

旅游行业 2011 年报前瞻

研究结论

- 2011 年我国旅游经济总体保持较快发展，相比 2011 年年初全国旅游工作会议提出的预期目标，国内旅游和出境旅游的增长高于预期，旅游人次分别增长 12% 和 22%；入境旅游受日本地震、中东动荡以及欧债危机等因素影响，增长低于预期，同比增幅仅为 1%。
- 展望 2012 年，文化和旅游均为国家战略性支柱产业，文化旅游的发展空间不可限量。刚召开的十七届六中全会也提出，要积极发展文化旅游，发挥旅游对文化消费的促进作用。我们认为，文化旅游符合国民消费需求转变的趋势，尤为看好具有文化内涵并可以异地复制扩张的优质景区，“景区+文化”模式或是行业未来的发展方向。
- 随着中国富裕家庭的不断增加，对奢侈品消费需求快速增长，免税业面临良好发展机遇。世界奢侈品协会最新报告显示，截止 2011 年 12 月底，中国奢侈品市场年消费总额已经达到 126 亿美元，占据全球份额的 28%，中国已经成为全球占有率最大的奢侈品消费国家。然而，国民消费却因为价格差距而大量流失海外。免税业有望抓住这一契机，作为“把中高端消费留在国内”的一种有效方式，在“十二五”期间取得重大发展。
- 经济型酒店行业成长性好、抗风险能力强，未来将持续景气。相比成熟市场，我国经济型酒店行业远未饱和，未来低端消费升级和高端消费下沉还将催发大量需求，预计行业延续高增长势头，增速将维持在 20-30%。此外，大型品牌经济型酒店的 RevPAR 将受到客房价格和出租率双升的推动进一步提升，盈利能力进一步增强。
- 重点覆盖公司中，我们预计 2011 年的业绩增幅分别为：老凤祥（80%）、中国国旅（72%）、宋城股份（35%）、峨眉山 A（34%）、中青旅（2%）、腾邦国际（-28%）、锦江股份（-19%）和首旅股份（-46%）。其中，老凤祥和国旅受中高端消费市场需求旺盛的推动继续保持高增长，中青旅和锦江股份在剔除后世博因素的影响后，旅游主业经营状况依然良好，而首旅股份同比大幅下降主要是南山门票分成的缘故。
- 建议 2012 年超配旅游板块。2011 年下半年以来，二级市场一直弱势，中间虽有反弹但并没有形成持续性行情。但就旅游行业而言，市场需求依旧旺盛，基本面向好；从估值水平看，SW 餐饮旅游行业当前 PE 的绝对值接近 08 年低点，但相对值仍处于历史高位，说明投资者对旅游行业良好的基本面以及在经济下行周期中兼具防御性的认可。因此，我们建议从中长线布局角度出发，重点推荐：拥有优质景区资源且具备文化内涵的中青旅（买入）、宋城股份（买入）和峨眉山 A（增持），受益于消费转型升级的中国国旅（买入），以及经济型酒店的行业龙头锦江股份（买入）。
- 风险因素：经济增长低于预期，重大自然灾害等。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

杨春燕
8621-63325888 × 6080
yangy@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010015

联系人

吴繁
8621-63325888 × 5010
wufan@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

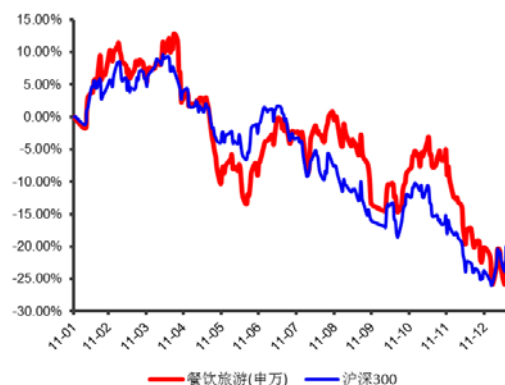
行业

旅游

报告发布日期

2012 年 2 月 1 日

行业表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	10EPS	11EPS(E)	12EPS(E)	股价	评级
峨眉山 A	0.47	0.63	0.72	16.42	增持
锦江股份	0.63	0.73	0.95	16.79	买入
腾邦国际	0.68	0.84	1.16	15.43	买入
中青旅	0.64	0.73	0.94	14.60	买入
首旅股份	0.81	0.44	0.56	11.90	买入
中国国旅	0.47	0.80	1.23	25.01	买入
宋城股份	0.44	0.66	0.82	21.02	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

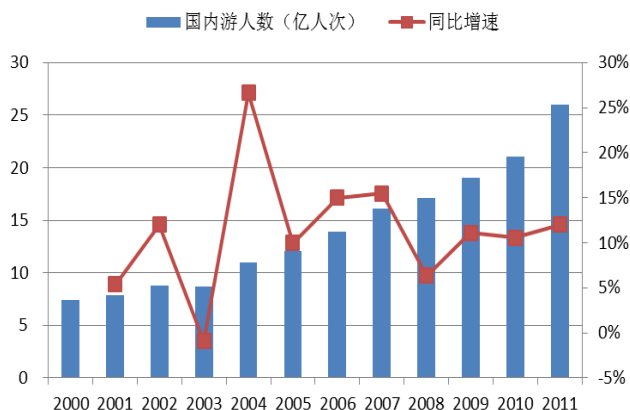
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

1. 2011 年旅游市场呈现“两高一平”格局

根据《中国旅游经济蓝皮书（No.4）》的研究成果，中国旅游研究院预计 2011 年国内旅游人数约 26 亿人次，同比增长 12%；国内旅游收入约 1.9 万亿，同比增长 21%。入境旅游人数 1.34 亿人次，同比增长 1%；旅游外汇收入 465 亿美元，同比增长 1.5%。出境旅游人数 7000 万人次，同比增长 22%；出境旅游花费 690 亿美元，同比增长 25%。相比 2011 年年初全国旅游工作会议提出的预期目标，国内旅游和出境旅游的增长高于预期，入境旅游受日本地震、中东动荡以及欧债危机等因素影响，增长低于预期。（注：2011 年国内旅游抽样调查方法进行了调整）

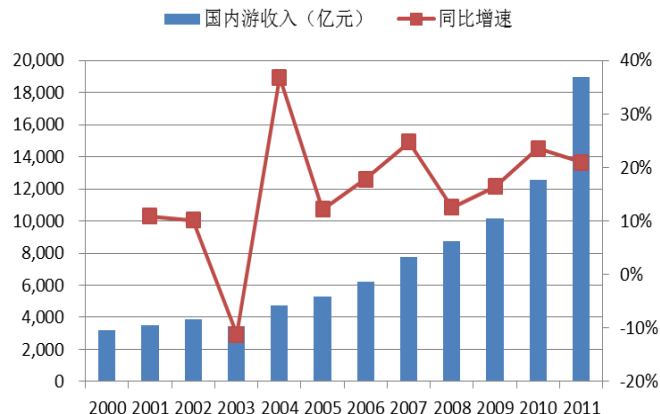
首先，国内游需求强劲，增速超预期。总体而言，国内旅游市场发展保持势头良好，旅游人次增速自 2008 年以来稳步增长，年增速分别为 6.34%、11.1%、10.6%和 12%，旅游收入则伴随着人均消费水平的提高呈现出更快的增长速度，复合增速达 18.3%。

图：国内旅游人数



资料来源：国家统计局，中国旅游研究院，东方证券研究所

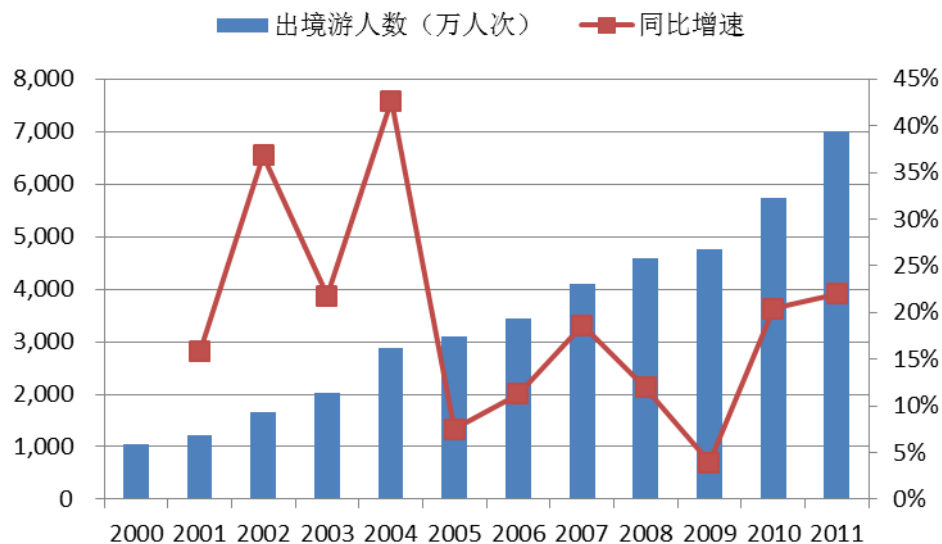
图：国内旅游收入



资料来源：国家统计局，中国旅游研究院，东方证券研究所

其次，国民收入提高，出境游市场持续火爆。随着国民收入水平的不断提高以及人民币的稳步升值，居民出境旅游意愿提高，我国出境游市场近两年呈爆发式增长，平均增速在 20% 以上，2010 年的消费总量达 480 亿美元，位居全球第四。2011 年全国出境旅游人数 7000 万人次，同比增长 22%，远高于 2004-2009 年 10.6% 的五年平均增速。

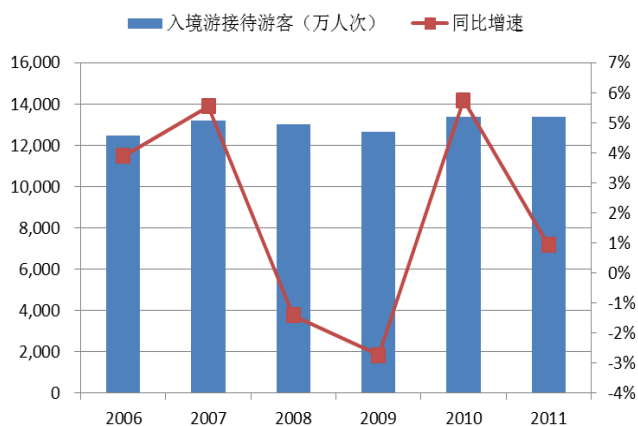
图：出境旅游人数



资料来源：国家统计局，中国旅游研究院，东方证券研究所

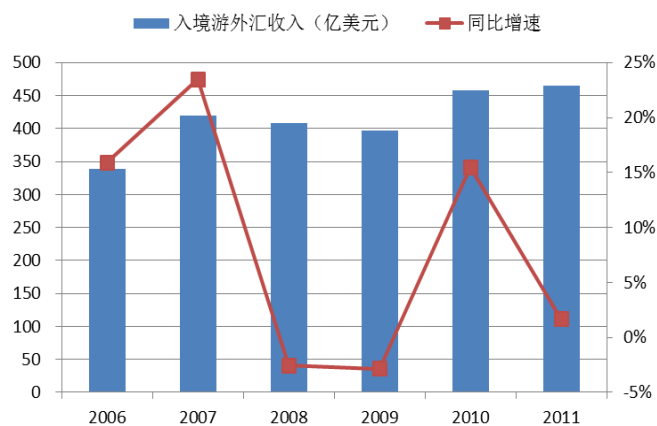
最后，外围经济低迷，入境游基本持平去年。自 2008 年金融危机以来，入境游的增长缓慢，其中，2008 年和 2009 年，我国入境旅游人数分别下降-1.4%和-2.7%；2010 年开始恢复增长，增速为 5.8%。然而，今年国际局势一直动荡不安，加上年初日本大地震的影响以及后来欧债危机引发对全球经济衰退的担忧等，我国入境游增长速度再度放缓至 1%。

图：入境旅游人数



资料来源：国家旅游局，东方证券研究所

图：入境旅游收入



资料来源：国家旅游局，东方证券研究所

2. 文化旅游+免税+经济型酒店前景看好

我们对 2012 年旅游行业发展持谨慎乐观态度，预计国内游收入增速在 15-20%，仍将保持持续快速发展势头。消费升级、政策推动、国民可支配收入增长、《国民旅游休闲纲要》可能出台等将成

为主要推动力量。选股上建议按文化型景区、免税、经济型酒店三条线，“景区+文化”模式或是行业未来的发展方向。

(1) 首推文化产业和旅游业相结合的文化旅游行业，二者同被列为国家支柱产业，具备相关概念的公司很可能受到大力扶持，发展空间不可限量。

随着物质生活水平的不断提高，国民对精神文化的需求日益强烈，十七届六中全会提出，要积极开展文化旅游，发挥旅游对文化消费的促进作用。国家旅游局局长邵琪伟也表示：文化是旅游的灵魂，旅游是文化的重要载体；没有旅游的文化就没有活力，没有文化的旅游就没有魅力。

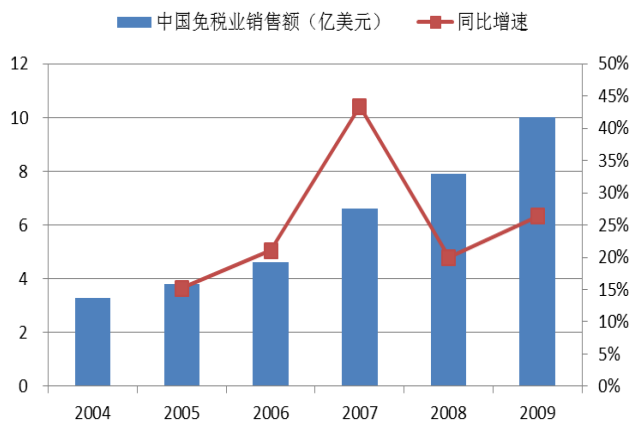
旅游是文化的载体，而景区作为各地旅游发展的载体，拥有不可替代的自然资源垄断属性。虽然我国旅游资源丰富、文化源远流长，大多数景区或多或少都能跟文化有些联系，但其中真正高品质休闲度假类景区却极为稀缺，预计不到 5%，而具备异地复制扩张能力的就更是珍惜品种了。供需矛盾将赋予景区很大的溢价能力。我们认为，文化旅游符合国民消费需求转变的趋势，当前，寻求文化享受逐渐成为旅游者的一种风尚，一个巨大的市场正在形成。

(2) 随着国人收入水平的提高，对中高端品牌特别是奢侈品消费需求增加，我们看好免税业在国内的发展前景。

根据麦肯锡的研究报告，中国富裕家庭的数量正在迅速增加，年收入在 30-100 万元的家庭正在以每年 15% 的速度扩大，预计到 2015 年将有 560 万户家庭达到这一收入级别，而年收入大于 100 万的极端富裕家庭的增长速度更快，在 20% 左右，预计到 2015 年将有 100 万户家庭达到这一收入级别。届时，这两部分人群将贡献约 126 亿美元的奢侈品消费。世界奢侈品协会最新报告显示，截止 2011 年 12 月底，中国奢侈品市场年消费总额已经达到 126 亿美元，占据全球份额的 28%，中国已经成为全球占有率最大的奢侈品消费国家。

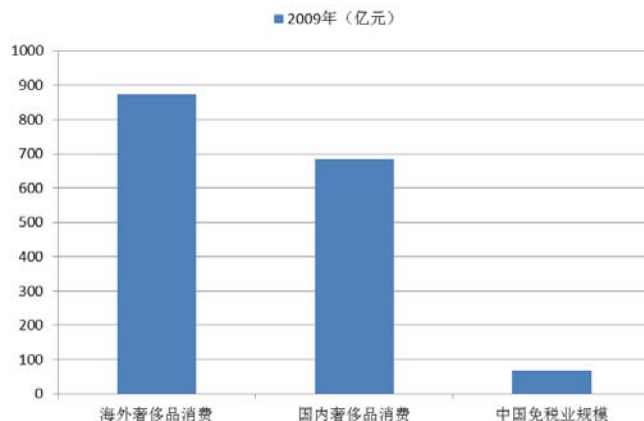
同时，我国免税业自 2000 年开始进入快速发展时期。其中，2004-2009 年，我国免税业销售额从 3.3 亿美元上升到 10 亿美元，年复合增长率为 25%，远高于同期全球 10% 的增长速度，但相比因为价格差距而大量流失的国民境外消费仍显得微不足道，如何将这部分消费引回国内已经引起有关部门的重视。我们认为，免税业有望作为“把中高端消费留在国内”的一种有效方式，在“十二五”期间取得重大发展，预计中国免税业在未来几年将继续保持年均 20% 以上的增长率。按 2009 年国人境外奢侈品消费 872 亿元计算，每 8% 转化为国内免税商品消费，我国免税业的市场规模就可以增加 1 倍，成长空间巨大。

图：中国免税业规模 1



资料来源：东方证券研究所整理

图：中国免税业规模 2

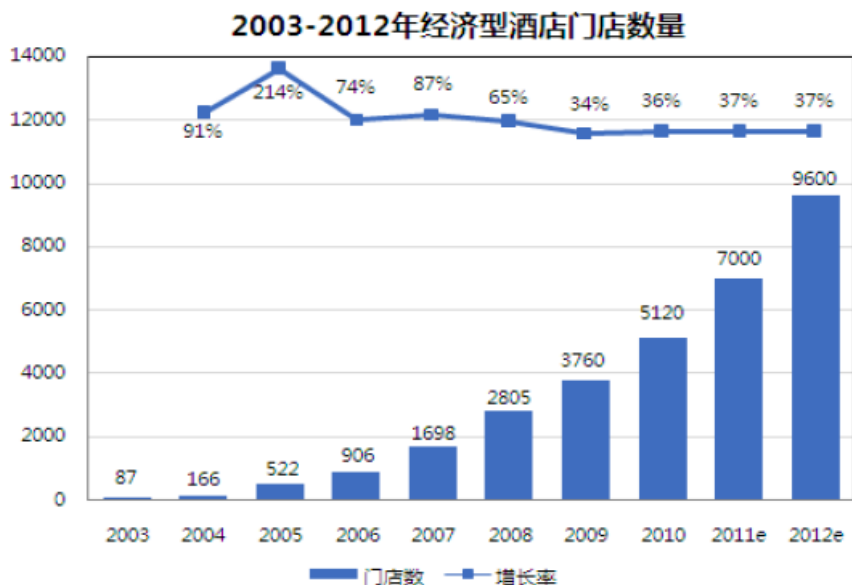


资料来源：贝恩，东方证券研究所

(3) 经济型酒店因其良好的可复制性和抗风险能力，在中国旅游市场大发展的环境下，行业远未饱和，仍将保持景气。

过去十年，经济型酒店行业一直处于高速发展阶段，2000 年至今，全国经济型酒店的门店数和客房数分别翻了 289 倍和 213 倍，共有酒店 6643 家和客房数 688305 间。虽然我国经济型酒店增长势头惊人，但相比成熟的欧美市场，中国经济型酒店的人均拥有量偏低，未来至少还有 3 倍的成长空间，潜力非常大。

图：中国经济型连锁酒店规模



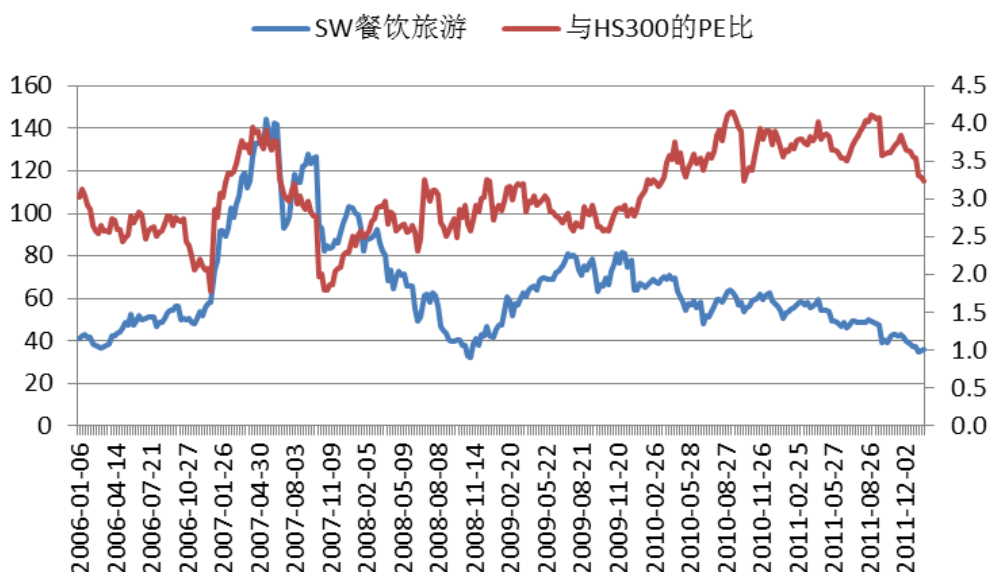
资料来源：艺旅，东方证券研究所

我们认为，低端消费升级和高端消费下沉将催发大量经济型酒店需求。一方面，随着国民可支配收入的稳步提高，消费习惯升级转型，对出游及住宿的需求随之增长，经济型酒店正好匹配这类人群的消费能力。另一方面，由于企业对未来经济增长的前景不乐观，导致企业缩减开支，一部分对高星级酒店的需求将转向经济型酒店。预计未来一段时间，我国经济型酒店行业有望延续高增长势头，增速将维持在 20-30%。此外，大型品牌经济型酒店的 RevPAR 将受到客房价格和出租率双升的推动进一步提升，公司盈利能力进一步增强。

3. 上市公司推荐及 2011 年报预测

从估值水平来看，SW 餐饮旅游行业当前 PE（TTM，整体法）的绝对值距离 2008 年的低点不远；但相对值（与 HS300 整体 PE 的比值）仍处于历史高位。我们认为，旅游行业的估值水平处于合理区间，横向比较的高估值说明了投资者对旅游行业良好的基本面以及在经济下行周期中兼具防御性的认可。就整个二级市场而言，2011 年下半年一直弱势，中间虽有反弹但并没有形成持续性的行情；就旅游行业而言，市场需求依旧旺盛，前景向好。因此，我们建议从中长线布局角度出发，重点推荐：拥有优质景区资源且具备文化内涵的中青旅（买入）、宋城股份（买入）和峨眉山 A（增持），受益于消费转型升级的中国国旅（买入），以及经济型酒店的行业龙头锦江股份（买入）。

图：旅游板块整体估值水平



资料来源：WIND，东方证券研究所

表 1：重点覆盖公司 2011 年业绩预测表

更新日期： 2012/1/29

股票代码	股票名称	最新股价	总市值 (亿元)	2011 年三季报 归属净利润 (万元)	2011 年年 报归属净 利润 (万 元)	2011 年 前三季 度增速	2011 年 全年增 速	2011 年 第四季 度增速	2011EPS	2012EPS	2011PE	2012PE
000888.SZ	峨眉山 A	16.42	38.62	11,510	14,764	33.5%	33.9%	35.0%	0.63	0.72	26	23
300144.SZ	宋城股份	21.02	77.69	19,042	22,008	32.6%	34.7%	50.0%	0.60	0.82	35	26
600138.SH	中青旅	14.60	60.64	22,054	27,108	9.0%	2.1%	-20.0%	0.65	0.94	22	16
600258.SH	首旅股份	11.90	27.54	8,458	10,143	-44.9%	-45.8%	-50.0%	0.44	0.56	27	21
600754.SH	锦江股份	16.79	101.28	27,557	30,819	-21.2%	-19.0%	5.0%	0.51	0.95	33	18
601888.SH	中国国旅	25.01	220.09	55,678	70,252	53.0%	71.6%	220.0%	0.80	1.23	31	20
300178.SZ	腾邦国际	15.43	18.42	5,384	5,900	-11.8%	-27.8%	-75.0%	0.49	1.16	31	13
600612.SH	老凤祥	28.28	123.28	43,097	52,598	130.9%	80.0%	-10.0%	1.21	1.52	23	19

资料来源：东方证券研究所

表 2：重点旅游类公司盈利预测及估值表

更新时间： 2012/1/29

证券代码	证券名称	股价 (当地货币)	总市值 (百万元)	EPS				PE				未来 3 年	评级
				2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	CAGR	
景区													
000888.SZ	峨眉山 A	16.42	3,862	0.47	0.63	0.72	0.85	35	26	23	19	21.9%	增持
000978.SZ	桂林旅游	7.60	2,737	0.21	0.34	0.42	0.46	37	22	18	16	30.4%	未评级
002033.SZ	丽江旅游	18.93	3,101	0.07	0.69	0.82	0.98	273	28	23	19	141.7%	未评级
002159.SZ	三特索道	12.58	1,510	0.25	0.38	0.50	0.60	50	33	25	21	33.6%	未评级
600054.SH	黄山旅游	14.98	5,931	0.49	0.62	0.72	0.85	31	24	21	18	20.0%	未评级
酒店													
600754.SH	锦江股份	16.79	8,725	0.63	0.73	0.95	1.10	27	23	18	15	20.4%	买入
HMIN	如家	30.80	8,816	1.14	0.99	1.24	1.63	27	31	25	19	12.7%	未评级
HTHT	汉庭连锁	15.05	5,735	0.54	0.26	0.42	0.62	28	57	36	24	4.7%	未评级
SVN	7 天连锁	14.97	4,723	0.35	0.06	0.08	0.12	43	269	176	129	-30.8%	未评级
餐饮													
000721.SZ	西安饮食	6.91	1,379	0.17	0.29	0.36	0.46	40	24	19	15	38.2%	未评级
002186.SZ	全聚德	27.17	3,846	0.71	0.96	1.13	#N/A	38	28	24			未评级
002306.SZ	湘鄂情	15.38	3,076	0.29	0.55	0.74	0.93	53	28	21	17	47.4%	未评级
0538.HK	味千(中国)	9.28	8,117	0.42	0.36	0.47	0.62	22	26	20	15	14.1%	未评级
0968.HK	小肥羊	6.47	5,473	0.18	0.22	0.27	0.31	35	30	24	21	19.7%	未评级
在线旅游													
300178.SZ	腾邦国际	15.43	1,842	0.68	0.84	1.16	1.55	23	18	13	10	31.6%	买入
CTRP	携程	27.48	24,936	1.12	1.41	1.57	1.93	25	19	18	14	19.8%	未评级
LONG	艺龙	16.31	3,473	0.11	0.30	0.39	0.47	148	54	42	34	62.5%	未评级
综合													
600138.SH	中青旅	14.60	6,064	0.64	0.73	0.94	1.13	23	20	16	13	20.9%	买入
600258.SH	首旅股份	11.90	2,754	0.81	0.44	0.56	0.69	15	27	21	17	-5.2%	买入
601888.SH	中国国旅	25.01	22,009	0.47	0.80	1.23	1.60	53	31	20	16	50.4%	买入
其他													
002558.SZ	世纪游轮	22.50	1,339	0.84	0.78	1.00	1.25	27	29	22	18	14.1%	未评级
300144.SZ	宋城股份	21.02	7,769	0.44	0.66	0.82	1.06	48	32	26	20	34.1%	买入

注：未评级公司的预测数据取自 Wind 资讯和 Bloomberg

资料来源：Bloomberg、Wind、东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn