

关注消费行业中的资源股——景区类上市公司

事件

王岐山在导游工作座谈会上指出：当前，我国旅游业的巨大潜力正在爆发。各地区、各部门、各方面都要寓管理于服务之中，形成合力，共同把旅游业打造成战略性支柱产业。

我们的观点

- **旅游业作为国民经济战略性支柱产业的巨大潜力将在十二五期间爆发。** 受益于旅游需求增长，相关政策支持，交通环境大幅改善，我们认为国内旅游消费将在“十二五”期间爆发。当前我国旅游占 GDP 的比重仅为 3.79%，根据国务院《关于加快发展旅游业的意见》对国内旅游业的发展目标，到 2015 年，旅游业占全国 GDP 的比重提高到 4.5%，旅游业总收入年均增速 12% 以上。2011 年作为十二五的开局年，我们预计国内旅游收入增速为 20% 以上。
- **地方政府大力发展旅游业。** 我们预计十二五期间，为了贯彻国家旅游支柱产业的要求，同时考虑到旅游的切实利益，地方政府将大力发展旅游业，首先的便是扶持当地旅游类上市公司，因为旅游行业的大发展离不开微观企业经营的提高，而扶持的过程一般先是量的集中，然后才是质的提升，因此我们预计旅游类上市公司，特别是国资控股的，在十二五期间，存在资产注入的可能，比如作为地方旅游资源平台的丽江旅游、云南旅游、ST 长信、西安旅游等。
- **景区将成为各地旅游大发展的核心载体。** 旅游行业的产业链较长，其中景区是发展的核心要素。十二五期间景区发展的关键是解决供需矛盾问题，预计十二五期间国内旅游人次增长 50% 以上，到 2015 年达到 33 亿人次，供需矛盾非常突出，我们认为，在行业大发展时期，景区人次的增长和人均消费的增长将相伴而生，未来核心景区的增长将更多体现在人均消费的增长，从数据来看 2010 年国内旅游人均消费增长达到 11%，较过去几年快 6 个百分点。我们认为这一趋势在十二五期间将延续并强化。而固定成本相对较高的特点决定了一旦超过盈亏平衡点，景区新增收入将绝大部分转化为利润。因此我们对未来景区的成长性持乐观态度。
- **投资策略和建议：**基于 1) 十二五期间国内旅游业将呈现爆发式增长，2) 景区在十二区期间有着优先发展，和作为各地旅游大发展所围绕核心的优势，3) 从市场情况看，旅游行业整体处于历史估值较低的水平，目前行业市盈率为 33 倍，远低于 2006 年至今的行业平均市盈率 52 倍；4) 景区类上市公司总市值较低，12 家拥有景区的上市公司总市值仅为 539 亿，因此我们看好景区类上市公司在未来的成长性，未来估值存在较大的提升空间，特别是拥有可复制盈利模式，附加值较高的新型景区类上市公司，比如中青旅、宋城股份等，建议投资者予以积极关注，目前价位可以买入并长期持有。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨春燕

旅游行业资深分析师

8621-63325888 x 6080

yangy@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010015

联系人

糜韩杰

8621-63325888 x 6119

mihanjie@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

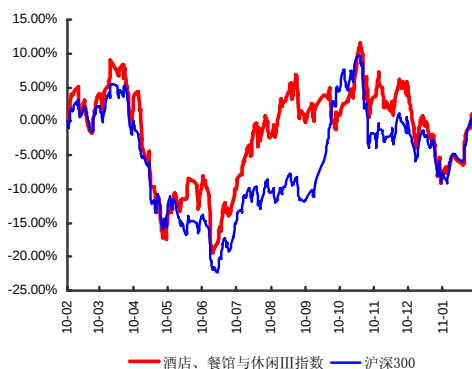
行业

旅游

报告发布日期

2011 年 2 月 24 日

行业表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	09EPS	10EPS(E)	11EPS(E)	股价	评级
锦江股份	0.47	0.61	0.68	21.71	增持
中青旅	0.61	0.51	0.85	15.29	买入
中国国旅	0.36	0.52	0.63	28.68	买入
首旅股份	0.69	0.87	1.02	24.41	买入
峨眉山 A	0.36	0.45	0.56	19.00	增持
宋城股份	0.52	0.97	1.31	48.71	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

1、我国旅游业的巨大潜力将在十二五期间爆发

旅游业是我国扩内需、调结构、促增长、惠民生的重要力量，是国家重要的战略性支柱产业和现代服务业，我们认为，在“十二五”期间我国旅游业的巨大潜力将会得到爆发。主要理由如下：

