

餐饮旅游行业 2012 年二季度投资策略

业绩驱动，政策利好，假日效应，旅游行业三驾马车并驾齐驱

餐饮旅游

投资要点:

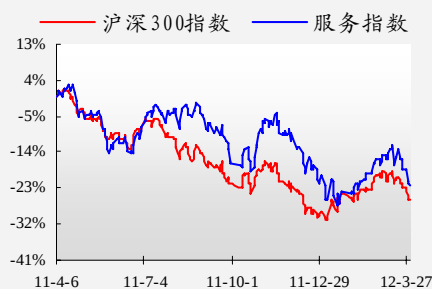
- 一季度市场回顾: 1-3 月, 沪深 300 指数涨幅为 4.65%。餐饮旅游(申万)指数涨幅为 5.11%。餐饮旅游(申万)指数跑赢沪深 300 指数 0.46 个百分点。一季度在申万一级行业指数涨幅排行中, 餐饮旅游涨幅居前。在申万餐饮旅游二级子行业涨幅排行中, 餐饮类(15.14%)>酒店类(12.51%)>旅行综合类(3.31%)>景点类(-1.13%)。
- 细分子行业情况分析: 景区子行业量价齐升。旅行社子行业转型迫在眉睫, 龙头企业先行先试。酒店子行业经济型酒店依旧保持快速增长态势。餐饮子行业保持稳定的增长。
- 二季度投资逻辑分析: 行业基本面良好, 景气度上升。政策利好不断: 七部委发布《关于金融支持旅游业加快发展的若干意见》; 温家宝: 鼓励旅游消费, 落实带薪休假; 《国民旅游休闲纲要》颁布在即; 区域政策积极响应。假日催化效应明显。上市公司 2011 年度业绩高速增长确定。
- 行业估值分析: 餐饮旅游板块在所有板块中的估值水平位居第一位高。经过近期的调整, 目前行业的整体市盈率(剔除负值)为 36 倍左右。目前行业相对 A 股的溢价率约为 2.78 倍, 处于历史高位, 行业估值压力依然存在。
- 行业投资策略: 进入二季度, 旅游行业将迎来旺季。目前, 旅游行业景气度上升, 行业基本面良好。本年度政府工作报告中把扩大内需, 促进消费作为推动中国经济持续发展的重要战略, 以及调整分配格局, 增加居民收入水平, 推进带薪休假等举措为促进旅游消费提供了充分和必要条件。国务院更是把旅游业列入战略性支柱产业, 明确了旅游业应与现有国民经济第一、二、三产业相互融合、共同发展。近期扶持旅游政策利好不断出台, 《国民旅游休闲纲要》将要颁布的消息将对我国旅游业产生重大的影响。
- 从已公布 2011 年年报的上市公司业绩情况看, 旅游行业上市公司 2011 年度业绩高速增长确定。加上二季度节假日集中且时间较长, 假日催化效应明显。我们继续维持行业“优于大势”的投资评级。建议投资者特别关注客流量增速稳定、业绩高速增长确定的景区类子行业以及具有免税业务和出境游业务的旅行社子行业及相关个股的投资机会。我们维持个股推荐组合, 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, 如中国国旅、峨眉山 A、丽江旅游、黄山旅游等。
- 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 4 月 6 日

走势图



子行业	评级
景区	优于大势
酒店	同步大势
旅行社	优于大势
餐饮	同步大势

重要公司	评级
中国国旅	推荐
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、	一季度市场回顾	3
二、	细分子行业情况分析	5
2.1	景区子行业：量价齐升	5
2.2	旅行社子行业：转型迫在眉睫，龙头企业先行先试	6
2.3	酒店子行业：经济型酒店依旧保持快速增长态势	7
2.4	餐饮子行业：保持稳定的增长	9
三、	二季度投资逻辑分析	9
3.1	行业基本面良好，景气度上升	9
3.2	政策利好不断	10
3.2.1	七部委发布《关于金融支持旅游业加快发展的若干意见》	10
3.2.2	温家宝：鼓励旅游消费 落实带薪休假	11
3.2.3	《国民旅游休闲纲要》颁布在即	11
3.2.4	区域政策积极响应	12
3.3	假日催化效应明显	12
3.4	业绩高增长确定	13
四、	行业估值分析和投资策略	14
4.1	行业估值分析	14
4.2	行业投资策略	14
4.3	重点公司推荐	15
4.3.1	中国国旅：旅游服务业务稳定增长，旅游零售业务打开业绩增长空间	15
4.3.2	黄山旅游：收天下奇观，创稳定业绩增长	15
4.3.3	峨眉山：业绩持续增长，发展空间可期	16
4.3.4	丽江旅游：业绩超预期，高增长确定	16

图表目录

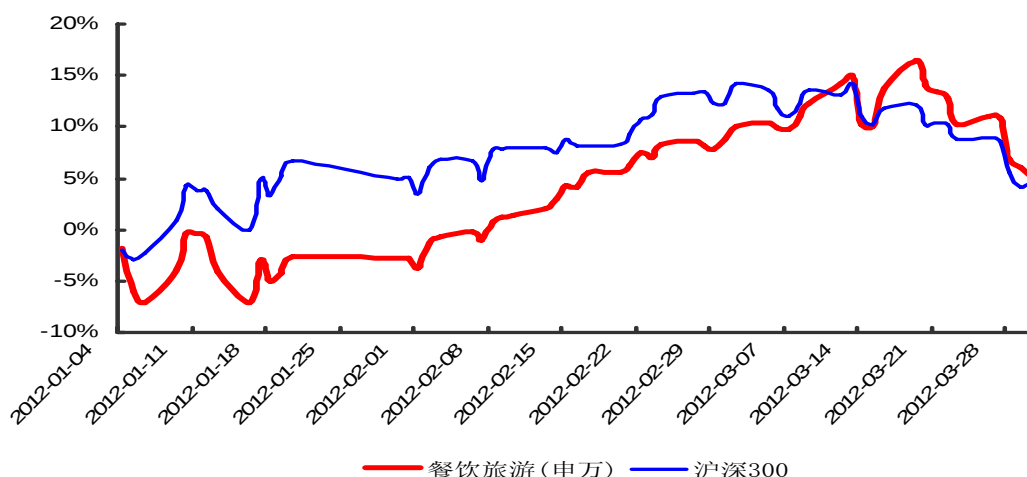
图表 1	一季度餐饮旅游行业与沪深 300 指数走势比较	3
图表 2	申万一级行业一季度涨跌幅	3
图表 3	申万餐饮旅游二级子行业一季度涨跌幅	4
图表 4	申万餐饮旅游板块个股一季度涨跌幅	4
图表 5	重要景区类上市公司游客接待量（1998-2010）	5
图表 6	景区类上市公司营业总收入与同比增长率	6
图表 7	景区类上市公司净利润与同比增长率	6
图表 8	全国旅行社营业收入与同比增长率	7
图表 9	全国旅行社净利润与同比增长率	7
图表 10	全国经济型酒店总数与增速	8
图表 11	全国经济型酒店客房总数与增速	8
图表 12	2011 年 Q3 全国经济型酒店市场份额图	8
图表 13	餐饮收入当月值与同比	9
图表 14	旅游总收入与增长率	10
图表 15	2011 年已公布年报上市公司营业总收入和净利润一览	13
图表 16	各行业估值水平比较	14
图表 17	餐饮旅游行业相对 A 股估值水平	14

