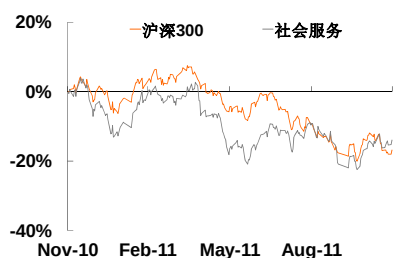


景区行业深度研究报告

“量升”有助力，“价涨”是必然

推荐 (首次)

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060209040123
0755-22627143
wenxian001@pingan.com.cn

联系人

赵小燕 一般证券从业资格编号
S1060111080160
021-33520286
zhaoxiaoyan488@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

观光游阶段，景区是主要旅游产品。我们判断“十二五”期间，优质景区“量升”有助力、“价涨”是必然，预计年复合收入增速 18%。优质景区行业收入占比将由 2010 年 0.9%，升至 2015 年 1.2%。行业内公司发展潜力值得关注。

投资要点：

■ “十二五”期间观光游仍是主导

“十二五”期间国内旅游收入增长有底，旅游外汇收入有压。综合判断我们预计“十二五”期间旅游收入年均复合增速 12%。

观光游仍是主导：1.出游率提升推动行业增长。预计“十二五”期间国内出游率年均复合增速达到 11%，国内单次出游花费年均增长 4%；2.单次旅游消费低。2015 年国内单次旅游花费大致相当于一次为期两天的短途旅行。

■ “量升”有助力、“价涨”是必然，优质景区收入增速远超行业

观光游阶段，景区是主要旅游产品。我们预计“十二五”期间，优质景区年复合收入增速 18%，增速保持超越旅游行业。优质景区行业收入占比将由 2010 年的 0.9%，提升至 2015 年的 1.2%。

“量升”有助力。优质景区潜在客户接待量仅 35%，成长空间还很大。由于黄金周单日接待能力受供给端扩张速度限制，优质景区接待量提升主要依靠淡季单日接待量增长。“十二五”期间交通改善、政策扶持将助力优质景区成长，预计优质景区接待人次年复合增长 14%。

“价涨”是必然。涨价策略仍是景区主要定价策略，预计至 2015 年优质景区平均票价上涨 15%。理由有三：1.供不应求，定价能力强；2.有条件执行免票策略的景区仅约 16%；3.从景区管理结构来看，票价易涨难跌。

■ 首次给予景区行业“推荐”评级

上市公司所掌握的景区资源多属优质景区。在优质景区供不应求背景下，我们看好景区行业中公司的发展潜力，首次给予行业“推荐”评级。结合各景区“价涨”、“量升”的能力及空间，建议关注存在涨价预期的峨眉山 A、丽江旅游，客流量增长空间大的三特索道、中青旅。

股票名称	股票代码	股票价格 2012-1-6	EPS (元/股)				PE (倍)				评级
			2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E	
峨眉山 A	000888.SZ	16.59	0.47	0.60	0.73	0.88	27.7	27.7	22.7	18.9	推荐
丽江旅游	002033.SZ	18.00	0.09	0.69	0.81	1.00	26.1	26.1	22.2	18.0	推荐
三特索道	002159.SZ	13.62	0.25	0.38	0.4	0.46	35.8	35.8	34.1	29.6	推荐
中青旅	600138.SH	14.32	0.64	0.75	0.88	0.78	19.1	19.1	16.3	18.4	推荐

正文目录

一、	预计“十二五”期间观光游仍是主导.....	5
1.1	“十一五”回顾	5
1.2	预计“十二五”期间旅游收入年均增长 12%	6
1.3	观光游仍主导国内游	9
二、	观光游阶段，优质景区收入增速超行业	11
2.1	旅游收入的构成	11
2.2	优质景区收入增速超越行业	12
2.3	黄金周数据反应供不应求的现状	13
2.4	优质景区成长空间还很大	13
三、	交通、政策助力，“十二五”期间优质景区接待人次年复合增长 14%	14
3.1	景区接待量取决于一个“中心”、两个“基本点”	14
3.2	优质景区接待量提升主要看产业配套	15
3.3	交通、政策助力，“十二五”期间优质景区接待人次年复合增长 14%	15
四、	涨价策略是主导，预计今后五年优质景区平均票价增长 15%	16
4.1	中国景区产品定价以涨价策略为主	17
4.2	涨价策略仍将是优质景区的主要定价策略	17
4.3	保守预计至 2015 年优质景区平均票价上涨 15%	18
五、	首次给予景区行业“推荐”评级	19
六、	风险提示	23
七、	附注	24

图表目录

图表 1	“十一五”期间人均可支配收入增速较高	5
图表 2	“十一五”期间旅游外汇收入增速前高后低	5
图表 3	人口增速保持稳定	6
图表 4	城镇居民人均旅游消费对人均收入散点图 单位：元	7
图表 5	农村居民人均旅游消费对人均收入散点图 单位：元	7
图表 6	“十二五”期间国内旅游收入保持 14% 的年均复合增速	7
图表 7	2008 年以来旅游外汇收入持续低迷	8
图表 8	国内游客旅游消费增长已成为旅游行业成长的主要驱动力	8
图表 9	“十二五”期间旅游收入对人均收入、旅游外汇收入的敏感性测试	9
图表 10	农村居民出游率：预计 2015 年达 180%， “十二五”期间年均增速 3%	9
图表 11	农村居民实际出游率高于同时期城镇居民出游率	10
图表 12	世界旅游组织、“十二五”规划草案对国内出游人次的预测	10
图表 13	城镇居民出游率：保守预计 2015 年达 230%，乐观预计 2015 年达 300%	10
图表 14	“十二五”期间出游率提升是国内旅游收入增长的主要动力	11
图表 15	上海一黄山两日游费用基本情况	11
图表 16	旅游行业产业链格局	12
图表 17	2008~2010 三年间优质景区收入增速高于行业整体水平	12
图表 18	优质景区行业收入占比逐年提升	13
图表 19	黄金周期间，优质景区收入中占比逐年下降	13
图表 20	从潜在客户接待比例来看，优质景区成长空间还很大	14
图表 21	国内人口占比基本稳定	14
图表 22	预计 2015 年潜在客户数量达到 8.6 亿人	14
图表 23	景区资源竞争力	15
图表 24	受益交通改善带来竞争力提升的主要上市公司	16
图表 25	主要旅游扶持政策及相关上市公司	16
图表 26	基于我们的假设，2015 年优质景区接待人次占潜在客户比例达到 80%	16
图表 27	对政府定价或指导价景区门票调整的规定	17
图表 28	76 个主要优质景区所在地级市中，GDP 超出杭州的城市仅 7 个	18
图表 29	主要景区类上市公司门票价格及最近一轮调价的时间	18
图表 30	保守预计 2015 年优质景区平均票价上涨 15%，对应收入年复合增长 22%	19
图表 31	2010 年公司收入构成	20
图表 32	2010 年公司毛利构成	20
图表 33	峨眉山客流量增长有保障	20
图表 34	2012 年景区门票提升 25% 将带来 2012~2013 年 EPS 分别提升 0.09、0.09 元	20
图表 35	预计丽江旅游 2011 年客流量大幅	21
图表 36	2012 年大索道门票提升 25% 将带来 2012~2013 年 EPS 分别提升 0.11、0.14 元	21
图表 37	2010 年梵净山公司净利润约占 2%	22
图表 38	预计 2013 年梵净山公司净利润升至 22%	22
图表 39	2010 年公司收入构成	23
图表 40	2010 年公司毛利构成	23
图表 41	乌镇黄金周以外单日接待量增速高于黄山、峨眉山等传统名胜	23

图表 42	我国主要管理部门对景区的分类情况.....	24
图表 43	119 个直报景区列表.....	24

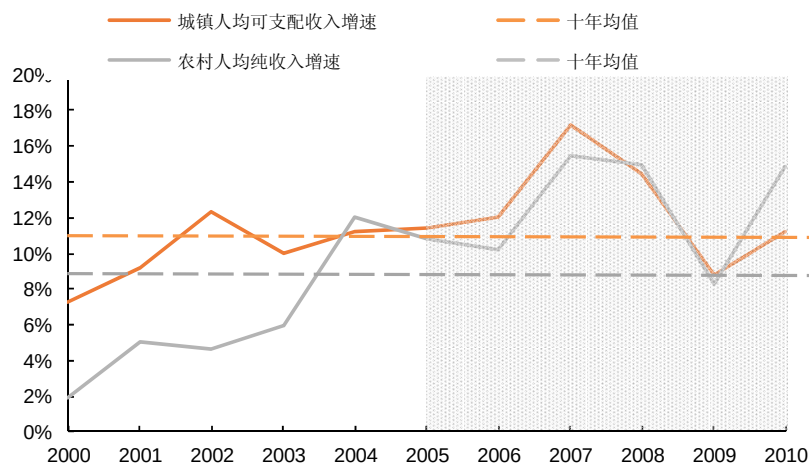
一、 预计“十二五”期间观光游仍是主导

“十二五”期间国内旅游收入增长有底，旅游外汇收入有压。综合判断我们预计“十二五”期间旅游收入年均复合增速 12%，观光游仍是行业主导。

1.1 “十一五”回顾

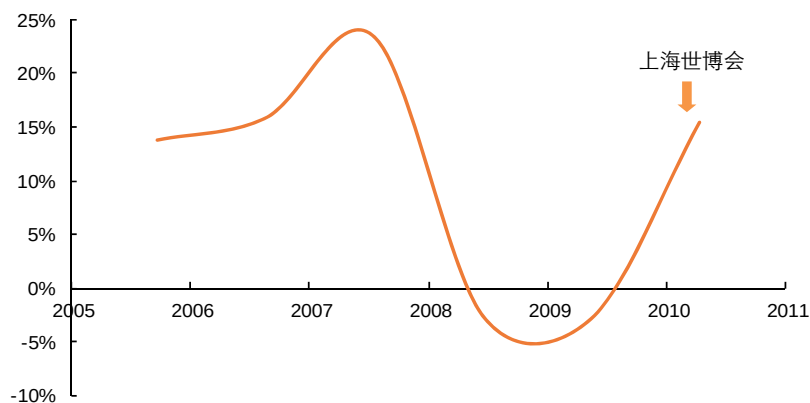
“十一五”期间，旅游行业实现了年均 15% 的复合增速。其中，国内人均可支配收入的高增长推动国内旅游收入实现 19% 的年复合增速（图表 1）；受金融危机影响，旅游外汇收入增速前高后低，年复合增速为 8%（图表 2）。

图表1 “十一五”期间人均可支配收入增速较高



资料来源：CEIC、平安证券研究所。

图表2 “十一五”期间旅游外汇收入增速前高后低



资料来源：CEIC、平安证券研究所。

1.2 预计“十二五”期间旅游收入年均增长 12%

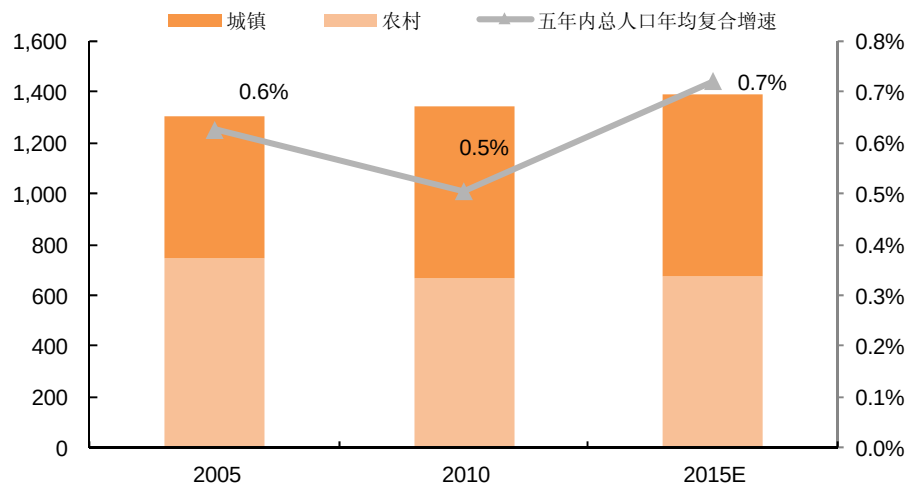
我们预计“十二五”期间旅游收入年均复合增速 12%。其中，国内旅游收入年均复合增速 14%，旅游外汇收入年均复合增速 2%。

■ 国内旅游收入增长有底

国内旅游收入由国内总人口、国内人均旅游消费决定。“十二五”期间国内人口增速已经趋于平稳。国内人均旅游消费与人均可支配收入密切相关，“十二五”规划草案中“城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入年均实际增长超过 7%”的目标使国内旅游收入增长有底。

预计“十二五”期间国内人口增速保持稳定：根据“十二五”规划草案，2015 年我国总人口将达到 13.9 亿，城镇化率为 51.5%。以此测算，“十二五”期间，人口总量增加 1%，与“十一五”期间增速基本持平（图表 3）。

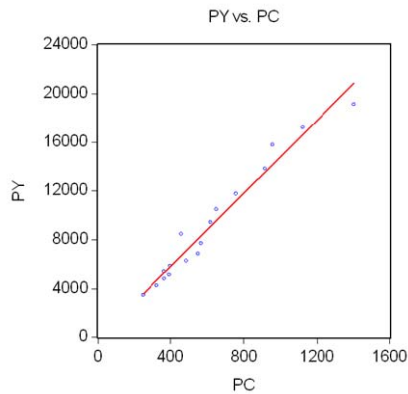
图表3 国内人口增速保持稳定（百万人）



资料来源：“十二五”规划草案、平安证券研究所整理。

旅游消费与可支配收入密切。相关凯恩斯绝对收入理论认为：消费由个人当期实际收入决定。从历史数据来看，这一理论适用于国内旅游消费（图表 4~5）。

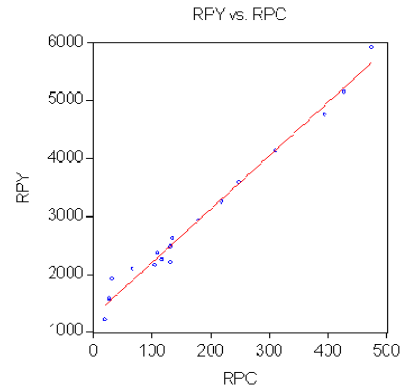
图表4 城镇居民人均旅游消费对人均收入散点图
单位：元



资料来源：CEIC、平安证券研究所。

注：PY指城镇居民人均收入，PC指城镇居民人均旅游消费。

图表5 农村居民人均旅游消费对人均收入散点图
单位：元



资料来源：CEIC、平安证券研究所。

注：RPY至指农村居民人均收入，RPC指农村居民人均旅游消费。

“十二五”规划草案提供国内旅游收入增长的底。根据“十二五”规划草案，今后五年城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入年均实际增长超过7%。假设“十二五”期间通货膨胀率3%，参考“十一五”期间城镇、农村居民人均旅游消费对收入的弹性，对应人均旅游消费分别增长13%、13%。结合我们对国内人口增长的判断，预计“十二五”期间国内旅游收入年复合增速14%（图表6）。

图表6 预计“十二五”期间国内旅游收入保持14%的年均复合增速

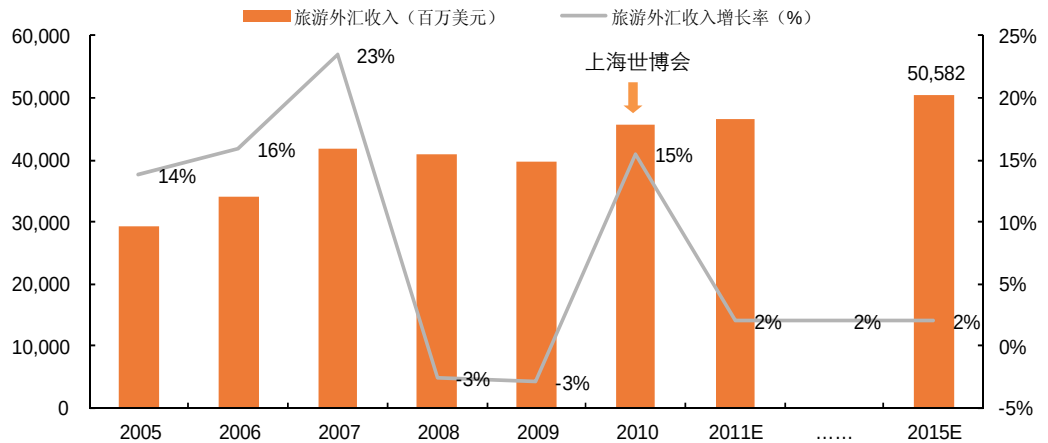
	城镇	农村	国内
“十一五”期间旅游消费对人均可支配收入的弹性	1.31	1.31	
“十二五”期间人均可支配收入实际增速目标	7%	7%	
“十二五”期间通货膨胀率	3%	3%	
“十二五”期间人均旅游消费增速	13%	13%	
“十二五”期间人口增速	1%	0%	
“十二五”期间旅游消费增速	15%	13%	14%

