

2011 年 01 月旅游餐饮行业研究月报

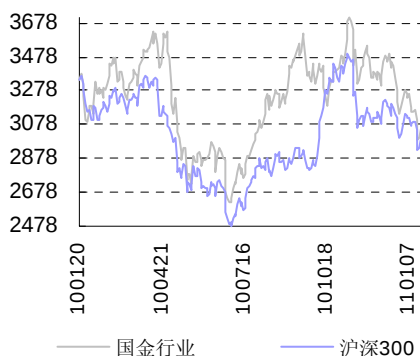
评级：增持 维持评级

行业研究月报

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	53.18
市场优化平均市盈率	29.70
国金旅游餐饮指数	3055.78
沪深 300 指数	3044.85
上证指数	2758.10
深证成指	12066.55
中小板指数	6923.17



相关报告

1. 《消费升级与中西部旅游业发展提速》，2010.11.24
2. 《行业景气维持高位,旅游资源价值凸显》，2010.10.12
3. 《中秋假期预热市场,十一黄金周旅游蓄势待发》，2010.9.27

毛峥嵘 分析师 SAC 执业编号: S1130208070237
(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn

行业景气维持高位，旅游产业迎来多维度发展

投资建议：短期关注估值调整，中长期把握成长空间及竞争优势

- 目前旅游重点上市公司的估值水平有所回调，市场的预期转换也有望给板块及相关重点公司带来理想的配置机会。我们认为板块估值水平调整到 30 倍，将是值得关注的时点。在旅游板块投资标的的选择上，除了应当具备自身主业经营稳步成长的特征外，是否存在区域性政策推动、资源并购整合预期等重要催化剂亦将成为把握旅游上市公司投资机会的重要考量。
- 在投资方向上，我们认为，短期来看，具有资源整合、区域政策及增发预期的公司将是近期可关注的重点，而部分经营层面上有所改变的公司也值得重点跟踪以把握拐点投资机会。中长期来看，行业持续高成长是支撑板块相对高估值的重要力量。我们认为，国人的旅游消费需求正处在“量价齐升”的快速成长期，国人对旅游产品的诉求越来越丰富，多样化的旅游产品不断涌现，产业市场化竞争日益激烈，对此，我们看好部分具有积极营销意识，正在大力建设营销渠道及开拓新旅游产品的公司。我们继续看好中西部丰富的旅游资源在行业高速成长期巨大的价值提升空间，并重点关注成长性较好的其他细分行业——经济型酒店和免税品行业。
- 鉴于行业整体景气度继续保持高位，中长期成长性持续看好，我们仍然维持对行业的“增持”评级。在具体投资方向上，我们建议从中长期发展的视角挑选出成长性较好的细分行业，从中遴选出业绩具有估值安全边际的个股，并重点关注与区域政策、整合预期及业绩弹性相关的个股。
- 根据上述逻辑，我们调整本月重点公司排序为：峨眉山、丽江旅游、首旅股份、中国国旅、桂林旅游、锦江股份、中青旅、三特索道。

数据点评

- 从最新数据看，北京 2010 年入境旅游市场保持了高于全国平均水平的增速。而 2009 年北京入境市场由于 08 奥运会的高基数，虽然增长乏力(全年入境游客同比增速为 8.8%)，但是整体表现依然高于全国平均水平。我们认为这正体现了奥运会对北京旅游带来的持续性正面影响，据此，我们认为，世博会亦有望成为上海入境旅游市场相对较快发展的重要因素。
- 2010 年国内旅游收入增速达到 23.5%，继续作为全国旅游业收入的主要增长点。入境旅游人数达到 1.34 亿人次，增长 5.8%，入境旅游市场依然处于恢复性上升通道。受入境市场及经济复苏的正面影响，酒店行业景气度回升，其中高星级酒店房价及出租率增速均高于低星级酒店。目前主要经济型酒店的经营重心都开始向二三四线城市延伸。中西部经济加速发展、中小企业快速成长均给经济型酒店行业发展带来良好的成长环境。

行业重点公司点评

- 峨眉山：打造多元化产品体系，构建综合性旅游目的地
- 丽江旅游：索道业务、印象丽江、酒店扩充，增长亮点层出不穷
- 中国国旅：离岛免税出台是确定的，旅行社品牌优势显著
- 桂林旅游：临经营层面之改善拐点，乘区域政策、资源整合之风
- 锦江股份：二三线城市市场拓展，中长期增长可期
- 中青旅：旅游主业深度开发推动增长，乌镇上市事宜决定股价走势

内容目录

1. 行业景气维持高位，旅游产业多维度发展.....	3
1.1. 2010 年入境市场快速恢复，世博会后各地旅游均衡发展.....	3
1.2. 旅游产品品质诉求上升，旅游资源价值凸显.....	5
1.3. 高星级酒店增速突出，经济型酒店成长空间巨大.....	6
2. 行业估值与投资排序.....	6
2.1. 板块持续调整，估值中枢下移或带来配置机会.....	6
2.2. 投资建议：短期关注估值调整，中长期把握成长空间及竞争优势.....	8
2.2.1. 峨眉山：打造多元化产品体系，构建综合旅游目的地.....	9
2.2.2. 丽江旅游：索道业务、印象丽江、酒店扩充，增长亮点层出不穷.....	10
2.2.3. 中国国旅：离岛免税出台是确定性的，旅行社品牌优势持续.....	11
2.2.4. 桂林旅游：临经营层面之改善拐点；乘区域政策、资源整合之风.....	11
2.2.5. 锦江股份：二三线城市市场拓展，中长期增长可期.....	12
2.2.6. 中青旅：旅游主业深度开发推动增长，乌镇上市事项成为估值瓶颈.....	13

图表目录

图表 1: 国内旅游人数及增长(1999 年~2015E).....	3
图表 2: 国内旅游收入及增长(1999 年~2010 年).....	3
图表 3: 出境总人次及增长(1999 年~2015E).....	4
图表 4: 全国旅游业总收入及增长(1999 年~2015E).....	4
图表 5: 全国累计入境旅游人数及增速.....	4
图表 6: 全国累计入境旅游收入及增速.....	4
图表 7: 上海累计入境过夜旅游人数及增速.....	4
图表 8: 北京累计入境旅游人数及增速.....	4
图表 9: 上海月度入境游客人数及增速.....	5
图表 10: 浙江月度国内旅游人数及增速.....	5
图表 11: 酒店平均 REVPAR 对比(北京&上海).....	6
图表 12: 11 月各星级酒店房价及出租率增速(北京&上海).....	6
图表 13: 旅游餐饮行业与沪深 300 指数对比(2010 年).....	7
图表 14: 旅游餐饮行业指数(2010 年).....	7
图表 15: 旅游餐饮行业重点上市公司估值一览.....	8
图表 16: 旅游餐饮行业相对 PE 波动.....	8
图表 17: 旅游餐饮行业相对 PB 波动.....	8

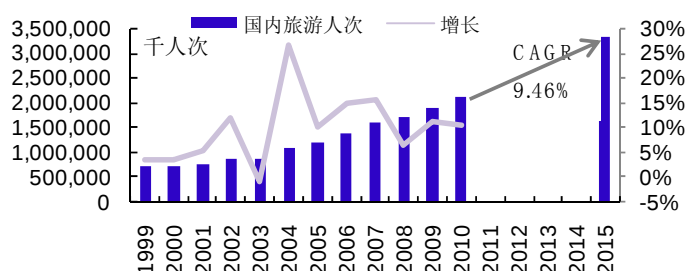
1. 行业景气维持高位，旅游产业多维度发展

1.1. 2010 年入境市场快速恢复，世博会后各地旅游均衡发展

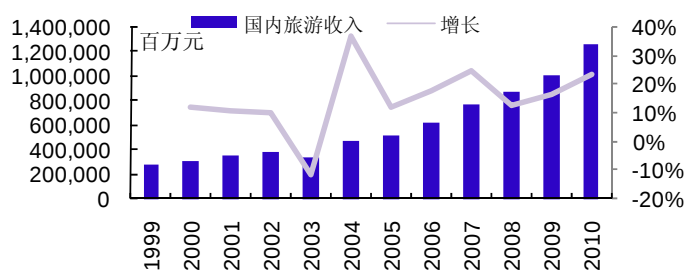
“十一五”期间我国旅游业保持平稳较快发展的良好势头，国内旅游人数年均增长 12%，入境、过境旅游人数年均增长 3.5%，出境旅游人数年均增长 19%，旅游业总收入年均增长 15%。我国成为全球第四大入境旅游接待国和亚洲第一大出境旅游客源国，居民人均出游率达 1.5 次，旅游直接就业达 1350 万人，旅游消费对社会消费的贡献超过 10%，旅游业完成了“十一五”规划的主要任务，对我国经济社会发展的积极作用也更为显著。

仅就过去的 2010 年，我国入境旅游市场恢复良好，已经远远超过世界旅游组织对 2010 年全球旅游平均增长率的预计。最新统计数据显示，去年国内旅游人数达 21 亿人次，比上年增长 10.6%；国内旅游收入 1.26 万亿元，增长 23.5%；入境旅游人数 1.34 亿人次，增长 5.8%；入境过夜旅游人数 5566 万人次，增长 9.4%；旅游外汇收入 458 亿美元，增长 15.5%；出境旅游人数 5739 万人次，增长 20.4%；全国旅游业总收入 1.57 万亿元，增长 21.7%。

图表1：国内旅游人数及增长(1999 年-2015E)



图表2：国内旅游收入及增长(1999 年-2010 年)

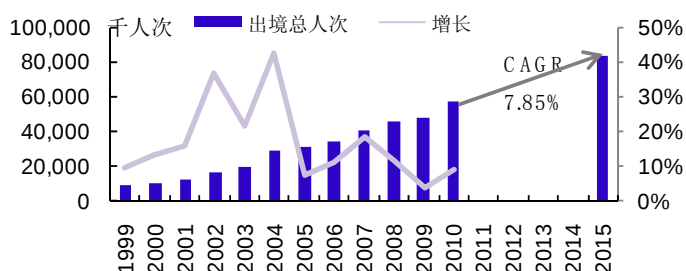


来源：国家旅游局，国金证券研究所

国内旅游收入增速超过全国旅游业总收入的增速，并作为全国旅游业总收入的主要组成部分，继续作为我国旅游收入的主要增长来源。

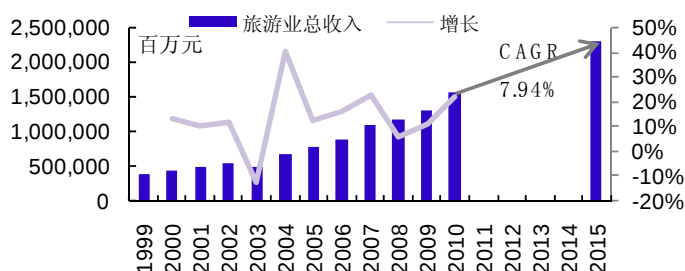
国家旅游局长邵琪伟在 18 日在全国旅游工作会议上提到：“‘十二五’期间，我国旅游业将进一步提升旅游业现代化水平，更加注重提高游客满意度，创新服务方式，形成旅游服务质量持续提升和旅游市场规范有序的长效机制。更加注重普惠国民，让旅游、休闲成为普遍性需求，保障国民旅游权益。更加注重资源环境保护，推进旅游节能减排，倡导绿色消费，实现绿色发展。力争到 2015 年，国内旅游人数达 33 亿人次，入境过夜旅游人数达 6630 万人次，出境旅游人数达 8375 万人次，旅游总收入达到 2.3 万亿元。每年新增旅游直接就业 70 万人，到 2015 年直接就业人数达到 1700 万人。”

图表3：出境总人次及增长(1999 年~2015E)

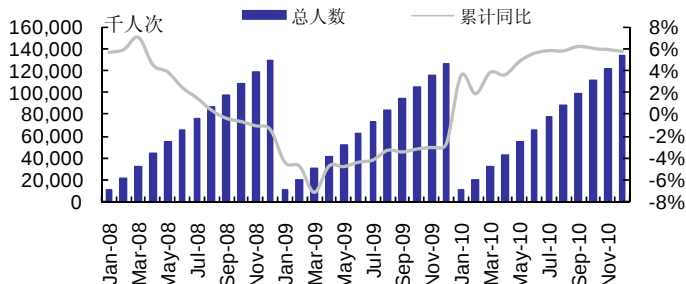


来源：国家旅游局，国金证券研究所

图表4：全国旅游业总收入及增长(1999 年~2015E)

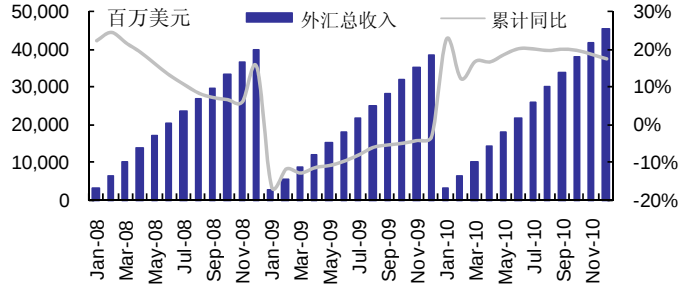


图表5：全国累计入境旅游人数及增速



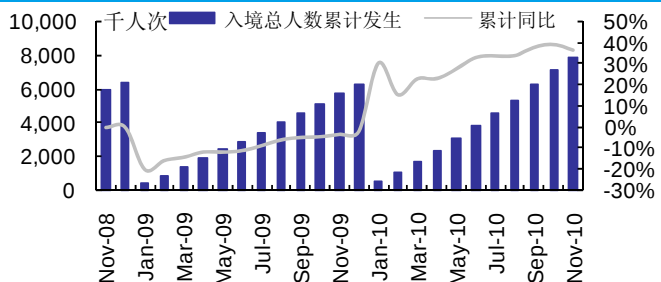
来源：国家旅游局，国金证券研究所

图表6：全国累计入境旅游收入及增速



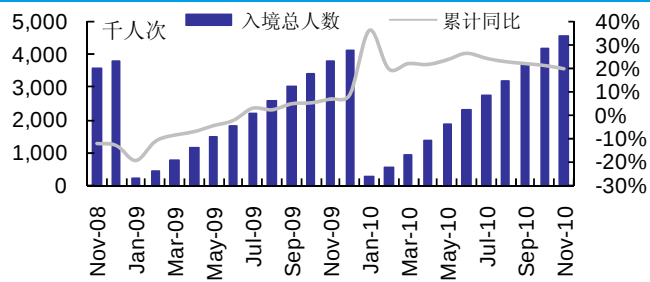
去年我国入境旅游的增长(见图表 5,6)，显著得益于上海世博会。在 184 天会期中，参观者超过了 7000 万人次，其中海外游客超过了 350 万人次。截至去年 11 月，上海已经累计接待了 682.8 万人次的过夜入境旅游者，同比增长达到了 40.44%(见图表 7)。

图表7：上海累计入境过夜旅游人数及增速



来源：上海市旅游局，北京市统计局，国金证券研究所

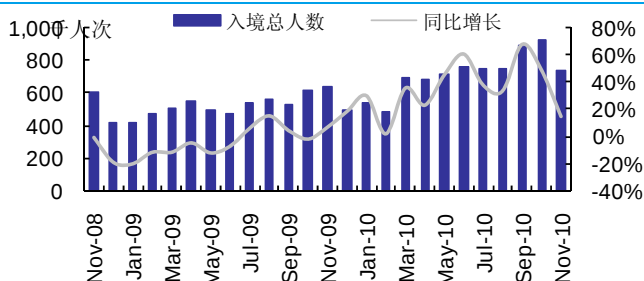
图表8：北京累计入境旅游人数及增速



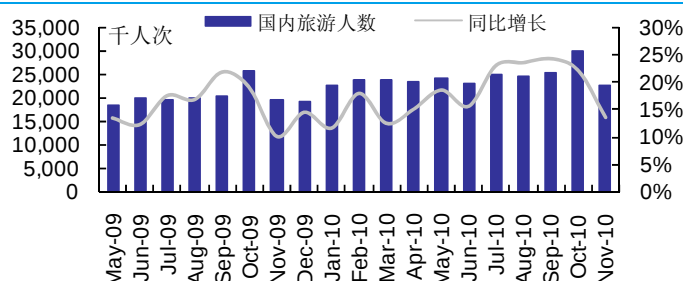
同时，我们看到北京 2010 年入境旅游市场保持高于全国平均水平的增速(据国家旅游局统计 2010 年前 11 个月，北京累计接待入境过夜旅游者 457.6 万人次，比去年同期增长 19.9%，远大于全国同比增长的 10%)。事实上，2009 年北京入境市场由于 08 奥运会的高基数，虽然增长乏力(全年入境游客同比增速为 8.8%)，但是整体表现依然高于全国平均水平。我们认为，这正体现了奥运会对北京旅游带来的持续性正面影响，而世博会亦有望成为上海入境旅游市场相对较快发展的重要因素。

世博会后，各地旅游市场呈现出均衡发展的态势。上海及长三角地区开始降温（见图表 9,10），而从我们草根调研及新闻咨询得知，长三角以外地区的游客增速在 10 月份以后有明显回升。

图表9：上海月度入境游客人数及增速



图表10：浙江月度国内旅游人数及增速



来源：上海市旅游局，浙江省旅游局，国金证券研究所

1.2. 旅游产品品质诉求上升，旅游资源价值凸显

中国旅游研究院近日发布的《中国旅游经济蓝皮书(第三部)——2010 年中国旅游经济运行分析与 2011 年发展预测》指出，2010 年我国旅游需求仍呈现出“大基数、稳增长、低消费”的基本特征，旅游市场需求结构有明显变化。