一、一季度市场回顾

从年初至3月30日，沪深300指数报收2454.90点，涨幅为4.65%。餐饮旅游（申万）指数报收2439.41点，涨幅为5.11%。餐饮旅游（申万）指数跑赢沪深300指数0.46个百分点。从月度情况看，餐饮旅游（申万）指数1、2、3月的涨幅分别为-2.79%、10.89%、2.49%，与沪深300指数的差距分别为-7.84%、4.00%、4.31%。一季度在申万一级行业指数涨幅排行中，餐饮旅游涨幅居前。在申万餐饮旅游二级子行业涨幅排行中，餐饮类（15.14%）>酒店类（12.51%）>旅行综合类（3.31%）>景点类（-1.13%）。

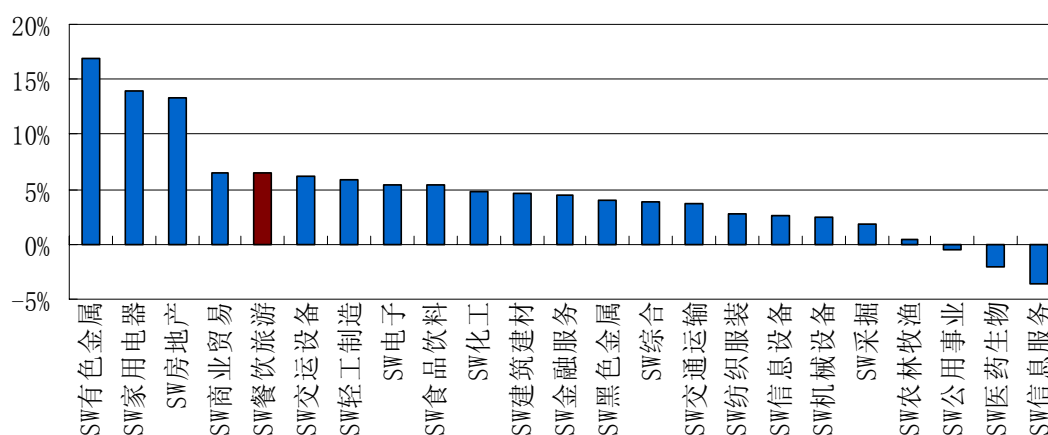
一季度申万餐饮旅游板块成分股涨幅前三位的分别为：ST零七（75.38%）、湘鄂情（27.27%）、新都酒店（23.76%）。跌幅前三位的分别为：宋城股份（-15.89%）、ST罗顿（-4.74%）、锦江股份（-4.39%）。

