

海南国际旅游岛联合调研纪要

推荐维持

投资要点:

- 海南省将孕育一个旅游收入倍增的市场
- 首旅股份分成问题或将解决, 扫清南山深度开发障碍
- 中国国旅预期仍未兑现, 投资价值显现

报告摘要:

- 海南省、三亚市旅游概况。**2011年三亚市经济发展的主要预期目标为全市生产总值增长14%左右, 社会消费品零售总额增长18%左右, 旅游接待过夜游客增长12%左右。我们可以看出, 2011年三亚市的经济、旅游市场仍将保持平稳高速的发展。从《海南国际旅游岛建设发展规划纲要》中提出的目标来看, 2012-2015年海南省旅游收入年均增长20%; 2015-2020年海南省旅游人数接近翻番, 旅游收入年均增长18%, 足以说明未来5-10年, 海南省将孕育一个收入倍增的市场, 这其中必将孕育着巨大的投资机会。
- 首旅股份: 南山景区深度开发潜力巨大。**分成问题的解决将加速南山景区今后的扩张, 考虑到南山作为公司重大利润贡献点且具有电瓶车提价和深度开发的良好预期, 我们维持买入评级。若分成问题解决、电瓶车不提价我们估计2011年公司EPS0.69元; 若分成问题解决、电瓶车提价2011年公司EPS0.8元。我们认为公司合理估值为40倍, 对应目标价27.6元。
- 中国国旅: 价值显现, 分享百亿元市场蛋糕。**若国人离岛免税政策2011年6月起实施, 我们预计2011-2013年三亚市内免税店将为公司增厚EPS0.06元、0.29元、0.55元。对应合理价格27.8元。考虑到2011年中期的估值依据将切换至2012年, 即国人离岛免税业务隐含价格为17.4元, 年内对应目标价41.6元, 我们维持增持评级。
- 三特索道: 爆发增长潜力巨大, 期待业绩拐点。**公司多处小景区在交通改善的前提下均有爆发增长的潜力, 因此我们认为接下来交通改善和融资障碍的消除将成为公司业绩爆发增长的拐点, 目前来看使得公司基本面反转的催化因素尚未实现, 建议投资者长期关注。

重点公司	股价	09EPS	10EPS	11EPS	11PE	评级	变动
首旅股份	23.49	0.69	0.89	0.99	24	买入	维持
中国国旅	28.55	0.44	0.50	0.62	21	增持	维持
三特索道	16.16	0.19	0.27	0.34	48	增持	维持
宋城股份	48.59		1.01	1.30	37	增持	维持

分析师

胡建军

执业证书编号: S1180210010226

联系人

孙妍

电话: 010-88085720

Email: sunyan@hysec.com

市场表现



行业数据

股票家数 (家)	27
总市值 (亿元)	1280
流通市值 (亿元)	777
重点公司 (家)	4
重点公司占行业市值比重	27.9%

相关研究

公司研究_宏源证券_孙妍_宋城股份(300144)新股报告, 创作+营销合力打造文化旅游产业托拉斯_2010-11-23

公司研究_宏源证券_孙妍_中国国旅(601888)免税政策渐行渐近, 高增长无疑_2010-11-11

公司研究_宏源证券_孙妍_首旅股份(600258)主业持续向好, 静待股价爆发_2010-10-26

行业研究_宏源证券_孙妍_旅游酒店行业: 关注海南景区资源+免税业务_2010-06-21

目录

一、海南省旅游情况概述	4
二、首旅股份：南山景区深度开发潜力巨大.....	5
三、中国国旅：价值显现，共享百亿元市场蛋糕.....	6
四、三特索道：具有爆发增长潜力，期待业绩拐点.....	8
五、餐饮旅游类上市公司估值一览.....	10

插图

图 1: 海南国内旅游收入/亿元.....	4
图 2: 南山景区海上观音实景.....	6
图 3: 南山景区树屋风情.....	6
图 4: 首旅股份海南南山景区收入/万元.....	6
图 5: 2009 年首旅股份营业利润构成/%.....	6
图 6: 中国国旅三亚市内免税店.....	7
图 7: 中国国旅免税业务/万元.....	7
图 8: 中免公司成主要净利润来源/ 2009 年年报.....	7
图 9: 三特索道猴岛景区跨海索道实景.....	9
图 10: 2009 年三特索道分项目业务构成.....	9
图 11: 三特索道海南地区业务/万元.....	9
图 12: 2009 年三特索道分项目业务构成.....	9

