的成都、西安等 37 个城市一起，渝中区上榜新一轮的全国综改区，在渝中投资相关服务业，可享受到更优惠的政策。
5、	《国家发展改革委关于开展服务业综合改革试点工作的通知》（[2010] 116 号		作为“十二五”期间转方式、调结构的重要举措，大力发展服务业成为当前产业发展的新重点，而服务业综合改革试点则因为承担“以点带面”促进我国服务业快速发展的重要任务格外引人注目。
6、	发改价格[2010]2243 号：关于规范酒店客房市场价格的意见	2010 年 9 月 25 日	海南对春节酒店客房实行价格备案
7、	旅游综合改革试点工作启动	2010 年 12 月 9 日	成都、秦皇岛、舟山、张家界成为首批试点城市。进一步促进旅游业由事业型转变为产业型，主要是从 5 领域试点 1 在一二三产业融合发展上先行先试 2 在推动旅游业建成现代服务业上先行先试 3 在体制机制改革创新上先行先试 4 在建设生态文明、实现旅游业可持续发展上先行先试 5 在落实《国务院关于加快发展旅游业的意见》精神先行先试
8、	国家发改委正式批复《海南国际旅游岛建设发展规划纲要》	2010 年 6 月 8 日	

9、	深化海南国际旅游岛建设发展规划纲要的措施	2010年8月12日	8月12日海南实施26国免签政策，日本、新加坡、马来西亚、泰国、韩国、菲律宾、印度尼西亚、德国、英国、法国、奥地利、意大利、俄罗斯、瑞士、瑞典、西班牙、荷兰、美国、加拿大、澳大利亚、新西兰、芬兰、丹麦、挪威、乌克兰、哈萨克斯坦等26个国家的游客可免签入境，但免签只限于旅游团队。10月31日海南迎来哈萨克斯坦新增免签国首个包机旅游团

资料来源：山西证券研究所　国家旅游局

2011年投资策略：把握四类投资机会

在有事件如海南国际旅游岛建设、大运会等驱动下，2011年旅游酒店餐饮行业要把握四类投资机会：

首先是：2011年业绩增长确定的成长性个股，丽江旅游、中国国旅、中青旅、桂林旅游；

其次是：未来市场发展空间较大，具有管理模式优势和盈利模式明显的个股，如宋城股份、锦江股份、三特索道、中青旅；

第三是老旅游股票迎来新发展机遇的个股，如桂林旅游、首旅股份、黄山旅游、峨嵋山等都值得关注。

第四是在国家政策扶持下有着资产注入和重组预期的业绩不太好的股票，如东方宾馆、西藏旅游、西安饮食、西安旅游和ST长信、大连圣亚、*ST张家界。

腾飞的中国旅游市场分析

经济转型升级需要大力发展旅游业

十二五规划的重要目标之一就是转变经济发展方式。旅游业是集行、游、住、吃、购、娱等服务为一体的综合性产业，发展旅游业可以解决就业、开辟新经济增长点，其具有的特有性质决定了其要在经济转型升级中当好先行部队。所以政府已经把发展旅游产业提到了史无前例的高度。

旅游业具有拉动内需、促进增长的明显优势。旅游业具有一业兴百业旺的特点，旅游业包含行、游、住、食、购、娱六大要素，旅游消费不仅与交通、住宿、餐饮、商业、景区景点 业、农业以及信息、金融、保险、医疗、咨询、环保等

产业关联，其直接和间接影响的细分行业多达 100 余个。

旅游业具有拉动内需的明显优势，不仅为铁路、民航、公路、水路运输和旅馆住宿等输送了客源，且对文化娱乐业有 50%的贡献率，对餐饮业、商品零售业贡献率超过 40%，随着城乡居民收入水平的提高，旅游正逐步成为人民大众更广泛和普遍化的选择。因此，旅游业不仅是拉动经济增长的重要力量，也是优化发展方式的优势产业。

扩大内需，促进增长的重要作用已被国家高度重视。温总理也指出旅游消费是最终消费和综合性的消费，是可持续消费和多层次的消费，在社会总需求特别是居民消费需求中占有重要地位。

制约旅游业发展的瓶颈正逐步突破

旅游业作为永远的朝阳行业和弱周期行业，主要受到的制约因素有四点：

首先，钱：人均 GDP，可支配收入。

其次，时间，节假日和休闲时间的增多。

第三，交通方便性及可达性，铁、公、机的发展规模。

第四，消费习惯。需要宣传和营销。

第五，朝阳行业，弱周期行业，流动性需求，不属于固定性供给。但比较脆弱，容易受自然灾害等特定事件的影响。(地震、SARS、金融危机、海啸、流感等)。

钱袋子的制约：中国的人均 GDP2010 年估计可突破 4100 美元，人均可支配收入逐步提高

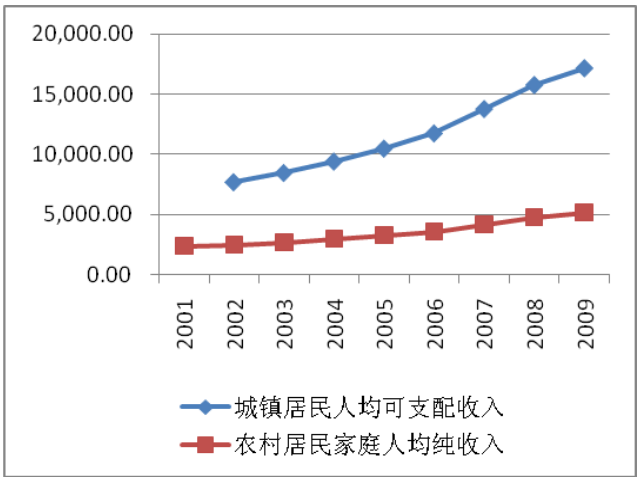
根据国际旅游组织的经验，人均 GDP 达到 3000 美元后，旅游需求就得到爆发性增长机会（见图表 10：中国人均 GDP 和旅游需求的关系），而中国居民在人民币不断升值和国内经济多年连续保持两位数的增长后，2008 年就已经突破 3000 美元，2010 年我们估计可突破 4100 美元。(见图表 9：中国人均 GDP 目前已突破 4100 美元)。

观察我国居民人均可支配收入（见图表 7：最近几年来我国居民人均可支配收入逐步上升），我们可以看到我国居民人均可支配收入也正逐步提高，尤其是城镇居民可支配收入可达到 15000 元，农村家庭人均纯收入 2009 年也达到