图表 1 一季度餐饮旅游行业与沪深300指数走势比较



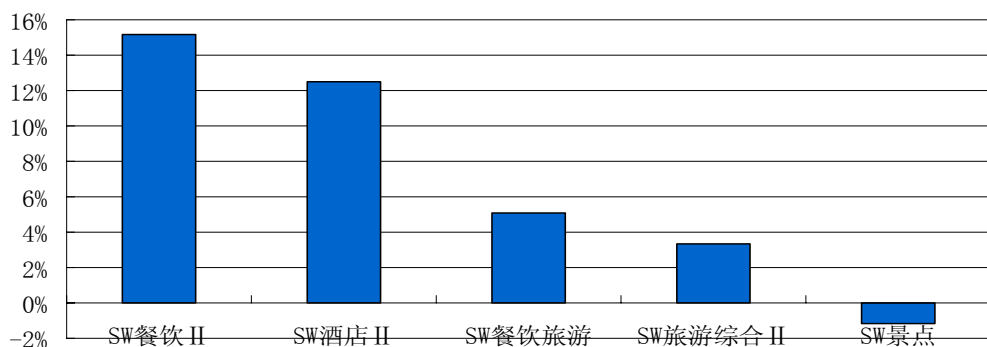
资料来源：Wind，东北证券

图表 2 申万一级行业一季度涨跌幅



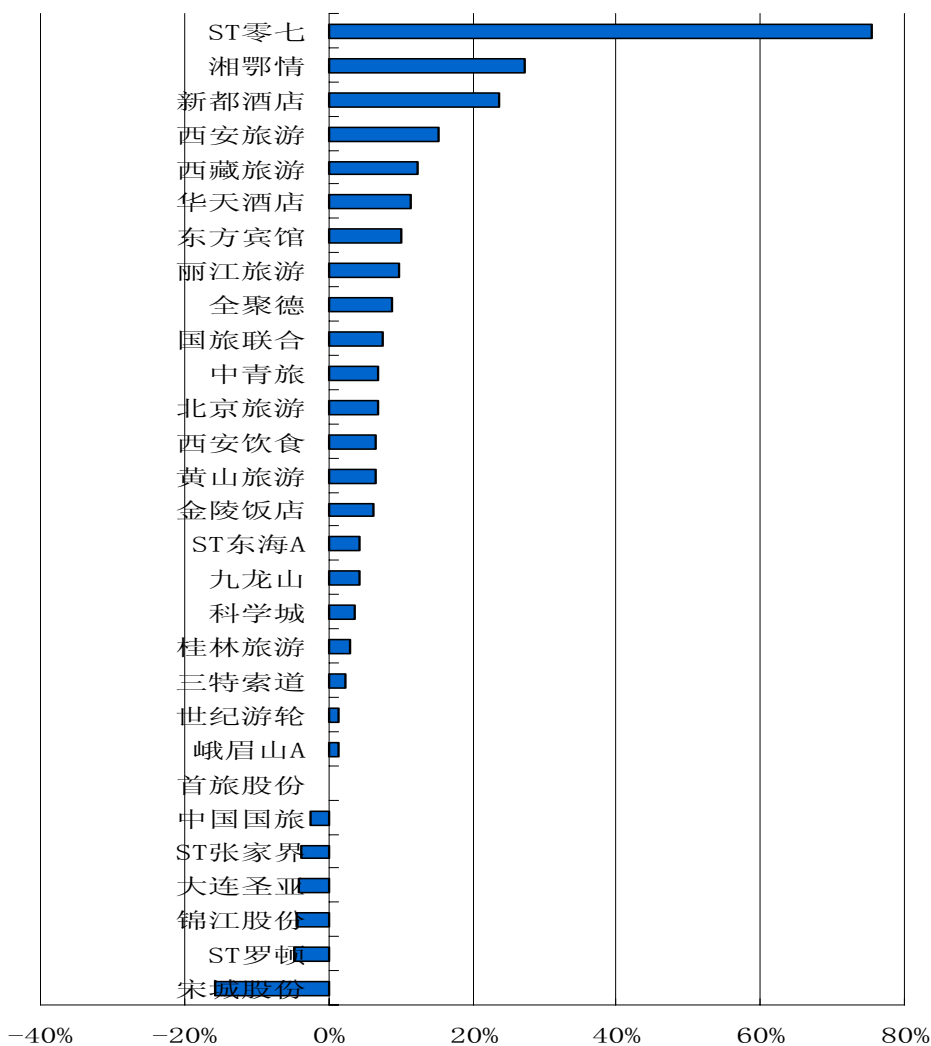
资料来源：Wind，东北证券

图表 3 申万餐饮旅游二级子行业一季度涨跌幅



资料来源: Wind, 东北证券

图表 4 申万餐饮旅游板块个股一季度涨跌幅



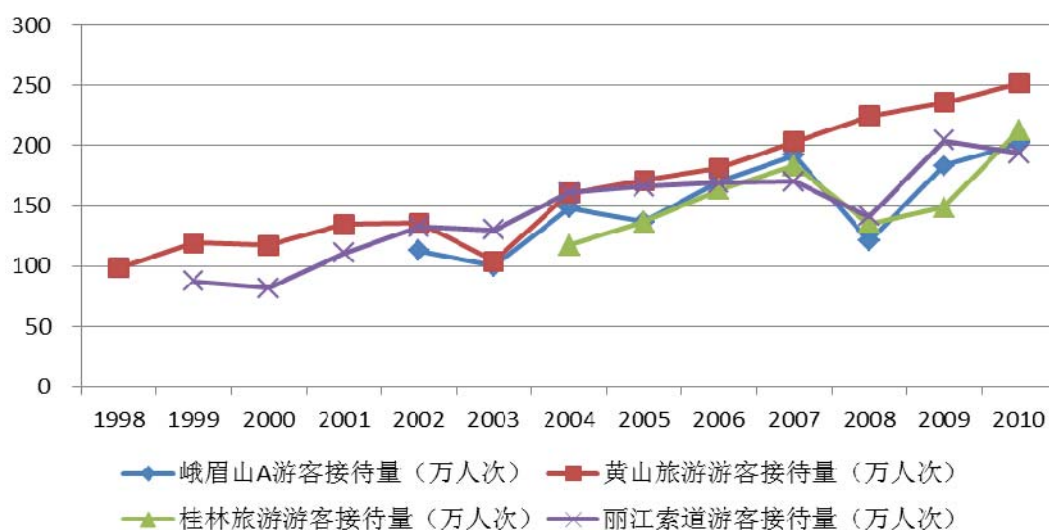
资料来源: Wind, 东北证券

二、细分子行业情况分析

2.1 景区子行业：量价齐升

我们在报告《旅游景区行业研究报告：从青山绿水看行业蓬勃发展》中阐述到，目前，旅游行业正处于观光游向休闲度假游过渡的时期。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 5 重要景区类上市公司游客接待量（1998-2010）

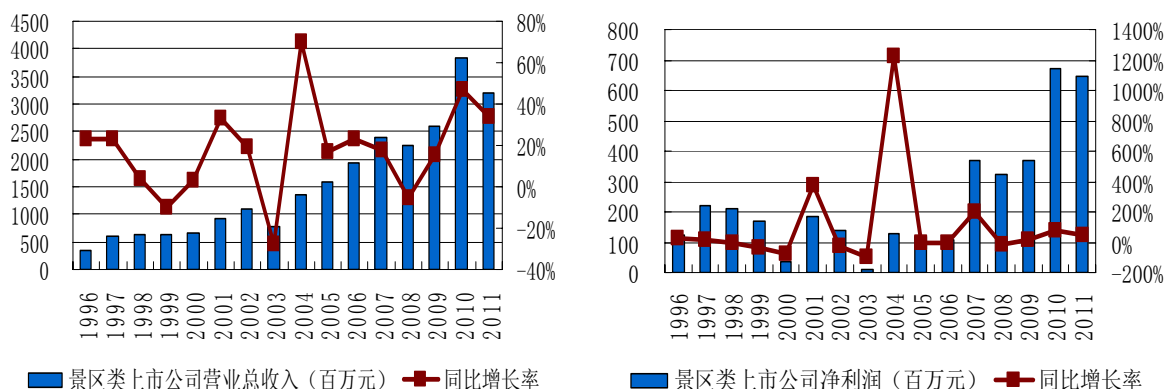


资料来源：Wind，东北证券

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。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。门票提价及提价预期给景区行业带来直接利好，将会促进景区行业的长期蓬勃发展。

近年来，景区类上市公司的营业总收入稳步增长，净利润增速明显。景区类上市公司的营业总收入从1996年的33577万元上升到2011年的319451万元，平均年增速达到17.88%。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2011年的64692万元，平均年增速达到107.94%。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。

图表 6 景区类上市公司营业总收入与同比增长率 图表 7 景区类上市公司净利润与同比增长率



资料来源: Wind, 东北证券

总体来说,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。进入二季度,旅游行业步入传统旺季,我们继续看好景区子行业的发展,建议投资者重点关注具有门票提价预期及产业链整合的上市公司,如峨眉山 A、丽江旅游、黄山旅游、ST 张家界等。

2.2 旅行社子行业: 转型迫在眉睫, 龙头企业先行先试

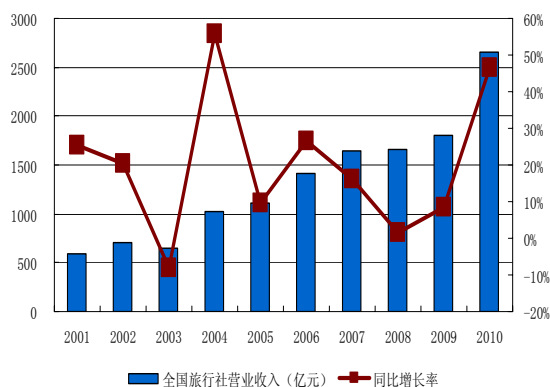
我们在报告《旅行社行业研究报告: 行业转型迫在眉睫, 龙头企业先行先试》中阐述到, 目前, 我国旅行社行业发展面临重大的机遇: 国内三大游市场稳定发展为旅行社行业的发展创造了稳定的市场需求, 国内旅行社行业接待游客的数量也呈现逐年增长的态势。同时, 我国旅行社行业面临着巨大的行业转型、结构调整的压力: 行业粗放式增长, 形成恶性竞争; 行业集中度低, 盈利能力低下; 我国旅游行业从观光旅游向度假休闲游结构升级, 从跟团游向自助游转变, 大大降低了对旅行社行业服务的需求; 国家对旅行社行业的开放, 国际行业巨头凭借丰富的行业运作经验, 强大的资源, 以及成功的横向、纵向扩展经验必将给国内同行带来巨大的转型压力。

