

陈姗姗

执业证书编号: S0730511010008

021-50588666-8016

chenss@ccnew.com

春暖花开正当时

——旅游行业分析报告

研究报告-行业分析

强于大市（首次）

发布日期: 2011 年 4 月 13 日

重点公司盈利预测和投资评级

股票简称	2010EPS	2011EPS	评级
丽江旅游	0.09	0.65	增持
宋城股份	0.97	1.43	买入

旅游行业相对沪深 300 指数表现



联系人: 顾彦冰

电话: 021-50588666-8113

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

投资要点:

- 从中国当前经济结构调整的方向和节能减排的硬性约束指标等政策来看,发展旅游业有助于提高服务业增加值占 GDP 中的比重以及消费对经济增长的贡献率,降低单位 GDP 能耗等。
- 从旅游业的影响因素来看,目前对旅游业影响最为显著的有城市化率的提升、宏观经济增长及随之带来的居民收入的提高以及铁路航空等交通配套设施的逐步完善。
- 当前国内旅游市场仍以中低端旅游消费为主,主要是观光游、休闲游、自驾游、自由行等,而高端的商务会展旅游、度假游以及出境游的占比仍有待提高。借消费升级东风,旅游行业也将走上行业消费升级之路,行业发展将由单纯的景区观光向度假休闲方向转变。
- 我国旅游业“十二五”规划已基本编制完成。规划的编制完成,意味着我国旅游业未来 5 年的发展目标和路径的明确。而《国民休闲纲要》则有助于进一步减轻景区及交通网络运营压力,平滑全年客流量。海南离岛免税政策为海南国际旅游岛建设再进一步,而上海、西藏、广西、云南等地推出的区域性政策也将助推当地旅游业发展。
- 我们认为,国内游和出境游将是未来发展重点。景区类上市公司机会将更显著,其次是旅游综合类上市公司。建议重点关注受益于交通条件改善的景区、具备政策支持或通过资产重组等能为公司实现外延式扩张的、在未来 3 到 5 年成长性确定、发展前景清晰的公司。
- 目前行业估值水平低于历史均值,给予行业“强于大市”评级,建议关注丽江旅游(002033)、宋城股份(300144)、桂林旅游(000978)、世纪游轮(002558)、ST 张家界(000430)等。
- 风险提示:疫情或自然灾害、安全事故等突发事件。

目 录

1. 导言.....	4
2. 旅游业主要影响因素.....	4
2.1 城市化进程	4
2.2 经济强则旅游强 收入推动特征显著	5
2.3 交通配套设施逐步完善.....	9
3. 旅游业迎来转型期.....	11
3.1 消费升级力促行业升级.....	12
3.2 行业转型伊始	12
4. 政策助推行业发展.....	13
4.1 旅游业“十二五”规划明确行业未来路径.....	13
4.2 《国民休闲纲要》力推休假制度改革.....	15
4.3 海南离岛免税促消费增客流 旅游岛路线图再进一步	17
4.4 其他刺激政策	19
4.4.1 上海迪斯尼：迪斯尼的中国童话.....	19
4.4.2 西藏“十二五”全面实施旅游倍增计划.....	20
5. 行业处于转型期 前景广阔.....	20
5.1 旅游业消费升级持续 行业前景广阔	20
5.2 行业仍处于上升通道.....	21
5.3 国内游及出境游将是行业增长点.....	22
5.3.1 国内游	24
5.3.2 出境游	24
5.3.3 入境游	24
5.4 游客量是景区增长主动力.....	25
5.5 软要素重要性将日益显著.....	25
6. 投资策略及重点公司.....	25
7. 风险提示.....	26

图目录

图 1: 1995 年以来中国城市化率及增速	5
图 2: 旅游收入与城市化率	5
图 3: 1995 年以来中国 GDP 及旅游总收入	5
图 4: GDP 及旅游收入增长率 (1996 年-2009 年)	6
图 5: 中国旅游收入及增长率	6
图 6: 人均 GDP 与旅游收入对比	7
图 7: 1995 年以来城镇居民人均可支配收入及人均旅游花费	7
图 8: 人均可支配收入及人均旅游花费增速	8
图 9: 人均旅游花费及其在人均可支配收入中的占比	8
图 10: 旅游收入在 GDP 中的占比	9
图 11: 中国铁路路网规划	10
图 12: 1994 年以来每年旅游人数	15
图 13: 近十年黄金周接待游客总数	15
图 14: 历年黄金周游客人数占全年比重	16
图 15: 近十年黄金周一日游人数占比	17
图 16: 全球迪斯尼乐园分布图	19
图 17: 国内旅游人均花费及增速	21
图 18: 2008 年各省市人均 GDP	22
图 19: 出境游人数及增速	24
图 20: 旅游行业历史市盈率 (2000 年-2010 年)	26

表目录

表 1: 旅游行业相关要素	4
表 2: 已建成高铁网络概况	10
表 3: 主要景区周边交通规划概况	11
表 4: 2020 年世界旅游市场展望	12
表 5: 旅游规划指标增长率测算表 (2011-2015 年)	14
表 6: 旅游规划指标体系总表 (2011-2015 年)	14
表 7: 部分国家购物免税政策对比	18
表 8: 旅游区域规划政策	20
表 9: 2009 年各省国际旅游 (外汇) 收入及入境旅游总人数	23

1. 导言

旅游业作为一个产业，涵盖了吃、住、行、游、购、娱六大要素。行业边界相对模糊，各个要素之间联系并不紧密，相对松散，而是由“景点”这一要素所串联起来的。同时，旅游行业的上下游产业并不显著，而主要是依附在旅游资源的周边。

表1：旅游行业相关要素

景点	自然风光、古城古建筑、博物馆、主题公园、故居等
服务	旅行社、特色旅游、保险等
交通	铁路、航空、游船、公路等
住宿	星级酒店、经济型酒店、度假村、motel、民宅等
饮食	饭店等
零售	纪念品销售、特色服饰销售等
建设	配套设施、信息通信基础设施等
官方部门	国家旅游局、各地旅游局、景区管理部门、各类旅游协会、游客中心等
规章制度	国家及地方法律法规、环境制度、安保制度、卫生制度、行业规范等

数据来源：中原证券研究所整理

旅游业被称作是“低碳绿色产业”，具有资源消耗低，带动作用大，创造就业机会多，综合效益好等特点，不仅是作为扩大内需、促进消费、带动相关产业发展、增加就业、增加外汇收入的产业而存在，还是提高人民生活品质、增进国际交流的综合产业。

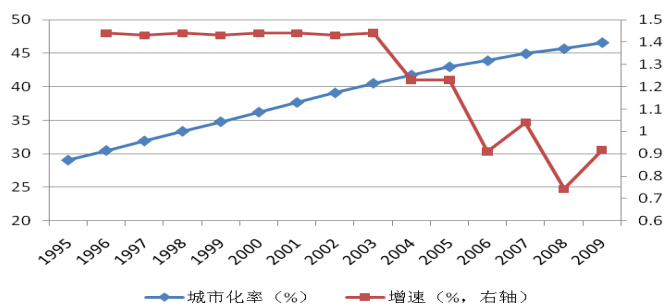
目前，中国已跃升为全球第二大经济体，但发展中仍存在不均衡不协调的问题，传统的依靠投资及出口的增长模式难以持续。从中国当前经济结构调整的方向和节能减排的硬性约束指标等政策来看，发展旅游业有助于提高服务业增加值占 GDP 中的比重以及消费对经济增长的贡献率，降低单位 GDP 能耗等。

2. 旅游业主要影响因素

2.1 城市化进程

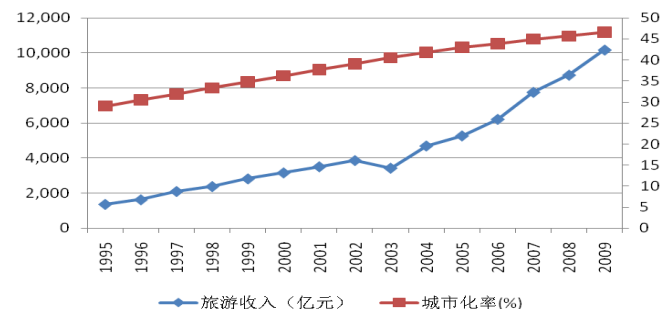
2009 年，中国城市化率达到 46.6%，根据《21 世纪世界城市发展报告》预测，至 2025 年中国城市化率将达到 55%，城市人口将达到 8.3 亿至 8.7 亿，至 2050 年中国城市化率将达到 65%。

图1：1995年以来中国城市化率及增速



数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

图2：旅游收入与城市化率



数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

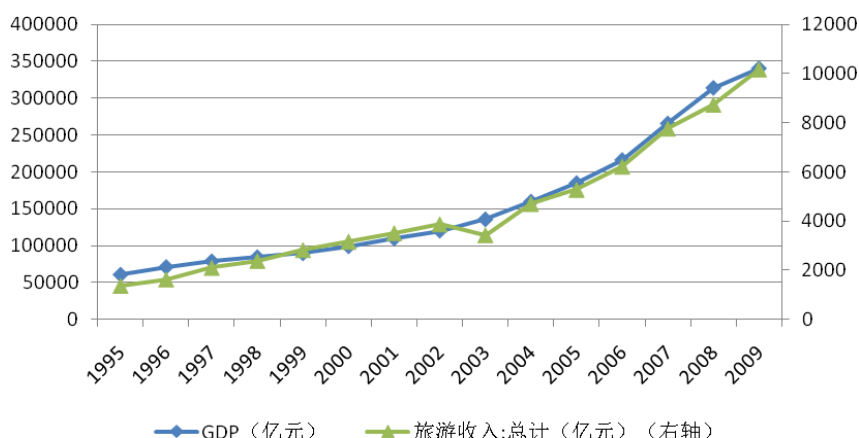
从旅游收入和城市化率的关系来看，1995年以来，两者相关系数达到0.92，如果以2003年非典前后为界，2003年之前和之后，两者相关系数分别达到1.00和0.98，联动关系显著。未来10-20年之间，城市化率上升是不可逆的，随之带来的旅游消费升级也将对旅游行业的各个细分行业带来不同的机遇。

