

旅游餐饮行业 2011 年日常报告

评级：增持 维持评级

行业点评

毛峥嵘

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

旅游产业作为战略性配置行业之逻辑框架

事件

在经历年初的大幅调整后，近期旅游板块持续走强。截至 3 月 2 日，旅游餐饮指数年内累计实现正收益 4.3%，相较沪深 300 指数，已由之前最多时近 5 个百分点的相对负收益提高到 0.63% 的超额收益(见图表 1)，在所有行业板块中也由最低时的第 21 位(共 24 个行业板块)上升至第 11 位(见图表 2)。我们认为，旅游板块的估值修复，除在一定程度上得益于市场流动性紧缩预期减弱，更为重要的是，旅游产业未来发展的逻辑从宏观经济、产业中观层面乃至企业微观层面上均将获得十分有力的支撑。近期，我们通过对国外旅游产业发展历程、中国经济发展阶段以及旅游业态的梳理、考察，初步形成以下对于旅游产业作为资本市场战略性配置行业的投资逻辑框架。

评论

宏观视角 - 房地产“去投资品化”引致消费能力释放；后工业化时代旅游作为先导性行业战略地位大幅提升：

- 1) 在笔者看来(此部分仅代表个人观点)，去年下半年伊始针对房地产市场的一系列调控政策(提高房贷首付比例和贷款利率、限购、增加交易环节税费、扩大保障性住房规模等)在相当大的程度上降低了房地产的投资品属性，更多还原其作为大宗消费品的特征，这在客观上显著减缓房价上涨趋势。在居民收入总体保持增长的背景下，一方面，房产开支(还贷、首付)对收入的占比有望呈现出下降趋势，减少对其他消费的挤出；另一方面，房产价格的相对平稳或是涨幅趋缓将有效改善居民(尤其是首套房购买者)的资本开支预期，释放部分之前为预防房价过快上涨而进行的过度储蓄。因此，房地产“去投资品化”对于居民潜在消费能力的释放将起到十分积极的作用，尤其在边际上，对比其他消费领域与发达国家的差距，中国旅游消费无疑将具有更高的收入增长弹性。
- 2) 根据一般的宏观分析，中国在 2002 年以后经历了重工业化的过程，投资成为推动经济的主要驱动力，这一进程在 08 年全球金融危机的冲击下告一段落，而在此后国家 4 万亿投资经济刺激计划的推动下，中国制造业，无论是在全球的地位，还是对资源的依赖度，均已达到了相当高的程度，经济结构转型势在必行。在后工业化时代，消费将逐步成为经济增长的主要驱动因素。相较之前的经济先导性行业(如房地产、汽车)对制造业的拉动，**旅游产业同样具有长产业链、关联产业众多的特征**，几乎对所有的消费领域(如交通、食品饮料、餐饮、娱乐、文化演艺等)、服务性行业均具有明显的带动效应。与此同时，旅游行业作为现代服务业的重要组成部分，又是一个能够吸纳大量劳动力且低碳环保的产业，在当前国家高度重视民生的背景下，其政治意义显得尤为突出，而大量地处中西部的旅游资源在日益提高的环保要求下又将成为推动当地经济发展的重要依托。因此，自 09 年末国家将旅游业首次列为战略性支柱产业后，从中央到地方各级政府，对旅游产业的重视程度是空前的，其战略地位得到显著提升。

产业中观视角 - 旅游消费需求正在经历多样化和消费升级的重要阶段；旅游产品供给及上市公司将日益丰富：

- 3) 从产业中观需求侧的分析来看，随着城镇居民人均可支配收入持续增长，在未来两年内，中国将新增超过 50% 的城镇居民人均可支配收入在超过 3000 美元(见图表 3)，根据国际经验(国际上往往采用人均 GDP 指标，考虑中国的收入分配体制，我们在此采用人均可支配收入数据)，中国未来两年将经历旅游消费需求多样化和消费升级的重要阶段，由此将拉动旅游以外要素(如吃、住、行、购、娱)实现更快速度的增长，由此也为旅游业态的升级奠定了坚实的需求基础。2010 年上海世博会引致的“全民出游”更是在相当程度上激发了国人旅游的意识 and 热情，让人们充分意识到旅游不再是生活中的一件“奢侈品”，而将逐渐成为生活中重要的组成部分。与此同时，带薪年假逐渐在全社会得到贯彻实施又将为人们的旅游出行提供了制度性的时间保障。
- 4) 而从产业供给侧的角度来看，正是随着人们旅游消费需求多样化发展以及对于旅游要素品质要求的提升，旅游活动正在由单纯的观光旅游向集观光、休闲度假为一体的复合型旅游产品延伸。人们在欣赏秀丽的自然景色或是感受深厚的人文古迹之余，还希望有参与性、互动性较强的休闲娱乐活动，晚间有文化演艺，或是高品质的住宿、温泉、SPA，富有地方特色的餐饮，等等，以进一步提升旅游消费体验，这为扩大旅游产业价值链、丰富旅游产品提供了广阔的市场空间，也在客观上为旅游资产上市(由国家投资建设的风景区门票经营权不允许上市)、资本运作提供更为可行的操作空间。

- 5) 随着交通基础设施的快速发展(高铁、高速公路网)、旅游产业业态的日益丰富以及产品、服务品质的不断提升,在景区门票以外旅游产业链(酒店、餐饮、娱乐、文化演艺等)盈利能力不断提升的同时,大量地处中西部、尚处在初级阶段的旅游资源成为企业进行产业扩张的重要依托,这让旅游产业加快证券化进程成为可能。而在 2011 年证监会对上市融资产业指导中,旅游行业更是成为鼓励上市的产业板块。旅游上市公司规模的扩大,一方面将增加资本市场对旅游业的关注度,更为重要的是,将吸引更多的社会资本进入旅游产业,推动旅游产业的快速发展,并有望触发旅游资源价值的系统性重估。

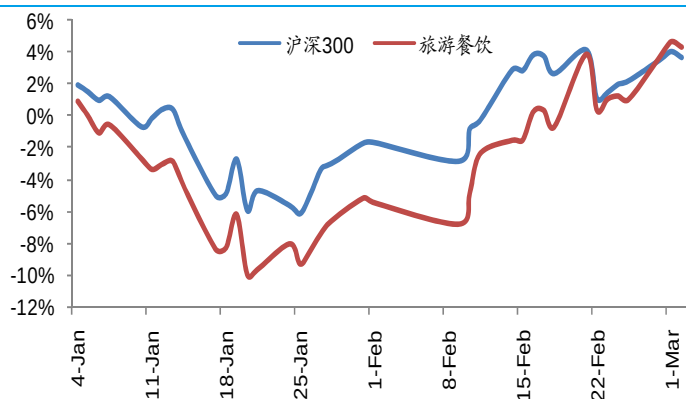
企业微观视角 - 复合商业模式旅游目的地; 丰富休闲娱乐设施、延伸产业链; 旅游资源扩张、整合暗流涌动; 旅游企业市场化经营意识逐步提高