资料来源：“十二五”规划草案、平安证券研究所整理。

■ 旅游外汇收入增长有压

受外围经济不稳定因素影响，2008年以来旅游外汇收入持续低迷（图表7），2010年受上海世博会带动，旅游外汇收入大幅增长。2011年前三季旅游外汇收入同比增长约2%。鉴于外围经济的不确定因素短期内难有显著改善，我们假设“十二五”期间旅游外汇收入做年均增速2%，对应2015年旅游外汇收入预计达到500亿美元。

图表7 2008年以来旅游外汇收入持续低迷

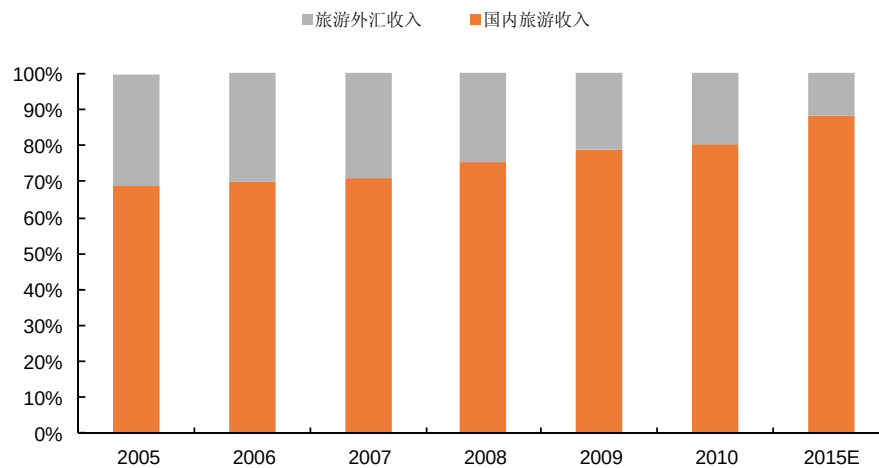


资料来源：CEIC、平安证券研究所整理。

■ 预计“十二五”期间旅游收入年均复合增速 12%

国内游客旅游消费增长已成为旅游行业成长的主要驱动力（图表8）。我们预计“十二五”期间旅游收入年均复合增速 12%。其中，国内旅游收入年均复合增速 14%，旅游外汇收入年均复合增速 2%。国内旅游收入占比提升至 88%。

图表8 国内游客旅游消费增长已成为旅游行业成长的主要驱动力



资料来源：CEIC、平安证券研究所整理。

图表9 “十二五”期间旅游收入对人均收入、旅游外汇收入的敏感性测试

旅游外汇收入增长率	城镇居民人均收入及农村居民纯收入年复合增长率						
	3%	4%	6%	7%	8%	9%	10%
-4%	6.7%	9.0%	10.1%	11.3%	12.4%	13.6%	14.7%
-2%	7.0%	9.2%	10.4%	11.5%	12.6%	13.8%	14.9%
0%	7.2%	9.5%	10.6%	11.7%	12.8%	14.0%	15.1%
2%	7.5%	9.7%	10.8%	12.0%	13.1%	14.2%	15.3%
4%	7.8%	10.0%	11.1%	12.2%	13.3%	14.4%	15.6%
6%	8.2%	10.3%	11.4%	12.5%	13.6%	14.7%	15.8%
8%	8.5%	10.7%	11.7%	12.8%	13.9%	15.0%	16.1%

资料来源：平安证券研究所整理

1.3 观光游仍主导国内游

“十二五”期间旅游行业呈现较为显著的观光游阶段特征，即出游率提升是行业增长的主要动力，单次旅游消费较低。

■ 出游率提升是主要动力

我们预计“十二五”期间国内出游率年均复合增速 11%，单次出游花费年均增长 4%。出游率提升是国内旅游收入增长的主要动力。

农村居民出游率：预计 2015 年达 180%， “十二五” 期间年均增速 2% (图表 10)。从历史数据来看，农村居民出游率高于同时期城镇居民出游率 (图表 11)。我们认为农村居民实际出游可分为两类：休闲出游、非休闲出游。探亲访友、外出求医引发的大量非休闲出游可能是农村居民出游率较高的主要原因。其中：

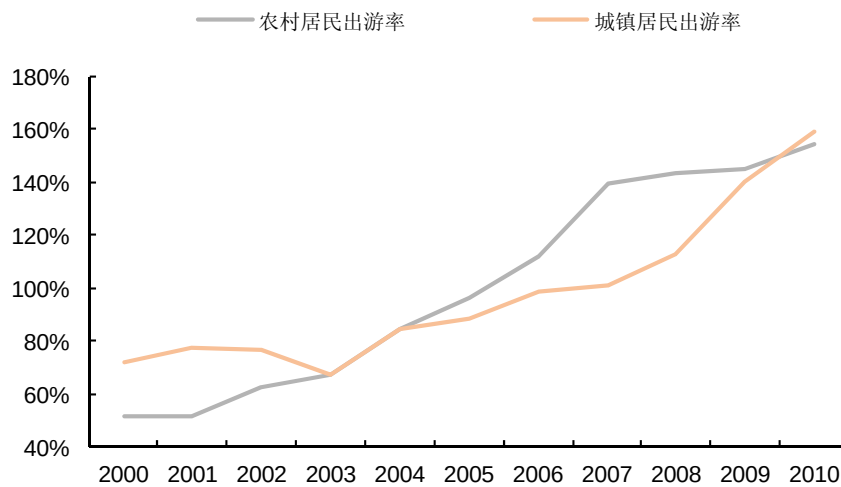
- **预计 2015 年农村居民休闲出游率 85%：**2015 年农村居民人均纯收入水平与 2004 年城镇居民人均可支配收入水平基本相当。以 2004 年城镇居民出游率为参考标准，2015 年农村居民由旅游需求引发的出游率为 85%。
- **预计 2015 年农村居民非休闲出游率 90%：**非休闲出游率受多重因素制约，保守假设今后五年非休闲出游贡献的出游率保持稳定。

图表10 农村居民出游率：预计2015年达180%， “十二五” 期间年均增速2%

	农村居民出游率	休闲需求	非休闲需求
2010A	155%	65%	90%
“十一五” 年均复合增速	10%	/	/
2015E	175%	85%	90%
“十二五” 年均复合增速	2%	5%	0%

资料来源：世界旅游组织、“十二五”规划草案、ceic、平安证券研究所整理。

图表11 农村居民实际出游率高于同时期城镇居民出游率



资料来源：ceic、平安证券研究所整理

城镇居民出游率：预计 2015 年达 300%， “十二五” 期间年均增速 13%。根据世界旅游组织、“十二五” 规划草案的预测，2015 年国内出游人次分别可达到 28、33 亿人次（图表 12）。按照世界旅游组织的保守预期计算，2015 年城镇居民出游率为 230%，对应“十二五” 期间城镇出游率年均复合增速 8%；按照“十二五” 规划草案的乐观预期计算，2015 年城镇居民出游率为 300%，对应“十二五” 期间城镇出游率年均复合增速 14%（图表 13）。考虑到“十二五” 期间政策扶持力度、交通改善程度优于“十一五” 同期，并结合“十一五” 期间城镇居民出游率 13% 的年复合增速，我们认为世界旅游组织对出游率的预测较为保守，“十二五” 规划草案中预测的出游率可以实现。