2.2 经济强则旅游强 收入推动特征显著

旅游的需求在很大程度上是强烈依赖于宏观经济环境的。当经济增长时，可支配收入水平通常随之增加，可支配收入中很大一部分将明显是消费于旅游产品上，这在新兴经济体中尤为显著。反之亦然。

从中国旅游收入与GDP总量的关系来看，两者存在强烈的正相关关系，相关系数达到0.99。

图3：1995年以来中国GDP及旅游总收入

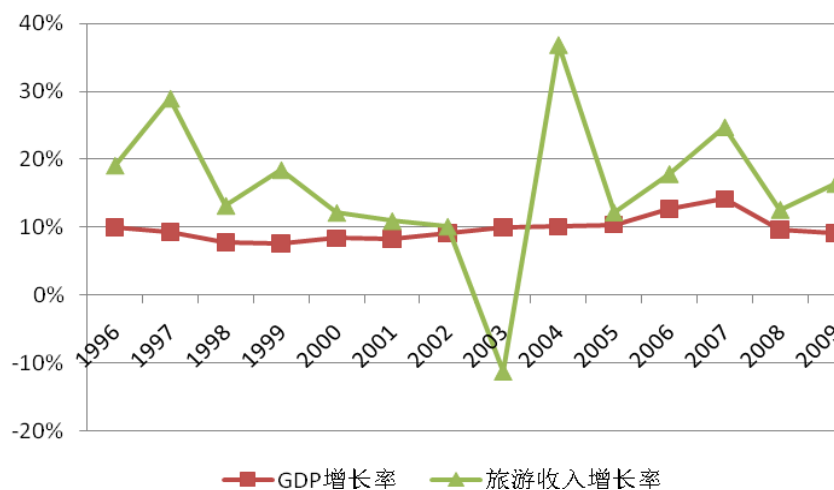


数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

从总体上来看，中国旅游收入的增长率基本都超越了GDP增速，尤其是在GDP加速上涨的阶段，受益于扩大内需对行业的提升效用，旅游收入的增速加速上扬，在GDP增速放缓的时候，尽管旅游收入的增速也有所放

缓，但是由于消费惯性的存在，其增长率仍然超越 GDP 增速。

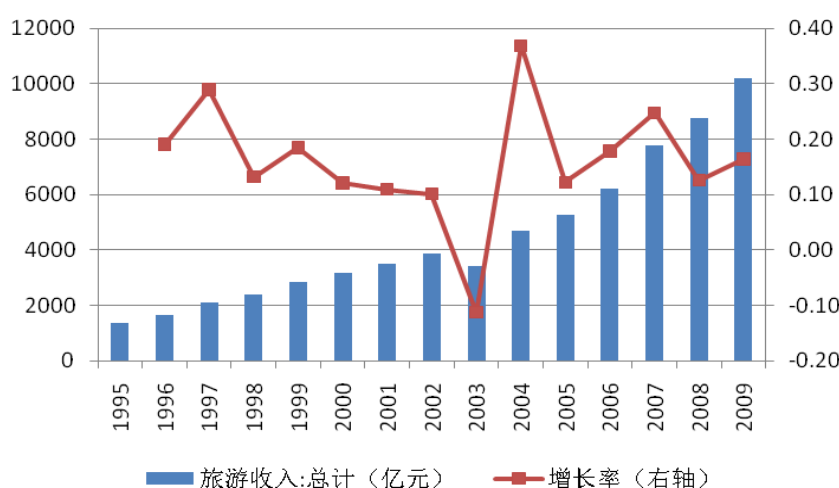
图4: GDP及旅游收入增长率 (1996年-2009年)



数据来源: Wind 资讯 同花顺 iFinD 中原证券研究所

从中国旅游收入的情况来看, 1995 年仅为 1375.70 亿元, 至 2009 年已突破 1 万亿元, 达到 10184 亿元。预计 2010 年旅游总收入增长可超过 20%, 进入“十二五”之后, 旅游行业将步入快速增长的黄金期和转型期, 逐渐从旅游大国发展成为旅游强国。

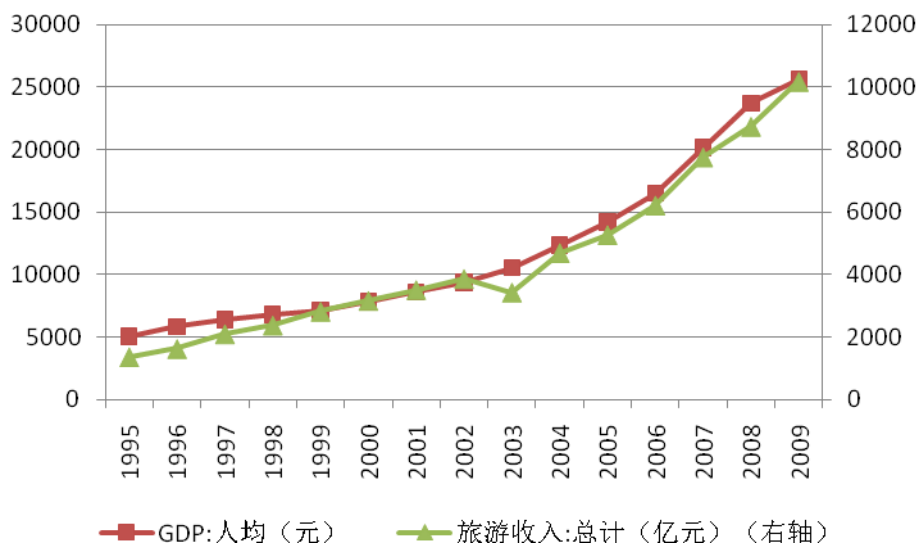
图5: 中国旅游收入及增长率



数据来源: Wind 资讯 中原证券研究所

目前, 中国人均 GDP 已突破 3000 美元, 以国际经验来看, 当人均 GDP 超过 3000 美元之后, 出国游将启动, 这将成为下一阶段我国旅游业新的增长点。

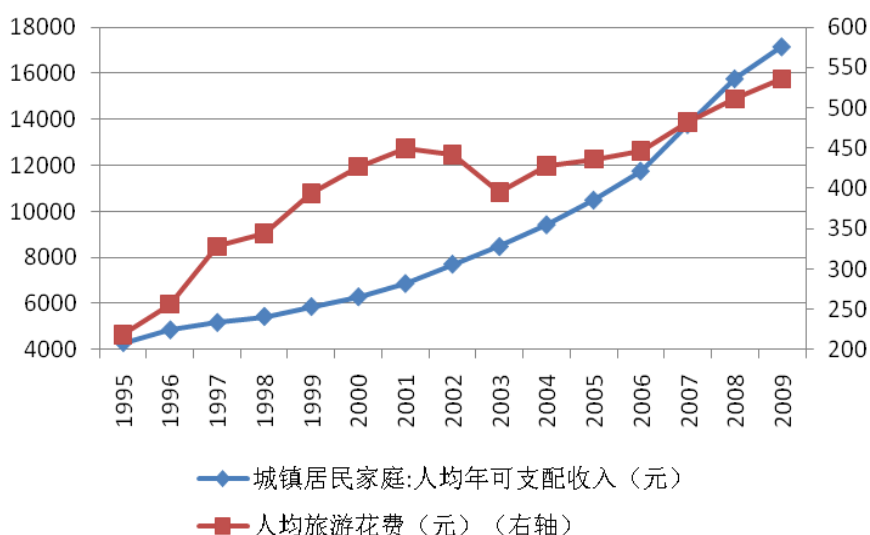
图6: 人均GDP与旅游收入对比



数据来源: Wind 资讯 中原证券研究所

从1995年以来,随着国内城镇居民人均可支配收入的不断增加,居民用于旅游的消费也水涨船高。但2004年起,人均旅游花费与可支配收入相比,增速略微放缓。

图7: 1995年以来城镇居民人均可支配收入及人均旅游花费



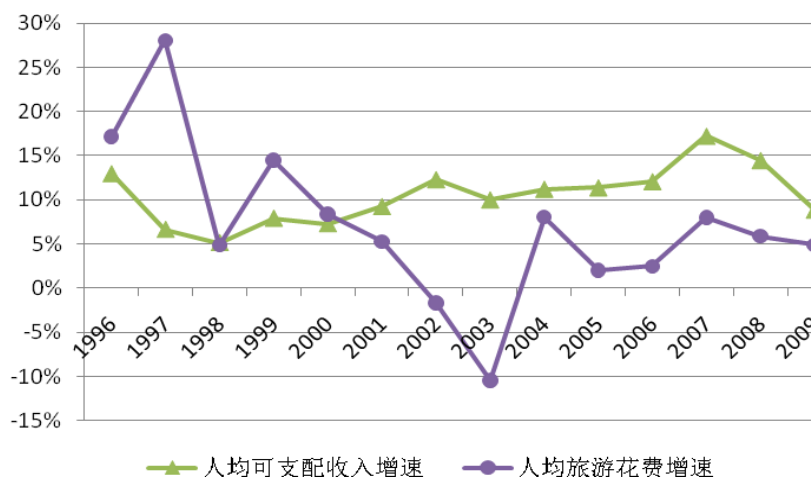
数据来源: Wind 资讯 中原证券研究所

观察人均可支配收入及人均旅游花费的增速可以发现,1996年至2003年间,人均旅游花费的增速基本呈现逐年下降的趋势,而人均可支配收入的增速则相对稳定,剔除突发事件的影响,人均旅游花费增速的变化趋势和人均可支配收入增速的发展趋势是基本一致的。

