

未来步入黄金十年, 2012 迎来“文艺复兴”

—旅游行业 2012 年度策略报告

民生精品---深度研究报告/旅游行业

2011 年 11 月 13 日

报告摘要:

● 11 年增长势头良好, 2012 外部环境不佳难掩内需旺盛

2011 年国内旅游业持续较快增长, 黄金周在高基数上再创新高, 体现了旅游业旺盛的需求。2012 年旅游整体环境持续改善: 经济持续较快增长, 相关旅游政策有望出台, 京沪高铁效应可能逐步体现。欧洲债务危机带来一定风险, 但欧洲游客在我国入境游占比很小, 总体上 2012 年外部环境影响有限。

● 城镇化和人口结构成熟将贯穿未来十年, 旅游业迎来黄金发展期

未来十年投资泡沫得到抑制, 调结构扩内需将成为主题真正凸显出来。而城镇化作为未来发展经济的最主要的途径。在产业选择上, 领导层认为服务业是内需潜力最大的产业。因此总未来政策上看, 旅游业关联度高、带动性强的特点, 必定得到政策的大力支持; 从社会经济条件来看, 城镇化一直是旅游业发展的一大动力, 将为旅游业提供经济条件; 从人口年龄结构上看, 我国年龄中位数持续走高, 旅游适龄人口和年轻空巢家庭持续增长将为旅游业发展带来充分发展的社会条件。

● 文化政策推动和市场兴起, 2012 年有望迎来“文艺复兴”

旅游属于精神文化需求, 具有深厚的文化属性, 但在多年的以经济为中心的开发模式中, 这一属性一直被忽略。12 年随着国家文化体制改革的深入、旅游消费升级、宋城上市并迅速扩张, 旅游行业有望迎来“文艺复兴”。目前多个上市公司集体发力, 深入挖掘旅游文化, 大力发展旅游演艺, 同时政府仍将大力推广红色文化, 12 年旅游行业的“文艺复兴”将至。

● 高溢价将得到多方面支撑, 行业有望打开估值上升空间

从行业估值情况来看, 目前相对沪深 300 溢价在 2.66 倍, 处于高位。2010 年以来行业相对沪深 300 溢价逐步走高, 长期维持在 2.5 倍左右, 高溢价已经得到市场认同。在文化、生产性服务业都有政策支持的情况下, 旅游行业获得政策收益的可能性在加大。明年旅游行业相对市场高增速将得到持续, 估值水平将得到缓解。而文化属性增强, 也将有利于提高行业的估值水平, 为板块上涨打开空间。

● 首推推荐“文化”+“成长”型公司, 经济型酒店和免税品继续看好

重点看好“有文化”的公司, 看好快速成长的景区类公司。重点推荐宋城股份、西藏旅游、中青旅、桂林旅游等兼具景区开发潜力和文化开发的公司。经济型酒店行业成长好, 抗经济风险能力极强, 看好龙头企业锦江股份; 推荐具有奢侈品概念的中国国旅。

盈利预测与财务指标

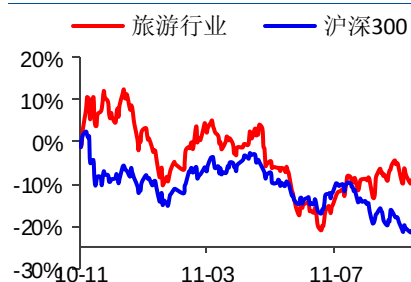
重点公司	现价	EPS			PE			评级
	2011-11-11	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	
中国国旅	26.88	0.58	0.77	1.08	46.12	34.88	24.92	强烈推荐
中青旅	16.02	0.57	0.74	0.90	26.13	20.23	16.75	强烈推荐
西藏旅游	12.94	0.06	0.20	0.29	257.91	72.30	49.98	强烈推荐
宋城股份	25.15	0.53	0.66	0.83	42.33	34.10	27.06	强烈推荐
锦江股份	19.58	0.57	0.65	0.79	33.15	28.80	23.87	强烈推荐
桂林旅游	9.51	0.21	0.3	0.39	38.47	31.75	24.59	强烈推荐

资料来源: 民生证券研究所

推荐

调高评级

行业与沪深 300 走势比较



分析师

分析师: 李振飞
执业证书编号: S0100511010004
电话: (8610)8512 7650
Email: lizhenfei@mszq.com

地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 16 层 100005

相关研究

投资要点:

► 投资逻辑

- 1、我国经济结构深层调整，旅游业将得到政策长期支持；城镇化和人口年龄结构成熟将给旅游行业带来经济和社会条件，未来十年旅游业进入黄金发展期。因此长期看好旅游行业投资价值。
- 2、内需决定 2012 年旅游发展，选择内需驱动型行业。2011 年旅游行业保持了较快的增长势头，2012 年行业面临的国内经济环境仍然较好，在调结构更加紧迫的情况下，旅游行业扶持政策可能会加速出台，国内旅游需求依然旺盛。因此主要依靠国内游客的景区、餐饮、经济型酒店、离岛免税等行业有较好的机会。但国际经济环境面临一定的风险，特别是欧洲入境游客将可能出现下降。国内高端酒店业可能受到较大的冲击。
- 3、文化复兴是旅游行业必然和政策方向，有文化的旅游公司是年内热点。12 年随着国家文化体制改革的深入、宋城上市并迅速扩张以及旅游消费升级，旅游行业教育功能增强，政府文化对旅游行业的冲击将更加明显。目前多个上市公司集体发力，深入挖掘旅游文化，大力发展旅游演艺，同时政府仍将大力推广红色文化，“文化”将成为旅游行业的一大关键词，旅游行业文化属性增强。而文化产业的高估值也有利于提升旅游行业估值水平。
- 4、从上市公司选择来看，成长性依然是关键指标。旅游行业是一个快速成长的行业，成长性旅游股最大的看点；旅游类上市公司小、弱、散、乱、不符合行业发展和政府要求，难以支撑起一个战略性支柱产业的应有地位；成长性好的公司和政府重点支持的大型龙头公司将成为必然选择。
- 5、综合考虑上述因素，并结合政策因素，重点推荐“有文化”且成长性较好的景区类公司如宋城股份、桂林旅游，西藏旅游、中青旅、丽江旅游等；推荐经济型酒店龙头锦江股份，看好奢侈品行业的发展及政策机遇，推荐国内免税品龙头企业中国国旅。

► 有别于大众的认识

- 1、观光游将长期是我国旅游活动的核心。文化是旅游活动的核心，我国观光游包含丰富的文化内涵，观光游并不低级。在现有的旅游统计中，观光游的消费能力也并不弱于休闲游，景区类上市公司仍将有极大的发展。
- 2、市场认为出境游旺盛表明了国民旅游需要旺盛，是旅游业发展的利好。我们认为出境游对国内旅游业而言是一种竞争关系，迅猛发展的出境游削弱了国内旅游业发展的动力。国内贫富分化加大、人民币持续升值将会带来出境游持续旺盛，仍将在较长时间内影响国内旅游业的发展。

目录

一、11 年增长良好，2012 外部环境不佳难掩内需旺盛	4
(一) 旅游行业保持了较快的增长势头	4
(二) 旅游上市公司利润增速较快，大幅跑赢市场平均水平	5
二、未来十年我国旅游业将进入黄金增长期	6
(一) 政策变化带来旅游业发展的直接动力	6
(二) 城镇化将为旅游业带来十年黄金时期	6
(三) 人口结构变化将给旅游业大发展提供重要社会条件	7
三、2012 年旅游行业面临的环境依然较好	8
(一) 国内旅游环境持续改善	8
(二) 外部风险较大，但对我国入境游影响较小	9
(三) 欧洲游客占比小，欧洲债务危机对我国入境游影响有限	9
四、2012 年旅游行业将迎来“文艺复兴”	10
(一) 文化是旅游的灵魂	10
(二) 文化旅游需求巨大	10
(三) 旅游文化发展从自发走向自觉	11
(四) 宋城的成功成为旅游文化复兴的直接推动力	11
(五) 上市公司正在引领旅游“文艺复兴”	12
(六) 政策开放文化产业，将为旅游文化发展插上翅膀	12
五、2012 年关注内需驱动行业	13
(一) 景区是旅游活动的核心载体，仍有很大的发展空间	13
(二) 经济型酒店行业攻守兼备	15
六、投资策略和建议	16
(一) 行业估值水平基本合理，长期看好行业估值空间有望打开	16
(二) 投资策略和建议	17
(三) 重点公司介绍	18