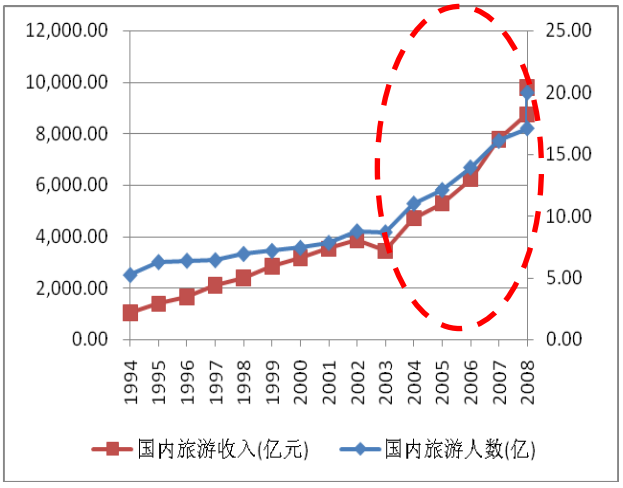
5000 元。

我们认为，制约旅游业发展的钱袋子已经得到实质性的突破，中国旅游业的发展正处于腾飞时期。

图表 7：最近几年来我国居民人均可支配收入逐步上升

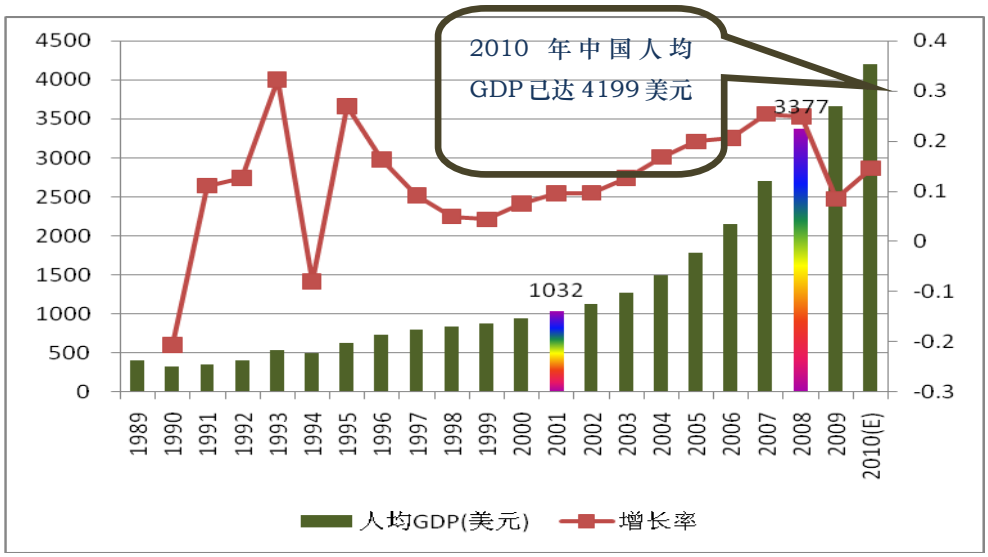


图表 8：最近几年旅游人次和收入呈现增长趋势



资料来源：山西证券研究所　Wind 资讯

图表 9：中国人均 GDP 目前已突破 4100 美元



资料来源：山西证券研究所　Wind 资讯

图表 10：中国人均 GDP 和旅游需求的关系

人均 GDP	旅游需求	旅游形态	出行方式
1000 美元	国内旅游需求增长期 ，有出境游动机	观光旅游	团队
2000 美元	出国旅游增长期	休闲旅游	散客、家庭自助式、自驾游比例增加
3000 美元	旅游需求爆发性增长期，出国旅游井喷行情	度假旅游	散客、家庭自助式、自驾游比例增加
5000 美元		成熟的度假经济时期	休闲需求和消费能力日益增强并多样化

资料来源：山西证券研究所　Wind 资讯

时间的制约：也正逐步慢慢突破

随着国家对旅游业的重视，我们认为随着国家旅游日的确定，随着国民休闲计划的制定，随着带薪休假制度的加强落实，中国老百姓的休闲时间将会逐步呈现增长趋势。

交通方便性的制约：将大大改善

国家 4 万亿投资计划对高铁、高速、机场等基础设施的完善举世瞩目，高铁的四纵四横将于 2014 年基本完成，中西部机场的不断改扩建和高速公路的逐步完善，可以说，未来 5 年后，中国老百姓的交通方便性将大大增强，旅游将更加方便，更加舒服。

中国人民消费升级换代对旅游需求逐步加大

联合国根据恩格尔系数的大小，对世界各国的生活水平有一个划分标准，即一个国家平均家庭恩格尔系数大于 60%为贫穷；50%-60%为温饱；40%-50%为小康；30%-40%属于相对富裕；20%-30%为富裕；20%以下为极其富裕。按此划分标准，目前，恩格尔系数在 20%以下的只有美国，达到 16%；欧洲、日本、加拿大，一般在 20-30%之间，是富裕状态。东欧国家，一般在 30-40%之间，相对富裕。（见图表 11：恩格尔系数与人民生活水平关系）

1978 年中国农村家庭的恩格尔系数约 68%，城镇家庭约 59%，平均计算

超过 60%，中国是贫困国家，温饱还没有解决。当时中国没有解决温饱的人口两亿四千八百万人。改革开放以后，随着国民经济的发展和人们整体收入水平的提高，中国农村家庭、城镇家庭的恩格尔系数都不断下降。到 2009 年，中国农村居民家庭恩格尔系数已经下降到 41%，达到小康状态，城镇居民家庭约 36.50%，达到相对富裕状态，加权平均约 40%，就是说已经达到小康状态。可以预测，中国农村、城镇居民的恩格尔系数还将不断下降。（见图表 12：我国居民恩格尔系数逐年呈下降趋势）

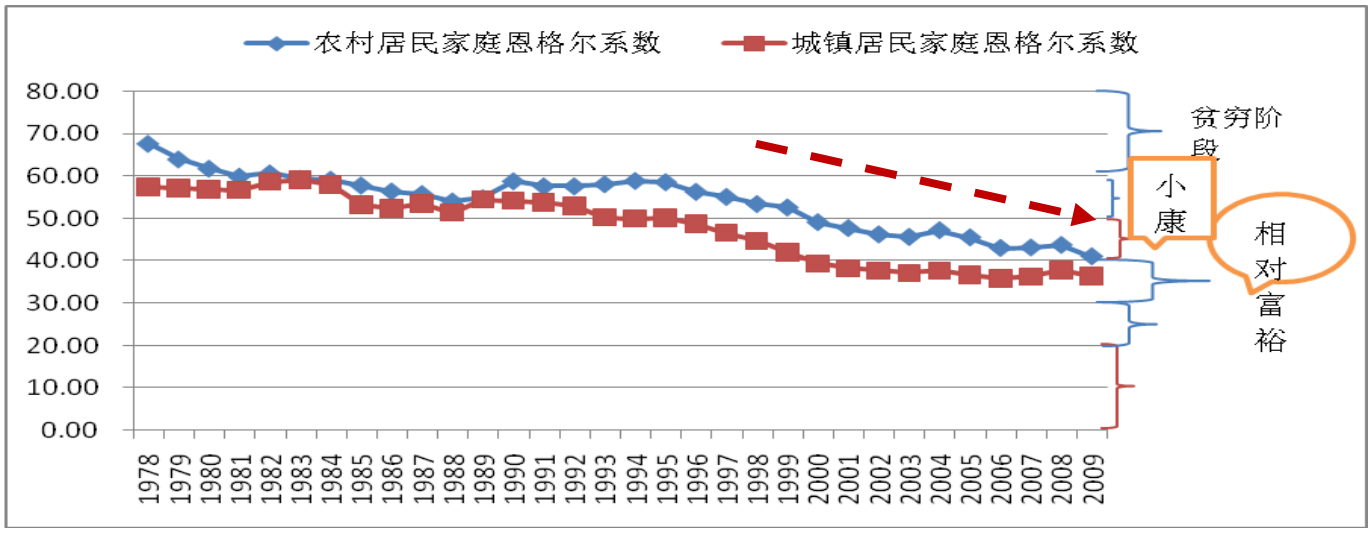
根据需求理论，人们在解决温饱问题后，对生活品质的提高便提到日程中来，所以，从恩格尔系数呈逐年下降状态看，我国居民正处于消费升级换代，对旅游这种精神需求正进入逐步提升阶段。从图表 8：最近几年旅游人次和收入呈现增长趋势），我们也可以看出，我国旅游人次增加从 2003 年进入增长趋势非常明显。

图表 11：恩格尔系数与人民生活水平关系

恩格尔系数	20%以下	20%-30%	30%-40%	40%-50%	50%-60%	60%以上
人民生活水平	极其富裕	富裕	相对富裕	小康	温饱	贫穷
代表国家	美国	欧洲、日本、加拿大	东欧国家	中国		

资料来源：山西证券研究所　Wind 资讯

图表 12：我国居民恩格尔系数逐年呈下降趋势



资料来源：山西证券研究所　Wind 资讯

从人口组成看，中国旅游市场发展空间极大，农村消费空间很大

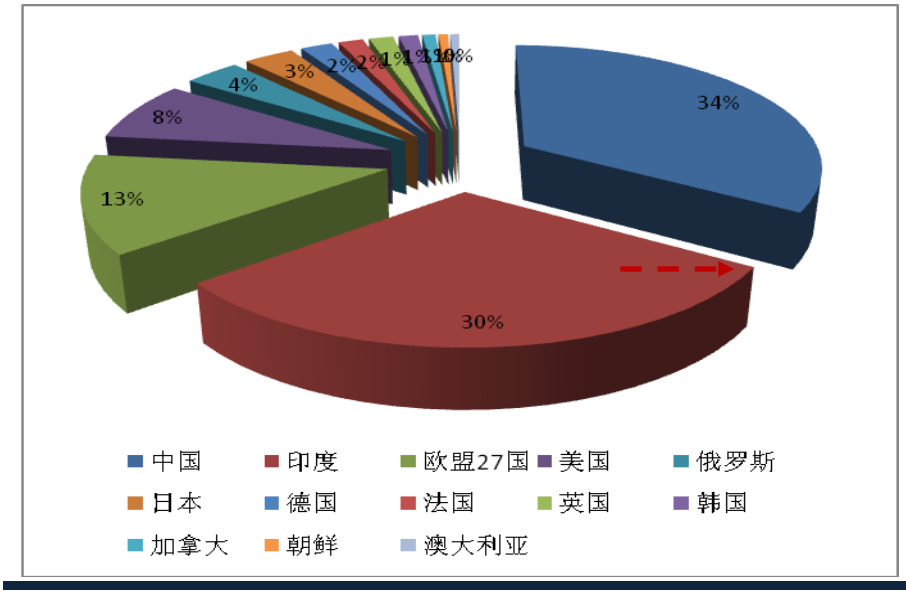
中国 2009 年人口总量约为 13.35 亿人次，和 2009 年世界其他主要国家人口比较，排名第一，为美国总人口的将近 5 倍（见图表 13 和图表 14），根据有关资料显示，中国目前中产阶级的数量比例大概在 23%左右，这些都构成对旅游需求的有效潜在人群，按此计算，中国中产阶级的数量就达到将近一个美国全人口的比例，中国旅游市场空间是何其巨大！