近年来, 全国旅行社营业收入逐年上升。根据国家旅游局公布的数据, 全国旅行社营业收入从 2001 年的 589.80 亿元上升到 2010 年的 2649.91 亿元, 平均年增速达到 20.30%。全国旅行社净利润从 2001 年的 5.22 亿元上升到 2010 年的 26.96 亿元, 平均年增速达到 20.60%。

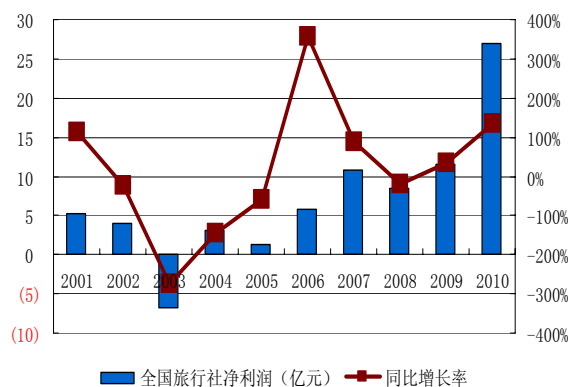
虽然旅行社行业同比都有着不同程度的增长, 但是和其他子行业比较来看, 旅行社行业的盈利能力还是非常的差。从 2010 年旅行社行业的整体毛利率、入境游毛利率、出境游毛利率, 以及境内游毛利率来看, 最高的为入境游业务的毛利率 6.63%, 其他均为 5% 左右。而其他子行业, 如景区、酒店、餐饮的盈利能力要远远高于旅行社的盈利能力。由此可见, 简单粗放式增长, 恶性竞争带来的只能是行业盈利能力低下, 行业竞争力差。

从长期来看，这一局面可能会导致行业资本外流，行业发展滞缓等严重后果。当然，这也迫使行业进行转型，从简单、粗放式、重复式增长转向通过价值链上下游纵向整合式增长，或者横向地域性的整合和扩张式增长，或者差异化竞争等驱动下的细分市场增长等内涵式增长。

图表 8 全国旅行社营业收入与同比增长率



图表 9 全国旅行社净利润与同比增长率



资料来源：国家旅游局，东北证券

根据国内旅行社行业现状以及国际旅行社行业发展经验，我国旅行社行业大型企业将向集团化、中小型企业将向差异化市场定位以及专业化分工、企业运行品牌化、信息化方向转型。旅行社行业将由目前小而散的无序竞争向一定程度的大小同存，有序合作和竞争的局面发展。

总体来说，就旅行社子行业而言，国内旅游市场规模的持续扩大，行业龙头企业在结构转型即横向、纵向整合方面的推进，以及我国旅行社企业在差异化定位、网络营销、以及品牌营销方面成功的、有益的尝试为我国旅行社子行业的可持续发展起到了积极作用。我们建议投资者重点关注具有免税业务、纵向整合模式且公司业绩稳定增长的上市公司，如中国国旅、中青旅等。

2.3 酒店子行业：经济型酒店依旧保持快速增长态势

经济型酒店依旧保持快速增长的态势。2011 年三季度，我国经济型酒店数已达到 6643 家，与上季度相比增加了 596 家，增长幅度为 9.86%。客房总数达到 688305 间，与上季度相比增加了 57473 间，增长幅度为 9.11%。经济型酒店自 05、06 年进入高速发展期以来，始终保持强劲的增势。自如家酒店收购莫泰，7 天连锁酒店收购华天之星后，中国经济型酒店的市场集中度会更加集中，行业表现出扩张和整合的并举态势，聚合趋势更加明显，未来的增长仍有很大的空间。

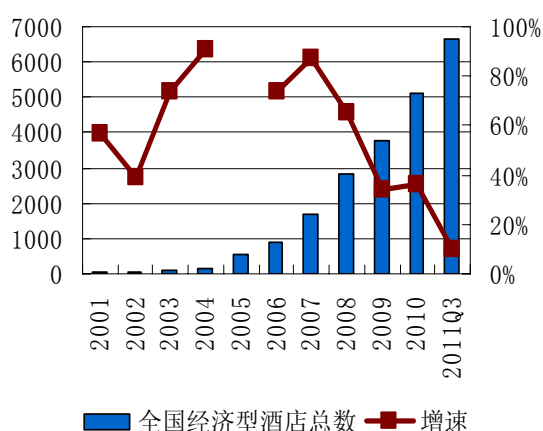
截止 2011 年三季度，如家酒店因对莫泰酒店的收购，市场份额遥居第一，开业酒店数达到 1315 家，客房数达到 162350 家，占整个经济型酒店市场总量的 23.59%。市场占有率位居第二的是 7 天连锁酒店，开业酒店数达到 838 家，客房数达到 83487 家，占整

个经济型酒店市场总量的 12.13%。汉庭酒店反超锦江之星市场份额位列第三，开业酒店数达 580 家，客房数达 65524 家，占整个经济型酒店市场总量的 9.52%。

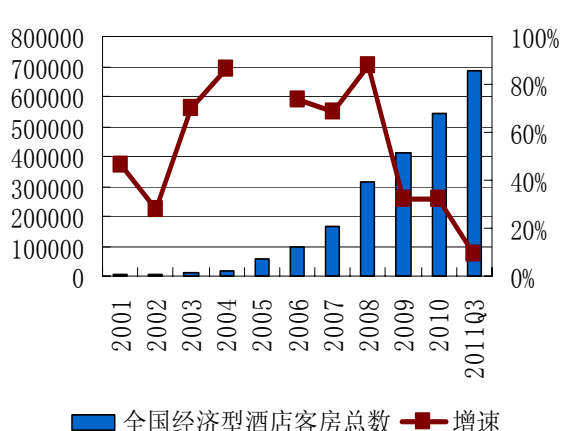
锦江之星所占市场份额位居第四，开业酒店数达 519 家，客房数达 65386 家，占整个经济型酒店市场总量的 9.50%。

总体而言，随着我国国民经济的发展，居民可支配收入的提高，居民在旅游上的支出也将相应增高，这无疑推动了旅游市场规模的扩大。随着交通条件的改善，尤其是私家车的普及，自助游将逐渐增加，对经济型酒店的需求也日益增加，我国经济型酒店的快速扩张就是很好的印证。但是目前我国经济酒店面临激烈的行业竞争，行业整合也箭在弦上。我们建议投资者重点关注相关上市公司，如锦江股份的投资机会。

图表 10 全国经济型酒店总数与增速

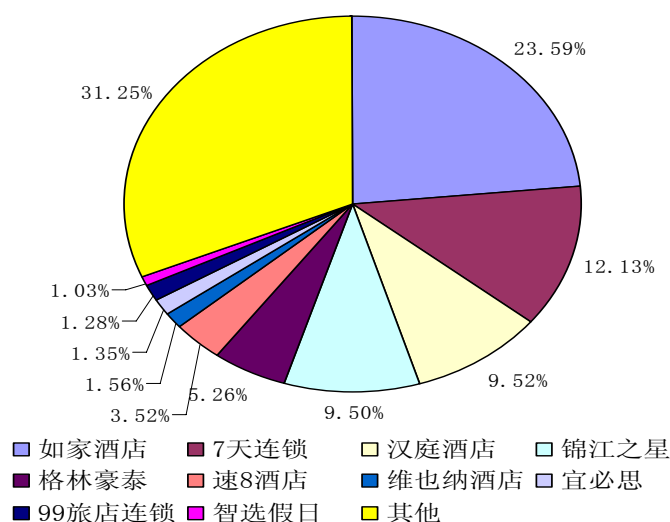


图表 11 全国经济型酒店客房总数与增速



资料来源：盈蝶咨询，东北证券

图表 12 2011 年 Q3 全国经济型酒店市场份额图

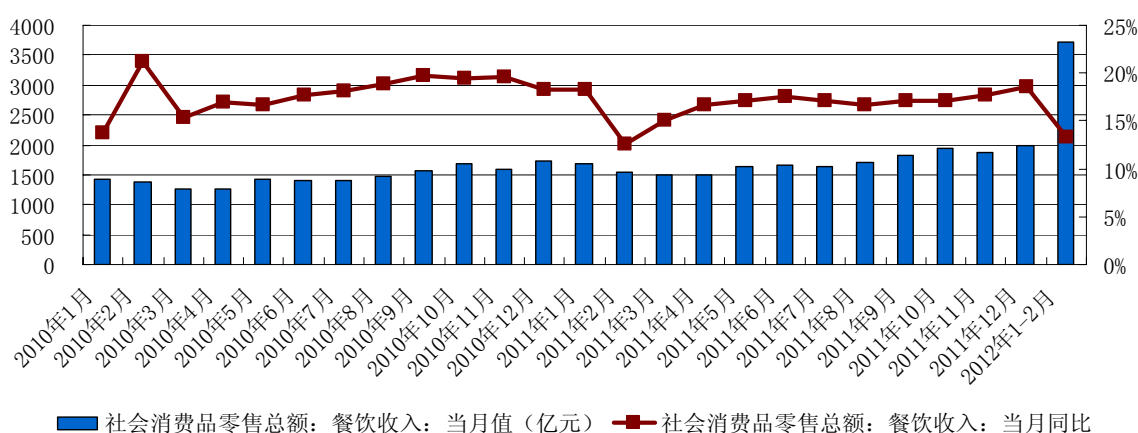


资料来源：盈蝶咨询，东北证券

2.4 餐饮子行业：保持稳定的增长

2012 年 1-2 月社会消费品零售总额餐饮业收入同比保持稳定的增长。2012 年 1-2 月社会消费品零售总额餐饮业收入累计达到 3717.30 亿元，同比增长 13.30%。快速发展的餐饮业已经成为拉动内需、扩大消费的重要力量。目前我国餐饮行业集中度不高，企业规模较小。连锁餐饮的经营模式具有规模优势，必将快速占领市场，具有良好的发展前景。

图表 13 餐饮收入当月值与同比



资料来源：国家旅游局，东北证券

三、二季度投资逻辑分析

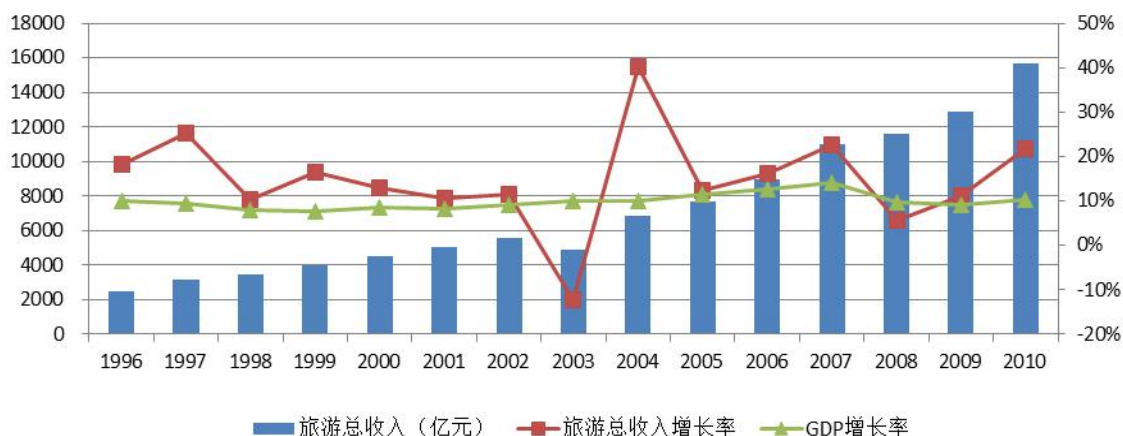
3.1 行业基本面良好，景气度上升

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。

2011 年我国旅游行业总收入有较高增长，虽然 2012 年我国旅游业收入增长预期低于 2011 年，但是国家对 2012 年旅游行业总体形势研判，即 2012 年旅游行业发展是机遇与挑战并存，机遇大于挑战，提示我们我国旅游行业发展的基本面依旧良好，行业仍处于

黄金发展期。另外，国家关于 2012 年工作重点的部署，尤其是将推动旅游业的发展提升到促进社会主义文化发展大繁荣的一部分的战略高度，扩大内需，培育旅游消费市场热点，加大境内旅游市场开发力度，规范旅游市场秩序，以及大力转变旅游业发展方式等具体措施，将积极的推动我国旅游业的发展，尤其是国内旅游以及出境旅游的发展。

图表 14 旅游总收入与增长率



资料来源: Wind, 东北证券

3.2 政策利好不断

一季度，国家扶持旅游行业政策利好不断。旅游相关数量以及经济指标明确印证了我国旅游行业已经成为国民经济的重要产业，国家把旅游产业列为战略性支柱产业。中国制定的旅游行业与现有国民经济三大产业相互融合和相互发展战略表明国家已经把旅游业提升到与三大产业相提并论的高度。中国旅游业的发展对全球经济的发展有着积极的重要作用。

3.2.1 七部委发布《关于金融支持旅游业加快发展的若干意见》

2012 年 2 月 16 日中国人民银行，发展改革委，旅游局，银监会，证监会，保监会，外汇局发布《关于金融支持旅游业加快发展的若干意见》。

《意见》的主要内容：（1）把金融对旅游业的支持提高到为把旅游业建设成国民经济战略性支柱产业服务，为人民群众提供更好的现代服务的政治高度。（2）发挥金融行业的资源和管理优势，为旅游行业从信贷到拓宽融资渠道提供政策支持。（3）为方便旅游者消费、保障旅游者的保险等权益提供政策性保障。（4）加强行业管理、支持国内旅游企业“走出去”，为旅游行业实现战略转型以及企业国际扩张提供政策支持和指导。（5）加强政策协调落实和监测评估，确保政策执行落到实处。

《意见》是国务院职能部门尤其是金融部门落实《国务院关于加快发展旅游业的意

见》的重要举措，将推动我国旅游行业的产业升级和转型，有助于行业的可持续发展。该《意见》的出台为解决行业发展以及行业转型所面临的资金瓶颈提供了各种重要的途径：（1）金融行业为旅游业制定量身定制的信贷政策。（2）创新适合旅游行业的信贷产品和模式。（3）加大对小型、微型旅游企业和乡村旅游的信贷支持。（4）支持旅游企业发展多元化融资渠道和方式。

金融创新产品在景区子行业的应用以及加强景区金融基础设施建设将惠及旅游景区子行业的发展。该《意见》明确表示：探索开展旅游景区经营权质押和门票收入权质押业务，积极开展旅游企业建设用地使用权抵押、林权抵押等抵质押贷款业务。加强旅游景区金融基础设施建设，提高旅游行业和旅游景点金融服务便利性。

该《意见》将推动我国旅游企业的横向、纵向、以及国际化扩张。《意见》明确表示：积极支持已上市旅游企业通过合适的方式进行再融资或者利用资本市场进行并购重组做大做强，支持旅游企业“走出去”战略的实施，满足旅游企业对外贸易、跨境融资和投资的合理用汇需求。

3.2.2 温家宝：鼓励旅游消费 落实带薪休假

国务院总理温家宝在京作政府工作报告。在提到2012年主要任务时说，要促进经济平稳较快发展，扩大内需特别是消费需求是我国经济长期平稳较快发展的根本立足点，是今年工作的重点。要鼓励旅游消费，落实好带薪休假制度。

温家宝说，保持经济平稳较快发展，要着力扩大消费需求。加快构建扩大消费的长效机制。大力调整收入分配格局，增加中低收入者收入，提高居民消费能力。完善鼓励居民消费政策。大力发展社会化养老、家政、物业、医疗保健等服务业。鼓励文化、旅游、健身等消费，落实好带薪休假制度。积极发展网络购物等新型消费业态。支持引导环保建材、节水洁具、节能汽车等绿色消费。扩大消费信贷。加强城乡流通体系和道路、停车场等基础设施建设。加强产品质量安全监管。改善消费环境，维护消费者合法权益。

在2012年度中央政府工作报告中明确本年度的主要任务是扩大内需，大力调整收入分配格局，增加中低收入者收入，提高居民消费能力，尤其是完善鼓励居民消费政策，要鼓励文化、旅游、健身等消费，落实好带薪休假制度。该报告预示着在将来的较长时间内中央政府将把促进内需，增长国内消费作为拉动国民经济增长的三驾马车中的头车。文化旅游是国内消费的重要内容，更是社会主义文明建设的重要组成部分。因此旅游行业在将来长时间内蓬勃发展有着良好的政策环境。另外，收入分配格局的调整，居民收入的提高，以及国民带薪休假制度的出台，将为旅游行业的发展提供了资金、时间等方面的必要条件。

3.2.3 《国民旅游休闲纲要》颁布在即

国民旅游休闲计划，也称国民休闲计划，2009年1月4日，广东省旅游局在官方网

站公布了《关于试行国民旅游休闲计划的若干意见(征求意见稿)》。广东成为全国首个试行国民旅游休闲计划的“试点”。该计划旨在通过相关扶持政策,采取各种刺激措施,最大限度地调动全社会参与旅游休闲活动的积极性,满足人民群众日益增长的旅游休闲需要,并达到刺激消费、拉动内需、带动行业发展的作用。自2009年以来,上述计划一直在修订、完善,直至日前,有消息称该计划已经下发各省旅游局征求意见并预计于今年出台。

《国民旅游休闲纲要》目前正在进一步征求意见和修改完善中,该计划的颁布将对我国旅游业产生重大的影响。全民带薪休假将极大的推动中国旅游市场的需求,也将改变中国旅游服务的产品结构。

3.2.4 区域政策积极响应

四川省“十二五”旅游业发展规划公布。《规划》提出,未来四川旅游将发展一个旅游经济增长极,即大成都旅游经济增长极:以成都市为核心,辐射周边德阳市、雅安市、眉山市、资阳市等地,重点打造世界遗产、熊猫故乡、蜀山之王、蜀汉三国、大爱无疆、长征丰碑、醉游中国(即白酒金三角)、发现四川一百年(以欧洲专家探秘四川的行程,探索四川的百年沧桑)8条精品旅游线。规划明确提出,除了要开发文化旅游、生态旅游、自驾游、乡村旅游、红色旅游、美食旅游、商务会展旅游以及工业科技旅游,还要大力开发运动康体、中医养生、修学科考、宗教文化等潜在优势旅游产品,积极培育跳伞、滑翔、游艇等高端旅游产品,不断创造旅游消费亮点。《四川省“十二五”旅游业发展规划》是响应国家发展旅游行业战略规划,推进区域旅游行业发展的重要政策。

安徽省加快金融支持旅游业综合改革试点,助力旅游业发展。作为国民经济增长的战略性支柱产业,旅游业在保增长、扩内需、促就业、调结构方面的作用日趋明显。日前,安徽省出台了《关于推进旅游业改革试点工作的通知》,启动三年改革试点工作。为深入了解辖内银行业金融机构支持综合改革试点的现状,进一步加大金融支持旅游业服务力度,安徽银监局就此展开工作调研。安徽作为旅游资源丰富的区域,相继出台的一系列政策将有力的推动旅游行业在该区域的发展,扩大消费,提高该区域国民经济发展。

3.3 假日催化效应明显

全国假日旅游部际协调会议办公室发布《2012年春节黄金周旅游统计报告》,报告显示:(一)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。我国旅游市场日益趋向成熟,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。

