

观景“三套车” “钱景”很广阔

——旅游行业 2011 年二季度投资策略报告——

强于大市

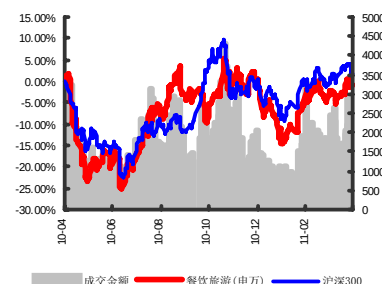
内容摘要:

- **旅游业进入黄金增长期。**政策支持、消费升级、交通改善三轮驱动旅游业发展。“十二五”规划旅游业成战略支柱产业，制订《国民旅游休闲纲要》、《旅游法》、设定中国旅游日等。消费升级中旅游消费增加倾向明显。而交通改善则大大提高了旅游的便利性与易达性。
- **节事等主题性活动助燃旅游。**节庆活动对旅游带动作用明显，典型莫过于北京奥运会和上海世博会。11 年二季度旅游旺季，各地的旅游主题性题材亦适时助燃。西安园艺会、西藏解放 60 周年、海南国际旅游岛等等。
- **突发事件总体影响小，但影响出境流向。**中国旅游业的一大特征就是国内旅游费强劲，东部省份主导，中西部潜力大。国际旅游收入仅占旅游总收入的 20%，赴日游客仅占比 2.5%，日本游客占入境游客占比也仅为 3%。但突发事件将对出境游流向产生影响。
- **投资组合与投资策略。**二季度给予旅游行业“强于大市”评级。选股策略围绕三条主线进行：即业绩成长性良好、主题活动带动及受益政府区域政策。推荐公司：丽江旅游、桂林旅游、宋城股份、西藏旅游、峨眉山 A 和首旅股份。

分析师

马凤桃
执业证号：S1250511010002
电话：010-57631231
邮箱：mft@swsc.com.cn

市场表现



证券代码	证券简称	EPS(单位 元)		
		2010A	2011E	2012E
002033	丽江旅游	0.09	0.81	1.02
300144	宋城股份	1.26	1.38	1.97
000888	峨眉山 A	0.47	0.61	0.76
600749	西藏旅游	0.16(E)	0.26	0.38
000978	桂林旅游	0.21	0.36	0.48
600258	首旅股份	0.81	0.61	0.84

目 录

一、旅游行业：进入黄金增长期	1
1.1 旅游业：大众化旅游黄金时代来临	1
1.2 国内旅游东部主导 中西部发展潜力大	5
1.3 突发事件等影响出境流向，但整体收入影响有限	7
1.4 去年旅游公司业绩及市场表现	10
二、一季度旅游板块表现与估值	12
2.1 一季度旅游淡季 股票市场表现弱于大盘	12
2.2 旅游板块整体估值溢价	13
2.3 二季度旅游旺季来临 主题性旅游成亮点	14
三、投资组合与策略	15
3.1 丽江旅游(002033)：业绩进入释放期	15
3.2 宋城股份(300144)：文化混搭旅游 打造旅游综合体	17
3.3 峨眉山 A(000888)：成渝经济区的受益者	18
3.4 西藏旅游(600749)：让梦想照进现实	19
3.5 桂林旅游(000978)：战略由外转内 待“化学效应”显现	21
3.6 首旅股份(600258)：南山分成问题解决 整合预期加强	23

插图目录

图 1: 1999-2010 年旅游总收入增长图	1
图 2: 国内旅游收入情况	2
图 3: 国内旅游接待情况	2
图 4: 1995-2009 年我国人均 GDP 与旅游行业收入水平	3
图 5: 中国高速铁路规划	4
图 6: 2010 年旅游板块与沪深 300 及上证综指走势	12
图 7: 旅游子行业与沪深 300 走势	12
图 8: 今年一季度旅游餐饮业子行业与沪深 300 市场走势比较	12
图 9: 一季度是旅游业淡季	12
图 10: 1 月份餐饮旅游板块市场表现	13
图 11: 2 月份餐饮旅游板块表现	13
图 12: 3 月份餐饮旅游板块	13
图 13: 一季度餐饮旅游板块市场表现	13
图 14: 2006 年至 2010 年底旅游板块与全部 A 股相对估值	14
图 15: 最近 5 年 PE-BAND	14
图 16: 最近 5 年 PB-BAND	14
图 17: 上海世博会各月游客接待量	15
图 18: 林芝十大美景之一——雅鲁藏布大峡谷	20
图 19: 林芝十大美景之一——巴松措圣湖	20

表格目录

表 1: 旅游规划指标增长率测算表 (2011-2015 年)	2
表 2: 旅游规划指标体系总表 (2011-2015 年)	3
表 3: 2015 年世界十大旅游目的地及客源国	4
表 4: 2010 年旅游总收入中西部地区增速领先	5
表 5: 09 年入境旅游接待与收入情况【按国际旅游(外汇)收入顺序】	6
表 6: 2011 年 2 月入境游主要客源市场情况	7
表 7: 2010 年 1-12 月入境旅游外国人人数(按目的分)	8
表 8: 16 个主要客源国 2009 年的入境旅游人数和增长情况	9
表 9: 部分公司 09-10 主要经营数据	11
表 10: 部分省市 11 年清明小长假旅游情况	15
表 11: 近 3 年主营业务分行业、产品情况表	16
表 12: 公司所掌握的旅游资源	21
表 13: 上市 10 年资产整合路漫长	22
表 14: 重点公司业绩预测与估值	23

一、旅游行业：进入黄金增长长期

从1979年邓小平提出把旅游当作一个经济性的产业看，到2009年底国家确定把旅游作为国民经济的战略性支柱产业来扶持，这中间跨越了30年。30年间，中国经济发展世界瞩目，已成世界第二大经济体，人们的消费也跨上了一个新台阶。旅游已经不再是人们的奢侈生活方式，旅游业的发展也进入黄金发展期。

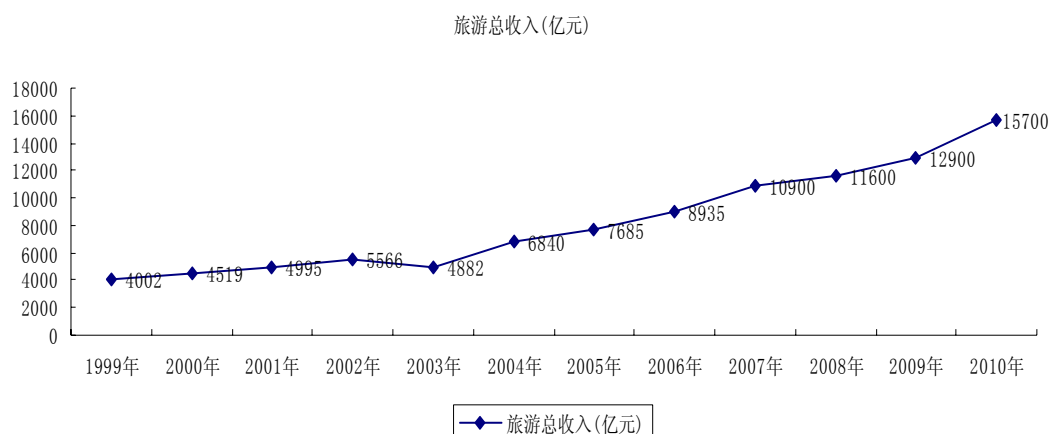
1.1 旅游业：大众化旅游黄金时代来临

根据国家统计局统计，国内旅游行业总收入从1978年的23亿元增长到2008年的11,600亿元，增长504倍，年复合增长率为23%。1999年—2008年，除2003年受“非典”疫情的影响，旅游行业的经营出现了较大的波动外，旅游行业总收入近10年总体呈现稳步增长态势，行业总收入从1999年的4,002亿元上升到2008年的11,600亿元，年复合增长率为12.55%。

2010年我国旅游业实现了平稳较快增长，国内旅游人数21亿人次，同比增长10.6%；旅游业总收入1.57万亿元，同比增长21.7%；旅游直接就业达1350万人；入境过夜旅游人数5566万人次，同比增长9.4%，已成为世界第三大旅游目的地；旅游外汇收入458亿美元，同比增长15.5%；出境旅游人数5739万人次，同比增长20.4%。

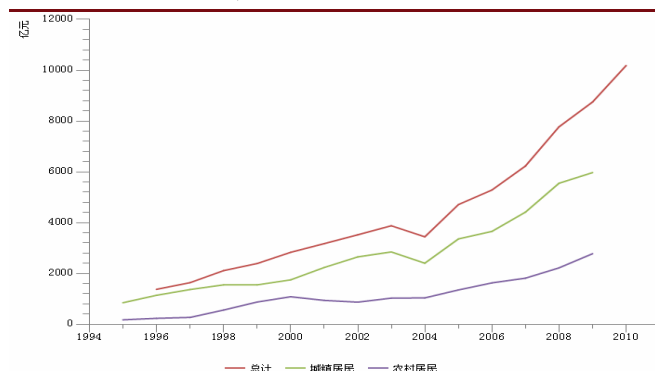
“十一五”期间，全国旅游业总收入年均增长15%；居民人均出游率达1.5次；旅游消费对社会消费的贡献超过10%。旅游业对我国经济社会发展的积极作用更加突显。

图 1：1999-2010 年旅游总收入增长图（亿元）



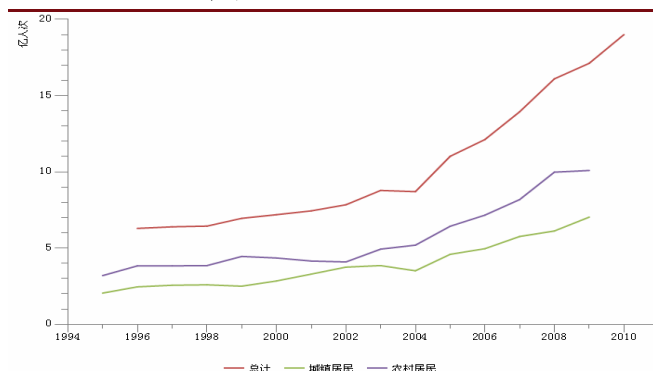
资料来源：国家统计局，西南证券研发中心

图 2: 国内旅游收入情况



资料来源: 国家统计局, 西南证券研发中心

图 3: 国内旅游接待情况



资料来源: 国家统计局, 西南证券研发中心

确切地说, 在政策支持、消费升级和交通改善的大背景下, 中国旅游业前景看好。

首先看政策层面:《国务院关于加快发展旅游业的意见》以及各省市根据《意见》精神出台的加快旅游业发展的政策性文件为“十二五”期间我国旅游业发展营造了前所未有的良好环境。旅游业“十二五”规划明确提出“把扩大消费需求作为扩大内需的战略重点”和“把推动服务业大发展作为产业结构优化升级的战略重点”, 将“积极发展旅游业”作为建设现代产业体系的重要内容。《国民旅游休闲纲要》和《旅游法》也已逐渐成形。其中,《国民旅游休闲纲要》有望“五一”后发布;《旅游法》则完成了第一轮的部位意见征求工作。5.19 亦被设立为“中国旅游日”。

按照十二五规划目标, 到 2015 年, 我国旅游业总收入将从目前的 2010 年的 1.57 万亿元提高到 2.3 万亿元, 年均增长率 10%; 旅游业增加值将占全国 GDP 的比重将提高到 4.5%, 占服务业增加值的比重达到 12%。其中, 设定增长率最快的为国内旅游收入, 将从 2010 年的 1.15 万亿元上升到 2015 年的 1.9 万亿元, 年均增长率为 11%。

表 1: 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	11.2	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	14.8	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

资料来源: 《中国旅游业十二五发展规划纲要(征求意见稿)》, 西南证券研发中心

表 2: 旅游规划指标体系总表 (2011-2015 年)

	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
国内旅游收入 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	1.4	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

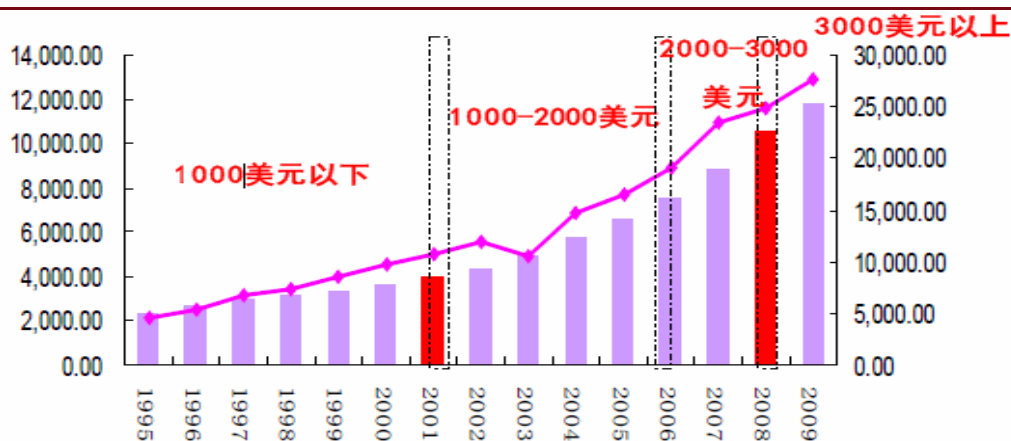
资料来源:《中国旅游业十二五发展规划纲要(征求意见稿)》,西南证券研发中心

二是国内消费结构升级和城市化进程加快,国内旅游市场需求可望保持旺盛。2009 年,我国农村居民人均纯收入 5153 元,城镇居民人均可支配收入 17175 元。农村居民家庭食品消费支出占消费总支出的比重为 41.0%,城镇为 36.5%。我国居民消费已经进入结构快速升级时期,人们的旅游消费需求潜力巨大。

借鉴发达国家旅游消费经验,在人均 GDP 达到 1,000 美元时,一国的旅游消费开始启动,且主要以观光旅游为主;达到 2,000 美元后,休闲旅游开始启动;达到 3,000 美元时,休闲旅游成熟,度假旅游启动;当人均 GDP 达到 5,000 美元时,度假旅游成熟;其中,人均 GDP 3,000 ~ 5,000 美元阶段是旅游消费的爆发性增长期。

“十一五”期末预计我国人均 GDP 达 4000 美元左右,已具备休闲消费快速发展的基础。我国居民公休休闲已达 115 天,劳动者另有 5-15 天的带薪休假,接近中等发达国家的休闲水平。国民休闲意识日益普及,城镇居民休闲理念明显增强。这些都为旅游业的大发展提供了必要条件。

图 4: 1995-2009 年我国人均 GDP 与旅游行业收入水平



资料来源:国家统计局,西南证券研发中心

三是高速交通等配套支撑体系不断完善，为旅游业提供更加稳固地发展基础。根据《中国铁路中长期发展规划》，到 2012 年，中国铁路营业里程将增加到 11 万公里，其中高速铁路客运专线建成 1.8 万公里。届时，中国将建成以北京为中心的八小时高速铁路交通网：除乌鲁木齐、拉萨等个别城市外，北京到全国省会城市时间都将在控制在 8 小时以内。“十二五”期间高速交通体系的初步建成，将极大地降低旅游成本，提高旅游舒适度，从而拓展了游客出行距离和产业发展空间。

图 5：中国高速铁路规划



资料来源：谷歌搜索，西南证券研发中心

世界旅游组织预测，到 2015 年，中国入境过夜旅游人次和出境旅游人次均可达到 1 亿人次，成为全球最大的国际旅游目的地国家和第四大旅游客源国；国内旅游将达到 28 亿人次，居民平均出游率 2 次，成为世界上最大的国内旅游市场。

表 3：2015 年世界十大旅游目的地及客源国

世界十大旅游目的地国				世界十大旅游客源国			
排名	国家	接待人次（万）	市场份额	排名	国家	出境游人次（万）	市场份额
1	中国	13,710	8.60%	1	德国	16,350	10.20%
2	美国	10,240	6.40%	2	日本	14,150	8.80%
3	法国	9,330	5.80%	3	美国	12,330	7.70%
4	西班牙	7,100	4.40%	4	中国	10,000	6.20%
5	香港	5,930	3.70%	5	英国	9,610	6.00%
6	意大利	5,290	3.30%	6	法国	3,760	2.30%
7	英国	5,280	3.30%	7	荷兰	3,540	2.20%

世界十大旅游目的地国				世界十大旅游客源国			
排名	国家	接待人次(万)	市场份额	排名	国家	出境游人次(万)	市场份额
8	墨西哥	4,890	3.10%	8	加拿大	3,130	2.00%
9	俄罗斯	4,710	2.90%	9	俄罗斯	3,050	1.90%
10	捷克	4,400	2.70%	10	意大利	2,970	1.90%
	合计	70,880	44.2%	-	合计	78,890	49.20%

资料来源：世界旅游组织，西南证券研发中心

1.2 国内旅游东部主导 中西部发展潜力大

“以国内旅游为重点，积极发展入境旅游，有序发展出境旅游”，是中国旅游业的科学发展战略。中国旅游研究院《中国出境旅游发展年度报告 2011》显示，国内旅游的总人次占全部旅游总人次的 92.2%，这意味着国内旅游已经成为支撑我国旅游业持续发展的根本主导力量。而国内旅游的区域性特性也较为显著。东部沿海地区作为经济发达地区一直占据着主导地位，但值得关注的是中西部地区出境旅游能力明显提升，潜力很大。

今年一季度旅游经济运行情况显示，旅游市场呈现“两高一平”的发展格局，国内市场持续较快增长，预计一季度国内旅游人数为 7.6 亿人次，增长 15.2%，国内旅游收入 5262.27 亿元，增长 23.3%；入境市场增幅回落，预计入境旅游人数约 3200 万人次，比上年同期增长 1%，入境过夜旅游人数约 1300 万人次，增长 1.1%，旅游外汇收入约 105 亿美元，增长 1.3%；出境市场保持较快增长，预计一季度出境旅游人数约 1600 万人次，比上年同期增长 16.5%，因私旅游规模发展较快。

表 4：2010 年旅游总收入中西部地区增速领先

名次	省区市	接待游客总人数 (亿人次)	同比增长	旅游总收入 (亿元)	同比增长
1	湖北	2.11	39.01%	1460.53	45.40%
2	广西	1.43	19.20%	952.95	36.00%
3	黑龙江	1.59	44.50%	883.37	35.93%
4	西藏	0.0682	21.60%	69.3	32.80%
5	重庆	1.62	32.00%	918	31.00%
6	上海			3053.23	30.30%
7	贵州	1.29		1061.23	30.00%
8	湖南	1.96	21.94%	1425.8	29.68%
9	四川			1886.09	28.10%
10	陕西	1.45	26.10%	983.99	28.10%
11	安徽			1151	27.00%
12	浙江			3312.6	25.30%
13	山东			3058.8	24.70%
14	云南	1.4129	12.33%	1006.8	24.20%
15	广东			3804.1	23.98%
16	海南			257.63	21.68%

名次	省区市	接待游客总人数 (亿人次)	同比增长	旅游总收入 (亿元)	同比增长
17	山西	1.26		1083.46	21.39%
18	江西	1	15.06%	818.32	21.08%
19	天津	15.00%		21.00%	
20	福建	1.18	17.60%	1337	18.10%
21	河南	2.58	13.10%	2294	15.50%
22	北京	1.84	10.30%	2768	13.30%
23	江苏	3.5		4685	
24	河北	1.5		915	
25	内蒙古			732	
26	吉林			725	
27	新疆			281	
28	甘肃	0.4291		237	
29	青海	0.1221	10.50%	71.02	-
30	宁夏	-	-	67.8	
31	辽宁	-	-	-	-

资料来源：省市旅游局，西南证券研发中心

09 年国际旅游收入增速领先的亦是中西部，第一名是西藏增速达 152.99%；青海、宁夏分别以 52%和 47.16%的增速随其后，增速在 20 以上的安徽、山东、山西、四川等中西部地区。

表 5：09 年入境旅游接待与收入情况【按国际旅游（外汇）收入顺序】

序号	地区	国际旅游收入 (亿美元)	增长 (%)	接待入境旅游人数 (万人次)	增长 (%)
1	广东	100.28	9.30	2747.80	7.0
2	上海	47.44	-4.58	533.39	1.3
3	北京	43.57	-2.30	412.51	8.8
4	江苏	40.16	3.50	556.83	2.3
5	浙江	32.24	6.60	570.64	5.7
6	福建	25.99	8.59	312.03	6.4
7	辽宁	18.56	21.62	293.20	21.2
8	山东	17.65	26.90	310.04	22.2
9	天津	11.83	18.10	141.02	15.6
10	云南	11.72	16.34	284.49	13.7
11	陕西	7.71	16.81	145.08	15.4
12	湖南	6.73	8.95	130.87	17.9
13	广西	6.43	6.93	209.85	4.4
14	黑龙江	6.39	-26.58	142.51	-29.0
15	安徽	5.66	24.51	156.16	18.2
16	内蒙古	5.58	-3.27	128.96	-16.8
17	重庆	5.37	19.44	104.81	20.2

序号	地区	国际旅游收入 (亿美元)	增长 (%)	接待入境旅游人数 (万人次)	增长 (%)
18	湖北	5.10	15.29	133.46	12.4
19	河南	4.33	15.65	125.85	20.6
20	山西	3.78	25.71	106.78	13.7
21	河北	3.08	12.36	84.22	12.3
22	江西	2.90	15.12	96.43	20.2
23	四川	2.89	25.42	84.99	21.5
24	海南	2.77	-11.86	55.15	-21.9
25	吉林	2.43	14.90	68.05	10.2
26	新疆	1.37	0.63	35.49	-2.3
27	贵州	1.10	-5.58	39.95	1.0
28	西藏	0.79	152.99	17.49	157.2
29	青海	0.15	52.00	3.61	20.9
30	甘肃	0.13	-21.80	6.07	-27.0
31	宁夏	0.04	47.16	1.45	25.3

资料来源：国家旅游局，西南证券研发中心

而高速交通体系对区域旅游的格局也发生着重要影响，区域联动性加强。据广之旅的统计数据提供了极好的例证：自武广高铁开通后，广州赴“两湖”旅游的人数急剧上升，全年“高铁游”总人数超过5万人，其中湖南段的逾3万人次，湖北段接近2万人次。

1.3 突发事件等影响出境流向，但整体收入影响有限

近段时间以来，日本地震、海啸、核辐射复合型灾害，以及中东、北非局势动荡，对国际旅游产生了负面影响，直接拉低我国入境旅游特别是日韩等主要客源国入境旅游市场的增幅。

表 6：2011 年 2 月入境游主要客源市场情况

按累计入境 旅游人数排序	国家名称	本 月		累 计	
		入境人数(万人次)	同比增长(%)	入境人数(万人次)	同比增长(%)
1	韩 国	32.08	13.19	64.40	7.57
2	日 本	26.50	8.57	51.92	-1.95
3	俄 罗 斯	12.27	26.48	29.74	17.31
4	美 国	13.16	16.78	28.62	12.25
5	马来西亚	8.34	20.52	14.74	4.11
6	菲 律 宾	6.27	12.00	13.43	13.10
7	越 南	6.14	38.91	12.79	19.83
8	新 加 坡	6.34	18.66	12.55	6.19
9	加 拿 大	5.15	16.34	11.33	24.22
10	蒙 古	3.88	31.27	10.99	28.17
11	澳大利亚	4.10	9.36	10.10	11.29
12	德 国	4.34	27.16	9.16	15.77

按累计入境 旅游人数排序	国家名称	本 月		累 计	
		入境人数(万人次)	同比增长(%)	入境人数(万人次)	同比增长(%)
13	泰 国	4.55	25.05	8.30	6.50
14	英 国	3.86	9.50	8.23	6.39
15	印 度	3.46	37.68	7.39	19.69
16	印 尼	3.62	19.90	7.05	10.30
17	法 国	3.42	12.21	7.04	5.96
18	緬 甸	1.04	-84.29	2.32	-83.36

资料来源 国家旅游局, 西南证券研发中心

但整体上看, 对中国旅游收入影响并不太大。中国旅游业主要以国内游客为主, 国际旅游收入仅占总收入的 20%。10 年日本游客占入境游客的比例为 14.28%。但这些突发性事件, 将对出境游游向产生影响, 使其结构性发生变化。以天津为例, 从目前出游报名数据分析, 五一期间天津市出境游目的地已大规模“转战”东南亚。同时相关数据表明, 今年以来到韩国旅游的同比增长了 40%。

预计今年上半年, 入境旅游人数约 6600 万人次, 增长 1%, 入境过夜旅游人数约 2750 万人次, 增长 1.2%, 旅游外汇收入约 225 亿美元, 增长 1.5%; 出境旅游人数约 3000 万人次, 增长 11.5%。

表 7: 2010 年 1-12 月入境旅游外国人人数 (按目的分)

国 别	合 计 (万人次)	目 的				
		会议/商务	观光休闲	探亲访友	服务员工	其他
总 计	2612.69	619.67	1238.20	9.10	246.27	499.44
亚洲小计	1618.87	365.93	694.72	8.33	169.50	380.38
日本	373.12	92.24	114.43	3.72	11.94	150.79
韩国	407.64	137.89	196.24	0.50	31.79	41.22
朝鲜	11.64	2.53	0.43	0.04	5.39	3.24
蒙古	79.44	7.77	3.75	0.06	7.24	60.62
菲律宾	82.83	3.34	23.25	0.05	48.32	7.86
泰国	63.55	2.93	50.01	0.02	5.86	4.73
新加坡	100.37	17.09	39.41	3.65	4.58	35.63
印尼	57.34	2.43	44.04	0.03	7.69	3.15
马来西亚	124.52	17.89	91.78	0.08	6.89	7.87
巴基斯坦	8.73	3.56	2.82	0.01	0.67	1.67
印度	54.93	19.16	18.37	0.06	9.90	7.43
尼泊尔	3.08	0.23	2.21	0.01	0.06	0.57
斯里兰卡	3.09	1.22	0.39	0.00	1.18	0.29
哈萨克	38.03	1.70	25.45	0.00	7.12	3.75
吉尔吉斯	3.54	0.41	2.05	0.00	0.88	0.20
其他	207.02	55.54	80.06	0.10	20.00	51.33
美洲小计	299.54	68.01	175.45	0.33	14.46	41.30

国 别	合 计 (万人次)	目 的				
		会议/商务	观光休闲	探亲访友	服务员工	其他
美国	200.96	52.51	112.03	0.21	10.14	26.06
加拿大	68.53	8.34	45.94	0.08	2.35	11.82
墨西哥	4.94	1.28	2.87	0.00	0.24	0.55
其他	25.11	5.88	14.61	0.03	1.72	2.87
欧洲小计	568.78	152.53	297.26	0.30	55.14	63.55
英国	57.50	19.11	27.18	0.05	2.97	8.18
德国	60.86	23.65	22.43	0.05	3.94	10.80
法国	51.27	11.07	26.75	0.07	2.89	10.49
意大利	22.92	7.98	10.73	0.02	1.02	3.17
俄罗斯	237.03	57.09	142.76	0.02	25.98	11.18
瑞士	7.43	2.39	3.61	0.01	0.44	0.98
瑞典	15.45	3.33	7.64	0.01	0.42	4.04
荷兰	18.91	3.00	12.10	0.02	1.59	2.20
挪威	5.35	1.54	2.62	0.00	0.16	1.03
奥地利	6.73	2.30	3.04	0.01	0.51	0.87
比利时	7.62	1.68	4.55	0.01	0.35	1.04
西班牙	13.83	3.36	8.21	0.01	0.24	2.01
葡萄牙	4.77	0.67	3.35	0.00	0.31	0.43
其他	59.11	15.35	22.30	0.03	14.32	7.12
大洋洲小计	78.93	14.02	50.43	0.12	3.56	10.80
澳大利亚	66.13	11.94	42.85	0.09	2.64	8.60
新西兰	11.61	1.85	7.08	0.03	0.57	2.07
其他	1.19	0.23	0.49	0.00	0.34	0.12
非洲小计	46.36	19.15	20.27	0.02	3.61	3.30
其他国家	0.21	0.03	0.07	0.01	0.00	0.10

资料来源 国家旅游局, 西南证券研发中心

表 8: 16 个主要客源国 2009 年的入境旅游人数和增长情况

序 号	国 家	入境旅游人数(万人次)	与上年比较 (%)
1	日 本	331.75	-3.7
2	韩 国	319.75	-19.3
3	俄 罗 斯	174.30	-44.2
4	美 国	170.98	-4.3
5	马来西亚	105.90	1.8
6	新 加 坡	88.95	1.6
7	菲 律 宾	74.89	-5.8
8	蒙 古	57.67	-18.2
9	澳大利亚	56.15	-1.7
10	加 拿 大	55.03	2.9

序号	国 家	入境旅游人数(万人次)	与上年比较 (%)
11	泰 国	54.18	-2.2
12	英 国	52.88	-4.1
13	德 国	51.85	-2.0
14	印 尼	46.90	10.0
15	印 度	44.89	2.8
16	法 国	42.48	-1.2

资料来源 国家旅游局, 西南证券研发中心

1.4 去年旅游公司业绩及市场表现

从已发年报公司来看, 去年旅游餐饮板块业绩同比增长三成多, 市场表现远强于大盘, 年度涨幅达 8.51%。

1.4.1 去年总营收同比增长三成多

2010 年旅游上市公司共计营收营业收入共计 123.0948 亿元, 同比增长 37.44%; 高于全国旅游总收入 21.7% 的速度。净利润共计 14.7845 亿元, 同比增长 21.96%; 平均每股收益为 0.365 元, 同比增长 25.43%; 销售毛利率上升 1.04 个百分点。

从细分行业来看:

旅游综合公司有 5 家发布年报【北京旅游(000802.SZ)、三特索道(002159.SZ)、世纪游轮(002558.SZ)、首旅股份(600258.SH)、九龙山(600555.SH)】, 共计营收 30.7156 亿元, 同比增长 36.05%; 净利润共计 2.7035 亿, 同比下降 19.9%。平均每股收益为 0.39 元, 同比增长 21.88%。

酒店有 4 家公司发布年报【华天酒店(000428)、东方宾馆(000524)、锦江股份(600754)、金陵饭店(601007)】, 营业收入共计 42.8062 亿元, 同比增长 57.6%; 净利润共计 6.3587 亿元, 同比增长 39.6%; 平均每股收益为 0.32 元, 同比增长 52.38%。毛利率基本持平。

景区公司 6 家发布年报【宋城股份(300144)、大连圣亚(600593)、ST 张家界(000430)、峨眉山 A(000888)、桂林旅游(000978)、丽江旅游(002033)】, 共计营业收入 21.0264 亿元, 同比增长 42.15%; 净利润共计 3.7952 亿元, 同比增长 79.75%; 平均每股收益同比增长 44%; 销售毛利率上升 2.28 个百分点。

餐饮业有 3 家公司【湘鄂情、西安饮食和全聚德】发布年报, 营业收入共计 28.5466 亿元, 同比增长 14.04%; 净利润共计 1.9271 亿元, 同比增长 177.76%; 平均每股收益同比下降 11.36%; 销售毛利率下降 1.19 个百分点。

表 9：部分公司 09-10 主要经营数据

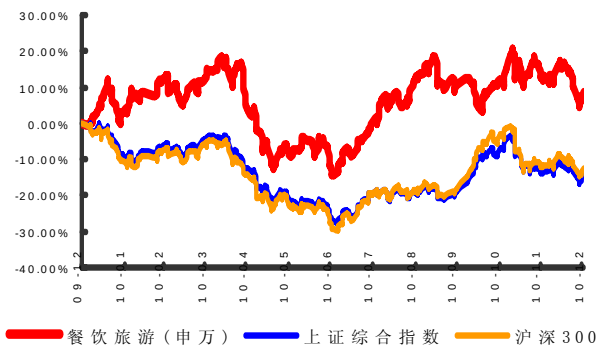
证券简称	营业收入 10A[亿元]	营业收入 09A [亿元]	净利润 10 A [亿元]	净利润 09 A [亿元]	EPS 10 [元]	EPS 09 (元)	销售毛利率 %(10 年)	销售毛利率 %(09)
旅游综合								
北京旅游	1.6535	1.6223	0.0457	0.0363	0.0332	0.0264	56.1098	58.5886
三特索道	3.3899	2.479	0.2976	0.2222	0.25	0.19	51.5922	58.2511
世纪游轮	2.5328	1.8362	0.3758	0.231	0.84	0.52	27.5404	27.1803
首旅股份	23.0464	16.4937	1.8712	1.5966	0.81	0.69	37.5869	46.6685
九 龙 山	0.093	0.1448	0.1132	1.2893	0.01	0.15	26.63	29.8425
总 和	30.7156	22.576	2.7035	3.3754				
平 均 值					0.39	0.32	39.89	44.11
酒店业								
华天酒店	13.7366	12.7056	1.3602	1.4165	0.25	0.26	53.8672	51.7546
东方宾馆	2.6792	2.2083	0.0677	-0.5255	0.025	-0.19	56.8774	46.8599
锦江股份	21.2454	7.8256	3.8061	2.8099	0.6309	0.4658	84.5048	66.99
金陵饭店	5.145	4.4218	1.1247	0.8538	0.375	0.285	50.6541	50.5955
总 和	42.8062	27.1613	6.3587	4.5547				
平 均 值					0.32	0.21	61.48	54.05
景区								
宋城股份	4.4476	2.733	1.6334	0.87	1.26	0.7	76.2817	69.9441
大连圣亚	1.2622	1.1643	0.0523	0.0362	0.0568	0.0393	49.4391	47.6551
ST 张家界	0.9516	0.9056	0.2013	-0.3542	0.0915	-0.161	56.1054	44.5287
峨眉山 A	7.3573	6.039	1.1029	0.8386	0.4689	0.3566	46.861	44.2716
桂林旅游	5.1032	2.1183	0.7044	0.3381	0.208	0.191	46.7384	48.8219
丽江旅游	1.9045	1.8319	0.1009	0.3827	0.09	0.39	77.3798	83.8793
总 和	21.0264	14.7921	3.7952	2.1114				
平 均 值					0.36	0.25	58.80	56.52
餐饮								
西安饮食	5.9215	5.6365	0.344	0.47	0.1724	0.2356	58.9977	60.854
全 聚 德	13.3934	12.0169	1.0029	0.8441	0.7084	0.5962	57.3338	57.5478
湘 鄂 情	9.2317	7.3781	0.5802	0.7673	0.29	0.5	66.4995	67.9987
总 和	28.5466	25.0315	1.9271	2.0814				
平 均 值					0.39	0.44	60.94	62.13

资料来源：WIND，西南证券研发中心

1.4.2 去年市场表现强于大盘

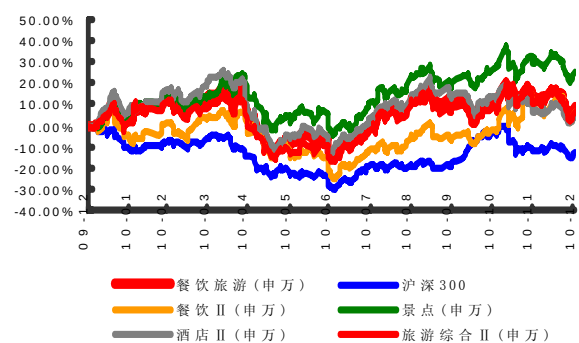
总体而言，2010 年旅游板块(SW 餐饮旅游)走势远强于大盘，年度涨幅达 8.51%，而同期上证综指为跌幅 14.31%，沪深 300 为跌幅 12.51%；旅游行业市盈率(TTM 整体法)为 54.4X，在行业板块涨幅中，仅次于电子元器件(61.09X)、农林牧渔(60.49X)、信息服务(57.46X)和有色金属(55.27X)，位于前第五位，是全部 A 股(18.03X)的 3.017 倍。

图 6：2010 年旅游板块与沪深 300 及上证综指走势



资料来源：WIND，西南证券研发中心

图 7：旅游子行业与沪深 300 走势



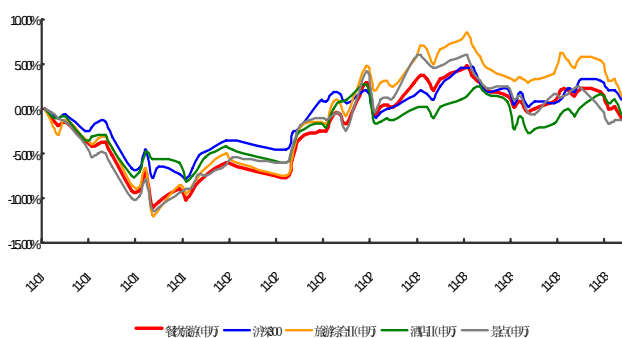
资料来源：WIND，西南证券研发中心

二、一季度旅游板块表现与估值

2.1 一季度旅游淡季 股票市场表现弱于大盘

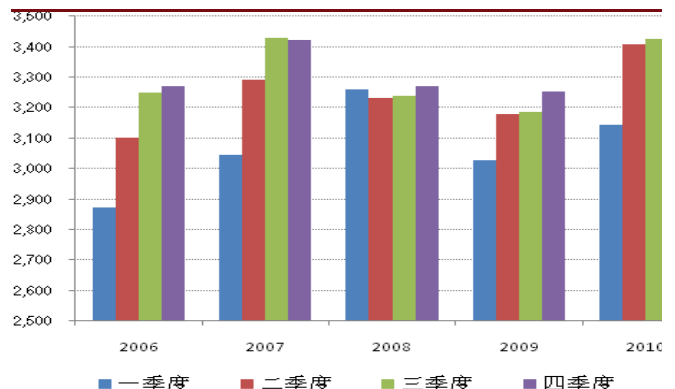
因为气候等方面原因，旅游业的淡旺季特征比较明显。一季度是旅游业的淡季，而日本地震、核辐射、利比亚冲突等黑天鹅事件的发生，加上国内天气异常如南方雨雪天气等的影响，再加之消化 10 年的涨幅，一季度旅游板块在二级市场上的表现基本上处于调整状态。季度跌幅 0.06%，走势大大弱于同期上证综指 4.27% 的涨幅及沪深 300 的 3.04% 涨幅。

图 8：今年一季度旅游餐饮业子行业与沪深 300 市场走势比较



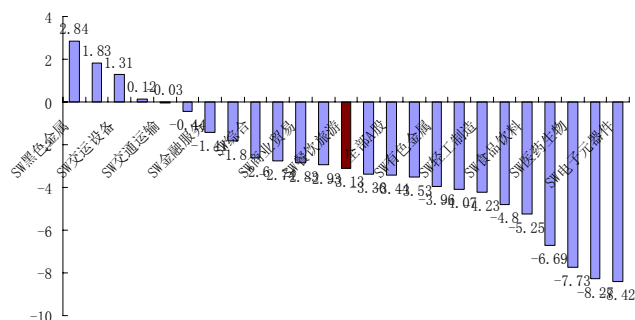
资料来源：WIND，西南证券研发中心

图 9：一季度是旅游业淡季



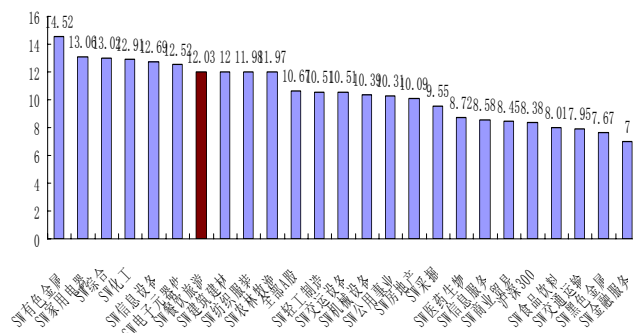
资料来源：WIND，西南证券研发中心

图 10：1 月份餐饮旅游板块市场表现



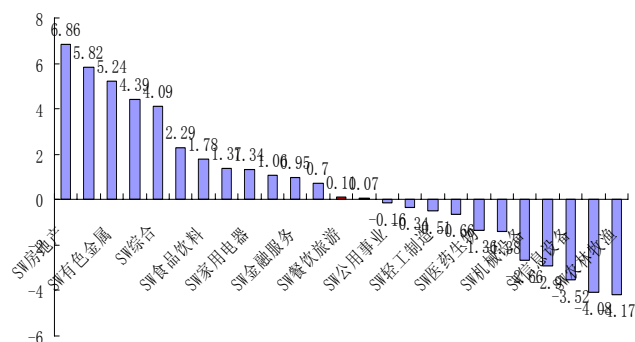
资料来源：WIND，西南证券研发中心

图 11：2 月份餐饮旅游板块市场表现



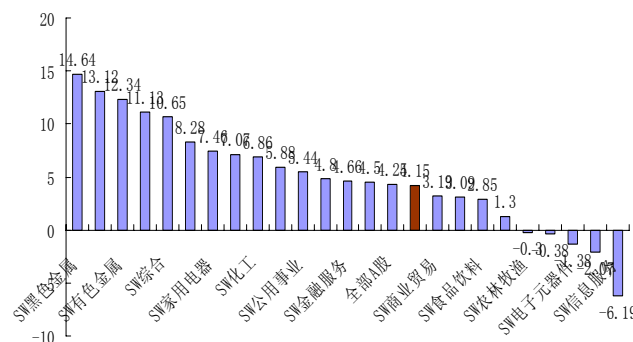
资料来源：WIND，西南证券研发中心

图 12：3 月份餐饮旅游板块



资料来源：WIND，西南证券研发中心

图 13：一季度餐饮旅游板块市场表现



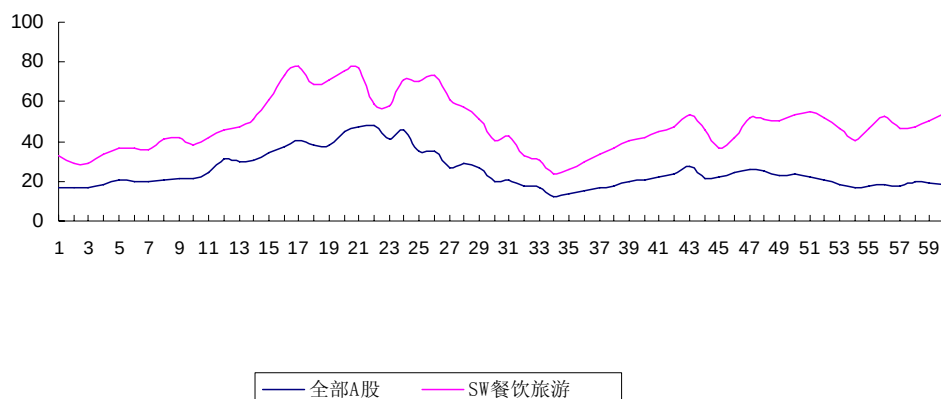
资料来源：WIND，西南证券研发中心

2.2 旅游板块整体估值溢价

据 Wind 数据，2006 年 1 月 1 日至 2010 年 12 月 31 日，旅游板块 TTM 市盈率均值为 48.27 倍，波动区间为【23.4，77.88】；旅游板块相对估值（全部 A 股，TTM 市盈率）均值为 1.94 倍，波动区间为【1.21，3.02】。

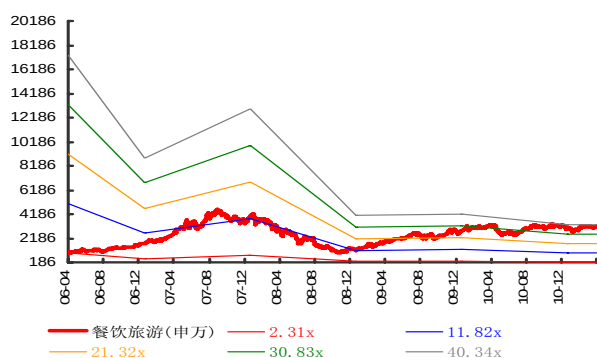
截止 11 年 3 月 31 日，旅游板块 TTM 市盈率为 52.15X，全部 A 股为 18.68X，相对估值为 2.79X。我们预计 11、12 年全国旅游行业总收入年均增速继续在 20%左右，上市公司的净利润增速在 30%左右。其估值仍有提升空间。

图 14: 2006 年至 2010 年底旅游板块与全部 A 股相对估值



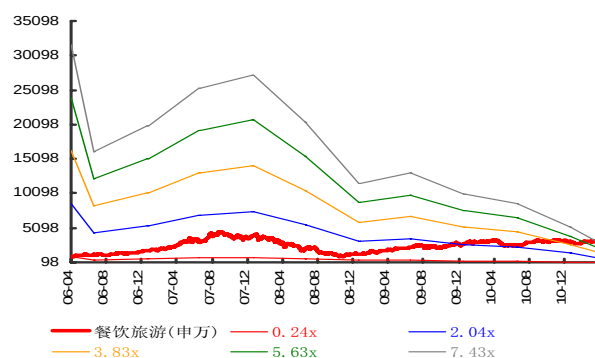
资料来源: WIND, 西南证券研发中心

图 15: 最近 5 年 PE-BAND



资料来源: WIND, 西南证券研发中心

图 16: 最近 5 年 PB-BAND



资料来源: WIND, 西南证券研发中心

2.3 二季度旅游旺季来临 主题性旅游成亮点

国家战略、热点事件等成为区域旅游发展的重要影响因素。2011 年是整个“十二五”规划的开局之年, 政策性效果会逐步显现。如海南国际旅游岛、山东省蓝海经济区等细则都将出台, 这在一定程度上带动区域旅游业整体发展。

区域旅游发展很大程度上是依赖于节事事件, 或者说节事事件会对区域旅游发展会带来很大的影响。尤其是 2008 年北京奥运会、2010 年上海世博会、广州亚运会等等, 都对特定区域旅游的发展产生比较大的影响。当然, 从另外一个角度看, 这种主题性的旅游也会对其他地区产生一定的挤出效应。

而 2011 年一些重点的事情值得关注。如辛亥革命一百周年、建党九十周年、2011 年世界园艺博览会、西藏解放 60 周年等。尽管今年的节事活动和奥运会及世博会的影响比起来, 都有不小的差距。但不容怀疑, 他们同样会在一定程度上带热该区域的旅游, 提升当地旅游的魅力。

图 17: 上海世博会各月游客接待量



资料来源: 上海世博会网站, 西南证券研发中心

更重要的是, 二季度是传统的旅游旺季, 自 4 月份开始, 清明节、五一节、六一儿童节等传统节日依次出现, 另外一些主题性的节事活动如西安园艺会、亚太旅游协会成立 60 周年等也开始启动, 主题性旅游有望成为亮点。

表 10: 部分省市 11 年清明小长假旅游情况

地区	游客(万人次)	同比增长	综合旅游收入(亿元)	同比增长
山东	1380	18.70%	89.2	23.70%
四川	962.92	17.40%	30.65	23.90%
重庆	413.28	23.16%	22.43	25.31%
河北	309.6	12.62%	17.04	21.95%
天津	92.13		3.2	
北京	264	25.50%	9	18.30%
贵州	245.27		7.39	

资料来源: 中国旅游报, 西南证券研发中心

三、投资组合与策略

无论何种情况下, 业绩优良、成长性好的公司永远是投资者的首选。考虑到旅游行业节事等主题性活动对旅游的拉动及国家重大战略对区域经济的影响等, 二季度选股策略围绕三条主线进行, 三条线路看美景: 一是基本面进入拐点, 业绩开始释放的公司; 二是处于节事活动主办区域; 三是受益国家战略提升区域。综合三方面因素, 我们推荐丽江旅游(002033)、宋城股份(300144)、峨眉山 A(000888)、西藏旅游(600749)、桂林旅游(000978)和首旅股份(600258)。

3.1 丽江旅游(002033): 业绩进入释放期

丽江旅游业占 GDP 的 51%, 旅游业是丽江绝对的支柱产业。建设旅游强市、国际精品旅游胜地是丽江的目标。丽江近 5 年共计接待海内外游客 3245.9 万人次, 年平均增长 18.1%; 旅游综合收入 363.7 亿元, 年平均增长 21.8%。争取十二五之后, 实现 1500 万人次游客接待

量。

丽江旅游经营范围包括：旅游索道及其它相关配套设施；对旅游、房地产、酒店、交通、餐饮等行业投资、建设。公司目前核心资产包括三条索道及世界遗产论坛中心酒店。目前，公司主营业务收入全部来自丽江。

表 11：近 3 年主营业务分行业、产品情况表

项目	2010 年度	2009 年度	2008 年度
主营业务收入（万元）	19,044.68	16,541.73	13,241.38
其中：索道运输	10,594.68	14,940.57	12,622.29
酒店服务	7,252.74	1,020.67	
汽车运输	171.08		
主营业务收入占比			
其中：索道运输	55.63	81.56	86.38
酒店服务	38.08	5.57	
汽车运输	0.89		
毛利率			
其中：索道运输	87.79	88.52	85.91
酒店服务	69.54	28.15	
汽车运输	26.24		

资料来源：公司公告，西南证券研发中心

3.1.1 索道运力提升，且有提价空间

公司主要营运玉龙雪山旅游索道、云杉坪旅游索道和牦牛坪旅游索道及其相关配套设施，上述索道分别位于玉龙雪山景区最知名和成熟的三个景点，是玉龙雪山景区主要的旅游接待设施。

公司在玉龙雪山景区提供的服务具有鲜明的特征和明显的竞争优势。根据玉龙雪山景区的统计数据，最近 3 年玉龙雪山景区游客接待量占丽江游客接待量的比例维持在 30% 左右。但受限于索道运力有限，前往玉龙雪山景区的游客通常只能选择一条索道进行观光游览。

2010 年 12 月 1 日，改造完成后的玉龙雪山索道恢复营业，改造后的玉龙雪山索道选用意大利 LEITNER 公司的成套先进技术，采用单线循环脱挂抱索器 8 人吊厢式索道。索道运力从以前的每小时 420 人提升到每小时 1200 人；明显降低了游客排队等候的时间，使得游客同时选择两条或者三条索道进行观光的可行性大大增强。

另外，因为云杉坪和大索道分别是雪山和森林风景，有着异质性，同时索道运营等待时间缩短，提高了游客满意度。再之，大索道目前票价已维持 8 年时间，2010 年技改后，运力提升近两倍且经营状况良好，未来存在提价预期。

3.1.2 今年业绩增长亮点多

公司去年净利润下降 73.64%，主要是因为玉龙山大索道技改停运七个月。今年一季度每股收益 0.07 元，同比增长 18.16%。公司业绩今年增长亮点颇多，最主要有三条：

一是玉龙山索道技改后于去年 12 月运营，运力较之前提高了 3 倍。

二是但随丽江商旅市场成熟，运行近一年的酒店迎来业绩拐点。公司投资的和府皇冠假日酒店是世界文化遗产丽江古城内唯一一家国际五星级标准的休闲会议酒店，由国际知名酒店管理集团洲际集团负责运营管理。公司可充分利用洲际的预定渠道、客源以及管理经验。今后，随着酒店经营业务的成熟，也会和索道业务产生协同效应，从而进一步提升公司整体盈利能力

三是去年三季度末，公司启动重组印象旅游工作，目前等待证监会审批。预计今年完成。印象旅游依托玉龙雪山景区进行《印象·丽江》雪山篇实景演出，其盈利模式简单清晰。《印象·丽江》雪山篇门票的销售渠道包括旅行社和散客两部分，演出票价分为 190 元/人（普通票）和 260 元/人（贵宾票）两种。旅行社团队销售收入占公司门票销售收入的比例约为 95%，散客仅占 5% 左右。

3.1.3 业绩预测与估值

假设今年完成印象旅游的重组，预计公司 11、12 年 EPS 分别为 0.81 元、1.02 元。给予“买入”评级。

3.2 宋城股份(300144): 文化混搭旅游 打造旅游综合体

宋城股份相对于传统的旅游景点公司而言，是一种较新的业态，其文化混搭旅游的经营模式，具有一定的异地可复制性，这种差异性有可能为公司带来极大的发展想象空间。

3.2.1 深度开发景区，打造旅游综合体

公司主营业务为主题公园和旅游文化演艺的投资、开发和经营，主要业务板块为宋城景区杭州乐园。10 年公司主营收入增长超过预期，主要是宋城景区 10 年游客人数达到 379.7 万人，增长 47.4%。游客增长原因有四：一是宋城大剧院通过改造工程，增加了约 50% 的座位，提高了接待能力；二是推出新版《宋城千古情》，提升了吸引力；三是上海世博会正面影响；四是销售网络布局进一步完善。而杭州乐园通过夜游活动以及水公园狂欢泼水节等主题活动的开展，进一步提升了杭州乐园的游客人数，使其 2010 年游客人数达到 78.6 万人，同比增长 24.67%。

贯彻“常演常新”的思路，公司将推出 2011 版《宋城千古情》；在原有募集资金投入 7000 万的基础上，将追加自筹资金进行景区二期开发，在宋城景区新建近十项大型体验性项目，增加购物，餐饮、休闲等功能的设备设施；2011 年将推出在杭州乐园大剧院内打造的 4D 实景演出《杭州千古情》，使其成为宋城股份又一个新的利润点。同时，筹备建设动漫乐园并适时进行异地扩张。

3.2.2 “主题公园 + 旅游文化演艺”模式具可复制性

文化混搭旅游的模式大大增强了公司各业务板块的协同效应，有效克服了单一主题公园的文化内涵不够丰富、建成后缺乏创新和变化的缺陷。公司将创新性强、文化元素丰富、剧目编排和节目变化灵活的旅游文化演艺节目置于主题公园氛围之中，使文化的高附加值得以在主题公园中得到体现，深化了主题公园的文化内涵，加深和丰富了游客的体验层次，保持公司较高的盈利水平。

值得注意的是，公司拟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，并由公司对其统一进行经营管理，逐步实现品牌连锁经营，从而实现公司业务模式的进一步复制与扩展。对外复制的第一单是三亚“天涯不夜城”项目，有望 12 年中期开业。

3.2.3 完善销售网络，创新营销模式

公司从纵横两方完善销售网络，拥有专门针对团队营销的全资子公司营销公司，以及专门针对散客营销的宋城旅游管理分公司和杭州乐园公司市场部。同时创新营销模式：一是稳定华东市场，优化客源结构，在华东线日趋成熟的情况下，积极筛选、跟踪二三类线的旅行社；二是细分组团市场，加强外办建设。目前，省内省外办事处已增至 15 个，已经签约旅行社达到 1,600 家左右，同时签约茶楼酒肆、3 星级以上酒店客户 1,000 家左右，签约企事业单位客户 1,000 余家，做到市场到人，责任到人。

3.2.4 业绩预测与估值

日前公司公告，收到政府各项补贴共计 1720 元，计入 11 年利润。公司总股本是 1.68 亿，此补贴将提升每股收益 0.102 元。我们预测公司 11、12 年 EPS 分别为 1.38 元和 1.97 元。提高评级至“买入”。

3.3 峨眉山 A(000888)：成渝经济区的受益者

公司主要从事峨眉山游山门票服务、上山索道和酒店经营以及相应的旅游商务营业活动。

3.3.1 游客增长 索道提价共助业绩增长

公司地处四川峨眉山，坐拥自然人文旅游资源。索道 09 年 8 月提价，提价的正面影响在 2010 年体现。10 年索道收入同比增长 42.81%，毛利率上升 4.1%；10 年购票进山游客 201.72 万人次，同比增长 10.19%，游客游票收入同比增长 10.15%。

11 年一季报，公司第一季度实现营业收入 1.56 亿元，同比增长 14%；实现归属母公司净利润 926 万元，同比增长 11.4%，实现每股收益 0.04 元。一季度是旅游淡季，公司正收益为全年收益打下良好基础。

3.3.2 资产存在注入预期 门票具提价空间

峨眉山优美的自然景观及较高的宗教地位，使得其游客具有重游率。公司景区目前门票价格为旺季 120 元/人；淡季 100 元/人，此价格于 2003 年 9 月开始实行，根据社会经济发展涨价已具备条件，根据发改委对景区门票涨价幅度的限制，峨眉山景区门票的最大涨幅为 25%，即旺季门票的最大提价空间为 30 元，景区门票提价预期强烈。但提价自主权不在公司，时间不好确定。

关注后续的资产整合、产业链延伸及管理层激励。集团下的游览车、温泉饭店和灵秀温泉业务契合性高，盈利较好，不排除未来考虑注入，公司也有望向文化、旅游地产等领域延伸。此外，董事会对今年经营班子的奖励激励议案进行了审议，未来几年业绩释放的动力更加充足。而且该公司估值在行业中也处于偏低水平，具安全边际效应。

3.3.3 受惠成渝经济区

成渝经济区规划实施,将对区域内企业尤其是旅游企业在政策上形成较大的支持。2011 年一季度公司延续了较低的所得税税率,实际税率仅有 11%左右,有望未来几年继续获得所得税以及其它方面的优惠。

日前,四川与重庆两地首次联手打造出“世界遗产之旅”“三国寻踪之旅”等四类以“玩耍川渝”为主题的旅游精品线路,并于近日正式推向市场。

近年来,重庆市与四川省在旅游发展上进行了广泛的合作,川渝两地于今年1月统一了“四川好玩、重庆好耍——玩耍川渝”的旅游形象宣传语,并于4月以“联合布展、共同发布”的形式,牵手亮相中国国内旅游交易会。

其中,“世界遗产之旅”最为引人注目,这一旅游线路以重庆为起点,包括武隆、大足石刻、峨眉山、乐山大佛、都江堰青城山、卧龙大熊猫保护中心、九寨沟黄龙、三星堆、金沙遗址等景区,涵盖多个世界自然遗产、世界文化遗产。此外,两地还推出了“三国寻踪”“红色经典”“长江之歌”等旅游精品线路,游客在国内外任何一家旅行社报名参加这四类旅游线路,即可享受到川渝两地旅游行业的共同服务。

3.3.4 业绩预测与估值

我们预测公司 11、12 年 EPS 分别为 0.61 元和 0.76 元。给予“增持”评级。

3.4 西藏旅游(600749): 让梦想照进现实

公司主要从事旅游资源开发、旅游服务、西藏人文地理挖掘、文化传媒服务的综合性公司。公司拥有包括巴松措旅游区、雅鲁藏布大峡谷谷入口段旅游区等西藏著名旅游资源的开发经营权。公司旗下西藏圣地国际体育旅游公司为区内规模最大的旅游服务公司。

3.4.1 资源富集

西藏自治区“十二五”规划纲要中提出,加快形成拉萨历史文化旅游中心和林芝生态旅游中心。公司目前两个景区巴松措和雅鲁藏布江大峡谷景区均位于林芝,是目前林芝地区核心旅游资源,也是公司的主要收益来源。林芝地区被誉为“西藏江南”,加快林芝开发,公司将成为最大赢家。

2007 年,西藏自治区政府确认雅鲁藏布大峡谷与布达拉宫、珠穆朗玛峰并列为西藏三大世界级旅游资源。2008 年 7 月,雅鲁藏布大峡谷景区正式对外开放,自治区旅游局提出将雅鲁藏布大峡谷景区打造成西藏五大 5A 级景区之一,把雅鲁藏布大峡谷旅游区打造成七大著名旅游区之一的目标。

巴松措是藏传佛教中的神湖,又名错高湖,藏语意为“三岩三湖”,三岩是指湖区被三座富有宗教意味的山岩环绕着,分别是“给扎”文殊菩萨道场,“多吉扎”观音菩萨道场,“拉扎”金刚手道场,象征着慈悲、智慧与力量,形成了藏传佛教的隐喻体系:三湖是指深受徒步旅游者青睐的巴松措、钟措、新措。此地每年都有藏民来此“转湖”、“转山”祈福。

图 18: 林芝十大美景之一——雅鲁藏布大峡谷



资料来源: 林芝旅游局网站, 西南证券研发中心

图 19: 林芝十大美景之一——巴松措圣湖



资料来源: 林芝旅游局网站, 西南证券研发中心

3.4.2 定增阿里圣湖旅游

目前, 公司定增 2500 万股方案已获证监会核准。本次定增发行价格不低于 11.24 元/股, 资金总额不超过 3.5 亿元, 将全部用于投资西藏阿里神山圣湖旅游区开发项目一期工程。《西藏自治区“十一五”旅游产业发展规划》将阿里神山圣湖旅游区列为自治区旅游产业发展的七大空间布局之一, 以及区内六大世界知名旅游品牌之一。

通过本次发行, 西藏旅游将形成拉萨、林芝和阿里三个地区 (西藏共 7 个地区) 的旅游市场的重点覆盖, 进一步提升公司的综合竞争力和盈利能力。

阿里神山圣湖旅游区不但拥有丰富的自然旅游资源: 神山冈仁波齐、圣湖玛旁雍错、鬼湖拉昂错等, 还拥有类型多样的人文旅游资源: 直达不日寺、科迦寺、贤柏林寺等, 并且旅游资源的组合性优良, 既汇集了冈仁波齐峰、玛旁雍错等世界级旅游资源, 又拥有拉昂错、科迦寺、直达不日寺、节庆活动、集镇等国家级旅游资源。

从效益测算来看, 该项目完工后 10 年内年平均收入将达 17,579 万元, 年平均净利润可达 3,615 万元, 年平均投资利润率为 12.2%。

3.4.3 六十周年庆助推旅游

“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%。2010 年全区接待游客 685.1 万人次, 旅游总收入达 71.4 亿元, 分别较 2005 年增长 2.8 倍和 2.7 倍, 是 2001 年的 10 倍。

中共中央第五次西藏工作会议上胡锦涛总书记提出了做大做强做精特色旅游业, 把西藏建设成为重要的世界旅游目的地要求。根据《西藏自治区旅游发展总体规划》预测, 2020 年西藏将接待入境游客 112 万人次、国内游客 905 万人次, 实现旅游总收入 228 亿元, 旅游业总收入达全区国内生产总值的 18% 左右, 旅游业将成为西藏国民经济的主导产业。

而交通改善对西藏旅游的提升效果最为显著, “十一五”期间青藏铁路开通是里程碑式的事件, 标志着西藏旅游业大发展的启动; 目前, 6 大机场均已通航, 交通的主干线、大动脉已经打通。“十二五规划”公路交通投资 498.9 亿元, 较“十一五”翻番; 交通的支脉也将有突破性的改善。制约西藏旅游业的交通瓶颈在十二五期间将进一步打破, 西藏旅游业发展将迎来

黄金期。

2011 年将迎来西藏解放 60 周年大庆，各种节事庆典活动，将极大的提振西藏旅游的吸引力。

3.4.4 业绩预测与估值

我们预测公司 11、12 年 EPS 分别为 0.26 元和 0.38 元。给予“增持”评级。

3.5 桂林旅游(000978): 战略由外转内 待“化学效应”显现

桂林山水甲天下。桂林作为中国对外交流的亮丽旅游名片,拥有得天独厚的自然景观优势,随着 2010 年国家发改委确定桂林为国家服务业综合改革试点区域,桂林旅游业发展又迎来了跨越式发展的新机遇。

3.5.1 区域垄断且极具品牌优势

旅游业是桂林最具城市优势、最具品牌效应、最具综合竞争力、最具发展潜力的产业。据桂林市旅游局统计,2010 年,桂林共接待旅游总人数 2246 万人次,其中入境旅游者 148 万人次,欧美游客超过 60%,法国游客超过 7 万人次。今年 3 月 15 日,中国桂林旅游推介会亮相巴黎,为法国旅游业者和法国游客提供了一个了解桂林旅游资源的好机会。

2011 中国桂林国际旅游博览会将于 9 月 9 日至 11 日在广西壮族自治区桂林市举行。据主办方介绍,此次博览会展馆总面积预计将达 2 万平方米,参展商近 800 家,公众参观人数约 15 万人次。据悉,本届旅博会将与桂林国际山水文化旅游节同时举办。

表 12: 公司所掌握的旅游资源

景点名称	景点星级	门市价格	位置	景点特色
漓江景区	AAAAA	190 元起	桂林市	百里漓江, 百里画廊, 是桂林风光的精华。以如诗如画的青山浮水著称于世。
银子岩风景区	AAAA	65 元	桂林市荔浦县马岭镇	洞内鬼斧神工的钟乳石景观, 被誉为“世界溶洞奇观”, 洞外俊秀迷人的田园风光。称为“诗境家园典范”。
七星公园	AAAA	35 元	桂林市区, 位于漓江东岸	位于漓江东岸, 内有七星山、七星岩, 为桂林市区最大, 历史最悠久的景点。
两江四湖	AAAA	日游 100 元起, 夜游 160 元起	桂林市区	以船为载体, 让游客融入到桂林山水之间, 呈现“青山绿水中, 人在画中游”的境界。目前有日游和夜游两种方式。
伏波山	AAAA	30 元	桂林市区	濒临漓江, 园中山、水、洞、石、庭园、文物、六美兼具, 有“伏波胜境”之誉。
叠彩山	AAAA	35 元	桂林市区中心偏北部	濒临漓江, 横亘市区, 古人石刻尤多, 山上景色优美, 并易于攀登。
龙胜温泉	AAAA	128 元	距桂林市龙胜县城 32 公里的森林区里	被誉为“华南第一泉”坐落于浓密山林之中, 非常适合森林徒步、生态温泉浴、休闲度假游
丰鱼岩风景区	AAAA	70 元	距桂林城南 120 公里	洞内暗河漂流, 可体验“三峡两洞九重天”的景观, 洞外可乘坐空中列车俯瞰田园风光
象山公园	AAAA	40 元	桂林市中心	象山位于桃花江与漓江汇流处, 因山形似一俯首吸水的大象而得名, 为桂林市城徽。

景点名称	景点星级	门市价格	位置	景点特色
资江景区	AAA	98 元起	桂林资源县	资江漂流以观赏沿江分布的 60 多个景点。
天门山景区	AAA	门票 60 元	桂林资源县北部	山形俊秀，岩壑争奇，属丹霞地貌、生态型自然景区。
贺州温泉		50 元	贺州市黄田路花村	位于贺州市至姑婆山必经之地，地下温泉资源丰富，可观流溪飞瀑，碧水蓝天。

资料来源：公司公告，西南证券研发中心

3.5.2 整合能力出众

上市十年来，公司业务架构进行了较大的变动，而其业绩的良好成长充分显示出其整合能力出众。

表 13：上市 10 年资产整合路漫长

时间	收购置入资产	置出资产
2000 年	上市	
2001 年	收购荔浦丰鱼岩，增资集联旅游运输，参股庆泰依托投资和防城港务	
2002 年	收购银子岩、龙脊温泉旅游、竹江码头，签订象山公园和七星公园分成协议，发起设立广东国旅	
2004 年	设立琴潭客运站和桂林新奥燃气，收购贺州旅游，参股井岗山旅游	换出庆泰依托股权
2005 年	增持龙脊温泉旅游，设立旅游文化演艺和新奥燃气发展	
2006 年	增持贺州旅游，增持旅游汽车运输	
2007 年	增持贺州旅游，增持龙胜温泉，设立天人谷公司	减持龙脊温泉旅游，减持山水国旅
2008 年	收购丹霞温泉，收购资江丹霞	减持龙脊温泉旅游，转让防城港务和国旅桂林
2009 年		转让旅游文化演艺、天人谷公司、广东国旅
2010 年	收购两江四湖，收购大瀑布饭店	

资料来源：公司公告，西南证券研发中心

经过十年来不断的资产整合，公司业务构架基本定型，未来三年争取成为“广西最大、最强的旅游集团”。经过前些年外延扩张，尤其是 10 年定增购并资产后，公司 11 年提出新资产整合思路。扶持、培育和壮大 2-3 个盈利能力超过 3,000 万元的优秀企业，培育和壮大 3-4 个盈利能力超过 2,000 万元的优质企业等等，同时加快新产品开发，在内增上狠下功夫。期待各业务板块间的“化学效应”显现，从而提升盈利能力。

3.5.3 桂林建设国家旅游综合改革试验区

目前，国家在旅游综合改革方面已经初步构建了“一区一省一岛一市”的格局，桂林市作为目前全国唯一一个建设国家级旅游综合改革试验区的地级城市，旅游综合改革试验区“先行先试”的政策框架将为公司进一步的旅游资源整合以及业务创新提供丰润的土壤，进而成为推动股价上涨的催化剂。

3.5.4 业绩预测与估值

今年漓江游船业务摆脱世博会分流、武广高铁等影响，有望恢复正常增长；地产项目进入结算高峰。福隆园去年结算 100 亩，剩余约 400 亩将在近两年集中结算，预计可合计增加收入和净利润 4.8 亿元和 1.1 亿元。

我们预测公司 11、12 年 EPS 分别为 0.36 元和 0.48 元。给予“增持”评级。

3.6 首旅股份(600258): 南山分成问题解决 整合预期加强

公司可说是旅游业上下游一体化综合公司。目前主要经营旅游饭店、旅游景区、旅行社、旅游产品开发及销售、承办展览展示活动等。旗下拥有 3 家分公司、5 家控股公司和多家参股公司,拥有京伦饭店、民族饭店、神舟国旅旅行社和海南南山景点等。

3.6.1 南山分成问题终获解决

南山文化是公司目前最主要的盈利来源,2010 年约占公司营业收入的 18.25%及净利润的 70.40%。公司合计持有南山文化 73.808%,表决权 74.805%的权益。近 3 年以来,南山文化累计门票收入为 7.16 亿元。南山景区门票收入占公司景区比重分别为 60.6%、65.2%和 66.4%。10 年以前按股权分成。

今年 3 月底,公司公告南山分成之事已经解决。门票分成比例具体为:1)自 2011 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间,双方以门票分成基数为基础,南山公司享有 40%比例,观音苑公司享有 60%比例。2)自 2026 年 1 月 1 日起,由南山公司享有 50%比例,观音苑公司享有 50%比例。

4:6 的分成比例无疑将对公司近几年的业绩带来极大负面影响,但南山景区 5 年未提价,有提价 20%左右的预期,加之旅游人数的增加,可以相对冲抵一些负面影响。

3.6.2 首旅集团酒店资产注入平台

作为首旅集团酒店资产注入平台,公司一直有资产注入的预期。09 年也曾拟向大股东首旅集团定向增发 6000 股,收购和平宾馆和新侨饭店,但因南山分成一事影响未能如愿。南山景区分成一事的顺利解决,扫除了资产注入的障碍,将有利于加快公司资产注入的进程。

3.6.3 业绩预测与估值

预计 11、12 年公司 EPS 分别为 0.61 和 0.84 元。给予公司“增持”评级。

表 14: 重点公司业绩预测与估值

公司名称	收盘价 (4.21)	EPS(元)			PE			推荐理由
		10A	11(E)	12(E)	10A	11(E)	12(E)	
丽江旅游	32.21	0.09	0.81	1.02	357.89X	39.77X	31.58X	业绩释放、收购印象丽江
宋城股份	49.40	1.26	1.38	1.97	39.21X	35.80X	25.08X	旅游混搭文化的经营模式可异地复制
峨眉山 A	20.36	0.47	0.61	0.76	43.32X	33.38X	26.79X	门票提价预期、资产注入预期
西藏旅游	16.27	0.16(E)	0.26	0.38	101.69X	62.58X	42.82X	定增阿里圣湖获证监会核准 60 周年大庆
桂林旅游	13.5	0.21	0.36	0.48	64.29X	37.5X	28.13X	桂林旅游综合试验区
首旅股份	22.47	0.81	0.61	0.84	27.74X	36.84X	26.75X	南山分成解决 资产注入步伐加快

资料来源: 西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下,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询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有,未经书面许可,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: (010) 57631232/1230

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>