- 6) 纵观大多产业的发展,尤其下游消费品行业,在产业发展的初级阶段,一些新业态的出现,一些新的运作模式的出现,经常会被当作“个案”讨论,殊不知任何产业的转型、加速发展往往是从“个案”开始的。我们认为,在旅游产业内部,复合商业模式旅游目的地不断涌现,依托已有旅游资源丰富休闲娱乐设施、延伸上下游产业链以及加快旅游资源扩张、整合,将在微观层面上为旅游产业成为资本市场战略性配置行业提供有力支撑。
- 7) **环城市休憩带中复合商业模式之休闲旅游目的地的迅速崛起:** 乌镇模式(见图表 4)的成功让我们看到了,除门票以外,景区经营可以如此与住宿、餐饮、娱乐、休闲设施(如 SPA、文化演艺等)相结合,水乡古镇也可以有超五星的会所和高品质的红酒吧,围绕经济较发达城市之居民的消费需求提供产品、服务,能够最大限度延长游客停留时间,以提升人均消费。而当我们还在固执地认为乌镇只是“个案”的时候,北京的古北水镇项目(中青旅)已经于 2010 年启动,巴城对阳澄湖周边总规划面积达 24 平方公里的休闲度假旅游项目(目前是非上市公司项目)也已经提上议事日程。尽管这些旅游目的地都是高资本投入、长周期的项目,但我们相信,经过 2~3 年的建设,依托中心城市居民之较强的消费能力,这些休闲旅游目的地同样也将成为高产出的经营性资产。
- 8) **依托现有旅游资源,丰富休闲娱乐设施,延伸上下游产业链:** 传统模式下旅游资源的经营往往只是通过门票、索道等简单的“垄断收费”模式进行,一方面,这种模式往往会导致游客量至上的经营理念,忽略了环境的压力,并在旺季高峰时会受到景区容量的制约,另一方面,门票、索道提价往往会面临较大的社会舆论压力,而且,从长期来看,随着高速交通网络(高铁、高速公路、航线)的日益完善,旅游资源之间也将产生一定的替代效应,过高的“垄断收费”很可能导致游客的分流。近几年,一些依托旅游资源的酒店(如峨眉山的红珠山大酒店)通过重新装修提高品质,不仅平均房价水平大幅上涨,而且,提价后的入住率不降反升,经济效益得到显著提高。因此,在我们看来,依托现有旅游资源,根据旅游消费需求的变化趋势,开发具有较强参与性、互动性的旅游休闲、娱乐设施,延伸上下游产业链(如开发高品质旅游商品、进一步整合旅游要素资源等),将有效提升游客人均消费水平,进一步提升旅游资源的盈利能力。
- 9) **加速旅游资源扩张、整合步伐:** 相较大多呈现出完全竞争市场格局的下游消费品行业(行业中优势企业的市场地位往往是经过激烈竞争取得的),旅游活动的进行必须有一定的资源依托,尽管从长期来看,高速交通环境的改善将使得资源之间产生一定的竞争,甚至会导致一些旅游胜地的衰落,然而,中国旅游业作为正处在加速发展初期的现代服务业,旅游资源将成为产业发展最为重要的战略性资产。因此,加速旅游资源的扩张、整合势必成为未来一段时间内旅游产业深化发展的重要方向。目前,一些旅游资源大省的各级政府已经有意识推进以国有企业为运作平台的旅游资源整合工作,而在旅游资源深度开发、资本投入不断扩大的背景下,已有的旅游上市公司凭借其资本市场融资往往成为资源整合重要的运作平台。在我们看来,资源扩张整合存在两种不同的方式:一种是以现有旅游资源有效运营、深度开发为依托,在形成较强盈利能力和资源造血功能(创造现金流)的基础上进行资源扩张和延伸,这种模式对投资者而言,风险相对可控,又具有较好的成长性;另一种是“跑马圈地”方式的资源整合,以抢占资源作为优先目的,但资源的盈利能力和造血功能很可能存在一定的问题,需要有雄厚的资金实力做支撑,一旦行业出现系统性风险(如 SARS、汶川地震等),很可能面临资金链断裂的风险,然而,此类公司也往往是弹性最大的,如若旅游资源在经营上形成良性循环,资源价值将在资本市场上得到最大程度的显现。
- 10) **经过多年的发展,旅游企业的市场化经营意识逐渐提高:** 由于投资体制、资源占有等方面的原因,旅游企业大多为国有企业,从以往经验来看,企业市场化意识相对薄弱,机制落后,在经营上往往表现出“守株待兔”式的“坐商”思维。然而,随着中国经济市场化程度的逐步提高,对外交流的不断深入,尤其是在资本市场层面,股权分置改革后流通股股东对大股东利益的局部制衡,客观上促使旅游企业提高市场化经营、主动营销意识,运营机制也得到显著改善。相较以往,投资者能够更大限度地受益于旅游产业的快速发展。

投资建议

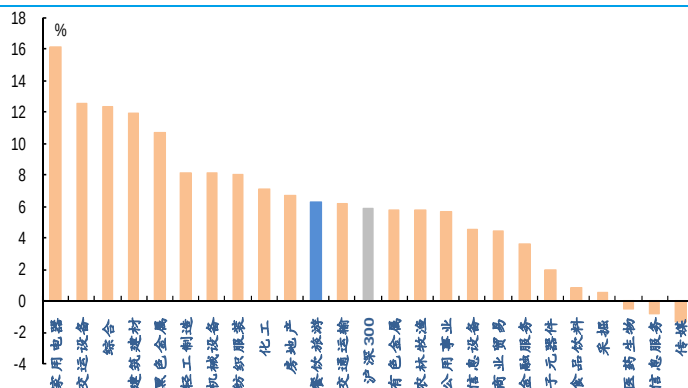
我们认为,中国旅游业正在面临需求多样化、消费升级的重要阶段,将是房地产“去投资品化”对居民潜在消费能力释放之边际影响最大的产业之一,而产业从中观到微观层面的积极变化(复合商业模式、丰富休闲娱乐设施、延伸产业链、旅游资源扩张整合以及市场化经营意识的显著提高)亦较好匹配了产业的发展趋势,这将成为推动产业长期向好的核心力量。与此同时,两会之后,各行业的“十二五”规划将全面公布,旅游产业亦不例外,《国民休闲计划》也有望在近期尘埃落定。在全球性的政策框架确定后,鼓励旅游产业发展的具体政策(如财税支持、土地政策等)和针对一些地方旅游业(如国家旅游综合改革试验区)的创新政策将逐渐明朗,加之 2 季度将开始步入旅游旺季,企业经营和资本运作也将渐趋活跃,旅游板块则将面临估值系统提升的重要时期。对此,我们重申对旅游行业的“增持”评级,全面看多旅游板块,投资推荐排序为:峨眉山、桂林旅游、丽江旅游、黄山旅游、首旅股份、中青旅、三特索道、锦江股份、中国国旅和宋城股份。

图表1: 2011 年旅游餐饮指数对比沪深 300 收益率变化

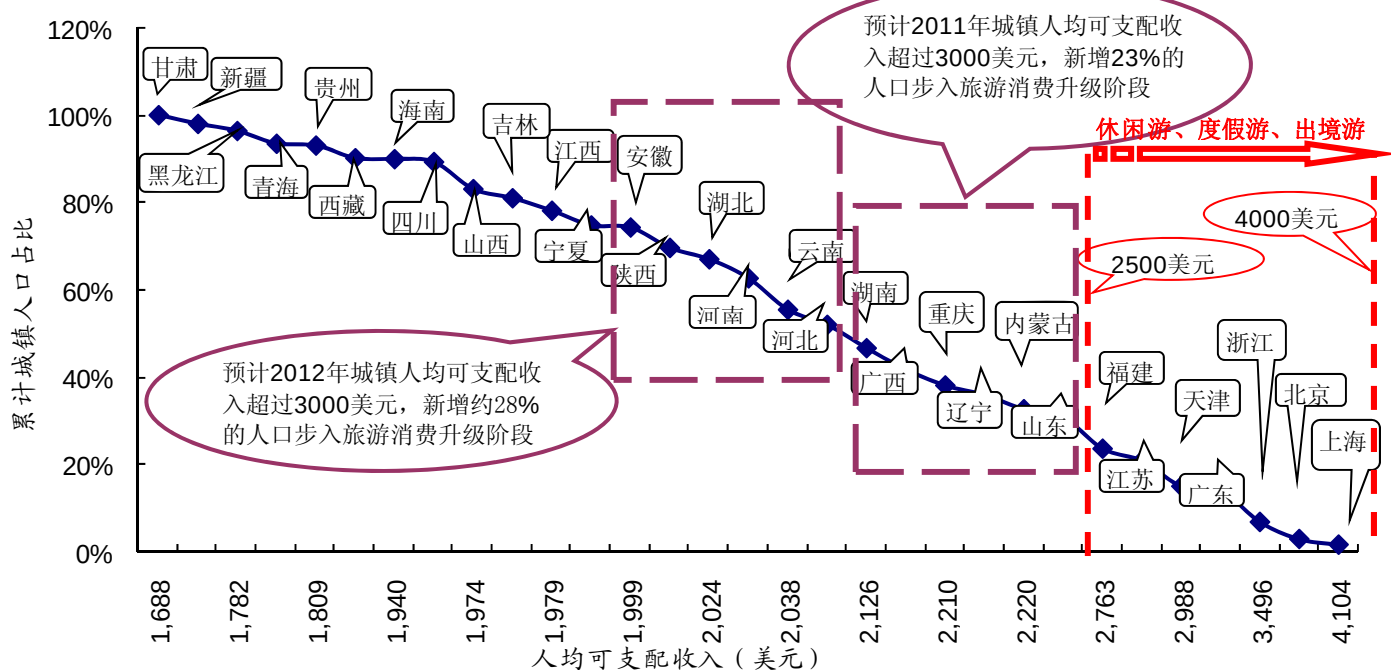


来源: 国金证券研究所

图表2: 旅游餐饮指数累计涨幅排名(2011 年)



图表3: 各省份城镇人均可支配收入与城镇人口占比 - 请记住这张图!