从旅游收入、人均旅游花费与GDP、人均可支配收入之间的对比来看,

旅游行业受收入推动的特征十分显著，近期，收入分配改革、个税改革提上议事日程，“国民收入倍增计划”也已具备实施条件，可以预见，居民收入的持续增长已是大概率事件。

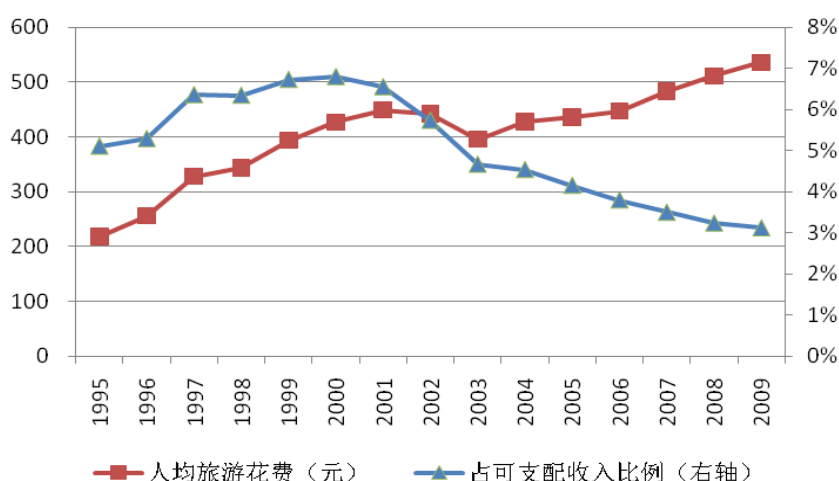
图8：人均可支配收入及人均旅游花费增速



数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

但是，从人均旅游花费在人均可支配收入中的占比来看，尽管两者基本呈现同步增长的趋势，但是从2000年开始，人均旅游花费的占比开始逐年降低，这主要是由于近年来居民收入尤其是工资性收入增加速度较旅游花费增速更快所致。

图9：人均旅游花费及其在人均可支配收入中的占比



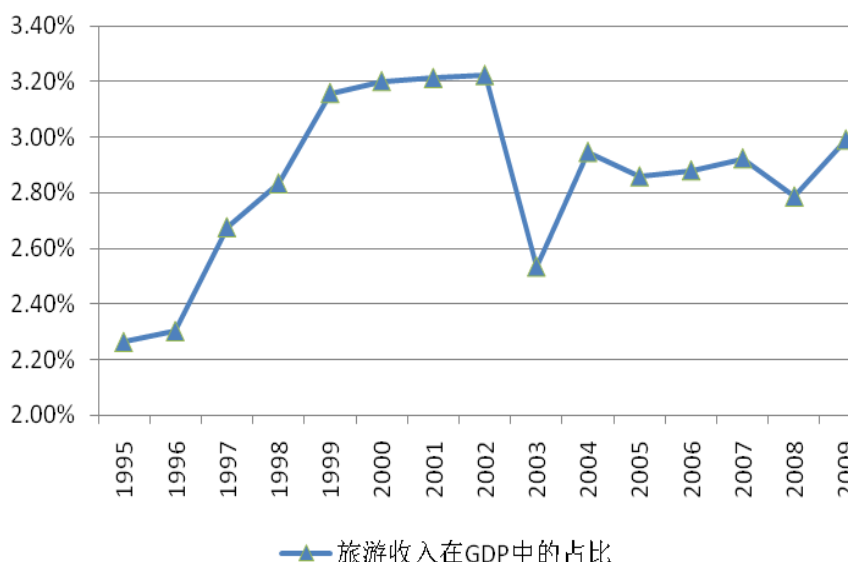
数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

目前，个人所得税法修正案（草案）正做进一步修改，个税起征点将提高至2500-3000元，税率级次也可能减少。而在“十二五”期间，有可能实现以家庭为单位征收。

对于转型期的中国经济而言，个税改革有利于增加民众收入，缩小收入差距，实现扩大内需，在通胀背景下，有利于减轻民众负担，尤其是中低收入者受益程度更大。中西部地区由于居民收入水平相对要低于东部地区，居民对于收入水平的变化也将更加敏感。

1995 年时，旅游收入在 GDP 中的占比为 2.26%，到 1999 年，超过 3%，达到了 3.16%，此后连续 4 年维持在 3.2% 左右的水平。2003 年因非典导致旅游收入下滑，旅游收入在 GDP 中的占比也下滑至 2.53%，此后虽有所恢复，但未到达 2003 年之前的水平。2008 年，受南方雪灾、拉萨“3·14”事件以及“5·12”汶川地震等影响，旅游收入再受损失，当年旅游收入在 GDP 中的占比下滑到 2.79%。2009 年，旅游收入占比有所回升，达到 2.99%，已达到 2008 年之前的水平，正逐步接近 2003 年非典之前的水平。

图10：旅游收入在GDP中的占比



数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

目前，由于居民收入的差距，东部地区仍是主要的旅游客源地，外出旅游以休闲游为主，而中西部地区外出旅游方面以观光游为主，但将逐渐发展成为重要的旅游目的地。旅游目的地将在各地协调发展的基础上，逐步实现由东部地区向中西部地区的转移。

2.3 交通配套设施逐步完善

随着高速铁路、高速公路、民航等交通体系的进一步完善，旅游通达性明显改善，交通网络旅客输送能力大大提高，同时，游客出行半径显著扩大，有效拉动了沿线旅游业的增长。从这一点上来说，交通配套设施的改善对中西部地区的景区效用更大，拉动作用也更明显。

图11: 中国铁路路网规划



数据来源：中国铁道部 中原证券研究所

据统计，截至 2010 年底，全国铁路营业里程达到 9.10 万公里，居世界第二，高铁投入运营里程达到 8358 公里，居世界第一，高铁累计运行 4 亿多公里，累计发送旅客 6 亿多人次。

目前，中国在建高铁里程超过 1 万公里，到 2012 年，新建高铁总规模将达到 1.3 万公里，中国高铁建设后来居上，一举成为世界上高铁发展最迅速、运营里程最长的国家。

表2: 已建成高铁网络概况

京津城际高铁	➤ 2008 年通车运营，是中国第一条高等级城际高速铁路
武广高铁	➤ 2009 年通车运营，是京广客运专线南段
温福高铁	➤ 2009 年通车运营
郑西高铁	➤ 2010 年通车运营
沪宁高铁	➤ 2010 年通车运营
沪杭高铁	➤ 2010 年通车运营
昌九城际高铁	➤ 2010 年通车运营
海南东环环岛高铁	➤ 2010 年年底通车运营，海口至三亚缩短 2 小时左右

数据来源：互联网 中原证券研究所

截至 2010 年年底，郑西高铁、沪宁高铁、沪杭高铁、海南东环环岛高铁等高铁路线已通车运营，对周边景区来讲，交通环境得到很大改善，交通便利性、快捷性及舒适性都得到提高。未来，成绵乐城际铁路、成昆铁路、京福高铁、海南西线环岛铁路等多条连接景区的规划高铁都即将在“十二五”期间建成通车。

表3: 主要景区周边交通规划概况

峨眉山	➢ 成绵乐（成都、绵阳、乐山）城际铁路，2008 年开工，建成后将在峨眉山景区和乐山大佛景区附近设立站点，预计 2012 年通车 ➢ 成昆铁路成都至峨嵋段改造工程，2010 年 1 月动工，预计 2013 年建成，将开行公交化动车组 ➢ 成贵铁路，预计 2014 年建成
黄山	➢ 京福高铁，预计 2013 年建成通车 ➢ 黄杭高铁，预计 2014 年建成通车 ➢ 皖赣铁路扩能 ➢ 宣黄高速、黄祁高速分别在 2011、2012 年底建成通车，拟建的还有黄千、巢黄、砀祁 3 条高速
海南	➢ 海南西线环岛铁路，预计“十二五”期间通车，将形成环岛快速铁路网
丽江	➢ 沪昆铁路客运专线 ➢ 杭州——南昌——长沙——昆明、连接华中和华东地区
桂林	➢ 桂广高铁已于 2008 年开工建设，预计 2014 年通车 ➢ 湘桂铁路电气化改造预计 2012 年完成
贵州	➢ 沪昆高铁已开工建设，预计 2015 年建成通车，是时速 200 公里以上的动车组首次进入大西南，全程最快 10 小时，比现有沪昆铁路节省 27 小时左右
上海	➢ 京沪高铁，贯通京津至长三角东部沿海经济发达地区，设计时速 350 公里，预计 2011 年 6 月通车 ➢ 沪蓉高铁，上海——南京——武汉——重庆——成都，连接西南和华东地区，是中国“四横四纵”客运专线中最长的“一横”，预计 2012 年全线建成
杭州	➢ 黄杭高铁，预计 2014 年建成通车 ➢ 杭州——宁波——福州——深圳，连接长江、珠江三角洲和东南沿海地区
香港	➢ 港深广高铁，计划 2015-2016 年通车