表格

表 1: 海南省 2010-2020 年旅游人数、收入目标.....	4
表 2: 2011-2013 年海南岛内免税店业绩逐年翻番.....	8
表 3: 2011 年中国国旅分业务估值.....	8
表 4: 餐饮旅游类上市公司估值/截止 2011-1-28.....	10

一、海南省旅游行业概况

海南省政府 26 日召开新闻发布会，通报 2010 年海南省经济运行情况。去年海南省旅游总收入 257.63 亿元，同比增长 21.7%。全年共接待旅游过夜人数 2587.34 万人次，比上年增长 15.0%。其中，接待国内旅游者 2521.03 万人次，增长 14.8%；接待入境旅游者 66.31 万人次，增长 20.2%。旅游饭店客房开房率达 60.4%，同比提高 1.5 个百分点。

截止 2010 年 11 月三亚实现旅游总收入 118.85 亿元。据了解，今年三亚共有重点项目 107 个全面投资建设，海棠湾、亚龙湾、鹿回头半岛、泛南山国际旅游区等片区开发正在稳步推进，海棠湾已完成投资 52.37 亿元。预计 2010 年三亚全市实现 GDP225 亿元，同比增长 19%，地方财政一般预算收入 42 亿元，增长 58%。全社会固定资产投资 300 亿元，增长 42%。2011 年三亚市经济发展的主要预期目标为全市生产总值增长 14% 左右，社会消费品零售总额增长 18% 左右，地方财政一般预算收入增长 14% 左右，旅游接待过夜游客增长 12% 左右，万元 GDP 能耗下降 1.5% 左右等目标。

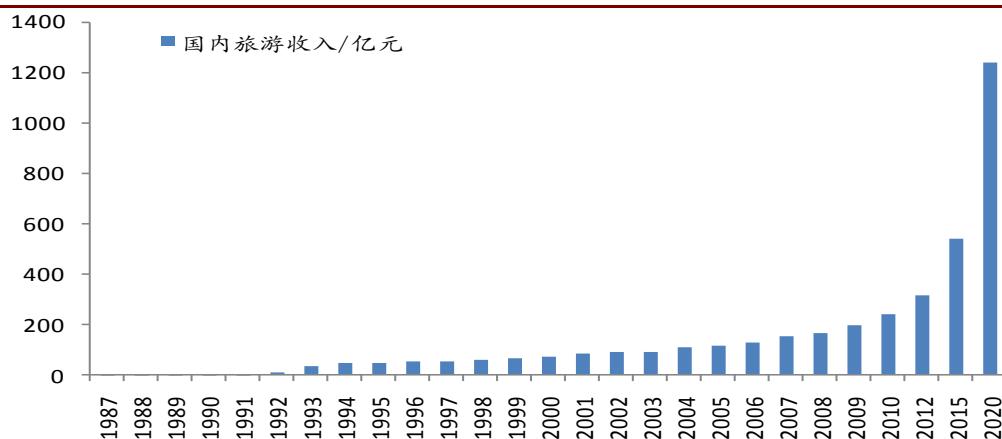
我们可以看出，2011 年三亚市的经济、旅游市场仍将保持平稳高速的发展。从《海南国际旅游岛建设发展规划纲要》中提出的目标来看，2012-2015 年海南省旅游将迎来一个新的高速发展期，旅游收入年均增长 20%，2015-2020 年海南省旅游人数在高技术的基础上仍接近翻番，旅游收入年均增长 18%，足以证明未来 5-10 年，海南旅游的高速发展必将引领的各相关产业单位拥抱其黄金十年。

表 1：海南省 2010-2020 年旅游人数、收入目标

	2009	2012E		2015E		2020E	
		绝对值	年均增长	绝对值	年均增长	绝对值	年均增长
人均生产总值/元	19166	26930	12.00%	37835	12.00%	72850	14.00%
旅游人数/万人次	2250.33	3160	12.00%	4760	14.60%	7680	10.00%
旅游收入/亿元	211.72	314	14.00%	540	20.00%	1240	18.00%
旅游业增加值比重	6.40%	7.50%		9.00%		12.00%	
第三产业增加值比重	45.00%	47.00%		75.00%		60.00%	