观察图表 17：中国城镇化人口比例逐步加大，可以看出，城镇化是趋势，随着中国城镇化建设步伐的加快，中国的城镇化进程将继续进行，城镇化的大比例提高对旅游的集中需求将更加明显。

2009 年中国 13.35 亿人次中，城镇人口有 6.22 亿人次，占人口比例为 46%，农村人口有 7.13 亿人次，占人口比例为 50%。目前中国一大半人数为农村人口。

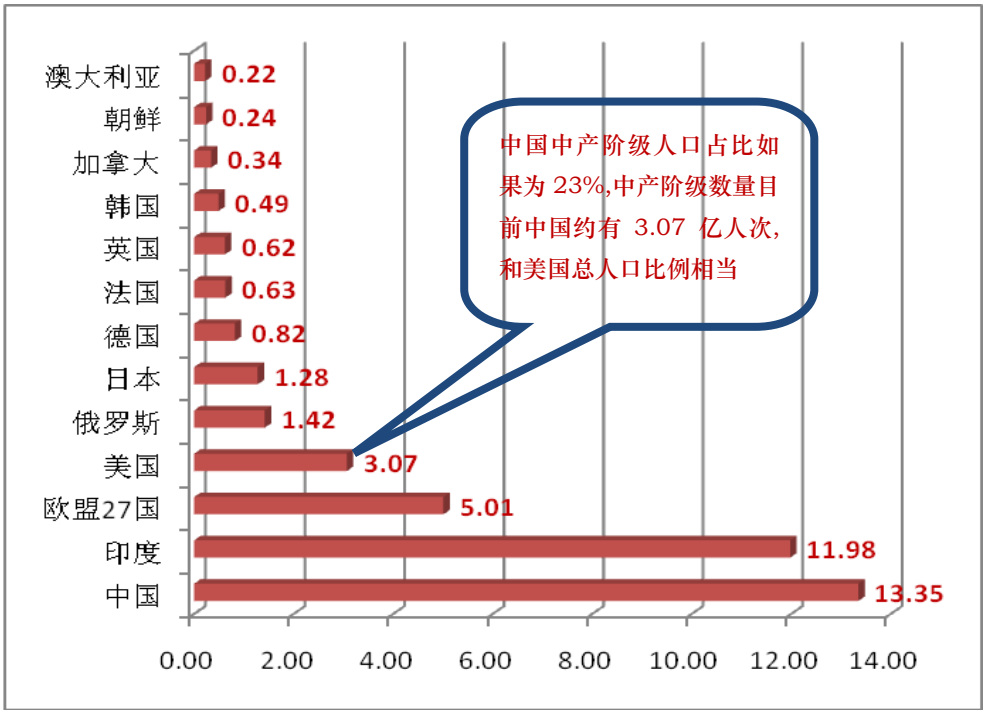
我们观察图表 15 和图表 16，可以看出最近几年来农村人均旅游花费呈加大趋势，农村旅游消费增速远远高于城镇人均旅游消费增速。中国的农村旅游消费市场对传统的观光游提供了市场支持。

