

## 旅游业正常回落 关注事件性影响

### ——餐饮旅游行业 1 月份月报

分析师：陈慧

SAC NO: S1150511010010

2011 年 12 月 28 日

#### 联系人

周君

022-28451977

zhoujun@bhq.com

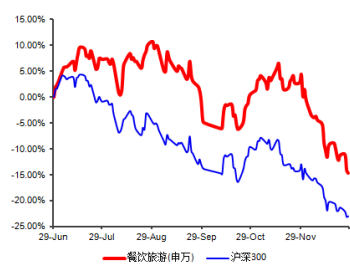
#### 相关子行业评级

|    |    |
|----|----|
| 景点 | 中性 |
| 餐饮 | 中性 |
| 酒店 | 中性 |

#### 重点品种推荐

|      |    |
|------|----|
| 中国国旅 | 持有 |
| 桂林旅游 | 持有 |
| 湘鄂情  | 买入 |

#### 最近半年行业相对走势



#### 相关研究报告

《晨曦中的朝阳产业》

《ST 张家界摘帽成定局》

《张家界索道未来可期》

《海口三亚免税店分庭抗礼  
奢侈品离岛免税市场巨大》

### 奢侈品离岛免税市场巨大 海口店分流三亚店 11%业绩

2011 年 4 月 20 日中免集团三亚免税店正式开业；2011 年 12 月 21 日设于海口美兰机场免税店宣布开始营业。2011 年我国高端消费品市场份额将达到 1106 亿元，如按免税店内奢侈品消费国际平均 7.5% 水平计算，我国奢侈品市场离岛免税市场发展空间巨大。2012 三亚免税店营业额约为 18.7 亿元；海口免税店营业额约为 14 亿元。未来三亚凤凰机场海口机场运力或进入瓶颈期，也许会间接影响离岛免税店经营能力。我们大胆推测海口免税营业后或直接分流三亚约 11% 营业额。但随着三亚机场接待游客接近上线，海口机场对三亚离岛游客的直接分流效应将逐步消失。

### 11 月份旅游数据整体下降 游客平均消费略有提升

2011 年 11 月全国各地行业数据整体回落，部分地区受旅游平均花费提升影响，旅游收入增速下降幅度略低于游客量增速。预计除海南云南等地区外，12 月份大部分景区数据将继续回落，旅游形势或将在明年 2 月份有所好转。

### 餐饮旅游行业整体回落 酒店行业下跌明显

截止 12 月 28 日，餐饮旅游行业下跌 16.21%，跑输沪深 300 指数 7.7 个百分点，位列申万 23 个一级子行业第 11 位。拥有门票分成权的景点子行业维持较强态势下跌较少，而涉房企业较多的酒店子行业下跌幅度较大。餐饮旅游行业溢价率约为 263%，12 月属于估值低位不排除进一步下探可能。

### 行业淡季正常回落 密切关注事件性影响

冬季为旅游景点传统淡季，旅游行业回落明显。在整体经济环境没有出现极端恶化前提下，我们建议投资者长期关注具有门票分成权的个股，中短期投资者适当关注湘鄂情及中国国旅的事件性交易机会。综合以上因素，我们给与行业中性评级，维持核心股票池不变。

## 目 录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 1.奢侈品离岛免税市场大 海口店分流三亚店 11%业绩 ..... | 4  |
| 2. 11 月份旅游数据整体下降 游客平均消费略有提升 ..... | 6  |
| 2.1.北京旅游进入淡季 业绩整体回落 .....         | 6  |
| 2.2.西安世博会吸引过多游客 11 月数据加速下降 .....  | 8  |
| 2.3.昆明市冬季度假高峰即将到来 .....           | 9  |
| 3. 餐饮旅游行业整体回落 酒店行业下跌明显 .....      | 9  |
| 4. 行业淡季正常回落 重点注意事件影响 .....        | 12 |

## 图 表 目 录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 图表 1: 离岛免税营业额估算.....       | 5  |
| 图表 2: 海南离岛免税预计营业额 .....    | 5  |
| 图表 3: 北京市接待国内游客情况.....     | 7  |
| 图表 4: 北京市旅游收入结构.....       | 7  |
| 图表 5: 西安市接待国内游客情况.....     | 8  |
| 图表 6: 昆明市接待国内游客情况.....     | 9  |
| 图表 7: 12 月申万一级行业走势排名.....  | 10 |
| 图表 8: 12 月申万三级行业走势排名.....  | 10 |
| 图表 9: 餐饮旅游行业及市场估值比较 .....  | 11 |
| 图表 10: 餐饮旅游行业核心股票池涨跌幅..... | 11 |
| 图表 11: 餐饮旅游行业核心股票池.....    | 12 |

## 1. 奢侈品离岛免税市场大 海口店分流三亚店 11%业绩

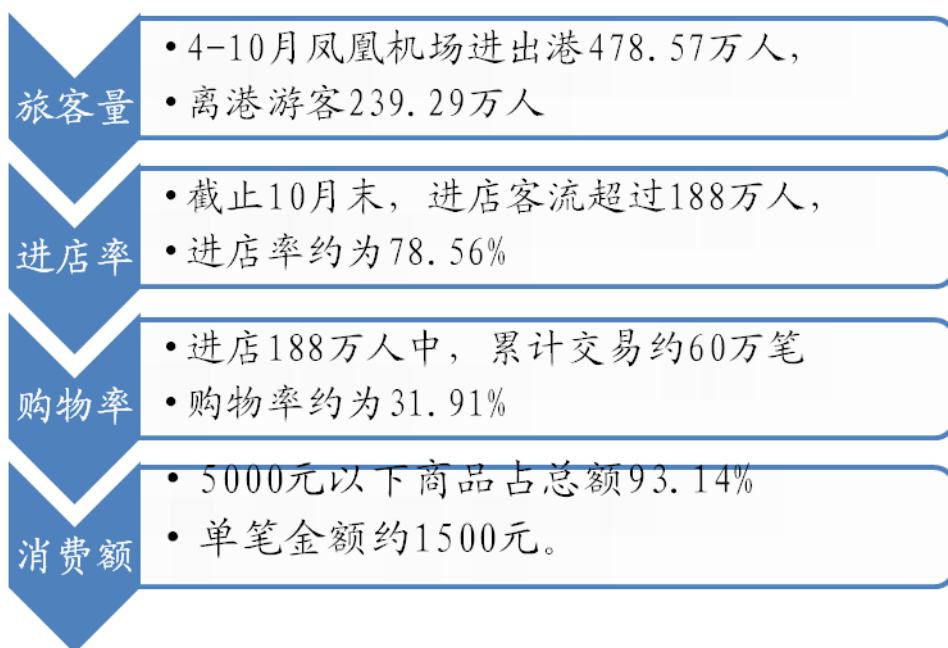
2011 年 3 月 24 日财政部发布了《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》，海南将对乘飞机离岛（不包括离境）旅客实行限次、限值、限量和限品种免进口税购物，在实施“离岛免税”政策的免税商店内付款，在机场隔离区提货离岛的税收优惠政策。2011 年 4 月 20 日中免集团三亚免税店正式开业，这标志着海南岛成为继韩国济州岛、日本冲绳和台湾地区妈祖、金门两岛之后世界上第四个实行“离岛免税”政策的地区。2011 年 12 月 21 日设于海口美兰机场免税店宣布开始营业，海口机场免税店是由海南免税品有限公司与海航国际旅游岛开发建设有限公司合资建立，其中，海免公司占股 51%，海航公司占股 49%。离岛免税店主要从事首饰、工艺品、手表、香水、化妆品等 18 种中高档进口品的免税销售。

高盛统计指出中国奢侈品消费 40%以上都是在境外购买，而国内奢侈品购买途径包括：境内专卖店、网购（包括 C2C 和 B2C）和免税店购买。2010 年奢侈品网络购买量约为 63.6 亿元，预计 2011 年将达到 107.3 亿元，约占国民奢侈品市场的 10-15%。2009 年我国免税业务营业额约为 85 亿元，其中奢侈品约为 29.5 亿元，约占国民奢侈品市场的 4.61%。对比免税业发达的韩国，奢侈品牌箱包和时装消费中从免税店购买比例约为 30.56%和 29.92%。离岛免税政策实施后，我国免税店奢侈品消费比例有望提升至 7.5%世界平均水平，按此估算 2012 年我国离岛免税店奢侈品市场空间约为 100 亿元，奢侈品离岛免税店销售市场空间巨大。