数据来源：互联网 中原证券研究所

3. 旅游业迎来转型期

据世界旅游组织（World Tourism Organization）预计，到 2020 年，接待游客人数最多的三个地区将分别是欧洲（7.17 亿人次）、东亚及太平洋地区（3.97 亿人次）以及美洲（2.82 亿人次），其次是非洲、中东和南亚地区。其中，东亚及太平洋地区、亚洲、中东和非洲的年增长率预计将超过 5%，而世界平均水平为年均增长 4.1%。欧美等成熟市场的增长率预计将低于世界平均水平，欧洲尽管仍将是世界旅游的最大市场，但其游客占比将从 1995 年的 60%下降至 2020 年的 46%。

表4: 2020年世界旅游市场展望

	基期	预测	市场份额		平均年增长率 (%)
	1995 年	2020 年	(%)		1995-2020
	(百万美元)		1995	2020	
全球	565	1561	100	100	4.1
非洲	20	77	3.6	5.0	5.5
美洲	110	282	19.3	18.1	3.8
亚太地区	81	397	14.4	25.4	6.5
欧洲	336	717	59.8	45.9	3.1
中东	14	69	2.2	4.4	6.7
南亚	4	19	0.7	1.2	6.2

数据来源: World Tourism Organization

国内旅游市场,尤其是旅游综合类公司,目前仍处于完全竞争状态,业内竞争在产品开发、服务创新以及宣传促销等方面有愈演愈烈态势。

3.1 消费升级力促行业升级

消费升级基本可以划分为两种类型,一是从生存型消费转向享受型消费,二是从享受型转向发展型消费。从我国消费升级的路径来看,第一次是由粮食消费转向轻工纺织产品消费,第二次是家电及耐用消费品的普及率提高,而当前的消费升级则主要驱动着文化教育、娱乐、医疗保健、旅游、通讯、交通等方面的消费增长。目前,中国部分中高收入者已开始由享受型消费开始转向发展型消费。

借消费升级东风,旅游行业也将走上行业消费升级之路,行业发展将由单纯的景区观光向度假休闲方向转变。

当前国内旅游市场仍以中低端旅游消费为主,主要是观光游、休闲游、自驾游、自由行等,而高端的商务会展旅游、度假游以及出境游的占比仍有待提高。

3.2 行业转型伊始

传统的旅游行业基本以景区、旅行社、酒店等为主要的服务形式,收入主要来自景区及索道门票、旅行社服务收费等。而目前,随着国家推动旅游产品多样化发展的推进,会展旅游、生态旅游、工业旅游、文化旅游、农业旅游、红色旅游、温泉酒店、医疗旅游、在线旅游等模式都将得到大力发展,旅游业将突破当前简单的产业格局,旅游行业的资源供给进一步加大,将逐渐跳出传统的由名山大川、古庙遗址占主导地位的供给现状。从这一角度来说,旅游行业资源供给的边界正逐渐扩大化和模糊化。

从旅游经济的大概念来看,“门票经济”仅是观光旅游中的收益,并非

“休闲经济”。而当下逐渐主流化的休闲游、度假游、会展游等，则要求打破这种束缚，顺应消费者对旅游行业的新要求。

如今，旅游已具有“泛产业”特征，不仅是过去单纯的观光活动，而是包含了度假、商务会议、宗教朝拜等各类出访活动，内涵及外延更丰富、更广泛，旅游业已逐渐具有无边界的新特征。

根据国外学者的研究，旅游消费存在着范伯伦效应，即旅游需求与价格的关系与一般的供求关系规律相悖离，价格上升，需求量反而会增加，即“挥霍消费”，当消费者购买能彰显其身份地位的豪华旅游产品和服务时，被认为是得到了更多更好的体验及享受，需求随价格上升而增加。在拓展旅游消费的空间方面，可通过拓展旅游行业产业链、提供个性化多样化的衍生产品和服务以达到将供求曲线上移的目的，从而使得行业的供求均得到增加。

此外，信息化也有望助推旅游行业转型。如近期兴起的 LBS (Location-Based Service) 以惊人速度蹿红，联通、网易、盛大、联想、人人网等均已低调完成 LBS 应用布局。LBS 会否像微博一样成为下一个在互联网中成功突围的应用？有研究认为，到 2013 年，中国 LBS 个人应用市场总体规模将突破 70 亿元。对于旅游行业来说，LBS 可以被很好地用作在潜移默化中开展广告推广的渠道，同时，企业可以根据 LBS 用户的消费（旅游）习惯将客户进行分类，将为企业推广提供新的突破口和切入点。

4. 政策助推行业发展

4.1 旅游业“十二五”规划明确行业未来路径

据悉，我国旅游业“十二五”规划已基本编制完成。规划的编制完成，意味着我国旅游业未来 5 年的发展目标和路径的明确。

未来 5 年，我国将围绕两大战略目标建设世界旅游强国，积极推动旅游业的产业化、市场化、国际化和现代化发展，同时，打造一批具有国际竞争力的大型旅游企业集团，并争取有中国旅游企业进入全球 500 强。

“十二五”期间，我国旅游业发展方式将转变为内涵式道路，以国内游为重点，全面发展国内旅游、积极发展入境旅游、有序发展出境旅游，实现三大市场协调发展。

表5: 旅游规划指标增长率测算表 (2011-2015年)

	“十五” 期间 年均增长 (%)	“十一五” 期间 年均增长 (%)	2000-2010 年 年均增长 (%)	“十二五” 期间 年均增长 (%)
国内旅游人数	10.25	12.2	11.20	9
国内旅游收入	10.73	16.9	13.73	11
入境旅游人数	7.59	1.93	4.69	3
入境过夜旅游者人数	8.43	3.24	5.73	4
外国人	14.80	5.97	9.97	4.5
旅游外汇收入	12.55	9.47	9.36	5
出境旅游人数	24.26	12.16	17.83	10
旅游业总收入	11.13	13.52	11.18	10

数据来源: 中国旅游业“十二五”发展规划纲要 (征求意见稿) 中原证券研究所

从规划的具体指标来看, 旅游业年总收入在“十二五”期间年均增长将达到 10%, 这一指标高于今后五年中国经济增长 7% 的预期目标。

从三游的规划指标来看, 除入境旅游人数年均增速高于“十一五”外, 其余各项指标的年均增速均低于“十一五”期间, 这是由于旅游产品作为非必需消费品, 受到宏观经济的影响比较大, 在宏观经济增速放缓的大环境下, 旅游业整体增速水平也将趋缓。

其中, 国内旅游收入年均增速预计 11%, 高于国内旅游人数的年均增速, 说明在“十二五”期间, 国内游的人均花费将保持高于国内旅游人数和国内旅游收入的年均增速, 继续保持较高的增长趋势。入境游方面, 入境旅游外汇收入年均增速超过入境旅游人数年均增速, 这主要是源于入境过夜旅游者预期增速相对较高。出境游方面, 出境旅游人数将保持年均 10% 的增速, 与旅游业总收入的增速水平一致, 是三游中旅游人数增速最高的, 这主要得益于国人不断提高的购买力水平、对奢侈品的需求以及生活水平提高后对于旅游产品多样化的需求。

表6: 旅游规划指标体系总表 (2011-2015年)

	单位	2010 年基期	“十二五” 时期				
			2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
国内旅游人数	亿人次	21.5	23.4	25.5	27.8	30.3	33.0
国内旅游收入	万亿元	1.15	1.28	1.42	1.57	1.75	1.94
入境旅游人数	亿人次	1.32	1.36	1.40	1.44	1.49	1.53
入境过夜旅游者人数	万人次	5450	5668	5895	6131	6376	6630
外国人	万人次	2500	2613	2730	2853	2981	3115
旅游外汇收入	亿美元	430	452	474	498	523	549
出境旅游人数	万人次	5200	5720	6292	6921	7613	8300
旅游业总收入	万亿元	1.44	1.58	1.74	1.92	2.11	2.32
出游率	%	1.4	1.54	1.69	1.86	2.05	2.25
旅游业直接就业人数	万人	1150	1225	1300	1375	1450	1525

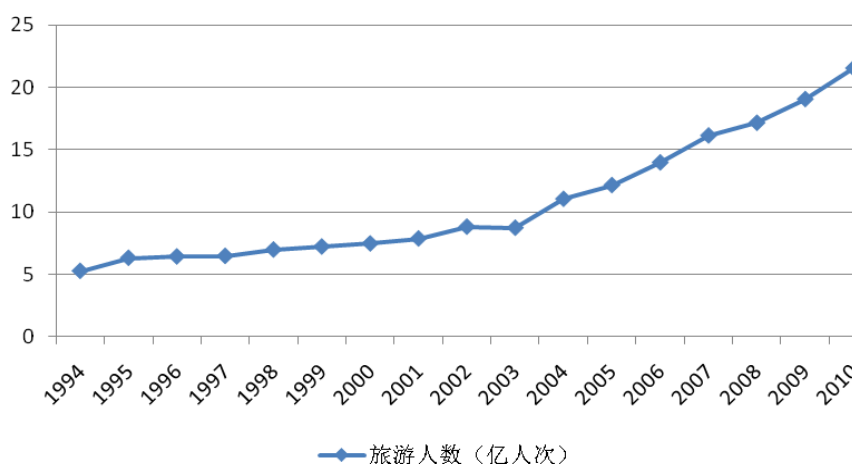
数据来源: 中国旅游业“十二五”发展规划纲要 (征求意见稿) 中原证券研究所

规划显示，到 2015 年，中国旅游业总收入将达到 2.32 万亿元，旅游外汇收入 549 亿美元，国内旅游人数将达到 33 亿人次，出游率将从 2010 年的 1.4 提高到 2.25。

4.2 《国民休闲纲要》力推休假制度改革

90 年代之前，在国内，旅游业实际上并不是作为正式的产业而存在，一直到 90 年代中期，也仅仅是作为外汇来源之一。到 1993 年，国务院出台了《关于积极发展国内旅游业意见的通知》，赋予了国内游重要地位。

