

旅游景区行业研究报告

从青山绿水看行业蓬勃发展

餐饮旅游

投资要点:

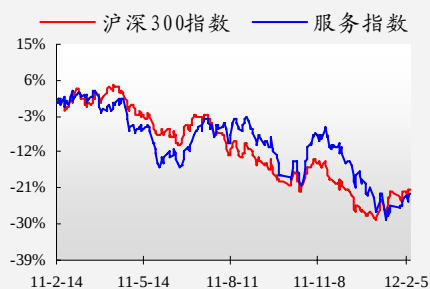
- **旅游景区定义及分类。**旅游景区是指具有吸引国内外游客前往游览的明确的区域场所，能够满足游客游览观光，消遣娱乐，康体健身，求知等旅游需求，具备相应的旅游服务设施并提供相应旅游服务的独立管理区。旅游景区按照属性分为自然景区、人文景区和人造景区三类。从 2011 年游客接待人数排行来看自然景区名列前茅。我国景区类资源丰富，5A 级旅游景区共有 130 处。
- **旅游景区盈利模式。**旅游景区主要有门票经济模式以及旅游产业链拓展经济模式。门票经济模式目前是景区类上市公司的主要盈利模式，但是面临可持续发展的挑战；我国旅游市场的结构性升级，旅游市场正从浅层次的观光游阶段逐渐向休闲度假游阶段的过渡为全方位拓展旅游产业链的经济模式提供了前所未有的发展机遇。
- **推动旅游景区行业发展的因素。**不可替代的自然禀赋，几近于垄断性的竞争优势是景区子行业的内生性增长因素。旅游行业的整体发展、人均 GDP 的增长、交通状况的改善、国家政策支持以及“假日效应”的催化等是推动景区行业进一步发展的外在因素。
- **景区子行业情况分析。**景区接待游客量逐年稳步上升。营业总收入稳步增长，净利润增速领先；销售毛利率稳定，盈利能力强。充分体现了景区类上市公司拥有较好的经营能力和成本控制能力。
- **景区子行业投资策略和重点公司推荐。**餐饮旅游行业 2012 年有着多重利好，行业景气度继续走高。就景区子行业而言，其涨幅普遍高于其他子行业；其具备不可替代的自然禀赋等内生性增长因素，以及多个推动行业发展的外在因素。目前景区子行业的基本面良好，未来还将继续保持高速的发展，因此我们维持景区子行业“优于大势”的投资评级。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、丽江旅游、峨眉山 A 等。
- **风险提示。**经济的下滑、国家政策对行业的支持力度可能低于预期、突发性自然灾害的不良影响等。

优于大势

维持评级

发布时间：2012 年 2 月 13 日

走势图



重要公司

评级

黄山旅游	推荐
丽江旅游	推荐
峨眉山 A	推荐

分析师：周思立；研究助理：梁莉
执业证书编号：S0550511010003
TEL: (8621)2036 1135
FAX: (8621)2036 1159
Email: liangli@nesc.cn
地址：上海市源深路 305 号
邮编：200135

内容目录

一、	中国旅游景区行业概况	4
1.1	旅游景区定义及分类	4
1.2	旅游景区盈利模式	6
1.2.1	门票经济模式	6
1.2.2	旅游产业链拓展经济模式	8
二、	推动旅游景区行业发展的因素	9
2.1	旅游行业进入上升通道	9
2.2	经济快速发展推动旅游景区行业发展	9
2.3	交通条件的改善推动旅游景区行业发展	10
2.4	政策支持推动旅游景区行业发展	11
2.5	“假日效应”推动旅游景区行业发展	11
三、	景区子行业情况分析	12
3.1	接待游客量稳步上升	12
3.2	主要财务指标分析	12
3.2.1	营业总收入稳步增长，净利润增速领先	12
3.2.2	销售毛利率稳定，盈利能力强	13
四、	景区子行业投资策略和重点公司推荐	14
4.1	行业估值分析	14
4.2	行业投资策略	15
4.3	重点公司推荐	16
4.3.1	黄山旅游：经营业绩平稳增长，估值优势明显	16
4.3.2	丽江旅游：印象旅游优质资产注入，公司业绩超预期	17
4.3.3	峨眉山 A：交通便捷，打造休闲度假旅游目的地	18

图表目录

图表 1 中国百强景区排行榜前 10 位名单	4
图表 2 中国 5A 级旅游景区	5
图表 3 主要旅游国家景区门票价格管理机制	7
图表 4 旅游总收入与增长率 (1996-2010)	9
图表 5 人均 GDP 与旅游业发展阶段 (1996-2010)	10
图表 6 重要景区类上市公司游客接待量 (1998-2010)	12
图表 7 景区类上市公司营业总收入与增速 (1996-2010)	13
图表 8 景区类上市公司净利润与增速 (1996-2010)	13
图表 9 餐饮旅游各子行业营业总收入增速 (1996-2010)	13
图表 10 餐饮旅游各子行业净利润增速 (1996-2010)	13
图表 11 餐饮旅游各子行业销售毛利率 (1996-2010)	14
图表 12 餐饮旅游各子行业销售净利率 (1996-2010)	14
图表 13 各行业估值水平比较	14
图表 14 餐饮旅游行业相对 A 股估值水平	14
图表 15 餐饮旅游行业各子行业行情走势	15
图表 16 黄山旅游前三季度营业总收入与同比增长率 (2006/09-2011/09)	16
图表 17 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)	16
图表 18 黄山旅游入山接待游客量与同比增长率 (2006/06-2011/06)	16
图表 19 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	17
图表 20 丽江旅游前三季度营业总收入与同比增长率 (2006/09-2011/09)	18
图表 21 丽江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)	18
图表 22 峨眉山 A 前三季度营业总收入与同比增长率 (2006/09-2011/09)	18
图表 23 峨眉山 A 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

一、中国旅游景区行业概况

1.1 旅游景区定义及分类

旅游景区是指具有吸引国内外游客前往游览的明确的区域场所，能够满足游客游览观光，消遣娱乐，康体健身，求知等旅游需求，具备相应的旅游服务设施并提供相应旅游服务的独立管理区。旅游景区是旅游业的核心要素，是旅游产品的主体成分，是旅游产业链中的中心环节，是旅游消费的吸引中心，是旅游产业面的辐射中心。

旅游景区按照属性分为自然景区、人文景区和人造景区三类。自然景区是以大自然赋予的、自然生成的景观为依托的旅游景区，如黄山、峨眉山、张家界等。人文景区是人们在日常生活中，为了满足一些物质和精神等方面的需要，在自然景观的基础上，叠加了文化特质而构成的风景，它包括建筑、道路、摩崖石刻、神话传说、人文掌故等，如故宫、布达拉宫、兵马俑等。人造景区是以人工建造为主，以特定主题为引导的旅游景区，如深圳锦绣中华、世界之窗、欢乐谷等。

2011年6月28日，国家旅游局发布“中国旅游百强景区”。根据全国百强景区门票销售量的数据统计进行排名，北京故宫以年游客接待量1230万人次高居榜首，张家界武陵源核心景区、北京颐和园依次位列第二、第三。但是从三类景区的门票销售统计来看，人们选择旅游时仍然以山水自然景观居多。自然风景旅游景区上榜所占比例高达50%以上；历史遗迹、古镇、古城等人文景观占20%左右；另一部分人造景区比例也达20%。

图表 1 中国百强景区排行榜前 10 位名单

排名	景区名称（简称）	2010 年接待人数 （万人次）	所在地
1	北京故宫	1230	北京
2	张家界武陵源核心景区	1160	湖南
3	北京颐和园	1050	北京
4	横店影视城	841	浙江
5	八达岭长城	685	北京
6	韶山	650	湖南
7	周庄古镇	592	江苏
8	圆明园国家考古遗址公园	550	北京
9	乌镇古镇	531	浙江
10	同里古镇	523	江苏

资料来源：国家旅游局，东北证券

在我国辽阔的土地上，呈现不同的地形地貌：有雄伟的高原、起伏的山岭、广阔的平原、低缓的丘陵，还有四周群山环抱、中间低平的大小盆地，另外，我国面向太平洋，海岸线漫长；气候上：我国南起北纬4度，北至北纬53度，跨越了热带、亚热带、暖温带、中温带、寒温带等五个温度带，并存多种气候。因此丰富的地形地貌以及不同的温度带禀赋了中国极为丰富的旅游资源，创造了许多优秀的旅游景区。

依据《旅游景区质量等级的划分和评定》、《服务质量与环境质量评分细则》、《景观质量评分细则》，并结合《游客意见评分细则》，旅游景区按照质量等级划分为五级，从高到低依次为AAAAA、AAAA、AAA、AA、A级旅游景区。目前，我国5A级旅游景区共有130处。

图表 2 中国 5A 级旅游景区

北京（6处）	故宫博物院、天坛公园、颐和园、八达岭长城—慕田峪长城旅游区、明十三陵景区、恭王府景区
天津（2处）	天津古文化街旅游区（津门故里）、天津蓟县盘山风景名胜区
河北（5处）	秦皇岛市山海关景区、保定市安新白洋淀景区、承德避暑山庄及周围寺庙景区、保定野三坡景区、石家庄平山县西柏坡景区
山西（3处）	大同市云冈石窟、忻州市五台山风景名胜区、晋城皇城相府生态文化旅游区
内蒙古（2处）	鄂尔多斯响沙湾旅游景区、鄂尔多斯成吉思汗陵旅游区
辽宁（3处）	沈阳市植物园、大连老虎滩海洋公园·老虎滩极地馆、大连金石滩景区
吉林（3处）	长春市伪满皇宫博物院、长白山景区、长春净月潭景区
黑龙江（3处）	哈尔滨市太阳岛公园、黑河五大连池景区、牡丹江镜泊湖景区。
上海（3处）	上海东方明珠广播电视塔、上海野生动物园、上海科技馆
江苏（10处）	南京市钟山风景名胜区—中山陵园风景区、中央电视台无锡影视基地三国水浒景区、苏州园林（拙政园、虎丘山、留园）、苏州市周庄古镇景区、无锡市灵山大佛景区、南京市夫子庙—秦淮风光带景区、扬州市瘦西湖风景区、苏州市同里古镇景区、常州市环球恐龙城休闲旅游区、南通市濠河景区
浙江（9处）	杭州市西湖风景名胜区、温州市雁荡山风景名胜区、舟山市普陀山风景名胜区、杭州市千岛湖风景名胜区、宁波市奉化溪口—滕头旅游景区、嘉兴市桐乡乌镇古镇旅游区、金华市东阳横店影视城景区、嘉兴南湖旅游区、杭州西溪湿地旅游区
安徽（4处）	黄山市黄山风景区、池州市九华山风景区、安庆潜山县天柱山风景区、黄山皖南古村落—西递宏村
福建（4处）	厦门市鼓浪屿风景名胜区、南平市武夷山风景名胜区、三明泰宁风景旅游区、福建客家土楼（永定·南靖）旅游景区
江西（3处）	九江市庐山风景旅游区、吉安市井冈山风景旅游区、上饶三清山旅游景区
山东（6处）	烟台市蓬莱阁旅游区、济宁市曲阜明故城（三孔）旅游区、泰安市泰山景区、青岛崂山景区、烟台龙口南山景区、威海刘公岛景区
河南（8处）	登封市嵩山少林寺景区、洛阳市龙门石窟景区、焦作市云台山—沁阳神农山—青天河风景名胜区、开封清明上河园、洛阳白云山景区、安阳殷墟景区、平顶山鲁山县尧山—中原大佛景区、洛阳栾川老君山·鸡冠洞旅游区
湖南（5处）	衡阳市南岳衡山旅游区、张家界武陵源旅游区、湘潭市韶山旅游区、岳阳市岳阳楼—君山岛景区、长沙市岳麓山·橘子洲旅游区
湖北（6处）	武汉市黄鹤楼公园、宜昌市三峡大坝旅游区、宜昌三峡人家风景区、十堰武当山风景区、恩施巴东神龙溪纤夫文化旅游区、神农架旅游区
广东（7处）	广州市长隆旅游度假区、广州市白云山风景区、深圳华侨城旅游度假区、梅州市雁南飞茶田景区、深圳市观澜湖休闲旅游区、清远市连州

	地下河旅游景区、韶关市丹霞山景区
广西（2处）	桂林市漓江景区、桂林市乐满地度假世界
海南（3处）	三亚市南山文化旅游区、三亚市南山大小洞天旅游区、呀诺达雨林文化旅游区
重庆（4处）	重庆大足石刻景区、重庆巫山小三峡—小小三峡、武隆喀斯特旅游区（天生三桥、仙女山、芙蓉洞）、酉阳桃花源景区
四川（5处）	成都市青城山—都江堰旅游景区、乐山市峨眉山景区、阿坝藏族羌族自治州九寨沟旅游景区、乐山市乐山大佛景区、阿坝州黄龙景区
贵州（2处）	安顺市黄果树瀑布景区、安顺龙宫景区
云南（5处）	昆明市石林风景区、丽江市玉龙雪山景区、丽江市丽江古城、大理崇圣寺三塔文化旅游区、中国科学院西双版纳热带植物园（勐仑植物园）
陕西（5处）	西安市秦始皇陵兵马俑博物馆、西安市华清池景区、延安市黄帝陵景区、西安大雁塔·大唐芙蓉园景区、渭南华山景区
甘肃（3处）	嘉峪关市嘉峪关文物景区、平凉市崆峒山风景名胜区、天水麦积山景区
宁夏（3处）	石嘴山市沙湖旅游景区、中卫市沙坡头旅游景区、银川镇北堡西部影视城
新疆（5处）	乌鲁木齐市天山天池风景名胜区、吐鲁番市葡萄沟风景区、阿勒泰地区喀纳斯湖景区、伊犁那拉提旅游风景区、富蕴县可可托海景区
青海（1处）	青海湖景区

资料来源：国家旅游局，东北证券

1.2 旅游景区盈利模式

景区类型的不同，决定了景区公司盈利模式之间的差异。一类是以门票收入以及相应的景区配套收入为主的门票经济模式；一类是以景区资源为依托，深度开发和拓展整个旅游产业链的拓展型经济模式。

1.2.1 门票经济模式

目前，门票经济模式是景区类上市公司的主要盈利模式。通过获得景区资源的经营权，景区类上市公司依靠这些特有的、不可替代的自然禀赋，拥有了近乎于完全垄断，或者至少区域性垄断的市场竞争优势，该竞争优势为该类上市公司创造了稳定的销售收入，同时也在一定程度上减轻了该类上市公司的经营管理负荷，使得如何节流变成了经营管理的重点。

随着国民经济的发展，人民消费水平的提高，国家逐年提高景区的门票价格，这也为景区类上市公司创造了逐年增长的销售收入。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幅度。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。

然而，门票经济模式的可持续发展面临严重的考验。我国门票价格与国际上门票定价相比普遍偏高，我国门票价格与国民收入相比普遍偏高，我国门票价格增长调整过于频繁，过高的门票价格与我国把旅游行业作为社会主义文明建设一部分的战略定位不相符等等。

从门票绝对价格来看，我国景区门票价格远远高于世界主要旅游国家主要景点的价格，例如，我国旺季黄山旅游的门票 230 元人民币，而主要发达国家的门票价格无一超过该价格。从门票价格与人均国民收入比较来看，我国景区门票价格占人均 GDP 的比例远远高于世界上其他主要发达国家的这一比例，我国 2011 年人均国民收入位列世界 93 位，人均收入 4382 美元，远远低于位列第 56 位的俄罗斯（人均 GDP 10437 美元），位列第 23 位的意大利（人均 GDP 34059 美元），位列第 18 位的法国（人均 GDP 41019 美元），位列第 9 位的美国（人均 GDP 47284 美元）。另外，据统计，我国门票支出在旅游消费中的比重也过大。从世界主要发达国家对旅游行业战略定位，以及门票价格的定位上来看：世界主要发达国家日益重视社会效益，淡化经济效益。各国通过政府和社会的多重调控，不断降低门票价格，甚至采用免费的方式，使旅游业日趋接近提高国民素质，丰富国民生活的终极目标。因此借鉴国外旅游大国门票价格的管理机制，我国政府与企业应该发挥各自的作用，政府给予政策优惠与补贴，企业要合理制定门票价格，景区不能仅仅依靠门票经济，而要发挥产业综合的效益。

图表 3 主要旅游国家景区门票价格管理机制

国家	景区门票价格管理机制	举例
中国	政府定价和政府指导价景区由发改委、地方物价局等政府部门进行价格管控；市场调节价景区实行市场化定价机制，由各企业根据经营成本等因素自主调节。	旺季：黄山 230 元；峨眉山：150 元；张家界 245 元。
美国	国会 1996 年立法规定所有国家公园门票最高不能超过 20 美元，年卡费用最高为 50 美元。各公园每年都可以向国家公园管理局申请对门票价格进行微调，但需要出具足够的理由，最主要的理由是物价上涨。按照立法规定，各公园的门票与娱乐项目收费 80% 可以留在公园，用于支付公园的维护和管理开支，其余 20% 上交国家公园管理局统一支配，用于援助不收费的公园。	大峡谷和黄石公园等世界自然遗产公园的门票每张 10 美元，16 岁以下未成年人免费。费城的独立厅和纽约的自由女神像等文化遗产公园不收门票。在自然公园里的娱乐性活动如露营等另外收费，不过立法规定要将收费项目的数量保持在“最低限度”，不允许重复收费。
法国	法国主要人文景观大多归国家经营的现象，缘于该国的“文化遗产制度”。该制度规定那些历史悠久的建筑及其附属物都是人类文化遗产，居住或经营者必须定期进行修缮维护，否则将受重罚。私经营者承受不起就将所辖“文化遗产”卖给国家，国家通常将这些“文化遗产”交给地方政府管理。法国政府非常看中这些人文景观的教育功能和社会效应，因此普遍压低门票价格以便让所有人都拥有受教育和受熏陶的机会。	卢浮宫平日 9 时至 18 时的门票价格为 8.5 欧元，18 时以后为 6 欧元，18 岁至 26 岁年轻人和 60 岁以上老年人享受半价优惠。这些门票收入主要用于购买新展品和博物馆的日常维护，最大的日常开支是员工工资，但主要由国家财政拨款解决。
意大利	意大利门票价格低廉，政府统一管理。意大利各地的博物馆、画廊、历史性建筑物、考古遗址、公园等旅游景点门票价格的制定均由政府文化遗产部管理。只有在景	古罗马斗兽场 6 个欧元。在意大利，最贵的景点门票价格也不足意大利人均月收入的 1%。

	点的历史价值及建筑与展品的历史和艺术价值发生变化，维持景点正常运转的水、电、能耗明显改变，以及环境因素所导致的维护成本发生变化等情况下，才能考虑调整景点门票的价格。如确需调整景点门票价格，各地政府主管部门必须充分酝酿，并提出建议报文化遗产部价格管理委员会审批。	
芬兰	根据芬兰 1993 年 1 月 1 日实施的博物馆法，为了维持博物馆的运作，国家必须对博物馆的建造以及日常开支给予资助。该法律还明确规定，政府可将通过发行彩票筹集来的资金用于对博物馆的资助。	国家博物馆门票价格为：成人票每人 5.5 欧元，优惠票（学生、65 岁以上老人、现役军人、10 人以上的团体）每人 3.5 欧元，18 岁以下的未成年人和儿童免费。
俄罗斯	景点的门票价格不高，一般还分本国票和外国人票，而这两种票又分别有普通票和优惠票。俄罗斯对各景点的票价没有专门规定，也没有专门的政府机关负责制定票价的标准，因此各景点自行规定票价。	克里姆林宫博物馆本国成年人进行一次普通参观需 100 卢布（1 美元约合 28 卢布），外国成年人则要 300 卢布。
埃及	在景点门票价格方面，埃及对不同人群实行不同的票价制度。在埃及，本国人在参观各景点和公园时所需门票价格通常仅为外国人的十分之一甚至是二十分之一；学生和儿童的门票价格为成人的一半；残障者及老年人则可享受免票待遇。另外，埃及文物保护的经费主要靠国家拨款，各博物馆每年用于文物保护方面的经费预算基本都能得到满足。	埃及博物馆本国成人门票价格为 2 埃镑（1 美元约合 6.2 埃镑），而外国游客的门票则高达 40 埃镑。再如，本地人游览举世闻名的金字塔只需 1 埃镑，外国人则是 20 埃镑。

资料来源：《国外旅游景点门票价格定价规则》，东北证券

1.2.2 旅游产业链拓展经济模式

鉴于门票经济模式的可持续增长受到各方面的挑战，尤其是我国旅游市场面临着从观光旅游向度假休闲游的结构性升级，旅游产业链拓展经济模式将面临着巨大的发展机遇。旅游产业链拓展经济模式也将为景区旅游企业获得可持续发展、稳定增长提供新的保障。

景区产业价值链可细分为三个方面：景区核心价值区，即门票、游乐项目；价值链的横向延伸是在旅游景区通过向旅游者的餐饮、住宿、购物等相关外延服务来获取盈利；价值链的纵向延伸是旅游景区相关联业务拓展，例如节庆、会展、招商、影视、广告、房地产等而达到盈利目的。而全方位拓展景区产业价值链的盈利模式指旅游景区在经营核心业务的基础上，重点拓展产业链的宽度、延伸产业链的深度，以满足目标顾客的需要并实现景区最大化、可持续盈利能力的盈利模式。

目前产业链拓展的经济模式在我国旅游市场还处于初步阶段，我们建议投资者关注已初步形成产业链拓展经济模式的上市公司。

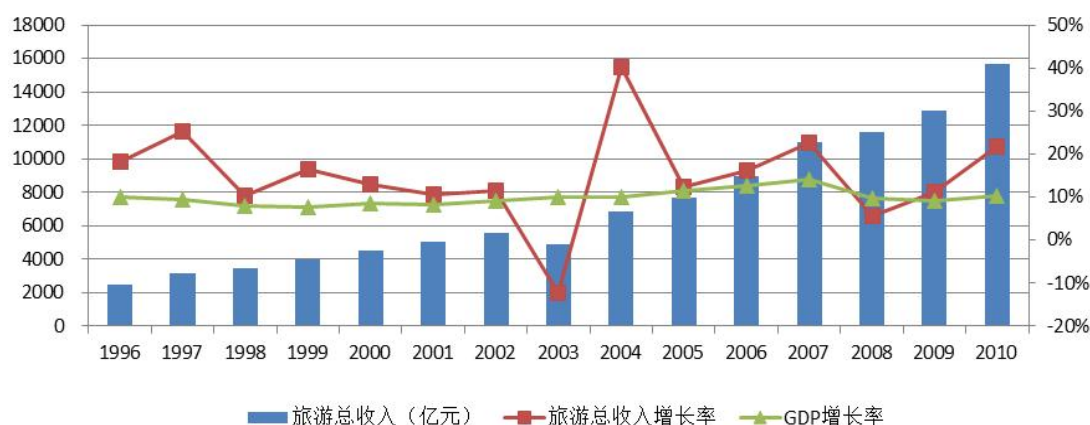
二、推动旅游景区行业发展的因素

2.1 旅游行业进入上升通道

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。国家旅游局预计 2011 年国内旅游人数达 26.4 亿人次,比上年增长 13.2%;国内旅游收入 1.93 万亿元,增长 23.6%;入境旅游人数 1.35 亿人次,增长 1%;入境过夜旅游人数 5730 万人次,增长 2.9%;旅游外汇收入 470 亿美元,增长 2.5%;出境旅游人数 6900 万人次,增长 20%;全国旅游业总收入 2.25 万亿元,增长 20.8%。预示我国旅游经济将高位平稳运行,行业步入黄金发展期。

作为旅游行业的核心产业,景区行业受益于整个行业的稳定发展带来的机遇,也推动了整个行业的发展,两者形成了相辅相成的关系。

图表 4 旅游总收入与增长率 (1996-2010)

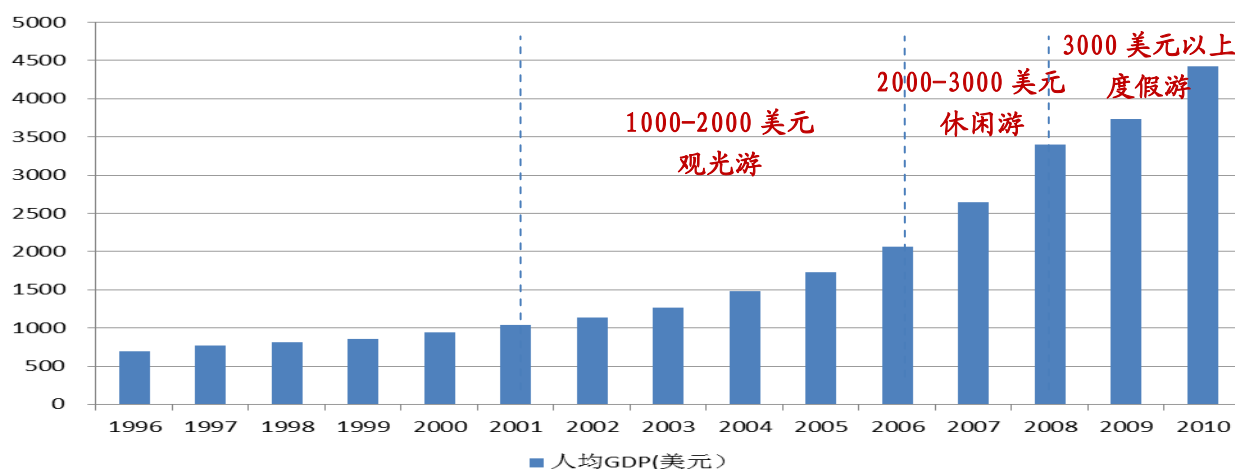


资料来源: Wind, 东北证券

2.2 经济快速发展推动旅游景区行业发展

从国际国内的统计数据来看,旅游业的发展水平与经济发展水平存在正相关的关系。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。

图表 5 人均 GDP 与旅游业发展阶段 (1996-2010)



资料来源: Wind, 东北证券

我国居民收入的增长推动了旅游行业的发展。我国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。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。另外,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,随着居民的收入和城镇化率的提高,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。

2010年末,我国人均GDP已超过4000美元,按照旅游行业的发展规律,人均GDP的增加也催生了我国旅游行业从观光旅游向休闲度假的结构性升级。然而具有自然禀赋的景区类子行业也是休闲度假游的主要载体,因此景区类子行业不仅是观光旅游阶段的最大收益者,也是产业升级后度假休闲游阶段的最大收益者。因此,我们看好具有自然禀赋的景区子行业未来的发展空间。

2.3 交通条件的改善推动旅游景区行业发展

由于景区类在我国分布较为分散,因此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。

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。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。

与此同时，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。今年春节黄金周旅游市场呈现的一大特点就是游客更加注重个性化、体验化和休闲化的自助旅游方式，休闲度假、探亲访友的自驾旅游、家庭式自助游和散客式自助游渐渐成为常态。

2.4 政策支持推动旅游景区行业发展

政府对于旅游业积极的引导和支持是旅游景区行业获得持续性增长的关键因素。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，《国民旅游休闲纲要》推出在即。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。

2.5 “假日效应”推动旅游景区行业发展

根据全国假日旅游部际协调会议办公室发布的《2012 年春节黄金周旅游统计报告》显示，今年春节黄金周期间，全国共接待游客 1.76 亿人次，比上年春节黄金周增长 14.9%；实现旅游收入 1014.0 亿元，增长 23.6%。2012 年春节旅游总体需求旺盛，旅游规模持续

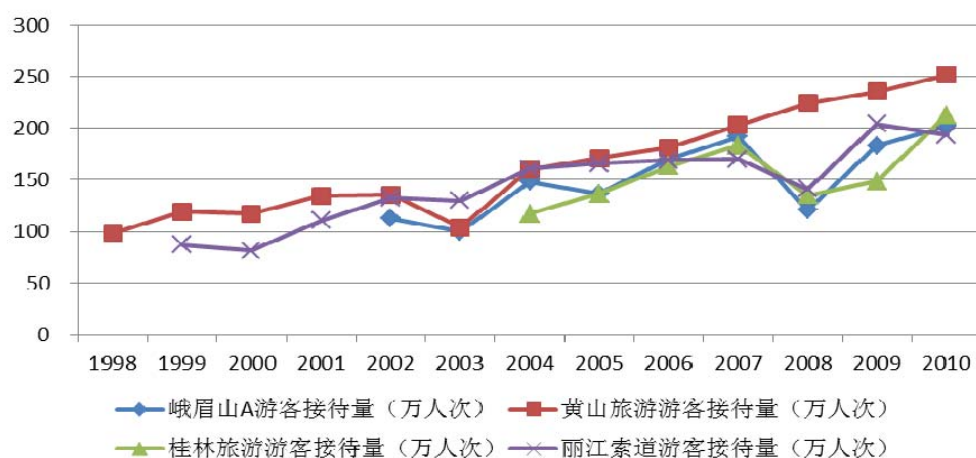
扩大。我国传统旅游城市保持平稳增长，而西部省区则快速增长。我国旅游市场正从浅层次的国内观光旅游向度假休闲游、出境游转变。随着出境旅游热的升温，购物游特别是免税购物、跨境购物游，成为旅游消费一大特点。2012 年春节假日旅游所呈现出来的一系列特点向我们传递一个明确的信号，那就是中国旅游市场日益趋向成熟。旅游产品的丰富，不管其具体的形式如何，都增加了旅游的内涵，而不是仅仅停留在到处走走的浅层次上。“假日效应”成为推动旅游景区行业发展的因素，同时也对旅游景区采用全方位向产业链拓展的经济模式提出新的挑战。

三、景区子行业情况分析

3.1 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 6 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

3.2 主要财务指标分析

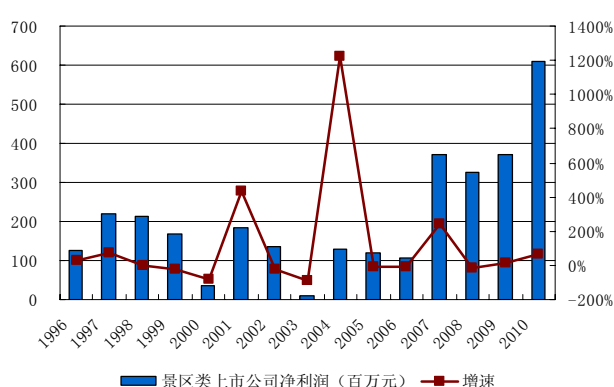
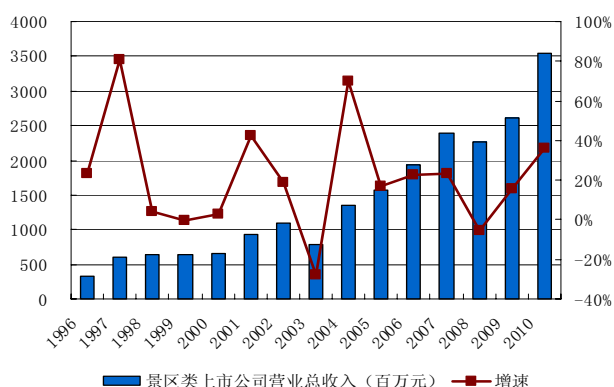
3.2.1 营业总收入稳步增长，净利润增速领先

景区类上市公司的营业总收入从1996年的33577万元上升到2010年的354763万元，平均年增速达到21.53%。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12550万元上升到2010

年的 61050 万元，平均年增速达到 122.13%。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。

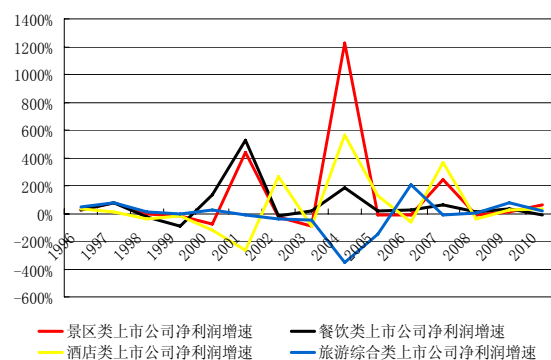
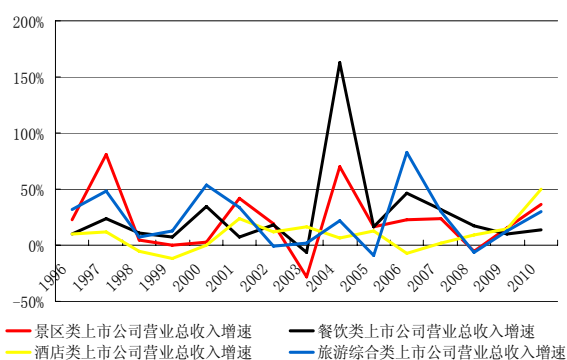
比较 1996 年至 2010 年餐饮旅游各子行业营业总收入的平均年增速，我们可以看到，餐饮类（26.93%）>旅游综合类（23.33%）>景区类（21.53%）>酒店类（9.53%）；比较净利润的平均年增速，景区类（122.13%）>餐饮类（65.27%）>酒店类（52.53%）>旅游综合类（9.67%）。景区类上市公司净利润增速明显。

图表 7 景区类上市公司营业总收入与增速 图表 8 景区类上市公司净利润与增速（1996-2010）



资料来源：Wind，东北证券

图表 9 餐饮旅游各子行业营业总收入增速 图表 10 餐饮旅游各子行业净利润增速（1996-2010）

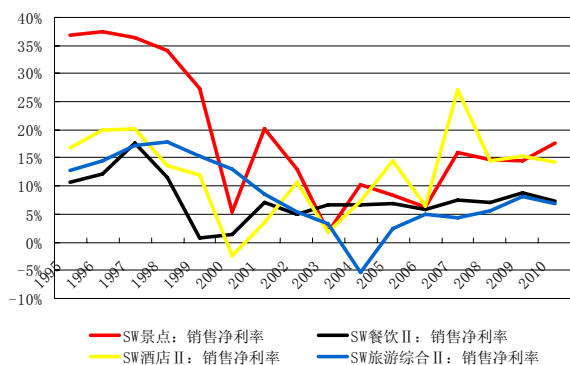
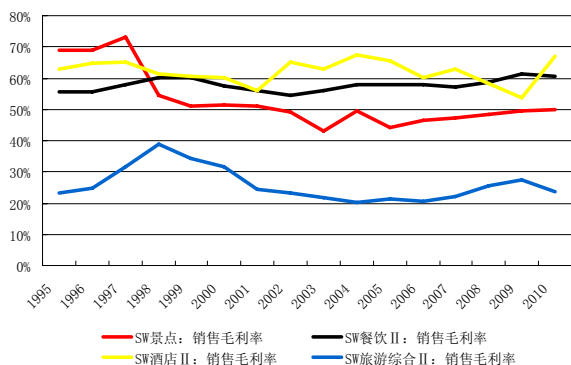


资料来源：Wind，东北证券

3.2.2 销售毛利率稳定，盈利能力强

景区由于资源的垄断性、一定的定价权和较低的经营成本在旅游行业中占有独特的优势，盈利能力最强。近年来，景区类上市公司的销售毛利率平均维持在 50%左右的水平；销售净利率在各子行业中普遍较高，充分体现了景区类上市公司拥有较好的经营能力和成本控制能力。

图表 11 餐饮旅游各子行业销售毛利率 (1996-2010) 图表 12 餐饮旅游各子行业销售净利率 (1996-2010)



资料来源: Wind, 东北证券

四、景区子行业投资策略和重点公司推荐

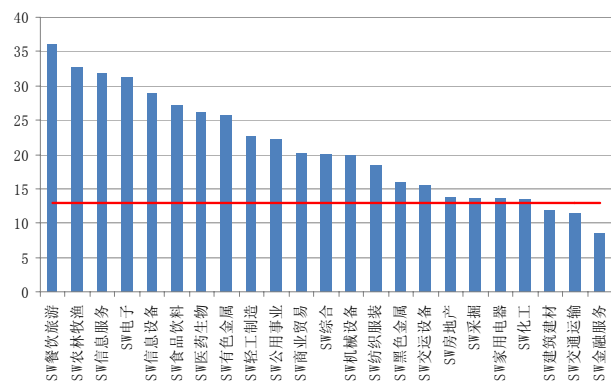
4.1 行业估值分析

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 37 倍左右, 低于 2004 年以来的平均水平, 目前的估值水平低于历史均值。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 2.81 倍, 处于历史高位, 行业估值压力依然存在。

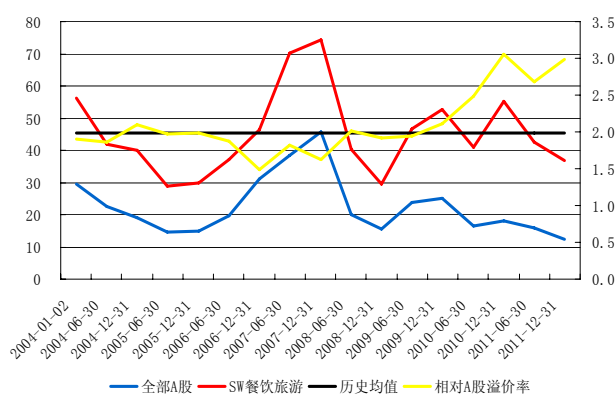
在餐饮旅游行业的板块中景点子行业、酒店子行业、旅游综合子行业、餐饮子行业的整体市盈率 (剔除负值) 分别为 34 倍、41 倍、38 倍、33 倍左右。由此可见, 景区类子行业的估值相对于该行业内的其他子行业的估值处于偏低水平。

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, 因此该子行业的高成长性将修复高估值。

图表 13 各行业估值水平比较



图表 14 餐饮旅游行业相对 A 股估值水平



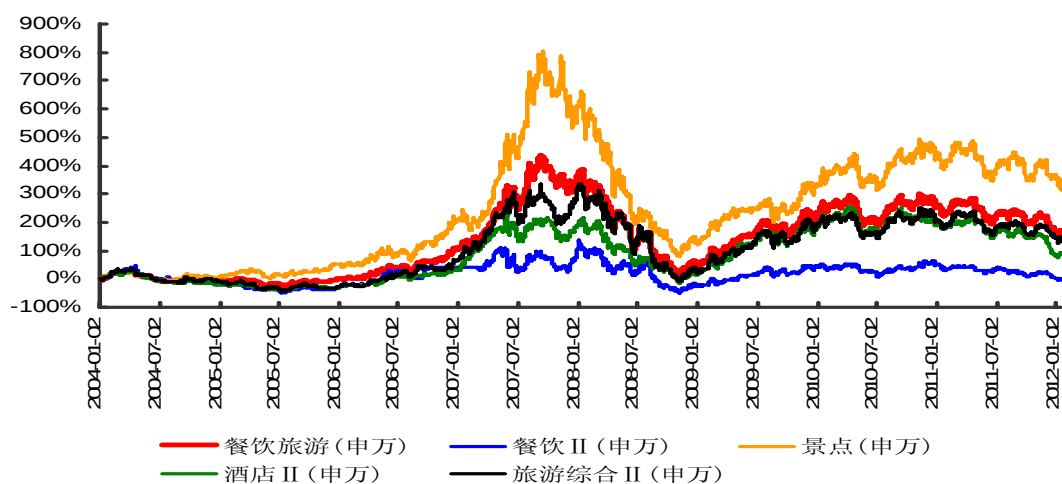
资料来源: Wind, 东北证券

4.2 行业投资策略

2011 年，沪深 300 指数报收 2345.75 点，涨幅为-25.01%。餐饮旅游（申万）指数报收 2320.83 点，涨幅为-24.25%。餐饮旅游（申万）指数涨幅略高于沪深 300 指数涨幅。在申万一级行业指数涨幅排行中，餐饮旅游涨幅中靠前。

从历史数据（2004-2011）来看，景区类子行业的涨幅普遍高于行业内的其他子行业。在 2011 年申万餐饮旅游二级子行业的涨幅排行中景点类（-13.59%）>旅游综合类（-19.84%）>餐饮类（-33.33%）>酒店类（-36.21%）。

图表 15 餐饮旅游行业各子行业行情走势



资料来源：Wind，东北证券

2012 年，餐饮旅游行业有着一系列的利好消息，扩大内需，促进消费的宏观经济政策以及将旅游行业纳入国家政治议程的战略高度，为我国餐饮旅游行业维持良好的基本面提供了政策保障；国家旅游局预计 2012 年我国餐饮旅游行业仍将有 14% 的收入增长，旅游行业景气度继续走高；《中国旅游业“十二五”发展规划纲要》即将公布；《国民旅游休闲纲要》推出在即等等。

就景区子行业而言，独特的自然禀赋，不可替代的、几近于垄断性的竞争优势，带来了该子行业内生性的行业增长。整个行业发展、经济发展以及居民收入增长、交通状况改善、国家政策利好、假日催化等外在因素也给景区类子行业的持续发展提供了充分条件。因此我们维持餐饮旅游景区子行业“优于大势”的投资评级。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、丽江旅游、峨眉山 A 等。

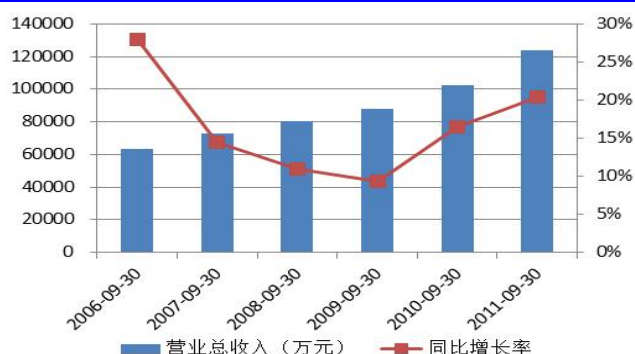
4.3 重点公司推荐

4.3.1 黄山旅游：经营业绩平稳增长，估值优势明显

公司经营业绩平稳增长。2011 年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 年三季度报，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。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 16 黄山旅游前三季度营业总收入与同比增长率（2006/09-2011/09）

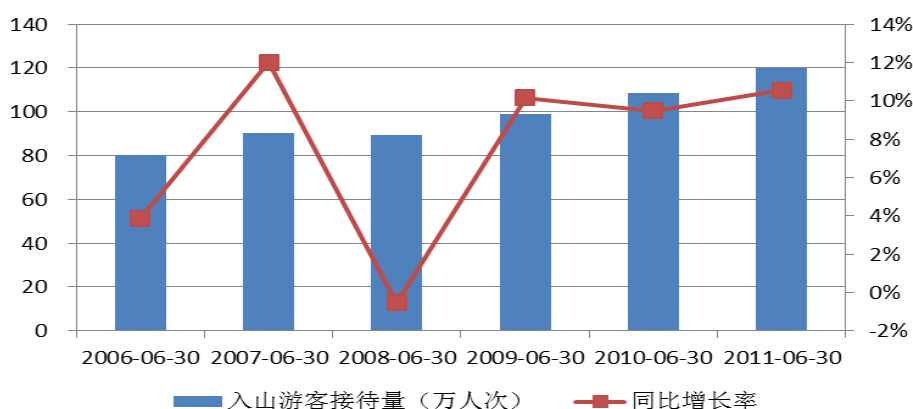


图表 17 黄山旅游前三季度归属母公司股东的净利润与同比增长率（2006/09-2011/09）



资料来源：Wind，东北证券

图表 18 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 19 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：Wind，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 0.68 元、0.79 元和 0.92 元，公司目前股价 15.30 元，对应动态 PE 分别为 23 倍、19 倍和 17 倍，估值存在明显的优势，给予“推荐”评级。

4.3.2 丽江旅游：印象旅游优质资产注入，公司业绩超预期

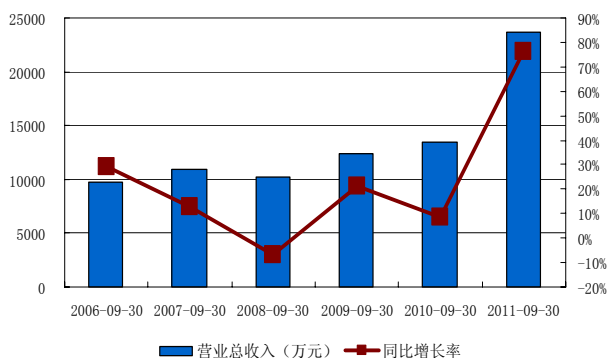
丽江市接待游客数量逐年上升。根据丽江市旅游局公布的数据，2011 年，丽江市共接待海内外游客 1184.05 万人次，比去年同期增长 30.12%，其中海外游客 76.12 万人次，比去年同期增长 24.5%，国内游客 1107.93 万人次，比去年同期增长 30.52%。2011 年，丽江市旅游业总收入 152.22 亿元人民币，比去年同期增长 35.36%，其中旅游外汇收入 25367.98 万美元，比去年同期增长 25.44%，国内旅游收入 135.73 亿元人民币，比去年同期增长 37.51%。

丽江市接待游客量的稳步上升为公司业绩超预期提供了先提条件。公司发布的 2011 年三季度报显示，前三季度公司实现营业总收入 2.37 亿元，同比增长 76.32%；实现归属于母公司股东的净利润 0.59 亿元，同比增长 295.93%。实现每股收益 0.39 元。丽江旅游日前修正 2011 年业绩预告，原预计归属于上市公司股东的净利润比 2010 年增长 500%-550%，现上调为增长 1020%-1070%，全年净利润 11300-11800 万元，对应 2011 年 EPS 为 0.69-0.72 元。

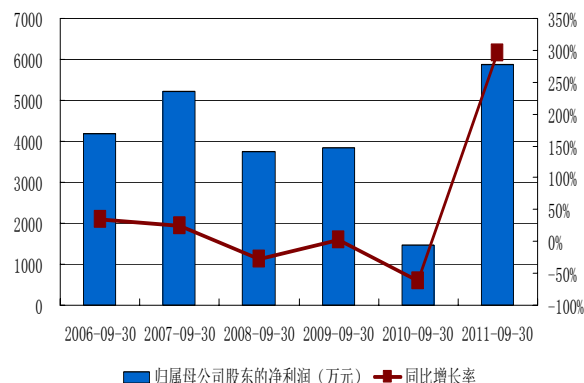
公司业绩超预期的因素为：（1）玉龙雪山索道 2010 年 4 月至 11 月因设备改造停运，2010 年度仅运营 4 个月，2011 年度全年正常营运，预计 2011 年度三条索道及龙德公司

(在景区内提供旅游综合服务)实现净利润将比 2010 年度增加 3300-3600 万元;(2)丽江和府酒店有限公司 2011 年以来,接待客人量较 2010 年同期有较大幅度增加,预计 2011 年度酒店实现净利润将比 2010 年度增加 1700-1900 万元;(3)公司向丽江市玉龙雪山景区投资管理有限公司发行 12,584,909 股股份购买丽江玉龙雪山印象旅游文化产业有限公司 51%的股权。增加公司 2011 年度业绩 4800-5100 万元之间。

图表 20 丽江旅游前三季度营业总收入与同比增长率 (2006/09-2011/09)



图表 21 丽江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)



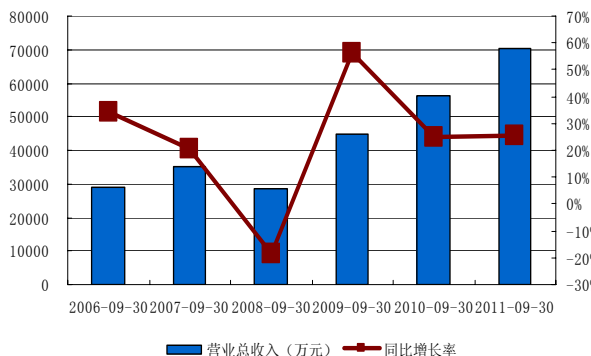
资料来源: Wind, 东北证券

考虑到公司索道和《印象·丽江》的演出票价在 2012 年存在提价可能,加之重组印象旅游将显著提升公司业绩。我们预计公司 2011-2013 的 EPS 分别为 0.72 元、0.86 元和 1.01 元,公司目前股价 19.50 元,对应动态 PE 分别为 27 倍、23 倍、19 倍,给予“推荐”评级。

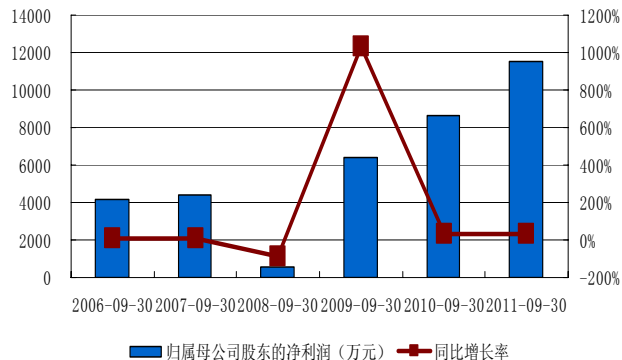
4.3.3 峨眉山 A: 交通便捷,打造休闲度假旅游目的地

近年,峨眉山景区客流量稳步增加。公司发布的 2011 年三季报显示,2011 年前三季度,公司营业总收入 7.03 亿元,同比增长 25.52%; 归属于母公司股东的净利润 1.15 亿元,同比增长 33.54%; 实现每股收益 0.49 元。

图表 22 峨眉山 A 前三季度营业总收入与同比增长率 (2006/09-2011/09)



图表 23 峨眉山 A 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

近期,《峨眉山旅游度假区总体规划》顺利通过四川省评审委员会专家评审。峨眉山国际旅游休闲度假区是为四川省“十二五”期间规划建设的三大重点旅游区之一,此次总规划通过专家评审则意味着峨眉山由传统观光型景区加速向现代休闲度假旅游目的地的转型。峨眉山后山开发也随之提上议程。按照总规划的要求,未来 5 年无疑将是峨眉山加速发展的重要时期。

公司目前的交通条件比较便利,成绵乐城际铁路将于 2012 年建成通车后,游客到峨眉山旅游将更加方便,交通便利性显著提升。考虑到公司门票在 2012 年存在提价可能。我们预计公司 2011-2013 的 EPS 分别为 0.62 元、0.74 元和 0.92 元,公司目前股价 17.24 元,对应动态 PE 分别为 28 倍、23 倍、19 倍,给予“推荐”评级。

风险提示:经济的下滑、国家政策对行业的支持力度可能低于预期、突发性自然灾害的不良影响等。

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。