2011 年 3 月 24 日财政部发布了《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》，海南将在 2011 年 4 月 20 日实施“离岛免税”政策的免税商店内付款，在机场（海口美兰机场和三亚凤凰机场）隔离区提货离岛的税收优惠政策。《公告》还指出“离岛免税店是具有实施离岛免税政策资格并实行特许经营的免税商店。海口、三亚两地各开设一家离岛免税店进行试点。” 2011 年 4 月 20 日中免集团三亚免税店正式开业； 12 月 21 日设于海口美兰机场免税店宣布正式营业。

我们将常用的渗透率细化为机场游客进店率\*购物率，通用公式变形为“离岛免税店营业额=机场离岛旅客量\*进店率\*购物率\*人均消费量”。我们假定海南两机场离岛游客增速与海南省游客增速一致，维持在 15%水平。但海口美兰机场设计旅客接待能力约 930 万人次，三亚凤凰机场为 650 万人次。2011 年海口进出机场人数至少为 961 万人次；三亚机场约为 978 万人次（逼近设计规模 2 倍上线）。在机场技改之前，2016 年海口美兰机场、2014 年三亚凤凰机场也许进入其待客能力瓶颈期。

图表 1：离岛免税营业额估算



资料来源：渤海证券研究所

从图表 1 可以看到, 4 月至 10 月三亚机场离岛理论数字约为 478.57 万人, 三亚免税店共接待游客 188 万人次, 累计交易约 60 万笔, 交易单笔金额平均约 1500 元。由此我们假设三亚免税进店率约为 78.56%, 购物率约为 31.91%。我们推测 2012 年-2014 年三亚免税店营业额约为 21、23.3、24.4 亿元水平。海口美兰机场商务旅客较多, 约占海口旅客的 25%。所以, 我们假设海口免税进店率约为 62.84% (三亚进店率的 75%); 购物率约为 28.71% (三亚免税购物率的 90%); 单笔消费额约 1500 元 (商务旅客购买力与普通游客相当)。我们推测 2012-2014 年海口免税店营业额约为 14、16.1、18.5 亿元。

图表 2:海南离岛免税预计营业额

| 批注               |             | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  |
|------------------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 海口离岛旅客 (万人)      | 飞机离岛旅客      |       | 552.0 | 635.0 | 730.0 |
| 海口进店 (万人)        | 三亚进店率的 75%  |       | 325.2 | 374.1 | 430.1 |
| 海口购物成交 (万笔)      | 三亚购物率的 90%  |       | 93.4  | 107.4 | 123.5 |
| 免税店营业额 (亿元)      | 单笔消费 1500 元 |       | 14.0  | 16.1  | 18.5  |
| 三亚离岛旅客 (万人)      | 飞机离岛旅客      | 489.0 | 562.4 | 646.5 | 650.0 |
| 三亚进店 (万人)        | 进店率 78.6%   | 384.0 | 441.8 | 507.0 | 510.6 |
| 三亚购物成交 (万笔)      | 购物率 31.91%  | 123.0 | 141.0 | 161.8 | 162.9 |
| 调整前: 三亚店营业额 (亿元) | 单笔消费 1500 元 | 18.5  | 21.0  | 23.3  | 24.4  |
| 调整后: 三亚店营业额 (亿元) | 海口分流收入 11%  | 18.5  | 18.7  | 20.7  | 24.4  |
| 离岛免税店合计 (亿元)     | 海口三亚合计      | 18.5  | 32.7  | 36.8  | 42.9  |

资料来源：渤海证券研究所

4月20日至7月中旬，海口机场免税提货点共接待三亚免税提货顾客2.36万人，合计消费总额约4508万元；而同期三亚免税店共接待消费顾客28.71万人，实现营业收入43078.5万元；我们大胆推测海口免税营业后或直接分流三亚约11%营业额。但随着2014年三亚机场接待游客接近上线，海口机场对三亚离岛游客的直接分流效应将逐步消失。考虑到分流效应后，我们推测2012-2014年三亚免税店营业额也高达18.7亿、20.7亿和24.4亿元水平。

三亚免税店为中国国旅(601888)旗下中免公司下属免税店。从2011年半年报可以看出，中免公司免税业务收入约占中国国旅收入33%，中免营业利润约占中国国旅的63%。2012海口市海兰机场免税店开业分流三亚免税店约11%的营业额，约2.3亿元营业收入。但随着2014年三亚机场接待游客接近上线，海口机场对三亚离岛游客的直接分流效应将逐步消失。所以，中国国旅(601888)旗下中免公司业绩长期向好，我们给予中国国旅持有评级。

## 2.11 月份旅游数据整体下降 游客平均消费略有提升

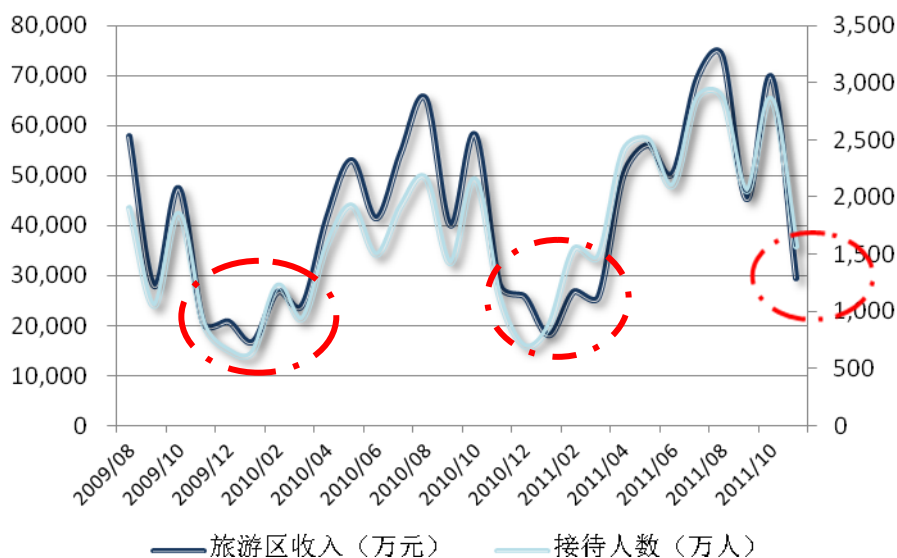
2011年11月全国各地行业数据整体回落，部分地区受旅游平均花费提升影响，旅游收入增速下降幅度略低于游客量增速。预计除海南云南等地区外，12月份大部分景区数据将继续回落，旅游形势或将在明年第二月份有所好转。

### 2.1.北京旅游进入淡季 业绩整体回落

2011年11月北京旅游区接待1572万人，比去年同期上涨40.56%；11月北京旅游区收入达到29730万元，比去年同期上涨4.88%，其中，实现门票收入19018万元，同比上涨4.71%，实现商品销售收入483万元，同比上涨5.48%。北京1-11月份景区累计接待23155万人，同比增长39.43%，1-11月份景区实现收入517681万元，同比增长14.4%。

从图3可以看到，北京市历年旅游三次小高峰分别是5月春季出游小高峰，7-8月暑期最高峰，10月黄金周及秋季出游次高峰。从11月份数据可以看出，北京冬季接待人数及实现收入明显下降，表明北京市旅游业正式进入淡季。1-11月份北京景区累计接待游客同比增长39.43%，实现收入同比增长14.4%可以看出2011年北京接待游客数增幅明显，同时也说明受整体经济环境影响，北京人均旅游消费略有下降。