图表 13：2009 年世界各国人口比例



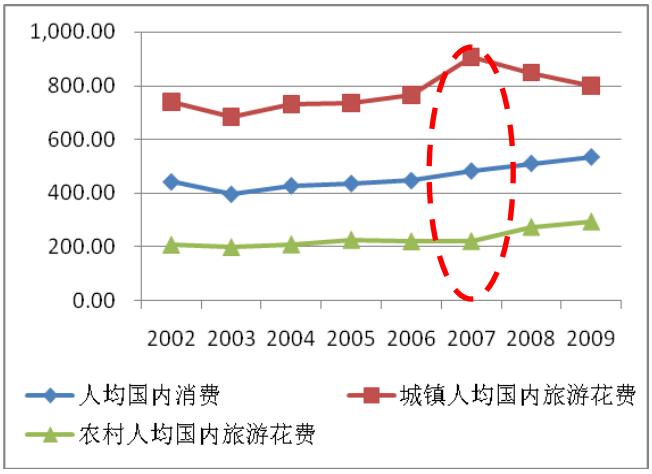
资料来源：山西证券研究所

图表 14：2009 年世界各国人口比较

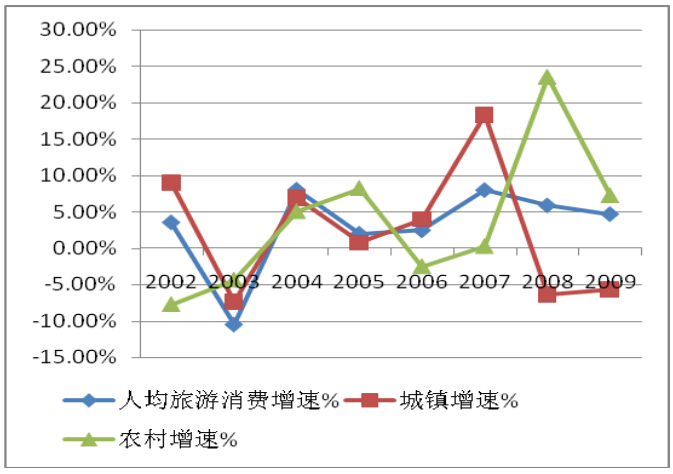


资料来源：山西证券研究所

图表 15：最近几年来农村人均旅游花费呈加大趋势

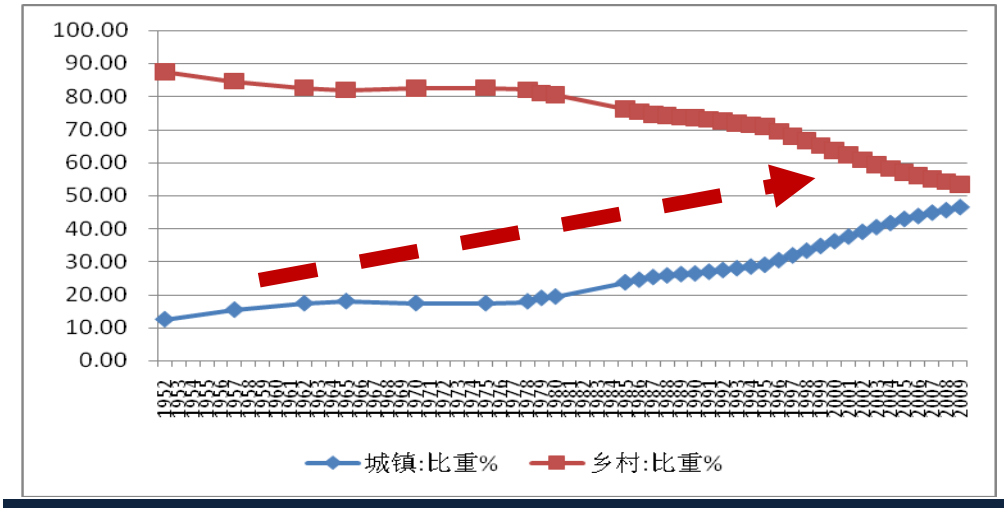


图表 16：最近几年旅游消费增速比较



资料来源：山西证券研究所　Wind 资讯

图表 17：中国城镇化率正逐步提高



资料来源：山西证券研究所　Wind 资讯

旅游类上市公司受价格影响较小，在中国还处于发展阶段，朝阳产业优势突出

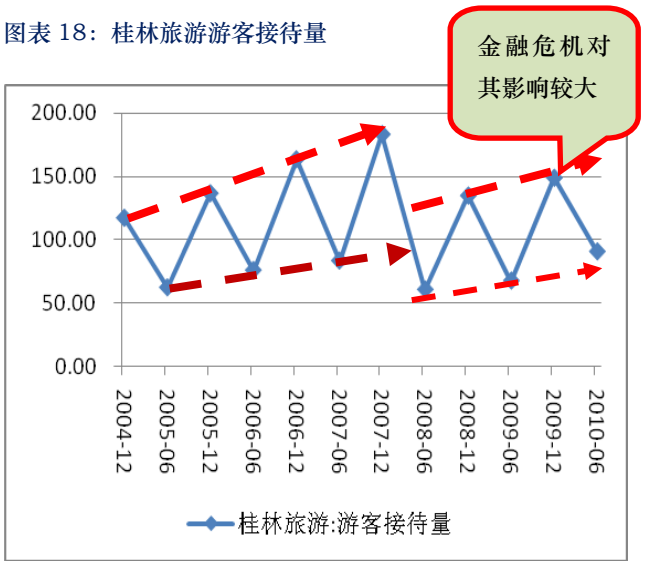
我们对桂林旅游、黄山旅游、峨眉山、丽江旅游、华侨城、中青旅、首旅股份的南山文化景区和中青旅的乌镇景区最近几年来游客接待量以半年为一周期做了一个统计，可以看出，在这些年份中，这些上市公司景区都发生过门票涨价行为，但是涨价并没有改变游客接待量的增长趋势，中国老百姓对旅游的强有力的需求令其对价格敏感性不大，这也充分说明了旅游产业在中国还处于高速发展阶段，朝阳产业优势突出。

但我们观察图表 18 到图表 27，我们也可以看出 2008 年金融危机对这些上市公司旅游人次接待量造成了一定的影响，下降趋势都非常明显，2003 年的非典对这些上市公司的旅游人次接待量也造成了恶劣影响。可见，经济因素和自然因素对旅游业的影响较大。风调雨顺和收入是最影响旅游餐饮行业上市公司业绩的两重要因素。

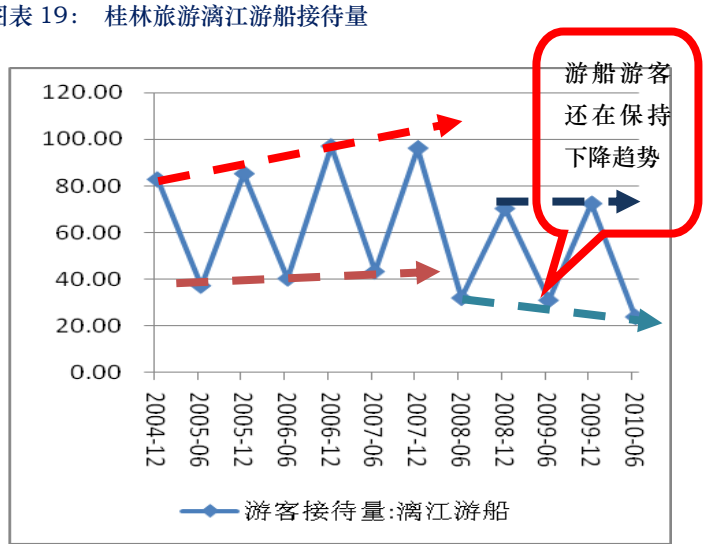
分公司看，我们看出金融危机对桂林旅游的旅游人次影响极大，看图表 18 和图表 19，桂林旅游游客接待量虽然在 2008 年金融危机后有所反弹，但远远低于金融危机水平前 2007 年的水平，桂林旅游漓江游船接待量受创最深，目前还处于下降趋势。这跟桂林旅游游船业务对外依赖性高和天气因素有一定关系。

我们认为随着世界和中国经济的缓慢复苏，如果不发生自然灾害，桂林旅游在迎来发展机遇的未来，游客接待量将保持稳定增长。

图表 18：桂林旅游游客接待量



图表 19： 桂林旅游漓江游船接待量



资料来源：山西证券研究所

我们观察图表 20 和图表 21，我们可以看出黄山旅游游客接待量的变化趋势，只有 2003 年的非典对其造成了一定的影响，2008 年金融危机对其影响几乎看不出，黄山旅游游客接待量一直稳步增长，境外游客接待量也没有萎缩，这从另外一方面也说明了黄山旅游在营销方面做得较好，另外，黄山旅游的地理位置要优于桂林旅游。如果黄山旅游西海大峡谷建成，内生增长空间将进一步打开。黄山旅游作为服务业综合改革试点城市，我们对其公司未来发展有一定的期待。

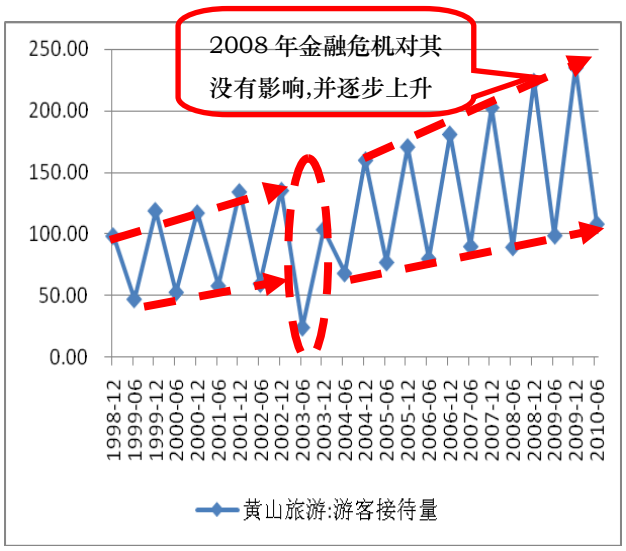
我们观察丽江旅游游客接待量，图表 22 和图表 23，可以看出丽江旅游受金融危机影响下降也很大，但 2009 年恢复更大，甚至超过历史水平，如果印象丽江资产注入在 2011 年完成，丽江旅游游客接待量将更进一步增长，更值得关注的是，我们认为丽江旅游平衡能力很强，玉龙雪山索道由于检修，接待量下降，但另外两索道却帮助其完成了游客接待总量的上升，我们认为玉龙雪山索道已经改扩建完成，2011 年丽江旅游的业绩增长非常值得期待。我们认为丽江旅游资产质量好，不管是索道、还是酒店、还是印象丽江，都有着一定的竞争优势和较好的盈利能力，公司的费用率在旅游类上市公司也处于较低水平，由于公司股东的改变，我们认为丽江旅游还有着一定的资产注入预期。公司规模发展还有一定的空间。

观察图表 24 和图表 25，我们可以看出首旅股份的南山文化游客接待量每年增速都在两位数水平，在海南国际旅游岛建设如火如荼的背景下，公司游客接待量将继续保持两位数的增长。中青旅的乌镇景区游客接待量更是增速迅速，保持了将近 20%到 30%的增速，乌镇景区的管理模式和休闲度假与观光游并存的业

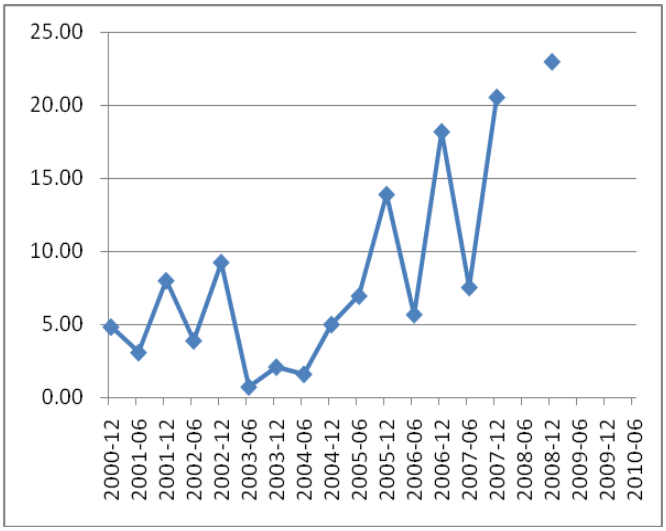
态非常值得市场关注。

观察图表 26 和图表 27，峨眉山虽然游客接待量 2009 年反弹明显，但还没有恢复到 2009 年前的最好水平，而华侨城游客接待量增速比较明显。

图表 20：黄山旅游游客接待量

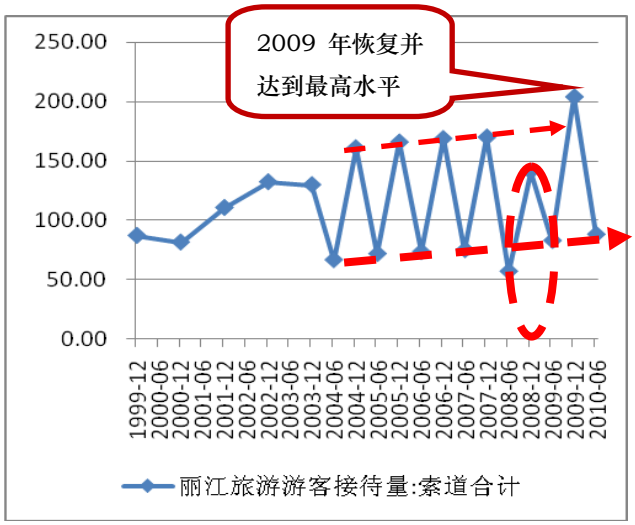


图表 21： 黄山旅游境外游客接待量

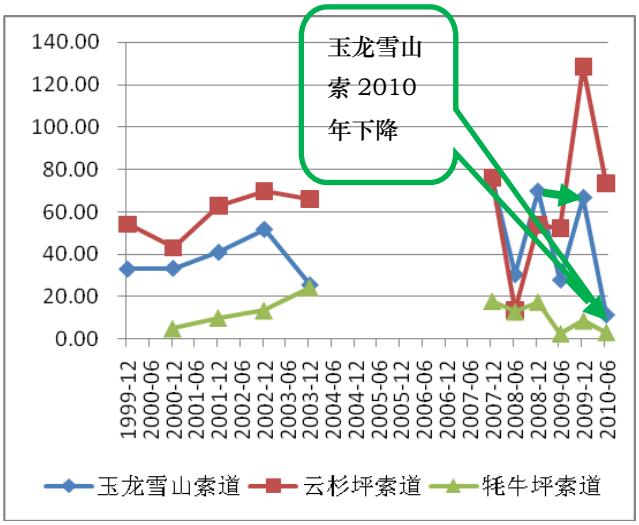


资料来源：山西证券研究所

图表 22：丽江旅游游客接待量

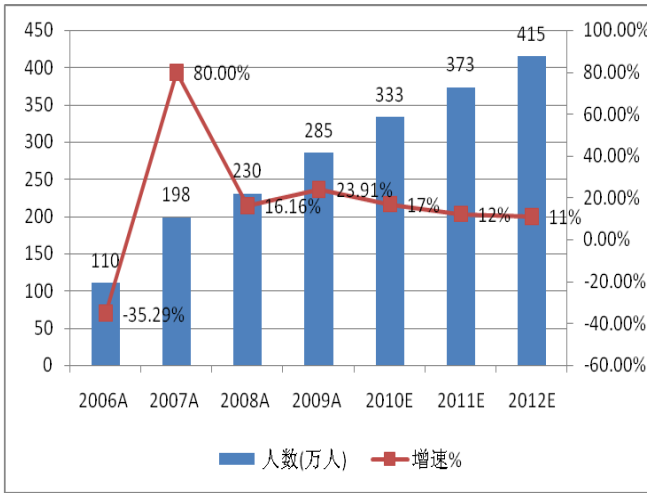


图表 23： 丽江旅游主要索道游客接待量

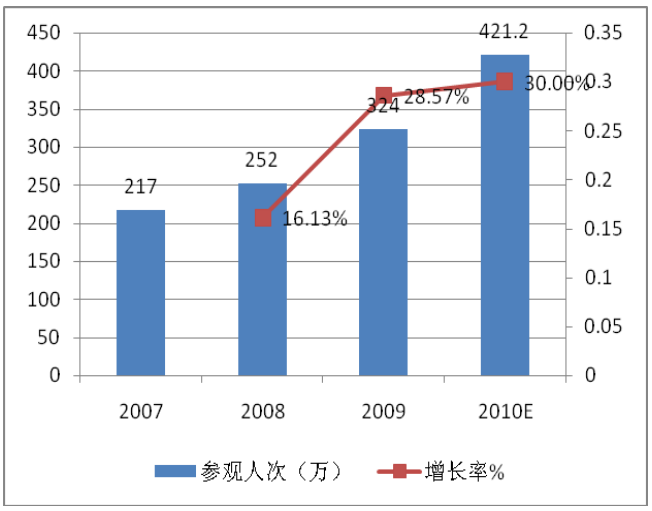


资料来源：山西证券研究所

图表 24：南山文化游客接待量

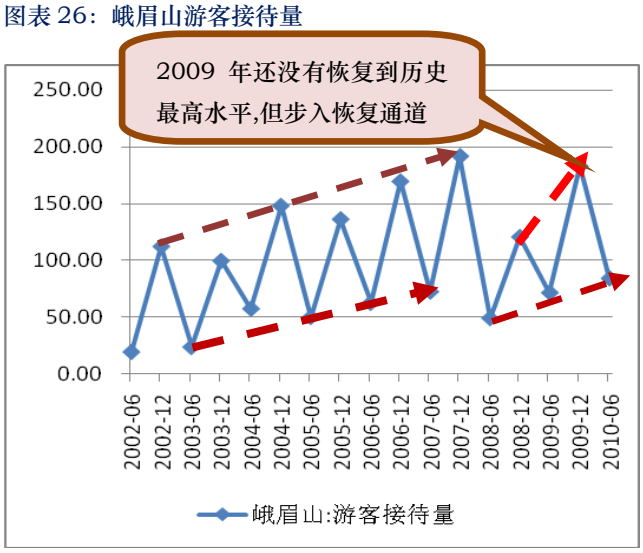


图表 25： 中青旅游客接待量

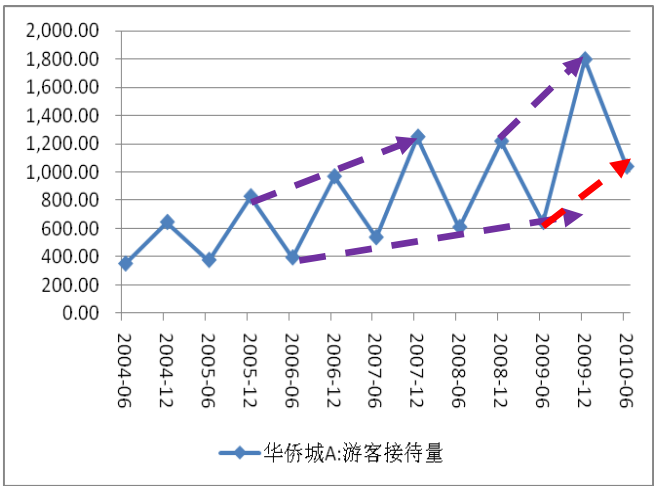


资料来源：山西证券研究所

图表 26：峨眉山游客接待量



图表 27： 华侨城游客接待量



资料来源：山西证券研究所

人民币升值促动出境游发展

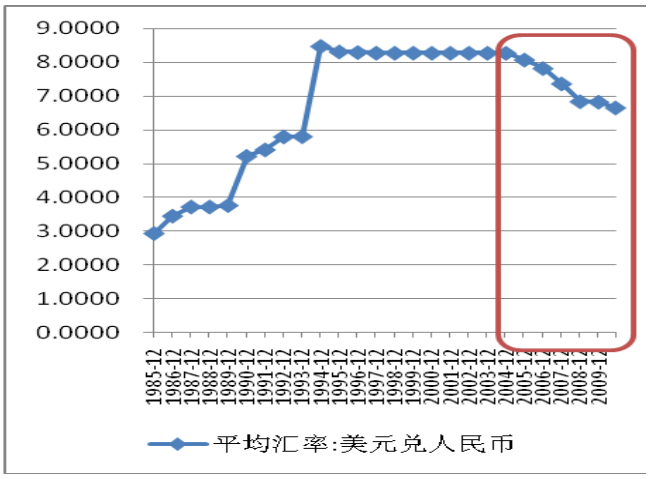
2004 年汇改以来，我们人民币升值趋势非常明显，人民币升值趋势明显见图表 28，我们观察图表 30，可以看出 2001 年我国居民人均 GDP 超过 1000 美元，2003 年升值步伐加快，我们也可以看出国内居民出境人数增长明显，结构分析，因公出境人数呈现下降趋势，因私出境人数呈逐步稳定上升趋势，我们认为一方面是中国居民对出境游的需求提升，另一方面人民币升值促进了出境游

