

研究员：张芸 执业证书编号：S0570510120017

☎ 025-83290884 ✉ zylt4463@sina.com

🌐 http://t.zhangle.com/4097

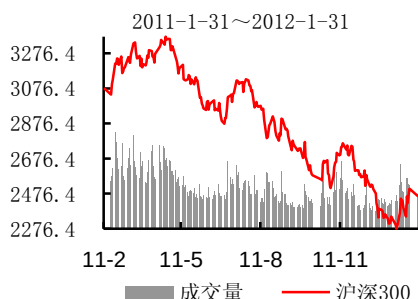
关注消费结构升级所带来的投资机会

——旅游行业“十二五”规划解读

行业评级：增持(维持)

餐饮旅游

市场走势图



相关研究

投资要点：

◆ “十二五”期间旅游行业在扩内需、调结构、保增长、惠民生的战略中将发挥更大功能，产业规模将进一步扩大。根据规划要求，旅游市场将继续以国内旅游为基础、国际国内旅游协调发展，旅游收入及社会贡献（GDP 占比）指标要努力实现领先增长，在国民经济体系中及国际旅游市场中形成较强的产业竞争力。规划中对未来 5 年行业发展总量目标、市场拓展目标、产业促进目标及产品体系建设目标均作出了明确指示。预计行业总收入将达 2.3 万亿，年均增幅不低于 10%。

◆ 在未来消费结构升级及城镇化加快的背景下，旅游产业消费结构的升级也在逐步进行中，这一点我们从旅游收入增速快于旅游人次增速便可看出。同时我们在规划中也可看出，在部分区域积极开发一批高端市场。优化高端旅游市场产品结构、提高旅游经济收益。借鉴国际经验，培育游轮游、海岛游、户外探险等高端旅游产品。

◆ 从行业发展规律来看我国处于成长周期的旅游业因其自身的内生增长力及政策的大力扶持，在经济快速上升期及平稳发展期对经济波动的敏感性不高，我们预计“十二五”期间行业仍延续现有的运行轨迹持续向上发展。

◆ 结合规划我们看好四大子受益行业，分别是经济型酒店、旅游景区、免税购物及文化演艺。其中景区类上市公司将继续维持过去景区高景气度；文化演艺行业将受益于作为国家支柱性产业文化及旅游行业的双重政策利好；成长性好，抗风险能力强的经济型酒店在未来五年将继续维持其高速扩张；而国人免税购物将受益于高端旅游购物消费市场的快速增长。

重点公司

股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
			10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
中青旅	14.60	推荐	0.64	0.71	0.89	1.08	22	20	16	14
中国国旅	25.01	推荐	0.47	0.78	1.05	1.36	67	32	24	18
宋城股份	21.02	推荐	0.97	0.62	0.73	0.95	58	34	29	22
锦江股份	16.79	推荐	0.63	0.56	0.73	0.88	35	30	23	19
首旅股份	11.90	推荐	0.81	0.50	0.61	0.76	28	24	19	16
峨眉山 A	16.42	推荐	0.47	0.57	0.72	0.83	32	29	23	20

