

旅游行业 2012 年投资策略

旅游热力不减，行业景气上升

餐饮旅游

投资要点：

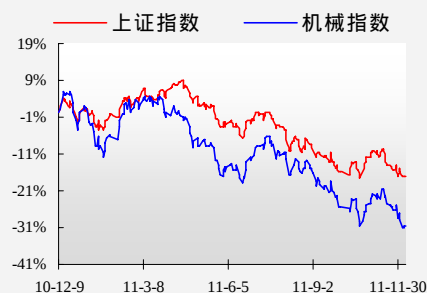
- 近年来，我国旅游行业进入黄金发展时期。行业总收入平均年增速高达 14.9%，高于 GDP 平均年增速。“三大游”均呈现稳步增长态势。我国国内游总收入年均增速 16.4%；国际旅游外汇总收入年均增速 12.5%；国内居民出境游总人数年均增速 15.4%。
- 近年来，我国硬件设施和软件环境推动旅游行业快速发展。居民收入的增加和城镇化率的提高推动旅游业的快速发展；我国高速铁路、高速公路、民航等交通基础设施的建设为旅游业的发展提供了良好的基础条件；旅游行业在“十二五”期间被定位为国民经济的战略性支柱产业。
- 细分子行业情况，景区类上市公司拥有资源垄断优势，游客接待量逐年上升；相比星级酒店，经济型酒店的整体规模高速增长；旅行社类上市公司规模蓬勃发展，免税业务为其增添亮点；餐饮业收入保持稳定的增长。
- 目前行业的整体市盈率（剔除负值）为 42 倍左右，但是与全部 A 股的估值水平相比，目前行业相对 A 股的溢价率约为 3 倍，处于历史高位，行业估值压力依然存在。
- 投资建议：目前旅游行业的政策面和基本面良好，未来还将继续保持高速的发展。基于行业具有广阔的增长前景，我们给予其“优于大势”的投资评级。我们看好景区类子行业和具有免税业务的旅行社类子行业未来的发展。重点推荐具有高成长性、估值有优势且公司业绩稳定增长的上市公司，如黄山旅游、中国国旅等。
- 风险提示：经济的下滑、国家政策对行业的支持力度低于预期、突发性自然灾害的不良影响等。

优于大势

首次评级

发布时间：2011 年 12 月 11 日

走势图



子行业	评级
景区	优于大势
酒店	同步大势
旅行社	优于大势
餐饮	同步大势

重要公司	评级
黄山旅游	推荐
中国国旅	推荐

分析师：周思立 联系人：梁莉
执业证书编号：S0550511010003
TEL: (8621)6336 7000*273
FAX: (8621)6337 3209
Email: liangl@nesc.cn
地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编：200002

内容目录

一、旅游行业现状分析	4
1.1 旅游行业定义与概况	4
1.2 “三大游”概况	4
1.2.1 国内游：平稳增长	4
1.2.2 入境游：恢复增长	5
1.2.3 出境游：加快增长	6
二、推动行业发展的因素分析	6
2.1 经济快速发展推动旅游业发展	6
2.1.1 居民收入水平的提高推动旅游业发展	6
2.1.2 城镇化率提高，改变旅游消费结构	7
2.2 交通基础设施的改善推动旅游业发展	8
2.2.1 高铁建设推动旅游业进一步发展	8
2.2.2 居民家庭汽车拥有数量激增，拓展旅游业发展空间	10
2.3 积极的政策支持推动旅游业发展	10
三、细分子行业情况分析	12
3.1 景区：接待游客量稳步上升	12
3.2 酒店：经济型酒店发展迅速	13
3.3 旅行社：免税业务增添亮点	14
3.4 餐饮：保持稳定的增长	16
四、行业估值分析和投资策略	17
4.1 行业估值分析	17
4.2 上市公司三季报分析	18
4.3 行业投资策略	19
4.4 重点公司推荐	20
4.4.1 黄山旅游：业绩快速增长	20
4.4.2 中国国旅：免税业务运营商龙头	22

图表目录

图表 1 旅游总收入与增长率 (1996-2010)	4
图表 2 国内游总收入与增长率(1996-2010)	5
图表 3 国内游总人数与增长率(1996-2010)	5
图表 4 国际旅游外汇总收入与增长率(1996-2010)	5
图表 5 入境游总人数与增长率(1996-2010)	5
图表 6 国内居民出境游总人数与增长率 (1996-2010)	6
图表 7 人均 GDP 与旅游业发展阶段 (1996-2010)	7
图表 8 城镇居民人均年可支配收入与人均年旅游花费 (1996-2010)	7
图表 9 农村居民人均年纯收入与人均年旅游花费 (1996-2010)	7
图表 10 城镇居民人均年可支配收入增速与人均年旅游花费增速 (1996-2010)	7
图表 11 农村居民人均年纯收入增速与人均年旅游花费增速 (1996-2010)	7
图表 12 城市化率与增速 (1996-2010)	8
图表 13 城镇居民旅游消费占比 (1996-2010)	8
图表 14 高速铁路网 (至 2020 年)	9
图表 15 “四纵四横”客运专线	9
图表 16 全国私人汽车拥有量与增速(1996-2010)	10
图表 17 旅游规划指标增长率测算表 (2011-2015 年)	11
图表 18 旅游规划指标体系总表 (2011-2015 年)	11
图表 19 重要景区类上市公司游客接待量 (1998-2010)	12
图表 20 景区类上市公司营业总收入与增速 (1996-2010)	13
图表 21 景区类上市公司净利润与增速 (1996-2010)	13
图表 22 全国经济型酒店总数与增速 (2000-2011Q2)	14
图表 23 全国经济型酒店客房总数与增速 (2000-2011Q2)	14
图表 24 2011 年 Q2 全国经济型酒店市场份额图	14
图表 25 全国旅行社总数与增速 (1996-2010)	15
图表 26 旅行社子行业业务构成图 (2010)	15
图表 27 旅行社类上市公司营业总收入与增速 (1996-2010)	16
图表 28 旅行社类上市公司净利润与增速 (1996-2010)	16
图表 29 餐饮收入当月值与同比 (2010/01-2011/09)	17
图表 30 各行业估值水平比较	17
图表 31 餐饮旅游行业相对 A 股估值水平 (2004/01-2011/06)	17
图表 32 上市公司前三季度营业总收入与同比增长率 (2006/09-2011/09)	18
图表 33 上市公司前三季度归属母公司股东的净利润与同比增长率 (2006/09-2011/09)	18
图表 34 上市公司 2011 年前三季度营业总收入和归属母公司股东的净利润一览	19
图表 35 各行业与沪深 300 指数区间涨跌幅对比 (2011 年)	20
图表 36 黄山旅游前三季度营业总收入与同比增长率 (2006/09-2011/09)	21
图表 37 黄山旅游前三季度归属母公司股东的净利润与同比增长率 (2006/09-2011/09)	21
图表 38 黄山旅游入山接待游客量与同比增长率 (2006/06-2011/06)	21
图表 39 黄山旅游 2011 年上半年各业务营业收入、营业成本、毛利率一览	22
图表 40 中国国旅 2011 年上半年各业务营业收入、营业成本、营业利润率一览	23

一、旅游行业现状分析

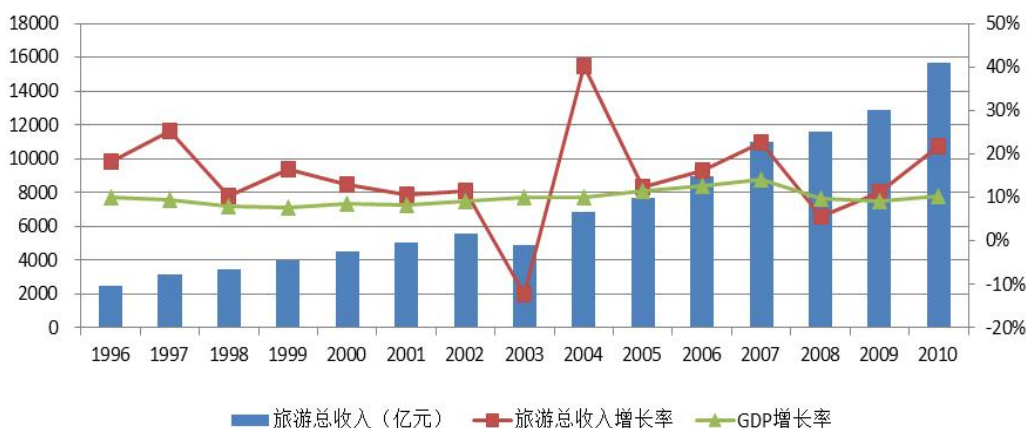
1.1 旅游行业定义与概况

旅游业是以旅游资源为依托，以旅游设施为基础，为旅游者提供交通、游览、住宿、餐饮、购物、文娱等六个环节的综合性服务行业。旅游饭店、旅行社、旅游交通是旅游业的三大支柱。

近年来，我国旅游业进入高速发展时期。旅游业总收入近15年来呈现稳步增长趋势，行业总收入从1996年的0.25万亿元上升到2010年的1.57万亿元，平均年增速高达14.9%，高于GDP平均年增速。

2010年我国旅游业从收入、出入境游客人数等各方面达到历史最高水平。全国旅游业总收入1.57万亿元，比上年增长21.7%。国内出游人数达21亿人次，比上年增长10.6%；国内旅游收入12580亿元，比上年增长23.5%。入境旅游人数13376万人次，比上年增长5.8%。其中，外国人2613万人次，增长19.1%；香港、澳门和台湾同胞10764万人次，增长3.0%。在入境旅游者中，过夜旅游者5566万人次，增长9.4%。国际旅游外汇收入458亿美元，比上年增长15.5%。国内居民出境人数达5739万人次，比上年增长20.4%。其中因私出境5151万人次，增长22.0%，占出境人数的89.8%。

图表 1 旅游总收入与增长率（1996-2010）



资料来源：Wind，东北证券

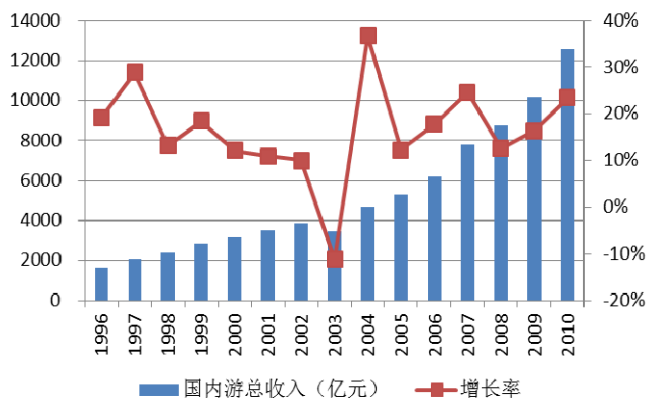
1.2 “三大游”概况

1.2.1 国内游：平稳增长

近年来，我国国内游不管从旅游总收入还是出游人数规模上都处于稳步增长阶段。我国国

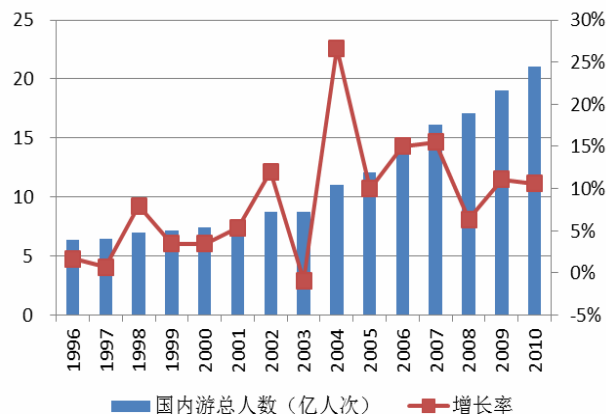
内游总收入从1996年的1638亿元上升到2010年的12580亿元，平均年增速16.4%；旅游出游人数从1996年的6亿人次上升到2010年的21亿人次，平均年增速8.6%。

图表 2 国内游总收入与增长率(1996-2010)



资料来源：Wind，东北证券

图表 3 国内游总人数与增长率(1996-2010)

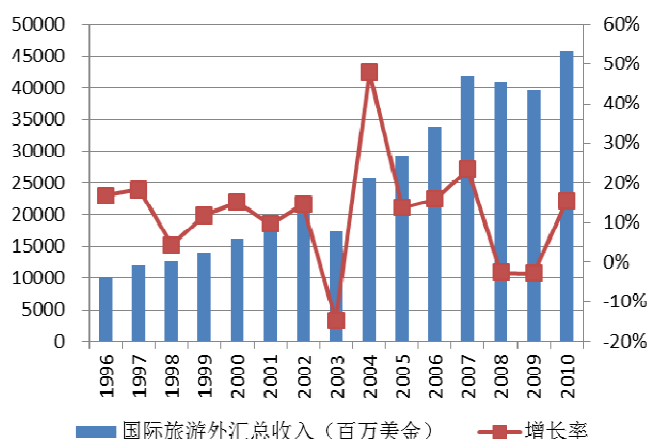


资料来源：Wind，东北证券

1.2.2 入境游：恢复增长

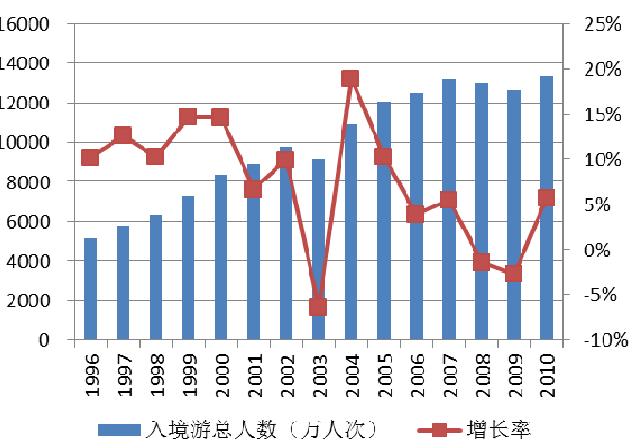
我国国际旅游外汇总收入从1996年的102亿美元上升到2010年的458亿美元，均年增速12.5%；入境游总人数从1996年的5113万人次上升到2010年的13376万人次，平均年增速7.5%。由于受金融危机的影响，2008-2009年的国际旅游外汇总收入增速为-2.6%和-2.9%；入境游总人数增速为-1.4%和-2.7%。但是自2010年以来，入境游得到恢复增长，国际旅游外汇总收入增速又回升至15.4%，入境游总人数增速回升至5.8%。

图表 4 国际旅游外汇总收入与增长率(1996-2010)



资料来源：Wind，东北证券

图表 5 入境游总人数与增长率(1996-2010)



资料来源：Wind，东北证券

1.2.3 出境游：加快增长

国内居民出境游总人数从1996年的759万人次上升到2010年的5739万人次，平均年增速达到15.4%。2008-2009年国内居民出境游总人数增速下降至11.9%和4%。但是自2010年以来，出境游总人数增速又回升至20.4%。随着居民可支配收入和出境旅游意愿的增加，出境游将成为我国旅游业未来发展的一大亮点。

图表 6 国内居民出境游总人数与增长率（1996-2010）



资料来源：Wind，东北证券

二、推动行业发展的因素分析

2.1 经济快速发展推动旅游业发展

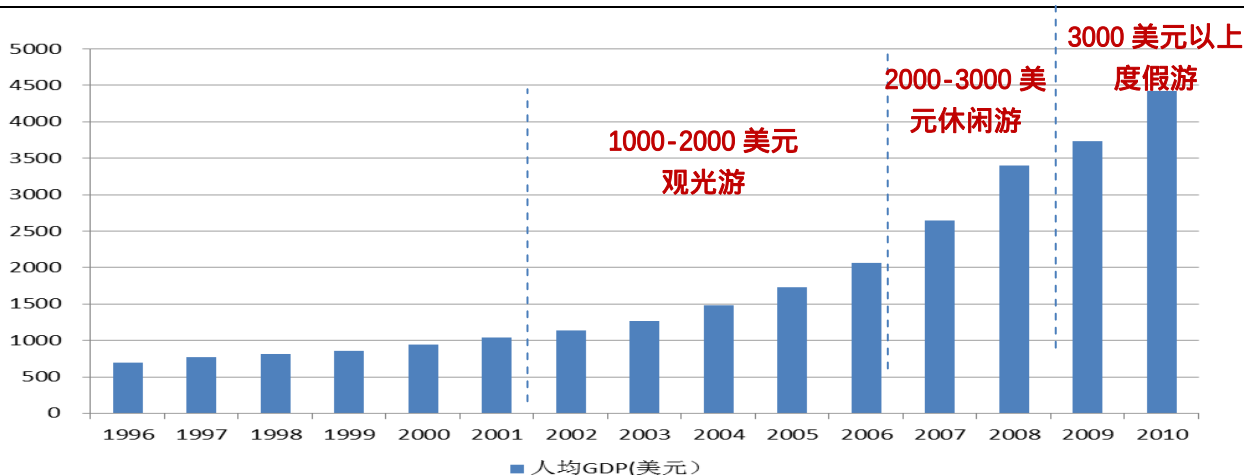
2.1.1 居民收入水平的提高推动旅游业发展

旅游业的发展与经济发展水平密切相关。按照旅游业发展规律，旅游市场的发展阶段随着人均GDP的提升而发生变化：当人均GDP达到1000美元时，属于观光游阶段；人均GDP超过2000美元，旅游形态开始向休闲游转化；人均GDP超过3000美元，旅游形态向度假游升级；人均GDP超过5000美元，则进入成熟的度假游阶段。2010年末，我国人均GDP已超过4000美元，休闲度假将成为旅游业的主要产品。

经济强则民强，居民收入的增加推动旅游业的快速发展。城镇居民人均年可支配收入从1996年的4839元上升到2010年的19109元；人均年旅游花费从1996年的534元上升到2010年的883元。随着城镇居民人均年可支配收入的增加，人均年旅游花费也随之增加。但是，从人均年旅游花费在人均年可支配收入的占比来看，2000年以来，人均年旅游花费的占比逐年下降，原因是城镇居民年均可支配收入的增速大于人均年旅游花费的增速。农村居民人均年纯收入从1996年的1578元上升到2010年的5919元；人均年旅游花费从1996年的61元上升到

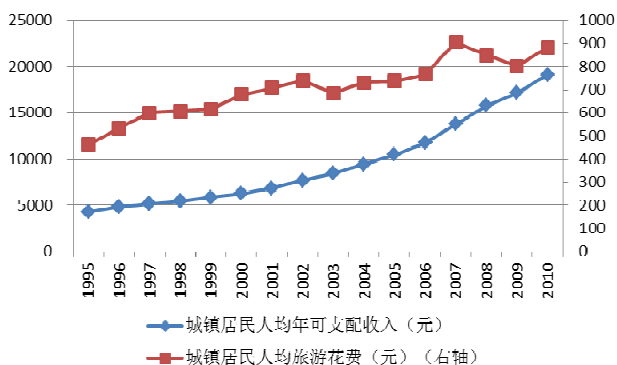
2010年的306元。随着农村居民人均年纯收入的增加，人均年旅游花费也随之增加。

图表 7 人均 GDP 与旅游业发展阶段 (1996-2010)



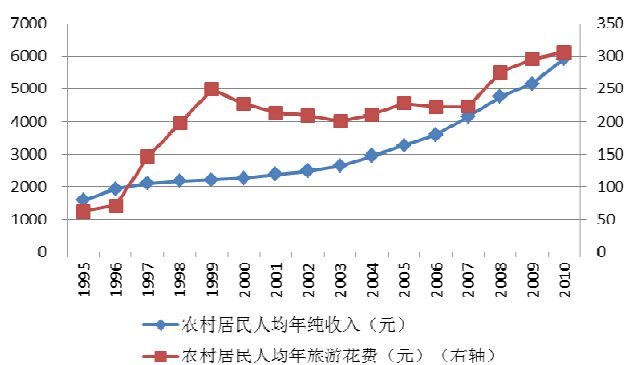
资料来源：Wind，东北证券

图表 8 城镇居民人均年可支配收入与人均年旅游花费 (1996-2010)



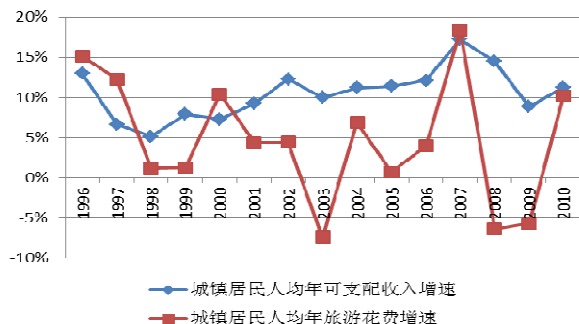
资料来源：Wind，东北证券

图表 9 农村居民人均年纯收入与人均年旅游花费 (1996-2010)



资料来源：Wind，东北证券

图表 10 城镇居民人均年可支配收入增速与人均年旅游花费增速 (1996-2010)



资料来源：Wind，东北证券

图表 11 农村居民人均年纯收入增速与人均年旅游花费增速 (1996-2010)

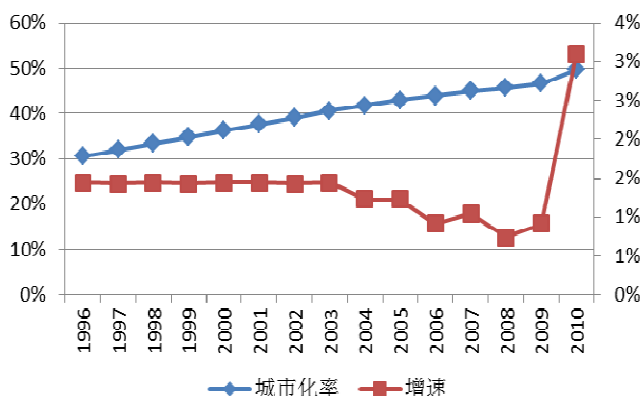


资料来源：Wind，东北证券

2.1.2 城镇化率提高，改变旅游消费结构

到2010年末，我国城镇化率已接近50%，城镇居民旅游消费占国内旅游收入的75%。由此可见，我国城镇居民是国内旅游消费的主体，随着城镇化率的提高，居民旅游消费结构将随之发生变化，由此将带来旅游业未来新的增长。

图表 12 城市化率与增速（1996-2010）



图表 13 城镇居民旅游消费占比（1996-2010）



资料来源：Wind，东北证券

资料来源：Wind，东北证券

2.2 交通基础设施的改善推动旅游业发展

我国高速铁路、高速公路、民航等交通基础设施的建设，居民家庭汽车拥有数量的激增，彻底改变了居民的出行方式，为旅游业的快速发展提供了良好的基础条件。下面重点从高铁建设和居民家庭拥有汽车数量两方面阐述交通建设因素对行业的影响。

2.2.1 高铁建设推动旅游业进一步发展

近年来，我国高速铁路建设进入高速发展时期。相比于其它运输工具，高铁具有速度快、输送能力强、受天气影响小、安全性好、性价比高等优点。高铁时代的来临，将极大地缩短游客的出行时间，降低游客的出行成本，提高游客的出游率，推动旅游市场的进一步发展。

截止2010年末，全国铁路营业里程达到9.1万公里，比上年增加5660.7公里、增长6.6%，里程长度居世界第二位。根据《中长期铁路网调整规划方案》，到2012年，我国铁路营业里程将达到11万公里以上。其中，新建高速铁路将达到1.3万公里，时速250公里的线路有5000公里，时速350公里的线路有8000公里。到2020年，我国铁路营业里程将达到12万公里以上，主要繁忙干线实现客货分线。其中，新建高速铁路将达到1.6万公里以上，加上其它新建铁路和既有线提速线路，我国铁路快速客运网将达到5万公里以上，连接所有省会城市和50万人口以上城市，覆盖全国90%以上人口。中国高速铁路发展将以“四纵四横”为重点，构建快速客运网的主要骨架。

交通状况是影响游客出行的重要因素。交通的便利与否是游客选择出行目的地的重要考虑因素，交通条件的改善将极大提高旅游景区的可进入性，并有力推动区域旅游市场的发展。以黄山旅游为例，黄山高速铁路网的建设将给黄山景区带来长期利好。即将新建的杭徽高铁将在2013年建成通车，建成后杭州和上海至黄山的时间将被大幅缩短，现在走杭徽高速公路从杭州到黄山需要两个半到三个小时，杭徽高铁通车后，杭州到黄山将只要一个小时。高铁强大的客运能力将大大提升黄山景区接待游客的能力，有力促进黄山旅游产业的发展。

图表 14 高速铁路网（至 2020 年）



资料来源：东北证券

图表 15 “四纵四横”客运专线

四纵	途径城市	全长
京沪客运专线	北京 - 天津 - 济南 - 徐州 - 蚌埠 - 南京 - 上海	约 1318 公里
京港客运专线	北京 - 石家庄 - 郑州 - 武汉 - 长沙 - 广州 - 深圳 - 香港	约 2260 公里
京哈客运专线	北京 - 天津 - 秦皇岛 - 沈阳 - 哈尔滨	约 1700 公里
杭福深客运专线	杭州 - 宁波 - 温州 - 福州 - 厦门 - 深圳	约 1600 公里
四横		
徐兰客运专线	徐州 - 商丘 - 郑州 - 洛阳 - 西安 - 宝鸡 - 兰州	约 1400 公里
沪昆客运专线	上海 - 杭州 - 南昌 - 长沙—贵阳—昆明	约 2080 公里
青太客运专线	青岛 - 济南 - 石家庄 - 太原	约 770 公里
沪汉蓉客运专线	上海 - 南京 - 合肥 - 武汉 - 重庆 - 成都	约 1600 公里

资料来源：东北证券

2.2.2 居民家庭汽车拥有数量激增，拓展旅游业发展空间

全国私人汽车拥有量从1996年的289.67万辆上升到2010年的5938.71万辆，年平均增速达到23.6%。私人汽车拥有量的增加使居民出游的交通方式更加便捷，极大地拓展了旅游业的发展空间，短途游和自驾游也因此得到更多游客的青睐。

图表 16 全国私人汽车拥有量与增速(1996-2010)



资料来源：Wind，东北证券

2.3 积极的政策支持推动旅游业发展

政府对于旅游业积极的引导和支持是其获得爆发式增长的关键因素。国务院于2009年12月颁布的《关于加快发展旅游业的意见》（以下简称“《意见》”），为旅游业的发展提供了坚实的政策基础。《意见》将旅游业重新定义为“国民经济的战略性支柱产业和人民群众更加满意的现代服务业”。对三大旅游重新定位，即“以国内旅游为重点，积极发展入境旅游，有序发展出境旅游”。《意见》明确规划旅游业的发展目标：到2015年，旅游市场规模进一步扩大，国内旅游人数达33亿人次，年均增长10%；入境过夜游客人数达9000万人次，年均增长8%；出境旅游人数达8300万人次，年均增长9%。旅游消费稳步增长，城乡居民年均出游超过2次，旅游消费相当于居民消费总量的10%。经济社会效益更加明显，旅游业总收入年均增长12%以上，旅游业增加值占全国GDP的比重提高到4.5%，占服务业增加值的比重达到12%。每年新增旅游就业50万人。旅游服务质量明显提高，市场秩序明显好转，可持续发展能力明显增强，力争到2020年我国旅游产业规模、质量、效益基本达到世界旅游强国水平。

“十二五”期间，国家将大力发展旅游业。《中国旅游业“十二五”发展规划纲要》（征求意见稿）明确指出，“十二五”是我国建设旅游强国的关键五年，也是实现国务院提出的“国民经济的战略性支柱产业和人民群众更加满意的现代服务业”两大战略目标，把我国从旅游大国建设成为旅游强国的重要时期。旅游市场要继续以国内旅游为基础，国际国内旅游协调发展。在国内旅游发展的各项指标上要确保持续增长，在国际旅游各项指标上要坚持稳健增长，在旅游收入和社会贡献指标上要努力实现领先增长，并在国民经济体系中和国际旅游市场上形成较强的产业竞争力和社会影响力。

目前，国家旅游局正在进一步完善《国民旅游休闲纲要》。其内容主要涉及国家机关、事业单位、各类企业对优秀员工的奖励旅游、针对中小学生的修学旅游、低收入群体的福利旅游和60岁以上老人的银发旅游。制定和实施《国民旅游休闲纲要》，从调整大众的休闲时间着手，以“带薪休假制度”为突破口，完善现行工休制度，将大力推动国内旅游休闲产业的发展，带动相关产品、产业的发展。有助于扩大内需、促进消费，形成新的经济增长点。

图表 17 旅游规划指标增长率测算表（2011-2015 年）

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

资料来源：《中国旅游业“十二五”发展规划纲要》（征求意见稿），东北证券

图表 18 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	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

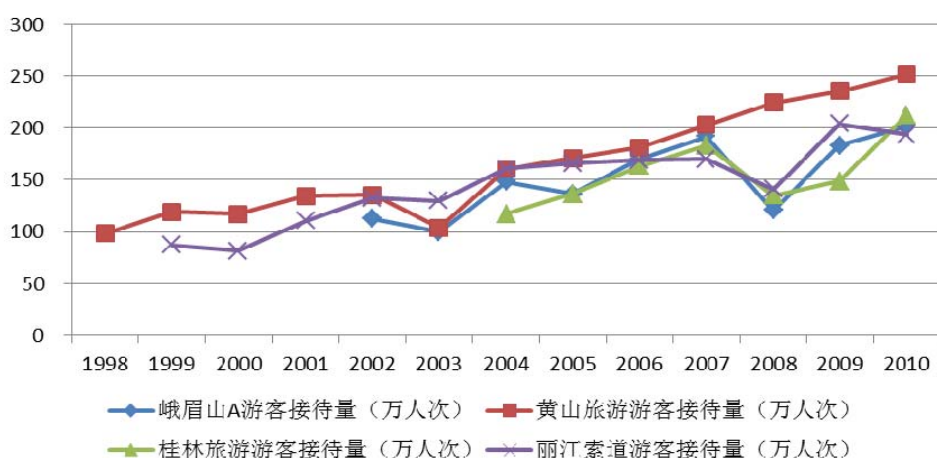
资料来源：《中国旅游业“十二五”发展规划纲要》（征求意见稿），东北证券

三、细分子行业情况分析

3.1 景区：接待游客量稳步上升

目前，旅游行业正处于观光游向休闲游过渡的时期。然而大部分游客的旅游首选还是景区观光。目前，我国拥有景区共两万多处，景区拥有资源垄断优势，稀缺性是其基本属性。景区收入主要依靠客流的增长和门票价格的提升。国内一些成熟的景区类上市公司，如峨眉山A、黄山旅游、桂林旅游、丽江旅游，近年接待游客量逐年上升。

图表 19 重要景区类上市公司游客接待量（1998-2010）



资料来源：Wind，东北证券

门票经济模式是景区类上市公司的主要盈利模式。景区类上市公司的经营收入主要来源于门票收入和索道收入。2006年12月颁布的《风景名胜区管理条例》（以下简称“《条例》”），进入风景名胜区的门票，由风景名胜区管理机构负责出售。门票价格依照有关价格的法律、法规的规定执行。风景名胜区内交通、服务等项目，应当由风景名胜区管理机构依照有关法律、法规和风景名胜区规划，采用招标等公平竞争的方式确定经营者。峨眉山A和黄山旅游等上市公司拥有门票的分成权，公司自《条例》颁布后一直保持稳定的业绩增长。

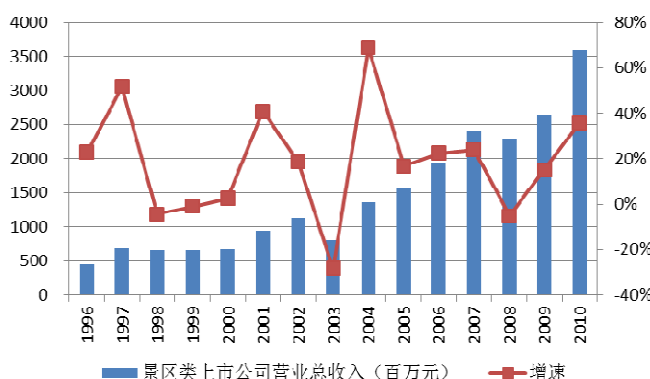
2007年2月国家发改委颁布的《关于进一步做好当前游览参观点门票价格管理工作的通知》中确定门票价格调整期限和调整幅度。规定门票调价应当在调价前2个月向社会公布。同一门票价格上调频率不得低于3年。门票价格的调整幅度，50元以下的（不含50元），一次提价幅度不得超过原票价的35%；50元（含50元）至100元的（不含100元），一次提价幅度不得超过原票价的30%；100元（含100元）至200元的（不含200元），一次提价幅度不得超过原票价的25%；200元以上的（含200元），一次提价幅度不得超过原票价的15%。2008年4月10日峨眉山景区旺季门票价格由120元调整为150元。2009年5月1日黄山景区旺季门票价格由200元调整为230元，淡季票价由120元调整为150元。门票、索道等的提价行为直接影响上市公司的经营业绩。

景区类上市公司的营业总收入从1996年的45553万元上升到2010年的358283万元，平均年增

速达到18.7%。2003年受到非典的影响，2008年受到金融危机的影响，景区类上市公司的营业总收入有明显的下降。但是自2010年以来，随着经济的复苏，行业的营业总收入有了明显的回升。景区类上市公司的净利润从1996年的18536万元上升到2010年的62939万元，平均年增速达到93.5%。

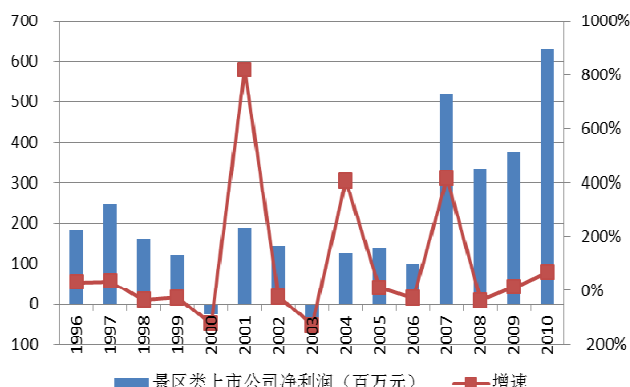
由此可知，景区子行业上市公司的整体规模呈现稳步增长趋势。随着居民可支配收入的增加和旅游意愿的提升，其未来业绩的成长空间也将随之延伸。

图表 20 景区类上市公司营业总收入与增速 (1996-2010)



资料来源：Wind，东北证券

图表 21 景区类上市公司净利润与增速 (1996-2010)



资料来源：Wind，东北证券

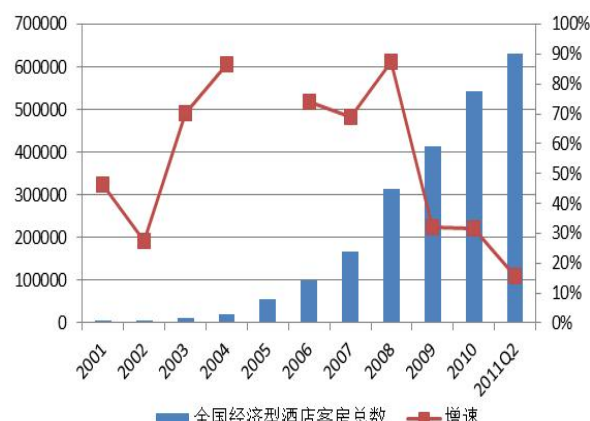
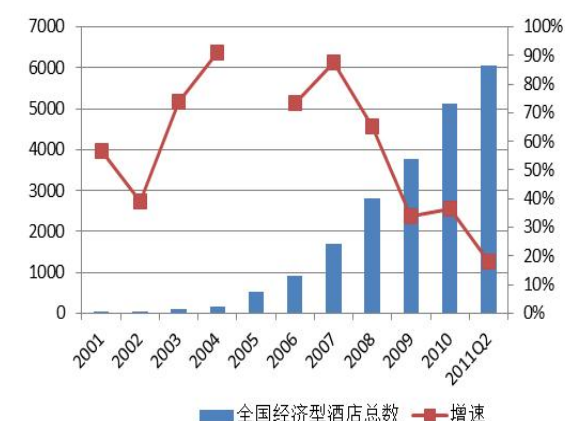
3.2 酒店：经济型酒店发展迅速

截止2011年二季度，全国共有星级酒店12843家，其中一星级247家、二星级4026家、三星级5835家、四星级2145家、五星级590家。高星级酒店因供大于求，增长空间有限。相比星级酒店，经济型酒店的整体规模却保持高速增长的趋势。经济型酒店总数从2000年的23家上升到2011年二季度末的6047家，平均年增速达到77.1%。客房总数从2000年的3236家上升到2011年二季度末的630832家，平均年增速达到72.1%。

截止2011年二季度，如家酒店因对莫泰酒店的收购，市场份额遥居第一，开业酒店数达到1191家，客房数达到147524家，占整个经济型酒店市场总量的23.12%。市场占有率位居第二的是7天连锁酒店，2季度收购华天之星后开业酒店数达到743家，客房数达到74831家，占整个经济型酒店市场总量的11.73%。锦江之星所占市场份额位居第三，开业酒店数达483家，客房数达61061家，占整个经济型酒店市场总量的9.57%。

目前我国经济型酒店占酒店总量的比重在10%到20%，远低于欧美国家平均60%到70%的水平。随着中国经济的增长，居民出游热的进一步升温，经济型酒店凭借其巨大的市场潜力，低投入、高回报、周期短等突出的优点，会受到更多游客的光顾。自如家酒店收购莫泰，7天连锁酒店收购华天之星后，中国经济型酒店的市场集中度会更加集中，行业表现出扩张和整合的并举态势，未来的增长仍有很大的空间。

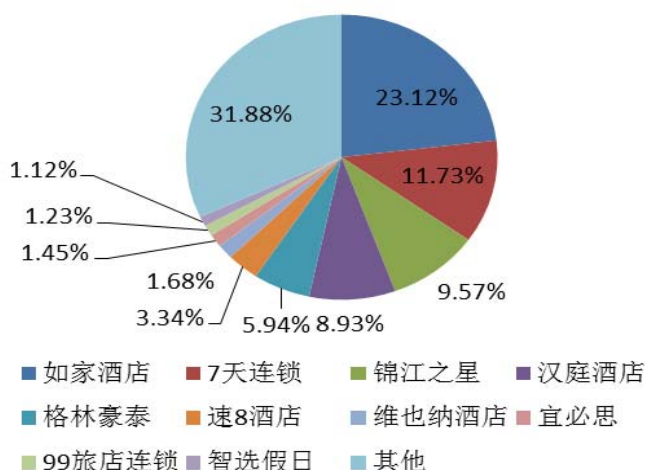
图表 22 全国经济型酒店总数与增速 (2000-2011Q2) 图表 23 全国经济型酒店客房总数与增速 (2000-2011Q2)



资料来源：盈蝶咨询，东北证券

资料来源：盈蝶咨询，东北证券

图表 24 2011 年 Q2 全国经济型酒店市场份额图



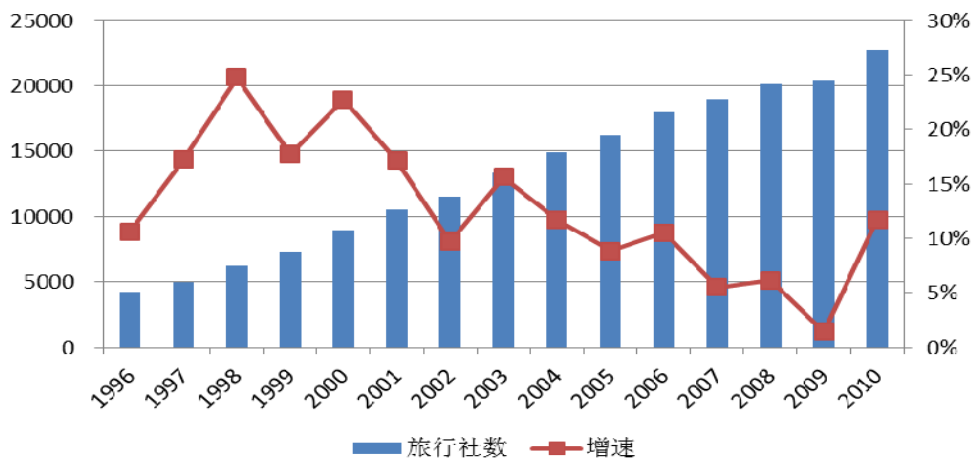
资料来源：盈蝶咨询，东北证券

3.3 旅行社：免税业务增添亮点

旅行社，是指从事招揽、组织、接待旅游者等活动，为旅游者提供相关旅游服务，开展国内旅游业务、入境旅游业务或者出境旅游业务的企业法人。根据经营范围不同，我国将旅行社分为国际旅行社和国内旅行社。

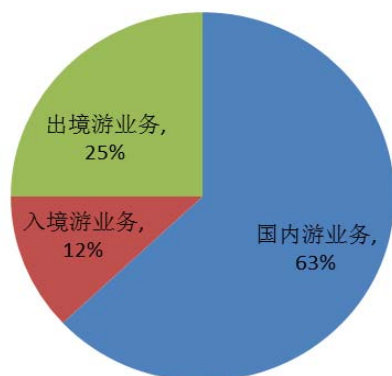
近年来，旅行社规模得到蓬勃发展。全国旅行社总数从1996年的4252家发展到2010年的22784家，平均年增速达到12.8%。旅行社的业务主要包括国内游业务、入境游业务和出境游业务。2010年度全国旅行社国内游业务占旅游业务营业收入总量的63%，入境游业务占旅游业务营业收入总量的12%，出境游业务占旅游业务营业收入总量的25%。目前，国内游业务还是占旅行社旅游业务总量的主要部分，出境游业务则有进一步增长趋势。

图表 25 全国旅行社总数与增速（1996-2010）



资料来源：Wind，东北证券

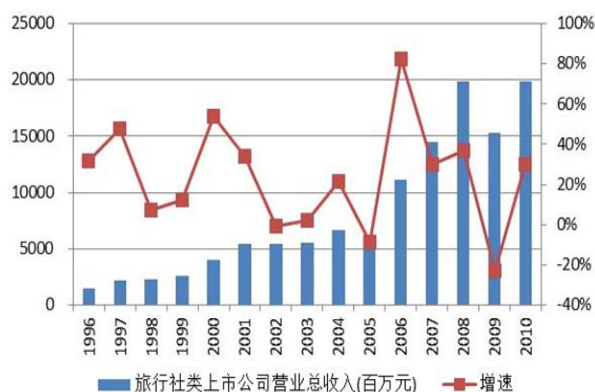
图表 26 旅行社子行业业务构成图（2010）



资料来源：国家旅游局，东北证券

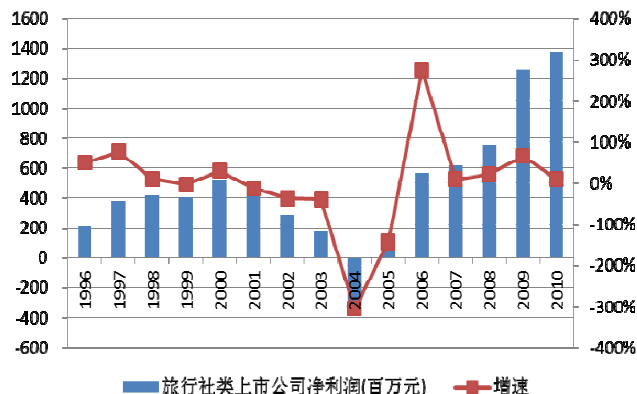
旅行社类上市公司的营业总收入从1996年的14.76亿元上升到2010年的198.64亿元，平均年增速达到23.9%。但是旅行社子行业因其同质性和可复制性强，竞争激烈，故行业的毛利率较低。旅行社类上市公司的净利润从1996年的2.13亿元上升到2010年的13.74亿元，平均年增速仅为0.8%。

图表 27 旅行社类上市公司营业总收入与增速
(1996-2010)



资料来源：Wind，东北证券

图表 28 旅行社类上市公司净利润与增速
(1996-2010)



资料来源：Wind，东北证券

中国免税业自1979年确立以来，仍处在发展阶段。目前中国已超越美国，成为世界第二大奢侈品消费国，仅次于日本。中国庞大的奢侈品消费群体为免税业的发展奠定了坚实的基础。目前在国内，获准经营免税商品批发兼零售业务的运营商主要有四家，分别是中国免税品集团有限公司、深圳国有免税商品(集团)有限公司、珠海免税企业集团有限公司和日上免税行有限公司。但其中，只有中免公司可以在全国范围内开展业务，中免是隶属国资委的央企中国国旅的子公司。

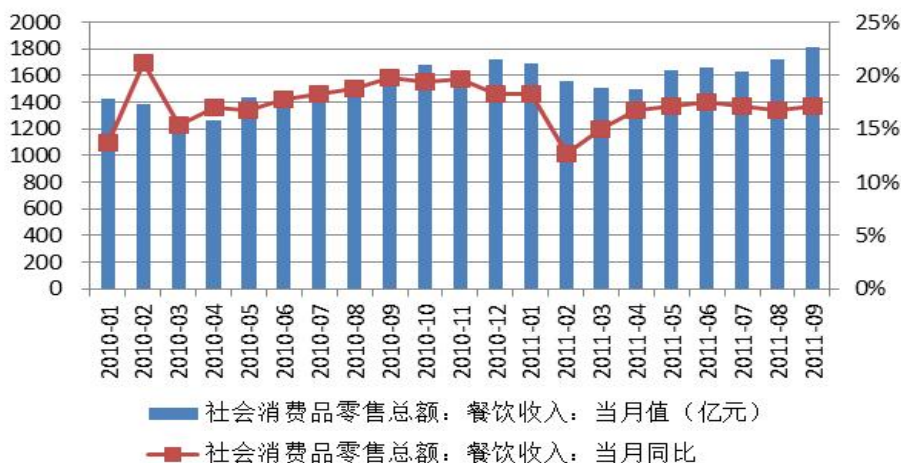
国家对免税行业的倾向政策也将推动其快速发展。财政部颁布了《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》，2011年5月1日起，海南岛正式实施了“离岛免税”政策。离岛免税政策是指对乘机离岛（不包括出境）旅客实行限次、限值、限量和限品种免进口税购物，在实施离岛免税政策的免税商店内付款，在机场隔离区提货离岛的税收优惠政策。这一政策的实施为中国免税业市场打开新的增长空间，将有效刺激消费者的旅游意愿，拉动旅游消费，有力推动中国旅游业的发展。由于对该政策的高度看好，很多旅行社近期已经开始筹划在自由行、团队游产品中增加免税店购物的行程。免税业务的发展必将给旅行社的旅游业务增添新的亮点。

3.4 餐饮：保持稳定的增长

“民以食为天”。近年来，我国的餐饮业的发展非常迅速。社会消费品零售总额餐饮业收入保持稳定的增长。2011年1-9月实现累计餐饮收入14737亿元，同比增长16.5%。快速发展的餐饮业已经成为拉动内需、扩大消费的重要力量。目前我国餐饮行业集中度不高，企业规模较小。连锁餐饮的经营模式具有规模优势，必将快速占领市场，具有良好的发展前景。

随着城市生活节奏的加快，居民收入水平的提高，消费者对快餐的需求量日趋增大，质优价廉高效率的快餐店必将受到广大居民的欢迎。目前我国快餐领域不断开拓创新，发展空间继续延伸拓展。

图表 29 餐饮收入当月值与同比（2010/01-2011/09）



资料来源：国家统计局、东北证券

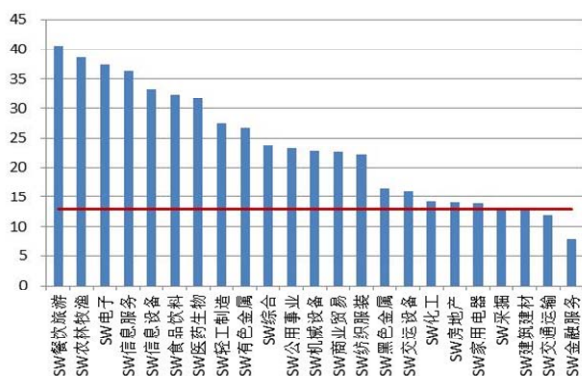
四、行业估值分析和投资策略

4.1 行业估值分析

餐饮旅游板块在所有板块中的估值水平较高，目前位居第一位高。经过近期的调整，目前行业的整体市盈率（剔除负值）为41倍左右，低于2004年以来的平均水平，估值水平处于历史均值附近。其中景点子行业、酒店子行业、旅行社子行业、餐饮子行业的整体市盈率（剔除负值）分别为37倍、43倍、42倍、37倍左右。但是与全部A股的估值水平相比，行业相对A股的溢价率约为3倍，处于历史高位，行业估值压力依然存在。

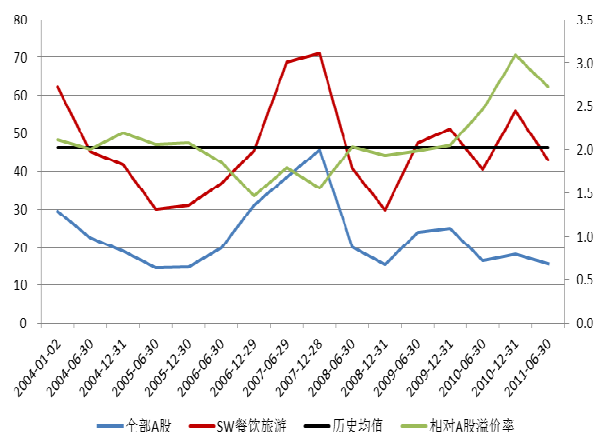
基于旅游行业在我国是朝阳行业，其发展处于稳步上升阶段。旅游行业被定位为国家战略支柱产业，加上“十二五”期间国家及地方对行业的各项政策的刺激推动，行业长期发展趋势良好，高成长性修复高估值。

图表 30 各行业估值水平比较



资料来源：Wind，东北证券

图表 31 餐饮旅游行业相对 A 股估值水平（2004/01-2011/06）



资料来源：Wind，东北证券

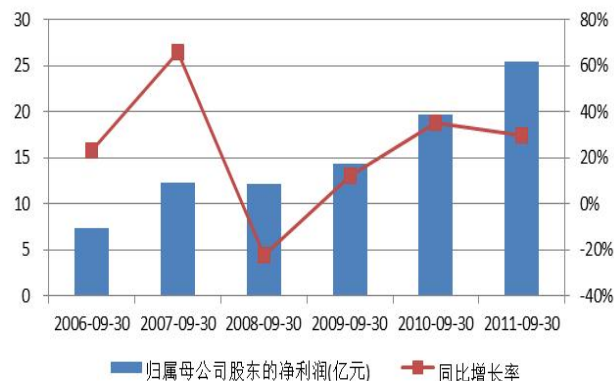
4.2 上市公司三季报分析

从上市公司发布的三季报情况看，2011年前三季度板块共实现营业总收入288.64亿元，同比增长29.88%；实现归属母公司股东的净利润25.48亿元，同比增长29.69%。

图表 32 上市公司前三季度营业总收入与同比增长率
(2006/09-2011/09)



图表 33 上市公司前三季度归属母公司股东的净利润与同比增长率 (2006/09-2011/09)



资料来源：Wind，东北证券

资料来源：Wind，东北证券

2011年前三季度景区类上市公司共实现营业总收入34.24亿元，同比增长36.28%。共实现归属母公司股东的净利润7.65亿元，同比增长51.92%；酒店类上市公司共实现营业总收入38.70亿元，同比增长8.34%。共实现归属母公司股东的净利润4.78亿元，同比增长-0.78%；旅行社类上市公司共实现营业总收入188.27亿元，同比增长33.88%。共实现归属母公司股东的净利润10.90亿元，同比增长31.46%；餐饮类上市公司共实现营业总收入27.44亿元，同比增长32.10%。共实现归属母公司股东的净利润2.15亿元，同比增长42.94%。三季报业绩显示，2011年前三季度旅游行业各子行业增长趋势良好。

图表 34 上市公司 2011 年前三季度营业总收入和归属母公司股东的净利润一览

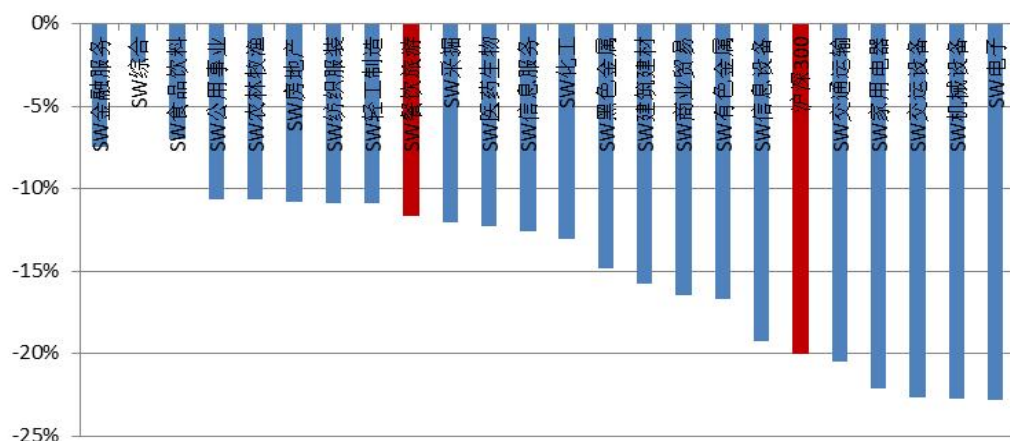
股票代码	股票名称	营业总收入 (亿元)	营业总收入 (同比增长率)	归属母公司股 东的净利润 (亿元)	归属母公司股 东的净利润 (同比增长率)
景区类					
600054.SH	黄山旅游	12.38	20.45%	2.58	30.61%
002033.SZ	丽江旅游	2.37	76.32%	0.59	295.93%
000978.SZ	桂林旅游	3.34	23.82%	0.47	66.37%
000888.SZ	峨眉山A	7.03	25.52%	1.15	33.54%
000430.SZ	ST张家界	3.88	49.88%	0.70	15.81%
600593.SH	大连圣亚	1.35	25.83%	0.27	13.31%
300144.SZ	宋城股份	3.88	13.47%	1.90	32.64%
酒店类					
600754.SH	锦江股份	15.60	-5.93%	2.76	-21.16%
601007.SH	金陵饭店	5.12	36.48%	0.55	2.45%
000975.SZ	科学城	1.79	4.21%	0.14	171.61%
000428.SZ	华天酒店	11.97	19.40%	1.28	14.01%
000613.SZ	ST东海A	0.22	-16.23%	-0.05	-404.79%
000524.SZ	东方宾馆	2.22	19.39%	0.14	334.86%
000007.SZ	ST零七	1.17	14.74%	0.00	102.97%
000033.SZ	新都酒店	0.60	21.45%	-0.05	59.90%
旅行社类					
601888.SH	中国国旅	90.25	28.69%	5.57	52.99%
600749.SH	西藏旅游	1.52	62.49%	0.11	-58.75%
600555.SH	九龙山	3.80	56.90%	1.17	174.01%
600358.SH	国旅联合	1.08	-22.84%	0.06	52.37%
600258.SH	首旅股份	18.92	9.81%	0.85	-44.87%
600209.SH	ST罗顿	1.46	102.70%	0.03	108.07%
600138.SH	中青旅	59.31	41.08%	2.21	9.03%
002558.SZ	世纪游轮	2.33	33.45%	0.27	11.79%
002159.SZ	三特索道	2.92	16.98%	0.40	66.84%
000802.SZ	北京旅游	1.35	7.87%	0.03	14.67%
000610.SZ	西安旅游	5.33	46.80%	0.22	14.69%
餐饮类					
002306.SZ	湘鄂情	9.09	34.96%	0.76	30.63%
002186.SZ	全聚德	13.39	35.84%	1.02	26.52%
000721.SZ	西安饮食	4.97	18.72%	0.37	220.99%

资料来源：Wind，东北证券

4.3 行业投资策略

旅游行业自二、三季度以来进入旺季。截止2011年11月30日，旅游板块跌幅11.66%，跌幅在所有板块中靠后，沪深300指数跌幅20.01%，旅游板块跑赢沪深300指数8.35个百分点。其中子行业的表现为：景区类（-3.71%）>酒店类（-12.10%）>旅行社类（-13.54%）>餐饮类（-22.17%）。

图表 35 各行业与沪深 300 指数区间涨跌幅对比（2011 年）



资料来源：Wind，东北证券

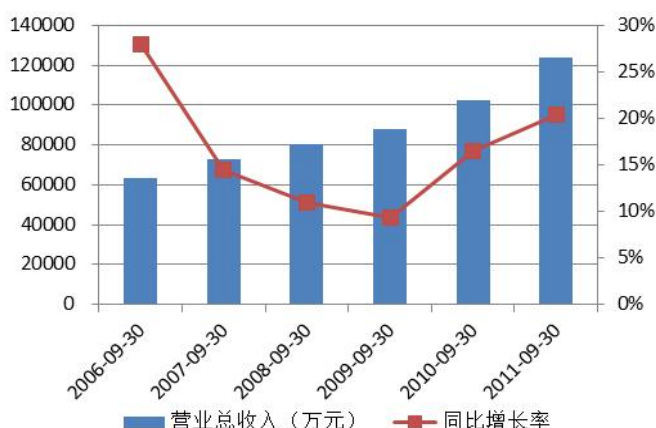
进入四季度，旅游行业景气度继续走高，预计全年业绩将继续保持平稳增长态势。从经济因素、交通因素、国家政策等影响行业发展的因素来看，目前旅游行业的政策面和基本面良好，未来还将继续保持高速的发展。基于行业具有广阔的增长前景，我们给予其“优于大势”的投资评级。从子行业方面看，我们依次看好客流量增速稳定的景区类子行业、具有免税业务的旅行社类子行业、经济型酒店经营为主的酒店类子行业未来的发展。重点推荐具有高成长性、估值有优势且公司业绩稳定增长的上市公司，如黄山旅游、中国国旅等。

4.4 重点公司

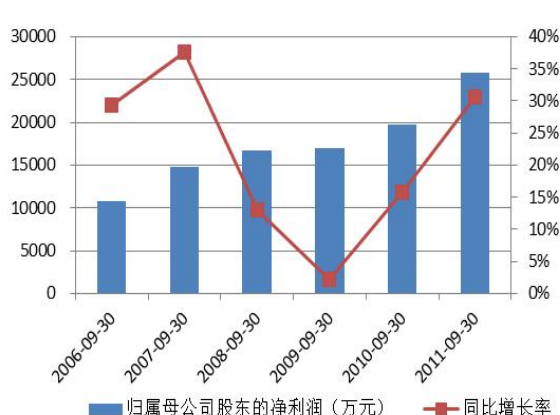
4.4.1 黄山旅游：业绩快速增长

公司经营业绩平稳增长。上半年公司累计接待入山游客 119.78 万人，同比增长10.55%；索道业务累计运送游客201.7万人次，同比增长16.8%。公司发布2011年三季报，前三季度实现营业总收入12.38亿元，同比增长20.45%；实现归属于母公司股东的净利润2.58亿元，同比增长30.61%。实现每股收益0.55元。

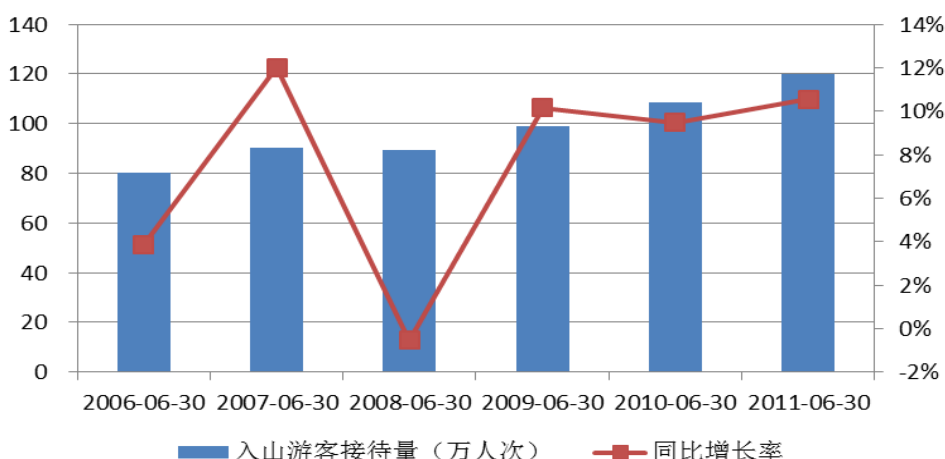
公司前三季度营业收入和归属母公司股东的净利润逐年上升。公司营业收入和利润绝大部分来自于门票和景区内的索道收入，受益于门票和索道的提价效应。公司分别于2008年4月份和2009年5月份上调了索道和门票的票价：2008年4月公司将旗下的4条索道（玉屏、太平、云谷和新云谷）实行了价格并轨制，并将旺季单程票价从65元/人次上调至80元/人次，淡季单程票价从55元/人次上调至65元/人次；2009年5月公司又将旺季景区门票从200元/人次上调至230元/人次，淡季景区门票从120元/人次上调至150元/人次。从图34可知，索道和门票的提价对公司接待游客的数量并没有太大的影响，公司入山接待游客量逐年上升，给公司收入的增长提供了强大的动力。

图表 36 黄山旅游前三季度营业总收入与同比增长率 (2006/09-2011/09)


资料来源：Wind，东北证券

图表 37 黄山旅游前三季度归属母公司股东的净利润与同比增长率 (2006/09-2011/09)


资料来源：Wind，东北证券

图表 38 黄山旅游入山接待游客量与同比增长率 (2006/06-2011/06)


资料来源：Wind，东北证券

公司主营业务为园林门票、客运索道、酒店食宿、旅游服务及旅游地产等部分。公司2011年上半年毛利率42.02%，较去年同期提高4.68个百分点。其中，酒店业务毛利率28.94%，较去年同期大幅提升了10.78个百分点，索道业务毛利率79.44%，较去年同期增加了3.93个百分点，园林开发业务毛利率40.98%，较去年同期小幅增加了0.46个百分点，旅游服务业务毛利率6.26%，较去年同期减少1.11个百分点。酒店和索道两项业务毛利率的大幅提升将带动公司整体毛利率的进一步提升。作为成熟景区，公司费用控制良好，成本的良好控制是公司利润增长的又一动力。

图表 39 黄山旅游 2011 年上半年各业务营业收入、营业成本、毛利率一览

	营业收入 (万元)	营业收入 同比增减	营业成本 (万元)	营业成本 同比增减	毛利率	毛利率 同比增减
酒店业务	16005.12	23.72%	11373.16	7.43%	28.94%	增加10.78个百分点
索道业务	15718.63	16.09%	3232.43	-2.52%	79.44%	增加3.93个百分点
园林开发业务	23637.67	18.88%	13950.29	17.96%	40.98%	增加0.46个百分点
旅游服务业务	14355.72	12.12%	13457.34	13.47%	6.26%	减少1.11个百分点

资料来源：公司公告，东北证券

高铁建设有助于公司业绩的增长。杭黄铁路将于2013年全线开通，届时游客的数量将大幅增加。公司项目建设亦有序推进。目前西海大峡谷观光缆车项目和西海饭店改造项目正按计划推进。西海大峡谷建成后，将提升景区接待能力，有望成为公司新的业绩增长点。

我们预计公司2011-2013的EPS分别为0.70元、0.82元和0.95元，公司目前股价16.33元，对应PE23倍、20倍、和17倍，给予推荐评级。

4.4.2 中国国旅：免税业务运营商龙头

公司三季报显示，前三季度公司实现营业总收入90.25 亿元，同比增长28.69%，实现归属于母公司股东的净利润5.57 亿元，同比增长52.99%。实现每股收益0.63元。

公司中报显示，上半年公司两大主营业务继续稳步增长。上半年公司旅游服务业务实现营业收入32.34亿元，同比增长26.7%。其中入境游业务不断推出旅游新线路和新产品，增加市场吸引力，通过加强特殊团体的销售，开发低价、淡季促销产品等措施扩大市场销售。但因受日本大地震及外围经济不稳的影响，实现营业收入3.75亿元，同比增长-6.15%；出境旅游业务将产品重点转移到欧美及东南亚海岛度假游市场，美洲市场销售增长翻倍，东南亚海岛游产品销售持续增长。实现营业收入14.95亿元，同比增长23.59%。国内旅游业务通过建立统一采购联盟，推出了海南离岛免税、西安世园会、三峡总统系列游船三个全国联动项目，以及“红色经典，畅游天下”等高品质产品，均取得了良好的经济和社会效益。实现营业收入10.23亿元，同比增长49.34%。

上半年公司商品销售业务实现营业收入17.78亿元，同比增长27.88%。在海南离岛旅客免税购物政策出台等利好因素的推动下，公司免税业务呈现新的发展态势。作为首家实施离岛旅客免税购物政策的免税店，三亚市内免税店自4月20日试运营以来，市场反应热烈，旅客购物热情不断高涨，客流量和销售额远超预期。经统计，上半年三亚市内免税店累计实现销售额2.28 亿元，实现净利润4,894.06 万元。

上半年公司受日本大地震及核泄漏、埃及动乱等外部环境因素，以及受机票、门票、餐费、车费和人民币升值等价格因素影响，旅游服务业务盈利能力有所下降。上年年公司旅游服务业务毛利率为11.58%，比去年同期下降0.77 个百分点。其中，入境游、出境游与国内游的毛利率分别是13.36%、6.92%和6.29%，比去年同期分别下降1.52、0.9 和0.58 个百分点。商品销售业务毛利率为39.65%，同比增加4.97个百分点。其中免税商品销售毛利率为39.97%，同比增加5.16 个百分点，免税商品销售毛利率大幅上升的主要原因是新增三亚免

税店业务毛利率高于原有免税业务。

四季度三亚旅游将进入旺季，作为国内免税业务运营商龙头，三亚免税店业务将给公司下半年的商品销售业务带来超预期的增长。

图表 40 中国国旅 2011 年上半年各业务营业收入、营业成本、营业利润率一览

	营业收入 (万元)	营业收入 比上年同期增减	营业成本 (万元)	营业成本 比上年同期增减	营业利润率	营业利润率 比上年同期增减
入境旅游	37,538.46	-6.15%	32,523.37	-4.47%	13.36%	下降1.52个百分点
出境旅游	149,520.35	23.59%	139,176.47	24.80%	6.92%	下降0.9个百分点
国内旅游	102,283.05	49.34%	95,850.27	48.42%	6.29%	下降0.58个百分点
票务代理	10,606.54	19.51%	0.00	0.00%	100.00%	0.00%
其他服务	23,402.79	38.76%	18,359.07	35.47%	21.55%	提高1.91个百分点
旅游服务行业小计	323,351.19	26.70%	285,909.18	27.81%	11.58%	下降0.77个百分点
免税商品	170,077.53	25.98%	102,092.61	16.02%	39.97%	提高5.16个百分点
有税商品	7,767.39	90.73%	5,242.68	83.52%	32.50%	提高2.65个百分点
商品销售行业小计	177,844.92	27.88%	107,335.29	18.14%	39.65%	提高4.97个百分点
总计	501,196.11	27.12%	393,244.47	25.02%	21.54%	提高1.32个百分点

资料来源：公司公告，东北证券

与此同时，公司积极开拓新业务，培育新经济增长点。商务会展及奖励旅游业务进入全面发展的新阶段。我们预计公司2011-2013的EPS分别为0.73元、1.10元和1.39元，公司目前股价28.60元，对应PE39倍、26倍、21倍，给予推荐评级。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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所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。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。