图12：1994年以来每年旅游人数

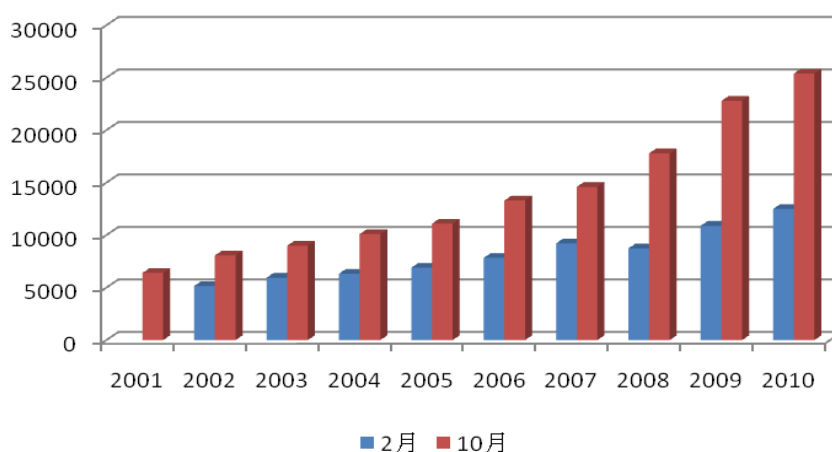


数据来源：Wind资讯 中原证券研究所

2000 年开始，国内开始实行“五一”和国庆黄金周制度，由于此前长假几乎没有，而春节期间国人通常也较少安排外出旅游，因此，“黄金周”为国人提供了外出旅游的机会，旅游景点开发和宾馆建设开始增多，国内游发展开始起步。

图13：近十年黄金周接待游客总数

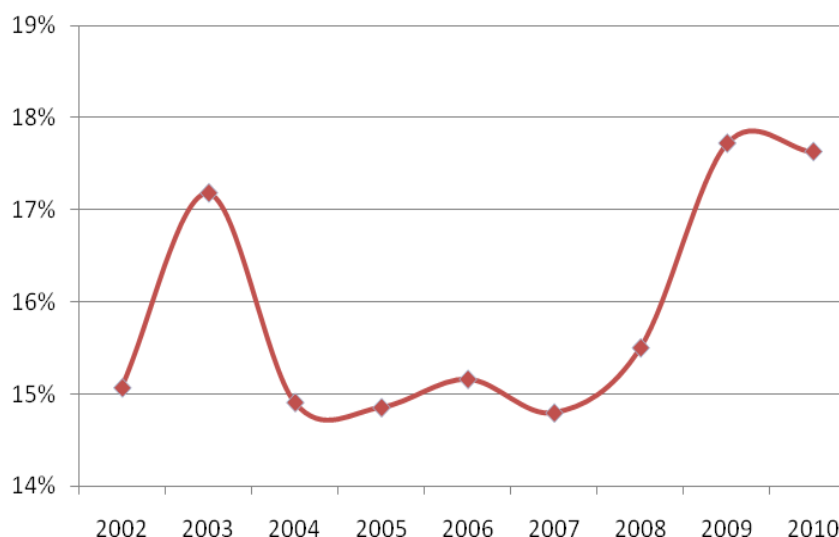
单位：万人



数据来源：Wind资讯 中原证券研究所

2010 年国庆长假期间，全国共接待游客 2.54 亿人，同比上升 27.10%，实现旅游收入 1166 亿元，同比上升 32.40%，人均旅游花费 459 元。其中，过夜游游客 5908 万人，一日游游客 1.95 亿人，占比分别为 23.26%和 76.77%。

图14：历年黄金周游客人数占全年比重



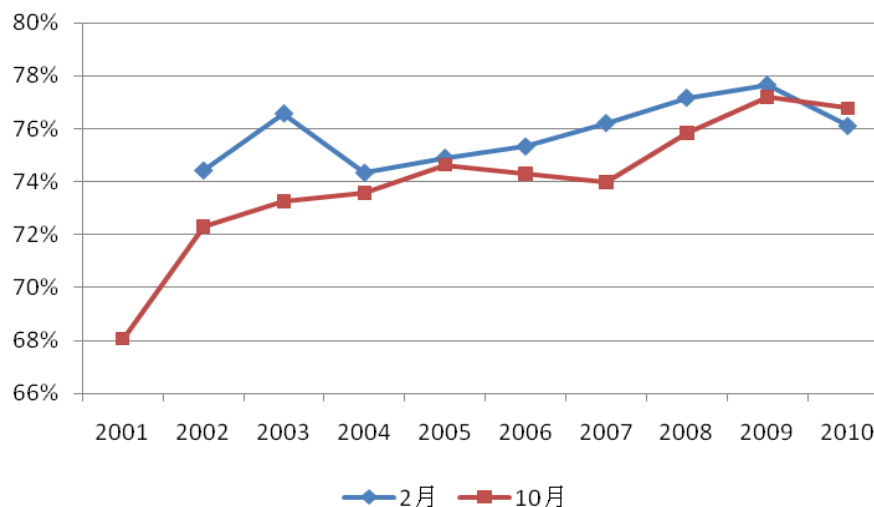
数据来源：Wind资讯 中原证券研究所

从近年来黄金周期间游客量在全年的占比来看，除 2003 年受到非典影响，入境游和出境游增速下滑，因而黄金周游客量占比陡增外，其余年份基本维持在 15%上下波动，2008 年占比开始攀升，至 2009 年-2010 年，黄金周游客量基本占全年旅游人数的 17-18%，尤其是“十一”黄金周，游客量占全年比重已连续 3 年超过 10%，黄金周制度已给全国各大景区以及交通网络构成极大压力。

但由于长假期间客流量过大，而长假之后各地游客量锐减，使得行业发展很不平衡，为了平滑客流量的时间差异，自 2008 年起，“五一”黄金周取消。

当前，尽管长假可以带动旅游行业在短期内有客流量及旅游收入方面有较大增长，但长期来看，目前闲暇时间的缺乏仍是制约旅游消费的重要因素，尤其是局限了度假游等高端旅游消费的发展。

图15: 近十年黄金周一日游人数占比



数据来源: Wind资讯 中原证券研究所

为进一步减轻景区及交通网络运营压力,平滑全年客流量,我国计划推出《国民休闲纲要》。《国民休闲纲要》是国家旅游局研究制定的全国性的国民休闲计划,有望在下半年择机出台。《纲要》内容或将涉及拉动消费、扩大内需等方面,意在提高国民生活质量。

未来《纲要》的实施,有助于增强国民的休闲意识,提高国民休闲参与程度,也有助于推进相关公共配套设施和服务体系的建设,对于旅游等休闲产业的发展转型以及品牌旅游城市和景区的推广也将有所贡献。

我们认为,法定节假日及带薪休假制度改革有助于将原先全国集中的假期时间分散到全年,合理分布假日,增加节假日次数,从而进一步分散客流量,平滑游客集中出行给交通运输和景区接待带来的压力,也有助于释放资源及环境压力,对国内休闲旅游市场来说,中短途旅游仍将持续受益。同时,随着收入水平和生活水平的不断提高,国内家庭汽车保有量不断增长,也为国人周末自驾游提供了便捷,距离经济较发达的大中型城市较近的景区将充分受益。

我们认为,目前旅游行业发展的主要动力来自消费意愿的加强以及居民可支配收入的增加,这两个方面共同决定了居民在旅游方面的意愿和能力。

4.3 海南离岛免税促消费增客流 旅游岛路线图再进一步

2011年1月1日起,针对境外游客的离境退税政策已经推出,作为海南国际旅游岛建设系列政策的国人离岛免税政策也将于今年4月20日起执行,惠及国内游客,政策内容基本符合此前市场预期。

从离境退税政策目前的实行效果来看,由于春节前后,入境游客有意避开客流高峰,且入境游客在海南游客总量中占比较小(不足3%),因此实施初期效果并不明显。目前,退税率为11%,相当于九折。退税定点商场全

省共 3 家，分别是海口生生百货、民生百货和三亚的夏日百货。1 月份，全省仅 5 万退税额，涉及商品以服装、皮革制品和饰品为主，集中在三亚，申请退税的出境游客以俄罗斯为主，主要是海外华侨华人。据三亚夏日百货统计，境外游客人均消费 3000 元人民币左右。

由于离岛退税政策需以离岛机票作为退税凭证之一，因此我们根据三亚凤凰机场 2010 年旅客吞吐量对海南离岛免税政策实施效果进行估算。三亚凤凰机场 2010 年旅客吞吐量约 929 万人次，假设渗透率为 30%，每人进店消费额在 3000 元左右，则政策实施当年，免税品消费规模约在 30 亿元左右。

表7：部分国家购物免税政策对比

离境退税商店免退税额度表					
	起退点		退税率	限购次数	备注
德国	25€		16%		
法国	175€		14%		
澳大利亚	300AUD		11%		
迪拜					100%免税
	起退点	限购额	退税率	限购次数	备注
韩国济州岛		400000 韩元	10%	1 年 4 次	20 岁以上，只适用于购买当地特产、纪念品及租车等 3 类消费
日本冲绳		200000 日元		不限次数	不销售香烟和本国商品
台湾澎湖		30000 新台币		不限次数	烟酒另计
海南离境免税	800¥	5000¥	11%		离境日距退税物品购买日不超过 90 天；在我国境内连续居住不超过 183 天的外国人和港澳台同胞
海南离岛免税		5000¥		1 年 2 次	适用于年满 18 周岁，持离岛机票的旅客；岛内居民每人享受 1 年 1 次离岛免税