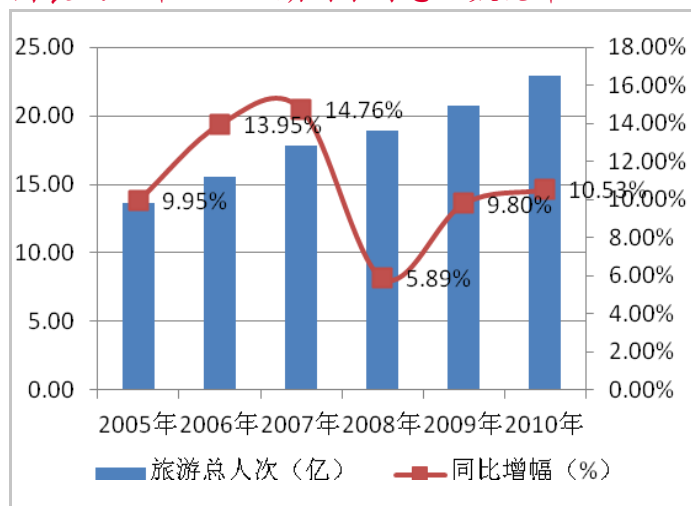
一、“十二五”期间旅游行业发展思路及总体目标

回顾篇：“十一五”期间行业呈现出大跨度发展态势

根据已发布的《“十二五”旅游发展规划》中公布的内容所示，“十一五”期间，我国旅游业奠定了以国民大众消费为主体、国际国内旅游协调发展的市场格局，世界旅游大国地逐步巩固。在国际国内市场开发，产业体系建设、产业功能释放等各个方面取得了显著突破，旅游业发展的国家战略更加明显。

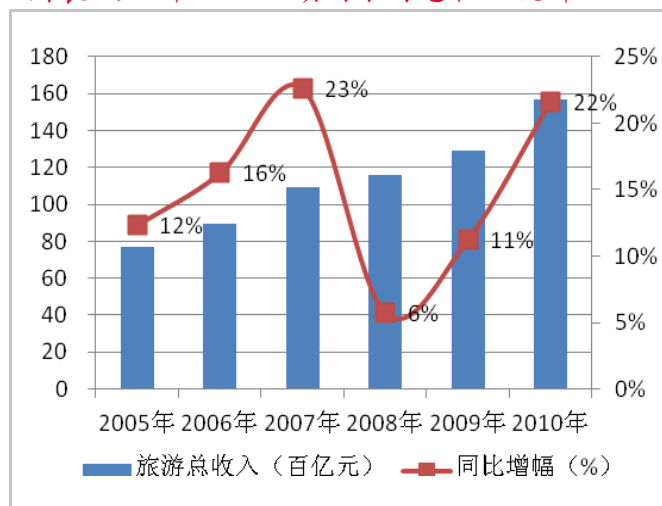
2010 年我国旅游业总收入为 1.44 万亿，较 2005 年相比增加额达 6700 亿；旅游业直接就业人数 1150 万人，较 2005 年增加额达 400 万人。值得注意的是在“三游”中发展最为迅速的是国内游，2010 年我国国内游人数为 21.5 亿人次，比 2005 年增加近 10 亿人次；国内游收入 1.15 万亿，较 2005 年增加 6200 万亿；国内游收入占旅游总收入的比例由 2005 年的 68.8% 增至 79.9%；国人出游率达 1.4 次，比 2005 年增加了 0.5 次。从以上数据来总结“十一”五期间行业发展规律如下：1）行业总体呈现出大跨度发展态势，旅游已成为国人重要的生活方式，并有力提升了国人生活品质。2）在复杂多变的国际经济环境影响下，虽然入境游发展缓慢，但国内游和出境游的迅速攀升的趋势不可阻挡，对行业的经济需求已从最初的创外汇阶段发展至今天的扩内需的阶段。

图表 1：“十一”五期间旅游总人数统计



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 2：“十一”五期间旅游总收入统计



资料来源：Wind，华泰证券研究所

展望篇：“十二五”规划各项目标

“十二五”期间是我国旅游强国的关键五年，也是实现国务院提出的“国民经济战略性支柱产业和人民群众更加满意的现代化服务业”两大战略目标的关键时点。因此，根据规划要求，旅游市场将继续以国内旅游为基础、国际国内旅游协调发展，旅游收入及社会贡献（GDP 占比）指标要努力实现

领先增长，在国民经济体系中及国际旅游市场中形成较强的产业竞争力。规划中对未来 5 年行业发展总量目标、市场拓展目标、产业促进目标及产品体系建设目标均作出了明确指示。

◆ 总量目标

“十二五”期间行业在扩内需、调结构、保增长、惠民生的战略中将发挥更大功能，产业规模将进一步扩大，以国内市场为主题的三大市场协调发展。其中，国内旅游人数将从 2010 年的 21.5 亿人次增至 2015 年的 33.1 亿人次，年增长率在 9%；国内旅游收入年均增速在 11%；入境旅游人次由 2010 年的 1.34 亿人次，增至 1.53 亿人次，年增幅为 3%；旅游外汇收入增幅在 5% 左右；出境游人数到 2015 年将达 8375 万人次，年均增幅 10%；旅游业总收入将达 2.3 万亿，年均增幅不低于 10%；居民出游率进一步增至 2.25。

图表 3：我国旅游行业“十二”五期间发展预测

	2010	2011E	2015E	2011-2015CAGR
国内旅游人数（亿人次）	21	23.52	33	9%
国内游客人均花费（元/人）	599.05	641.84	840.32	7%
国内旅游收入（亿元）	12580	15096	19000	11%
入境旅游人数（万人次）	13376	13577	15300	3%
入境游客人均花费（美元/人）	342.4	345.8	453.27	7%
入境旅游外汇收入（亿美元）	458	469.45	693	5%
入境旅游收入（亿元）	3100.84	3051.43	4022.35	7.15%
入境游客人均花费（元/人）	2318	2247.7	2628.95	4%
旅游总收入（亿元）	15680.84	18147.43	23000	10%

资料来源：华泰证券研究所

◆ 市场拓展

“十一五”期间在我国旅游市场高速增长的同时，旅游需求和消费市场出现了不平衡的供需矛盾，主要矛盾如下：1）资源性突出的旅游目的地（5A 级景区）在旅游高峰期无法满足国人日益高涨的出游需求，部分热点景区节假日人满为患，严重影响出游品质。2）从国内游的情况来看，虽然基础很大，但人均消费较低，可供消费的旅游产品较少，旅游经济增长的动力机制较弱。基于此，“十二”五期间旅游市场开发将是行业未来五年的工作重点。工作将主要从以下几点展开：

- 深度开发和提升主体市场。继续拓展长三角、珠三角、泛珠三角三大传统国内主体市场。针对这三大主体市场，不断扩大现有市场规模，提升游客消费水平及出游率，挖掘潜在市场。
- 加快培训新兴市场。东部地区二、三线城市，中西部城市群，以及东、中西部经济发展较快的农村旅游市场是最具发展潜力的新兴市场。这些地区将加大政策优惠力度，探索联合重点旅游景区、星级酒店、大型商场等企业，通过多种方式向广大新兴客源市场派送门票等。
- 积极开发一批高端市场。优化高端旅游市场产品结构、提高旅游经济收益。借鉴国际经验，培育游轮游、海岛游、户外探险等高端旅游市场。

- 拓展专项旅游市场。大力开发商务会展游、加快培育农村旅游市场、深度开发老年旅游市场，继续鼓励红色旅游、文化旅游等专项旅游市场发展。

◆ 产业促进

在产业促进方面，提高大型旅游集团的产业集中度、在财税方面支持中小旅游企业发展、鼓励和引导非公经济主体参与发展旅游业。

在产业促进政策方面，国家层面的《国民旅游休闲纲要》、《旅游法》将尽快出台。其中对行业发展有直接推动作用的《纲要》预计将于 2012 年正式出台。“保障国民休闲旅游时间”及“刺激国民休闲旅游消费”将成为《纲要》释放旅游消费市场潜力的主要看点；《纲要》支持有条件的地方发展福利旅游，发放旅游消费券或给予旅游休闲补贴，鼓励企业安排职工旅游休闲作为奖励和福利措施。预计在国家调整休假模式及普及带薪休假制度之后，旅游市场可扩大 15%-20% 的市场份额，职工带薪年假的落实将极大促进旅游消费热情。

另外，全国多个省市都将旅游业确定为国民经济的支柱产业并大力加以培育，继续出台区域旅游振兴规划。

图表 4：2009-2011 区域旅游振兴规划一览

	区域旅游业振兴规划
2011 年	国务院批准《云南省旅游产业改革发展规划纲要》
2011 年	《国务院关于支持云南省加快建设面向西南开放重要桥头堡的意见》
2011 年	海南出台 5 部旅游法规，助推国际旅游岛建设
2010 年	广西桂林国家旅游综合改革试验区
2008 年	东北地区旅游业发展规划
2009 年	云南国家旅游综合改革试验区
2010 年	四川服务业规划
2010 年	西藏建设成国际著名的旅游胜地
2010 年	贵州建设旅游大省
2010 年	湖北继续推进“一城两圈”旅游发展战略
2010 年	湖南建立大湘西生态文化旅游
2011 年	安徽省皖北旅游发展总体规划
2011 年	各省的“十二五”旅游发展规划

资料来源：互联网、华泰证券研究所

◆ 完善产品体系

“十二五”期间，我国旅游业发展的大众旅游阶段将更加明显，观光游产品仍将是整个旅游产品体系的基础。但由于我国东部沿海省份经济发展较快，普通的观光游已不能满足这一区域居民需求，因此要关注不同市场层次的度假休闲需求，鼓励有条件的企业加快开发度假休闲旅游产品、规范高尔夫旅游及大型主题公园。

在旅游与其他产业融合中,值得关注的是深度开发文化旅游,依托我国各地丰富多彩的文化资源,加快旅游与文化产业的融合,积极开展文化观光、文化体验、旅游演出等活动。另外,红色旅游在未来五年将继续得以大力推进,重点建设红色旅游景点景区、精品路线,进一步挖掘红色旅游与其他旅游产品的融合发展。

二、旅游行业“十二五”重点数据解读

总量目标解读

如图表 3 所示,我国旅游收入 2010 年为 1.57 万亿元,2015 年达到 2.30 万亿元,年均增长率不低于 10%;国内旅游人数将从 2010 年的 21.5 亿人次增至 2015 年的 33.1 亿人次,年增长率在 9%;国内旅游收入年均增速在 11%;入境旅游人次由 2010 年的 1.34 亿人次,增至 1.53 亿人次,年增幅为 3%;旅游外汇收入增幅在 5%左右;出境游人数到 2015 年将达 8375 万人次,年均增幅 10%。

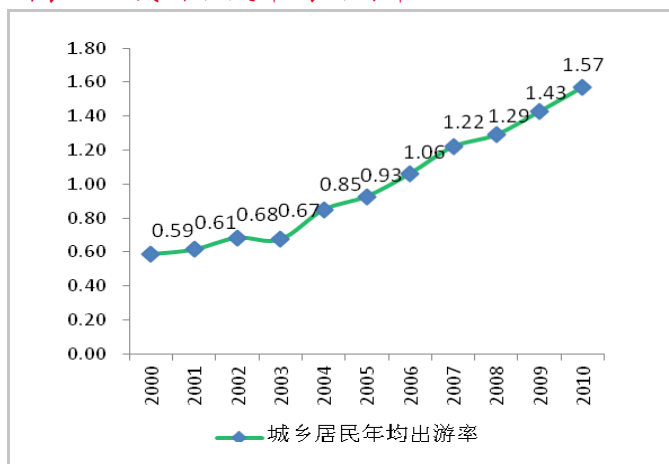
从数据中可看出,“十二五”期间我国旅游业仍将维持较快增长速度,其增速将远远高于国内生产总值 7%的增速,总体来看与当年“十一”五规划指标持平。通过回顾“十一”五期间行业实际发展速度来看,过去的 5 年行业总收入年平均增速达 15%,超过规划近 5 个百分点,因此我们预计未来 5 年行业增速将不会低于规划指标。但考虑到行业在过去 10 年高速发展所逐步导致的高基数及外围经济的不确定性,我们预计行业将维持稳定较快的发展态势。

在消费结构升级及城镇化加快的背景下,旅游产业消费结构的升级也在逐步进行中,这一点我们从旅游收入增速快于旅游人次增速便可看出。同时我们在规划中也可看出,在部分区域积极开发一批高端市场。优化高端旅游市场产品结构、提高旅游经济收益。借鉴国际经验,培育游轮游、海岛游、户外探险等高端旅游产品。

在“三游”规划中,国内游、出境游增速要明显高于入境游,未来“三游”市场在长期一段时间内仍将保持“两高一平”的态势。虽然全球经济增长存在不确定性,但我国经济社会发展的基本面和长期向好的趋势没有变,经济基础良好;同时关于旅游业发展的利好政策不断,其政策效应将真正释放;高速交通体系拉近了旅游的距离,提高了旅游的舒适度,对于旅游业发展的影响将进一步显现出来。

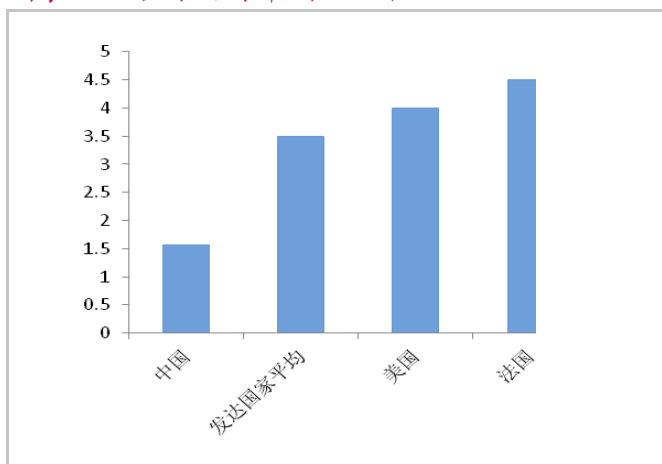
在国民出游率方面,这一指标还将继续得以提升。由于国内旅游人数的增长速度会在一定时期内高于国内人口的增长速度,“十二五”期末国内旅游人数将达 33 亿人次,而国民经济“十二五”规划中 2015 年国内人口数将达 13.9 亿人,因此“十二五”时期的出游率约为 2.3 次。但是这一数据与目前欧美的出游率 6-7 次相比差距较大,这一指标也预示着未来行业发展的潜力所在。

图表 5: 我国居民年均出游率



资料来源: wind, 华泰证券研究所

图表 6: 旅游出行率国际比较



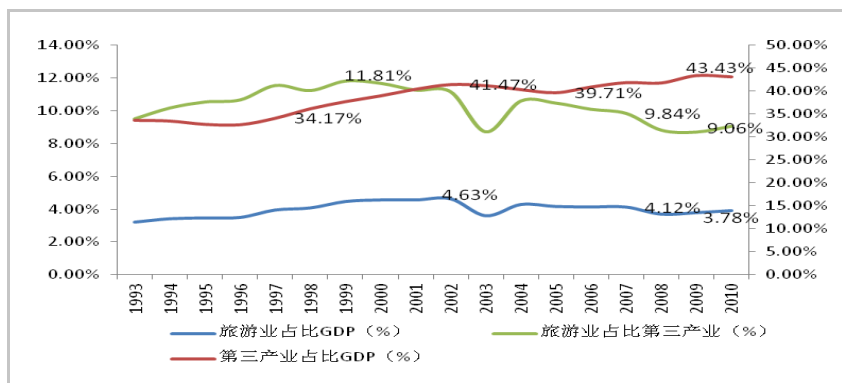
资料来源: wind, 华泰证券研究所

行业在国民经济中占比问题解读

近些年来, 第三产业增加值占比 GDP 有稳步上升态势, 但是旅游业不管是在第三产业还是 GDP 中的比重却在下降。2010 年旅游业占 GDP 的比重仅 3.78%, 即使占比最高的 2002 年也仅 4.63%。而中等发达国家旅游收入占国民经济的 8% 以上, 成熟市场可达到 10% 以上。我们从“十”五到“十一”五期间的旅游发展数据看, 旅游业增加值占服务业增加值的比重是呈下降趋势的, 从 2001 年的 15.49% 到 2010 年 9.06%, 年均下降 11.2%, 这说明虽然旅游业的数据一直都在增长, 但是并没有得到足够的重视。“十二五”期间, 我国将着力把旅游业培育成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, 因此旅游业增加值占服务业增加值的比重将有较大提升。

行业十二五规划对未来五年行业收入总量发展作出了部署, 预计到 2015 年, 旅游业增加值占全国 GDP 的比重将提高到 4.5%, 占服务业增加值的比重达到 12%, 旅游消费占居民消费总量的比例达到 10%。未来 5 年随着行业在全国 GDP、第三产业占比的增加, 行业收入总量将得以长足的发展, 其战略性支柱产业的功能也将逐步显现。同时旅游业作为扩大消费需求的重要领域, 作为老百姓日常生活的重要组成部分, 旅游消费将进一步发展, 目前国内游的人均消费只有 500 多元, 远远低于国际平均水平, 未来增长潜力还比较大。

图表 7: 中国旅游行业、第三产业增加值和 GDP 的比重



资料来源: wind, 华泰证券研究所

三、关注四大相关子行业及上市公司

可关注四大子行业

基于以上分析可以看出,从行业发展规律来看我国处于成长周期的旅游业因其自身的内生增长力及政策的大力扶持,在经济快速上升期及平稳发展期对经济波动的敏感性不高,我们预计“十二五”期间行业仍延续现有的运行轨迹持续向上发展。

由于国内、外宏观经济环境较为复杂,对旅游行业也将会产生不同的影响。如下表所示,我们认为在外部经济下行预期下对境外入境游客增长将造成负面的影响,但国内经济稳健增长的环境下国内旅游及出境游将继续保持上升的态势;另外,经济增长带动的人均可支配收入的绝对值增长及旅游行业政策的推动也将保证人均旅游消费的提升;而CPI下行最直接的受益者将是餐饮、住宿、景区等旅游企业。因此,我们认为国内游客持续旺盛的旅游需求、旅游消费的进一步提升从量和价上保证了旅游企业的收入来源,而企业成本下降的预期将利好企业的利润的增长。

结合“十二五”规划,我们看好四大子行业,分别是经济型酒店、旅游景区、免税购物及文化演艺。其中景区类上市公司将继续维持过去景区高景气度,预计未来几大旅游景区客流增速仍将维持在20%,而CPI下行将使景区门票提价预期增强。

文化演艺子行业是景区的衍生产业,“文化演艺+景区”的模式将受益于作为国家支柱性产业文化及旅游行业的双重政策利好,这一新兴的产业未来空间可观。

而成长性好,抗风险能力强的经济型酒店在未来五年将继续维持其高速扩张。其中前四大品牌酒店将通过品牌间并购及新开门店继续扩大各自市场份额。

国人离岛免税政策于2011年4月正式实施,这一政策开启了我国国人免税购物的大门。未来中免集团和海南免税集团将分享国人境内奢侈品消费这一市场。

重点推荐公司

◆ 中青旅

中青旅是国内领先的旅游综合服务商，发展至今公司旅游主业基本形成了“一体两翼”的发展格局，即以旅行社业务为基础，以景区、酒店业务为两翼的架构，推进业务扩张。2006 年以来，乌镇接待人数和旅游收入都实现了快速增长，年均复合增长率分别达到 38%、53%。乌镇景区是景区运营成功的典范，具备资源优势和市场优势。2010 年世博影响乌镇景区接待容量达到短期高峰，未来将随着人均消费的提高继续为中青旅创造可观的利润。公司 2010 年 6 月与密云县人民政府签署战略合作协议，借鉴乌镇的成功经验，结合北方文化特点，开发建设古北水镇景区。作为观光与休闲度假为一体的景区，符合未来行业发展趋势，前景看好。从项目来看，周边有山有水有景，打造北方特色的古镇且冬季有温泉项目作补充，项目较具吸引力。并且北京周边具有以上特点的项目相对稀缺，预计古北水镇将成为北京市民家庭旅游的重要目的地。

公司旅游主业经营稳健，创新型旅游服务与乌镇模式清晰战略路径是公司发展两大核心优势，我们看好公司发展前景。预计 2011-2013 年 EPS 分别为：0.71 元、0.89 元、1.08 元，对应 PE 分别为：20 倍、16 倍、14 倍，6 个月目标价 19.56 元，给予“推荐”评级。