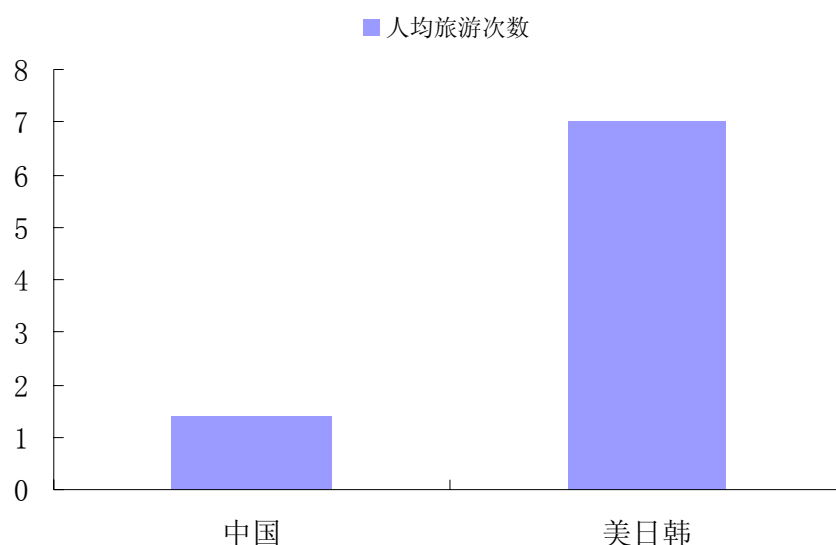
1) 需求出现爆发式增长

从最新的统计数据看，2009 年我国人均 GDP 是 3640 美元左右，全国有 10 省区人均 GDP 达 4000 美元以上，即达到中等发达国家水平，而上海、北京人均 GDP 更是超过 1 万美元，从这一点来看，当前全国观光游需求正处于快速增长期，部分一线城市和地区休闲旅游需求出现爆发式增长。

2) 我国与世界平均水平相比仍有较大差距，未来发展潜力仍很大

从国际发展趋势看，近 20 年来，旅游业持续以高于世界经济增长的速度快速发展，成为全球最大的产业之一。据世界旅游组织公布的数据，目前旅游经济总量占全球 GDP 的 10% 以上；旅游就业人数占就业总数的 8% 以上，成为吸纳就业最多的行业之一；旅游投资占投资总额的 12% 以上；新世纪以来国际旅游总收入年均增长 6% 至 7%，远高于世界经济年均 3% 的增长率。而我国当前旅游占 GDP 的比重仅为 3.79%，从绝对数量看，目前我国每年人均出游率仅为 1.4 次，远远低于美、日、韩等国家的人均出游 7 次，未来具有很大的发展空间。

图 1 国内外人均旅游次数对比



资料来源：东方证券研究所整理

3) 政策支持

09 年 12 月 1 日，国务院下发了《关于加快发展旅游业的意见》，要求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。意见明确提出了我国旅游业的发展目标：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%；入境过夜游客人数达 9000 万人次，年均增长 8%；出境旅游人数达 8300 万人次，年均增长 9%；旅游消费稳

步增长，城乡居民年均出游超过 2 次，旅游消费相当于居民消费总量的 10%；经济社会效益更加明显，旅游业总收入年均增长 12%以上，旅游业增加值占全国 GDP 的比重提高到 4.5%，占服务业增加值的比重达到 12%；每年新增旅游就业 50 万人；旅游服务质量明显提高，市场秩序明显好转，可持续发展能力明显增强，力争到 2020 年我国旅游产业规模、质量、效益基本达到世界旅游强国水平。

4) 交通环境改善

十二五期间，我国的铁路、公路和民航均将面临大发展，铁路方面，多条高铁将在十二区期间通车，公路方面各地均推出了加大高速公路建设，提高公路里程数的十二五规划，全国公路面临大发展，民航方面，十二五期间预计将有多个机场新建和改扩建，随着交通设施便捷度的大幅提高，必将进一步激发国内居民的出行旅游热情，推动旅游市场的发展壮大。

表 1 各省“十二五”铁路建设规划

省份	铁路建设规划
广西	力争到 2015 年底，全区铁路营运里程达到 5000 公里以上，主要繁忙干线实现客货分线；形成以南宁为中心，到北部湾经济区 1 小时以内、到区内主要城市 2 小时左右、到周边省会城市 3 小时左右的“123 小时”快速城际铁路网，形成布局合理、结构清晰、功能完善、衔接顺畅的“一轴四纵四横”现代化快速铁路运输网络。
江西	确保的 8 个项目已全部列入国家铁路十二五规划，这 8 个项目分别为九景衢铁路、昌吉赣客专、皖赣铁路扩能改造、鹰梅铁路、武九客专、乐德支线延伸线、九江至池州城际、安徽六安至景德镇铁路等项目，目前，这些项目均已启动前期工作。另有 4 个项目列入“十二五”规划，分别是赣州至深圳客专、井冈山至赣州铁路、衡茶吉铁路东延工程、合九铁路扩能改造，此外咸宁至吉安铁路和赣韶铁路复线项目拟作为“十二五”规划研究项目予以以后备。
河南	构建“四纵五横四辐射”的“米”字形铁路网路体系。这里的“四纵”为京广、焦柳、京九、运城—三门峡—襄樊四条线路，“五横”为陇海、侯月新菏、西安—合肥、洛阳—漯河—阜阳、山西中南部铁路通道五条线路，“四辐射”为郑州—重庆、郑州—周口—合肥、郑州—濮阳—济南、郑州—长治—太原四条放射状线路。
广东	广州在 2015 年前将新建 9 条地铁线，总长度约 248.7 公里。未来 5 年，广州在地铁建设方面将投资 1097.84 亿元。加上调整线路，2015 年前广州地铁建设将总共投入 1551.5 亿元。
浙江	“十二五”期间，宁杭、杭甬客专和杭州东枢纽、宁波枢纽在 2012 年前建成；杭长、金温、杭黄、九景衢铁路 2013 年上半年建成。 在建和拟建的沪杭客专、宁杭客专、杭甬客专、杭长客专、金温铁路扩能改造、九景衢铁路、杭黄铁路、杭州铁路枢纽、宁波铁路枢纽等“七线两枢纽”项目，我省境内总长约 1200 公里，总投资约 1800 亿元。
贵州	贵州省铁路“十二五”规划铁路有：成贵、渝黔快速铁路，贵南快速铁路，贵阳至郑州客运专线，昭通—毕节—遵义—黔江铁路，都匀—凯里—黔江铁路，独山—榕江—黎平—永州铁路，兴义—罗甸—独山铁路。
山东	济南至滨州铁路、山西中南部铁路通道山东段、青州至临沂铁路等列入了“十二五”规划建设项目。
湖南	支持东西向铁路（郴州—赣州）铁路建设，支持黔张常、安张衡、长渝客运专线、长常城际轨道延伸至张家界等 4 条铁路建设，渝长客运专线将列入湖南十二五规划。
河北	“十二五”末通车里程达到 8000 公里，其中高铁通车里程达到 1500 公里，实现所有设区市通高铁，形成以石家庄为中心的“两小时交通圈”、环北京的“一小时交通圈”。 把“1+4”铁路项目纳入国家铁路建设十二五规划：石家庄—张家口干线铁路和承德—秦皇岛、唐山—曹妃甸工业区—曹妃甸新城、沧州—渤海新区、北京—廊坊—天津城际铁路。

