

建议超配旅游板块

——2011 年二季度投资策略

研究结论

- 我们认为旅游行业正处于高速发展的黄金时期。经济增长、政策支持、交通环境持续改善等将促使行业增速进一步提高，预计 2011 年全年旅游人次将在 23 亿以上，旅游收入增幅将在 25% 以上；从一季度情况看，景区人次增长加速，增幅预计在 15—20%，3 月份开始主要经济型酒店品牌景气明显回升，单店 REVPAR 上升在 3—5%。
- 景区将成为各地旅游大发展的核心载体。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。
- 品牌连锁经济型酒店未来增长潜力巨大。我国经济型酒店的存量依然很低，而十分有限的酒店数量供给又与商务游和自助游人数的迅速增加形成结构性失衡；这进一步打开了经济型酒店子行业未来的发展空间，我们关注具备一定规模优势的龙头企业，有如家、锦江股份、汉庭、七天。
- 我们建议二季度超配旅游板块，目前整体处于历史估值较低的水平，2011 年动态市盈率 30—35 倍，远低于 2006 年至今 52 倍的平均值。短期来看，预计接连不断的催化剂将维持市场的人气，建议二季度配置中青旅（买入）、锦江股份（增持）、宋城股份（买入）、中国国旅（买入）、峨眉山（增持）、首旅股份（买入），同时关注西安饮食（未评级）和 ST 长信（未评级）等。
- 催化剂 1：旅游行业进入传统旺季。随着二季度的到来，旅游行业进入传统旺季，板块内公司业绩将大幅增长，如沿续 3 月份的景气，预计二季度主要公司净利润增长 20—40%，同比将有 10—20 个百分点的增长。
- 催化剂 2：海南“离岛免税”政策将实施，确定 4 月 20 日试运行，5 月 1 日起正式实施。我们认为政策超预期，市场错误解读造成相关受益板块股价的回落。未来随着政策实施和国内奢侈品消费的持续快速增长，市场会在二季度纠错，相关公司股价有望走出 20—30% 的上涨。
- 催化剂 3：西安园博会将于 4 月 28 日至 10 月 22 日召开，预计带动西安旅游人次上升至 2011 年的 6000 万，同比增长 20% 以上。预计相关受益公司如：ST 长信（未评级）、西安饮食（未评级）、西安旅游（未评级）等。
- 催化剂 4：西藏和平解放 60 周年带来区域投资机会。5 月 21 日，在西藏迎来和平解放 60 周年之际，我们预计国家将加大对西藏的财政、税收方面的政策支持，西藏预计将迎来历史性发展机遇。建议关注：西藏旅游（未评级）。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨春燕

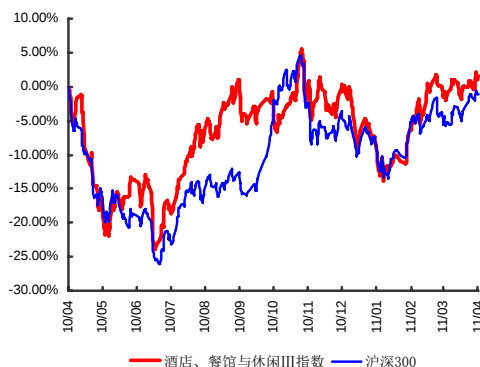
旅游行业资深分析师
8621-63325888 × 6080
yangy@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010015

联系人

吴繁
8621-63325888 × 5010
wufan@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 餐饮旅游
报告发布日期 2011 年 4 月 18 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-16.31	-18.7	1.53
相对表现 (%)	-0.8	4.46	2.58

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
峨眉山 A	0.36	0.47	0.60	20.53	增持
宋城股份	0.70	0.97	1.45	48.20	买入
中青旅	0.61	0.64	0.85	15.73	买入
首旅股份	0.69	0.81	1.02	21.88	买入
锦江股份	0.47	0.63	0.73	20.62	增持
中国国旅	0.44	0.46	0.63	27.86	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《寻找领先行业的公司——2011 年餐饮旅游行业年度投资策略》
2011 年 1 月 5 日

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声明。

目 录

(一) 2010 年及 2011 年一季度旅游行业运行态势分析	4
1. “三游”持续快速增长	4
(1) 国内游：持续旺盛	4
(2) 入境游：恢复增长	4
(3) 出境游：连续井喷	5
2. 细分子行业情况	6
(1) 景区：保持较好的发展态势	6
(2) 餐饮业：继续快速增长	6
(3) 经济型酒店：进入高成长高盈利时期	7
(4) 免税业：快速成长	8
3. 春节黄金周：旅游消费市场火爆	9
(二) 2011 年二季度投资策略	10
1. 中长期：行业正处于高速发展的黄金时代	10
(1) 国人生活水平提高	10
(2) 相关政策支持	11
(3) 交通环境改善	12
(4) 我们的观点	13
2. 短期：催化剂接连不断	14
(1) 旅游行业进入传统旺季	14
(2) “离岛免税”刺激海南休闲购物游	14
(3) 西安园博会对当地旅游业的带动作用	15
(4) 西藏和平解放 60 周年带来区域投资机会	16
(三) 关注上市公司	16
1. 中青旅	17
2. 首旅股份	18
3. 西安饮食	18
4. ST 长信	19

图表目录

图 1：国内旅游人数.....	4
图 2：国内旅游收入.....	4
图 3：入境旅游人数.....	4
图 4：北京累计出境旅游人数.....	5
图 5：四川累计出境旅游人数.....	5
图 6：北京旅游区累计接待人数.....	6
图 7：北京旅游区累计收入.....	6
图 8：餐饮收入分项零售总额.....	6
图 9：经济型酒店规模.....	7
图 10：经济型酒店行业龙头营运酒店数量.....	7
图 11：经济型酒店行业龙头平均房价.....	8
图 12：经济型酒店行业龙头入住率.....	8
图 13：中国奢侈品消费市场规模.....	8
图 14：春节黄金周接待游客总数.....	9
图 15：春节黄金周旅游总收入.....	9
图 16：国内外人均旅游次数对比.....	11
图 17：国家快速铁路网.....	13
图 18：旅游板块估值处于历史较低水平.....	16
表 1：2011 年春节黄金周旅游收入排名.....	9
表 2：中国各省市人均 GDP 排名.....	10
表 3：交通建设重点.....	12
表 4：四地“离岛免税”比较.....	15
表 5：昆明、沈阳和上海展会对当地旅游、餐饮和零售业的带动作用.....	16
表 6：重点旅游类公司盈利预测及估值表.....	20

(一) 2010 年及 2011 年一季度旅游行业运行态势分析

1. “三游” 持续快速增长

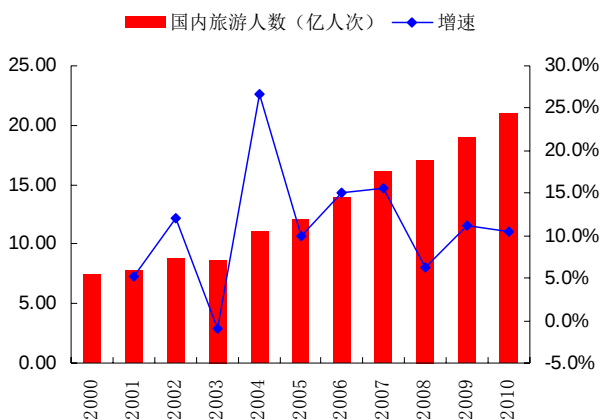
最新的统计数据表明，2010 年全年以及 2011 年第一季度我国旅游市场发展态势良好，国内游、入境游和出境游三个市场均呈现出较快的增长速度，其中国内游增速有明显加快，主要景区增幅在 15-20%。

(1) 国内游：持续旺盛

总体看，国内游需求强劲，增长情况良好。2010 年全年国内旅游人数 21 亿人次，比上年同期增长 10.4%，实现旅游收入 12580 亿元，**同比增长 23.5%**。2000-2010 十年间，我国国内旅游收入年复合增长率达 14.8%。

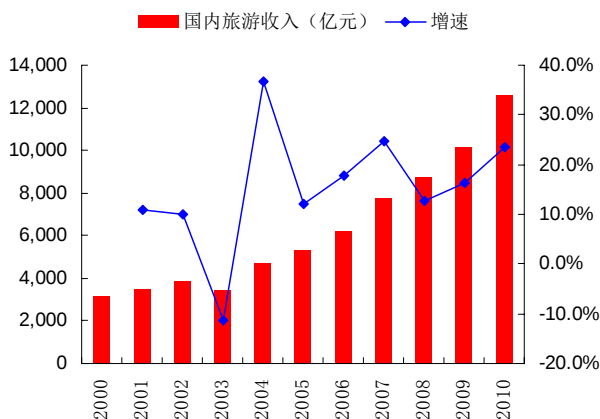
一季度主要景区保持加快增长态势，核心景区人次增幅在 15-20%，较前几年有 5-10 个百分点的增长；经济型酒店自 3 月份开始景气明显上升，主要品牌单店 REVPAR 上升近 3-5%，品牌扩张速度进一步加快；旅行社受日本地震等影响其出入境业务短期负面影响较大，但国内游及其他区域的旅游仍火爆。

图 1：国内旅游人数



资料来源：国家旅游局，东方证券研究所

图 2：国内旅游收入

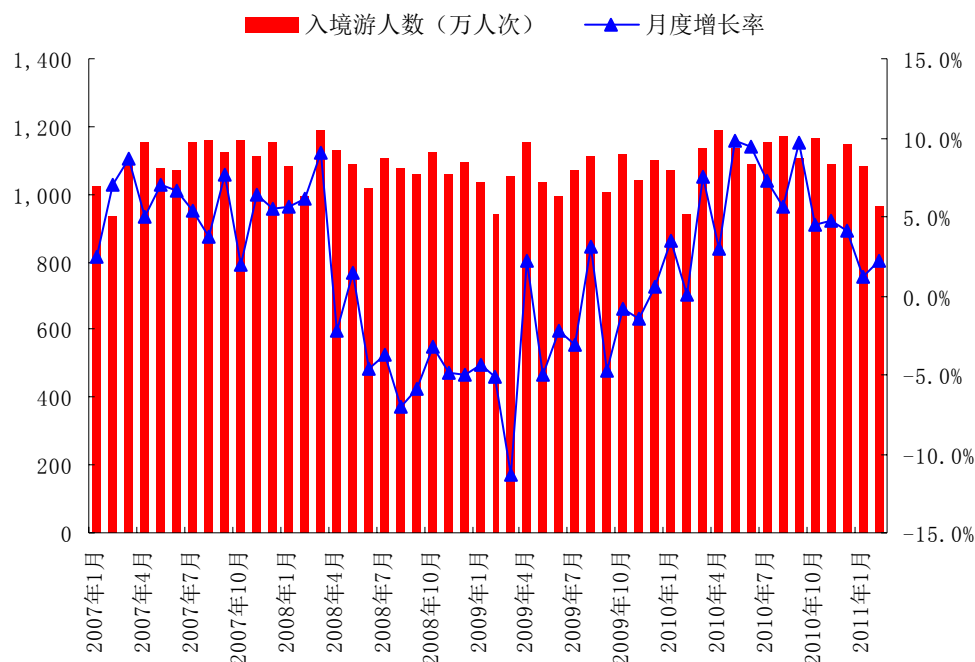


资料来源：国家旅游局，东方证券研究所

(2) 入境游：恢复增长

国家旅游局的统计数据显示，受国际金融危机影响，入境旅游人数 08、09 年连续两年分别下降 1.4% 和 2.7%，在 2010 年开始恢复增长，全年入境旅游人数为 13376.23 万人次，同比增长 5.8%。2011 年 1-2 月份入境旅游人数为 2043.82 万人次，同比增长 1.7%。

图 3：入境旅游人数

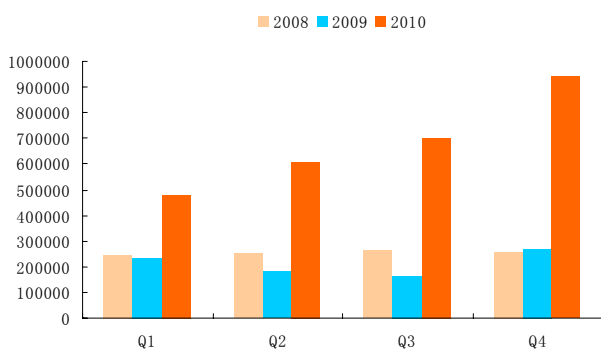


资料来源：国家旅游局，东方证券研究所整理

（3）出境游：连续井喷

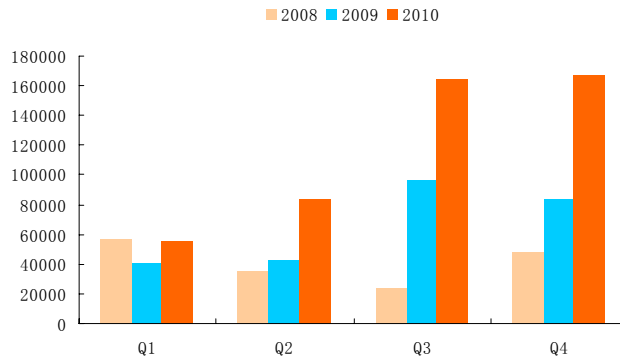
从各省市的旅游统计数据看，国内出境游继续保持高速增长，一些重要省市更是出现人数井喷。比如，北京 2010 年累计出境旅游人数 272.66 万人次，较去年同比增长 221%；四川同期累计出境旅游人数增速为 78.2%；浙江、江苏和上海的增速分别为 59.7%、51.9%和 23.7%。

图 4：北京累计出境旅游人数



资料来源：WIND，东方证券研究所

图 5：四川累计出境旅游人数



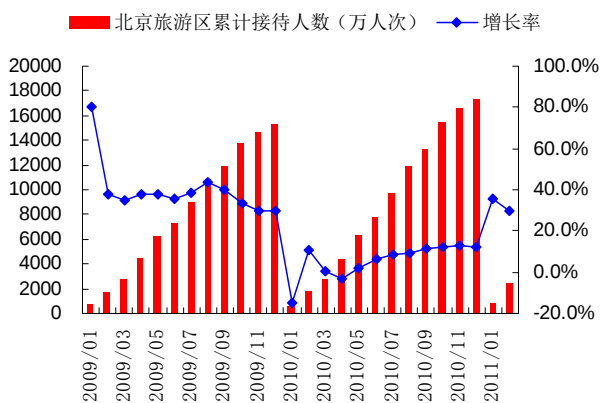
资料来源：WIND，东方证券研究所

2. 细分子行业情况

(1) 景区：保持较好的发展态势

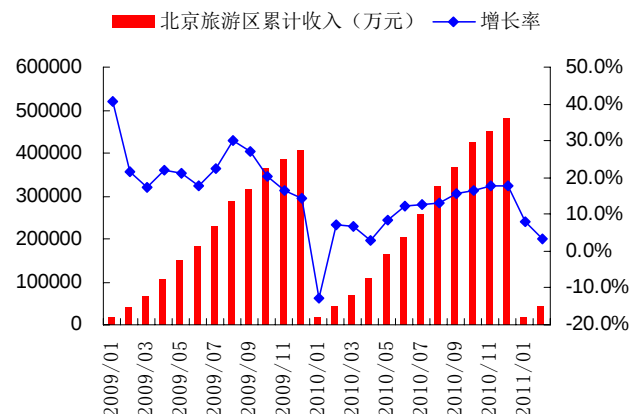
景区的经营数据显示：主要景区保持较好的发展态势，主动性消费增长明显。从 2010 年的情况看，北京旅游区累计接待人数 17307 万人次，同比增长 12.5%，累计收入 478572 万元，同比增长 17.6%，收入增长超过接待人数增长，反映出人均消费水平的提高。安徽重点景区全年接待人数 5887 万人次，同比增长 40.4%，实现旅游收入 16.70 亿元。四川峨眉山景区全年接待人数 259 万人次，同比增长 10.5%，实现旅游收入 2.64 亿元。从今年 1-2 月的情况看，北京旅游区和安徽重点景区的游客接待量，增速分别为 29.6% 和 7.1%，发展势头不减。

图 6：北京旅游区累计接待人数



资料来源：北京市旅游局，东方证券研究所

图 7：北京旅游区累计收入

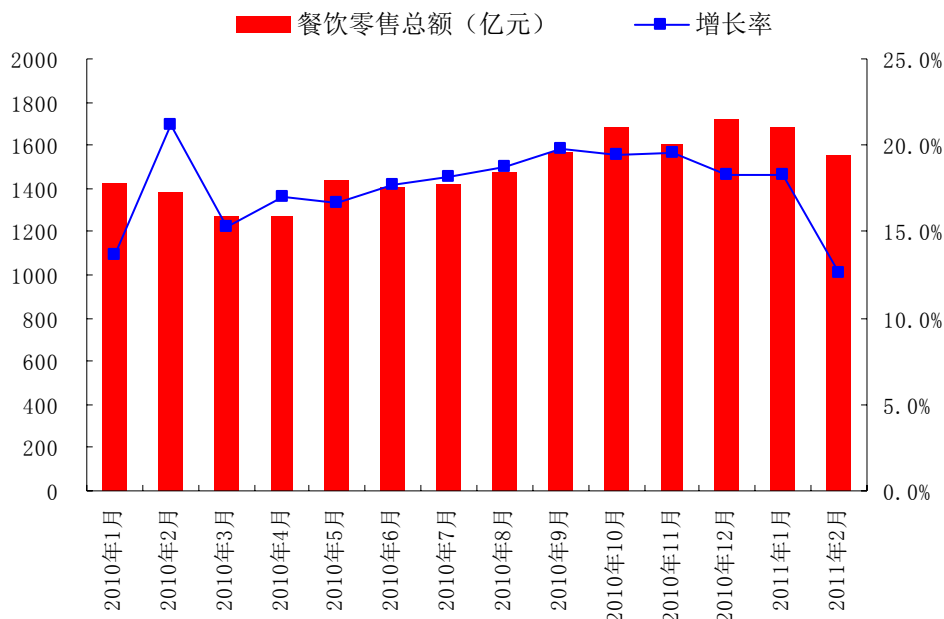


资料来源：北京市旅游局，东方证券研究所

(2) 餐饮业：继续快速增长

根据社会消费品零售总额中的餐饮收入分项，2010 年餐饮累计销售额为 17635.5 亿元，同比增长 18%。2011 年 1-2 月我国餐饮收入零售总额为 3241.3 亿元，同比增长 15.5%。

图 8：餐饮收入分项零售总额

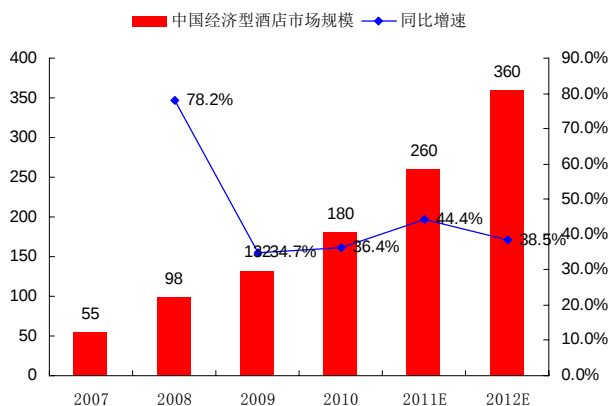


资料来源：国家统计局，东方证券研究所整理

（3）经济型酒店：进入高成长高盈利时期

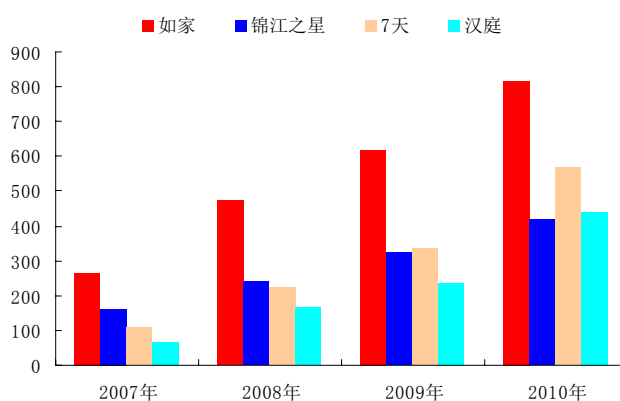
经济型酒店行业 2010 年规模继续扩大，根据艺旅咨询的统计数据，去年中国经济型酒店市场规模达 180 亿元，同比增长 36.4%。行业四大品牌市场规模达 81.2 亿元，占 45% 的市场份额。随着旅游人次和商旅活动进一步增加，艺旅网预计 2011 年中国经济型酒店市场规模将达 260 亿元，同比增长 44.4%。

图 9：经济型酒店规模



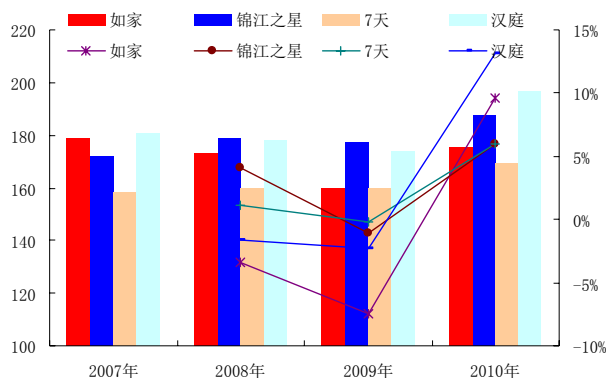
资料来源：艺旅咨询，东方证券研究所

图 10：经济型酒店行业龙头营运酒店数量

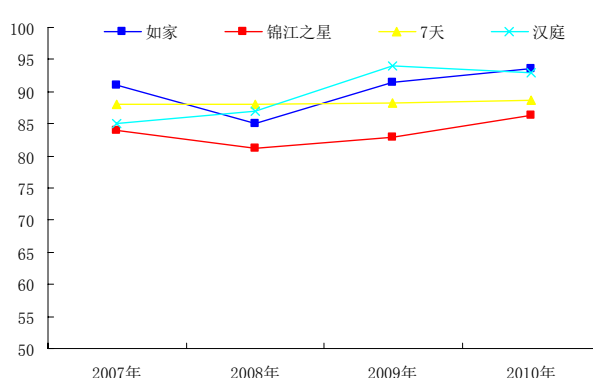


资料来源：公司公告，东方证券研究所

从如家、锦江、7天和汉庭四家上市经济型酒店的数据看，平均房价和入住率并没有因为规模不断扩张而降低，相反，所有酒店的 RevPAR 均创出近年新高，分别为 164 元、162 元、144 元和 183 元，表明经济型酒店行业已经进入高成长高盈利期。

图 11：经济型酒店行业龙头平均房价


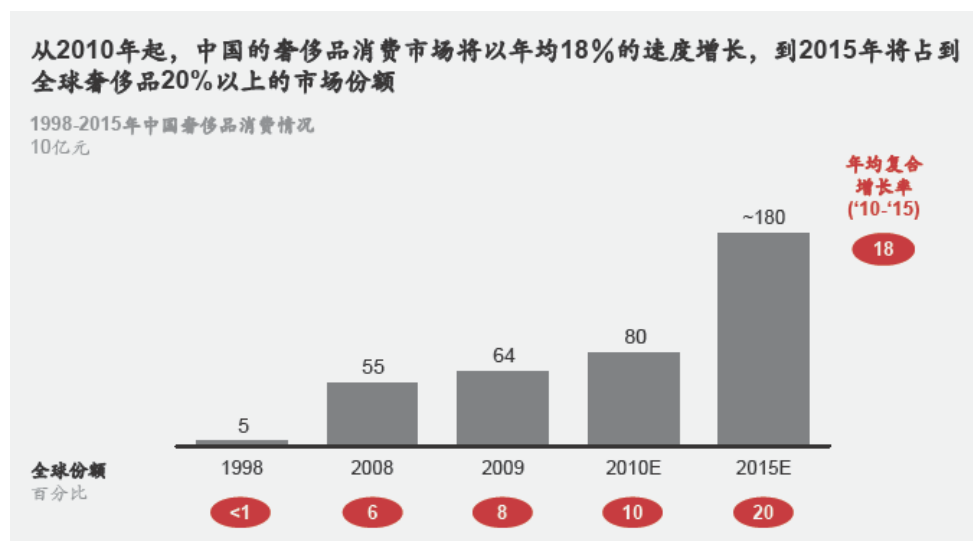
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 12：经济型酒店行业龙头入住率


资料来源：公司公告，东方证券研究所

（4）免税业：快速成长

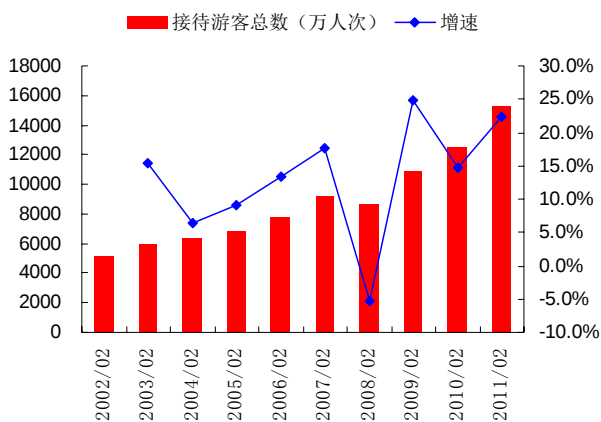
根据 Generation Research 的统计，全球免税市场在经历 2009 年的下滑后重新步入上升通道。分地区看，中国免税市场作为亚太地区增长最快的市场之一，正受到广泛关注。随着收入水平的不断提高，中国富裕起来的消费者不但手头阔绰，而且愿意花钱购买几年前还不能负担的奢侈品，致使奢侈品在中国蓬勃发展，即便在 2009 年全球经济衰退的情况下，中国奢侈品消费市场仍然增长了 16%。我们认为，随着社会财富的日益增长，我国已经具备庞大的潜在消费群体，这部分人对奢侈品青睐有加，而免税商品中近一半是奢侈品，未来对免税商品的需求将非常可观。

图 13：中国奢侈品消费市场规模


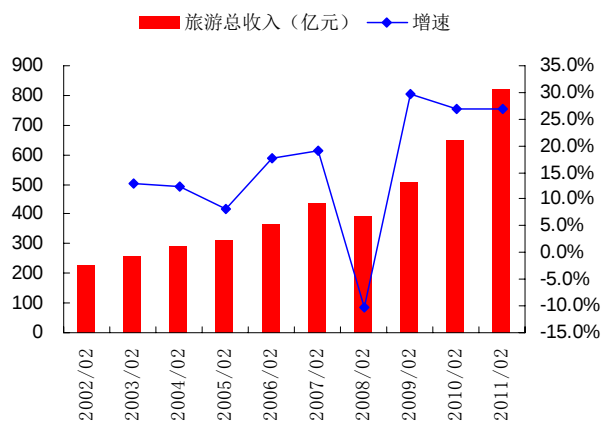
资料来源：麦肯锡、德意志银行，东方证券研究所

3. 春节黄金周：旅游消费市场火爆

根据全国假日旅游部际协调会议办公室发布 2011 年春节第 7 号旅游信息通报，2011 年第一个长假黄金周旅游消费火爆，旅游人次和旅游收入均实现了两位数的增长，无论北京上海等一线城市还是中西部地区，旅游业在 2011 年的第一个长假黄金周均实现开门红。统计数据显示，春节期间全国接待游客总数 15300 万人次，比上年同期增长 22.4%；实现旅游总收入 820.5 亿元，比上年同期增长 27.0%；游客人均消费 536 元，比上年同期增加 19 元。

图 14：春节黄金周接待游客总数


资料来源：国家旅游局，东方证券研究所

图 15：春节黄金周旅游总收入


资料来源：国家旅游局，东方证券研究所

表 1：2011 年春节黄金周旅游收入排名

名次	省市	接待游客人数(万人次)	同比增长	旅游收入(亿元)	同比增长
1	江苏	1091.80	21.6%	103.26	24.2%
2	四川	2430.06	25.4%	83.13	35.8%
3	浙江	987.94	34.5%	76.70	38.0%
4	黑龙江	1120.72	43.2%	73.43	40.8%
5	山东	1008.50	19.8%	69.30	23.7%
6	辽宁	814.70	10.9%	43.61	11.9%

7	河南	973.23	15.5%	38.97	24.3%
8	福建	629.09	36.8%	37.99	33.2%
9	重庆	1513.20	30.6%	37.60	31.5%
10	陕西	896.20	26.0%	35.85	35.8%

资料来源：人民网旅游频道；东方证券研究所

(二) 2011 年二季度投资策略

虽然旅游行业的估值相比其他行业显得偏高，但是，受益于国人生活水平的提高、相关政策的支持以及交通环境的改善，旅游需求持续增长，行业基本面和政策面远优于大多数行业。因此，我们建议**二季度超配旅游板块**。

1. 中长期：行业正处于高速发展的黄金时代

(1) 国人生活水平提高

按照最新的统计数据，2010 年中国 GDP 总量为 58786 亿美元，超过日本成为世界第二，人均 GDP 也由 2009 年的 3640 美元提高到 4394 美元，同比增长 20.7%。其中，人均 GDP 超过 1 万美元的省市包括北京、上海和天津。

表 2：中国各省市人均 GDP 排名

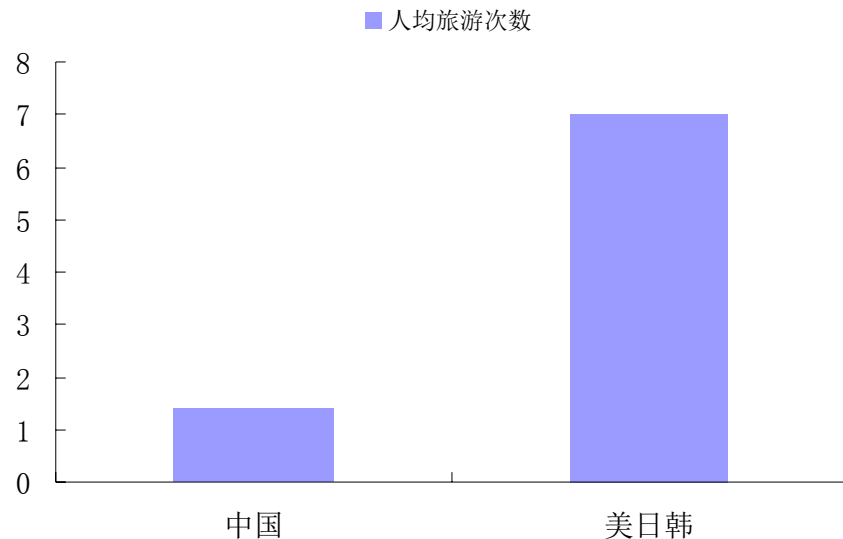
名次	省份	GDP (亿美元)	常住人口 (万人)	人均 GDP (美元)
1	澳门	262	54	48097
2	香港	2302	685	33611
3	台湾	4675	2316	20188
4	上海	2492	1921	12973
5	北京	2035	1755	11596
6	天津	1345	1228	10957
7	江苏	6042	7725	7821
8	浙江	4022	5232	7687
9	内蒙古	1722	2422	7108
10	广东	6717	9638	6969

注：此为非官方数据，使用换算汇率的不同也可能导致最终数值的差异

资料来源：互联网，东方证券研究所

尽管如此，我国旅游业和世界平均水平相比仍有较大差距，未来还有很大的发展潜力。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，旅游投资占投资总额的 12% 以上；而我国当前旅游占 GDP 的比重仅为 3.8%（09 年）。从绝对数量看，目前我国每年人均出游率仅为 1.4 次（09 年），远远低于美、日、韩等国家的人均出游 7 次，未来需求将出现爆发式增长。

图 16：国内外人均旅游次数对比



资料来源：东方证券研究所整理

（2）相关政策支持

上个月召开的第十一届全国人民代表大会第四次会议，温家宝总理在政府工作报告中要求：“加强农村和中小城市商贸流通、文化体育、旅游、宽带网络等基础设施建设。大力促进文化消费、旅游消费和养老消费。”

4 月 11 日举行的亚太旅游协会成立 60 周年庆典暨年会上，国务院副总理王岐山又一次强调，加快发展旅游业，是扩内需、调结构、促就业、惠民生的重要举措。在今后五年中，中国政府将深入贯彻落实科学发展观，多策并举，把旅游业培育成国民经济的战略性支柱产业。

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%（当前占比为 3.8%），旅游业总收入年均增速 12% 以上。

新华社 3 月 16 日全文发布了《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》，在第十六章第二节“积极发展旅游业”提出：全面发展国内旅游，积极发展入境旅游，有序发展出境旅游。坚持旅游资源保护和开发并重，加强旅游基础设施建设，推进重点旅游区、旅游线路建设。推动旅游业特色化发展和旅游产品多样化发展，全面推动生态旅游，深度开发文化旅游，大力发展红色旅游。完善旅游服务体系，加强行业自律和诚信建设，提高旅游服务质量。

2011 年作为“十二五”元年，我们预计国内旅游收入增速在 20% 以上。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，当地旅游类上市公司有望成为扶持的优先对象。因此，我们认为国内旅游消费的巨大潜力将在“十二五”期间爆发。

（3）交通环境改善

提高运输服务水平被纳入“十二五”期间重要规划，国家将加强铁路、公路、港口、机场、城市公共交通的有机衔接，加快综合交通枢纽建设，继续向“客运零距离换乘、货运无缝化衔接”的目标迈进。

表 3：交通建设重点

	内容
01 铁路	建成“四纵四横”客运专线，建设城市群城际轨道交通干线，建设兰新铁路第二双线、郑州至重庆等区际干线，基本建成快速铁路网，营业里程达到 4.5 万公里，基本覆盖 50 万以上人口城市。建成拉萨至日喀则等西部干线，建设山西中南部、蒙西至华中地区等煤运通道。研究建设琼州海峡跨海工程、川藏铁路。
02 城市轨道交通	建设北京、上海、广州、深圳等城市轨道交通网络化系统，建成天津、重庆、沈阳、长春、武汉、西安、杭州、福州、南昌、昆明等城市轨道交通主骨架，规划建设合肥、贵阳、石家庄、太原、济南、乌鲁木齐等城市轨道交通骨干线路。
03 公路	基本建成由 7 条放射线、9 条纵线和 18 条横线组成的国家高速公路网，通车里程达到 8.3 万公里，基本覆盖 20 万以上人口城市。加大国省干线公路改造力度，国道二级及以上公路里程比重达到 70% 以上，基本实现具备条件的县城通二级及以上标准公路。
04 沿海港口	建设北方煤炭下水港装船码头及华东、华南煤炭中转储运基地工程，大连等港口的大型原油接卸码头工程，宁波—舟山等港口的大型铁矿石接卸码头工程，上海、天津等港口的集装箱码头工程。新增万吨级及以上深水泊位 440 个左右。
05 内河水运	整治长江上游航道，实施长江中游荆江河段航道治理工程，稳步推进长江口 12.5 米深水航道向上延伸。实施西江航运干线扩能工程和京杭运河升级改造工程，推进长江三角洲高等级航道网及其他高等级航道建设。
06 民航	建设北京新机场，扩建广州、南京、长沙、海口、哈尔滨、南宁、兰州、银川等机场，新建一批支线机场和通用机场。研究建设成都、青岛、厦门等新机场。加快新一代空管系统建设。
07 综合交通枢纽	建设 42 个全国性综合交通枢纽。

资料来源：新华社；东方证券研究所

可以看到，铁路的建设被摆在了第一位，根据我们之前《高铁助推区域消费发展》报告中指出的，2010 年至 2014 年将是国内高铁的建设和收获期，随着高铁的陆续建成并投入使用，旅游客源地和目的地间的时间距离将大幅缩短，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。

图 17：国家快速铁路网



资料来源：新华社，东方证券研究所

（4）我们的观点

● 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，从旅游行业的发展规律看，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、休闲度假等一系列延生产业的发展，景区有着独一无二的带动先发优势。再次，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，越来越多的游客愿意花钱享受高品质的旅游服务；另一方面，景区资源的垄断性和唯一性决定了其未来票价存在进一步上调的可能。

根据我们近期的调研，国内新兴景区一季度接待游客数量的增长速度为 10%-20%，收入的增长速度为 20%-40%，成熟景区的增速也稳定在 10% 左右。鉴于目前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不到 550 亿，我们认为，这类公司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，附加值较高的新兴景区类公司。

● 经济型酒店行业直接受益于国内旅游行业的稳步增长

一方面是国内经济持续快速增长，旅游业保持高景气，商务散客和旅游团队和散客（客源占比超过65%）对经济型酒店的需求快速增长，另一方面则是中国酒店行业的结构性失衡，按照艺旅咨询的数据，2010年经济型酒店市场规模仅占全国酒店市场规模的8.3%，远低于欧美成熟市场约60%的水平，供给十分有限。我们判断行业供求失衡的情况在相当一段时期难以改变，这为经济型酒店行业的快速发展提供了坚实的保障。

同时，行业内公司规模不断扩大。在巨大的需求下，经济型酒店行业的主要公司纷纷推出了雄心勃勃的开店计划，比如，如家2011年的计划是总收入增长20%-24%，新增酒店260至280家，达到千店的规模；7天计划2011年净收入总额同比增长32%-36%，新开店290家；锦江2011年一季度也有40家门店的增长，全年计划120-150家。

我们看好经济型酒店行业的增长，特别是行业内的龙头公司，预计2011年RevPAR增速有望保持5-10%，同时受益于规模快速扩张，平均收入和净利润增长有望在20-30%。考虑到中国经济型酒店行业整体处在成长期，新设酒店覆盖盲点仍然是大型经济型酒店最主要的扩张手段，从当前市场来看，目前拥有资本市场融资平台的四家上市经济型酒店连锁（如家、锦江、七天和汉庭）有望基于资金、品牌、管理和渠道在未来的并购整合期内占得先机，特别是已开始着手探索并购之路的锦江之星和如家。

2. 短期：催化剂接连不断

（1）旅游行业进入传统旺季

随着二季度的到来，旅游行业进入传统旺季。根据携程旅游网的报价资料，4、5月预订团队游、自由行的游客数量增多，旅游报价呈小幅上扬。来自途牛旅游网的监测数据也显示，随着旺季的到来，部分旅游目的地酒店和机票价格略有增长，其中北京到海南的双飞五日游涨幅更是高达31%，从三月中旬的3200元涨到4月初的4200元。4月份是传统的旅游旺季，我们认为，旅游人数的增加和旅游产品价格的提高，将从基本面上为股价提供支撑。

（2）“离岛免税”刺激海南休闲购物游

3月24日，“离岛免税”试点新闻发布会在海口举行，确定于今年4月20日试运行，5月1日起正式实施。这是继实行旅客购物“离境退税”之后赋予海南国际旅游岛建设的又一项核心政策，海南岛将成为韩国济州岛、日本冲绳岛和台湾澎湖岛之后第四个实施“离岛免税”的岛屿地区。

“离岛免税”是指对乘飞机离岛（不包括离境）旅客实行限次、限值、限量和限品种免进口税购物，在实施“离岛免税”的免税商店内付款，在机场隔离区提货离岛的税收优惠政策，主要目的之一是把高端消费留在国内。根据国家旅游局数据，2010年中国出境旅游平均人均支出约5800元，这一数字是国内旅游人均支出的11倍，是入境游客人均支出的2.5倍，购买奢侈消费品是这部分支出的主要去处。“离岛免税”打开了中国奢侈品消费这个巨大潜力的宝库，业内人士表示，免税店商品的价格要比普通商场便宜10%-40%，对国内消费者有很大的吸引力，将为海南旅游业带来巨大效益。

我们认为未来几年海南的旅游人次和人均消费将出现持续快速的增长，由此将对海南以旅游业为核心的相关服务业带来全面的提升。旅游、地产、商品销售、交通运输等行业将成为最大的受益者。

我们认为中国国旅（买入）、首旅股份（买入）、ST 东海（未评级）、三特索道（未评级）等公司将受益。

表 4：四地“离岛免税”比较

	适用对象	免税商品	免税税种	限购次数	限购金额	游客	年免税销售额
韩国济州	年满 19 岁，离岛但不离境的所有境内外旅客（含本岛居民）			1 年限购 6 次	40 万韩元（约合人民币 2400 元）	2008 年共接待游客约 582.2 万人次，其中外国游客 54 万人次。	免税销售额接近 2 亿美元
日本冲绳	离岛但不离境的所有境内外旅客（含本岛居民）	不销售香烟和本国商品	关税	不限	20 万日元（约合人民币 16000 元）	每年游客近 270 万人次，约 200 万人次购买免税品	销售额超过 2 亿美元
台湾澎湖	离岛免税购物商店以销售货物予持有护照、旅行证件或身分证明文件之旅客非供商业使用为限。		关税、营业税、货物税、烟酒税及烟品健康福利捐等相关税负	离岛免税购物商店购物旅客于三十日内入出离岛二次以上或半年内入出离岛六次以上，数量及金额，折半计算。	3 万新台币（烟酒另算），约合人民币 6700 元		
海南	年满 18 周岁，乘机离开海南本岛但不离境的国内外旅客，包括海南省居民	免税商品限定为进口品，试点期间具体商品品种限定为 18 种，国家规定禁止进口，以及 20 种不予减免税的商品除外。	关税、进口环节增值税和消费税	非岛内居民旅客每人每年最多可以享受 2 次离岛免税购物政策，岛内居民旅客每人每年最多可以享受 1 次。	人民币 5000 元以内（含 5000 元），此外，旅客在按完税价格金额缴纳进境物品进口税的条件下，每人每次还可以购买 1 件单价 5000 元以上的商品。	据统计，2010 年海南接待游客过夜人次近 2600 万，其中 97% 以上是国内游客。	

资料来源：互联网，东方证券研究所

（3）西安园博会对当地旅游业的带动作用

2011 年 4 月 28 日至 10 月 22 日，为期 178 天的世界园艺博览会将在西安浐灞生态区隆重举行，预计参观人数将达 1200 万人次。这是继 1999 年昆明世界园艺博览会、2006 年沈阳世界园艺博览会和 2010 年上海世界博览会后中国举办的第四次具有国际性质的知名展会。经验表明，世界级水平展会的举办将吸引来大量的游客，而游客人数的增加又会带动当地零售业和餐饮业的消费需求，受此影响，西安相关的旅游、餐饮和零售类上市公司 2011 年业绩有望超出市场预期，预计相关公

司如 ST 长信（未评级）、西安饮食（未评级）、西安旅游（未评级）、西安民生（未评级）和开元控股（未评级）等将会受益。

表 5：昆明、沈阳和上海展会对当地旅游、餐饮和零售业的带动作用

分类	昆明世界园艺博览会	沈阳世界园艺博览会	上海世博会
时间	1999 年 5 月 1 日至 10 月 31 日	2006 年 5 月 1 日至 10 月 31 日	2010 年 5 月 1 日至 10 月 31 日
参观人数	940 多万人次	1260 万多人次	7308 万人
当年消费品零售总额增速	16.12%	14.61%	17.80%
较上年同期增加	2.56 个百分点	1.47 个百分点	3.8 个百分点
当年餐饮零售总额增速	N.A.	53.67% (限额以上餐饮企业)	17.90%
较上年同期增加	N.A.	70 个百分点	3.4 个百分点

资料来源：国家旅游局，国家统计局，东方证券研究所

（4）西藏和平解放 60 周年带来区域投资机会

2011 年 5 月 21 日，在西藏迎来和平解放 60 周年之际，我们预计国家将加大对西藏的财政、税收方面的政策支持，西藏将迎来历史性发展机遇。虽然西藏的经济发展相对落后，但其自然资源丰富，拥有布达拉宫、珠穆朗玛峰、雅鲁藏布大峡谷、阿里神山圣湖、茶马古道等世界知名旅游品牌，旅游业和邻省的发展水平相比还有很大的提升空间。据了解，“十二五”期间，西藏旅游要实现从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西藏经济跨越式发展的战略支撑产业。西藏地区的上市公司中，我们认为西藏旅游（未评级）、西藏天路（未评级）和西藏发展（未评级）可以重点关注。

（三）关注上市公司

旅游板块整体处于历史估值较低的水平，目前板块动态市盈率为 34 倍左右，远低于 2006 年至今 52 倍的平均值。考虑到行业进入黄金发展时期和公司业绩的成长性，我们重点推荐：中青旅（买入）、锦江股份（增持）、宋城股份（买入）、中国国旅（买入）、峨眉山（增持）、首旅股份（买入）。同时关注西安饮食（未评级）和 ST 长信（未评级）等。

图 18：旅游板块估值处于历史较低水平



资料来源：WIND，东方证券研究所

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，公司主要业务涉及旅游业务、景区业务和投资业务。
- **乌镇 2010 年全年接待人次有望超过 550 万人次。**2010 年乌镇受世博拉动明显，我们小幅上调乌镇 2010 年全年的景区收入增幅至 54%。由于固定成本上升不大，新增收入的绝大部分将转化为利润。2011 年虽然乌镇景区游客人数预计将小幅下滑 5%，但我们认为随着人均消费的提高将抵消人数下滑的不利影响，2011 年公司乌镇收入有望小幅增长 6% 以上。此外，西栅近 40 万平方米的可开发物业目前仅使用了 50-60%，未来将持续开发。
- **古北水镇是类乌镇模式的绝佳标的。**首先，古北水镇未来的管理团队以乌镇团队为核心；其次，古北水镇项目产权完整，其核心部分划拨和出让，非核心部分提供长租 50 年，再次，古北水镇周边市场环境好、交通便捷，离北京 120 公里，离承德 80 公里；最后，古北水镇有司马台长城为背景，可以结合文化旅游特色，推出相关产品。
- **古北水镇未来净利润增速有望达到 30-50%。**借鉴乌镇的发展经验，我们认为，古北水镇独特的景区资源、优秀的管理及营销队伍使其前景看好，如果按观光人均 120 元（门票为主），过夜游客人均 500 元测算，则古北水镇 2016 年收入可达 4 亿，净利润 1 亿元以上，未来年成长性在 30-50%。在乌镇稳步发展的基础上，随着古北水镇的推进，景区业务正逐渐成为公司各项业务发展的核心。
- **公司作为新型景区的代表将率先获益。**国内景区子行业将在十二五国内旅游业潜力大爆发中率先获益。首先，供需矛盾决定了景区具有很大的溢价能力。其次，在旅游行业的发展过程中景区通常是首先发展的。再次，景区经营杠杆大，一旦超过盈亏平衡点，几乎所有的收入将转化为利润。最后，人均消费增长利于景区收入增加。在传统和新兴景区中，我们看好以公司为代表的拥有可复制的盈利模式，附加值很高的新兴景区。

- **盈利预测和投资建议：**公司乌镇景区收入和会展业务收入将超出我们之前预期，因此我们小幅上调 10-12 年公司每股收益至 0.64 元、0.85 元和 1.01 元。目前股价对应 2011 年动态市盈率 18 倍，2012 年 15 倍，远低于行业平均。我们认为公司目前股价没有充分反映景区业务的成长性及扩张能力，低估明显，目前是较好的买点，维持公司“买入”评级，目标价 20.3 元。
- **催化剂：**古北水镇项目进展顺利，包括土地等主要资产预计将顺利进入公司。
- **主要风险：**乌镇上市将摊薄公司净利润的风险。

2. 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。南山门票分成问题基本解决，对公司中长期发展来看是重大利好，预计南山业务、资产注入业务将在 2011 年有重大突破。考虑将于 5 月 1 日正式实施的国人离岛免税政策的积极效果，我们认为南山景区的空间较大，未来三年其净利润年复合增长率将不低于 30%。

盈利预测和投资建议：我们维持公司 2010-2012 年每股收益 0.81、1.02 和 1.13 元。考虑门票分成影响预计 2011 年每股收益 0.63，目前股价 2011 年动态市盈率 34 倍，维持买入评级。

3. 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 7.24 亿元，员工总数约 5396 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，50 多家经营网点，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、名店、特色店和“中华老字号”，已形成了以餐饮服务、食品加工为两大支柱的特色产业群体，成为古都西安最具代表性的对外接待“窗口”。

立足餐饮主业，打造食品工业第二支柱产业。2010 年，公司依托老字号品牌，大力发展餐饮主业，全年共发展老字号网点 20 多个，发展直营店、连锁店和社区早餐供应点 14 个，完成老字号大型

更新改造项目 10 个。其中，大型旗舰店老孙家招商局店和西安饭庄大秦厅、西安烤鸭店等 3 个中型特色店相继开业为公司带来良好的效益。同时，占地 65.17 亩的高陵食品工业园顺利建成投产，标志着公司的食品工业步入崭新的发展阶段。公司根据发展战略要求，对食品工业园的品牌资源进行了有效整合，建立完善了生产经营型企业的管理体系，并逐步组建和完善了专业销售队伍，为今后全面铺设专业销售网络奠定了基础，取得良好效果。食品工业被公司确定为第二大支柱产业，未来具有很大的发展空间。

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%。

盈利预测和投资建议：假设公司餐饮收入受西安世园会影响增速为 45%，则 2011 年公司每股收益预计为 0.39 元，目前股价 2011 年动态市盈率 33 倍，我们认为股价仍有 25% 以上的空间。

4. ST 长信（未评级）

根据 ST 长信 11 月 5 日的公告，公司拟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的可能性。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）预期也存在注入公司的可能。

表 6：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	
			2011-4-15		09A	10E	11E	12E	09E	10E	11E	12E
000610.SZ	西安旅游	未评级	14.73	2898	-0.01	0.30	0.52	0.70	-	49	28	21
000721.SZ	西安饮食	未评级	13.19	2632	0.24	0.17	0.39	0.31	56	77	34	43
000888.SZ	峨眉山 A	增持	20.53	4828	0.36	0.47	0.60	0.73	58	44	34	28
300144.SZ	宋城股份	买入	48.20	8098	0.70	0.97	1.45	1.81	69	38	33	27
600054.SH	黄山旅游	未评级	19.93	9394	0.34	0.51	0.59	0.67	59	39	34	30
600138.SH	中青旅	买入	15.73	6533	0.61	0.64	0.85	1.01	26	25	19	16
600258.SH	首旅股份	买入	21.88	5063	0.69	0.81	1.02	1.13	32	27	21	19
600754.SH	锦江股份	增持	20.62	12439	0.47	0.63	0.73	0.95	44	33	28	22

注：未评级公司的预测数据取自 Wind 资讯

资料来源：wind、东方证券研究所

预期年内对外复制第一单将启动

研究结论

- 报告期公司实现营业收入 4.45 亿万元，同比 62.74%；归属于公司普通股股东的净利润为 1.63 亿元，同比增长 87.76%；扣除非经常性损益后净利润 1.71 亿元，同比增长 100.66%；全面摊薄每股收益 0.97 元，符合预期。分配方案：每 10 股派发人民币 3 元现金（含税），同时每 10 股转增 12 股。
- 核心景区—宋城明显受益于上海世博会和大剧院的成功改造，这是造成全年公司收入与净利润大幅增长的主要原因。2010 年初宋城大剧院的改造工程增加了约 50%的座位，受世博影响宋城景区全年接待量也达到 379.7 万，同比增长 47.70%（其中大剧院接待近 300 万人次），由此宋城景区全年收入达到 3.2 亿元，同比增长 71.12%，毛利率 84.97%，同比提高 5.14 个百分点。
- 另一核心景区杭州乐园也实现较快增长，全年接待人次 78.6 万人，同比增长 24.67%，实现收入 8856 万元，同比增长 47.33%，毛利率 63.77%，同比上升 23.89 个百分点。
- **提高 2011 年每股收益至 1.45 元。**2010 年的增长主要来自于门票价格上涨、景区接待人次上升、杭州乐园改造完成和杭州千古情的开演。从 2011 年 1 月 1 日开始，宋城景区演艺联票价格提高 20 元，我们测算提价使宋城景区营业收入增长近 19%；受益于后世博效应、旅游市场持续火爆、宋城千古情知名度提高等影响，我们预计 2011 年宋城景区游客人次仍有 2-5% 的增长；改造完成后的杭州乐园于 4 月初重新开业，预计年内杭州乐园业绩将明显提高；原定于明年初开演的杭州千古情有望提前到今年中期，将成为今明两年新的业绩增长点。另外，超募 15 亿资金致使利息收入大幅增长和获得 1720 万元补贴也是我们提高预测值的重要原因。
- **外围拓展具有巨大的市场潜力。**宋城模式对外复制的第一单即三亚“天涯不夜城”项目，根据媒体的报道预计将于 2012 年中期开业。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 元估算，新增公司收入 4800 万元。年报显示，公司未来几年将重点在国内一线旅游目的地（例如三亚、峨眉山、张家界、九寨沟等）通过投资或收购的方式，上演数台市场影响力较大的旅游文化演艺节目，从而实现公司主题公园+文化演艺在全国范围内的连锁化，前景看好。
- **投资评级：我们预计公司 11-13 年每股收益为 1.45 元、1.81 元和 2.35 元。**基于公司“主题公园+旅游文化演艺”具有很强可复制性的模式，未来的业绩弹性很大，维持给予公司 2012 年 35 倍市盈率，对应目标价 64 元，维持公司买入评级。
- **风险因素：**公司模式异地拓展失败的风险。随着异地拓展，公司规模扩大，管理存在无法跟上的风险。

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声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨春燕

旅游行业资深分析师

8621-63325888 × 6080

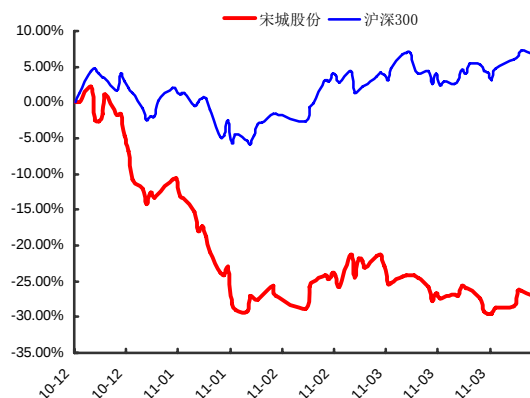
yangy@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010015

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

股价 (2011 年 4 月 11 日)	47.06 元
目标价格	64.00 元
总股本/A 股 (百万股)	168
A 股市值 (亿元)	79
国家/地区	中国
行业	旅游
报告发布日期	2011 年 4 月 12 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	445	526	751	952
同比 (%)	63%	18%	43%	27%
归属母公司净利润	163	245	306	398
同比 (%)	88%	49%	25%	30%
毛利率 (%)	76.3%	76.6%	74.6%	75.2%
ROE (%)	6.4%	8.8%	9.9%	11.4%
每股收益 (元)	0.97	1.45	1.81	2.35
P/E (倍)	48.40	32.52	25.96	19.99
P/B (倍)	3.12	2.85	2.57	2.27
EV/EBITDA (倍)	19	17	12	9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2371	2132	1897	1819	营业收入	445	526	751	952
现金	2350	2114	1869	1781	营业成本	105	123	191	236
应收账款	2	3	4	4	营业税金及附加	16	19	29	36
其它应收款	3	6	7	9	营业费用	30	42	71	82
预付账款	15	8	16	23	管理费用	41	52	74	86
存货	1	1	1	1	财务费用	24	-25	-27	-27
其他	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	603	845	1312	1803	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	348	554	972	1438	营业利润	229	315	415	539
无形资产	251	288	338	362	营业外收入	2	17	0	0
其他	4	3	1	3	营业外支出	13	5	7	8
资产总计	2974	2977	3208	3621	利润总额	218	327	408	531
流动负债	210	67	93	108	所得税	55	82	102	133
短期借款	20	0	0	0	净利润	163	245	306	398
应付账款	34	34	57	69	少数股东损益	0	2	1	2
其他	156	32	35	39	归属于母公司净利润	163	243	305	396
非流动负债	232	132	32	32	EBITDA	305	342	477	656

长期借款	232	132	32	32	EPS (元)	0.97	1.45	1.81	2.35
其他	0	0	0	0					
负债合计	442	199	125	140	主要财务比率				
少数股东权益	0	2	3	6	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	168	168	168	168	成长能力				
资本公积	2111	2111	2111	2111	营业收入	62.7%	18.2%	43.0%	26.7%
留存收益	254	497	801	1197	营业利润	96.2%	37.8%	31.6%	30.0%
归属母公司股东权益									
合计	2533	2776	3080	3476	净利润	87.8%	48.8%	25.3%	29.9%
负债和股东权益	2974	2977	3208	3621	获利能力				
					毛利率	76.3%	76.6%	74.6%	75.2%
					净利率	36.7%	46.3%	40.5%	41.6%
现金流量表					ROE	6.4%	8.8%	9.9%	11.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	偿债能力				
经营活动现金流	250	281	384	520	资产负债率	14.9%	6.7%	3.9%	3.9%
净利润	163	245	306	398	净负债比率				
折旧摊销	53	52	89	144	流动比率	11.30	31.86	20.45	16.84
财务费用	24	-25	-27	-27	速动比率	11.30	31.85	20.44	16.83
投资损失	0	-0	-0	-0	营运能力				
营运资金变动	-3	10	16	5					
其它	14	-0	0	-0					

单位:百万元

投资活动现金流	250	-293	-556	-635	总资产周转率	0.24	0.18	0.24	0.28
资本支出	47	251	500	605	应收账款周转率	270	237	230	232
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	3.94	3.60	4.15	3.75
其他	297	-42	-56	-30	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	2060	-224	-73	27	每股收益	0.97	1.45	1.81	2.35
短期借款	20	-20	0	0	每股经营现金流	1.49	1.67	2.28	3.09
长期借款	-130	-100	-100	0	每股净资产	15.08	16.52	18.33	20.69
普通股增加	42	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	2086	0	0	0	P/E	48.40	32.52	25.96	19.99
其他	42	-104	27	27	P/B	3.12	2.85	2.57	2.27
现金净增加额	2264	-236	-245	-88	EV/EBITDA	19	17	12	9

资料来源：东方证券研究所

2011 年锦江之星发展预期将提速

公司公告：

报告期公司实现营业收入 21.25 亿元，比上年同期增长 11.92%；归属上市公司股东的净利润 3.81 亿元，比上年同期增长 16.26%；扣除非经常性损益的净利润为 3.15 亿元，同比上升 163.52%；实现每股收益 0.63 元，业绩略低于我们的预期。

我们的观点：

- **以锦江之星为主的经济型酒店保持较快增速，2010 年业绩略超预期。**截至 2010 年末，已签约经济型连锁酒店 596 家，实现营业收入 16.21 亿元，比上年同期增长 33.59%；实现归属于经济型酒店业务分部的净利润 1.74 亿元，比上年同期增长 166.45%。全年入住率 86.3%，RevPAR 达 161.88 元。我们估计，2010 年锦江之星净利润增长中，世博影响 4000 余万元，持续扩张和上海以外地区增长影响近 6000 余万元，较 2009 年全年增长 70%以上。
- **肯德基的贡献低于预期。**报告期，上海肯德基门店 269 家，同比增长 9.3%，实现收入 26.69 亿元，同比增长 27.69%，净利润 1.94 亿元，同比增长 26.0%。杭州、无锡和苏州肯德基门店也分别实现净利润 1.15 亿元、0.68 亿元和 1.06 亿元。肯德基合计贡献权益利润 1.05 亿元，每股收益 0.17 元。虽然在上海世博会举办的带动下，肯德基门店的收入有较高增长，但会计制度的变化导致肯德基贡献利润低于我们之前预期的 1.3 亿元，影响每股收益 0.04 元，这是造成全年业绩低于预期主要原因。
- **2011 年开始锦江之星扩张将明显加速。**截至 2010 年末已经签约 596 家经济型连锁酒店，已经开业 417 家，两者相差 179 家，以平均 6—12 个月的周期来看，我们预计 2011 年的开业数有望远超过 2010 年的 84 家，预计在 120—150 家。我们维持经济型酒店进入高成长高盈利时期的观点，预计随着门店数量的加速增长，单店盈利能力的提高，预计未来三年公司经济型酒店贡献的净利润年复合增长率在 30%以上。
- **维持 2011 年盈利预测 0.73 元，维持公司增持评级，目标价 26.6 元。**目前股价，总市值 123 亿，给予 2011 年 25 倍 PE 予肯德基则 30 亿，市值 16.5 亿的长江证券，剩余 77 亿市值。这部分市值包括锦江之星、吉野家、新亚大包等连锁餐饮业务，另外锦江之星有 29 家自有物业。即使不考虑其他连锁餐饮业，仅酒店物业市值就在 20—30 亿，扣除这部分资产锦江之星实际市值近 57 亿，这与目前 107 亿的如家和 67 亿的七天，69 亿的汉庭相比，存在明显低估。
- **催化剂：**进一步的管理层激励计划出台。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨春燕

旅游行业资深分析师

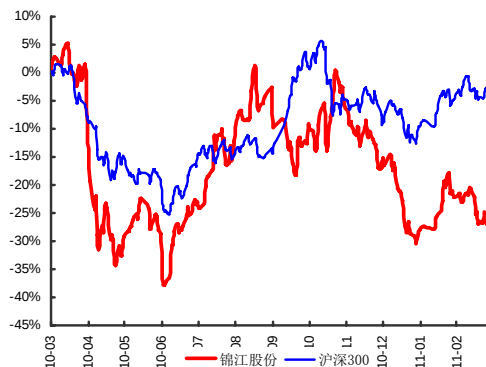
8621-63325888 × 6080

yangy@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010015

投资评级	买入	增持	中性	减持	(维持)
股价 (2011 年 3 月 28 日)	20.52 元				
目标价格	26.60 元				
总股本/A 股 (万股)	60324				
国家/地区	中国				
行业	旅游				
报告发布日期	2011 年 3 月 29 日				

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-4.01%	-9.03%	-25.87%
相对表现 (%)	-5.53%	-16.35%	-23.85%

资料来源：WIND

财务预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入 (百万)	2125	2071	2603	3254
营业利润 (百万)	452	523	681	848
净利润 (百万)	381	443	575	712
EBITDA (百万)	475	656	864	1078
每股收益 (元)	0.63	0.73	0.95	1.18
净资产收益率 (%)	8.9%	9.4%	11.2%	12.4%
每股经营现金流 (元)	1.06	-0.65	-0.49	-0.13
市盈率(X)	32.9	28.3	21.8	17.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《世博受益符合预期》

2010.6.4

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声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	832	836	854	888	营业收入	2125	2071	2603	3254
现金	698	733	716	724	营业成本	329	277	336	423
应收账款	31	32	39	49	营业税金及附加	111	108	136	169
其它应收款	45	31	47	54	营业费用	1007	1035	1249	1529
预付账款	29	14	24	26	管理费用	380	331	416	521
存货	22	16	21	25	财务费用	23	57	92	117
其他	6	10	8	9	资产减值损失	11	6	0	0
非流动资产	4704	5767	6850	7893	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	270	568	419	493	投资净收益	189	266	307	353
固定资产	1158	1448	1784	2050	营业利润	452	523	681	848
无形资产	260	278	313	339	营业外收入	21	18	12	12
其他	3017	3473	4334	5011	营业外支出	3	2	3	2
资产总计	5536	6603	7704	8781	利润总额	471	539	690	858
流动负债	834	1325	2054	2474	所得税	71	88	109	138
短期借款	41	855	1382	1789	净利润	399	451	582	720
应付账款	373	179	299	325	少数股东损益	18	8	7	9
其他	419	292	373	361	归属于母公司净利润	381	443	575	712

非流动负债	345	469	407	438	EBITDA	475	656	864	1078
长期借款	44	44	44	44	EPS (元)	0.63	0.73	0.95	1.18
其他	302	426	364	395					
负债合计	1179	1795	2461	2913	主要财务比率				
少数股东权益	84	92	99	107	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	603	603	603	603	成长能力				
资本公积	2553	2553	2553	2553	营业收入	11.9%	-2.5%	25.7%	25.0%
留存收益	1117	1560	1988	2605	营业利润	13.9%	15.9%	30.1%	24.6%
归属母公司股东权益					净利润	16.3%	16.4%	29.7%	23.8%
合计	4274	4717	5144	5761	获利能力				
负债和股东权益	5536	6603	7704	8781	毛利率	84.5%	86.6%	87.1%	87.0%
					净利率	17.9%	21.4%	22.1%	21.9%
现金流量表					ROE	8.9%	9.4%	11.2%	12.4%
					偿债能力				
					资产负债率	21.3%	27.2%	31.9%	33.2%
					净负债比率				
					流动比率	1.00	0.63	0.42	0.36
					速动比率	0.97	0.62	0.41	0.35
经营活动现金流	641	-389	-294	-81					
净利润	399	451	582	720					
折旧摊销	0	76	91	113					
财务费用	23	57	92	117					
投资损失	-189	-266	-307	-353					
营运资金变动	0	-857	-676	-716					

单位:百万元

其它	407	150	-75	39	营运能力				
投资活动现金流	641	-337	-10	-107	总资产周转率	0.41	0.34	0.36	0.39
资本支出	283	289	422	355	应收账款周转率	68	66	73	73
长期投资	19	300	-150	75	应付账款周转率	1.54	1.00	1.41	1.36
其他	943	252	262	324	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-942	761	287	196	每股收益	0.63	0.73	0.95	1.18
短期借款	41	813	527	407	每股经营现金流	1.06	-0.65	-0.49	-0.13
长期借款	44	0	0	0	每股净资产	7.08	7.82	8.53	9.55
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	122	0	0	0	P/E	32.89	28.26	21.78	17.59
其他	-1149	-53	-241	-211	P/B	2.93	2.65	2.43	2.17
现金净增加额	-613	34	-17	9	EV/EBITDA	21	16	12	9

资料来源：东方证券研究所

免税政策超预期

研究结论：

- 根据今天公布的《财政部关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》，我们认为政策总体超预期。超预期主要涉及两部分：

1、**离岛免税政策的适用对象超预期。**之前市场普遍认为，离岛免税政策仅适用于国内外旅客，包括我们的预测中也没有考虑岛内居民，而根据此次公告，岛内居民也纳入了适用对象范围。由于处于当地，免税商品价差明显，因此岛内居民在离岛时用足额度购买免税商品的可能性非常大。

2、**免税购物离岛次数、金额、数量超预期。**这部分超预期主要指在每人每次购买5000元以上商品后，旅客在按完税价格全额缴纳进境物品进口税的条件下，每人每次还可以购买1件单价5000元以上的商品。这就意味着高档手表、箱包等奢侈品也全面纳入了免税范围。这对于提高人均消费将是重大利好。预计经过一年的市场推广期，人均消费有望达到2000元，2-3年后人均消费有望提高至3000-4000元。

- **单件5000元以上商品征收进境物品进口税的负面影响有限。**免税商品，免的是关税、消费税和进口环节增值税，根据此次公告，对5000元以上商品仅征收进境物品进口税，与完税商品相比优势仍非常明显。以1000元的国外化妆品为例，在完税的情况下，需要征收50%的进口关税，30%的消费税，17%的增值税，不考虑合理利润率完税后价格2507元；如果仅征收进境物品进口税，则成本仅1500元，价差仍非常明显。另外，为保证价差促进销售，中免公司承担大部分税收的可能性较大，由于这部分产品总体毛利率偏高，因此负面影响有限。
- **盈利预测和投资建议：**在不考虑海南国人离岛免税政策的情况下，我们预计公司2010年、2011年和2012年三年每股收益分别为0.46、0.63和0.81元。考虑政策实施利好，我们预计2012年每股收益增厚0.54元，全年收益1.35元，给予30倍PE，维持目标价40.5元，维持买入评级。
- **主要风险：**国内遭受重大自然灾害或流行疫情导致旅游人数大幅下降等。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨春燕

旅游行业资深分析师

8621-63325888×6080

yangy@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010015

投资评级	买入	增持	中性	减持	(维持)
股价(2011年3月23日)	28.55元				
目标价格	40.50元				
总股本/A股(亿股)	8.8				
A股市值(亿元)	251				
国家/地区	中国				
行业	旅游				
报告发布日期	2011年3月24日				

股价表现



资料来源：WIND

财务预测	单位：百万元			
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6065	9818	12653	15212
同比(%)	4%	62%	29%	20%
归属母公司净利润	436	536	746	949
同比(%)	41%	29%	37%	27%
毛利率(%)	22.6%	18.7%	18.5%	18.6%
ROE(%)	8.4%	9.8%	12.0%	13.4%
每股收益(元)	0.36	0.46	0.63	0.81
P/E(倍)	80.33	62.04	45.12	35.46
P/B(倍)	6.78	6.07	5.40	4.76

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声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	4705	6307	7373	8599	营业收入	6065	9818	12653	15212
现金	3463	4364	4807	5499	营业成本	4694	7982	10316	12385
应收账款	459	870	1061	1259	营业税金及附加	50	80	102	123
其它应收款	63	132	156	184	营业费用	475	648	785	898
预付账款	124	158	212	276	管理费用	355	452	519	608
存货	592	783	1137	1381	财务费用	4	-3	-3	-10
其他	5	0	0	0	资产减值损失	10	10	9	10
					公允价值变动收				
非流动资产	794	833	862	888	益	0	0	0	0
长期投资	165	168	168	168	投资净收益	71	64	67	65
固定资产	456	482	502	520	营业利润	548	713	993	1263
无形资产	41	47	54	62	营业外收入	3	4	4	4
其他	133	136	138	138	营业外支出	1	3	3	2
资产总计	5499	7140	8235	9487	利润总额	550	715	994	1265
流动负债	1477	2554	2949	3337	所得税	114	179	249	316
短期借款	195	369	336	300	净利润	436	536	746	949
应付账款	664	1197	1547	1858	少数股东损益	124	131	189	240

					归属于母公司净				
其他	619	988	1065	1179	利润	313	405	557	708
非流动负债	3	3	-1	-3	EBITDA	608	768	1055	1323
长期借款	0	-3	-6	-8	EPS (元)	0.36	0.46	0.63	0.81
其他	3	6	5	4					
负债合计	1481	2557	2948	3334	主要财务比率				
少数股东权益	314	445	633	874	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	880	880	880	880	成长能力				
资本公积	2399	2399	2399	2399	营业收入	4.2%	61.9%	28.9%	20.2%
留存收益	454	859	1375	2000	营业利润	31.7%	30.2%	39.2%	27.2%
归属母公司股东权益									
合计	3705	4138	4654	5279	净利润	41.4%	29.5%	37.5%	27.2%
负债和股东权益	5499	7140	8235	9487	获利能力				
					毛利率	22.6%	18.7%	18.5%	18.6%
现金流量表	单位:百万元				净利率	5.2%	4.1%	4.4%	4.7%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	8.4%	9.8%	12.0%	13.4%
经营活动现金流	162	710	570	832					
净利润	436	536	746	949	偿债能力				
折旧摊销	56	57	65	70	资产负债率	26.9%	35.8%	35.8%	35.1%
财务费用	4	-3	-3	-10	净负债比率				

投资损失	-71	-64	-67	-65	流动比率	3.18	2.47	2.50	2.58
营运资金变动	-287	139	-193	-131	速动比率	2.78	2.16	2.11	2.16
其它	23	44	23	20	营运能力				
投资活动现金流	162	-24	-29	-32	总资产周转率	1.42	1.55	1.65	1.72
资本支出	87	66	66	69	应收账款周转率	12	14	13	13
长期投资	-18	0	2	-0	应付账款周转率	7.08	8.58	7.52	7.27
其他	231	43	39	38	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	2207	215	-99	-108	每股收益	0.36	0.46	0.63	0.81
短期借款	-250	174	-33	-36	每股经营现金流	0.18	0.81	0.65	0.95
长期借款	-0	-3	-3	-2	每股净资产	4.21	4.70	5.29	6.00
普通股增加	220	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	2277	0	0	0	P/E	80.33	62.04	45.12	35.46
其他	-39	43	-63	-70	P/B	6.78	6.07	5.40	4.76
现金净增加额	2331	901	443	692	EV/EBITDA	36	29	21	17

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



资金流向

(截止2011-4-17)



资金流向

(截止2011-4-17)



资金流向 (截止2011-4-17)



资金流向 (截止2011-4-17)





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

分析师申明

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，未给予投资评级等相关信息。

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