◆ 中国国旅

公司的主营业务包括旅游业务及免税品零售业务。这两项业务在行业内均处于行业领先地位。离岛免税对上市公司的影响更为直接，截至 10 月 20 日，三亚免税店累计接待客流超过 188 万人次，日均接待进店顾客约 1 万人次，累计完成交易量达到约 57 万笔，日均交易约 3000 笔。从中国国旅三季报情况来看，三季度公司实现营业收入 39.73 亿元、同比增幅达 30.26%，实现归属母公司净利润 2.26 亿元，同比增幅 66.68%，业绩增速再一次超出市场预期。国庆后三亚市迎来一年中的旅游旺季，我们推断四季度该店的免税品单月销售额将超过前三季度，保守预计全年三亚免税店销售额将达 9-10 亿元，增厚 EPS 0.21 元。另外，三亚免税店中 5000-10000 元的商品征收行邮税，该税种处于试用期，不排除未来是否会适度放宽的可能性。因此我们对离岛免税政策对上市公司的业绩提升仍持乐观态度。未来，在广州实施入境免税试点也将成为新的业绩增长点。预计 2011-2013 年 EPS：0.78 元、1.05 元、1.36 元，对应 PE 分别为：32 倍、24 倍、18 倍。维持“推荐”评级，6 个月目标价 32 元。

◆ 宋城股份

宋城股份是国内最早进入主题公园与旅游文化演艺行业的公司之一。经过多年的探索，公司形成了其独特的“主题公园+旅游文化演艺”的业务模式，其“宋城”品牌在国内有一定的知名度。我们认为在目前我国观光及休闲度假游并存的时期，正是这类文化旅游产品大量推出的最好时点。

在对外扩张中，公司已签订协议及正在与当地政府沟通的异地项目已达 8 个，计划在未来 3-5 年内逐步推进，平均每年新增 1-2 个项目投入运营。预计 2014 年三亚项目将开始盈利。

我们认为文化演艺类旅游产品在行业中极具异地扩张潜力，而管理层十几年的行业经验、长期累积的渠道、品牌优势也为异地扩张降低了风险，因此我们长期看好未来公司发展。短期内（2012-2013 年）随着募投项目的投入运营，现有的杭州宋城景区、杭州乐园、杭州动漫乐园将呈现快速增长的态势。预计公司 2011-2013 年 EPS: 0.62 元、0.73 元、0.95 元，对应 PE: 34 倍、29 倍、22 倍，12 个月目标价格 27 元，给予“推荐”评级。

◆ 锦江股份

公司所属经济型酒店子行业。从近年的发展情况看，行业目前处于高速成长期，经过近 10 年的发展，已从 2000 年的 23 家店面、3236 间客房发展至 2010 年底的 5125 家店、56.4 万间客房，复合增长率分别为 64%、60%。行业在 2005 年增速达到近 10 年的高点后，于 2008 年后略有放缓，但仍维持在 30% 以上，且市场规模在不断扩大。预计 2011 年行业市场规模将达 260 亿元，同比增速达 44%。

虽然公司在门店扩张上相对稳健，但其经营性指标将是未来业绩提升的亮点。公司将受益于其门店的布局合理及加盟/自营结构上的优势，我们预计在 RevPAR 等经营性指标上仍然能维持在行业第 2-3 位。另外，公司以锦江之星为主，多品牌差异化竞争为辅的策略也符合主流市场的需求。我们认为只要维持行业前几位的市场份额，留给公司的发展空间还是巨大的。预计 2011-2013 年 EPS 分别为：0.56 元、0.73 元、0.88 元，对应 PE 分别为：30 倍、23 倍、19 倍、6 个月目标价 23.25 元、给予“推荐”评级。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 增持: 超越大盘;
 - 中性: 基本与大盘持平;
 - 减持: 明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 买入: 相对强于市场表现 20% 以上;
 - 推荐: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
 - 观望: 市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动;
 - 卖出: 相对弱于市场表现 5% 以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。