甘肃 进一步加大铁路建设力度，到 2015 年实现 14 个市州全部通铁路，形成高速、高路网密度的铁路运输体系。

兰州至张掖铁路纳入十二五规划，兰州市 3 个重大项目列入其中：

1. 平天铁路北延伸线(安口至长庆桥)，全长 88 公里，概算总投资 26.4 亿元；
2. 宝中铁路二线，全长 93 公里，概算总投资 27.9 亿元；
3. 平凉机场，4C 级，概算总投资 9.5 亿元(含 8 公里一级公路)。

重庆 重庆市铁路“十二五”的主要建设任务：

1. 加快推进兰渝铁路、遂渝二线、渝利铁路、成渝客专、南涪铁路、渝怀二线渝涪段、达万铁路电气化改造、宜万铁路、渝黔新线、渝万城际、三万南铁路改造等 11 个项目建设。
2. 确保开工建设渝怀二线涪怀段、黔张常铁路、郑万铁路等 3 个项目，力争开工渝昆铁路、安张铁路等 2 个项目。
3. 确保兰渝铁路、遂渝二线、渝利铁路、成渝客专、南涪铁路、渝涪二线、渝黔新线、渝万城际、三万南铁路改造、黔张常铁路等 10 个建成投用。
4. 争取将重庆至西安、主城至黔江铁路纳入全国铁路网规划。

资料来源：中华铁道网，东方证券研究所整理

2、2011 年国内旅游行业将继续保持快速增长

2011 年，我们预计国内旅游增速进一步加快，旅游收入年增速预计达到 20%以上。出境游仍有望延续爆发式增长势头；入境游增速有望回升，增幅在 5-10%。

首先，作为十二五的开局之年，国内经济将有望继续保持快速增长，人均消费也将随之提高，这为旅游行业的快速发展提供了坚实的物质保障。

其次，2011 年作为建党 90 周年和辛亥革命胜利 100 周年的纪念年，红色旅游将成为带动全年旅游增长的一大特色旅游主题。据国家旅游局统计，红色旅游近年增长迅速，最近 6 年的时间里，全国红色旅游的接待总人数已接近 13 亿人次之多，年均增长 18%，综合收入接近 4000 亿元。

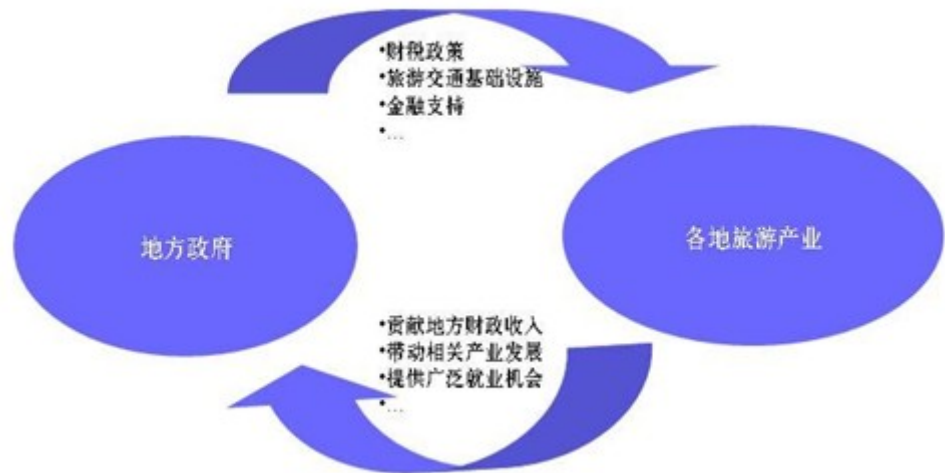
最后，2011 年 4 月在西安召开的世界园艺博览会，海南国人离岛免税政策有望在 2011 年处获批，海南将成为和济州岛和冲绳岛类似的拥有丰富旅游资源的免税购物天堂，这些区域性的旅游热点也将带动全国各地的旅游热情，进而推动 2011 年国内旅游行业的快速增长。

3、地方政府大力发展旅游业

在国家把旅游业打造成战略性支柱产业的总的大政策的指导下，具体的落实需要各地政府共同努力，基于旅游产业的发展有着诸如贡献地方财政收入、带动相关产业发展、提供广泛就业机会等一系列的优势，目前我国已经有 20 多个省将旅游业作为支柱产业和重点产业优先发展，许多省份更是对旅游产业的规划发展提出了明确的目标和提供了多方位的政策扶植。