图表12 世界旅游组织、“十二五” 规划草案对国内出游人次的预测

2015 年旅游人数规模	世界旅游组织	旅游十二五
国内旅游人数（亿人次）	28	33
对应出游率	201%	237%

资料来源：世界旅游组织、“十二五” 规划草案、CEIC、平安证券研究所整理

图表13 城镇居民出游率：保守预计2015年达230%，乐观预计2015年达300%

	国内居民	城镇	农村
2010A	143%	159%	155%
“十一五” 期间年均增长率	11%	13%	10%
保守预期（世界旅游组织）	201%	232%	175%
“十二五” 期间年均增长率	7%	8%	2%
乐观预期（旅游十二五）	237%	302%	175%
“十二五” 期间年均增长率	11%	14%	2%

资料来源：世界旅游组织、“十二五” 规划草案、CEIC、平安证券研究所整理。

参考“十二五” 旅游规划草案对出游率的预测，“十二五” 期间国内出游率年均复合增速 11%，单次出游花费年均增长 4%（图表 14）。

图表14 “十二五”期间出游率提升是国内旅游收入增长的主要动力

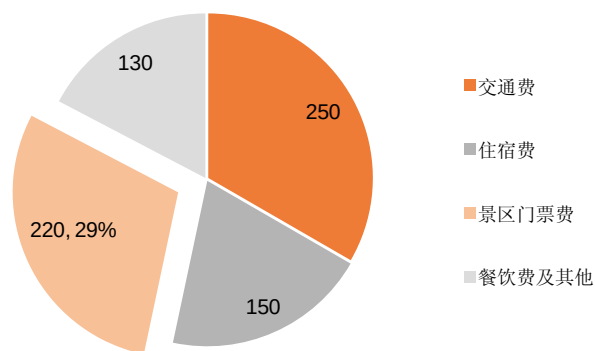
	2010A	2015E	“十二五”期间复合增速
人均旅游花费（元）	598	739	4%
出游率（%）	143%	237%	11%
旅游收入（亿元）	12,580	24,376	14%

资料来源：“十二五”规划草案、CEIC、平安证券研究所整理。

■ 单次旅游消费较低

预计 2015 年国内单次旅游花费约为 739 元（图表 14），这一花费水平大致相当于一次为期两天的短途旅行（图表 15），观光游特征显著。

图表15 上海—黄山两日游费用基本情况（元）



资料来源：平安证券研究所整理。

注1：住宿费含住1晚费用。

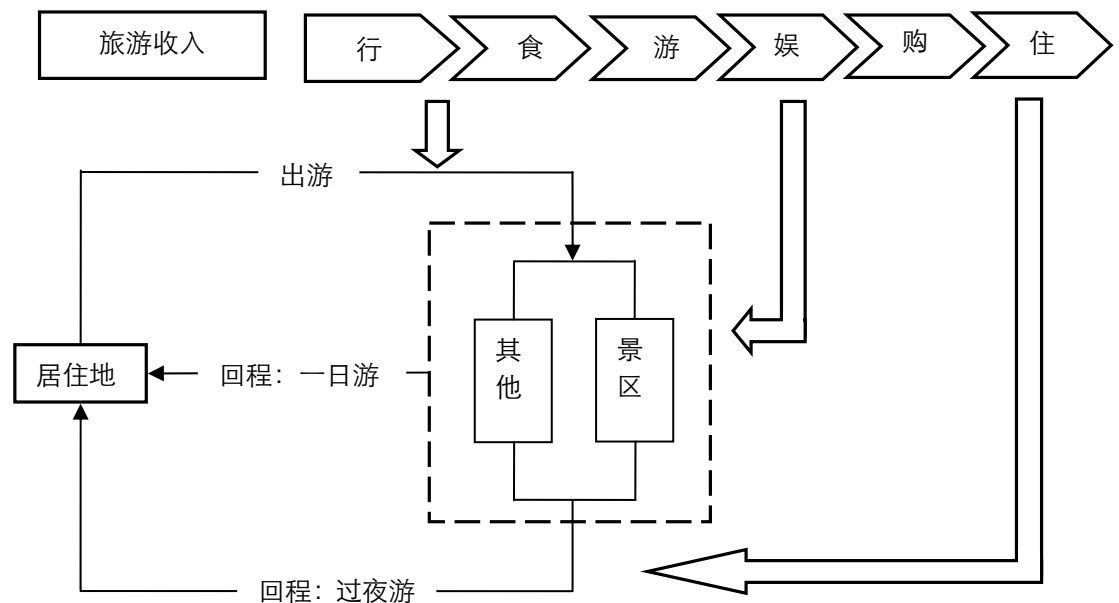
注2：景区门票费含一次门票+一次索道费用，均采用淡季门票价格。

二、 观光游阶段，优质景区收入增速超行业

2.1 旅游收入的构成

从收入构成来看，旅游收入主要由行、食、游、娱、购、住六个基本要素组成（图表 16）。景区对应“游”这一要素，在观光游阶段，景区经营模式以门票经济为主。

图表16 旅游行业产业链格局



资料来源：平安证券研究所整理

2.2 优质景区收入增速超越行业

旅游行业中景区相关的统计数据（以国家统计局口径为准）仅限于 119 个直报景区的黄金周数据。我们以 119 个直报景区作为优质景区的代表，取黄山、峨眉山、桂林旅游、丽江旅游、乌镇、庐山、神农架 7 个优质景区黄金周接待人次占比均值作为依据，测算优质景区收入：2008~2010 年间，优质景区收入增速显著超过旅游行业整体增长水平（图表 17），优质景区收入占比逐年上升，2010 年约为 1%（图表 18）。这符合我国旅游行业正处于观光游阶段的阶段性特征。

图表17 2008~2010三年间优质景区收入增速高于行业整体水平

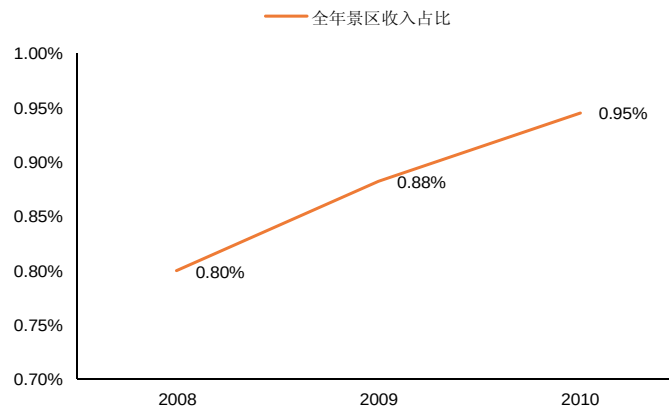
	旅游行业			119 个预报体系景区		
	全年收入(亿)	增速	全年收入(亿) ^{注1}	增速	黄金周收入(亿)	黄金周出行人次占比 ^{注2}
2008	11,586	/	87	/	8	10%
2009	12,894	11%	106	21%	9	9%
2010	15,681	22%	145	37%	11	8%

资料来源：CEIC、旅游局、平安证券研究所整理

注1：未计入淡旺季票价差影响。

注2：根据黄山、峨眉山、桂林旅游、丽江旅游、乌镇、庐山、神农架历史数据，取平均值计算得到。上述7家景区均属119个直报景区。

图表18 优质景区行业收入占比逐年提升

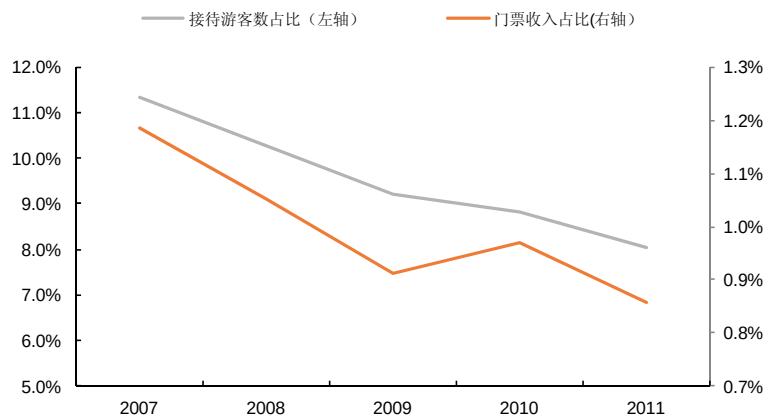


资料来源：CEIC、旅游局、平安证券研究所

2.3 黄金周数据反应供不应求的现状

与全年数字不同，从黄金周数据来看，优质景区收入、游客人次在旅游行业中占比呈均逐年下降趋势（图表 19）。我们认为，导致这一现象的原因在于：黄金周期间游客集中出游，优质景区供不应求，收入增长受限于供给端接待能力。

图表19 黄金周期间，优质景区收入占比逐年下降



资料来源：CEIC、旅游局、平安证券研究所

2.4 优质景区成长空间还很大

在我们对潜在客户的定义及假设下，2010 年优质景区面对近 8 亿潜在客户，潜在客户接待比例仅 35%（图表 20），成长空间还很大。

- 对潜在客户的定义：具备出游能力的人群，年龄介于 20~59 岁之间。
- 对潜在客户的主要假设：1.以优质景区为出行首选；2.每年出行一次；3.每个景区只去一次。

图表20 从潜在客户接待比例来看，优质景区成长空间还很大

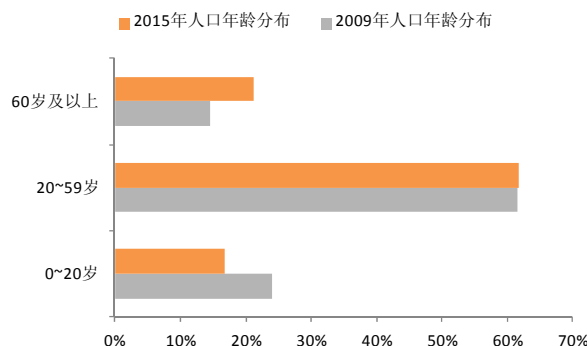
	景区潜在客户（百万）	优质景区实际接待人次（百万）			潜在客户接待比例
		全年	黄金周	黄金周出行人次占比 ^注	
2008	807	191	18	10%	24%
2009	820	241	21	9%	29%
2010	824	287	22	8%	35%

资料来源：CEIC、旅游局、平安证券研究所整理。

注：根据黄山、峨眉山、桂林旅游、丽江旅游、乌镇、庐山、神农架历史数据，取平均值计算得到。上述7家景区均属119个直报景区。

根据我们测算，不考虑新增人口的情况下，“十二五”期间潜在客户在人口中占比基本稳定（图表21），预计2015年潜在客户数量达到8.6亿人（图表22）。

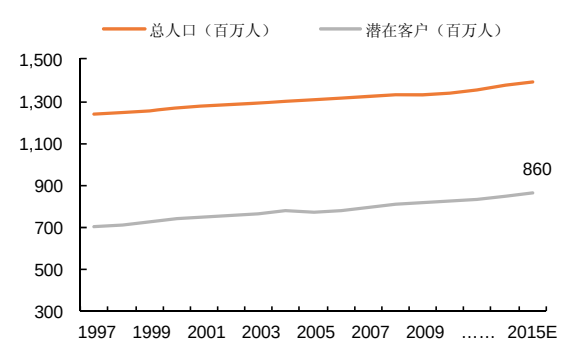
图表21 国内人口占比基本稳定



资料来源：CEIC、平安证券研究所。

注：不考虑新增人口影响。

图表22 预计2015年潜在客户数量达到8.6亿人



资料来源：CEIC、平安证券研究所。

注：假定具备出游需求人群年龄分布与总人口相同。

三、交通、政策助力，“十二五”期间优质景区接待人次年复合增长14%

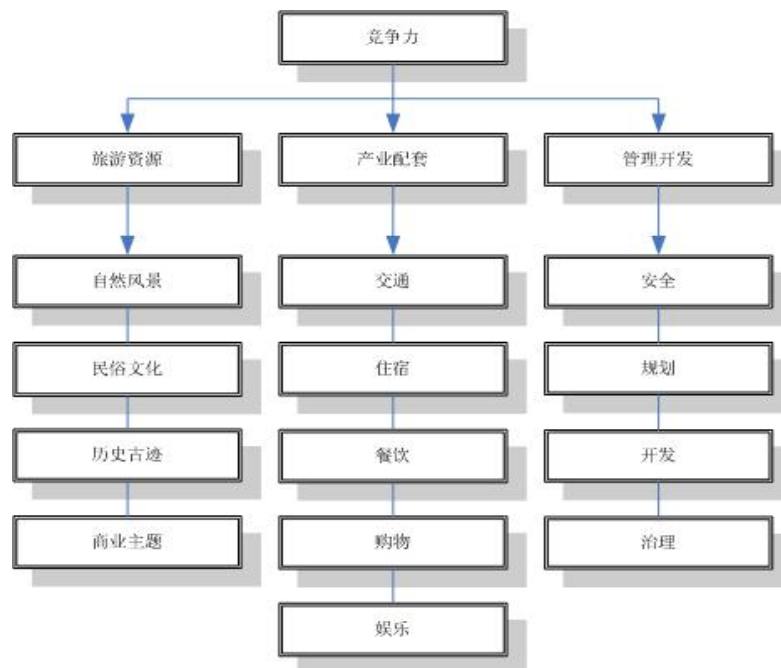
目前优质景区潜在客户接待量仅35%，成长空间还很大。由于黄金周单日接待能力受供给端扩张速度限制，优质景区接待量提升主要依靠淡季单日接待量增长。“十二五”期间交通改善、政策扶持将助力优质景区成长，预计“十二五”期间优质景区接待人次年复合增长14%。

3.1 景区接待量取决于一个“中心”、两个“基本点”

景区竞争力衡量景区对游客吸引力，是决定景区接待人次的重要因素。参考国家旅游局景区质量划分标准，我们认为景区竞争力主要由三部分构成：景区资源、管理开发、产业配套（图表29）。旅游资源是游客选择出游目的地的最根本因素，即一个“中心”。游客出行受节假日制度限制，黄金周

集中释放，与单日接待量差异较大。深化管理开发可提升景区单日饱和接待能力，提升产业配套可增加淡季接待人次，即两个“基本点”。

图表23 景区资源竞争力



资料来源：平安证券研究所整理

3.2 优质景区接待量提升主要看产业配套

根据我们统计，优质景区（延续上文以 119 个直报景区作为代表）以风景名胜类景区为主，占比约 84%（见附注），饱和接待能力提升受限。在现行节假日制度不发生重大改变的情况下，通过提升产业配套来增加淡季接待人次是优质景区接待人次提升的主要途径。

3.3 交通、政策助力，“十二五”期间优质景区接待人次年复合增长 14%

“十二五”期间，前期大规模基础建设投资逐步兑现，交通改善体现（图表 24）；国家及区域政策对旅游的扶持力度增强（图表 25），也有助于提升景区产业配套，优质景区接待人次提升的能力优于往年。参考 2010 年优质景区接待量增长情况，预计“十二五”期间优质景区黄金周日均接待量、淡季日均接待量年复合增速维持水平分别为 5%、15%，对应优质景区接待人次年复合增长 14%。2015 年优质景区接待人次占潜在客户比例将达到 65%（图表 26）。

图表24 受益交通改善带来竞争力提升的主要上市公司

交通线路	通车时间	相关上市公司及景区
成绵乐城铁路	2012	
成昆铁路（扩能改造）	2013	峨眉山 A—峨眉山
乐山机场	已获批	
杭黄高铁	2013	黄山旅游—黄山
贵广高铁	2014	
长贵高铁	2014	
成贵高铁	2014	三特索道--梵净山
渝黔高铁	2014	
万州-利州高速	2014	
恩施-黔江高速	2014	三特索道—坪坝营
贵阳-桂林-广州高铁	2014	桂林旅游—桂林
丽攀昭铁路	2014	
丽香铁路	2015	丽江旅游—玉龙雪山