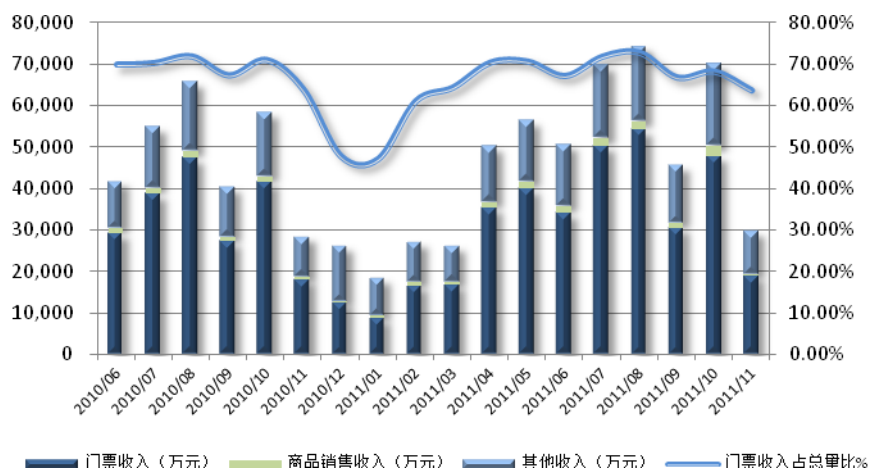
图表 3：北京市接待国内游客情况



资料来源：Wind 渤海证券研究所

从图表 4 可以看到，11 月份旅游收入中门票收入比例开始下降，我们预计直到明年 2 月份门票收入比例将维持低位。具体到上市公司，北京旅游（000802）拥有潭柘寺、戒台寺、灵山和妙峰山等景区门票分成权，北京冬季旅游淡季的到来或继续影响上市公司主营业务收入，公司旗下新涉足的时尚之旅连锁酒店业表现也不尽如人意，明年二季度旅游旺季到来后或有更好表现。

图表 4：北京市旅游收入结构



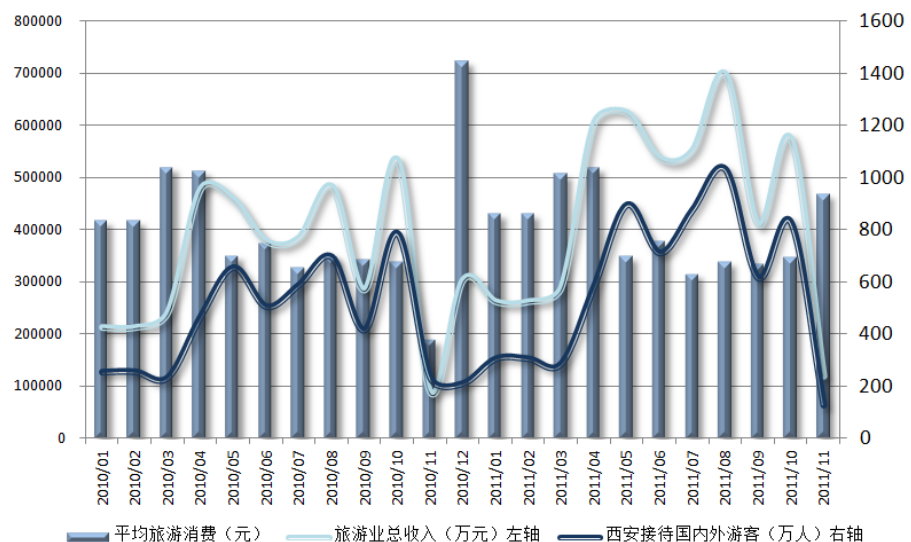
资料来源：Wind 渤海证券研究所

## 2.2. 西安世博会吸引过多游客 11 月数据加速下降

2011 年 11 月西安市共接待游客 126 万人，比去年同期减少 45.79%，其中接待国内游客 115.26 万人，同比减少 48%，接待入境游客 10.74 万人，同比增长 3%。11 月西安市实现旅游收入 126 亿元，比去年同期增长 34%，1-11 月西安市共接待 6550 万人，同比增长 29%。1-11 月西安市共实现旅游收入 492 亿元，同比增长 31%。

从图表 5 可以看出，西安市历年旅游三次小高峰分别是 4-5 月春季出游小高峰，7-8 月暑期出行高峰，10 月黄金周及秋季出游高峰，冬季旅游收入和接待人数明显回落。正如上月月报所预测“世界园艺博览会的召开或提前透支过多游客，11-12 月西安接待游或有大幅度回落。” 2011 年 4 月 28 日至 10 月 22 日世界园艺博览会共接待海内外游客 1572 万人次世界园艺博览开幕后除 6 月和 9 月幅回落外，4-10 月接待人数和实现收入一直维持在历史高位。我们从 11 月份数据可以看出，西安接待国内外游客比上月下跌 84.75%回落明显，实现旅游收入下跌 79.37%，旅游人均消费略有上升约 0.48%，我们估计世博园基数效应或影响明年旅游增速。

图表 5：西安市接待国内游客情况



资料来源：Wind 渤海证券研究所

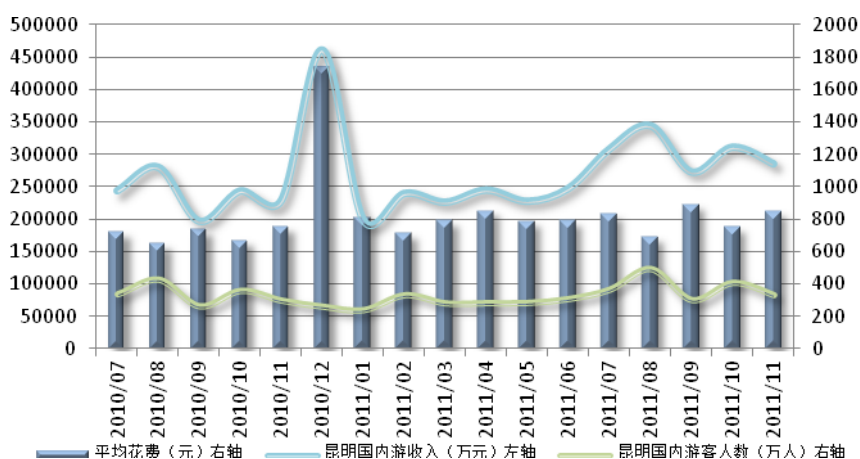
2011 年世界园艺博览会为西安饮食（000721）带来大量游客资源。西安饮食大力发展餐饮主业及食品加工业，前三季度实现营业收入 49664 万元，同比增长 18.71%。此外 2011 年 1 月 27 日发布公告，宣布以 1.68 亿元的价格出让亏损的西安老孙家饭庄营业楼，确认 2224.5 万元的投资收益，前三季度实现净利润 3858 万元，同比增长 302%好于往年同期。

## 2.3.昆明市冬季度假高峰即将到来

2011 年 11 月昆明市接待国内游客 336 万人，同比增长 11.1%；实现国内游收入 284561 万元，同比增长 24.8%。2011 年 1-11 月份昆明市共接待国内游客 3672 万人，同比增长 14.72%，1-11 月份昆明共实现收入 2898616 万元，同比增长 28.35%。

从图 6 可以看到，昆明市历年旅游三次小高峰分别是，7-8 月暑期出行高峰，10 月黄金周及秋季出游高峰，12 月份冬季度假高峰。从 1-11 月昆明累计数据增幅可以看出今年昆明市旅游整体市场好于去年。受人均消费水平提升的影响，昆明市旅游收入增速略高于游客量增速。因 12 月份是冬季度假高峰期，我们预计 12 月份昆明市旅游业绩或将令人侧目。

图表 6：昆明市接待国内游客情况



资料来源：Wind 渤海证券研究所

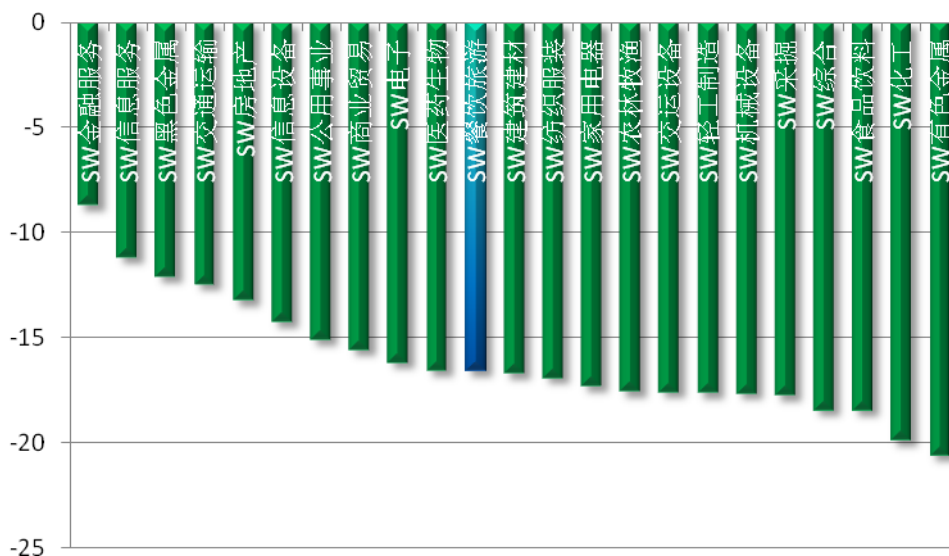
从三季度报告可以看出，云南旅游（002059）在世博园门票收入回升，旅游团队购物、休闲餐饮、娱乐产品销售提升的带动下，前三季度实现营业收入 17056 万元，比上年同期增长 14.18%。考虑到旗下确认的房地产销售收入，公司预计 2011 年或将实现营业利润 500-1000 万。

## 3. 餐饮旅游行业整体回落 酒店行业下跌明显

冬季为旅游行业传统淡季，除海南省外我国大部分地区接待游客和实现收入回落明显。虽然冬季为餐饮行业旺季，但受餐饮旅游行业整体回落影响，餐饮行业走势并不尽如人意。截止 12 月 28 日，餐饮旅游行业下跌 16.21%，跑输沪深 300

指数 7.7 个百分点，位列申万 23 个一级子行业第 11 位。

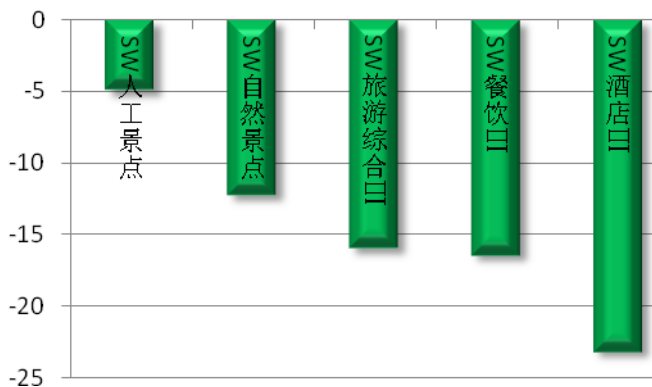
图表 7：12 月申万一级行业走势排名



资料来源：Wind 渤海证券研究所

12 月餐饮旅游三级子行业全线下跌，人工景点子行业下跌 4.94%，自然景点行业下跌 12.26%，旅游综合下跌 15.98%，餐饮行业下跌 16.46%。拥有门票分成权的景点子行业维持强势下跌较少，而涉房企业较多的酒店子行业下跌幅度较大，建议投资者适当回避风险。

图表 8：12 月申万三级行业走势排名

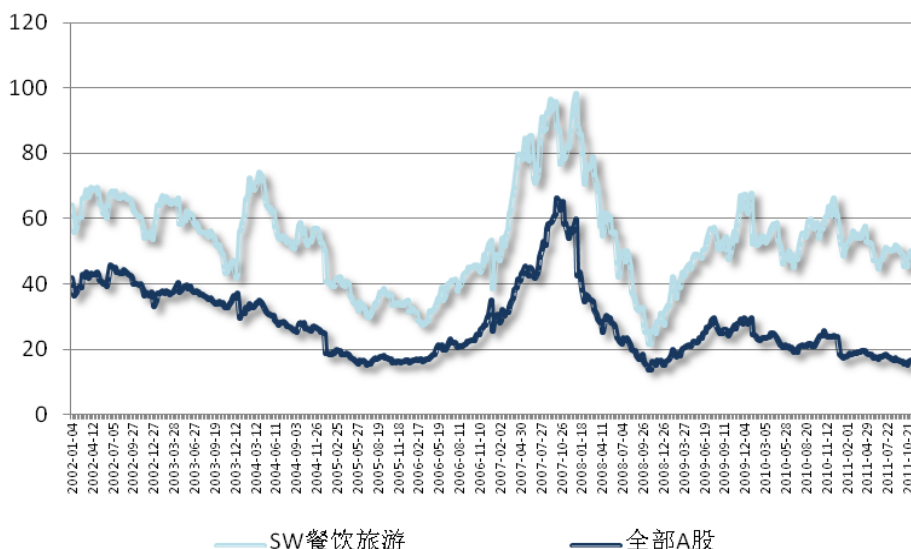


资料来源：Wind 渤海证券研究所

从估值来看，12 月末餐饮旅游一级行业市盈率 42.23 倍，相比较月初 48.68 倍有所下降。28 日全部 A 股静态整体市盈率约为 11.75 倍，餐饮旅游行业溢价率约为

263%。从图 9 可以看到，除极端数值外餐饮旅游行业市盈率维持在 35-70 倍之间，12 月属于估值低位，但不排除进一步下探可能。

图表 9：餐饮旅游行业及市场估值比较



资料来源：Wind 渤海证券研究所

12 月 1 日至 28 日餐饮旅游行业核心股票池平均下跌 16.59%，跑输申万餐饮旅游行业指数 1.69 个百分点。四季度行业整体下跌，股票池内各股亦随式下跌。其中，受海口美兰机场免税店开业影响，中国国旅下跌 12.1%，但正如前文所述，公司旗下中免公司业绩长期向好，我们建议长期投资者继续持有。四季度为桂林旅游淡季，本月下跌 15.73%基本与行业指数相符，但按时间推算公司权诉讼案已经进入关键期，我们提醒投资者关注事件性风险。四季度为餐饮子行业旺季，但湘鄂情企业债发行后下跌较为明显，但 2012 年春季餐饮行业刷卡费有望降低，我们建议中期投资者适当关注交易性机会。

图表 10：餐饮旅游行业核心股票池涨跌幅

| 证券代码   | 股票简称   | 股票价格 2011/11/30 | 股票价格 2011/12/28 | 涨跌幅     |
|--------|--------|-----------------|-----------------|---------|
| 000978 | 桂林旅游   | 9.09            | 7.66            | -15.73% |
| 601888 | 中国国旅   | 28.60           | 25.14           | -12.1%  |
| 002306 | 湘鄂情    | 19.20           | 14.99           | -21.93% |
|        | 算数平均值  |                 |                 | -16.59% |
|        | 餐饮旅游指数 | 2646            | 2252            | -14.89% |

资料来源：Wind 渤海证券研究所

## 4. 行业淡季正常回落 重点注意事件影响

A 股市场 8 个月连续下跌，沪深两市股指频创新低，受年底资金回抽压力 12 月继续下探。具体到餐饮旅游行业，12 月我国大部分地区旅游景点为传统淡季，二级市场亦充分体现。日前中国旅游研究院发布 2012 年元旦春节市场趋势预测称：两节期间旅游收入将同比增长 21.9%。在整体经济环境没有出现极端恶化前提下，我们建议投资者长期关注具有门票分成权景点个股，中短期投资者适当关注湘鄂情及中国国旅的事件性交易机会。综合以上因素，我们给与行业中性评级，维持核心股票池不变。

图表 11：餐饮旅游行业核心股票池

| 证券代码   | 股票简称 | 股票价格<br>(2011/12/28) | EPS  |       |       | PE    |       |       | 评级 |
|--------|------|----------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
|        |      |                      | 2010 | 2011E | 2012E | 2010  | 2011E | 2012E |    |
| 000978 | 桂林旅游 | 7.66                 | 0.19 | 0.32  | 0.40  | 40.31 | 23.93 | 19.15 | 持有 |
| 601888 | 中国国旅 | 25.14                | 0.46 | 0.78  | 1.12  | 54.65 | 32.23 | 22.44 | 持有 |
| 002306 | 湘鄂情  | 14.99                | 0.29 | 0.53  | 0.73  | 51.68 | 28.28 | 20.53 | 推荐 |

资料来源：Wind 渤海证券研究所

**投资评级说明**

| 项目名称   | 投资评级 | 评级说明                                |
|--------|------|-------------------------------------|
| 公司评级标准 | 强烈推荐 | 未来 6 个月内绝对收益>50%                    |
|        | 推荐   | 未来 6 个月内绝对收益>30%                    |
|        | 持有   | 未来 6 个月内绝对收益>10%                    |
|        | 回避   | 未来 6 个月内绝对收益<10%                    |
| 行业评级标准 | 看好   | 未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%       |
|        | 中性   | 未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间 |
|        | 看淡   | 未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%       |

**重要声明 1:** 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和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。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。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

**重要声明 2:** 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

渤海证券研究所机构销售部经理

华南区销售经理

座机: 86-22-28451995

手机: 13502040941

邮箱: [zhuyanjun@bhzq.com](mailto:zhuyanjun@bhzq.com)

吴慧

渤海证券研究所机构销售部

华东区销售经理

座机: 86-10-68784269

手机: 13811199719

邮箱: [wuhuihui09@gmail.com](mailto:wuhuihui09@gmail.com)

刘啸

渤海证券研究所机构销售部

华北区销售经理

座机: 86-10-68784275

手机: 13810427284

邮箱: [helen.newday@gmail.com](mailto:helen.newday@gmail.com)

## 渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街22号 外经贸大厦11层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)