而地方政府大力发展旅游业最直接的就是扶持当地的旅游类公司，特别是上市公司，因为旅游行业的大发展离不开微观企业经营的提高，而扶持的过程一般先是量的集中，然后才是质的提升，因此我们预计旅游类上市公司，特别是国资控股的，在十二五期间，存在资产注入的可能。

图 2 地方政府与旅游业的互动关系



资料来源：北京信息技术研究院，东方证券研究所整理

表 2 部分具有并购重组可能的公司

公司	EPS (10E)	最新 收盘 价	PE (10E)	未来可能注入资产的预期（根据公司公告及新闻报道等公开信息整理）
首旅股份	0.88	24.28	29.05	定位于首旅集团下属酒店景区发展平台，首先从四星级商务酒店开始，逐步注入资产。
桂林旅游	0.22	13.05	64.93	桂林地区旅游资源整合平台。
西安饮食	0.26	12.6	48.80	西旅集团餐饮业的整合平台
西安旅游	0.30	14.07	48.39	西旅集团将解决西安旅游和西安饮食的同业竞争，目前西安旅游主业不清晰，存在注入可能。
峨眉山	0.49	18.4	40.99	峨眉山和乐山大佛两大管委会合并后，后续有望以公司为平台注入乐山地区的旅游资产。
华天酒店	0.30	10.45	35.32	在收购完成大股东旗下酒店资产后，有望介入湖南省内其他旅游资源
云南旅游	N.A.	11.24	N.A.	实际控制人云南世博旅游控股集团，是省旅游资产做大做强的主平台。资产包括，世博园、旅行社、昆明饭店等，并在老君山和梅里雪山控制了部分景区资源。云南旅游是集团下属唯一的平台。
丽江	0.17	31.12	191.60	注入印象丽江后，大股东可能继续注入当地优质资产；二股东，云旅投是云南省另一个旅

旅游

游投资平台，在大理和西双版纳控制了一些旅游资源，存在注入可能。

东方

0.05

10.25

210.35

未来，公司有望成为广东国资酒店资产整合平台。

宾馆

注：数据取自 wind 一致预期

资料来源：公司公告，集团公司网站；东方证券研究所整理

4、景区将成为各地旅游大发展围绕的核心

我们认为景区基于其拥有的不可替代的自然资源垄断属性，将成为各地旅游发展的核心，

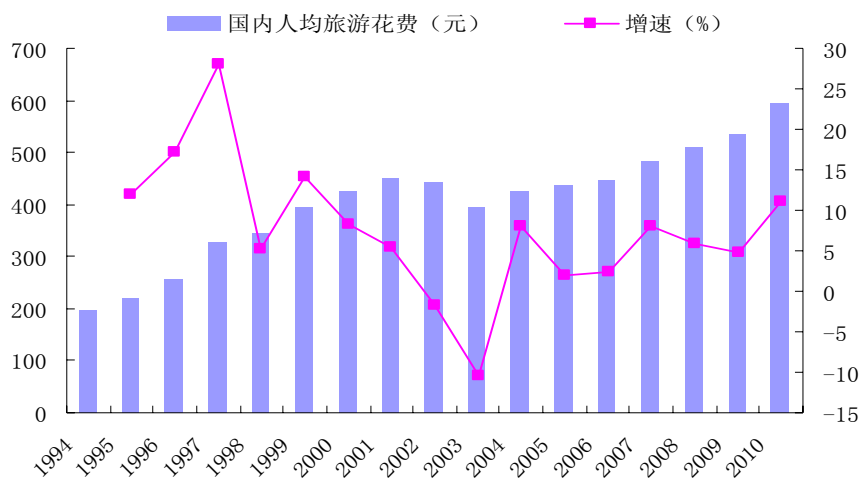
首先，供需矛盾决定了景区具有很大的溢价能力。供给来看，在当前全国近 2 万个旅游景区中，真正用于度假的预计仅 5%，其中高品质的休闲度假类景区尤其稀缺。以十二五期间，20-30 亿人次的国内游测算，整个十二五期间，国内旅游供需紧张程度将进一步加剧，价量提升仍将是核心景区的主要经营方式。

其次，旅游行业的发展规律。从旅游行业的发展规律看，通常各地旅游的发展往往是通过景区的发展带动周边酒店、购物、休闲度假等一系列衍生产业的发展，景区有着独一无二的带动先发优势。

再次，景区的经营杠杆大。运营景区的成本以固定成本为主，经营杠杆很大，考虑到固定成本的特点，随着游客人数的增长，一旦超过景区的盈亏平衡点，几乎所有的收入将转化为利润，有着便于管理，业绩弹性大的好处。

最后，人均消费增长利于景区收入增加。一方面，国内旅游市场正在经历从观光游到休闲游的转变，游客越来越乐意多花钱享受高品质的旅游服务，从国家旅游局的统计来看，国内旅游人均花费从 1994 年的 195 元增长至 2010 年的 595 元，复合年均增长率达到 7% 以上，且近年人均消费呈现加速态势，2010 年国内旅游人均消费同比增长 11%，较上年加快 6 个百分点；另一方面，景区的资源垄断性和唯一性，决定了其未来的票价存在进一步上调的可能。

图 3 国内人均旅游花费逐年增长



资料来源：国家旅游局，东方证券研究所整理

5、投资策略和建议

基于 1) 十二五期间国内旅游业将呈现爆发式增长, 2) 景区在十二区期间有着优先发展, 和作为各地旅游大发展所围绕核心的优势, 3) 从市场情况看, 旅游行业整体处于历史估值较低的水平, 目前行业市盈率为 33 倍, 远低于 2006 年至今的行业平均市盈率 52 倍; 4) 景区类上市公司总市值较低, 12 家拥有景区的上市公司总市值仅为 539 亿, 因此我们看好景区类上市公司在未来的成长性。

景区类公司通常分为两类, 传统类景区公司和新兴景区类公司, 传统类景区公司比如黄山旅游、峨眉山 A 等景区优质资源独一无二, 未来潜力很大, 新兴景区类公司, 比如中青旅、宋城股份等, 拥有可复制盈利模式, 附加值很高, 我们尤其看好后者新兴景区类公司, 建议投资者积极关注。

图 4 旅游行业整体估值处于历史较低水平



资料来源: wind, 东方证券研究所整理

表 3 景区类上市公司总市值 (2011 年 2 月 22 日)

证券代码	证券简称	总市值 (百万)
300144.SZ	宋城股份	8183.28
600593.SH	大连圣亚	1504.20
000430.SZ	*ST 张股	2248.76
000888.SZ	峨眉山 A	4468.57
000978.SZ	桂林旅游	4879.36
002033.SZ	丽江旅游	3675.81
600054.SH	黄山旅游	8776.54
000802.SZ	北京旅游	1964.73

002159.SZ	三特索道	2082.00
600138.SH	中青旅	6350.70
600258.SH	首旅股份	5648.47
600749.SH	西藏旅游	2428.80
600706.SH	ST 长信	1654.10
总计		53865.32

资料来源：wind，东方证券研究所整理

6、重点公司推荐

6.1 景区

1) 中青旅

公司是国内最具影响力的旅游类上市公司之一，致力于打造国内领先的综合旅游服务商，公司业务涉及旅游业务、景区业务和投资业务。

旅游业务中的创新业务成为增长亮点。公司今年旅游业务受行业大幅反弹及上海世博会客源拉动双重效应大幅增长，全年预计增速在 40%以上，2011 年增速虽然由于基数效应会有一定放缓，但是考虑到公司的创新业务自由行业务，随着国内游客自助游和自驾游比例的快速提高，正在快速走向成熟成为公司新的盈利增长点，因此我们预计公司 2011 年旅游业务的增速将保持在 25%左右。

会展业务规模不断扩大。随着国内经济的快速增长，会展需求量不断增加，公司基于在会展业务方面的成熟经验，市场规模不断扩大，继续领先行业，2011 年我们预计公司的会展业务有望达到 40%以上。

景区业务保持稳定增长。受益于上海世博会，乌镇景区今年收入增幅超出预期，预计将达到 50%以上，明年乌镇的收入增速预计会有一定幅度的回落，我们预计增速在 20%左右。公司投资建设的复制乌镇模式的北京密云古北水镇项目正按计划稳步推进，预计于 2013 年正式投入运营，古北水镇区位优势，交通便捷，客源丰富，且公司运营乌镇有着丰富的成功经验，我们认为前景看好。

投资业务将会有较大幅度的增长。彩票业务方面，公司彩票业务中与云南省政府签订的合同期限将于 2011 年 6 月 9 日到期，目前，云南彩票销售业务增长较快，占西南三省彩票销售收入近 30%，如果到期后，不能续约将对公司业绩造成一定影响。房地产业务方面，由于公司之前的房地产业务大部分于 2009 年结算，因此今年房地产收入大幅下降，而 2011 年公司慈溪绿城项目将开始结算，我们预计结算收入将超过 14 亿，有望为公司每股收入贡献 0.3 元。IT 业务凭借优良的管理，2011 年我们预计增速将为 30%。

盈利预测和投资建议：维持 10-12 年每股收益 0.51 元、0.85 元和 1.04 元。目前股价对应 2010 年动态市盈率 30 倍，2011 年 18 倍，估值不高，维持买入评级，目标价 20.3 元。

2) 宋城股份

公司主要经营文化类主题公园宋城景区（其核心产品为大型旅游文化演艺节目《宋城千古情》）、游乐类主题公园杭州乐园和杭州动漫馆，收入以门票收入为主，还包括部分商品销售、商铺租赁等收入。

宋城门票提价将增厚公司 2011 年业绩。公司从 2011 年 1 月 1 日起，将景区演艺联票价格提高 20 元。从历史上看，票价的提高对当年公司宋城景区收入的增加效果明显。同时，暂不考虑公司大戏《宋城千古情》广受好评，即使和其他同类的景区和演艺节目相比，原先票价偏低。因此我们认为提价不会影响公司游客人数。据我们测算，景区演艺联票提价 20 元，将新增公司年收入 5814 万元，使宋城景区营业收入增长 19% 左右。

后世博对公司的影响不大。首先，和游客人数密切相关的杭州酒店出租率和平均房价在世博后并未下降，显示杭州整体的旅游市场受后世博影响较小。其次，春节黄金周期间宋城景区自驾游客数比去年同期增长 65%。自驾游蓬勃兴起并非个案，考虑到散客票一般折扣很少，或者没有折扣。因此散客化趋势的上升将抵消一部分游客人数下降对宋城景区收入的不利影响。再次，公司的上市使得大戏《宋城千古情》的知名度大幅提升，我们预计入景区且观看演出的人数占比将增加。最后，上海世博期间被压制的旅游需求逐步释放，有望一定程度拉动周边旅游，冲减部分公司游客下滑带来的不利影响。