资料来源：平安证券研究所整理。

图表25 主要旅游扶持政策及相关上市公司

政策名称	发布时间	主要内容	相关上市公司
峨眉山旅游振兴规划	2008	打造完整产业链，成为国际一流旅游目的地	峨眉山 A
鄂西旅游圈	2009	全力打造神农架、恩施等 8 城市组成的“鄂西生态文化旅游圈”	三特索道
海南国际旅游岛	2009	到 2020 年，旅游服务设施、经营管理和服务水平与国际标准接轨	中国国旅、首旅股份、三特索道
桂林国家旅游综合改革试验区	2010	明确指出建设桂林国家旅游综合改革试验区	桂林旅游
东东北旅游振兴规划	2010	提出未来东北地区旅游业发展目标	大连圣亚
西藏区域振兴规划	待发布	/	西藏旅游
成渝经济区振兴规划	待发布	/	峨眉山 A
云南区域振兴规划	待发布	/	丽江旅游

资料来源：平安证券研究所整理。

图表26 基于我们的假设，2015年优质景区接待人次占潜在客户比例达到65%

	日均接待人次（百万）				年接待人次（百万）		
	淡季	增长率	黄金周	增长率	全年	增长率	占潜在客户比例
2008	0.5	0%	2.6	/	191	/	24%
2009	0.6	28%	3.0	15%	241	26%	29%
2010	0.7	20%	3.2	6%	287	19%	35%
2015E	1.5	15%	4.1	5%	560	14%	65%

资料来源：CEIC、平安证券研究所整理

四、涨价策略是主导，预计今后五年优质景区平均票价增长 15%

我们认为涨价策略仍是景区主要定价策略，并预计至 2015 年优质景区平均票价上涨 15%。理由有三：1. 优质景区供不应求，定价能力强；2. 执行免票政策对产业配套要求高，有条件执行的景区仅约 16%；3. 从景区管理结构来看，票价易涨难跌。

4.1 中国景区产品定价以涨价策略为主

目前中国景区门票定价策略主要有：涨价策略、联票策略、免票策略。涨价策略及联票策略本质上都是提高门票价格。免票策略对景区周边产业配套要求较高，目前国家 5A 景区中只有西湖一家执行免票策略。

■ 涨价策略：

- 以黄山景区为代表。2002、2005、2009 提价幅度分别为 63%、54%、15%（旺季票价）。
- 2007 年《国家发展改革委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》对政府定价或指导价景区门票调整做出规定（图表 27）。

图表27 对政府定价或指导价景区门票调整的规定

类别	价格调整幅度	价格调整频率
50 元以下	一次提价幅度不得超过原票价的 35%	
50 元（含 50 元）至 100 元	不得超过 30%	不得低于三年
100 元（含 100 元）至 200 元	不得超过 25%	
200 元以上（含 200 元）	不得超过 15%	

资料来源：《国家发展改革委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》、平安证券研究所整理。

■ 联票策略：

- 以中山陵风景区为代表。分别以中山陵和明孝陵为核心分成东西两片，各包含 4 个、5 个景点。
- 捆绑定价，变相的涨价策略。

■ 免票策略：

- 以西湖为代表。2004 年起景区全部免费开放，至今国内唯一。
- 通过增加游客在杭州餐饮、购物、交通、通讯、住宿等方面消费，弥补门票收入的减少。

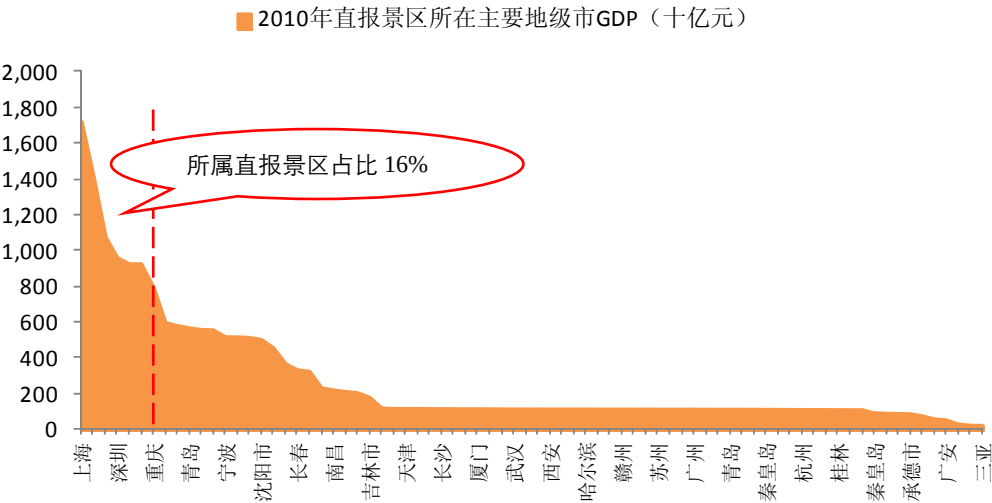
4.2 涨价策略仍将是优质景区的主要定价策略

优质景区供不应求的状态使景区具备较强定价能力。同时，结合景区产业配套、景区管理结构两方面考察，我们认为涨价策略将是短期内景区主要定价策略。

从景区产业配套来看，具备执行免票策略能力的景区不足 16%。免票策略对景区配套要求较高。以景区所在地级市的 GDP 来衡量景区周边配套，76 个主要优质景区所在地级市中，GDP 超出杭州的城市仅 7 个，对应景区在直报景区中占比约 16%（图表 28）。

从景区管理结构来看，票价易涨难跌。我国景区管理部门较多：风景名胜区隶属于国家建设部，森林公园隶属于国家林业部，自然保护区隶属于国家环保总局，博物馆隶属于国家文化部，各级文物保护单位隶属于国家文物管理部门或宗教管理部门，水库风景区隶属于国家水利部门。通常一个景区隶属于多个管理部门，涉及众多利益主体，票价易涨难跌。

图表28 76个主要优质景区所在地级市中，GDP超出杭州的城市仅7个



资料来源：CEIC、平安证券研究所整理。

4.3 保守预计至 2015 年优质景区平均票价上涨 15%

以黄山景区为例，历史景区票价调整幅度远超 CPI。黄山景区 2002~2010 年 8 年间旺季门票年均提价幅度为 14%，远超同期 CPI 涨幅。

“十二五”期间优质景区将迎来 1~2 次调价窗口。现行门票价格调整管理制度要求景区调价频率不得超过 3 年。主要景区类上市公司最近一轮调价的时间集中在 2008、2009 年（图表 29），“十二五”期间最多可迎来两次调价窗口。

保守假设“十二五”期间优质景区调价一次，且调价幅度刚好跑赢同期 CPI（延续上文为 3% 的假设），则至 2015 年优质景区平均票价上涨 15%。这一票价涨幅下，“十二五”期间优质景区收入年均复合增速为 18%，2015 年优质景区行业收入占比将提升至 1.2%（图表 30）。

图表29 主要景区类上市公司门票价格及最近一轮调价的时间

景区	门票类别	现行票价（元/人）		最近一轮调价时间
		旺季	淡季	
黄山旅游	景区门票	230 元/人	150 元/人	2009.5
	新云谷索道	80 元/人	65 元/人	2008.4
	太平索道	80 元/人	65 元/人	2008.4
	玉屏索道	80 元/人	65 元/人	2008.4
峨眉山	景区门票	150 元/人	90 元/人	2008.4
	新金顶索道	120 元/人	50 元/人	2009.8
	万年索道	110 元/人	50 元/人	2009.8
丽江旅游	大雪山索道	160 元/人		2004
	牦牛山索道	60 元/人		/
	云杉坪索道	上行 30 元/人，下行 25 元/人		2008.4
三特索道	华山索道	往返 150 元/人， 单程 80 元/人		2009.6
	梵净山门票	50 元/人		2009.4
	梵净山索道	往返 160 元/人，单程 100 元/人		2009.4
	海南猴岛	门票 50 元/人，索道联票 128 元/人		/

景区	门票类别	现行票价（元/人）	最近一轮调价时间
中青旅	乌镇东栅	100 元/人	/
	乌镇西栅	白天 120 元/人，夜游 80 元/人	2009.3
	东西栅联票	150 元/人	/
首旅股份	南山	团客 138 元/人，散客 150 元/人	2005.6

资料来源：公司公告、平安证券研究所整理

图表30 保守预计2015年优质景区平均票价上涨15%，对应收入年复合增长18%

	收入（亿）			票价	
	全年	增长率	占旅游行业收入	年平均	增长率
2008	87	/	0.8%	46	/
2009	106	21%	0.8%	44	-4%
2010	145	37%	0.9%	51	15%
2015E	326	18%	1.2%	58	15%

资料来源：CEIC、平安证券研究所整理。

五、首次给予景区行业“推荐”评级

上市公司所掌握的景区资源多属优质景区。在优质景区供不应求背景下，我们看好景区行业中公司的发展潜力，首次给予行业“推荐”评级。结合各景区“价涨”、“量升”的能力及空间，建议关注存在涨价预期的峨眉山 A、丽江旅游，客流量增长空间大的三特索道、中青旅。

➤ 峨眉山 A：客流增长有保证，票价提升有期待

公司业务涵盖景区索道、酒店宾馆、旅游服务、供水供电、温泉冰雪娱乐业等。景区索道是主要利润来源（图表 31~32）。

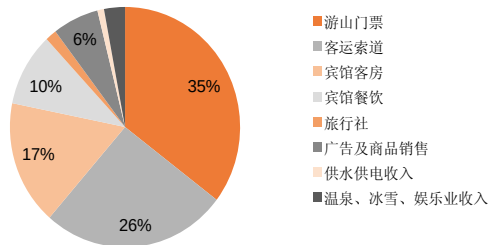
客流增长有保障。公司新建索道规划受征地等因素影响暂缓，恢复时间不确定。不考虑新建索道，我们预计峨眉山 2011~2013 客流量分别增长 14%、11%、11%，增长主要来自：1.精细化管理提升黄金周饱和接待能力；2.交通改善、政策扶持提升淡季单日接待量（图表 33）。

票价提升有期待。公司景区最近一次票价调整是在 2008 年，已迎来票价调整的窗口。假设有效票价比维持在 85%，2012 年景区门票提升 25%将带来 2012~2013 年 EPS 分别提升 0.09、0.09 元（图表 34）。目前市场对公司业绩一致预期尚未体现提价因素。

盈利预测与估值：公司现有主营盈利稳定增长，同时存在票价提升、新建索道、资产注入的预期。不考虑提价、新建索道、资产注入的情况下，预计公司 2011~2013 年 EPS 分别为 0.60、0.73、0.88 元，对应 2012 年 PE 为 22.7 倍，给予“推荐”评级。

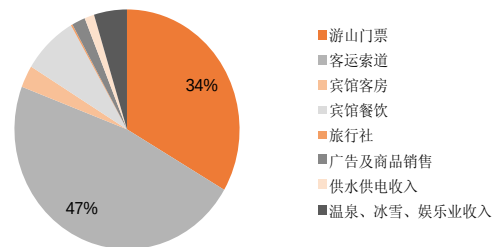
风险提示：公司业绩释放动力不足、自然灾害等系统性风险。

图表31 2010年峨眉山收入构成



资料来源：公司公告、平安证券研究所。

图表32 2010年峨眉山毛利构成



资料来源：公司公告、平安证券研究所。

图表33 峨眉山客流量增长有保障

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
进山人数（万人）	183	202	230	256	285
增长率	51%	10%	14%	11%	11%
黄金周接待量（万人）	18	18	20	21.06	21.70
黄金周单日接待量（万人）	2.6	2.5	2.9	3.0	3.1
YOY%	4%	-3%	17%	3%	3%
淡季单日接待量（万人）	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
YOY%	59%	12%	12%	12%	12%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表34 2012年景区门票提升25%将带来2012~2013年EPS分别提升0.09、0.09元

		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
票价不变	票价	150	150	150	150	150
	EPS	0.36	0.47	0.60	0.73	0.88
票价提升 25%	票价	150	150	150	188	188
	EPS	0.36	0.47	0.60	0.82	0.97
	有效票价比	0.84	0.84	0.85	0.85	0.85

资料来源：公司公告、平安证券研究所。

➤ 丽江旅游：2011 年量升确定，2012 年价涨可期

公司业务涵盖索道运输、酒店服务以及本次定向增发注入的文化演艺资产（印象丽江 51%权益）等。

2011 年量升确定。预计 2011 年公司客流量大幅增长 30%（图表 35），主要系 2010 年玉龙雪山索道技改停运造成的低基数影响。玉龙雪山索道 2010 年底恢复运营，运力提升近两倍。从恢复运营后数据来看，大索道运营良好，客流量高增长较为确定。

2012 年价涨可期。自 2004 年起玉龙雪山索道一直维持 160 元的票价。结合调价频率以及运营状况，玉龙雪山索道提价可期。假设有效票价比维持在 85%，2012 年景区门票提升 25%将带来 2012~2013 年 EPS 分别提升 0.11、0.14 元（图表 36）。目前市场对公司业绩一致预期尚未体现提价因素。

盈利预测与估值：印象丽江 51%权益于 2011 年 12 月 29 日完成过户。不考虑提价因素，按照合并报表预计公司 2011~2013 年摊薄后 EPS 分别为 0.69、0.81、1.00 元，对应 2012 年 PE 为 22.2 倍，给予“推荐”评级。

风险提示：西部大开发税收优惠政策取消、自然灾害等系统性风险。

图表35 预计丽江旅游2011年客流量大幅

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
载客量（万人）	203.86	193.27	251.54	288.39	330.73
YOY%	44%	-5%	30%	15%	15%
黄金周单日接待量（万人）	1.0	0.9	1.3	1.3	1.4
YOY%	17%	-8%	34%	5%	5%
淡季单日接待量（万人）	0.5	0.5	0.7	0.8	0.9
YOY%	46%	-5%	30%	15%	15%

资料来源：公司公告、平安证券研究所。

图表36 2012年大索道门票提升25%将带来2012~2013年EPS分别提升0.11、0.14元

		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
票价不变	票价	160	160	160	160	160
	EPS	0.39	0.09	0.69	0.81	1.00
票价提升 25%	票价	160	160	160	200	200
	EPS	0.39	0.09	0.69	0.92	1.14
	有效票价比	0.79	0.85	0.85	0.85	0.85

资料来源：公司公告、平安证券研究所。

➤ 三特索道：多景区布局，“接力赛”式成长

公司以索道运营为主，兼有景区、酒店、地产等业务。

“接力赛”式成长。与其他景区公司不同之处在于，三特索道布局众多二三线景区资源，通过储备项目的逐个耕耘，实现独特的“接力赛”成长模式。目前公司主要的利润来源为华山索道，2010 年华山索道贡献收入愈 40%，贡献净利愈 60%（图表 37）。

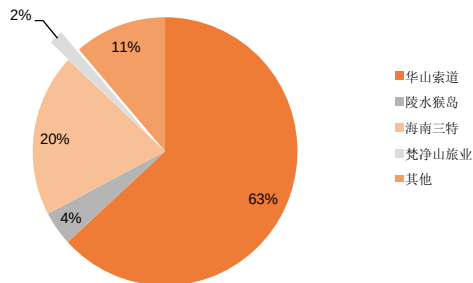
下一主要接力景区--梵净山。梵净山景区 2009 年开始投入运营，2010 年客流量大幅增长 64%至 23 万人。我们预计梵净山景区 2011~2013 年维持高客流增速，分别为 40%、30%、25%。预计 2013 年梵净山公司净利润贡献占比提升至约 20%（图表 38，扣除地产业务）。

候场“选手”还很多，客流量增长具备长期动力。仅计算景区、索道项目，目前公司正在运营中的有华山索道、猴岛索道、猴岛公园、庐山索道、梵净山景区+索道等 10 项。另有在建及待建中的柴埠溪、古隆中、保康九路寨、南漳谷山寨等约 20 个项目，成长空间还很大。

盈利预测与估值：“接力赛”式成长模式使公司客流量增长具备长期动力。预计公司 2011~2013 年摊薄后 EPS 分别为 0.38、0.40、0.46 元，对应 2012 年 PE 为 34.1 倍，给予“推荐”评级。