2010 年内入境外国游客规模的增速超过港澳台旅客，占比呈现持续提高；出境旅游方面，因私出境为主体的格局进一步强化，占总出境人数的 90% 左右。虽然近程旅游目的地仍是首选，但中远程目的地的增长更快。最后，国内市场主体地位进一步突出，其中，城镇旅游消费占比提升。目前旅游市场中的消费主流还是经济型旅游产品，但人民群众对旅游服务的品质诉求明显提高。从三游市场的发展趋势看，我们认为，人均旅游消费能力的提升空间巨大，特别是国人的旅游消费需求正处在“量价齐升”的快速成长期，基于我国目前各地区人均可支配收入水平的增长趋势和公共假期分布以及带薪假期推进等情况，我们认为，未来公民旅游市场无论是在短途高频旅游产品领域，还是在追求更丰富、更深入的旅游体验方面，都存在巨大的有效需求。

《蓝皮书》认为，2010 年旅游企业整体经营状况良好，景气指数逐季稳步上升。细分子行业中景区景气度最高，综合性旅游集团次之，旅行社、饭店景气度相对低一些。分地区看，东部地区景气度持续大幅提升，中部、西部地区景气度平稳上升。对此，我们认为具有丰富景区资源的中西部地区，有望在宏观经济快速发展、行业高速成长的背景下，打开价值提升的空间。

最后，蓝皮书还指出，2010 年旅游产业发展呈现出诸多亮点，如城市综合体的快速发展，大型电子商务企业高调介入旅游行业；文化旅游结合迈出新步伐；产业开放度进一步扩大(年内启动了对外资旅行社开放出境游市场的试点，国内的旅行社行业中试行同业代理)；旅游业资本化运作活跃；新型旅游产品不断推出。旅游行业市场化程度加深，竞争更为激烈，因此通过打造多样化的旅游产品以吸引游客、推行合适的产品宣传等积极的营销方式将成为旅游企业提升核心竞争力的重要源泉。

2011 年行业值得关注的热点有：部分政策(《中国旅游业发展“十二五”规划》、《国民旅游休闲纲要》)发布实施，《旅游法》立法进程；一些旅游主题

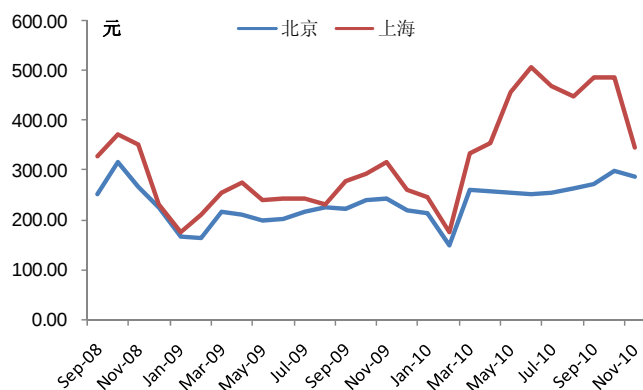
事件的举行(“中华文化游”主题年系列活动, 辛亥革命 100 周年, 2011 年西安世界园艺博览会等)。同时, 在国家大力扶持区域政策、高速交通体系加速建设的环境里, 中国旅游行业正面临着众多加快发展的机会。就短期而言, 2011 年旅游业仍将实现平稳增长, 中国旅游研究院预测今年旅游总收入有望达到 1.6 万亿元, 增长 11%; 国内旅游人数 23.4 亿人次, 同比增长 10%; 国内旅游收入 1.3 万亿元, 同比增长 12%。入境旅游人数 1.35 亿人次, 同比增长 2%; 入境旅游外汇收入 500 亿美元, 同比增长 8%。出境旅游人数 5700 万人次, 同比增长 5%; 出境旅游花费 550 亿美元, 同比增长 14%。

1.3. 高星级酒店增速突出, 经济型酒店成长空间巨大

2010 年 11 月, 北京地区酒店平均 RevPar 为 287.77 元, 同比增长 18.4%, 上海地区各酒店平均 RevPar 为 345.69 元, 同比增长 9.1%(见图表 11)。北京地区酒店 RevPar 的增速表明酒店行业依然维持高景气, 而上海地区 11 月份的 RevPar 出现了大幅下滑, 世博会结束无疑是最为重要的因素, 国内旅游消费有所提前且相对集中于世博会期间使得之前的 RevPar 水平居高不下。

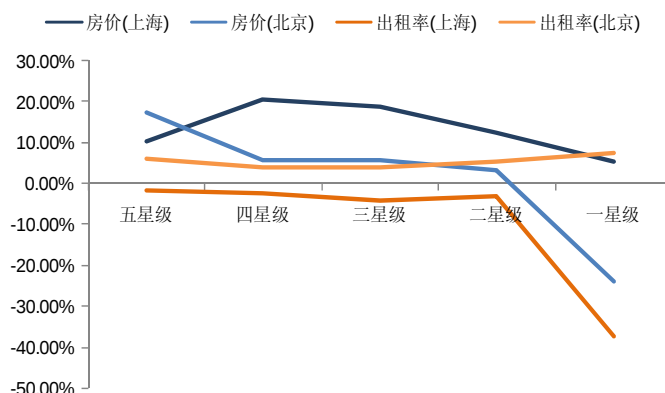
从分星级数据看, 北京和上海两地的高星级酒店出租率和房价增速都较高(见图表 12)。特别在上海地区, 低星级酒店出租率下滑严重, 同样是受到世博会结束的影响, 缺少了规模庞大的中低端消费者的支撑, 缺乏特色且性价比较低的低星级酒店经营情况出现明显下滑, 而高星级酒店的经营情况则受益于岁末的会议会展活动, 景气度仍维持在较高水平。

图表11: 酒店平均 RevPar 对比(北京&上海)



来源: 北京统计局, 上海旅游局, 国金证券研究所

图表12: 11 月各星级酒店房价及出租率增速(北京&上海)



经济型酒店方面, 目前主要经济型酒店的经营重心都开始向二三四线城市延伸。中西部经济加速发展、中小企业快速成长均给经济型酒店行业发展带来良好的成长环境。

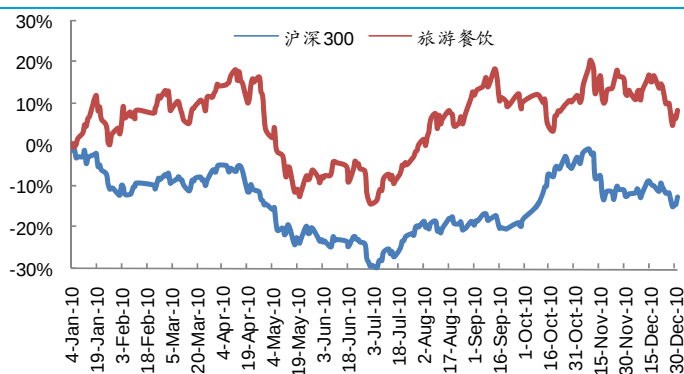
2. 行业估值与投资排序

2.1. 板块持续调整, 估值中枢下移或带来配置机会

历时半年的世博会虽然已经结束, 但是它让我们看到目前国内旅游市场巨大的发展空间。在经济有效复苏和城镇居民可支配收入稳步提升的共同推动下, 国内旅游市场正在经历“量价(人均旅游消费)齐升”的快速发展期。与此同时, 国家及各省市对于旅游产业的重点政策支持、高铁的建设、高速公路网的日益

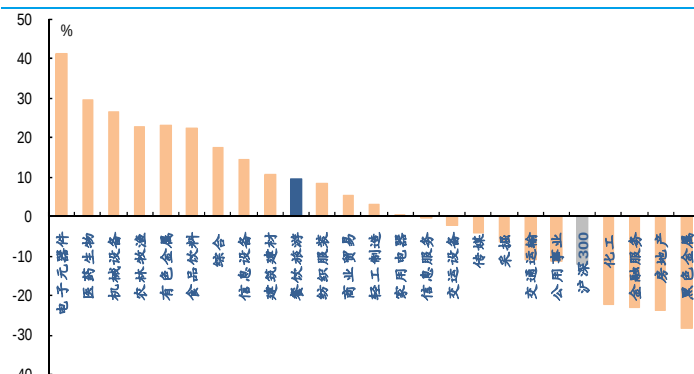
完善，在产业层面上为旅游业可持续发展提供了肥沃的土壤，旅游企业盈利能力有望得到持续提升。我们认为，在正常条件下，旅游行业的中长期成长是值得期待的。2010 年全年旅游餐饮指数累计涨幅为 8.51%，持续跑赢沪深 300 指数(见图表 13)。在所有行业板块中列居第十(见图表 14)。

图表13：旅游餐饮行业与沪深 300 指数对比(2010 年)



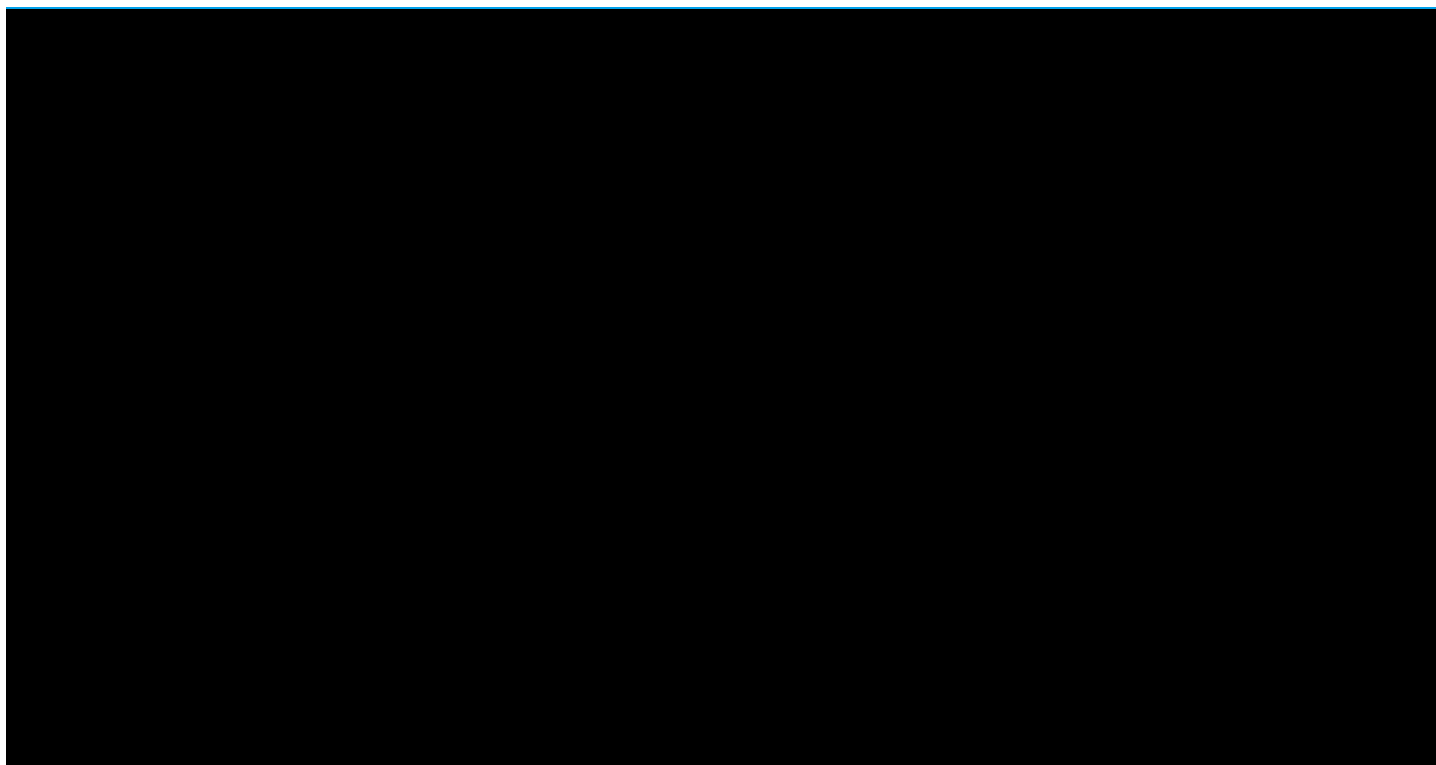
来源：国金证券研究所

图表14：旅游餐饮行业指数 (2010 年)



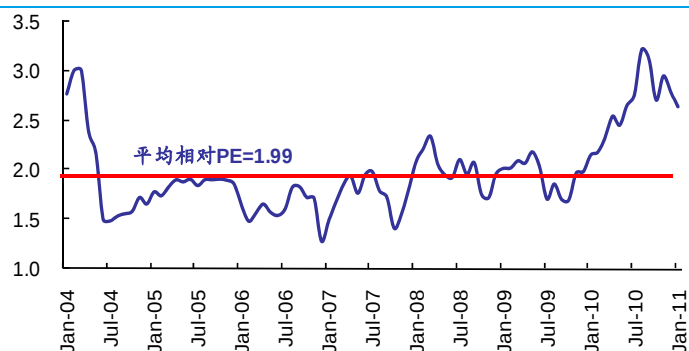
近期大盘在宏观政策调控及流动性压力下持续调整，旅游板块更是首当其冲。截至 1 月 19 日，旅游重点上市公司 2011 年平均市盈率为 36.02 倍，考虑到绩差公司的高估值对平均值的偏移，我们同时考察了市盈率行业中值，为 31.83 倍(见图表 11)，较前期有了明显回落。从历史数据来看，行业市盈率均值在 40 倍以上的高位运行时间是相对比较少的，而且，由于市场整体估值中枢低位运行，在当前流动性收紧的市场环境下，旅游行业相对估值压力显得尤为突出。根据我们的测算，旅游餐饮指数相较沪深 A 股流通指数的市盈率倍数在 1 月底降为 2.64 倍，依然较大的偏离了历史平均水平 1.99 倍，目前仍处于历史较高位置(见图表 16)；市净率倍数亦处于同样的境况(以下简称“相对 PB”，见图表 17)，相对估值压力较为明显。

图表15：旅游餐饮行业重点上市公司估值一览



来源：CEIC，国金证券研究所

图表16：旅游餐饮行业相对 PE 波动



来源：国金证券研究所

图表17：旅游餐饮行业相对 PB 波动



2.2. 投资建议：短期关注估值调整，中长期把握成长空间及竞争优势

2011 年以来，出于控制通胀预期的考虑，央行通过提高存款准备金和基准利率持续收紧市场流动性，进而对资本市场产生较大的资金压力，尤其是前期表现相对较好之高估值板块，旅游行业相关个股也普遍出现回调。目前，旅游重点上市公司的估值水平较前期明显回落，随着 2010 年的尘埃落定，市场已逐步把对公司的关注点转移到 2011 年上来。旅游产业受重视程度提高、公民旅游的持续快速发展以及相关重点公司的“运筹帷幄”都将构成预期转换的重要因素，有望给旅游板块及相关公司带来更为理想的配置机会。我们认为板块估值如回落到 30 倍以内的区间，则是值得关注的时点。此外，在旅游板块投资标的的选择上，除了应当具备自身主业发展的成长性，是否存在区域性政策推

动、资源并购整合预期等重要催化剂亦将成为把握旅游上市公司投资机会的重要考量。

在投资方向上，我们认为短期中，具有资源整合优势、区域政策及增发预期的公司将是近期可关注的重点，在经营层面上正在经历重要转折的公司同样值得重点跟踪，以把握拐点投资机会。中长期来看，行业持续高成长是支撑板块相对高估值的重要力量。高速公路网的日益完善、高铁的建设，将促进中西部旅游资源价值的释放。并且，随着居民可支配收入的持续提高以及城镇化进程的不断推进，中西部省份的庞大潜在人口亦将成为国内旅游业发展的坚实基础。我们认为，国人的旅游消费需求正处在“量价齐升”的快速成长期，国人对旅游产品的诉求越来越丰富，多样化的旅游产品不断涌现，产业市场化竞争日益激烈，对此，我们看好部分具有积极营销意识，正在大力建设营销渠道及开拓新旅游产品的公司。我们继续看好中西部丰富的旅游资源在行业高速成长期巨大的价值提升空间，并关注成长性较好的其他细分子行业——经济型酒店和免税品行业。

鉴于行业整体景气度继续保持高位，中长期成长性持续看好，我们仍然维持对行业的“增持”评级。在投资方向上，我们建议从中长期发展的视角挑选出成长性较好的细分行业，从中遴选出业绩具有估值安全边际的个股，并重点关注与区域政策、整合预期及业绩弹性相关的个股。

根据上述逻辑，我们调整本月重点公司排序为：峨眉山、丽江旅游、首旅股份、中国国旅、桂林旅游、锦江股份、中青旅、三特索道。近期关注首旅股份-南山分成进展；中国国旅-离岛免税准备工作以及广州入境免税店的筹备；桂林旅游-区域政策推进情况。

2.2.1. 峨眉山：打造多元化产品体系，构建综合旅游目的地

今年景区经营虽然受到世博分流，但是随着峨眉山周边旅游设施的日益完善、交通条件的改善，公司积极推进营销政策逐渐见效，游客规模预计仍可能保持 10% 的增长。同时在国内旅游整体散客化的趋势下，景区进山游客团散比例继续上升，我们预计今年散客占比有望超过 60%，散客化的加强将为提高游客的人均旅游消费水平提供更大的空间。而公司目前执行由单一观光型景区向综合性旅游目的地转化的战略，通过打造多样化的旅游产品结构，也为提高游客人均旅游消费水平创造了条件。从 2010 年的经营情况看，除了门票、索道收入的提高外，多元化的产品体系(酒店、雪芽等)也开始贡献增长。

高铁建设大大缩短了川内外各旅游城市间的距离，这些都将驱动公司进一步整合适当的周边旅游资源，推进旅游资源的深度开发。公司目前上线的峨乐旅游网和识途旅行网将循着散客化的产业发展趋势，争取集中抓取更多的客源。

我们认为公司具有较高的资源整合及产品开发之能力，对公司 2010-2012 年每股收益预测为 0.458 元、0.596 元和 0.729 元，对应市盈率为 37.69 倍、27.04 倍和 22.08 倍，继续维持“买入”评级。

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.095	0.357	0.458	0.596	0.729
每股净资产(元)	2.62	2.93	3.39	3.92	4.60
每股经营性现金流(元)	0.57	0.94	0.87	1.16	1.39
市盈率(倍)	58.25	35.90	37.69	27.04	22.08
净利润增长率(%)	-51.83%	275.57%	28.37%	30.17%	22.44%
净资产收益率(%)	3.63%	12.16%	13.51%	15.18%	15.84%
总股本(百万股)	235.19	235.19	235.19	235.19	235.19

来源：公司年报、国金证券研究所

2.2.2. 丽江旅游：索道业务、印象丽江、酒店扩充，增长亮点层出不穷

去年年底大索道改造完成，虽在淡季投入运营，游客增长情况亦表现良好。我们认为大索道改造完成后运力大幅扩容，将有助于进入玉龙雪山景区游客索道搭乘率的提高；而云杉坪和牦牛坪索道在中长期内也将随着大索道接待量提升而稳步增长。最后，在成本增加压力下，未来一年时间内进行提价的可能性大大增加。

酒店方面，由于高星级酒店培育期较长，我们预计酒店的扭亏为盈时点将在 2012 年。近日，公司公告称将在皇冠酒店东侧建设精品客房接待区，房间数约为 80 间。我们认为公司选择在原有酒店基础上增加接待区，可利用已经积累的品牌和销售渠道，迅速扩充客房体量。

印象丽江演出座位扩建已经完成，带来了单位经营成本的降低，而一旦游客规模超过盈亏平衡点，业绩表现有望显示出高弹性。对此，我们认为大玉龙景区游客的增长将为其提供良好的成长环境。最后，宋城股份的上市也为公司文化演艺及相关业务的估值提供了参照物，估值的调整空间可能带来投资机会。

现有股东雪山管委会及云南旅投所掌握部分旅游资源的重组空间依然较大。而省内其他旅游集团，如云南旅游产业集团已经介入部分丽江旅游资源建设，存在与丽江旅游合作的可能。

在不考虑“印象旅游”及增发的前提下，盈利预测为 0.205 元、0.49 元和 0.562 元。我们对“印象旅游”未来三年的经营数据及盈利做出预测，按照增发后的股本计算，预计公司 2011~2012 年盈利预测为 0.896 元和 1.117 元，对应市盈率为 29.8 倍和 23.9 倍。我们对公司给出“买入”评级。

公司基本情况(人民币)-假设今年完成增发收购

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.462	0.385	0.205	0.896	1.117
每股净资产(元)	3.97	4.20	4.37	5.82	6.98
每股经营性现金流(元)	0.45	1.12	1.09	3.34	2.29
市盈率(倍)	21.58	46.66	167.98	29.80	23.90
净利润增长率(%)	-31.22%	-16.68%	-37.61%	337.12%	24.71%
净资产收益率(%)	11.66%	9.17%	5.50%	19.57%	20.36%
总股本(百万股)	99.32	99.32	116.32	126.32	126.32

来源：公司年报、国金证券研究所

2.2.3. 中国国旅：离岛免税出台是确定性的，旅行社品牌优势持续

海南岛今年已经开始实施境外游客离境退税，虽然离岛免税政策由于部分准备工作没有完成而有所搁置，但我们认为细则出台时点在上半年是大概率事件。如我们在近期国旅调研报告中称，预计离岛限额在 5000 元/人次，而在单价购物价格超出限额的情况下，海关很可能仅是征收很低的行邮税，不会对海南离岛免税的消费水平产生实质性的压制。离岛免税实施市内店盈利能力取决于商品品类设置，毛利率或不低于中免现有免税业务。此外，我们认为中免依然存在收购中出服的可能性。同时，在更长时间轴上免税品市场的逐步放开，将成就具有牌照垄断优势的中免实现长期成长。

短期内，国旅旅行社业务今年显著受益世博会，收入的大幅增长是可以预期的，而依托其品牌优势，毛利率也有望在同行业中保持较高水平。

我们预测公司未来三年每股盈利分别为 0.48 元、0.585 元和 0.699 元；对应的市盈率分别为 64.45、32.19 和 23.91 倍。若考虑今年推行离岛免税政策，2011~2012 年每股收益将增厚至 0.845 元和 1.137 元，3 年复合增长率达到 47%。我们继续维持“买入”评级。

公司基本情况(人民币)-假设今年推行离岛免税政策

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.335	0.355	0.480	0.845	1.137
每股净资产(元)	1.35	4.21	4.60	5.14	6.08
每股经营性现金流(元)	0.29	0.18	0.12	0.96	1.21
市盈率(倍)	N/A	58.92	64.45	32.19	23.91
净利润增长率(%)	1.74%	41.37%	35.20%	75.81%	34.63%
净资产收益率(%)	24.76%	8.44%	10.44%	16.42%	18.70%
总股本(百万股)	660.00	880.00	880.00	880.00	880.00

来源：公司年报、国金证券研究所

2.2.4. 桂林旅游：临经营层面之改善拐点；乘区域政策、资源整合之风

经过多年的积淀和发展，桂旅正面临经营层面改善的重要拐点。去年影响业绩表现的主要不利因素(如世博分流、异常气候等)将逐渐消除，经营环境趋于正常，基本面将出现恢复性增长；在此基础上，去年完成增发收购的主业板块淡化了公司业绩对漓江游船业务一贯的依赖，整体经营的波动性有所下降；在桂林游客规模稳步增长、旅游业务整合经营的背景下，公司拥有的二三线景区业务有望进入业绩快速增长期。

从外部影响因素看，中西部经济发展以及区域交通设施的持续改善为桂林地区旅游业发展提供肥沃的土壤，而桂林市国家级旅游综合改革试验区或将继海南之后出台具有重大突破性的政策。作为大桂林旅游资源的整合者，公司将充分受益于区域、行业环境的持续改善，而具有深厚从政经验之董事长空降公司进一步强化了政府支持和资源整合的预期。

鉴于公司基本面的改善和区域经济、行业发展的提速，我们预测公司 2010~2012 年每股收益为 0.234 元、0.403 元和 0.504 元。我们上调未来 6~12 个月目标价格区间至 16.20~18.20 元，相对于当前股价，有 20~35%的上涨空间，据此，我们维持“买入”的投资评级。

短期来看，我们认为，当前市场正在经历过度集中于下游消费品、电子科技类板块的投资向均衡配置的风格转变，旅游相关重点公司也面临一定的减持压力。桂旅的基本面改善情况需要根据进一步的市场环境变化、经营管理等情况加以研判，另一方面，也需要依赖公司经营层面阶段性的成果加以验证，这些都需要一定的时间，而今年 3 月初定增之 1.3 亿股的解禁也会在一定程度上构成阶段性供给面的压力。因此，从投资时点上来看，我们更为建议关注于 2 季度逐渐进入旅游旺季后公司的表现。

我们预测公司 2010~2012 年每股收益为 0.234, 0.403, 0.504 元，对应目前股价市盈率为 57.04、29.53、23.62 倍。考虑到公司基本面的改善性变化以及存在的股价催化剂，我们继续给予公司“买入”评级。

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.131	0.191	0.234	0.403	0.504
每股净资产(元)	2.80	2.71	4.33	4.73	5.23
每股经营性现金流(元)	0.23	0.36	0.48	0.80	1.02
市盈率(倍)	48.93	63.30	57.04	29.53	23.62
净利润增长率(%)	-56.42%	46.02%	149.28%	72.21%	25.03%
净资产收益率(%)	4.68%	7.06%	5.41%	8.52%	9.63%
总股本(百万股)	177.00	177.00	360.10	360.10	360.10

来源：公司年报、国金证券研究所

2.2.5. 锦江股份：二三线城市市场拓展，中长期增长可期

回顾 2010 年，公司经营显著受益世博会，上海及周边地区增长较大，而沪外扩张亦加快步伐，完成了第一笔区域并购。在营销渠道及信息系统方面，公司完成了中央数据库的构建，大力推进会员制。

未来中西部及二三线城市经济的快速发展将带来经济型酒店巨大的市场空间。根据公司计划，将在未来三五年，将酒店数量从 09 年的 332 家提高到 1000 家。我们认为在逐步改善营销渠道后，优质的产品服务品质将支撑公司进入快速增长的通道。随着酒店收益管理理念的渗透、公司酒店管理品牌形象的不断提升，订房系统的经济效益将逐渐释放，加盟管理模式之利润贡献进一步扩大。此外，管理层激励机制尚存在改良的空间，如若出台具体方案，将催化公司股价表现。

我们看好公司中长期成长性，预测 2010-2012 年公司每股收益为 0.66 元、0.73 元和 0.88 元。对应市盈率为 35.2 倍、27.83 倍和 23.12 倍。据此，我们维持对公司“买入”的投资评级，建议继续予以关注。

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.453	0.466	0.660	0.730	0.879
每股净资产(元)	4.56	6.49	4.89	5.62	6.30
每股经营性现金流(元)	0.21	0.09	0.31	0.66	0.63
市盈率(倍)	20.12	50.60	35.20	27.83	23.12
净利润增长率(%)	3.57%	2.85%	41.69%	10.65%	20.34%
净资产收益率(%)	9.93%	7.18%	13.49%	12.99%	13.95%
总股本(百万股)	603.24	603.24	603.24	603.24	603.24

来源：公司年报、国金证券研究所

2.2.6. 中青旅：旅游主业深度开发推动增长，乌镇上市事项成为估值瓶颈

从目前三游市场发展方向看，入境旅游服务的收入和毛利率在下降，一方面是由于信息化、国际化发展后，入境市场的散客化程度在增强，此外，人民币升值也对入境市场的发展产生负面影响。因此在入境方面，公司可能侧重于拓展一些高端市场。而出境旅游受益于我国人民收入水平的提高和人民币升值，增长显著，有望成为公司旅行社发展之战略选择。国内旅游虽然总量增长，但是毛利率较低，受散客化、自助游冲击较大，旅行社业务未来发展空间有限。未来的国内游增长可能放在大型活动等会展业务。由于小旅行社较少参与，会展业务的竞争主要是在服务质量，毛利率较有保障。随着我国国内经济的持续增长，会展业务需求成长空间将进一步打开。

公司的邮轮业务目前已经在境内的两大港口(天津和上海)运营。我们认为这种旅行方式逐渐被大众接受，并开始流行，亦存在较大的成长机会。

公司正在进行渠道拓展和营销网络的建设，积极推进旅游主业的跨越式发展，以实现规模的大幅扩张和增长方式的创新转变。我们非常认可公司在运营层面进行的一体化整合，虽然这部分投入并不会在短期内转化为显著收益，但就中长期看，将成为公司提高市场化竞争力的主要支柱。

目前影响公司估值的主要因素是乌镇上市事宜。我们认为如果乌镇在香港成功上市，有助于乌镇旅游的长期发展；但如果上市失败，乌镇大额的收入和利润继续留在中青旅，同时旅游资源的估值高于旅行社业务，也有利于稳定公司的估值水平。因此，乌镇上市落定有望成为公司股价的催化剂。

鉴于公司经营层面的持续改善，会展及自由行业务的继续增长，我们对公司2010~2012年的盈利预测分别为0.618元，0.643元，0.734元，对应市盈率为23.22，22.04，19.29倍。我们维持对公司的“买入”评级。

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.313	0.608	0.618	0.643	0.734
每股净资产(元)	4.71	5.17	5.83	6.37	7.10
每股经营性现金流(元)	0.56	1.41	0.86	1.02	1.01
市盈率(倍)	24.43	26.22	23.22	22.04	19.29
净利润增长率(%)	-20.07%	94.23%	1.54%	4.05%	14.21%
净资产收益率(%)	6.64%	11.77%	10.60%	10.09%	10.33%
总股本(百万股)	415.35	415.35	415.35	415.35	415.35

来源：公司年报、国金证券研究所

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 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。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。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, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室