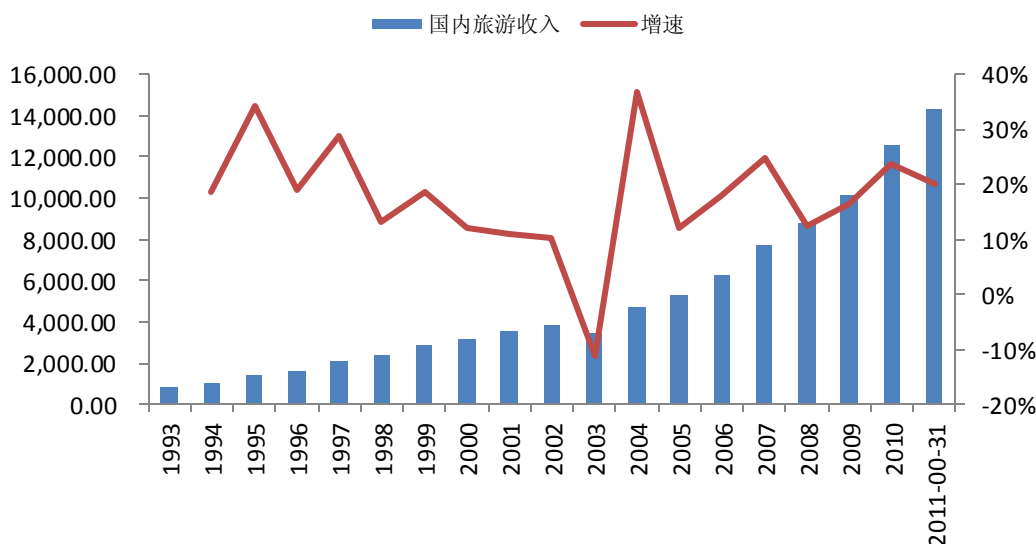
一、11 年增长良好，2012 外部环境不佳难掩内需旺盛

（一）旅游行业保持了较快的增长势头

按照中国旅游研究院调查结果预计，前三季度我国旅游总人数 20.8 亿人次，同比增长 12%；旅游总收入 1.66 万亿元，同比增长 17%。保持了较快的增长。

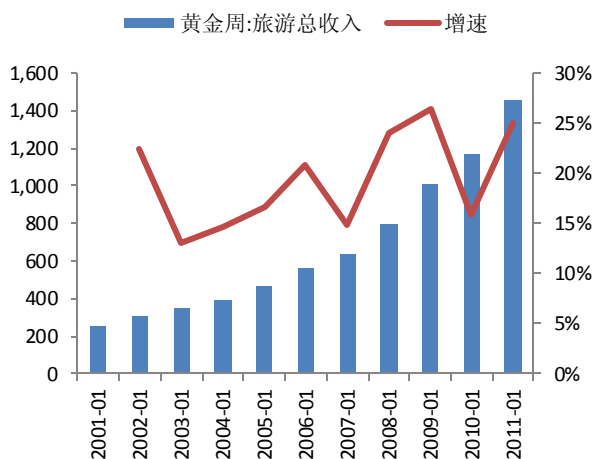
其中增长的主要动力主要来自国内旅游，前三季度国内旅游人数 19.8 亿人次，同比增长 12.6%，国内旅游收入 1.43 万亿，同比增长 20.1%。强劲的国内旅游需求成为我国旅游发展的支柱。

图 1、近年来我国国内旅游保持了强劲的增长



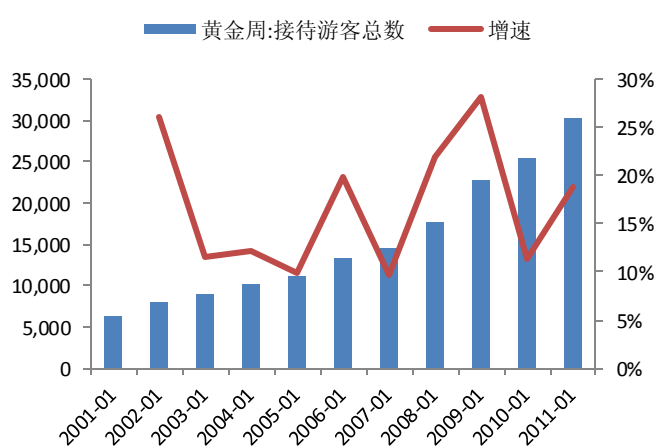
资料来源：wind，民生证券研究所

图 2：黄金周旅游总收入保持高增长



资料来源：wind，民生证券研究所

图 3：黄金周旅游人数高基数上仍增长迅速

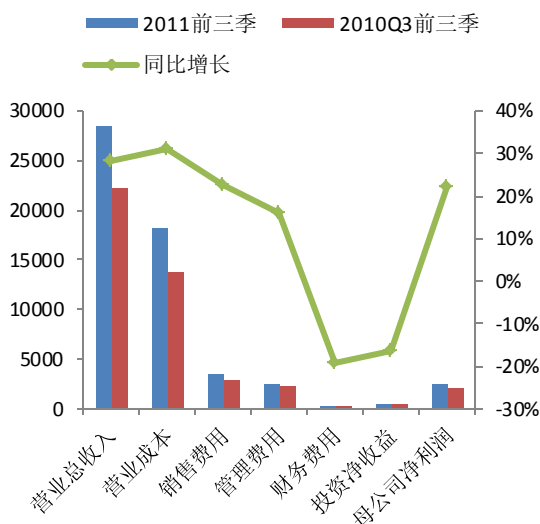


资料来源：wind，民生证券研究所

(二) 旅游上市公司利润增速较快, 大幅跑赢市场平均水平

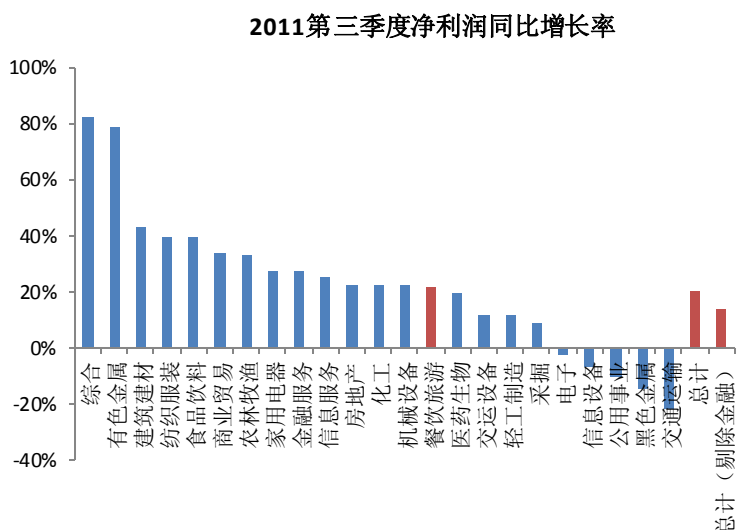
得益于旺盛的旅游需求, 前三季度旅游类上市公司共实现营业收入 284.2 亿元, 同比增长 28.1%, 实现净利润 25.31 亿, 同比增长 22%; 高于剔除金融业后 14% 的市场整体水平。

图 4: 旅游行业上市公司前三季度净利润增长超两成



资料来源: wind, 民生证券研究所

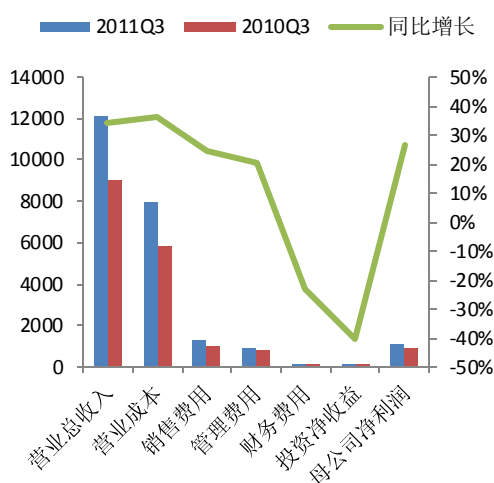
图 5: 旅游上市公司三季度利润增速超越市场



资料来源: wind, 民生证券研究所

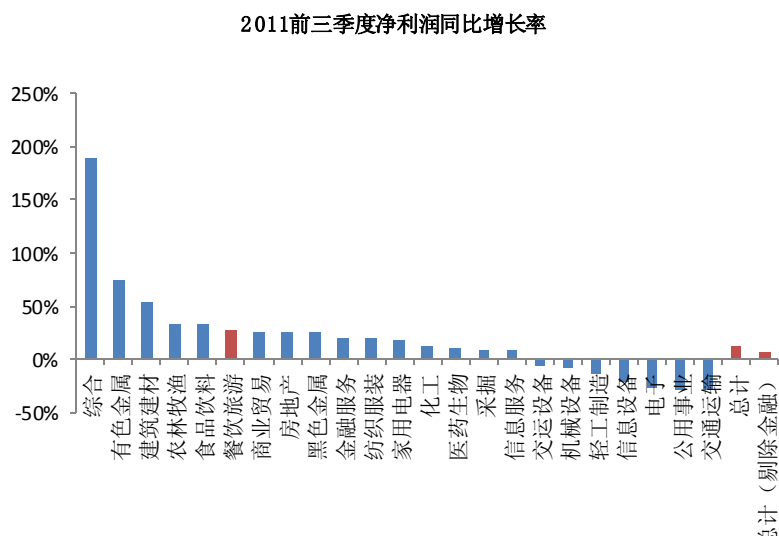
2011 年第三季度行业收入增长 34.2%, 净利润增长 26.8%。环比呈现加速增长的趋势。而市场整体水平则出现相反趋势。第三季度净利润增长 26.4%, 与市场整体水平 13.6% 相比, 增速高出一倍。若扣除金融股, 市场增速为 6%, 旅游行业明显胜出。