募投项目 2011 年开始相继投入运营。改造后的杭州乐园将于 4 月 2 日开园，游乐性的大幅提升将吸引更多的游客。同时园内定位与《宋城千古情》形成互补的大型演艺节目《杭州之夜》有望在下半年上映，预计将成为公司今年收入增长的一大亮点。以杭州及周边地区少年儿童为目标群的动漫乐园，2012 年改建完成后市场潜在规模将达到 230 万人。

外围拓展具有巨大的市场潜力。公司三亚项目据市场传闻由于土地审批问题将延后于 2012 年年中推出，我们认为之前公司股价大幅下跌已充分反映了该利空预期。基于三亚独特的地理文化优势和公司在经营文化演艺节目方面的丰富经验，我们保守估计 2012 年将吸引游客人数 40 万人，以人均有效票价 120 元计，新增公司收入 4800 万元。此外，超过 16 亿元的超募资金将帮助公司在其他旅游资源丰富地区投资或者收购多台文化演艺节目，实现公司业务模式的进一步复制与扩展。

盈利预测和投资建议：我们预计公司 10-12 年净利润分别为 1.64 亿、2.2 亿和 3.04 亿，复合年增长率为 51.75%，每股收益为 0.97 元、1.31 元和 1.81 元。目前股价对应 2011 年市盈率 37 倍，我们认为存在一定的低估，没有完全体现出公司“主题公园+旅游文化演艺”模式的快速复制性。给予公司“买入”评级，目标价 64 元。

3) 峨眉山 A

公司所处的峨眉山风景区是世界自然与文化双遗产，是历史悠久、中外驰名的国家级风景名胜区。公司主营业务包括游山门票收入、客运索道收入、宾馆客房和餐饮收入、旅行社收入、广告及商品销售收入、供水供电收入、温泉收入和其他收入，其中以游山票、客运索道和宾馆收入三者为主，以 2009 年年报数据，三者收入占总收入的 88.50%。

游山人次增长，景区索道酒店业务受益。从短期看，由于成渝地区经济稳步增长旅游需求增加，加之峨眉山独特的 5A 景区加佛教名山背景，我们预计 2011 年公司游山人数将保持 8% 左右的行业

自然增长。而中长期受益于乐山综合交通规划带来的交通的大幅改善，旅游客源有望保持持续稳定增长。游客人数的增长将直接带动公司门票收入、索道收入和酒店收入的增长。

酒店业务有望开始贡献净利润。公司的酒店业务在 2008 年前一直亏损拖累公司业绩。2008 年底公司管理层推出以净利润等为考核指标的绩效体系，与奖金挂钩，体制的改变使的公司酒店业务的经营效益从次年开始持续改善。经营绩效的提高加之未来住宿游客的增加，我们预计公司的酒店业务将在 2011 年扭亏为盈，贡献净利润。

未来增长点。公司近年开始大力发展茶叶经济，基于国内茶叶市场的巨大消费潜力和峨眉雪芽极为优良的品质，我们预计公司旗下的的雪芽茶叶公司有望在未来成为公司又一大利润增长点。同时，公司在 2010 年与集团合资成立了“峨眉山万年旅游房地产有限公司”，虽然目前公司还未公布具体的规划方案，但我们预计未来休闲度假旅游地产将可能成为公司另一重要的赢利点。

盈利预测和投资建议：我们维持公司 2010-2012 年每股收益 0.47、0.59 和 0.70 元。目前股价对应 2011 年市盈率 32 倍，存在一定估值优势。考虑到行业长期看好，公司未来存在较多增长机遇，给予 2011 年 35 倍 PE，对应目标价 20.65 元。维持“增持”评级。

4) 首旅股份

目前公司的主营业务包括酒店、景区和旅游服务。其中酒店包括民族饭店、京伦饭店和前门饭店 3 家四星级饭店，分别位于西长安街、建国门外 CBD 地区和南城旅游文化区等北京市中心地段。景区业务主要是位于海南三亚的南山文化旅游景区。提供旅游服务的主要是旗下的神舟国旅集团，业务涵盖入境旅游、出境旅游、国内旅游、商务旅游、票务等。

酒店行业回暖，出租率迅速回升。公司所属的民族饭店、京伦饭店和前门饭店 3 家饭店的恢复速度高于北京平均水平。虽然酒店业务已走出金融危机影响，但目前的平均房价较 2008 年金融危机前还处于较低水平，我们预计 2011 年公司酒店业务存在一定的提价空间。此外，公司的控股股东首旅集团旗下有许多优秀的酒店资产，包括多家五星和四星级酒店，这些资产有可能在将来被注入上市公司。

南山景区将受益海南国际旅游岛建设。作为海南的 5A 级景区，南山苑的接待人次占到三亚市总接待量的 40%。随着海南国际旅游岛建设的稳步推进，公司将成为地区接待人次增幅加快的最大受益者之一。虽然目前南山门票分成问题的悬而未决对股价有一定的抑制作用，但考虑到我国旅游业正处于上升周期以及有望在 2011 年实行的离岛免税政策对景区游客量的提升效果等积极因素，公司估值仍存在较大上升空间。

盈利预测和投资建议：我们维持公司 2010-2012 年每股收益 0.87、1.02 和 1.13 元。目前股价对应 2011 年市盈率 24 倍，远低于行业平均 30 倍的市盈率，估值优势明显。