资料来源：《海南国际旅游岛建设发展规划纲要》，宏源证券

图 1：海南国内旅游收入/亿元



资料来源：WIND 资讯，宏源证券

从图 1 中我们可以看出，未来十年海南省将孕育一个收入倍增的市场，这其中必将孕育着巨大的投资机会，而谁将成为这场盛宴中的最大受益者？盘点旅游收入中的各种业态，酒店、餐饮、零售、交通、景区、演艺等等，高集中度具有垄断性的业务将受益明显。我们也看到《纲要》中提出稳步推进离岛旅客免税购物政策的实施，统筹安排好离岛免税店、离境免税店的建设和经营。到 2020 年，旅游购物消费占比旅游消费 40%，旅游购物消费对零售业的贡献率 50%。而目前仅有中国国旅的三亚市内免税店具有国人免税业务的经营权，到 2020 年 1240 亿元的旅游收入的 40%，即 496 亿元的大蛋糕。

但我们也清楚的认识到，目前海南的旅游市场并不完全具有爆发式增长的前提，例如三亚凤凰机场的吞吐量已接近饱和，而机场改扩建或搬迁将发出一个积极的信号，即三亚旅游市场向上的拐点即将到来。接下来我们将对此次调研涉及的相关上市公司一一进行讨论。

二、首旅股份：南山景区深度开发潜力巨大

2009 年首旅股份南山景区实现营业收入 3.79 亿元，收入占比 23%，较上年增长 21.97%。2010 年预计南山景区接待游客 245.75 万人次，买票游客 312 万人次，团客与散客比例约 6:4，实现营业收入 4.3 亿元。其中门票收入 2.76 亿元、电瓶车收入 5035 万元、餐饮收入 3200 万元、商品销售收入 3000 万元、酒店收入 2350 万元。

若以 2009 年公布的数据为样本，公司方面表示分成比例将不低于 30%，我们保守的假设门票收入 5:5 分成，则 2.76 亿元的门票收入将减少至 1.38 亿元，景区总收入减少至 2.82 亿元，按照 50% 的净利率计算，门票分成后，景区净利润将由 1.89 亿元下降至 1.41 亿元，净利润减少 4800 万元，减少 EPS0.21 元。再假设南山景区门票 2009-2011 年保持 20% 的自然增长，净利率不变，则推算出门票分成实施后 2010-2011 年 EPS 将分别减少 0.25 元、0.30 元，则 2010-2011 年 EPS0.64 元、0.69 元。

电瓶车 20 元/人具有提价空间，若提至 30 元/人次，提价幅度 50%，则电瓶车收入增加的 2500 万元可全部体现入净利润中，增厚 EPS0.11 元，对冲约一半的门票收入分成。同时，门票分成问题解决将扫清南山景区深度开发的障碍，从我们近日调研的情况来看，作为我国唯一一家同时拥有寺庙和佛像的佛教文化公园，拥有依山傍水的稀缺自然资源、占地 60 平方公里的南山景区仍具有巨大的深度开发的潜力。

目前，南山公司方面计划开发小月湾码头，形成海上游南山的线路，使游客得意从海上游览天涯海角景区，实现景区的海进陆出或陆进海出的多样化游览线路，据悉海上航线已经获批。若这一航线投入运营，100 元左右/人次的船票价格将成为公司另个重大的利润贡献点。

综合分析，我们认为分成问题的解决将加速南山景区今后的扩张，2011 年的电瓶车提价是大概率事件，若分成问题解决、电瓶车不提价我们估计 2011 年公司 EPS0.69 元，若分成问题解决、电瓶车提价 2011 年公司 EPS0.8 元。考虑到南山作为公司重大利润贡献点且具有提价和深度开发的良好预期，我们认为公司合理估值为 40 倍，对应目标价 27.6 元。