数据来源：互联网 中原证券研究所

目前，有欧盟主要成员国、澳大利亚、日本、韩国、新加坡和泰国等 50 多个国家和地区实行购物退税政策，各国模式虽有所不同，但多数针对非本国居民，且退税物品不得在境内消费，同时购物需超过起退点。

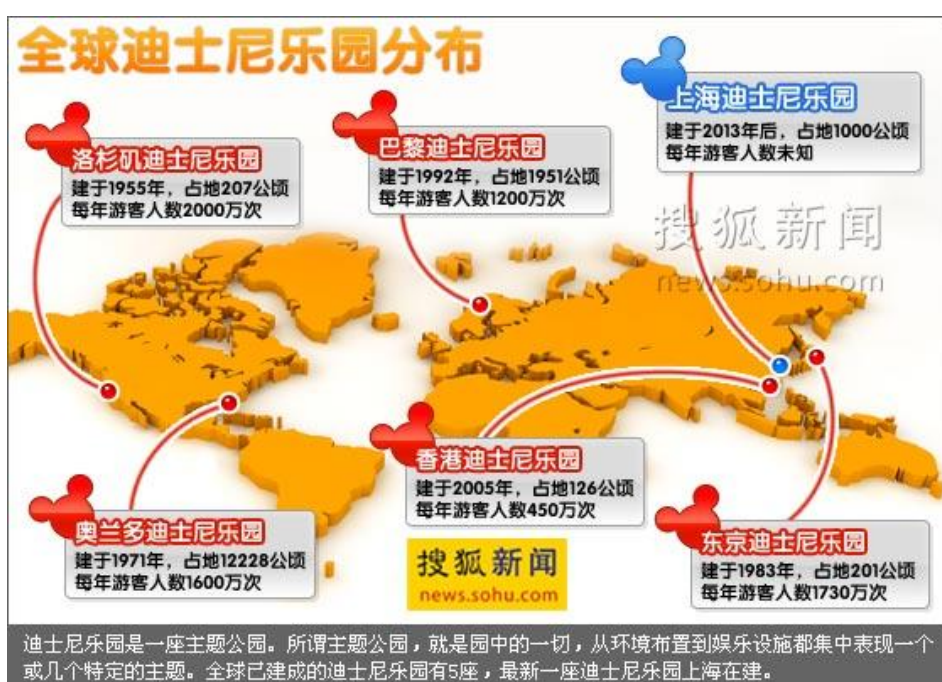
从其他国家退税政策的效果来看，都给当地带来了立竿见影的实惠。日本冲绳年游客量约在 270 万人次，其中约 200 万人次购买免税商品，销售额超过 2 亿美元；韩国济州岛 2008 年接待游客超过 580 万人次，其中外国游客 54 万人次。到 2009 年外国游客 63 万人次，增幅近 17%，其中，由于对中国旅客实现了免签政策，2009 年中国游客约 26 万人次，同比增长近 5 成。济州岛年免税品销售额近 2 亿美元，而中国香港年免税品销售额则高达 64 亿美元。

4.4 其他刺激政策

4.4.1 上海迪斯尼：迪斯尼的中国童话

迪士尼项目一期工程总投资 245 亿元人民币，建设面积为 3.9 平方公里。从上海市规划和土地资源管理局公示的规划总平面图上看，上海迪士尼乐园位于上海国际旅游度假区的中心位置，南侧设有中心湖、公共交通设施、商业娱乐配套设施和轨道交通车站，乐园的西侧和南侧分别留下空间建造旅馆，乐园的西北角和东侧还留有发展备用地，整个规划地块被围场河环绕。由迪斯尼乐园建设开始，上海打造“世界著名旅游城市”的思路正在一点点浮出水面。

图16：全球迪斯尼乐园分布图



数据来源：互联网 中原证券研究所

目前迪斯尼乐园的全球分布，除美国本土两家以外，还有法国巴黎、日本东京以及香港的迪斯尼乐园。而上海迪斯尼建成后，将成为中国的第二个迪斯尼主题公园。随之而来，沪港两个迪斯尼的竞争也将不可避免。两家迪斯尼乐园同时存在，不仅不会造成负面竞争，还会催生两个更加成熟的市场，提升上海服务业的水平，并赋予上海更加有张力的文化产业。

预计建成后每年可吸引近千万人次客流量，日均客流量将达到 3 万人次左右，未来，对乐园周边以及上海本地的建筑、旅游、餐饮、住宿以及交通运输等多个方面都将带来明显的经济效益。作为体验型、参与型的大型主题公园，迪斯尼乐园将进一步提升长三角地区旅游产业的服务水平，提高该地区对游客的吸引力。在世博和迪斯尼两个重大项目的带动下，上海及长三角或将吸引更多商务会展旅游，对提升旅游业在当地经济的地位将有很大贡献。

4.4.2 西藏“十二五”全面实施旅游倍增计划

综合媒体消息，西藏自治区旅游局最新透露，“十二五”期间，西藏将全面实施旅游倍增计划，到 2015 年末争取年接待游客达到 1500 万人次、实现旅游收入 150 亿元。

据自治区旅游局介绍，“十二五”期间，西藏将实现旅游产品优势向旅游经济优势的跨越，把旅游业培育成为富民强区的主导产业和推动全区经济跨越式发展的战略支撑产业。把西藏建设成为世界一流高原生态与藏文化特色旅游目的地，为建设重要的世界旅游目的地奠定良好基础。

未来五年，西藏将加大旅游硬件、软件建设力度，着力提升产业素质，做强做精西藏旅游业。到 2015 年末，西藏旅游产业增加值将占第三产业增加值的一半以上；旅游经济就业人数达到 30 万人，旅游从业人员占第三产业从业人数的一半以上；旅游业行业固定资产规模有望突破 80 亿元。

近 5 年来，随着西部大开发战略的深入实施，特别是青藏铁路通车，林芝、阿里机场通航，西藏旅游业迎来了黄金发展期。“十一五”期间，西藏共接待国内外旅游者 2125 万人次，年均增长 30.6%；实现旅游总收入 226.2 亿元，年均增长 29.8%。

表8：旅游区域规划政策

时间	政策	相关区域
2010年11月	《海南省游艇管理试行办法》	海南
2010年11月	中共贵州省委关于制定贵州省国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议	贵州
2010年10月	《湖北省旅游业发展十二五规划纲要（征求意见稿）》	湖北
2010年6月	《海南国际旅游岛建设发展规划纲要》	海南
2010年3月	《东北地区旅游业发展规划》	东北
2010年1月	《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》	海南
2010年1月	《广西加快旅游业发展的若干意见》	广西
2010年1月	第五次西藏工作座谈会	西藏
2009年12月	《国务院关于进一步促进广西经济社会发展的若干意见》	广西
征求意见中	《桂林国家旅游综合改革试验区总体方案及规划纲要》	桂林
2009年9月	《四川省服务业发展总体规划》（2009-2012年）	四川
2009年4月	《云南省旅游产业发展和改革规划纲要》	云南

数据来源：中原证券研究所整理

5. 行业处于转型期 前景广阔

5.1 旅游业消费升级持续 行业前景广阔

纵观中国旅游行业近年来的发展情况可以发现，尽管期间有非典、雪灾、地震等疫情或灾害影响，在游客人数和旅游收入总量上产生了短期的负面影响，但是从长期发展趋势来看，旅游产品需求旺盛，同时旅游业消费升级仍在持续。

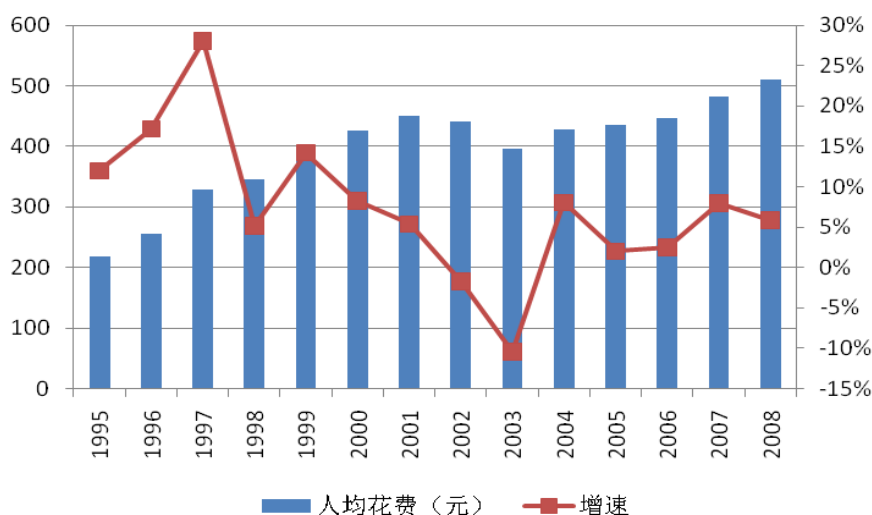
根据中国统计年鉴数据显示，国内旅游人均花费水平逐年稳步提高，尽管增速逐渐下降，但非典后已恢复正增长，且目前增速基本稳定，在这种趋势下，随着整体消费升级概念的深入以及未来带薪休假制度的出台，人民休闲消费的水平将稳步提升，旅游行业发展前景广阔。

1995年以来，中国旅游收入年复合增长率达到15.37%，基于对消费需求层次提升、假日消费能力增强的预期，我们预计未来5年这一增速仍可维持在12%-15%之间，有望超过官方预测值。

旅游行业仍处于景气度上升周期中，从2003年和2008年的情况来看，即使短期有灾害、疫情等突发事件出现，旅游业受益于宏观经济持续增长的大背景，仍可以在较短时期内复苏，长期趋势不改。

世博会对长三角以外景区的分流影响将在2010年告一段落，2011年起各景区接待游客量将恢复正常。

图17：国内旅游人均花费及增速



数据来源：中国统计年鉴 中原证券研究所

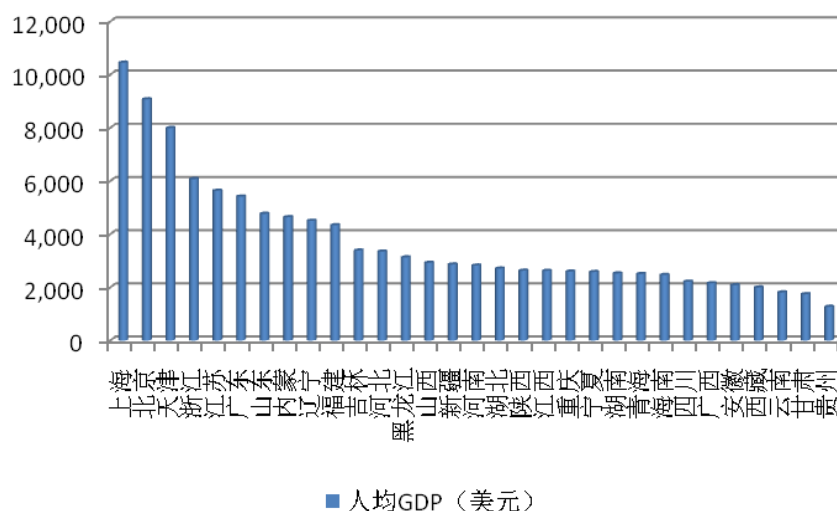
5.2 行业仍处于上升通道

据 World Tourism Organization 针对全球140个目标国家的初步统计，2010年上半年，全球旅游人数同比增长了7%，并且全部统计样本均为正增长，其中，新兴经济体增长8%，优于发达经济体同期表现。

从旅游业的国际比较情况来看，据世界银行 WDI 数据库统计，2007年，中国大陆地区出境的过夜旅游人数为4095万人，位居香港、德国、英国、美国、波兰之后；入境的过夜旅游人数为5472万人，位居法国、西班牙、美国之后，如结合各国人口情况来看，中国出入境旅游人数占总人口数尚不足10%。从旅游收支方面来看，中国大陆地区2007年国际旅游收入411亿美元，位居美国、西班牙、法国、英国、德国、意大利之后；国际旅游支出333亿美元，位居美国、德国、英国、法国、日本之后。

根据中国统计年鉴数据，至 2008 年，中国人均 GDP 为 3677.86 美元，全国 31 个省市的人均 GDP 均已超过 1000 美元，有 12 个省市高于全国平均水平。其中，上海已超过人均 1 万美元，人均 GDP 超过 5000 美元的有北京、天津、浙江、江苏和广东，人均 GDP 在 3000 美元以上的有 7 个省，超过 2000 美元的有 14 个省，有 4 个省的人均 GDP 在 2000 美元以下。

图18：2008年各省市人均GDP



数据来源：中国统计年鉴 中原证券研究所

近期，国家“十二五”规划已初步确定，其中，城乡居民收入年均增速目标为 7%，与经济增速年均目标一致，高于“十一五”规划的年均增长 5% 的目标。但是，首先要有经济快速发展，才有居民收入的增长，在大多数省份，尤其是中西部地区，依靠居民收入增长拉动经济的方式效果并不明显。因此，7% 的收入增速对旅游行业收入究竟有多大拉动效应仍难确定，但至少可以反映旅游行业收入将与居民收入的发展方向保持一致。

5.3 国内游及出境游将是行业增长点

目前，城镇居民由于在收入方面具有一定优势，仍是旅游行业主要的客户来源，尤其是东部地区是主要的客源地。另外，从入境游的角度来看，广东、上海、北京、江苏、浙江、福建等东部沿海地区也是目前主要的入境游目的地并贡献了大部分的国际旅游外汇收入。不过在发展潜力方面，宁夏、青海、西藏等西部地区随着旅游资源的开发、宣传以及国际知名度的提升，增长潜力相当巨大。

我们认为在短期内供给将基本维持不变，尤其是自然景区的资源开发中短期内较难有大量的供给增加，而综合性旅游公司方面，竞争比较激烈，供给增加将主要依靠提供创新的旅游产品来实现。

需求未来几年将呈现平稳增长的趋势。一方面，居民的人均出游率处于上升通道中，另一方面，中西部地区随着居民收入的不断提升，出游意愿将不断增强，而中西部地区人口基数较大，旅游需求的释放将在现有基

础上带来不小的游客增量，此外，世博会结束后对长三角外景区的分流效应将明显减退，以及日渐成熟的交通网络也将对需求释放起到一定的正面作用。

表9：2009年各省国际旅游（外汇）收入及入境旅游总人数

省份	国际旅游 (外汇)收入(亿美元)	增长(%)	入境旅游总人数 (万人次)	增长(%)
广东	100.28	9.30	2747.80	7.0
上海	47.44	-4.58	533.39	1.3
北京	43.57	-2.30	412.51	8.8
江苏	40.16	3.50	556.83	2.3
浙江	32.24	6.60	570.64	5.7
福建	25.99	8.59	312.03	6.4
辽宁	18.56	21.62	293.20	21.2
山东	17.65	26.90	310.04	22.2
天津	11.83	18.10	141.02	15.6
云南	11.72	16.34	284.49	13.7
陕西	7.71	16.81	145.08	15.4
湖南	6.73	8.95	130.87	17.9
广西	6.43	6.93	209.85	4.4
黑龙江	6.39	-26.58	142.51	-29.0
安徽	5.66	24.51	156.16	18.2
内蒙古	5.58	-3.27	128.96	-16.8
重庆	5.37	19.44	104.81	20.2
湖北	5.10	15.29	133.46	12.4
河南	4.33	15.65	125.85	20.6
山西	3.78	25.71	106.78	13.7
河北	3.08	12.36	84.22	12.3
江西	2.90	15.12	96.43	20.2
四川	2.89	25.42	84.99	21.5
海南	2.77	-11.86	55.15	-21.9
吉林	2.43	14.90	68.05	10.2
新疆	1.37	0.63	35.49	-2.3
贵州	1.10	-5.58	39.95	1.0
西藏	0.79	152.99	17.49	157.2
青海	0.15	52.00	3.61	20.9
甘肃	0.13	-21.80	6.07	-27.0
宁夏	0.04	47.16	1.45	25.3

数据来源：国家旅游局

但是，从现实情况来看，广大农村仍然是作为旅游目的地存在，农村居民目前尚未成为旅游消费的主体，此外，入境游中过夜游客比例较低，而出境游中则港澳游占比偏大，结构上仍有改善的空间。

近期虽然受到日本地震影响，对赴日出入境旅游造成短期冲击，但我们认为，地震对于旅游业的冲击往往是短期的，恢复周期较短，同时，赴日出入境游客占比不足 10%，因此，整体来说，对旅游行业打击不大。

5.3.1 国内游

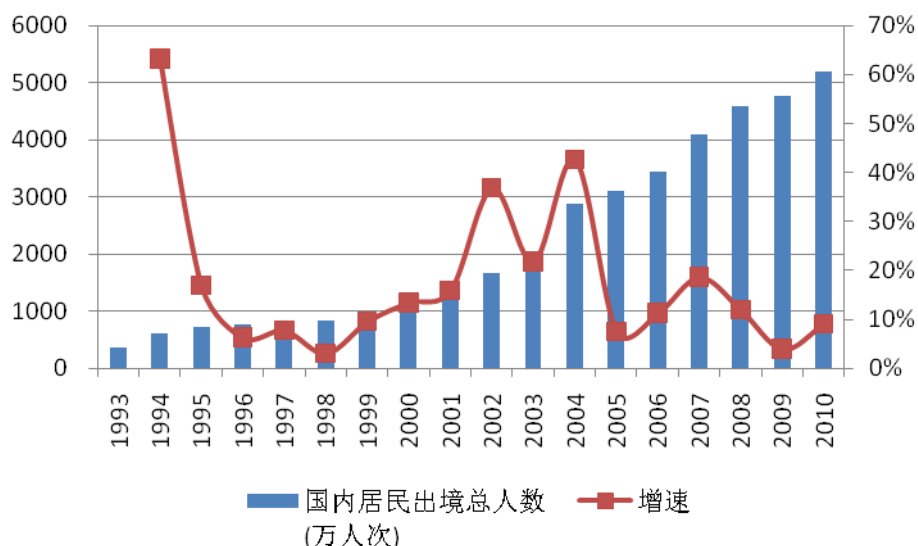
2003 年以来，国内游人数复合增长率约为 14.7%，至 2009 年，国内游人数已达到 17.28 亿人次。按照官方预测值，到 2015 年，国内旅游人数将达到 33 亿人次，我们预计，国内游人数将达到 30.83 亿人次，复合增长率约 10.13%。我们认为，国内游未来旅游收入的增长更多的将是来源于国人旅游次数的增长，其次才是游客人均消费的增长所带来的旅游收入增加。

5.3.2 出境游

出境游方面，我们认为未来几年旅游行业的另一个看点，复合增长率也将在 10% 以上，主要的推动力将来自居民收入的提升。

近年来，一方面，居民收入不断增长，使得中国中产阶级群体逐渐庞大，消费能力和消费意愿兼具，另一方面，由于国内进口商品关税较高导致国内进口商品尤其是奢侈品价格大大高出周边国家及欧美市场，并且同时考虑到商品可靠性、多样性、币值差异、旅游签证宽松趋势以及境外购物的退税优惠等，导致中国大部分奢侈品购买力流向境外，第三，人民币升值使得人民币在境外购买力增强，降低了出境游的成本，刺激了国内出境游市场。

图19：出境游人数及增速



数据来源：中国统计年鉴 中原证券研究所

5.3.3 入境游

2004 年，入境游人数突破 1 亿人次后，近年入境游人数基本维持在 1.2-1.3 亿人次之间，增长较平缓。预计未来 3-5 年入境游人数难现大规模增长，增长率有可能落后于国内游及出境游。入境游方面的主要动力将是

如何增加入境游客的人均消费。

5.4 游客量是景区增长主动力

对景区及旅游综合企业来说，核心的驱动因素是游客量，游客量的增长将是最直接的带来收入和利润增加的途径。此外，游客在景区的平均消费水平也与企业盈利紧密相关，但游客的消费能力与各客源地收入水平相关，而消费观念、交通环境等是需要时间来改变的。

票价方面，尽管景区的主要收入来源是依靠门票，但景区的发展不能陷入依靠涨价而发展的怪圈。首先，发改委对门票提价的幅度和时间间隔有所限制，其次，提价手段仅是权宜之计，也不可频繁使用，否则可能会对吃、住、行、购、娱五个环节产生挤出效应，扶摇直上的景区票价并不是提升景区服务品质的必须，相反，还将使其作为公共物品的公益性和社会功能打折扣。此外，在门票价格提高至一定水平之后，基于高票价的再度提价能力将很有限，而旅游作为非生活必需品，景区的过度提价也有可能导致游客人次增长困难，而人气如果得不到聚拢，也将难以带动相关产业的发展。

5.5 软要素重要性将日益显著

从驱动产业发展的要素来看，已不仅仅是依靠提高硬件要素就能推动产业发展的时代了，各种软要素的重要性日益显现，如国家旅游开放程度、旅游业制度建设、卫生及安保情况均将对景区的竞争力形成重大影响。如长三角地区，尽管其 4A 景区数量、世界级旅游资源均不是处于领先地位，但是其接待的游客量则占到了全国的 1/3 左右。

随着散客化时代的来临，旅游的理念、推广方式及营销策略都需要与时俱进。在高铁建设和区域经济发展的带动下，新的热点、新的市场格局或将逐渐形成，有望培育出一批新兴的旅游目的地，而文化演艺、免税、在线旅游、经济型酒店等新兴的细分行业中也将会出现更多机会。

6. 投资策略及重点公司

从旅游业自身的淡旺季结构看，二季度，各大景区将陆续进入旅游旺季。结合旅游业“十二五”规划对旅游业未来五年的展望，我们认为，旅游业当前仍处于受益于居民消费需求上升的阶段。从国家层面提高居民收入、退税/免税、国民休闲纲要以及个税起征点上调等政策将相继出台，从居民消费趋向来看，房地产市场目前仍处于政策约束期，汽车销售受到油价上涨影响前景亦不甚乐观，而对于旅游业来说，当前人民币升值趋势下，消费意愿强烈，居民出游的意愿和能力兼备。

结合各子行业情况，我们认为景区类上市公司机会更显著，其次是旅游综合类上市公司。建议重点关注受益于高铁等交通条件改善的景区，尤其是在大中型城市周边、交通半径在 2-3 小时的有望发展短途旅游或自驾游的景区，同时，具备政策支持或通过资产重组等能为公司实现外延式扩张的、在未来 3 到 5 年成长性确定、发展前景清晰的公司也有较大优势。此外，2011 年是建党 90 周年纪念，又逢辛亥革命 100 周年，红色旅游、文

化旅游等特色景区也将受益。

图20: 旅游行业历史市盈率 (2000年-2010年)



数据来源: Wind资讯 中原证券研究所

数据显示,旅游行业历史平均市盈率约为 56 倍,目前行业静态市盈率约为 52 倍左右,考虑到行业 2011 年的成长性,目前行业估值水平低于历史均值,给予行业“强于大市”评级,建议关注丽江旅游(002033)、宋城股份(300144)、桂林旅游(000978)、世纪游轮(002558)、ST 张家界(000430)等。

7. 风险提示

如有疫情或自然灾害、安全事故等突发事件,将对旅游业产生短期冲击。

丽江旅游 (002033): 低谷已过, 业绩反弹将至

增持 (维持)

市场数据 (2011 年 3 月 30 日)

收盘价 (元)	31.30
一年内最高/最低 (元)	37.95/16.70
沪深 300 指数	3256.08
市净率 (倍)	6.05
流通市值 (亿元)	22.50

基础数据 (2010 年 12 月 31 日)

每股净资产 (元)	5.18
每股经营现金流 (元)	0.06
毛利率 (%)	77.38
净资产收益率 (%)	1.88
资产负债率 (%)	35.09
总股本/流通股 (万股)	7189.38/11632.30
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



投资要点:

- **玉龙雪山索道恢复运营, 业绩将自低谷回升。**公司 2010 年处于业绩低谷, 由于玉龙雪山大索道自 2010 年 4 月起开始停运改造, 对公司业绩造成了不小影响。2010 年底玉龙雪山索道已恢复运营, 2011 年, 预计公司业绩将稳步回升。
- **运力提升及提价预期形成“双动力”。**玉龙雪山索道恢复迎客将提高运力及效率 (从每小时 420 人提升至每小时 1200 人), 而运输效率的提升有望同步提升乘索率。同时, 改造后提价预期增加 (大索道 7 年未提价), 形成股价的双重催化剂。
- **收购优质资产。**公司拟通过定向发行方式收购丽江玉龙雪山印象旅游文化产业有限公司 51% 股权。收购完成后, 公司业务将拓展到文化演艺业, 将实现多元化经营, 产业链可有效延长, EPS 将显著增厚。
- **给予公司“买入”的投资评级。**公司除收购优质资产外, 还存在资产注入预期, 公司大股东拥有云南省优质、丰富的旅游资源, 有望借助公司作为融资平台。不考虑印象丽江注入的情况下, 我们预计公司 2011 年 EPS 为 0.65 元, 对应 PE 为 48 倍, 给予“增持”的投资评级。
- **风险提示。**重大资产重组审批风险、地震等自然灾害风险。

	2008	2009	2010	2011E
营业收入 (亿元)	1.46	1.83	1.90	4.30
增长比率 (%)	-5.19	25.34%	3.96	126.32
净利润 (亿元)	0.46	0.38	0.10	0.76
增长比率 (%)	-31.22	-17.39	-73.64	660
每股收益 (元)	0.46	0.39	0.09	0.65

宋城股份 (300144): 盈利能力较强 异地复制可期

买入 (上调)

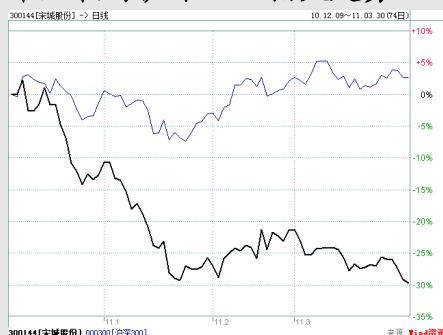
市场数据 (2011 年 3 月 30 日)

收盘价 (元)	45.36
一年内最高/最低 (元)	66.47/44.60
沪深 300 指数	3256.08
市净率 (倍)	19.97
流通市值 (亿元)	19.19

基础数据 (2010 年 12 月 31 日)

每股净资产 (元)	15.08
每股经营现金流 (元)	1.49
毛利率 (%)	76.28
净资产收益率 (%)	32.54
资产负债率 (%)	14.85
总股本/流通股 (万股)	16800/4200
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



投资要点:

- **公司品牌影响力渐长, 世博年客流量大幅增加。**公司 2010 年业绩和我们之前预期基本一致, 业绩提升主要是由于近年来同旅行社保持了较好的合作关系, 销售网络不断扩大, 通过多年积累, 品牌影响力不断提升, 同时, 受益于世博会, 客流量增加明显。
- **公司业务收入主要是门票销售收入, 收入增速高, 毛利率水平稳定。**2010 年上半年, 宋城景区收入占营业收入 72.60%, 公司综合毛利率达到 70%以上, 其中, 宋城景区毛利率可达 88%。公司“主题公园+旅游文化演艺”的经营模式可以有效提高公司整体盈利能力。
- **竞争优势明显, 且“宋城”模式异地复制的可行性强。**宋城景区及演艺票价在杭州当地及全国其他同类型竞争者中处于较低水平, 同时, 公司与旅行社有良好的合作关系, 游客量有保证, 竞争优势明显。同时, 杭州乐园和动漫城新的演艺节目以及杭州未来即将开通的地铁均是公司新的利润增长点。“宋城”模式的精髓是将当地的文化与旅游相结合, 公司已计划在三亚投资建设一座主题公园, 并推出与当地历史文化主题相关的大型演艺节目。此外, 公司还积极与包括丽江、九寨沟、西安等一系列风景名胜、历史名城沟通接洽, 有望将“宋城”模式在更多高知名度的旅游目的地进行复制。
- **给予公司“买入”的投资评级。**公司除收购优质资产外, 还存在资产注入预期, 公司大股东拥有云南省优质、丰富的旅游资源, 有望借助公司作为融资平台。预计 2011 年 EPS 为 1.43 元, 给予“买入”的投资评级。
- **风险提示:** 世博年后游客量回落、重大公共危机或疫情、盈利模式异地复制失败、游乐设施故障、创作人才遇到瓶颈。

	2008	2009	2010	2011E
营业收入 (百万元)	197.71	273.30	444.76	564.00
增长比率 (%)	63.37	38.23	62.74	27.00
净利润 (百万元)	64.16	87.00	163.34	240.00
增长比率 (%)	41.95	35.58	87.76	47.00%
每股收益 (元)	0.53	0.70	0.97	1.43

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。