来源: 国金证券研究所

图表4：乌镇复合商业模式之旅游目的地



来源：国金证券研究所

图表5：旅游餐饮行业重点上市公司估值一览

行业	代码	简称	收盘价	总市值 (亿元)	每股收益EPS				市盈率PE				市净率 PB 最新	EV/EBITDA	投资 评级
			2011/3/4		09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E			
旅游资源	000888	峨眉山A	20.28	47.70	0.36	0.46	0.60	0.73	35.90	44.28	34.03	27.82	6.27	20.11	买入
	000978	桂林旅游	14.20	51.13	0.19	0.23	0.40	0.50	63.30	60.68	35.24	28.17	3.68	35.70	买入
	002033	丽江旅游	33.88	39.41	0.39	0.55	0.90	1.12	46.66	61.27	37.81	30.33	6.49	51.88	买入
	600054	黄山旅游	19.93	93.94	0.34	0.52	0.59	0.68	54.82	38.18	34.07	29.48	6.51	21.61	买入
	002159	三特索道	18.96	22.75	0.19	0.27	0.31	0.38	99.79	71.39	62.16	50.43	5.32	18.72	买入
主题公园	000069	华侨城A	14.28	443.75	0.55	0.83	1.18	1.52	25.92	17.27	12.11	9.41	3.75	10.69	买入
	300144	宋城股份	48.19	80.96	0.70	0.99	1.27	1.87	68.84	48.82	37.86	25.72	3.45	29.26	买入
	600706	ST长信	17.92	15.65	0.38	0.46	0.55	0.57	47.16	39.13	32.58	31.44	(22.68)		持有
餐饮	000721	西安饮食	12.36	24.66	0.24	0.22	0.24	0.31	33.66	56.18	50.59	39.29	5.96		持有
	002186	全聚德	32.60	46.15	0.60	0.67	0.76	0.89	57.88	48.62	42.65	36.76	6.34		持有
	002306	湘鄂清	23.29	46.58	0.38	0.40	0.51	0.62	61.29	57.55	45.48	37.84	3.99	30.01	买入
酒店	000428	华天酒店	9.97	55.14	0.26	0.30	0.37	0.42	33.97	33.12	27.24	23.79	3.96	12.17	持有
	600754	锦江股份	21.31	128.55	0.47	0.66	0.73	0.88	50.60	32.29	29.19	24.24	3.02	24.64	买入
	601007	金陵饭店	9.70	29.10	0.29	0.31	0.36	0.42	29.76	31.39	26.87	23.26	2.76	22.73	买入
	600258	首旅股份	24.84	57.48	0.69	0.82	0.93	1.01	33.52	30.18	26.85	24.57	5.82	13.39	买入
旅游综合	600138	中青旅	15.90	66.04	0.61	0.60	0.66	0.73	26.22	26.48	24.26	21.89	2.92	10.27	买入
	601888	中国国旅	30.17	265.50	0.36	0.48	0.84	1.14	58.92	62.79	35.71	26.53	6.53	35.53	买入
	600593	大连圣亚	17.96	16.52	0.04	0.10	0.13	0.16	358.12				5.64		持有
	600358	国旅联合	5.55	23.98	0.05	0.00	0.05	0.08	125.54		108.61	69.46	4.24		持有
	行业均值		20.59	81.84	0.37	0.47	0.60	0.74	69.05	44.68	39.07	31.14	3.37	24.05	
	行业中值		18.96	47.70	0.36	0.46	0.59	0.68	50.60	44.28	34.65	28.00	4.24	22.17	

来源：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)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

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)-66215599-8792

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)-33089915

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 921 室