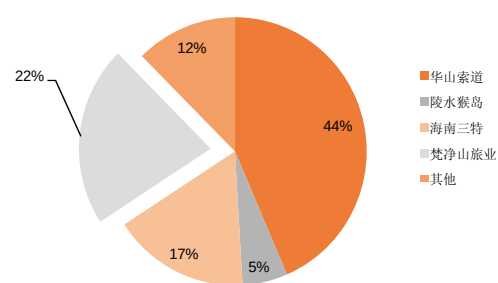
风险提示：2012 年华山二索运营对公司华山索道分流影响尚不明确，税收政策变动、自然灾害等系统性风险。

图表37 2010年梵净山公司净利润约占2%



资料来源：公司公告、平安证券研究所。

图表38 预计2013年梵净山公司净利润升至22%



资料来源：公司公告、平安证券研究所。

➤ 中青旅：优秀的景区开发商

公司原是以旅行社业务为主，一直居中国旅行社前三强。目前业务涵盖旅行社、景区、酒店、展会、地产等，其中景区为主要利润来源（图表 39~40）。

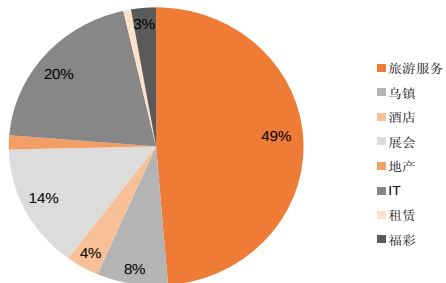
优秀的景区开发者。2007~2010 年，乌镇年均净利润增速在 70%。我们认为乌镇模式胜在：1.统筹开发，专业管理。不同于多数景区只拥有景区资源的门票、索道等有限经营权，公司通过对乌镇进行统筹开发、专业管理，提升景区竞争力。2.所在地交通方便且比邻经济发达的旅游潜在客户密集区域，产业配套较完善，黄金周以外单日接待量增速远高于黄山、峨眉山等传统名胜（图表 41）。3.可复制。

开发脚步不停歇，古北水镇值得期待。公司 2010 年正式开始北水古镇的投资建设，预计 2013 年中投入运营。古北水镇地处北京密云，具备与乌镇相似的区位优势。在同样的运营开发模式下，我们认为古北水镇项目值得期待，但短期对利润无显著贡献。

盈利预测与估值：受 2010 年世博会的高基数影响，预计乌镇游客 2011 年增速有所回落，但看好公司作为优秀景区开发商的长期发展潜力。预计公司 2011~2013 年摊薄后 EPS 分别为 0.75、0.88、0.78 元（剔除地产业务后分别为 0.43、0.52、0.59 元），对应 2012 年 PE 为 16.3 倍，给予“推荐”评级。

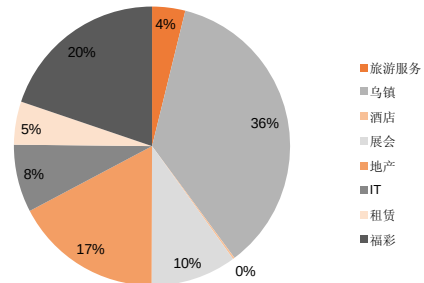
风险提示：自然灾害等系统性风险。

图表39 2010年中青旅收入构成



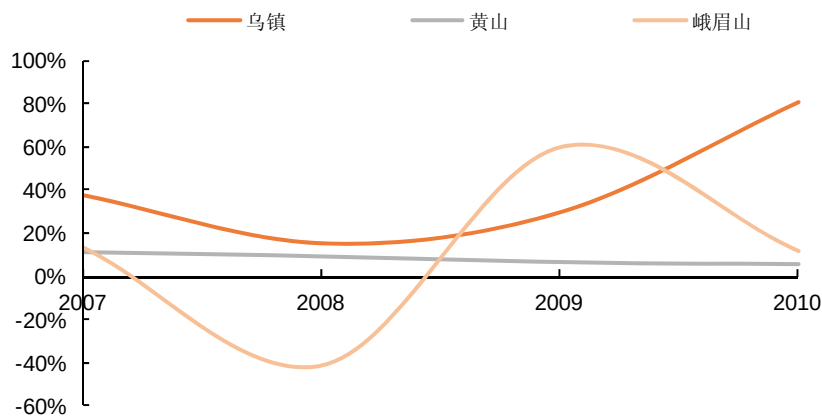
资料来源：公司公告、平安证券研究所。

图表40 2010年中青旅毛利构成



资料来源：公司公告、平安证券研究所。

图表41 乌镇黄金周以外单日接待量增速高于黄山、峨眉山等传统名胜



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

注：受08年汶川地震影响，2008-2009年峨眉山黄金周以外接待量增速波动较大。

六、风险提示

自然灾害、瘟疫等事件会对游客出游造成较大影响；国外经济复苏进程缓慢对旅游外汇收入造成影响。

七、 附注

按照国家旅游局定义，景区是以旅游及其相关活动为主要功能或主要功能之一的空间或地域。目前我国全部景区数量愈 2 万个。

我国景区管理部门较多，各管理部门出台了不同景区分类方式。

图表42 我国主要管理部门对景区的分类情况

机构	分类	景区覆盖数量
国家旅游局	按景区质量由低到高分 1A 至 5A	截至 2011.11, A 级以上景区共 2568 处, 其中 5A 景区 119 家
国务院	国家级、省级风景名胜区	截至 2009 年底, 国家级风景名胜区 208 处
环境保护局	国家级、地方机自然保护区	截至 2009 年底, 国家级自然保护区 335 处

资料来源：平安证券研究所整理

图表43 119个直报景区列表

序号	名称	序号	名称
1	八达岭	61	世界之窗
2	故宫	62	仙湖植物园
3	世界公园	63	漓江
4	盘山黄崖关	64	芦笛岩
5	海河游览线	65	热带动物园
6	热带植物观光园	66	火山口公园
7	避暑山庄	67	天涯海角
8	外八庙	68	南山景区
9	山海关禁烟	69	烈士陵园
10	南戴河娱乐中心	70	大足石刻
11	棋盘山	71	小三峡
12	昭陵	72	都江堰青城山
13	老虎滩海洋公园	73	西岭雪山
14	金石滩国家旅游度假区	74	邓小平故里
15	星海广场	75	华蓥山天然大盆景
16	净月潭	76	黔灵公园
17	伪皇宫	77	红枫湖
18	松花湖景区	78	遵义会议会址
19	北山公园	79	赤水市景区
20	二龙山	80	石林
21	太阳岛	81	民族村
22	东方明珠	82	兵马俑
23	野生动物园	83	大唐芙蓉园
24	世纪公园	84	枣园
25	中山陵	85	宝塔山
26	夫子庙	86	西夏王陵
27	鼋头渚	87	西部影视城
28	灵山景区	88	平遥古城
29	太湖国家旅游度假区	89	五台山
30	虎丘风景区	90	千山
31	灵隐	91	周庄
32	三潭印月	92	同里古镇
33	溪口景区	93	花果山
34	松兰山海滨	94	普陀山
35	东钱湖风景区	95	乌镇

序号	名称	序号	名称
36	黄山景区	96	千岛湖
37	皖南古村落	97	九华山
38	日光岩	98	武夷山
39	胡里山	99	福建泰宁
40	集美鳌园	100	珠海海泉湾
41	滕王阁	101	庐山
42	梅岭风景区	102	井冈山
43	叶萍景区	103	泰山
44	沙洲坝景区	104	曲阜三孔
45	崂山景区	105	云台山
46	海滨景区	106	嵩山少林
47	青岛海底世界	107	武当山
48	龙门石窟	108	三峡大坝
49	白马寺	109	神农架
50	东湖	110	南岳衡山
51	黄鹤楼	111	峨眉山
52	岳麓山风景区	112	九寨沟
53	刘少奇同志纪念馆	113	黄龙
54	黄石寨	114	玉龙雪山
55	天子山	115	布达拉宫
56	毛泽东同志故居	116	华山
57	滴水洞	117	敦煌莫高窟
58	白云山	118	塔尔寺
59	番禺野生动物世界	119	天山天池
60	欢乐谷		

资料来源：平安证券研究所整理

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257