5) ST 长信

根据 ST 长信的公告，公司将出售原有资产并且向曲江文旅非公开发行不超过 9600 万股股份购买其所持有的文化旅游类经营资产，该资产预估值约为 9.5 亿元，交易完成后，曲江文旅将持有公司 52.36% 的股份，成为公司控股股东，而 ST 长信将变身为西安最大的历史文化景区集成商，业务

范围涵盖历史文化类旅游景区策划、运营管理、旅游配套餐饮酒店、旅行社为核心的文化旅游产业运营。公司的盈利能力与公司价值将获得大幅提升。

注入资产皆为西安市内优质景区资源。目前，曲江文旅运营管理 3 个国家 4A 级景区，分别是大雁塔景区、大唐芙蓉园和曲江海洋公园。其中，大雁塔是全国著名的古代建筑，被视为古都西安的象征；大唐芙蓉园是中国第一家全方位展示盛唐风貌的大型皇家园林式文化主题公园；曲江海洋公园是西北地区唯一一家海洋主题公园和全国海洋科普教育基地，她们与曲江文旅其他的优质景区，大明宫国家遗址公园、唐大慈恩寺遗址公园、曲江池遗址公园和唐城墙遗址公园等共同构筑成曲江文旅庞大的文化旅游景区集群，目前曲江文旅所管理的景区面积达 1 万余亩。

公司文化旅游类资产直接受益世园会。作为西安最大的景区集成商，我们认为资产注入后的 ST 长信将受益世园会召开对西安旅游业的带动，2011 年业绩有望大幅提升。公司最主要的利润来源大雁塔景区作为在国内享有很高的知名度，西安的标志性景区之一，游客人数有望实现超过西安整体的平均增幅。另外鉴于上海世博会运营期间，杭州宋城景区游客人数同比大幅增长，受益效果明显，我们预计同样以主题公园和文化演艺为经营模式的大唐芙蓉园在西安世园会召开期间游客人数将出现爆发式增长，而公司将于 2011 年 1 月 1 日开始收取大唐芙蓉园的经营管理酬金（直接和门票收入挂钩），因此大唐芙蓉园的收入将极大的提升公司 2011 年的业绩。

公司存在进一步资产注入的可能。曲江文旅此次未注入的四个项目，曲江寒窑遗址公园景区及周边商业配套，秦二世遗址公园，楼观台财神文化区一期（庙区）项目和紫薇·永和坊项目，其中前三个项目曲江文旅承诺，“待受限于相关法律法规的原因消除后，立即通过市场方式转让给上市公司，或者转让给其他无关联第三方，以保证不与上市公司产生同业竞争或潜在的同业竞争。”而占地面积 23 万平方米，建筑面积约为 60 万平方米，目前正处于主体施工阶段的永和坊项目，我们认为未来不排除在地产调控结束之后注入上市公司。另外，我们预计公司在未来将被打造成曲江集团（曲江文旅的母公司）下属的文化旅游资产类平台，因此集团的相关旅游类资产（比如法门寺景区、临潼旅游度假区等）也存在注入公司的可能。

6) 锦江股份

公司于 2010 年上半年实施了重大资产置换及关联交易方案，通过与锦江集团尽了的各方资产和业务的重组交易，公司拥有了锦江之星 100% 的股权，公司主营业务也由之前的酒店投资营运、星级酒店管理和连锁餐饮投资转变为经济型酒店业务和连锁餐饮投资业务。

经济型酒店业务继续保持高增长。1) 受益于行业的供求失衡，平均房价未来将继续小幅提高，同时入住率将持续维持高位。2) 渠道扩张有望加速。公司与竞争对手相比扩张较为谨慎，但随着公司管理层对公司的持股，管理层利益和股东利益的相对统一，同时经济型酒店行业整体高成长高盈利的背景下，我们认为公司在保证开店质量的前提下，未来的扩张步伐将加速，特别是对于潜力巨大的二三线城市的布点将大幅提高。根据公司 3-5 年达到 1000 家店的规模，明年公司开店数预计在 200 家左右。3) 金广快捷的收购开启了公司的并购序幕。在成功收购金广快捷后不排除公司未来会进一步收购其他中小经济型酒店。我们预计 2011 年公司经济型酒店业务有望保持 40% 以上的增速。

连锁餐饮业务稳步增长。随着经济的发展和人民生活水平的提高，我国的餐饮市场将进一步扩大，公司的连锁餐饮业务在此背景下将保持稳步增长，同时考虑到公司参股的上海肯德基、控股的上海

新亚大家乐（包括新亚大包）、参股的上海吉野家，均为知名的连锁餐饮品牌，在品牌效应的带动下，我们认为其有望获得超过行业的增速，2011 年公司连锁餐饮业务增速预计为 20%左右。

盈利预测和投资建议：预计 2010-2011 年 0.61 元（合并收益 0.68 元）和 0.73 元，维持增持评级，目标价 29.2 元。

7) 中国国旅

公司主营业务为旅行社和免税业务，经营主体分别是国旅总社和中免公司。国旅总社在境内拥有 31 家子公司和近 200 家门市部，遍布于全国主要中心城市和旅游热点城市。中免公司作为我国免税行业的龙头企业，其免税品销售的国内市场份额始终排名第一。

旅行社业务稳步增长。国内旅游行业持续增长，预计 2011 年国内旅游收入同比增速在 15%左右，公司近年适时调整战略，确立了三游并重，我们认为，国旅总社凭借其品牌、网络等优势，有望充分分享国内游和入境游的增长，获得超出行业的超额利润。另外公司于 2009 年独立设置会展有限公司，独立运作会奖旅游，考虑到作为新业务的中国会奖旅游市场近年蓬勃发展，因此我们预计商务会奖旅游业务将成为国旅总社未来的新盈利增长点。

免税业务内生和外延双轮驱动。除了受益行业本身的高成长外，公司通过内生和外延两方面业务运营将获得高于行业的超额利润。内生增长方面，通过产品品类调整，增加香化等高毛利产品；增加无资产关系免税店的控股，从批发到零售转变；加强与供应商合作进一步降低采购成本，公司免税业务的毛利率有望继续小幅提升。外延增长方面，公司今年上半年增持了旗下 11 家免税店子公司的股权，主要是从低于 50%的相对控股增持至 51%的绝对控股，是公司净利润得到后一定程度的提高，考虑到公司目前还有 12 家子公司的股权低于 50%，我们预计 2011 年有望继续增持。另外随着我国口岸建设的升级，机场面临较大的改建和扩建，这为公司增加免税店数量，扩大免税店经营面积提供了可能，有望凭此继续扩大公司免税业务的经营规模。我们预计公司 2011 年免税业务收入增速为 20%以上。

海南国人离岛免税一旦实行公司业绩将呈爆发式增长。海南国人离岛免税政策如果如市场预计在 2011 年初实行，公司将是最直接的受益者，考虑到目前仅公司旗下的中免公司具有海南免税牌照经营权，且公司三亚建筑面积为 7000 平米的大型市内免税店也已经开业，因此从中短期看公司将独享免税盛宴。假设三亚 2011 年接待游客 962 万人，20%的游客进免税店购物，人均消费 1800 元，公司三亚店免税业务净利润率 10%，则海南免税业务 2011 年有望为公司贡献 3.46 亿的净利润，折合每股收益 0.39 元。

盈利预测和投资建议：不考虑海南国人离岛免税政策，我们预计 2010-2012 年三年公司每股收益为 0.46、0.63 和 0.81 元，考虑海南国人离岛免税政策 2011 年开始实施，我们预计 2010-2012 年三年公司每股收益将分别为 0.46、0.89 和 1.35 元。考虑到国人离岛免税政策的实行只是时间问题，同时在 2011 年实施的可能性较大，基于包含政策的 2012 年每股收益 1.35 元，给予公司 30 倍的市盈率，目标价 40.5 元，维持买入评级。

8) 西安饮食

西安饮食为西北地区最大的餐饮企业，囊括了西安绝大部分地方特色餐饮，从正餐到小吃，拥有多个中华老字号。公司现有资产总额 7.35 亿元，员工总数约 5369 人。主要品牌有西安饭庄、老孙家饭庄、西安烤鸭店、五一饭店、德发长饺子馆、同盛祥饭庄、东亚饭店、清雅斋饭庄、联合食品分公司、永宁宫大酒店、桃李村饭店、解放路饺子馆等，拥有 15 家分公司，10 家子公司，近 40 家经营网点，其地理位置均处西安市黄金繁华地段，且多为百年历史的老店、老店、名店、特色店和“中华老字号”。

餐饮收入显著受益于 2011 年西安世园会的召开。根据 2006 年沈阳世园会的经验，沈阳当地的大型餐饮企业 2006 年餐费收入明显大幅提升，较同期年均复合增长率提高 40 个百分点，其中正餐更是大幅提高 70 个百分点，我们认为，参观西安世园会的游客通常会选择当地比较有特色的餐馆用餐，品尝一下西安的特色风味，而公司几乎囊括了西安所有富有当地特色的餐馆，因此公司将显著受益于世园会的召开。借鉴沈阳的经验，我们预计西安世园会对公司餐饮收入的正面影响为 40%，考虑到公司近三年餐饮收入复合增长率为 5% 左右，预计公司 2011 年餐饮收入增速为 45%。

表 4：重点旅游类公司盈利预测及估值表

证券代码	证券简称	投资评级	收盘价（元）总市值（百万）			盈利预测				市盈率			
			2011-2-22		09E	10E	11E	12E	09E	10E	11E	12E	
景区													
600054.SH	黄山旅游	未评级	18.62	8776.54	0.34	0.52	0.60	0.69	55	36	31	27	
600258.SH	首旅股份	买入	24.41	5648.47	0.69	0.87	1.02	1.13	35	28	24	22	
600138.SH	中青旅	买入	15.29	6350.70	0.61	0.51	0.85	1.04	25	30	18	15	
000888.SZ	峨眉山 A	增持	19.00	4468.57	0.36	0.47	0.59	0.70	53	40	32	27	
餐饮													
000721.SZ	西安饮食	未评级	12.44	2482.13	0.24	0.26	0.32	0.40	53	N.A.	38	31	
酒店													
600754.SH	锦江股份	增持	21.71	13096.36	0.47	0.61	0.73	0.88	47	36	30	25	
旅行社													
000610.SZ	西安旅游	未评级	13.79	2713.15	-0.01	0.30	0.52	0.70	N.A.	46	26	20	
免税													
601888.SH	中国国旅	买入	28.68	25238.40	0.44	0.52	0.63	0.81	65	55	46	35	
文化演艺													
300144.SZ	宋城股份	买入	48.71	8183.28	0.70	0.97	1.31	1.81	70	50	37	27	

注：表内所有未评级公司盈利预测数据取自 Wind 资讯

资料来源：wind、东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

根据公开信息披露：截止2010年年报，我司持有ST长信（600706.SH）股票1300089股；

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn