

陈姗姗

执业证书编号: S0730511010008

021-50588666-8016

chenss@ccnew.com

多因素促旅游消费意愿提升 行业增长可期

——旅游行业 2011 年下半年投资策略报告

研究报告-策略报告

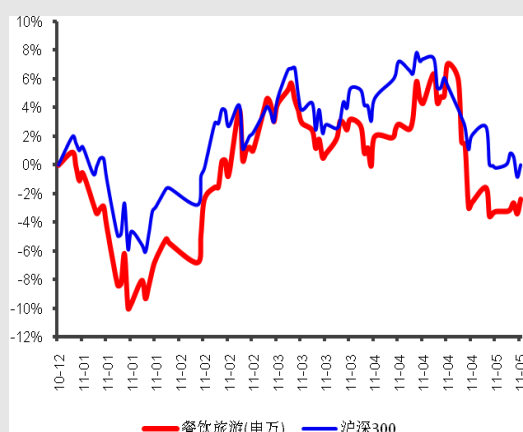
同步大市（下调）

发布日期: 2011 年 6 月 7 日

盈利预测和投资评级

公司简称	2010EPS	2011EPS	评级
宋城股份	0.97	0.65	买入
世纪游轮	0.84	0.78	增持
中青旅	0.64	0.80	增持

行业相对沪深 300 指数表现



投资要点:

- 从近年来的情况看,国内游市场呈稳步增长趋势,需求稳定。2011 年一季度入境旅游人数增速较 2010 年同期有所下滑。入境旅游(外汇)收入增速仍较低,其中 1 月和 3 月出现负增长。出境游受居民收入提高推动,有望保持 10%以上增速。
- 一季报,各上市公司收入情况基本符合预期。从行业季度营业收入的增速变化来看,一季度增速呈上升趋势,二、三、四季度增速波动较大,但整体来看,由于二季度行业将进入经营旺季,而五一小长假期间各主要景区的客流量也超出预期,因此,我们对今年行业的整体经营情况保持乐观预期。
- 多因素将推动居民出游率提高。近期推动行业表现的因素主要关注相关行业刺激政策对居民旅游消费意愿的提升,老龄化社会的趋势、受教育程度的提高以及中产阶级的崛起对家庭娱乐休闲消费倾向的促进,以及高铁建设、私家车数量持续增加和城市轨道交通建设带来的交通运营效率的提升。
- 短期内,景区类公司业绩爆发式增长的可能性较小,基本处于稳步成长的时期;旅行社方面,出境游将是一大亮点,另外,自由行、会展旅游及免税业务也将加速增长。
- 当前旅游行业政策面和基本面情况良好,行业有望保持良好的运行状态,尽管当前估值相对其他行业偏高,但行业正处于高速发展的黄金期,未来仍将有较好表现。
- 给予行业“同步大市”的投资评级。我们认为,二三季度旅游行业将迎来经营旺季,营业收入和净利润水平较一季度将有明显提升,重点关注宋城股份(300144)、世纪游轮(002558)及中青旅(600138)。
- 风险提示:宏观经济增速低于预期;行业政策力度低于预期;重大灾害、疫情等。

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

目 录

1. 2010 年及 2011 年第一季度行业运行情况回顾	4
1.1 2010 年及 2011 年第一季度行业概况	4
1.1.1 国内游	5
1.1.2 入境游	7
1.1.3 出境游	7
1.2 2011 年一季度上市公司盈利分析	8
2. 旅游行业发展前景：出游率将逐渐提高	11
2.1 政策助推居民旅游倾向	11
2.2 老龄化趋势有利推升旅游消费意愿	12
2.3 交通改善扩大出行半径	13
3. 估值分析	14
4. 下半年投资策略	15
5. 风险提示	15

图目录

图 1: 旅游业总收入.....	4
图 2: 国内旅游人数.....	5
图 3: 国内旅游收入.....	6
图 4: 近十年春节黄金周接待游客总数.....	6
图 5: 近十年春节黄金周旅游总收入.....	6
图 6: 入境旅游人数.....	7
图 7: 入境旅游（外汇）收入.....	7
图 8: 出境旅游总人数.....	8
图 9: 行业单季度平均营业收入.....	8
图 10: 近年行业单季度营业收入同比增速.....	8
图 11: 近年行业单季度归属母公司股东的净利润.....	9
图 12: 近年行业单季度归属母公司股东的净利润同比增速.....	9
图 13: 各公司 2010 年营业利润率情况.....	9
图 14: 第六次人口普查年龄构成.....	12
图 15: 近两次人口普查城乡人口结构.....	12
图 16: 近两次人口普查每 10 万人中受教育程度人口.....	13
图 17: 全国私人汽车保有量.....	14
图 18: 各行业估值水平比较.....	14
图 19: 餐饮旅游行业相对 A 股估值水平.....	14
图 20: 行业历史 PE.....	15

表目录

表 1: 旅游规划指标体系总表（2011-2015 年）.....	5
表 2: 主要公司经营数据.....	10
表 3: 旅游区域规划政策.....	11

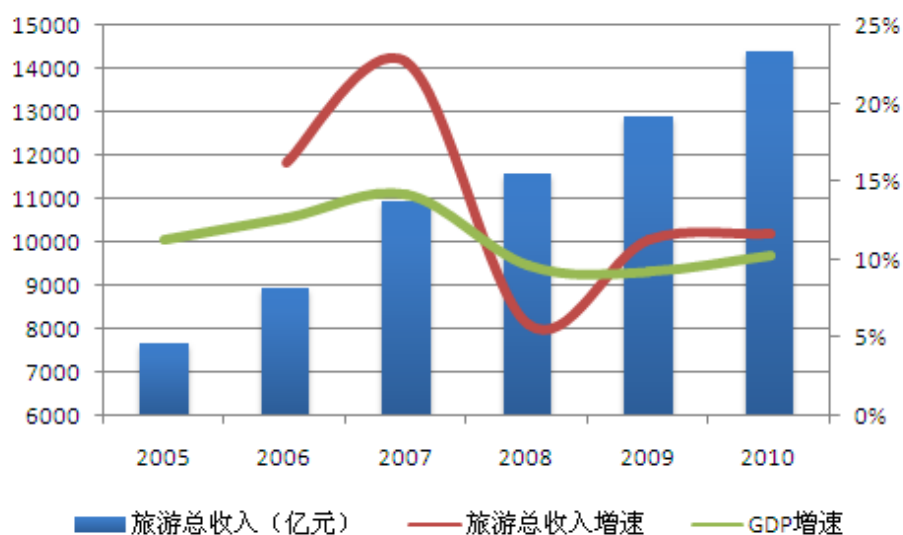
1. 2010年及2011年第一季度行业运行情况回顾

近年来，我国旅游业空前发展，成为世界最大的旅游市场。作为百姓生活不可缺少的要素，中国旅游产业正在加速步入转型升级阶段，有力推动经济发展方式的积极转变。

1.1 2010年及2011年第一季度行业概况

2010年，国内旅游人数达到21.5亿人次，同比增长13%，出境旅游人数5200万人次，同比增长9%，入境旅游人数1.32亿人次，同比增长4%。旅游业总收入达到1.44万亿元，其中，国内旅游收入1.15万亿元，旅游外汇收入430亿美元。

图1: 旅游业总收入



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

预计2011年，中国旅游业将继续保持平稳增长趋势，旅游业总收入可达1.58万亿元，国内旅游人数可达23.4亿人次，国内旅游收入1.28万亿元，入境旅游人数1.36亿人次，旅游外汇收入452亿美元，出境旅游人数5720万人次。

表1: 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

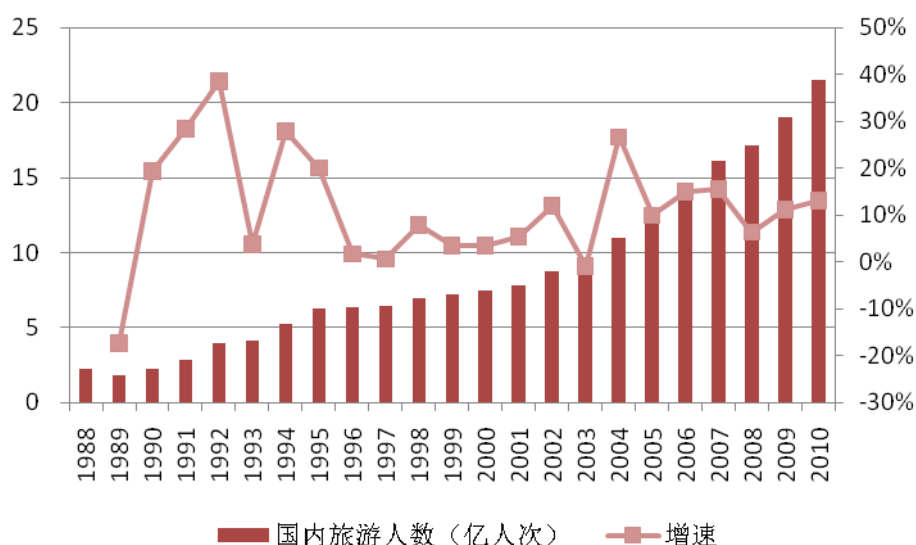
数据来源: 中国旅游业“十二五”发展规划纲要(征求意见稿) 中原证券研究所

当前, 中国经济持续稳定发展, 旅游业于 2009 年底被定位为国民经济的战略性支柱产业之后, 行业政策陆续推出, 旅游业正处于政策扶持力度最大的历史阶段。旅游业作为“低碳绿色产业”扩大内需、促进消费、带动相关产业发展的作用将愈加显著, 未来三大旅游市场将全面增长, 其中, 国内游则是旅游业内涵式发展道路的重点, 将以全面发展国内旅游、积极发展入境旅游、有序发展出境旅游的方式实现三大市场的协调发展。

1.1.1 国内游

从近年来的情况看, 国内游市场呈稳步增长趋势, 需求稳定, 国内旅游人数基本维持在 10%-20% 的年增速, 2010 年国内旅游人数达到 21.5 亿人次, 较上年同期增长 13.04%, 过去十年年均复合增长率达到 11.20%。

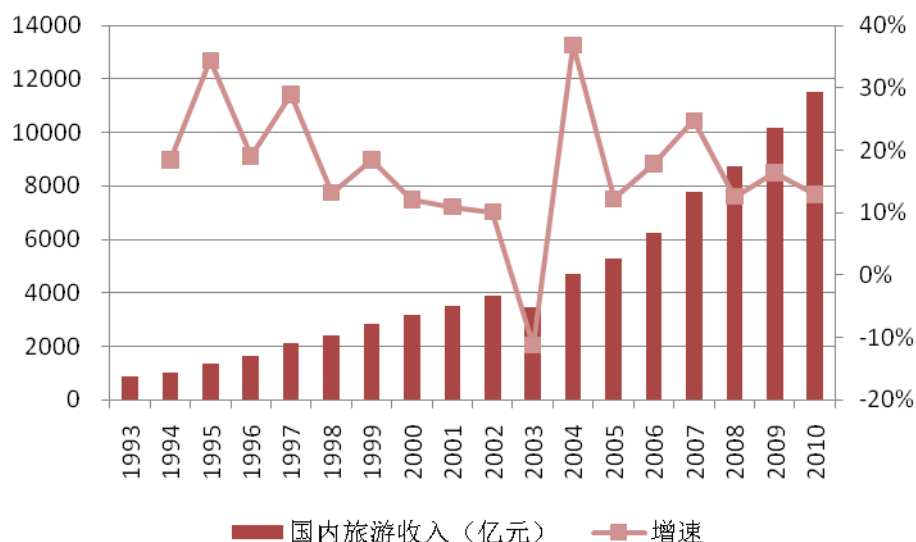
图2: 国内旅游人数



数据来源: 国家旅游局 中原证券研究所

2010 年，国内旅游收入达到 1.15 万亿元，较上年同期增长 12.93%，增速略低于国内旅游人数，过去十年年均复合增长率达到 13.73%，长期增速高于国内旅游人数，国内旅游人均消费逐年提升。

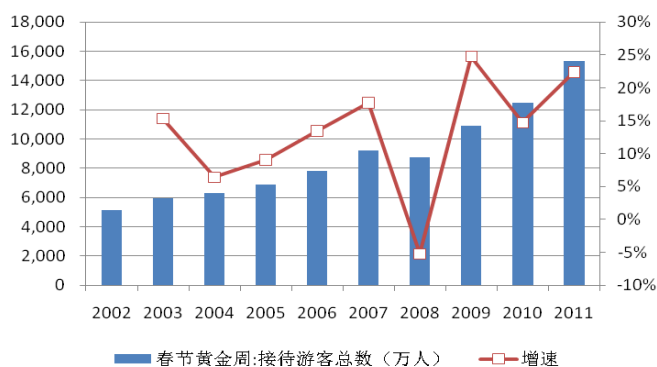
图3：国内旅游收入



数据来源：国家旅游局 中原证券研究所

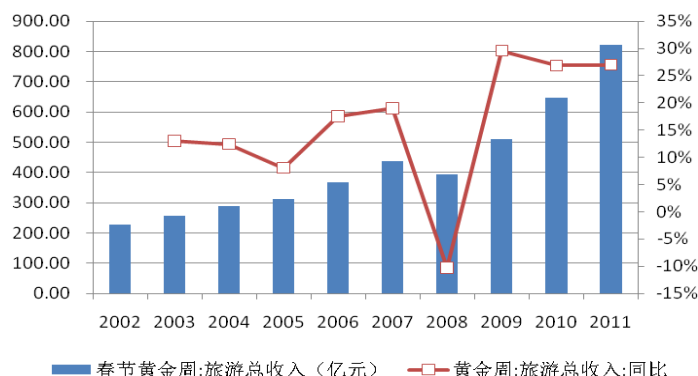
数据显示，2011 年首个长假暨春节黄金周旅游市场消费火爆，接待游客总数和旅游总收入均实现高增长，增速分别达到 22.40%和 26.97%，均连续三年实现两位数增长，尤其是旅游总收入，近三年实现了年均 25%以上的高增长，2011 年旅游行业实现开门红。2011 年春节期间，全国接待游客总数 1.53 亿人次，实现旅游总收入 820.5 亿元，人均消费 536 元。

图4：近十年春节黄金周接待游客总数



数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

图5：近十年春节黄金周旅游总收入

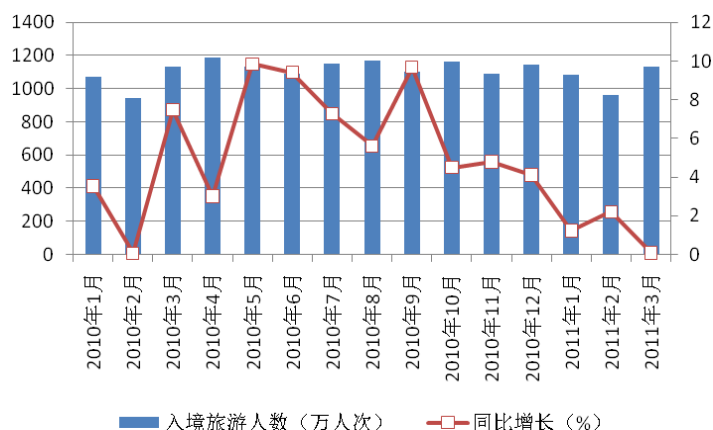


数据来源：Wind 资讯 中原证券研究所

1.1.2 入境游

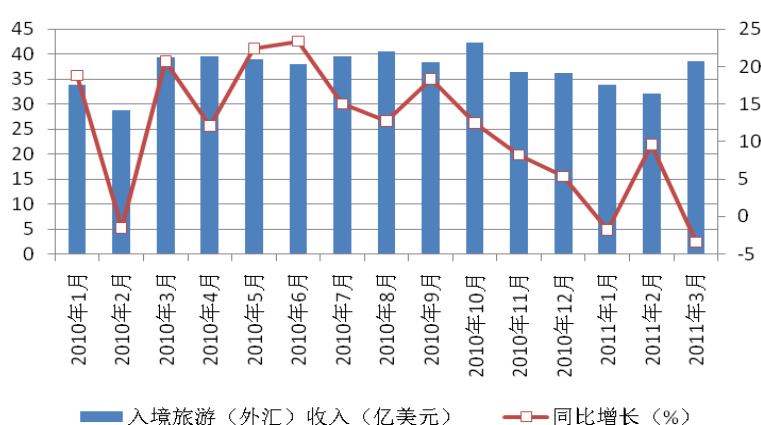
2008-2009 年,受到金融危机影响,入境旅游人数持续下滑,2010 年起,有所恢复。2011 年 1-3 月,入境旅游人数分别为 1082.77 万人次、961.05 万人次和 1133.78 万人次,同比分别增长 1.22%、2.2%和 0.08%。一季度入境旅游人数累计 3177.59 万人次,同比增长 1.1%,但增速较 2010 年同期有所下滑。

图6: 入境旅游人数



数据来源: 国家旅游局 中原证券研究所

图7: 入境旅游(外汇)收入



数据来源: 国家旅游局 中原证券研究所

2011 年 1-3 月,入境旅游(外汇)收入分别实现 33.77 亿美元、32.16 亿美元和 38.6 亿美元,增速分别为-1.78%、9.6%和-3.4%,增速仍较低,其中 1 月和 3 月出现负增长。

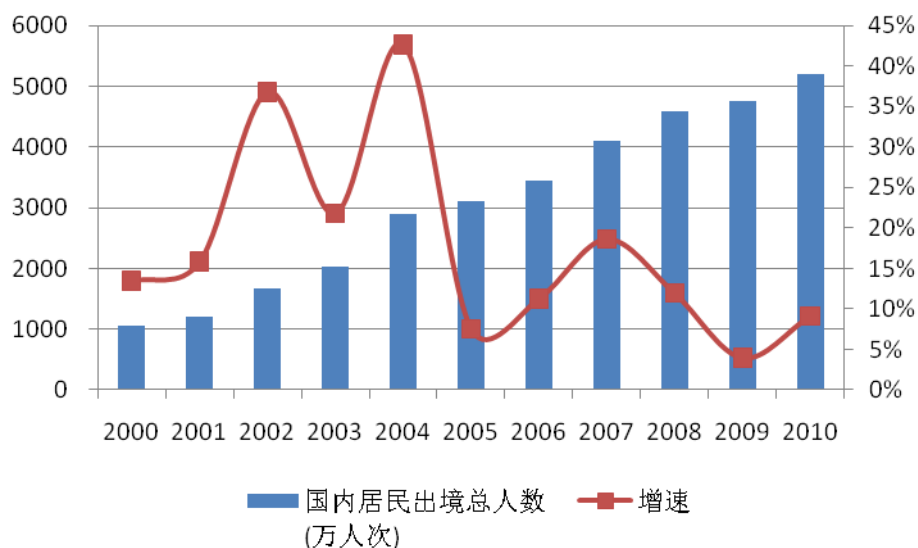
1.1.3 出境游

2010 年,中国出境旅游人数达到 5200 万人次,增速开始攀升,达到 9%,增速高于入境游。

出境游方面,我们认为是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8: 出境旅游总人数



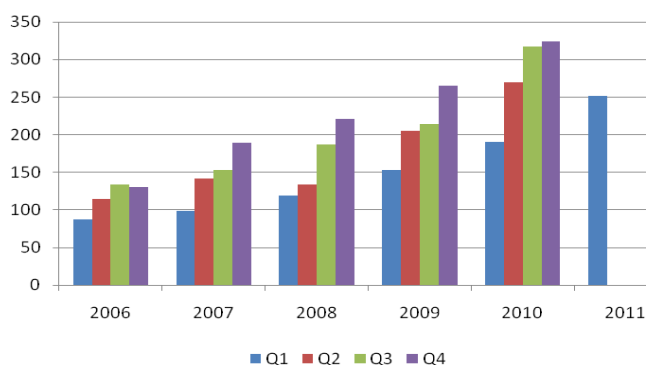
数据来源: 国家旅游局 中原证券研究所

1.2 2011年一季度上市公司盈利分析

从一季报中各上市公司表现来看, 收入情况基本符合预期, 单季度平均营业收入 2.51 亿元, 同比增长 31.91%。从行业季度营业收入的增速变化来看, 一季度增速呈上升趋势, 二、三、四季度增速波动较大, 但整体来看, 由于二季度行业将进入经营旺季, 而五一小长假期间各主要景区的客流量也超出预期, 因此, 我们对今年行业的整体经营情况保持乐观预期。

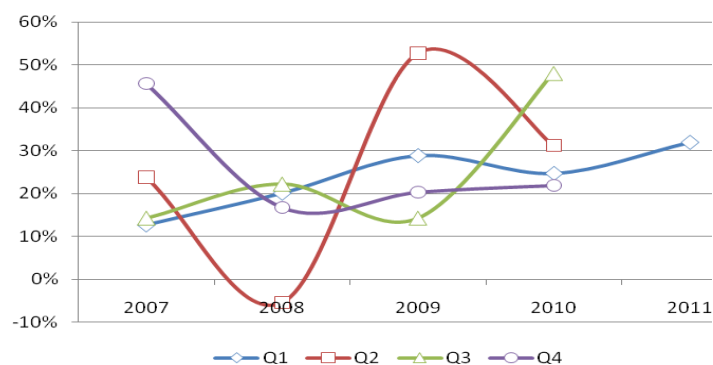
图9: 行业单季度平均营业收入

单位: 百万元



数据来源: Wind 资讯 中原证券研究所

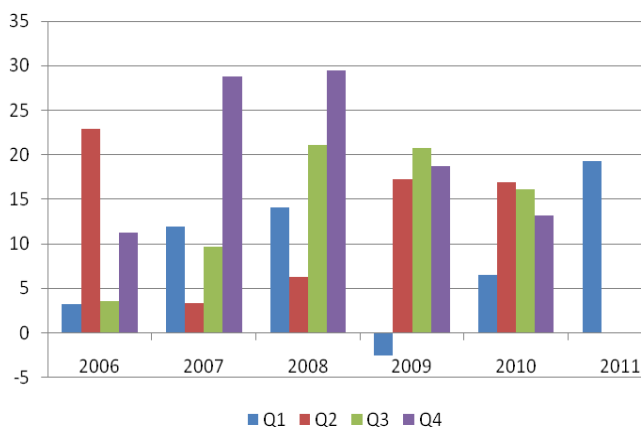
图10: 近年行业单季度营业收入同比增速



数据来源: Wind 资讯 中原证券研究所

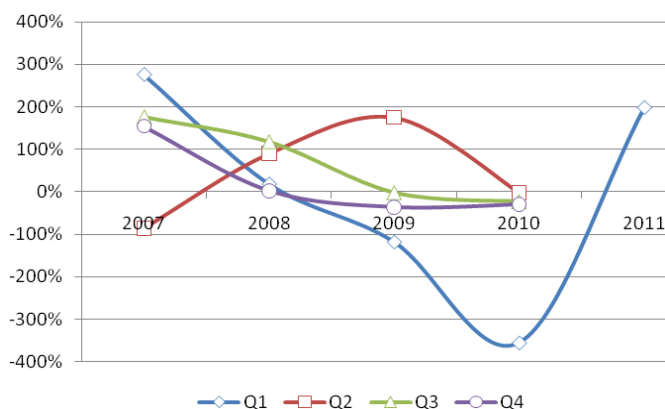
图11: 近年行业单季度归属母公司股东的净利润

单位: 百万元



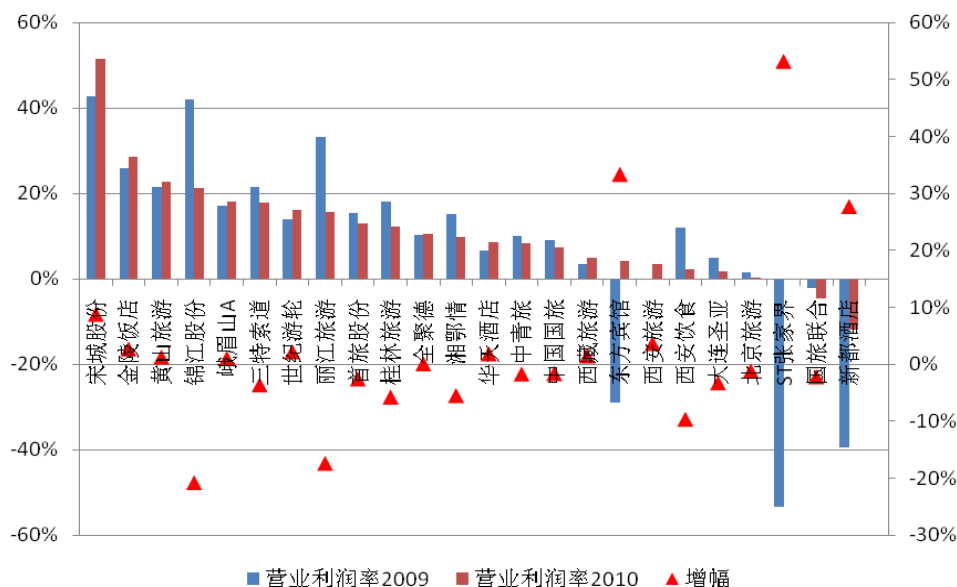
数据来源: Wind 资讯 中原证券研究所

图12: 近年行业单季度归属母公司股东的净利润同比增速



数据来源: Wind 资讯 中原证券研究所

图13: 各公司2010年营业利润率情况



数据来源: Wind 咨询 中原证券研究所

2010 年度, 受益于世博会, 各公司业务中, 旅行社业务反弹明显, 但旅行社业务的毛利率水平相对较低, 因此拉低了相关上市公司 2010 年整体毛利率水平。

从各子行业的主要经营数据来看, 2010 年营业收入均实现增长, 其中, 酒店和景点类上市公司增速较高, 实现了 40% 以上的增长。净利润方面, 景点类上市公司增速最高, 平均增长 40%, 其中, 丽江旅游受到索道停机改造的影响, 净利润有所下滑, 若剔除丽江旅游的影响, 景点类上市公司净利润增速达到 60% 以上。餐饮和景点类上市公司毛利率水平基本和上年持平,

而酒店类公司毛利率水平有所提高,旅游综合类上市公司毛利率小幅下降。其中,宋城股份营业收入增幅较大,而客流量增加对营业收入增长的影响较成本增加更为明显,因此毛利率水平同比有所增长;丽江旅游酒店运营进入首个完整营业年度,由于酒店业务毛利率水平低于索道业务,因此致使公司毛利率水平有所下滑。

表2: 主要公司经营数据

	证券代码	证券简称	营业收入 (万元)				净利润 (万元)				毛利率	
			2010 年	增速	2011 年 Q1	增速	2010 年	增速	2011 年 Q1	增速	2010 年	2009 年
餐饮	000721.SZ	西安饮食	59,215.14	5.06%	14,220.37	10.44%	3,439.74	-26.82%	2,559.94	658.67%	59%	61%
	002186.SZ	全聚德	133,933.75	11.45%	38,350.23	25.65%	10,028.57	18.81%	3,035.65	18.22%	57%	58%
	002306.SZ	湘鄂情	92,317.42	25.12%	32,760.12	35.18%	5,802.22	-24.38%	3,108.26	1.80%	66%	68%
	平均		95,155.44	13.88%	28,443.57	23.76%	6,423.51	-10.79%	2,901.29	226.23%	61%	62%
景点	300144.SZ	宋城股份	44,475.67	62.74%	5,590.00	20.13%	16,333.79	87.76%	2,658.17	289.20%	76%	70%
	600593.SH	大连圣亚	12,622.40	8.42%	1,572.08	17.21%	522.75	44.52%	-944.44		49%	48%
	000888.SZ	峨眉山 A	73,573.31	21.83%	15,572.43	14.00%	11,029.00	31.52%	926.18	11.42%	47%	44%
	000978.SZ	桂林旅游	51,032.24	140.91%	7,556.12	1.68%	7,044.16	108.36%	-1,651.26		47%	49%
	002033.SZ	丽江旅游	19,044.68	3.96%	5,331.38	12.94%	1,008.69	-73.64%	789.33	18.16%	77%	84%
	600054.SH	黄山旅游	144,498.66	28.11%	17,517.63	34.19%	23,099.32	44.52%	-113.50		41%	43%
	平均		57,541.16	44.33%	8,856.61	16.69%	9,839.62	40.51%	277.41	106.26%	56%	56%
酒店	000033.SZ	新都酒店	7,149.99	15.40%	1,893.16	21.50%	416.99		-337.81		51%	44%
	000428.SZ	华天酒店	137,366.36	8.11%	41,576.65	44.84%	13,601.79	-3.97%	1,965.22	9.78%	54%	52%
	000524.SZ	东方宾馆	26,791.90	21.32%	7,167.17	19.63%	677.35		441.90		57%	47%
	600754.SH	锦江股份	212,454.06	171.49%	44,643.02	108.70%	38,061.46	35.46%	7,617.79	35.91%	85%	67%
	601007.SH	金陵饭店	51,450.39	16.36%	17,819.28	32.73%	11,246.81	31.73%	1,332.69	15.27%	51%	51%
	平均		87,042.54	46.54%	22,619.86	45.48%	12,800.88	21.07%	2,203.96	20.32%	59%	52%
旅游综合	000610.SZ	西安旅游	59,292.14	85.02%	11,987.86	123.56%	2,695.55		621.52		26%	30%
	000802.SZ	北京旅游	16,535.23	1.93%	4,468.68	12.81%	456.72	25.68%	119.71	75.25%	56%	59%
	002159.SZ	三特索道	33,899.16	36.75%	4,233.31	10.70%	2,975.73	33.93%	-1,678.30		52%	58%
	002558.SZ	世纪游轮	25,327.54	37.93%	3,703.44	84.42%	3,758.43	62.73%	-542.26	-8.53%	28%	27%
	600138.SH	中青旅	608,383.85	-1.73%	130,171.66	17.45%	26,546.46	5.08%	3,391.66	-18.17%	21%	24%
	600258.SH	首旅股份	230,463.93	39.73%	60,474.71	5.63%	18,712.38	17.20%	2,807.32	-54.33%	38%	47%
	600358.SH	国旅联合	18,751.86	1.66%	5,144.43	-13.25%	2,214.32	0.39%	-488.89		64%	65%
	600555.SH	九龙山	929.56	-35.81%	2,037.94	1085.06%	1,132.00	-91.22%	2,670.78	31.95%	27%	30%
	600749.SH	西藏旅游	12,460.78	27.45%	3,656.64	836.40%	2,123.47	1934.50%	-1,508.23		62%	62%
	601888.SH	中国国旅	960,762.48	58.42%	223,026.60	29.75%	40,951.15	30.94%	11,670.82	6.72%	19%	23%
	平均		196,680.65	25.14%	44,890.53	219.25%	10,156.62	224.36%	1,706.41	5.48%	39%	42%

数据来源: Wind 资讯

2. 旅游行业发展前景：出游率将逐渐提高

2.1 政策助推居民旅游倾向

近年来，为力促经济结构转型，国家坚持扩大内需促进消费的政策方针，推出了一系列刺激消费、改善民生的政策，交通环境的不断完善、政府对增加消费的重视以及居民收入水平的稳步提升都助力旅游消费外部环境的改善。旅游行业政策如旅游业“十二五”规划、海南国际旅游岛、中国旅游日、《国民休闲纲要》、旅游券、带薪休假制度等都从不同方面刺激居民旅游意愿的提升。

表3：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

在“十二五”期间，旅游业被定位为经济发展重要的“战略性支柱产业”，在城市整体规划中，如何适应旅游业发展也成为重要参考因素。随着科技进步的发展，劳动密集型发展模式会被逐渐取代，相应吸纳就业的能力也会逐步弱化，但旅游产业恰恰弥补了这点不足。

据国家旅游局统计，过去五年中，旅游产业解决直接就业 1350 万人，带动间接就业则超过 6 千万人。旅游业带动的绿色就业，正在承载起区域经济发展和产业结构转型的重要使命。

据估算，旅游业能带动 110 个产业发展，一个旅游就业岗位能带动相关就业 5 个，1 块钱旅游收入能带动其他经济收入 4.3 元。

根据规划，未来几年，我国旅游业将逐步打造体育旅游、教育旅游、科技旅游、时尚消费旅游等系列都市旅游产品，新建一批汽车露营地、旅游休闲聚集区等新兴旅游业态，旅游业每年将新增直接就业 50 万人，带动间接就业达到 200 万人次。

2.2 老龄化趋势有利推升旅游消费意愿

根据第六次全国人口普查数据，全国总人口数为 13.40 亿人，与第五次全国人口普查相比，10 年间增长了 5.84%，年均增长率 0.57%，年均增长率较之前有所下降，家庭平均人口 3.10 人，较上次普查结果减少 0.34 人，均显示最近十年我国已处于低生育水平阶段。

但我国老龄化进程有所加快。数据显示，60 岁及以上人口占比已达到 13.26%，同前次普查相比上升了 2.93 个百分点，其中，65 岁及以上人口占比 8.87%，同前次普查相比上升了 1.91 个百分点。

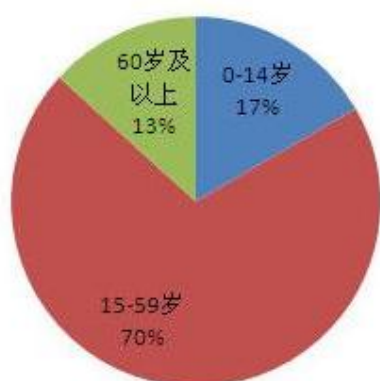
城镇人口比重上升。据第六次人口普查数据，居住在城镇的人口占比达到 49.68%，居住在农村的人口占 50.32%，同第五次人口普查相比，城镇人口增加 2.07 亿人，农村人口减少 1.33 亿人，城镇人口比重上升 13.46 个百分点。

与第五次人口普查相比，当前受教育程度有明显提高，具有大学（指大专以上）文化程度人口为 1.20 亿人，每 10 万人中具有大学文化程度的由 3611 人上升为 8930 人，高中及初中文化程度人口也均有不同程度上升，同时，文盲人口减少 3000 多万人，文盲率由 6.72% 下降为 4.08%。

中国的家庭平均人口数正逐渐减少，而目前老龄化社会的趋势、受教育程度的提高以及中产阶级的崛起，都使得家庭娱乐休闲消费的倾向渐渐提高，预计未来家庭旅游消费的能力和意愿都将稳步提高，出行次数和旅游消费水平将逐渐提升。

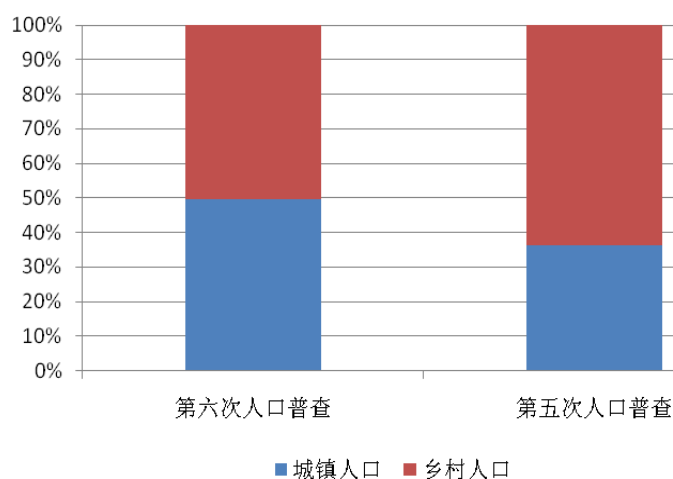
图14：第六次人口普查年龄构成

大陆31个省、自治区、直辖市和现役军人的人口年龄构成



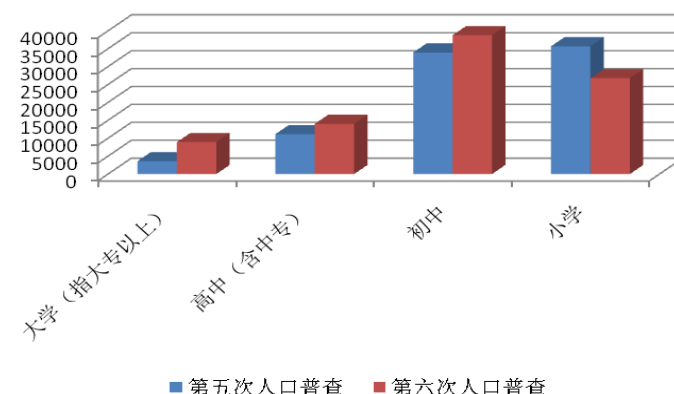
数据来源：国家统计局 中原证券研究所

图15：近两次人口普查城乡人口结构



数据来源：国家统计局 中原证券研究所

图16：近两次人口普查每10万人中受教育程度人口



数据来源：国家统计局 中原证券研究所

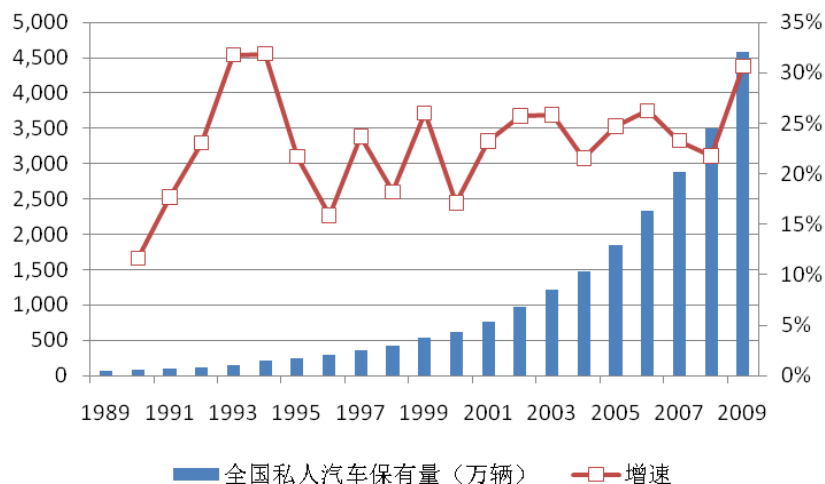
2.3 交通改善扩大出行半径

居民旅游出行的交通方式，主要依靠公路、铁路、航空，辅以水运和徒步方式。从近年来交通网络的建设来看，高铁建设发展迅速，对游客出行时间的缩短、出行半径的扩大、出行成本的降低、出行时间的灵活选择以及舒适性、安全性等都有明显提升。公路方面，交通运输部称，“十二五”期间，我国交通基础建设投资总规模约 6.2 万亿元，到 2015 年底，国家高速公路网将覆盖 90%以上的城市。

此外，截止 2009 年，我国私人汽车保有量达到 4574.91 万辆，虽然短期内部分月份汽车销量出现同比负增长，但长期来看，未来私人汽车保有量仍将持续增加，私家车数量的不断增长，将使短途游、自驾游的发展空间不断延伸。

未来，城际铁路、城市地铁规划建设的普遍推开，将显著改善城市交通便利性。当前城市轨道交通网主要聚集在东部沿海地区，以长三角、珠三角和环渤海地区为主，而未来中西部地区城市轨道交通建设将快速发展，占比将有所上升。根据 2009 北京国际城市轨道交通展览会数据，有 19 个城市的 70 条轨道交通线路建设规划获批，总长度约 2100 公里，预计 2012-2013 年前后有望陆续投入运营。此举不仅有利于中西部地区城市群经济区的出现，对于中西部地区旅游业交通运营效率的提升和景区吸引力的增强也具有重要作用。

图17: 全国私人汽车保有量

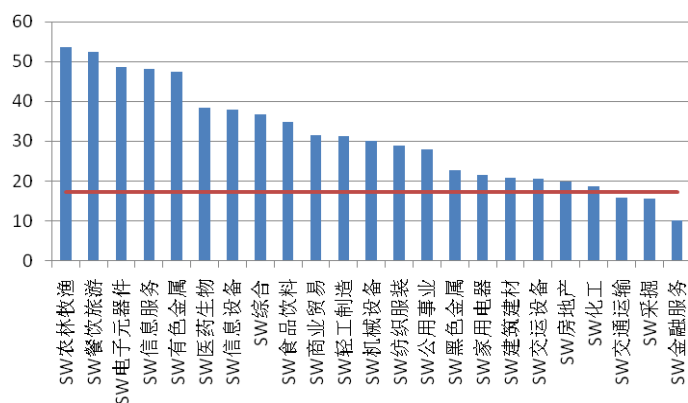


数据来源: Wind 资讯 中原证券研究所

3. 估值分析

目前, 旅游行业 PE 平均值 52 倍, 在 A 股各行业板块中仅次于农林牧渔板块, 在各板块中处于较高水平。旅游行业 PE 相对 A 股溢价率约 3 倍, 处于历史高位。

图18: 各行业估值水平比较



数据来源: Wind 资讯 中原证券研究所

图19: 餐饮旅游行业相对A股估值水平



数据来源: Wind 资讯 中原证券研究所

与行业历史估值水平相比较, 2011 年行业平均市盈率 (TTM) 52 倍, 略低于旅游行业估值的历史均值水平。基于目前国家对旅游行业国家战略支柱产业的定位以及“十二五”期间国家及地方各项刺激政策的推动, 行业发展长期趋势稳定, 未来行业估值水平仍将在高位运行。

图20: 行业历史PE



数据来源: Wind 资讯 中原证券研究所

4. 下半年投资策略

从行业目前的政策力度、居民收入水平、交通环境等因素来看,我们认为,旅游行业政策面和基本面情况良好,行业有望保持良好的运行状态,尽管当前估值相对其他行业偏高,但行业正处于高速发展的黄金期,未来仍将有较好表现。同时,二三季度旅游行业将迎来经营旺季,营业收入和净利润水平较一季度将有明显提升,给予行业“同步大市”的投资评级。建议关注景点类中提价或有提价预期的上市公司、综合类公司中出境游业务发展势头良好或新业务增长迅速的上市公司,以及客流量有望保持较快增速的景点类公司,重点关注宋城股份(300144)、世纪游轮(002558)、中青旅(600138)。

景区类公司来看,在世博会之后,客流量将处于回升期。从各景区的提价预期来看,宋城股份已在元旦提价,而自然景区在目前通胀高企以及提价间隔的双重背景下,预计提价可能性不大。从部分景区今年的景气度来看,部分景区在五一假期间保持了旺盛的人气,但短期内,景区类公司业绩爆发式增长的可能性较小,基本处于稳步成长的时期,增长将主要来自于世博会干扰之后景区客流量的增长以及人均消费水平的提高。

旅行社方面,2011年将继续处于金融危机后的恢复期中,三游方面,国内游增速将相对稳定,而入境游市场仍在恢复中,出境游目前游客通常选择旅行社的行程安排,未来将是旅行社业务的一大亮点,另外,自由行、会展旅游及免税业务也将加速增长。

5. 风险提示

宏观经济增速低于预期;行业政策力度低于预期;重大灾害、疫情等。

世纪游轮 (002558): 朝阳行业先行者

增持 (维持)

市场数据 (2011 年 5 月 20 日)

收盘价 (元)	29.54
一年内最高/最低 (元)	40.98/28.62
沪深 300 指数	3121.60
市净率 (倍)	3.25
流通市值 (亿元)	3.54

基础数据 (2011 年 3 月 31 日)

每股净资产 (元)	9.08
每股经营现金流 (元)	-0.05
毛利率 (%)	5.52
净资产收益率 (%)	-1.96
资产负债率 (%)	18.05
总股本/流通股 (万股)	5950/1200
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



投资要点:

- 公司主要从事内河涉外豪华游轮运营业务和旅行社业务, 其中, 游轮运营业务是公司主要收入来源。公司目前拥有 5 艘大型豪华游轮, 主要航线覆盖长江中下游地区, 其中, 重庆至宜昌航线是公司主要产品, 占公司业务的 85% 以上。
- 从公司近年来的营业收入构成来看, 游轮运营业务的贡献基本在 60% 左右, 对毛利的贡献在 80%-90% 之间, 是公司最重要的收入和利润来源。
- 公司主要采用包销和自营两种运营模式, 待未来募投项目完成后, 将主要转向以自营为主的运营模式。目前, 对欧美游客, 采用“包销”模式, 对日本和东南亚市场采用自建销售渠道的模式, 对国内游客, 主要采用旅行社代理模式。
- 公司采用“船社结合”的业务模式, 其中, 旅行社是游轮运营业务向上游产业链的有效延伸, 两者结合具有良好协同效应。公司旗下均是豪华涉外游轮, 具有较强竞争力, 有利于吸引海内外游客, 而公司旅行社业务的发展也有利于为游轮运营业务提供更广阔的销售网络。
- 目前长江上经营涉外豪华游轮的公司主要还有长江海外、东江实业等, 其中, 2009 年市场份额最高的是东江实业, 占比为 28.50%, 公司占比 22.28%, 名列第二, 再次是长江海外, 占比 15.81%。前三大公司的市场占有率合计 66.59%, 拥有较强的市场定价权。
- 预计公司 2011-2012 年 EPS0.78 元和 0.97 元, 维持“增持”的投资评级。
- **风险提示。**包销业务占比下降; 汇兑损失; 燃油价格波动; 自然灾害、疫情等。

	2008	2009	2010	2011E
营业收入 (亿元)	1.44	1.84	2.53	3.29
增长比率 (%)	-10.41	27.22	37.93	30.00
净利润 (百万元)	21.14	23.10	37.58	46.49
增长比率 (%)	-19.13	9.23	62.73	23.70
每股收益 (元)	0.48	0.52	0.84	0.78

宋城股份 (300144): 异地复制进程加速 抢占行业先机

买入 (维持)

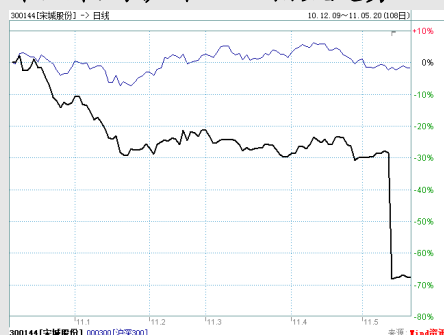
市场数据 (2011 年 5 月 20 日)

收盘价 (元)	20.81
一年内最高/最低 (元)	66.47/20.36
沪深 300 指数	3121.60
市净率 (倍)	3.01
流通市值 (亿元)	19.23

基础数据 (2011 年 3 月 31 日)

每股净资产 (元)	15.23
每股经营现金流 (元)	0.33
毛利率 (%)	63.41
净资产收益率 (%)	1.04
资产负债率 (%)	12.23
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。**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。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城、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。
- **维持公司“买入”的投资评级。**宋城景区已进入稳定增长阶段, 而杭州乐园和动漫馆有望在改造完成后实现快速增长, 此外, 公司外延式扩张能力强, 除三亚、峨眉山、武夷山、泰山外, 还拥有较多的储备项目, 未来有望在一线景区快速复制, 抢占旅游文化演艺的市场先机。预计 2011-2012 年每股收益分别为 0.65 元和 0.84 元, 维持“买入”的投资评级。
- **风险提示:** 由于世博会对公司 2010 年客流量影响主要体现在下半年, 虽然 2011 年 5 月公司景区客流量没有明显下滑趋势, 但全年客流量如何仍需观察; 异地扩张计划进展存在不确定性; 游乐设施出现安全事故的风险; 发生重大疫情或自然灾害的风险。

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	273.30	444.76	535.48	700.78
增长比率 (%)	38.23	62.74	20.40	30.87
净利润 (百万元)	87.00	163.34	239.68	310.04
增长比率 (%)	35.58	87.76	46.74	29.36
每股收益 (元)	0.70	0.97	0.65	0.84

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。

免责条款

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。