进入二季度,旅游行业步入传统旺季。加上二季度节假日比较集中且时间较长,清明、五一、端午三个小长假的来临将激起国内旅游的小高峰,有力推进我国旅游市场的

发展。

3.4 业绩高增长确定

从已公布 2011 年年报的 18 家上市公司业绩来看，旅游行业各子行业增长趋势良好，业绩高增长性确定。18 家餐饮旅游上市公司 2011 年实现营业总收入 135.84 亿元，同比增长 17.96%；实现归属于母公司股东的净利润 15.80 亿元，同比增长率 10.54%。其中景区类上市公司实现营业总收入 31.95 亿元，同比增长率 33.83%；实现归属于母公司股东的净利润 6.47 亿元，同比增长率 46.58%。酒店类上市公司实现营业总收入 51.73 亿元，同比增长率 9.44%；实现归属于母公司股东的净利润 6.14 亿元，同比增长率-2.32%。旅游综合类上市公司实现营业总收入 34.14 亿元，同比增长率 11.50%；实现归属于母公司股东的净利润 1.90 亿元，同比增长率-26.69%。餐饮类上市公司实现营业总收入 18.02 亿元，同比增长率 34.57%；实现归属于母公司股东的净利润 1.29 亿元，同比增长率 28.81%。

图表 15 2011 年已公布年报上市公司营业总收入和净利润一览

证券代码	证券简称	营业总收入 (百万元)	营业总收入 (同比增长率)	归属于母公司 股东的净利润 (百万元)	归属于母公司 股东的净利润 (同比增长率)
景区类					
600593.SH	大连圣亚	157.38	24.69%	4.65	-11.14%
300144.SZ	宋城股份	504.53	13.44%	222.22	36.05%
002033.SZ	丽江旅游	555.29	48.64%	117.02	158.81%
000978.SZ	桂林旅游	512.61	0.45%	68.29	-3.05%
000888.SZ	峨眉山 A	907.65	23.37%	145.10	31.56%
000430.SZ	ST 张家界	557.05	46.75%	89.65	9.36%
酒店类					
601007.SH	金陵饭店	700.37	36.13%	117.12	4.14%
600754.SH	锦江股份	2,116.08	-0.40%	320.48	-15.80%
000975.SZ	科学城	243.27	5.07%	29.97	231.13%
000524.SZ	东方宾馆	310.47	15.88%	20.48	202.30%
000428.SZ	华天酒店	1,565.02	13.93%	117.86	-13.35%
000033.SZ	新都酒店	72.48	1.37%	2.82	-32.48%
000007.SZ	ST 零七	165.34	15.39%	5.70	-51.91%
旅游综合类					
600258.SH	首旅股份	2540.38	10.23%	97.58	-47.85%
002558.SZ	世纪游轮	322.15	27.19%	43.44	15.59%
002159.SZ	三特索道	375.44	10.75%	40.15	34.94%
000802.SZ	北京旅游	176.31	6.63%	8.73	91.11%
餐饮类					
002186.SZ	全聚德	1802.31	34.57%	129.18	28.81%

资料来源：Wind，东北证券

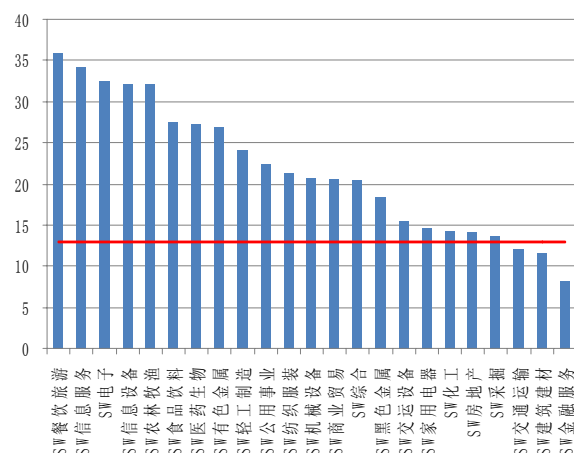
四、行业估值分析和投资策略

4.1 行业估值分析

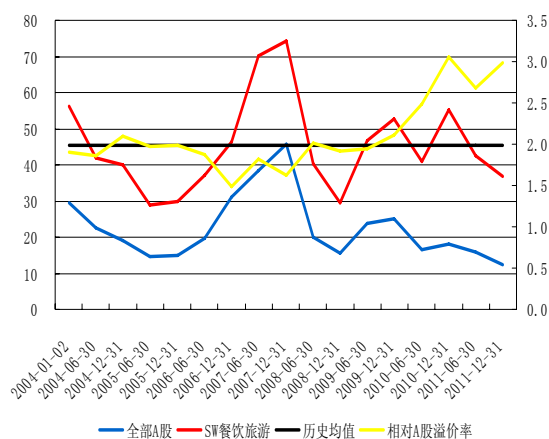
餐饮旅游板块在所有板块中的估值水平较高，目前位居第一位高。经过近期的调整，目前行业的整体市盈率（剔除负值）为 36 倍左右，低于 2004 年以来的平均水平，目前的估值水平低于历史均值。但是与全部 A 股的估值水平相比，目前行业相对 A 股的溢价率约为 2.78 倍，处于历史高位，行业估值压力依然存在。

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 32 倍、40 倍、37 倍、33 倍左右。

图表 16 各行业估值水平比较



图表 17 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

进入二季度，旅游行业将迎来旺季。目前，旅游行业景气度上升，行业基本面良好。本年度政府工作报告中把扩大内需，促进消费作为推动中国经济持续发展的重要战略，以及调整分配格局，增加居民收入水平，推进带薪休假等举措为促进旅游消费提供了充分和必要条件。国务院更是把旅游业列入战略性新兴产业，明确了旅游业应与现有国民经济第一、二、三产业相互融合、共同发展。近期扶持旅游政策利好不断出台，《国民旅游休闲纲要》将要颁布的消息将对我国旅游业产生重大的影响。

从已公布 2011 年年报的上市公司业绩情况看，旅游行业上市公司 2011 年度业绩高增长确定。加上二季度节假日集中且时间较长，假日催化效应明显。我们继续维持行业“优于大势”的投资评级。建议投资者特别关注客流量增速稳定、业绩高增长确定的景区类子行业以及具有免税业务和出境游业务的旅行社子行业及相关个股的投资机会。我们维

持个股推荐组合，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，如中国国旅、峨眉山 A、丽江旅游、黄山旅游等。

4.3 重点公司推荐

4.3.1 中国国旅：旅游服务业务稳定增长，旅游零售业务打开业绩增长空间

中国国旅股份有限公司是我国旅行社业务种类最为齐全的大型综合旅行社运营商。公司主营业务为旅游服务业和旅游零售业。其中旅游服务业包括入境游、出境游、国内游、票务代理和其他业务；旅游零售业包括有税商品销售和免税商品销售。从各主营业务收入占比情况看，目前旅游服务业是公司营业收入的主体。旅游零售业是公司营业利润的主体。

结合目前我国旅游服务业存在的市场机会，行业自身存在的问题，以及发达国家行业发展经验，我们推断我国旅游服务业将向集团化、专业化、品牌化、信息化发展。行业龙头企业中国国旅先行先试，成功实现转型。旅游零售业尤其是免税品销售在我国有着快速发展，眼下呈现出巨大的增长空间，随着有税商品销售在行业龙头企业的启动，免税业向旅游零售业的转型迹象已现。

投资逻辑分析：旅游服务业稳定增长：“三大游”市场稳步增长为行业发展提供契机。公司采取“三游并重，两网并举”的发展战略。公司旅游零售业发展空间巨大：1) 免税运营商中的领先竞争优势：垄断性的资质优势带来的网络布局优势；网络布局优势产生的供应商渠道优势；先行先试带来的行业经验优势；旅游服务业与旅游零售业务的协同效用。2) 三亚免税店经营业绩突出。3) 三亚海棠湾“国际免税城”项目为离岛免税业务再添亮点。4) 入境免税业务和机场改扩建将是中长期看点。

盈利预测及投资策略：公司是国内免税运营商的龙头，未来免税业务发展潜力巨大，具备成长空间，公司业绩高增长确定。我们预计公司 2011-2013 的 EPS 分别为 0.76 元、1.13 元和 1.46 元，公司目前股价 25.54 元，对应 PE34 倍、23 倍和 17 倍，维持“推荐”评级。

4.3.2 黄山旅游：收天下奇观，创稳定业绩增长

公司是一家以景区旅游为核心的综合性旅游企业。公司主要业务包括景区门票、索道、酒店和旅行社及旅游地产等。景区门票以及索道是公司营收以及利润的主要来源。公司凭借垄断性的景区资源优势、清晰的战略规划，优秀的内部管理，以及高质量的服务，连续多年入选中国服务企业 500 强，“黄山旅游”也成为旅游行业的知名品牌。

公司经营业绩平稳增长：营业总收入从 2006 年的 8.65 亿元上升到 2010 年的 14.45 亿元；归属于母公司的净利润从 2006 年的 1.35 亿元上升到 2010 年的 2.31 亿元。凭借垄断性的景区资源优势，公司有着良好的、稳定的盈利能力，公司资产负债状况处于健

康范围，公司有良好的现金流流动性和偿付能力。公司整体财务状况良好。

投资逻辑分析：垄断性景区资源为公司的核心竞争力之一，给公司带来稳定的营业收入和较高的利润率。良好的外围环境：交通状况改善，政策支持力度加大，当地政府助力。西海大峡谷、“玉屏府”地产项目等形成公司新的利润增长点。公司内外兼修，加大营销力度，强化内部管理，控制成本。

盈利预测及投资策略：公司掌握自然资源垄断优势，景区接待游客量逐年上升，现有业务业绩平稳增长，新业务将给公司带来新的利润增长点。公司现估值水平合理，具备成长空间。我们预计公司 2011-2013 的 EPS 分别为 0.63 元、0.75 元和 0.87 元，公司目前股价 15.84 元，对应 PE25 倍、21 倍和 18 倍，维持“推荐”评级。

4.3.3 峨眉山：业绩持续增长，发展空间可期

2011 年公司共实现营业收入 90765 万元，比去年同期增加 17192 万元，增长 23.37%；实现营业利润 17325 万元，比去年同期增加 4032 万元，增长 30.34%；实现归属于母公司股东的净利润 14510 万元，比去年同期增加 3481 万元，增长 31.56%。实现每股收益 0.617 元。

2011 年公司累计接待购票进山游客 259.69 万人次，比去年同期增加 57.96 万人次，增长 28.73%。受益于游山人次的增加，公司各项业务业绩稳定增长：游山门票实现营业收入 32931 万元，增长 29.25%；营业成本增长 38.3%；毛利率 39.84%，增长-3.94%。客运索道实现营业收入 24287 万元，增长 29.34%；营业成本增长 60.19%；毛利率 80.42%，增长-3.77%。宾馆酒店实现营业收入 21101 万元，增长 9.83%；营业成本增长 8.81%；毛利率 19.73%，增长 0.75%。

2011 年公司牢牢抓住“旅游大众化、出游散客化、营销网络化和服务个性化”的产业发展趋势，坚持“集聚中心点、强化关键点、突出着力点，创新增长点”，着力创新营销思维，有机构建营销新模式，以加快发展、科学发展为目标，狠抓网络营销服务体系建设和企业精细化管理，不断挖掘提升和培育新的利润增长点，峨眉山旅游购票人数、公司经营收入和利润均大幅上涨。

盈利预测及投资策略：公司掌握独特的景区资源垄断优势，依托景区旅游资源品牌，公司业绩持续增长，表现出较强的竞争力和可持续发展能力。我们预计公司 2012-2014 的 EPS 分别为 0.77 元、0.92 元和 1.06 元，公司目前股价 18.57 元，对应 PE24 倍、20 倍和 18 倍，维持“推荐”评级。

4.3.4 丽江旅游：业绩超预期，高增长确定

公司经营业绩创历史新高：2011 年实现营业总收入 55,528.61 万元，比 2010 年增长 48.64%，实现归属于母公司股东的净利润 11,701.84 万元，比 2010 年增长 158.81%。实

现每股收益 0.71 元。

索道业务持续增长：报告期内，公司索道业务共接待游客 267.80 万人次，同比增加 74.51 万人次，增长幅度为 38.55%，实现营业收入 19,569.07 万元，同比增长 84.71%。公司索道接待游客数的增长主要来自于玉龙雪山索道。2011 年，玉龙雪山索道共接待游客 89.68 万人次，较上年增长 456.18%；云杉坪索道和牦牛坪索道分别接待游客 169.59 万人次和 8.52 万人次，与上年基本持平。

酒店业务实现净盈利，酒店二期项目进展顺利：2011 年是和府酒店完整经营的第二个营业年度，经营情况明显好于 2010 年。2011 年，和府酒店共实现营业收入 10,054.47 万元，实现净利润 2,436.22 万元。

顺利完成对印象旅游 51%股权收购，公司盈利能力提高，产业链进一步完善：2011 年 12 月 26 日，中国证监会核准公司向景区公司发行 12,584,909 股股份购买其持有的印象旅游 51%股权，2011 年 12 月 28 日，印象旅游完成了股权转让的工商变更登记手续。通过本次交易，公司进入旅游文化演艺领域，使公司能够提供文化娱乐产品，进一步完善了公司的旅游服务产业链，巩固了公司的区域竞争优势，实现了旅游服务的产业升级和资源的优势互补，提升公司的盈利能力。2011 年度，印象旅游实现净利润 9,756.31 万元。

盈利预测及投资策略：公司业绩超预期，高增长确定。我们预计公司 2012-2014 的 EPS 分别为 0.81 元、0.96 元和 1.11 元，公司目前股价 21.30 元，对应 PE26 倍、22 倍和 19 倍，维持“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。