图 2: 南山景区海上观音实景



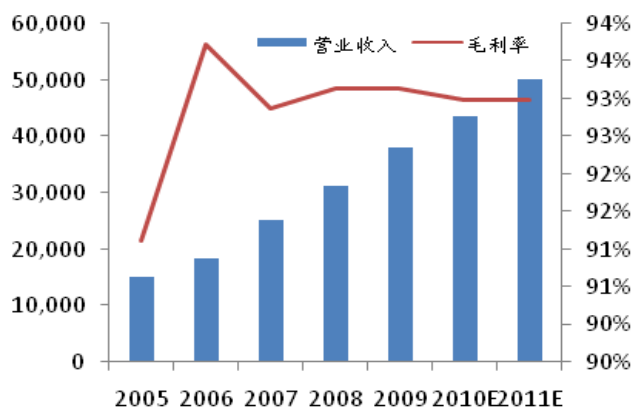
资料来源: 宏源证券

图 3: 南山景区树屋风情



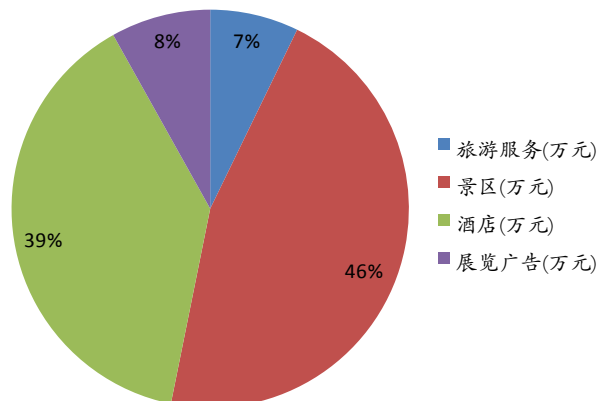
资料来源: 宏源证券

图 4: 首旅股份海南南山景区收入/万元



资料来源: 宏源证券

图 5: 2009 年首旅股份营业利润构成/%



资料来源: 宏源证券

三、中国国旅: 价值显现, 共享百亿元市场蛋糕

近日我们调研了中国国旅的三亚市内免税店, 店面位于三亚市下洋田榆亚大道, 营业面积 7000 平方米, 店内名表、名包、珠宝品牌经营齐全, tiffany&co 也即将入驻。已实施的外国游客离境退税政策已实行店内购物、机场提货的模式, 商场销售系统与海关处的提货系统联运正常, 我们认为经过试运行阶段后, 采取相同销售、提货模式的国人离岛免税政策有望随后推出。但从目前的店面选址和营业面积来看, 我们认为政策推出后将表现出供不应求的火爆场面, 而门店面积的扩张即将带来销售额的爆发式增长。

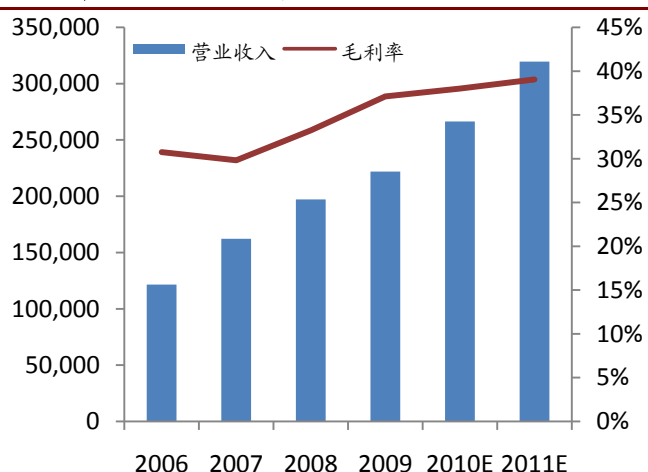
目前国旅在三亚仅经营一家免税店, 仅对外国离境游客开放, 经营情况冷清, 国人离岛免税政策将为其经营带来较大转机。

图 6: 中国国旅三亚市内免税店



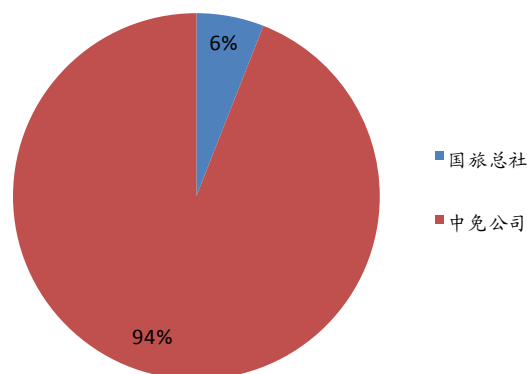
资料来源: 公司网站、宏源证券

图 7: 中国国旅免税业务/万元



资料来源: 中国国旅免税业务, 宏源证券

图 8: 中免公司成主要净利润来源/2009 年年报



资料来源: 宏源证券

我们维持之前的判断, 关键假设如下:

- 1、2010-2013 年海南省游客保持 25% 的年均增长
- 2、2011-2013 年免税购物渗透率分别为 23%、33%、40%
- 3、2011-2013 年人均免税消费 130、160、200 美元, 汇率依照 1: 7 (USD/RMB)
- 4、公司在海南岛免税销售市场占有率 50%
- 5、2011-2013 年净利润率分别为 12%、14%、14%
- 6、若国人离岛免税政策 2011 年 6 月起实施

表 2: 2011-2013 年海南岛内免税店业绩逐年翻番

	2011E	2012E	2013E
海南旅客人数 (万人次)	390	984.38	1230.47
渗透率	23%	33%	40%
人均消费 (美元)	130	160	200
公司市场占有率	50%	50%	50%
净利润率	12%	14%	14%
公司新增收入 (万元)	41205	181912.50	344531.25
公司新增净利润 (万元)	4944.6	25467.75	48234.38
总股本 (万股)	88000	88000	88000
增厚 EPS (元)	0.06	0.29	0.55

资料来源: 宏源证券

表 3: 2011 年中国国旅分业务估值

	2010E	2011E	2012E	2013E	2011PE	目标价格
旅行社/万元	5387	5925	6518	7170		
EPS/元	0.06	0.07	0.07	0.08	20	1.35
中免公司/万元	45363	49899	57384	65992		
EPS/元	0.52	0.57	0.65	0.75	40	22.8
海南岛免税销售/万元		4945	25468	48234		
EPS/元		0.06	0.29	0.55	60	3.6
股本/万股	88000	88000	88000	88000		
EPS 合计/元						
(不考虑海南国人离岛免税购物)	0.58	0.64	0.72	0.83		24.15
EPS 合计/元	0.58	0.7	1.02	1.38		27.15

资料来源: 宏源证券

综合以上假设,我们预计 2011-2013 年三亚市内免税店将为公司贡献收入 4.1 亿元、18 亿元、34 亿元;新增净利润 0.49 亿元、2.5 亿元、4.8 亿元;为公司增厚 EPS0.06 元、0.29 元、0.55 元。若国人离岛免税政策 2011 年 6 月起实施,对应合理价格 27.8 元。提醒投资者注意的是,2011 年中期的估值依据及切换至 2012 年,而国人离岛免税价格 2012 年隐含价格为 17.4 元,对应目标价 41.6 元。

四、三特索道: 具有爆发增长潜力, 期待业绩拐点

近期我们调研了三特索道海南陵水猴岛景区, 三亚至猴岛距离 60 公里左右, 行程约 1 小时, 目前只有一条通道, 途中必经陵水县, 景区入口位于陵水县城, 游客可选择车船或跨海索道通至景区, 跨海索道长 2138 米, 全程需要 15 分钟左右, 目前索道运力在 600 人/小时, 因此猴岛目前 100 多万左右的游客数已经相对饱和, 目前的挂牌价为套票 160 元, 09 年为公司贡献净利润约 2000 万元, 10 年将略有下滑。目前景区的 80% 的客源来自旅行社。经过调研我们的观点如下:

第一: 我们认为猴岛景区盈利是否能提升的关键在于**有效票价**是否能够提升。目前 50 元的人均消费和景区 160 元的挂牌价相差空间较大, 目前景区的接待量以相对饱和,

而未来随着景区知名度的提高，我们认为景区的有效票价仍有提振空间，若有效票价能提升 20 元，则在现有的经营情况下，净利润将增长 40%，即贡献年利润约 2800 万，增厚公司业绩约 0.08 元。

第二：景区的资源整合带来想象空间。我们见到的浪漫天缘景区沙滩质地非常优良，同时公司有意将白排岛开发为高端垂钓岛屿，栈道即将修好；公司的水上娱乐项目预计 4 月 1 日开园，重在提高海滩的附加值，水上项目有可能采取与别人合作的模式，公司收取提成。；公司有意整合出一条海上航线，目前航线已获批，航行的船型也已经确定，有望形成猴岛-白排岛垂钓-第一海滩水上项目游览-第一海滩酒店入住（餐饮、休闲）-蜈支洲岛的海陆结合游览线路。

图 9：三特索道猴岛景区跨海索道实景



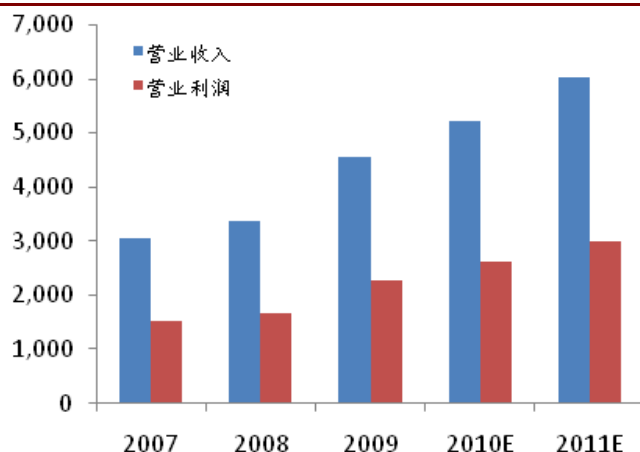
资料来源：百度图片，宏源证券

图 10：2009 年三特索道分项目业务构成



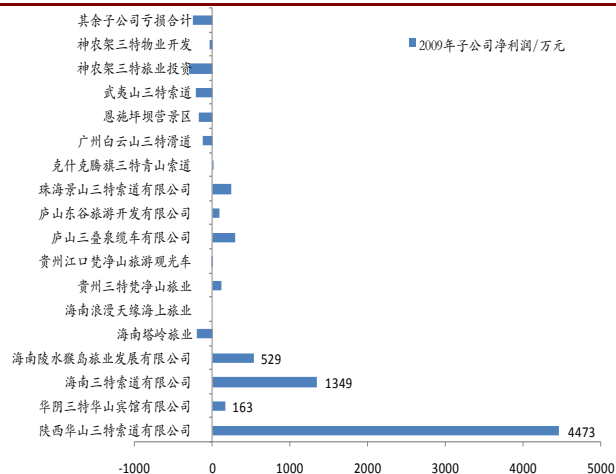
资料来源：百度图片，宏源证券

图 11：三特索道海南地区业务/万元



资料来源：公司公告，宏源证券

图 12：2009 年三特索道分项目业务构成



资料来源：公司公告，宏源证券

综合来看，公司拥有多处小景区在交通改善的前提下均有爆发增长的潜力，而由于涉房企业融资难度的加大，公司面临着较大的融资难度，因此我们认为接下来交通改善和融资障碍的消除将成为公司业绩爆发增长的拐点，预测 2010-2012 年 EPS0.27 元、0.34 元、0.46 元，对应 PE56 倍、45 倍、33 倍。目前来看使得公司基本面反转的催化因素尚未实现，建议投资者长期关注。

五、餐饮旅游类上市公司估值一览

表 4：餐饮旅游类上市公司估值/截止 2011-2-16

	2011-02-16	当前股价	每股收益				市盈率				总市值
			2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	
桂林旅游	000978	13.30	0.09	0.24	0.37	0.46	141.67	56.45	35.81	28.66	47.89
丽江旅游	002033	31.25	0.39	0.19	0.95	1.09	80.13	164.47	32.89	28.67	36.35
黄山旅游	600054	18.36	0.34	0.60	0.65	0.70	54.14	30.56	28.32	26.23	86.54
三特索道	002159	16.16	0.19	0.27	0.34	0.46	85.05	59.85	47.53	35.13	19.39
峨眉山A	000888	18.10	0.36	0.49	0.62	0.74	50.76	36.57	29.07	24.51	42.57
西藏旅游	600749	13.29	0.01	0.15	0.17	0.26	1329.00	88.60	78.18	51.12	21.93
*ST张股	000430	10.14	-0.19	0.04	0.20	0.25	-53.37	253.50	50.70	40.56	18.35
宋城股份	300144	48.59	0.00	1.01	1.30	1.62	0.00	48.11	37.38	29.99	22.31
首旅股份	600258	23.49	0.69	0.89	0.99	1.05	34.05	26.29	23.62	22.28	81.63
							215.18	84.93	40.39	32.31	
锦江股份	600754	20.94	0.47	0.61	0.68	0.76	44.96	34.36	30.92	27.51	126.32
西安饮食	000721	12.54	0.24	0.26	0.32	0.40	53.23	47.51	38.61	31.72	25.02
全聚德	002186	30.95	0.60	0.69	0.80	0.82	51.58	44.86	38.69	37.74	43.81
湘鄂情	002306	23.44	0.50	0.46	0.63	0.85	46.88	50.96	37.21	27.58	46.88
							50.57	47.78	38.17	32.35	
中青旅	600138	14.85	0.61	0.58	0.72	0.89	21.87	23.02	18.39	14.99	61.68
中国国旅	601888	28.55	0.44	0.50	0.62	0.75	30.23	26.60	21.45	17.73	251.24
							26.05	24.81	19.92	16.36	

资料来源：公司公告、宏源证券

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。