增长。

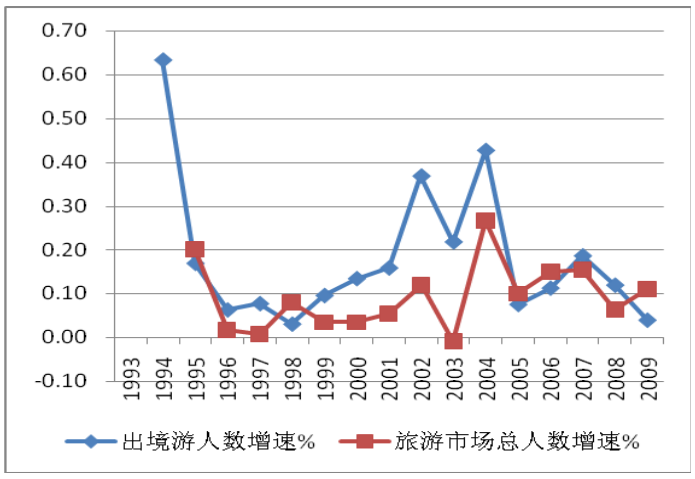
中国经济稳步增长的预期和中国巨大的人口市场令日本、韩国对中国的旅游市场大开门户，另外，台湾出境游更是增速喜人，我们认为，随着中国老百姓的钱袋子越来越满，人民币购买力在国际上越来越强，出境游增速未来 5 年可能超过 9%的增速。

从出境游的增速和旅游市场总人数增速分析（见图表 29），我们可以看出，出境游增速从 1999 年到 2004 年一直高于旅游市场总增速，2009 年出境游增速明显低于旅游市场总人数增速，我们认为这是国内旅游市场需求爆发，政策扶持旅游后的国内旅游带来的增长大于出境游增速的原因。我们认为随着中国基础设施的完善，尤其是高铁建设的逐步完工，中国居民出游将越来越方便，国内游的增速将继续加大。

图表 28：最近几年来人民币升值趋势明显

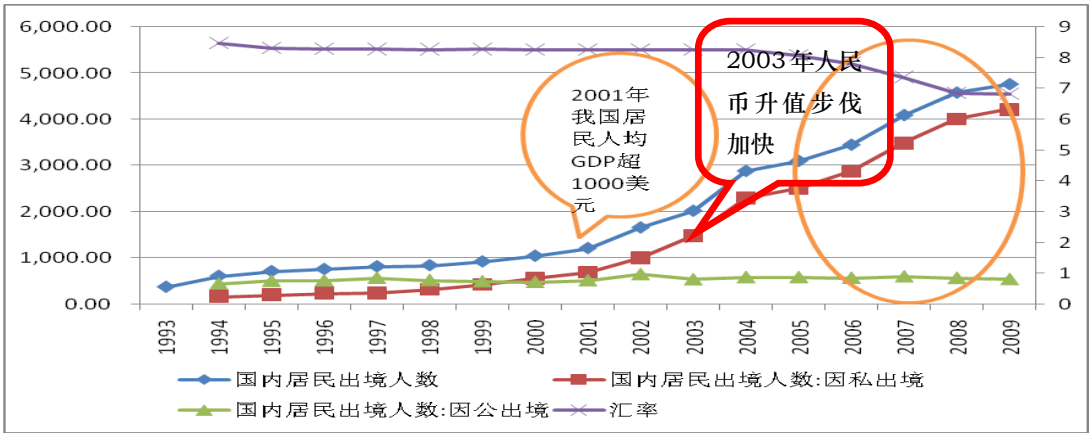


图表 29：最近几年出境游和旅游市场总人数增速比较



资料来源：山西证券研究所　Wind 资讯

图表 30： 我国居民因私出境人数已远远高于因公出境人数



资料来源：山西证券研究所 Wind 资讯

海南国际旅游岛市场空间有多大？

我们分析海南从2007年到2010年1-10月接待游客情况统计(见图表31)，可以看出海南主要游客还是集中在三亚市和海口市，国内旅游人次占到海南整个旅游人次的比例达到97%以上（见图表32)。

图表 31：海南 2007 年到 2010 年 1-10 月接待游客情况统计

	2007	2008	2009	2010 年 1-10 月累计
一、接待过夜人数合计（万人次）	1845.51	2060	2250.33	2094.97
入境旅游者	75.31	97.93	55.15	53.65
#外国人	59.31	73.13	37.21	37.35
香港同胞	9.52	14.37	12.18	9.95
澳门同胞	1.22	2.45	0.56	0.71
台湾同胞	5.26	7.98	5.2	5.64
国内旅游者	**1770.2**	**1962.07**	**2195.18**	**2041.32**
#旅游饭店接待人数	1397	1559.89	1706.64	1496.12
其他住宿设施接待人数	373.2	402.18	488.54	545.2
二、旅游饭店客房开房率（%）	57.31	59.18	59.18	58.02
三、旅游收入（亿元）	171.37	192.33	211.72	209.5
入境旅游收入	21.74	27.32	18.9	18.2

国内旅游收入	149.63	165.01	192.82	191.3
东部地区				1807.02
海 口 市	**395.66**	**434.11**	**453.33**	**597.89**
三 亚 市	538.43	618.5	667.52	716.74
文 昌 市				73.4
琼 海 市				111.48
万 宁 市				227.94
陵 水 县				79.57
中部地区				108.2
五指山市				27.32
定 安 县				30.14
屯 昌 县				12.42
琼 中 县				11.83
保 亭 县				17.14
白 沙 县				9.35
西部地区				178.5
儋 州 市				63.61
东 方 市				26.46
澄 迈 县				31.89
临 高 县				15.3
乐 东 县				18.92
昌 江 县				22.32

资料来源：山西证券研究所　国家旅游局

图表 32：海南省目前游客结构仍以国内游客为主

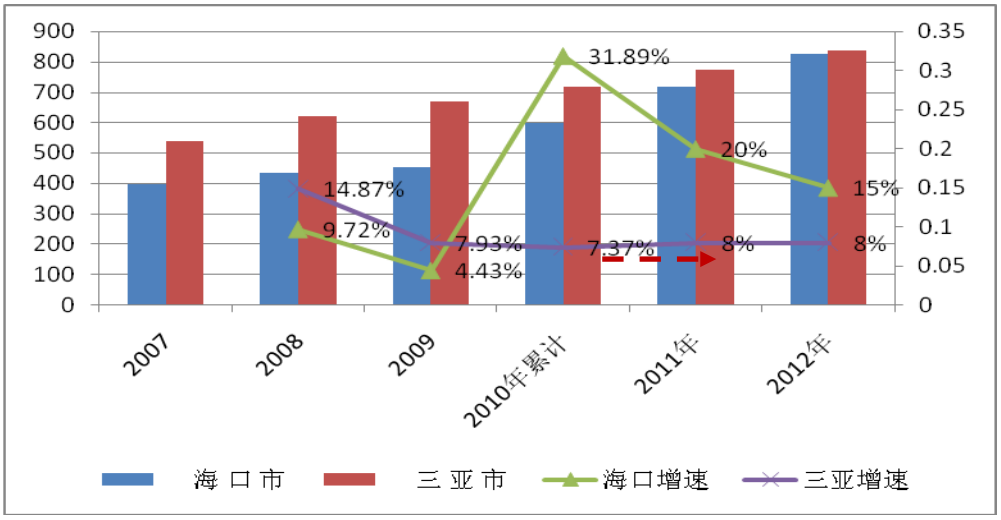
	2007	2008	2009	2010 年 1-10 月累计
国内旅游占比%	**95.92%**	**95.25%**	**97.55%**	**97.44%**
三亚市旅游人数占海南省总旅游人次比重	29.18%	30.02%	29.66%	34.21%
海口市旅游人数占海南省总旅游人次比重	21.44%	21.07%	20.15%	28.54%
人均旅游消费(元)	928.58	933.64	940.84	1000.01

资料来源：山西证券研究所　国家旅游局

分析海口市和三亚市 2007 年以来游客接待量（见图表 33 和图表 34），我们可以看出三亚游客的数量要大于海口，但 2010 年海口旅游人次增速要大于三亚人口增速（见图表 35），我们认为随着海南省东线环城高铁的建成，海口和三

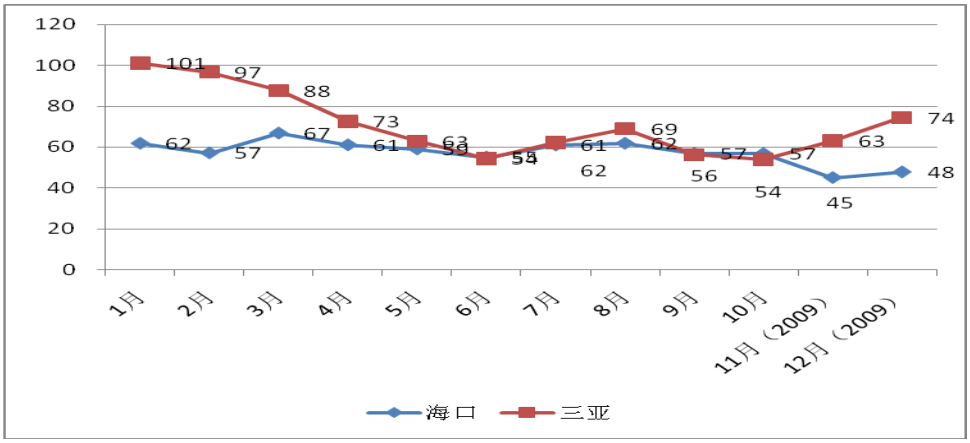
亚的人次流通将更加方便，未来海口市和三亚市旅游人次的差距将越来越小。海口的旅游人次增速要大于三亚，我们预计未来三年海南省旅游人次增速年均超过10%是比较保守的。具体预计情况见图表 36)。

图表 33：海口三亚 2007 年到 2012 年旅游接待人次情况分析



资料来源：山西证券研究所　国家旅游局

图表 34：海口市三亚市 2010 年 1 月到 12 月接待人次情况



资料来源：山西证券研究所　国家旅游局

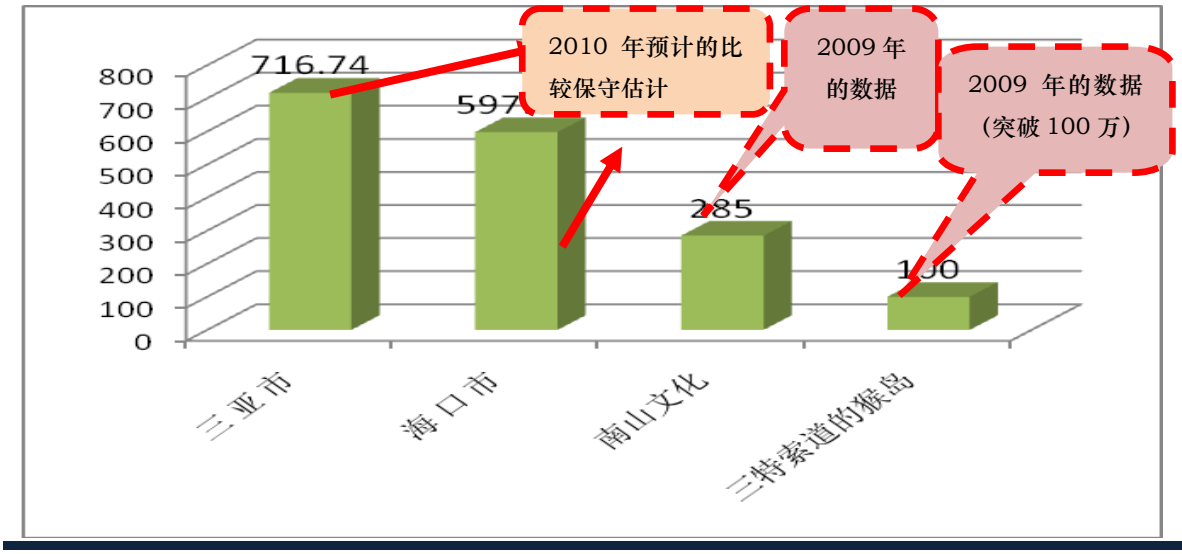
图表 35：海口市三亚市 2010 年 1 月到 12 月接待人次预计分析

	2007	2008	2009	2010 年累计	2011 年 E	2012 年 E
海 口 市	395.66	434.11	453.33	597.89	717.47	825.09
三 亚 市	538.43	618.5	667.52	716.74	774.08	836.01
海口增速		9.72%	4.43%	31.89%	20%	15%

三亚增速		14.87%	7.93%	7.37%	8%	8%
合计	934.09	1052.61	1120.85	1314.63	1491.55	1661.09
增速%		12.69%	6.48%	17.29%	13.46%	11.37%

资料来源：山西证券研究所　国家旅游局

图表 36：海南目前两上市公司游客接待量和三亚及海口游客接待量比较　单位：万人



资料来源：山西证券研究所　国家旅游局　公司公开资料

中国国旅在海南免税业务的市场空间分析

参考海南省最近几年来旅游人次和增速，尤其是三亚和海口，我们再结合海南首旅股份 2009 年接待人次在 285 万人次，三特索道的猴岛接待游客也在 2009 年突破 100 万人次，我们保守预计三亚市 2010 年旅游人次在 716 万，我们保守预计海口市 2010 年旅游人次在 597.89 万（见图表 36）。

假设中国国旅国人离岛免税政策能在 2011 年施行，短期来看，海南的免税业务垄断还只是中国国旅。我们认为 2011 年国旅的免税店接待游客如果按 150 万到 300 万人次计算，按人均消费在 1000 元计算，免税业务收入将有 14 亿到 29.8 亿的市场空间。假设免税业务净利润率为 21%，能给中国国旅带来净利润空间约为 3 亿到 6 亿，按照目前中国国旅的股本计算，增厚每股收益约为 0.36 元到 0.71 元，按照 PE 为 40 倍计算，这部分新增市场价格约为 14.4 元到 28 元。随着中国经济的增长和老白姓购买力的提升，我们认为人均消费未来达到 2100 元也极有可能，按此计算，免税业务收入将有 31 亿到 61 亿的市场空间，能给中国国旅带来净利润空间约为 6 亿到 13 亿，按照目前中国国旅的股本计算，增厚每股收益约为 0.75 元到 1.49 元，按照 PE 为 40 倍计算，这部分新

增市场价格约为 30 元到 56 元。中国国旅目前市场价格为 35 元，不考虑别的新增因素，我们认为中国国旅保守估计市场价格在 2011 年也应达到 50 元/股。中国国旅的免税业务具体盈利预测见图表 37 和图表 38。这也是我们继续维持“中国国旅”买入评级的主要逻辑。

图表 37:人均消费在 1000 元水平下的国旅海南市场空间分析

单位:万人次、元、万元					
人次（万）	1000	增厚净利润（万）	对应增厚每股收益（元）	PE	对应每股市场价格（元）
149.15	149154.7	31322.49	0.36	40	14.24
164.07	164070.2	34454.74	0.39	40	15.66
178.99	178985.7	37586.99	0.43	40	17.08
193.90	193901.1	40719.24	0.46	40	18.51
208.82	208816.6	43851.49	0.50	40	19.93
223.73	223732.1	46983.74	0.53	40	21.36
298.31	298309.4	62644.98	0.71	40	28.47

图表 38:人均消费在 2100 元水平下的国旅海南市场空间分析

单位:万人次、元、万元					
人次（万）	2100	增厚净利润（万）	对应增厚每股收益（元）	PE	对应每股市场价格（元）
149.15	313224.9	65777.23	0.75	40	29.90
164.07	344547.4	72354.95	0.82	40	32.89
178.99	375869.9	78932.68	0.90	40	35.88
193.90	407192.4	85510.4	0.97	40	38.87
208.82	438514.9	92088.12	1.05	40	41.86
223.73	469837.4	98665.85	1.12	40	44.85
298.31	626449.8	131554.5	1.49	40	59.80

资料来源:山西证券研究所

宋城股份在海南的业务市场空间分析

我们假设宋城的天之涯节目平均每天上演 5 场，上座率在 2000 个，一年接待人次为 365 万水平。结合南山文化 2009 年接待量 285 万的水平，我们假设天之涯的游客人次未来能稳定在 208 万到 298 万的水平是值得期待的。假设票价为 180 万，净利润率为 35%，总股本不变，那么每年可以给公司带来净利润在 1.3 亿到 1.88 亿之间，可增厚每股收益为 0.78 元到 1.12 元，按 40 倍 PE 计算，市场价格区间在每股 31 元到 44 元之间（见图表 39）。

我们假设天之涯节目在 2011 年国庆上演，根据 2010 年三亚 10 月份、11 月份和 12 月份游客接待量为 191 万人次计算，2011 年三亚游客三个月游客接待量将可能超过 200 万，按照我们的假设直接可带来市场价格也在 29 元/股。

我们认为宋城股份目前 PE 已经基本反映了海南的预期，但是公司的管理模式创新，“文化+旅游”结合模式独特，公司很可能连锁经营，值得关注。我们给公司评级为“增持”。

图表 39：宋城股份海南业务市场空间分析

参观人次(万)	净利润(万)	增厚每股收益(元)	PE	价格（元）
149.15	9396.75	0.56	40.00	22.37
164.07	10336.42	0.62	40.00	24.61
178.99	11276.10	0.67	40.00	26.85
193.90	12215.77	0.73	40.00	29.09
208.82	13155.45	0.78	40.00	31.32
223.73	14095.12	0.84	40.00	33.56
298.31	18793.49	1.12	40.00	44.75

资料来源:山西证券研究所

中国的奢侈品消费发展趋势对中国国旅的海南免税业务提供了很大支撑

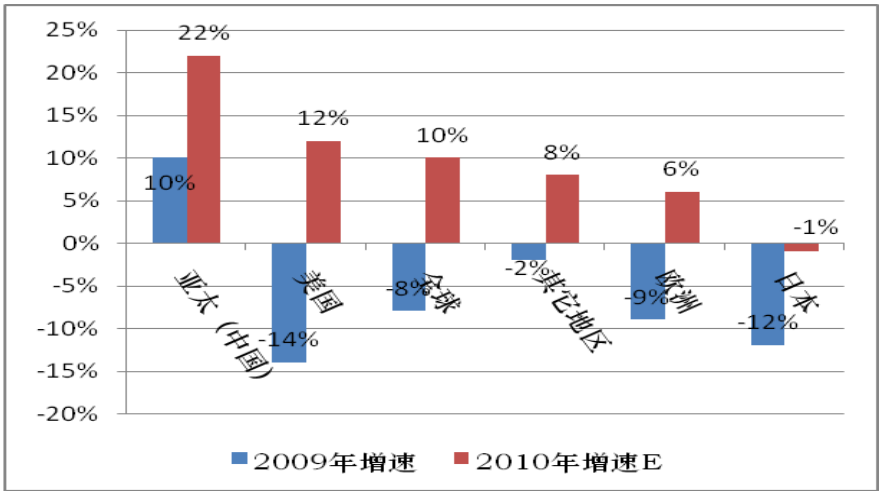
贝恩奢侈品发布 2010 年中国奢侈品市场研究报告中显示（见图表 40），全球奢侈品销售额 2009 下挫 8%，不过 2010 年奢侈品销售额和利润双双激增。中国国内奢侈品市场的增长从 2009 年下半年起开始加速，强劲的市场增长势头预示着 2010 年国内奢侈品市场前景依然向好，预计年增长率将达约 23%。从图表 40 我们也可以看出，从 2009 年到 2010 年，只有中国的奢侈品市场连续保持了增长，并且增速客观，而日本在 2010 年还处在下降状态。

虽然中国奢侈品市场在全球增速良好，2009 年中国奢侈品市场份额总计达到 155 亿人民币，比 2008 年增长 10.64%。但我们也可以看出超过 50%以上的市场份额在中国人民在国外消费，国内消费市场份额并没有超过 50%（见图表 41）。但我们也可以看出国内消费市场增速 2009 年达到了 13%，要高于国外消费市场增速 7.41%的水平（见图表 42）。我们认为，国人离岛免税政策如果顺利在 2011 年执行，国外 87 亿的广阔市场加上国内 68 亿的市场对国旅的业绩增长带来极大的贡献，我们前面给与国旅的海南免税市场空间最大也就是 60 亿的

市场空间而已。

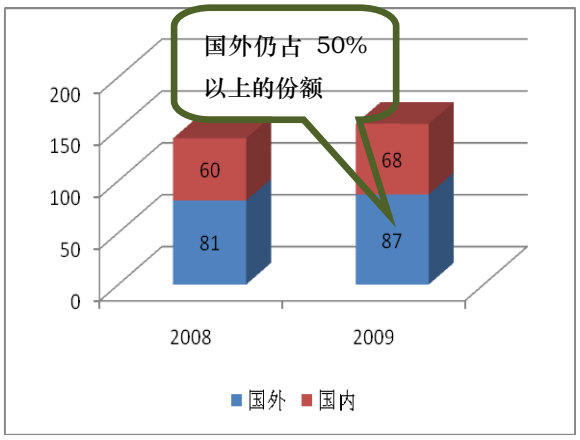
报告称，56%的中国消费者在境外购买奢侈品，如珠宝和腕表，只有 44%是在境内购买，如化妆品。（见图表 41）

图表 40： 中国奢侈品市场消费增速强劲

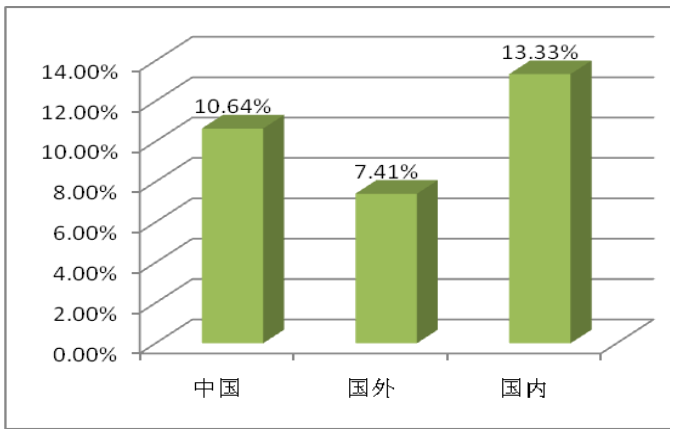


资料来源:山西证券研究所 贝恩咨询

图表 41：中国奢侈品消费目前超过 50%以上在国外消费



图表 42:2009 年国内奢侈品消费增速要大于在国外奢侈品消费市场增速



资料来源:山西证券研究所 贝恩咨询

重点关注个股估值和投资评级

图表 43:重点关注上市公司估值和投资评级

证券简称	销售净利率%	流通市值（万）	2010PE	2011PE	2012PE	投资评级	备注
峨眉山 A	15.36	305014.54	37.89	30.83	25.99	增持	
九龙山	652.96	502326.00	30.59	17.30	10.75		
华侨城 A	21.28	1565346.49	15.94	12.04	9.16		
桂林旅游	9.32	181518.45	69.17	40.94	34.92	买入	
丽江旅游	17.11	257379.91	209.48	61.01	47.52	买入	
黄山旅游	20.50	223713.24	37.32	32.00	27.91	买入	
中青旅	7.83	515679.42	27.60	20.95	17.88	买入	
首旅股份	11.46	576186.00	28.18	23.46	19.85	增持	
*ST 张股	14.37	158221.13	935.16	331.13	213.82		交易性机会
西安旅游	7.23	215007.68		221.60			交易性机会
ST 东海 A	-4.10	144641.71					交易性机会
北京旅游	1.91	122489.01		447.55			交易性机会
云南旅游	7.30	90066.08		72.27	65.30		交易性机会
三特索道	9.86	234336.97	73.61	55.13	40.00	增持	
国旅联合	2.63	254016.00		115.07	73.59		交易性机会
大连圣亚	22.17	169372.00					交易性机会
西藏旅游	29.18	246345.00	87.72	65.97	50.08	增持	
中国国旅	6.74	770000.00	69.51	54.29	43.09	买入	
宋城股份	41.99	211041.60	62.95	47.59	34.12	买入	
锦江股份	22.21	1107815.31	38.36	38.15		增持	

资料来源：山西证券研究所　Wind 资讯

风险提示

国际国内经济复苏的不确定性；全球自然灾害的不确定性；海南旅游人次达不到预期的风险。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5～20%

中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。