图 6: 11 年第三季度旅游行业利润增长近三成



资料来源: wind, 民生证券研究所

图 7: 11 年第三季度旅游行业利润增速大幅领先市场平均水平



资料来源: wind, 民生证券研究所

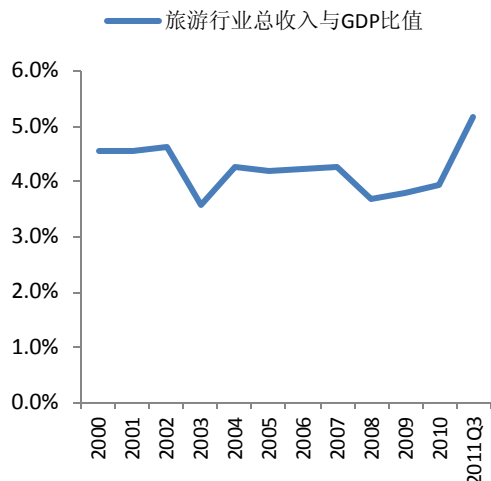
二、未来十年我国旅游业将进入黄金增长期

（一）政策变化带来旅游业发展的直接动力

过度依靠投资带来了比较严重的社会问题,严重失衡的经济结构无法支撑下一个十年的增长。在以房地产等过度投资被限制之后,中国经济势必进入拓展消费为主的发展阶段。未来经济增长方式将不得不发生更大的变化。

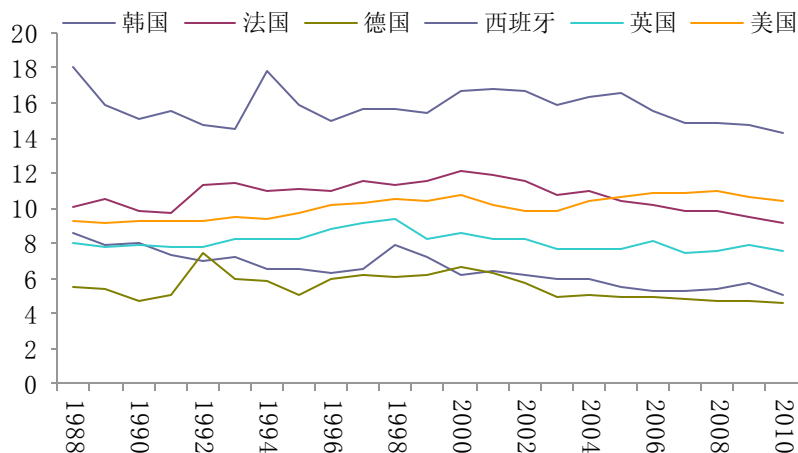
调结构扩内需成为主题,城镇化作为最主要的途径。国务院领导认为,服务业是内需潜力最大的产业,而我国服务业总体上还是短板,发展的潜力巨大。中央研究更多更有效的政策,加大对劳动密集型服务业和研发等知识密集型服务业的支持力度,促进服务业规模持续扩大、水平不断提高,推动三次产业协调发展。

图 8: 近年旅游增速较快,但占 gdp 比重不高



资料来源: wind, 民生证券研究所

图 9: 与国外发达国家相比,国内旅游业所占比重仍然较低



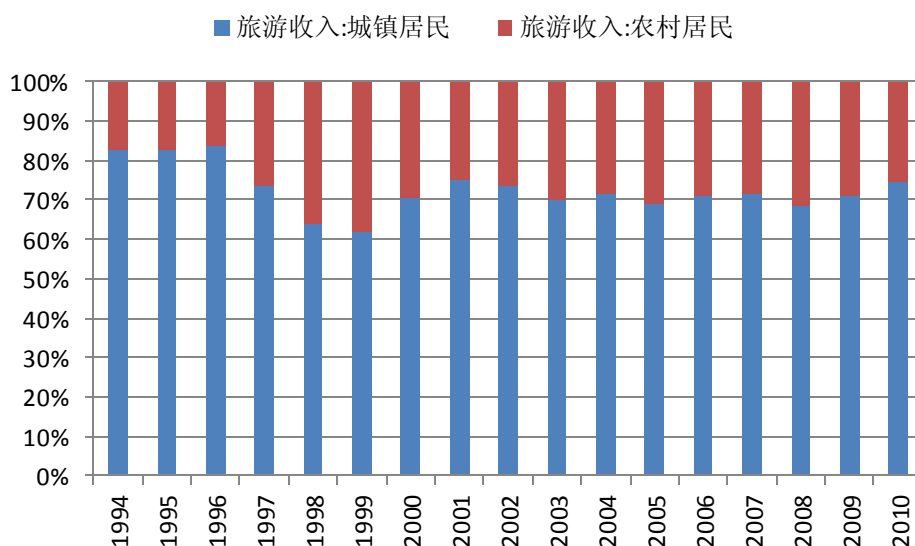
资料来源: WTTC, 民生证券研究所

（二）城镇化将为旅游业带来十年黄金时期

从世界旅游业发展和我国旅游发展的历史来看,城市化是旅游发展的主要推动力。在旅游统计中,城市居民旅游消费占国内旅游需求的 7 成以上,人均消费额和出游率均大幅高于农村居民,是国内旅游业发展的主要动力。

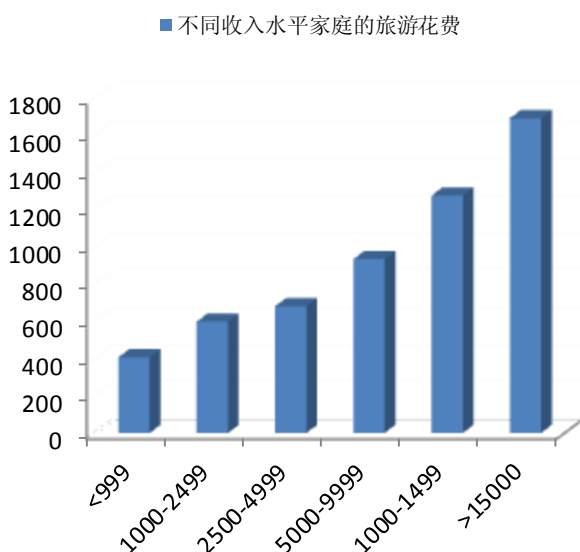
十二五及以后 10 年的发展中,城镇化将作为经济发展的主要推动力,我国旅游业将得到 10 年的黄金发展期。

图 10: 城镇居民消费占国内旅游消费 7 成以上, 是我国旅游业发展的绝对主力



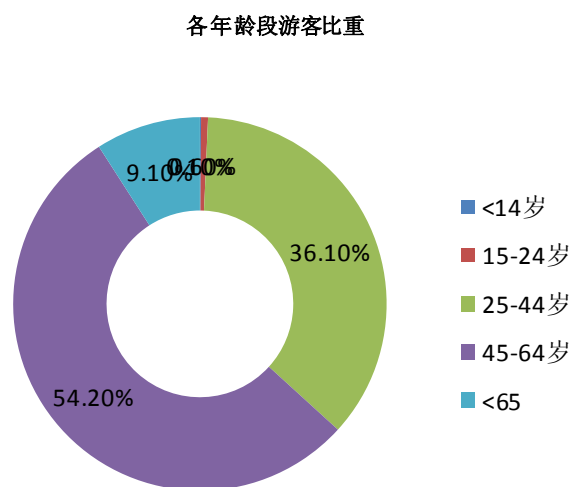
资料来源: wind, 民生证券研究所

图 11: 旅游花费水平与家庭收入水平完全正相关



资料来源: 国家旅游局, 民生证券研究所

图 12: 城镇居民中 45-64 岁人群贡献旅游半壁江山



资料来源: 国家旅游局, 民生证券研究所

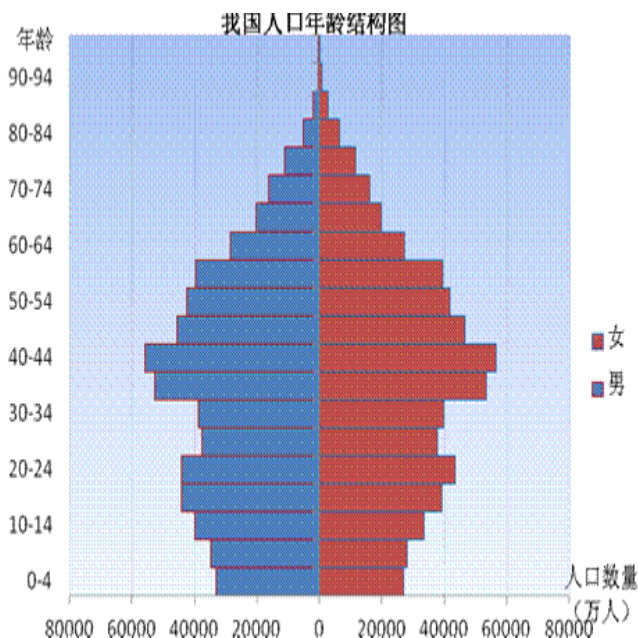
(三) 人口结构变化将给旅游业大发展提供重要社会条件

从我国近年来的旅游者结构中可以看到, 年龄 25-65 岁人群是我国旅游的主力军, 而 25 岁以下的人群旅游比重极低, 成年人是我国旅游的主力军。其中 45-64 岁人群占到旅游人数的一半以上。

由于实行计划生育, 家庭抚养率降低, 我国空巢家庭呈现明显的年轻化趋势。45 岁

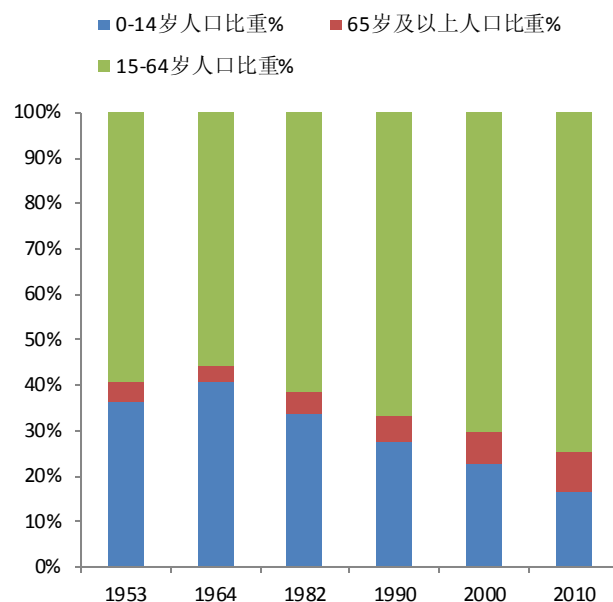
以上家庭开始大规模进入空巢期。空巢家庭一般收入水平高、闲暇时间长，在我国旅游调查统计中，这部分游客占到旅游人群的半壁江山。

图 33: 未来 10 年中国人口年龄将更加老化



资料来源：互联网，民生证券研究所

图 14: 15-64 岁人群所占比重加大，旅游适龄人群增加



资料来源：wind，民生证券研究所

从我国人口结构可以看出，我国人口年龄整体走向成熟，年龄中位数逐年上升，由 1964 年的 20.2 一直攀升至 2010 年的 34 岁，成年人所占比例大大提高。从人口金字塔图中可以看出，未来我国人口年龄中位数将进一步变大，这一趋势将推动我国旅游业需求持续较快增长。

三、2012 年旅游行业面临的环境依然较好

（一）国内旅游环境持续改善

从国内因素来看，经济增速依然较快，CPI 有望持续下降，交通条件继续改善，政策支持力度加大，2012 年国内旅游环境持续改善，增长动力充足。

从经济环境来看，明年经济增速可能有所放缓，但整体经济增长依然非常乐观，不会对旅游信心带来压力。明年预计 CPI 增速有望出现下降，有助于拉低旅游出行的成本。

交通方面来看，预计高铁运营更加成熟，京沪高铁效应在明年会真正得到发挥；生产性服务业减税有助于降低交通服务业的经营压力，带来旅游出行成本的降低或服务改善。

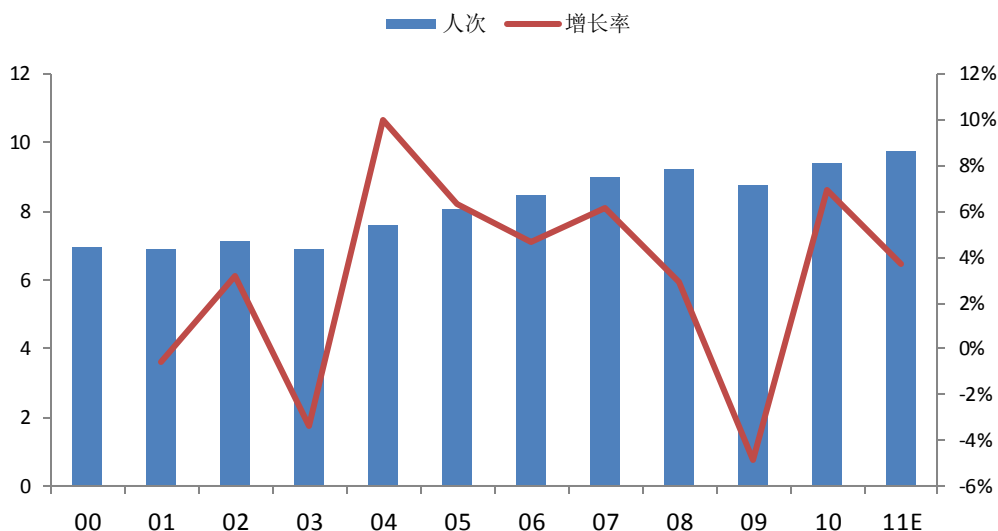
闲暇时间来看，国民休闲纲要正在制订，山东等地开始推广。目前来看虽然带薪休假落实不佳，但随着相关部门的大力推广、社会意识的进步，落实情况会逐步改观。

（二）外部风险较大，但对我国入境游影响较小

从 2011 年上半年来看，今年以来世界旅游继续保持增长势头。上半年国际旅游者达 4.4 亿人次，同比增长 4.5%。其中欧洲增长 6%，其中北欧和中东欧增长 9%，南欧和欧洲地中海地区同比增长 7%；美洲增长 6%，其中南美增幅达 15%；亚太地区增幅放缓，为 5%。总体增长势头良好。

2000 年以来，全球入境旅游稳步增长，引起市场变动的主要因素是国际经济环境和安全因素。国际经济形式变化影响的主要是商业游客的变动，而观光旅游消费变动较小。2012 年世界经济存在一定风险，特别是欧洲地区风险较大，对我国入境游特别是商务游客有一定的抑制。

图 15、近年来全球入境旅游人次平稳增长



资料来源：互联网，民生证券研究所

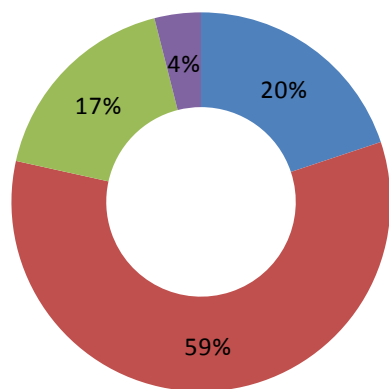
（三）欧洲游客占比小，欧洲债务危机对我国入境游影响有限

在我国入境客源中，港澳台占据的比重较大，入境外国人所占比重仅有 20%。而且在入境外国人中，欧洲国家所占的比重也只有 22%，所以欧洲国家游客在我国入境游的比重较低，欧洲债务危机影响的国家对我国入境游影响更加小。

入境外国人中，主要的客源国主要来自日本、韩国、俄罗斯为主，这些主要客源国均经历过 97 年金融风暴，抵抗风险的能力较强。日本经济低迷已经持续多年，2012 并不会更加恶化。

图 46: 我国入境游中外国旅游人数仅占二成

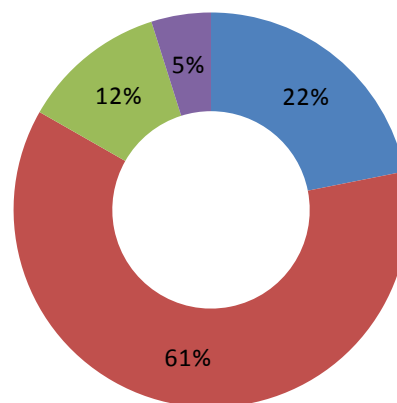
■ 外国人 ■ 香港同胞 ■ 澳门同胞 ■ 台湾同胞



资料来源: 国家旅游局, 民生证券研究所

图 17: 入境外国游客中, 欧洲游客比重二成略多

■ 欧洲人 ■ 亚洲人 ■ 美洲人 ■ 其他



资料来源: 国家旅游局, 民生证券研究所

四、2012 年旅游行业将迎来“文艺复兴”

(一) 文化是旅游的灵魂

山不在高, 有仙则名, 水不在深, 有龙则灵。旅游活动, 文化是灵魂。

人们追随先贤而旅, 感受自然而游, 超越自我而行, 追求的是精神享娱, 在旅行中实现与自然、与他人、与社会的交流, 没有“文化”的旅游不可想象。

(二) 文化旅游需求巨大

现实追求经济为核心的发展模式, 文化因素一直被忽视, 没有得到相应的重视。但文化因素一直是促动中国旅游业发展的强大动力, 自发的推动我国旅游业的发展。从我国热点景区中名胜古迹、宗教文化圣地、民族风情、人造景区中所占的地位就可见一斑。

表 1: 2010 年我国景区排名情况

排名名次	景区名称 (简称)	2010 年度旅游接待人数 (万人次)	排名名次	景区名称 (简称)	2010 年度旅游接待人数 (万人次)
1	北京故宫	1230	16	井冈山	453
2	张家界武陵源核心景区	1160	17	灵隐飞来峰景区	442
3	北京颐和园	1050	18	九华山	423
4	横店影视城	841	19	衡山	420
5	八达岭长城	685	20	秦始皇帝陵博物院 (兵马俑)	401
6	韶山	650	21	泰山风景区	396
7	周庄古镇	592	22	云台山	391
8	圆明园国家考古遗址公园	550	23	曲阜三孔文物景区	386
9	乌镇古镇	531	24	茅山	380
10	同里古镇	523	25	杭州宋城	379

11	凤凰古城	520	26	西溪湿地	360
12	黄果树瀑布	511	27	三亚市天涯海角	354
13	庐山	483	28	深圳华侨城	353
14	明十三陵	482	29	五台山	321
15	普陀山	478	30	灵山大佛	320

资料来源：互联网，民生证券研究所

（三）旅游文化发展从自发走向自觉

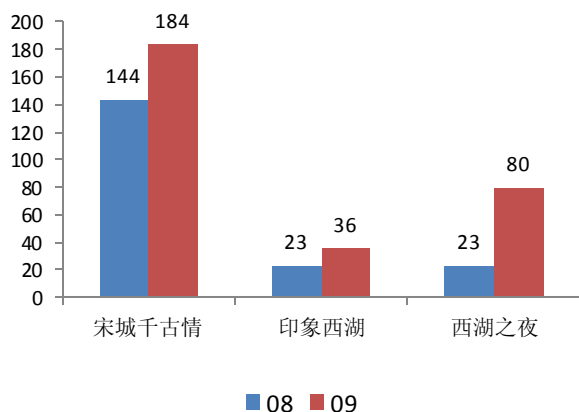
随着旅游消费逐步升级，人们不更加注重旅游的本质：那就是对自然、历史、人文、生命等更加深层次的了解和认识，文化的追求愈来愈强烈。

从供给方面来看，文化是景区和企业更有力的标识，自然景观静止不变，文化内涵却能够长挖长新，旅游景区的持久生命力来自文化的不断累积和高水平开发。

从政府角度来看，旅游具有较强的经济、生态和社会效益，具有强大的教育功能，对旅游文化（最近的红色旅游）的发展更加支持。

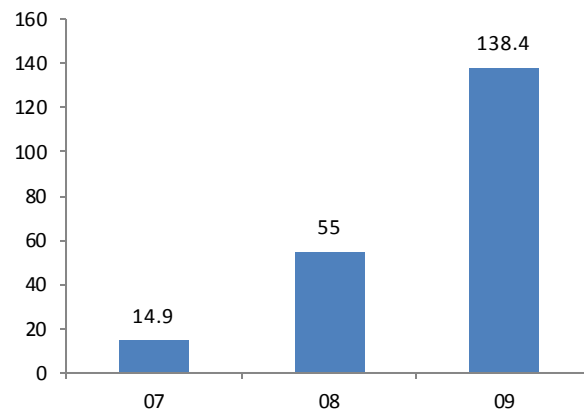
总体来看，文化意识正在由自发变成自觉，顺应并引导旅游业的发展：挖掘文化内涵提升景区竞争力，发展演出等表现形式创造利润增长点。

图 18：杭州市演艺市场最近两年集中爆发



资料来源：宋城公告，民生证券研究所

图 19：印象丽江演出近两年大幅增长

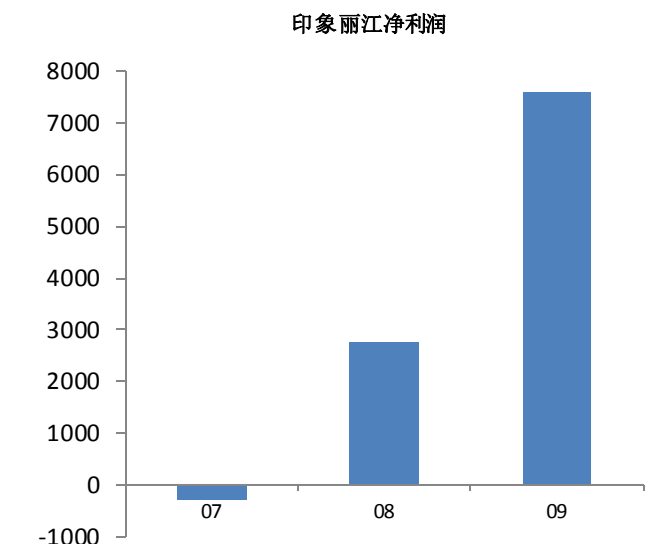


资料来源：wind，民生证券研究所

（四）宋城的成功成为旅游文化复兴的直接推动力

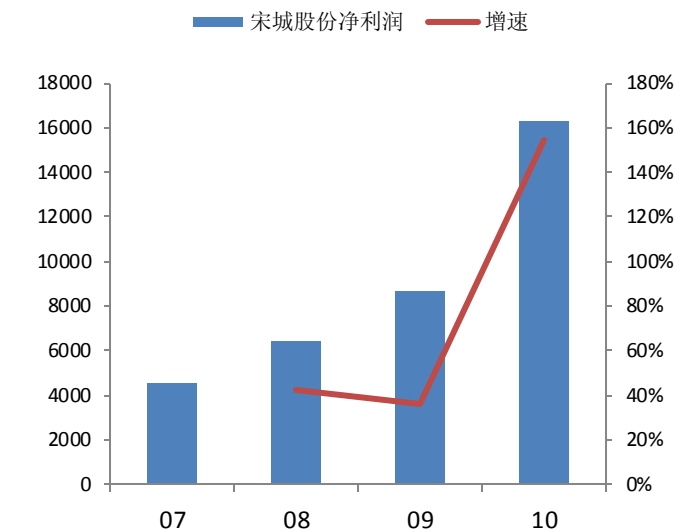
促动文化走向自觉的更加直接因素来自宋城模式的极大成功。以宋城上市为标志，旅游文化开始得到真正得到各方面的重视。具有强大盈利能力的宋城以及印象丽江，对市场形成了很大的影响：旅游文化不再是软文化，而且能够带来硬通货。

图 20: 印象丽江获利丰厚



资料来源: wind, 民生证券研究所

图 21: 宋城股份业绩大涨, 已超越多数景区企业



资料来源: wind, 民生证券研究所

(五) 上市公司正在引领旅游“文艺复兴”

有文化实体的公司如宋城股份在国内一线景区均有布局计划, 未来将达到 10 台左右的演出; 印象丽江将注入丽江旅游; 峨眉山、西藏旅游、中青旅等均有文化演出及演出计划。

上市公司景区大多具有较好的开发基础, 对文化内涵的开发也相对比较重视。峨眉山以佛教文化、南山景区以佛教文化、生态文化、长寿文化等立足并不断深入挖掘, 黄山作为世界文化遗产; 中青旅开发水乡文化、开发演艺、选择代言、西藏旅游立足藏文化、佛教文化开发西藏人文工程以广告、出版、演艺、投资电影等多种方式不断深入挖掘、传播“圣地”文化, 文化成为旅游新的竞争力所在。

表 2: 旅游上市公司开发文化产业情况

上市公司及景区	文化内涵	表现方式
宋城	专业文化创造演艺	各一线景区建设千古情系列演出
黄山	世界文化遗产	组织各种文化相关活动
峨眉山	佛教文化	佛教大会等
南山	佛教文化, 长寿文化, 生态文化	组织各种文化活动等
丽江	丽江民族传统文化	印象丽江演出等
西藏旅游	藏文化、佛教文化等	文艺演出、传媒、杂志、投资电影等方式
中青旅	水乡文化等	会展、多种方式的演出, 形象代言等

资料来源: 民生证券研究所

(六) 政策开放文化产业, 将为旅游文化发展插上翅膀

国家先后将文化产业和旅游业作为重要的战略性支柱产业加以扶持, 并再次提出了文化产业改革和发展的新内容。对文化产业发展的支持力度加大, 方向更加明确。

旅游产业方面，从政策来看调结构促消费的大方向更加确定，第三产业发展尤其是消费类第三产业兴起是政府发展的重中之重。旅游业带动性强、吸纳劳动力强的优势更加贴合发展的新需要，将得到更快的发展。

从文化方面看，旅游行业的教育功能突出，社会效果更好，红色旅游得到提倡和大力发展，未来将持续走火。

表 3: 国家关于文化产业政策

政策时间	主要内容
2009 年 9 月 《文化产业振兴规划》	完成经营性文化单位转企改制，文化市场主体进一步完善，活力进一步增强，文化产业规模不断扩大，推动经济社会发展的功能和作用得到较好发挥。发展重点文化产业。以文化创意、影视制作、出版发行、印刷复制、广告、演艺娱乐、文化会展、数字内容和动漫等产业为重点，加大扶持力度，完善产业政策体系，实现跨越式发展。
2010 年 4 月 《关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见》	加大金融对文化产业发展的支持力度。通过具体的多层次资本市场直接融资方案，全面支持文化产业。包括通过创新信贷产品、完善授信模式、发展多层次资本市场扩大文化企业直接融资、培育保险市场、实施文化产权评估交易等。
2010 年 5 月 《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》	鼓励民间资本从事广告、印刷、演艺、娱乐、文化创意、文化会展、影视制作、网络文化、动漫游戏、出版物发行、文化产品数字制作与相关服务等活动，建设博物馆、图书馆、文化馆、电影院等文化设施。
2010 年 10 月《中共中央关于制定国民经济和社会发展的第十二个五年规划的建议》	推动文化大发展大繁荣，提升国家文化软实力：在政府引导下发挥市场机制积极作用，培育骨干文化企业和战略投资者，鼓励和引导非公有制经济进入，发展新型文化业态，增强多元化供给能力，满足多样化社会需求，繁荣社会主义文化市场，推动文化产业成为国民经济支柱性产业。
2011 年 10 月 18 日《中共中央关于深化文化体制改革推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》	构建现代文化产业体系：（1）推进文化产业结构调整，发展壮大出版发行、影视制作、印刷、广告、演艺、娱乐、会展等传统文化产业，加快发展文化创意、数字出版、移动多媒体、动漫游戏等新兴文化产业。（2）鼓励有实力的文化企业跨地区、跨行业、跨所有制兼并重组，培育文化产业领域战略投资者。（3）推动文化产业与旅游、体育、信息、物流、建筑等产业融合发展，增加相关产业文化含量，延伸文化产业链，提高附加值。

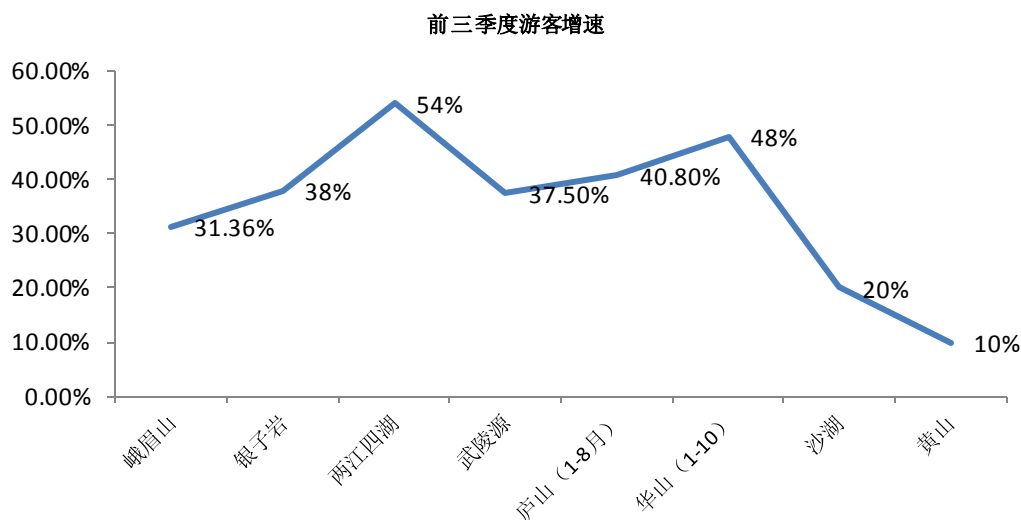
资料来源：互联网，民生证券研究所

五、2012 年关注内需驱动行业

（一）景区是旅游活动的核心载体，仍有很大的发展空间

优质景区作为旅游活动的载体和核心，占据主导地位。上市公司旗下景区大多资质好，开发水平较高，市场推广能力强，未来依然有很大的发展空间。

图 22: 几家上市公司景区游客量保持了较快增长势头

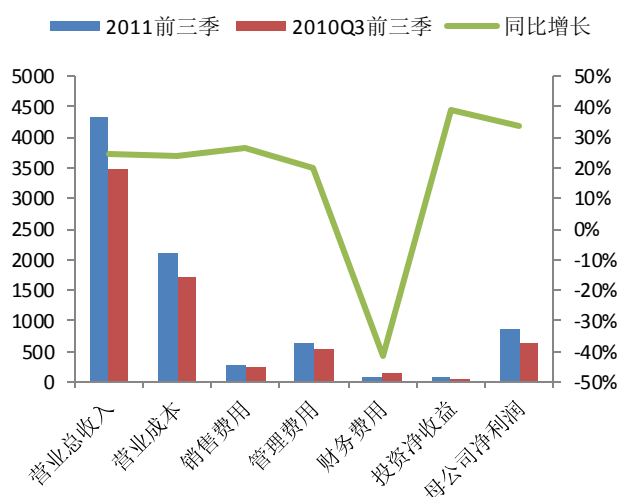


资料来源: wind, 民生证券研究所

前三季度景区类上市公司营收同比增长 24.7%，但净利润实现了 34% 的增长，体现了较好的业绩弹性。这一增速是旅游行业子板块中增速最快的，远远超出市场整体水平

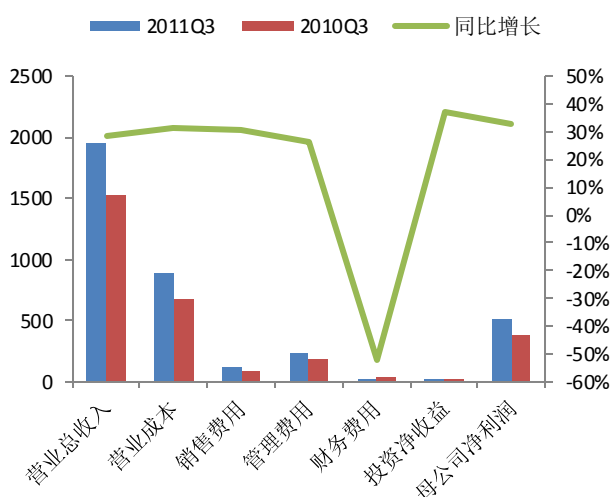
观光游客消费能力强。在我国旅游统计中，观光类游客花费超过 1000 多元，仅次于商务游客花费，在统计中要高于所谓的休闲度假旅游，总体来看，观光类景区和商务会议游客为主的景区仍将具有较高的盈利能力。

图 23: 11 年景区类上市公司前三季度利润增长迅速



资料来源: wind, 民生证券研究所

图 54: 景区类上市公司第三季度利润增速远超市场水平

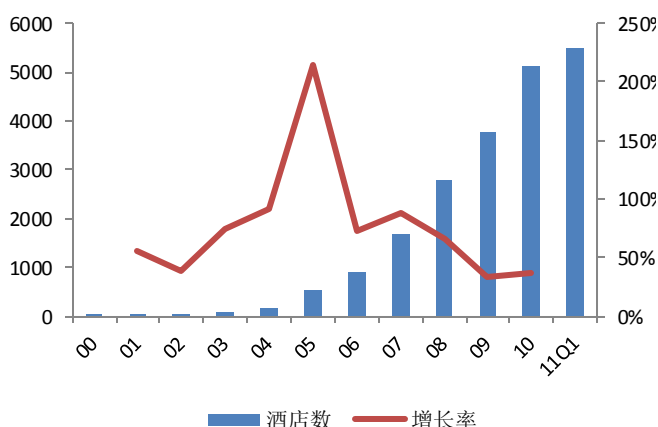


资料来源: wind, 民生证券研究所

（二）经济型酒店行业攻守兼备

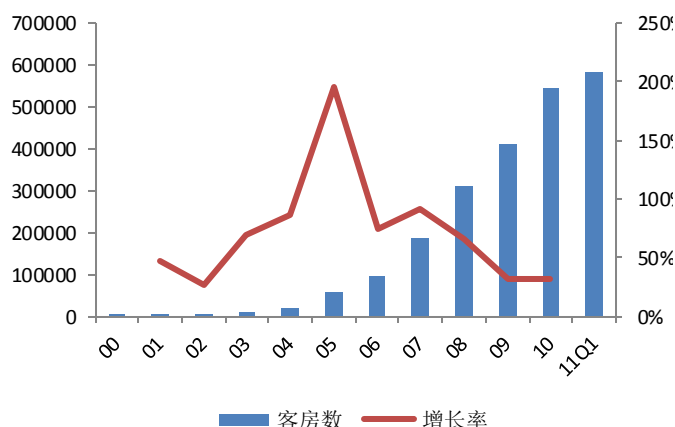
近几年来,我国经济型酒店蓬勃发展,并逐渐获得市场认可。凭借着品牌和管理优势、成本优势,成为中低端住宿市场的主流。未来随着国内大众旅游的持续发展以及商务活动的繁荣,仍然有较大的发展空间。最近两年来国内旅游向经济型酒店转移的趋势非常明显。今年旅游旺季以来,经济型酒店的入住率达到新的高点。

图 25: 我国经济型酒店保持了快速增长



资料来源: 中国经济型酒店网, 民生证券研究所

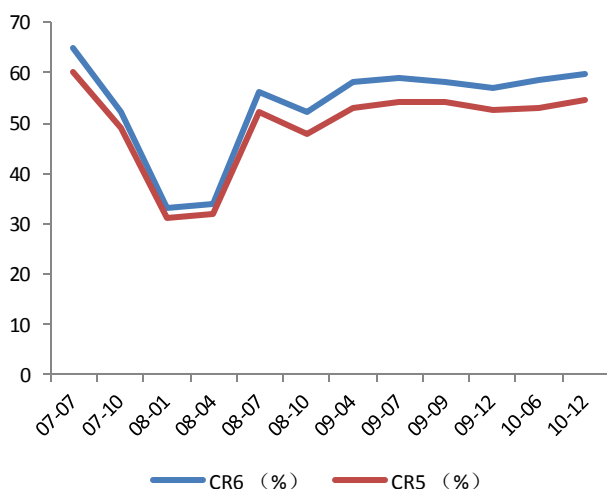
图 26: 11 年经济型酒店市场总量增长有所降速



资料来源: 中国经济型酒店网, 民生证券研究所

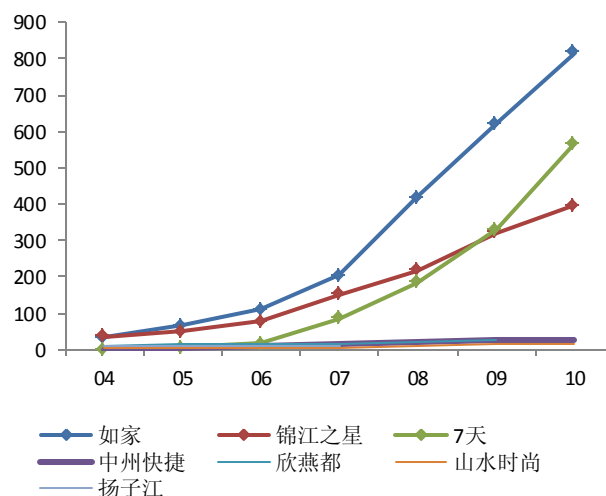
经济型酒店发展到今天,已经进入了品牌和资本为王的阶段:进入门槛逐渐提高,新的进入者逐渐减少;市场集中度进一步提高,龙头企业发展更加迅猛,并且弱势品牌发展空间变小,行业进入了寡头竞争的时代。近年来龙头企业加速并购步伐,小品牌纷纷推出。如锦江收购京广快捷,如家收购莫泰,7 天收购华天之星,市场集中度进一步提高。

图 27: 龙头企业并购不断,经济型酒店集中度大幅提高



资料来源: 中国经济型酒店网, 民生证券研究所

图 28: 经济型酒店中小品牌发展乏力



资料来源: 中国经济型酒店网, 民生证券研究所

经济型酒店龙头企业的扩张从数量走向质量双扩张经济型酒店龙头企业扩张步伐不

减，收购加自主扩张。品牌上开拓高、低两端市场，抢夺更大的市场空间。如家提出 2017 年扩张到 6000 家左右的规模，7 天则提出超赶战略，扩张的势头不减。

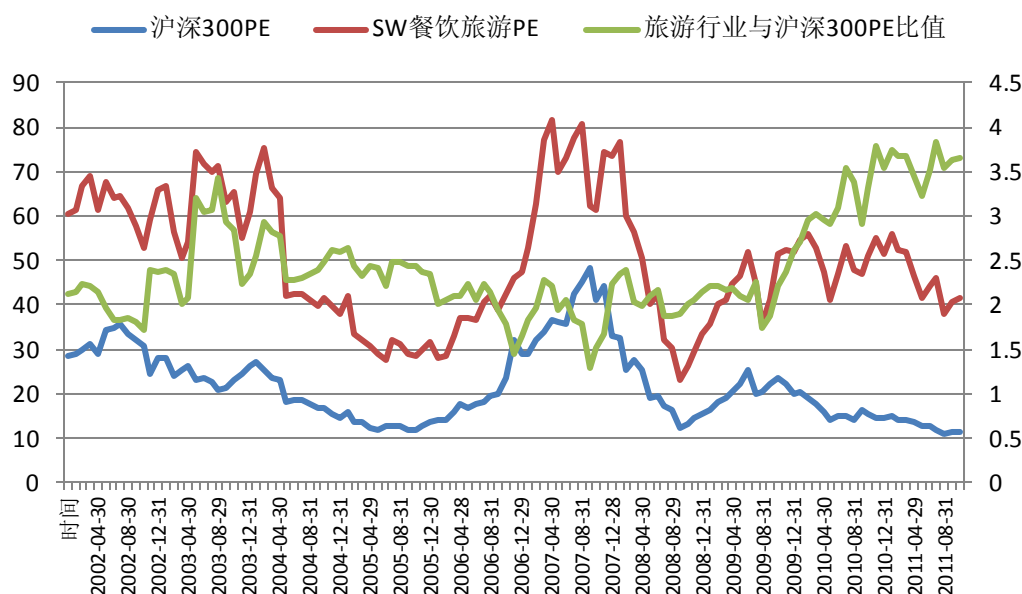
在市场地位上，不断开辟中高端品牌，争夺更大的市场空间。如如家高调推出和颐品牌，锦江推出白玉兰，未来将推出新的高端品牌，市场的空间进一步打开。

六、投资策略和建议

（一）行业估值水平基本合理，长期看好行业估值空间有望打开

从行业估值情况来看，目前相对沪深 300 溢价在 2.66 倍，处于高位。2010 年以来行业相对沪深 300 溢价逐步走高，长期维持在 2.5 倍左右，高溢价已经得到市场认同。

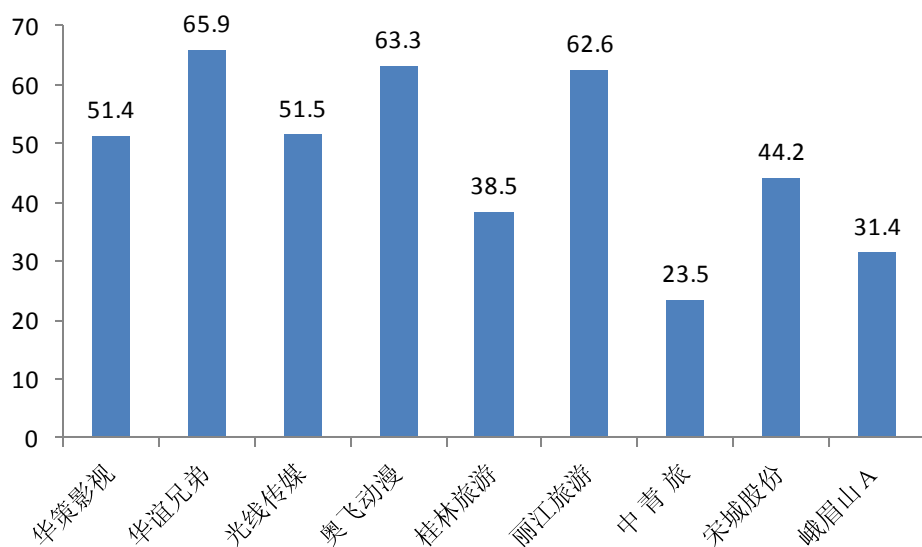
图 29：旅游行业估值高水平得到市场认可



资料来源：wind，民生证券研究所

目前旅游行业整体市盈率在 40 倍左右，与文化传媒板块 62 倍的市盈率相比，仍有较大的提升空间。我们认为旅游产业文化属性的增强和国家政策的扶持，有利于提高旅游类公司的估值水平，打开板块上涨的空间。

图 30: 旅游行业估值与文化传媒板块还有较大差距



资料来源: 聚源数据, 民生证券研究所

(二) 投资策略和建议

1、我国经济结构深层调整, 城镇化和人口年龄结构成熟将给旅游行业带来经济和社会条件, 未来十年旅游业进入黄金发展期。因此长期看好旅游行业投资价值。

2、内需决定 2012 年旅游发展, 选择内需驱动型行业。2011 年旅游行业保持了较快的增长势头, 2012 年行业面临的国内经济环境仍然较好, 在调结构更加紧迫的情况下, 旅游行业扶持政策可能会加速出台, 国内旅游需求依然旺盛。因此主要依靠国内游客的景区、餐饮、经济型酒店、离岛免税等行业有较好的机会。但国际经济环境面临一定的风险, 特别是欧洲入境游客将可能出现下降。国内高端酒店业可能受到较大的冲击。

3、文化复兴是旅游行业必然和政策方向, 有文化的旅游公司是年内热点。12 年随着国家文化体制改革的深入、宋城上市并迅速扩张以及旅游消费升级, 旅游行业教育功能增强, 政府文化对旅游行业的冲击将更加明显。目前多个上市公司集体发力, 深入挖掘旅游文化, 大力发展旅游演艺, 同时政府仍将大力推广红色文化, “文化”将成为旅游行业的一大关键词, 旅游行业文化属性增强。而文化产业的高估值也有利于提升旅游行业估值水平。

4、从上市公司选择来看, 成长性依然是关键指标。旅游行业是一个快速成长的行业, 成长性旅游股最大的看点; 旅游类上市公司小、弱、散、乱、不符合行业发展和政府要求, 难以支撑起一个战略性支柱产业的应有地位; 成长性好的公司和政府重点支持的大型龙头公司将成为必然选择。

5、综合考虑上述因素，并结合政策因素，重点推荐“有文化”且成长性较好的景区类公司如宋城股份、桂林旅游、西藏旅游、中青旅、丽江旅游等；推荐经济型酒店龙头锦江股份，看好奢侈品行业的发展及政策机遇，推荐国内免税品龙头企业中国国旅。

（三）重点公司介绍

1、宋城股份（300144）：迅速扩张的演艺行业的龙头

宋城股份是国内演艺第一股，成功带动了旅游行业的“文艺复兴”。公司立足大平台打造大旅游，保证了公司的超常规发展。

传统文化演出一般具有很强的地域性，客源辐射范围小；实景演出对景区具有很高的依附性，大多属于从属地位；而宋城演艺却打破了上述两种演出的藩篱，占领了杭州旅游六大要素中“娱”的制高点，成为杭州及华东旅游不可或缺的环节，具有极高的起点。

强大的营销能力、顺畅的产业链关系保证公司发展后劲十足。市场经济中，渠道为王。公司牢牢把握住旅游团客市场，利用和 2000 多家旅行社的良好关系，把产品销售做到了极致，使得一个区区百亩的景区可以接待 300 多万游客。公司在产品设计和利益分配上能够理顺公司与游客、公司与旅行社、导游的关系，打通了产业链的各个核心环节，成为公司可持续发展的最重要的竞争力。今年以来公司大幅加大在渠道和销售方面的投入，积极扩大合作旅行社的数量，并增加营销公司的人数，从去年的 30 人增加到 100 多人，为未来其他项目的开展积极储备。

新项目继续推动中，文化产业新政策获为公司扩张提速。文化产业新政策有助于增强公司加快扩张的信心，减少阻碍。预计公司扩张的步伐有可能加快，特别是异地项目。目前吴越千古情正进行闭演改进，增加相关大型机械设备，将在明年初推向市场；2011 年底，公司将对杭州动漫乐园进行改造，预计于明年四季度完成推出。对外投资项目的建设 and 开拓方面：泰山、三亚项目工程建设陆续展开，其它一线旅游目的地例如九寨沟、张家界等推进项目落地。

我们认为文化和旅游产业扶持政策加速公司的扩张；公司强大的营销能力是公司持续发展的根本，可谓根深蒂固；不断开发的新项目使得公司枝繁叶茂，空间广阔。暂维持未来两年公司的业绩为分别为 0.64 和 0.91 元的判断。相对目前股价 PE 分别为 34 倍和 28 倍，按照文化类公司 40 多倍的市盈率，公司股价仍有较大上涨空间，维持“强烈推荐”评级。

2、中青旅（600138）：业绩稳定增长的景区全产业链开拓者

公司具有高效的管理能力，公司旗下 10 多项业务中，基本上都具有独立的盈利能力，在旅游上市公司中表现非常突出。

公司打造了完整的旅游产业链，围绕旅游主业，打造了从旅行社、景区、酒店、地产、会展等最为完整的旅游产业链。一体两翼的战略逐渐体现出竞争力和优越性。

乌镇景区业务经营势头良好，古北水镇建设工作有序推进，在国家宏观政策的支持之

下，已将“文化旅游化”作为公司未来景区开发经营方向，为景区深入开发提供更大的空间。

公司未来两年业绩有保证。公司高水平开发的乌镇景区，贡献了公司业绩的三成左右。成为我国古镇文化开发的一个典范。良好的区位优势和高水平的开发将保证乌镇未来的持续发展。策略投资业务也都具有持续盈利的能力，地产业务基本销售完毕，未来两年公司将具有稳定的增长基础。

古北水镇开发会是公司新的跨越。乌镇的成功经验将会使得古北水镇的开发基础更高。相对乌镇位于上海、杭州腹地之外，古北水镇位于北京郊区，与主要客源市场心理距离更近；高水平开发古北水镇，在周边缺少同类竞争产品，（水镇预计仍能达到 5A 水准，北京周边度假村类只有两家达到 4A）相对乌镇面临的竞争，优势更加明显；北京是公司总部所在地，景区开发所需的旅行社业务、会展业务、地产业务、酒店业务支持更加便利，所得到的支持更完善。

预计 2010 年、2011 年和 2012 年公司 EPS 分别为 0.75、0.90 和 1.1 元；按照分部估值法，公司目标价位在 23 元左右。公司具有强大的品牌实力和市场开拓能力，旅行社业务持续扩张，景区、会展、酒店等业务日益壮大，产业链更加完善，引领了旅游业发展的方向，未来对市场的掌控能力将进一步增强，维持对公司“强烈推荐”评级。

3、西藏旅游（600749）：迅速成长的超值旅游资源类公司

交通瓶颈逐步打破，扶持政策逐步落实，公司经营管理能力不断提升，优质资源不断开拓，公司发展潜力巨大。

公司是西藏旅游业发展的唯一资本平台，资源优势强大。目前公司已战略布局西藏东西线最优质的目的地景区，巴松措、雅江大峡谷和神山圣湖目的地景区，公司景区资源禀赋在上市公司中堪称一流，公司可持续开发空间和盈利空间最大。

公司具有浓厚的文化背景，拥有广告、出版、演艺、电影投资等业务，通过多种方式立体宣传西藏文化和推广西藏旅游业，世博西藏馆的宣传即为公司所作。

公司拥有西藏开发的管理资源和政府资源。公司已经成为西藏旅游十二五规划中重要参与者，公司拥有强大的景区资源整合能力、开发设计优势和营销能力。拥有成熟的汉藏结合管理团队也使得当地政府乐意与公司合作，目前已有多地优质资源在谈判中，未来持续扩张的前景依然看好。公司将采取多种方式保证资源的获取并保证公司盈利能力。

2012 年神山圣湖项目将纳入开发，逐渐成为公司新的盈利来源。景区前期已经有了一定的投入，游客市场的开放也得到相关方的保证，未来开发将会有较快的收益。

公司未来几年内投资较大，成本、费用上升较快，业绩受到压力。但一两年后公司景区开发成熟度提升，业绩将得到较快的释放。短期内主要看资源估值，维持对公司“强烈推荐”评级。

插图目录

图 1: 近年来我国国内旅游保持了强劲的增长.....	4
图 2: 黄金周旅游总收入保持高增长	4
图 3: 黄金周旅游人数高基数上仍增长迅速.....	4
图 4: 旅游行业上市公司前三季度净利润增长超两成	5
图 5: 旅游上市公司三季度利润增速超越市场.....	5
图 6: 11 年第三季度旅游行业利润增长近三成.....	5
图 7: 11 年第三季度旅游行业利润增速大幅领先市场平均水平	5
图 8: 近年旅游增速较快, 但占 gdp 比重不高.....	6
图 9: 与国外发达国家相比, 国内旅游业所占比重仍然较低.....	6
图 10: 城镇居民消费占国内旅游消费 7 成以上, 是我国旅游业发展的绝对主力	7
图 11: 旅游花费水平与家庭收入水平完全正相关.....	7
图 12: 城镇居民中 45-64 岁人群贡献旅游半壁江山	7
图 13: 未来 10 年中国人口年龄将更加老化.....	8
图 14: 15-64 岁人群所占比重加大, 旅游适龄人群增加.....	8
图 15: 近年来全球入境旅游人次平稳增长	9
图 16: 我国入境游中外国旅游人数仅占二成.....	10
图 17: 入境外国游客中, 欧洲游客比重二成略多	10
图 18: 杭州市演艺市场最近两年集中爆发	11
图 19: 印象丽江演出近两年大幅增长	11
图 20: 印象丽江获利丰厚	12
图 21: 宋城股份业绩大涨, 已超越多数景区企业.....	12
图 22: 几家上市公司景区游客量保持了较快增长势头	14
图 23: 11 年景区类上市公司前三季度利润增长迅速	14
图 24: 景区类上市公司第三季度利润增速远超市场水平	14
图 25: 我国经济型酒店保持了快速增长.....	15
图 26: 11 年经济型酒店市场总量增长有所降速	15
图 27: 龙头企业并购不断, 经济型酒店集中度大幅提高.....	15
图 28: 经济型酒店中小品牌发展乏力	15
图 29: 旅游行业估值高水平得到市场认可	16
图 30: 旅游行业估值与文化传媒板块还有较大差距	17

表格目录

表 1: 2010 年我国景区排名情况.....	10
表 2: 旅游上市公司开发文化情况.....	12
表 3: 国家关于文化产业政策.....	13

分析师与联系人简介

李振飞，南开大学旅游管理硕士，有两年多大型咨询公司工作经验。08年加盟民生证券研究所，本人有较深的旅游行业教育背景，从事旅游行业及上市公司研究3年以上，对旅游行业有较深入的认识。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18667895648	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyang@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。