

张忆东  
021-38565932  
[zhangyd@xyzq.com.cn](mailto:zhangyd@xyzq.com.cn)  
证书编号: S0190510110012

刘璐丹  
021-38565944  
[liuld@xyzq.com.cn](mailto:liuld@xyzq.com.cn)  
证书编号: S0190210060005  
联系人: 蒋仕卿

## 证券研究报告

# 新生活重塑大旅游 ——兴业证券“新生活”系列主题投资报告

2011年3月2日

### 报告关键点

“新生活”是消费理念的转变，带来爆发性的机会  
大旅游产业值得作为新生活主题投资的首选  
精选资源白马股，攻守兼备

### 相关报告

### 投资要点

#### ● “新生活”是消费理念的转变，带来爆发性的机会

- ◇ 从海外消费升级历史进程看，人均 GDP 跨越 3000 美元之后，服务消费的比重快速提升、并逐渐占据居民消费的主导地位。
- ◇ 从中国经济社会发展阶段看，2010 年人均 GDP 已超 4000 美元，必需、耐用消费品需求逐步被满足，服务消费的需求正面临突破口。
- ◇ 从经济转型和房地产调控看，国人的消费理念正面临重大转变，从过去十年以房地产投资为家庭最主要支出的“房奴时代”，走向享受服务消费“新生活”，享受休闲旅游、消费电子、娱乐、保健等。

#### ● 大旅游产业值得作为新生活主题投资的首选，有理由，有条件

- ◇ 旅游业兼顾经济发展和社会幸福感的提升，有利于缩小收入差距。
- ◇ 旅游的产业链长、综合服务，适合作为战略性支柱产业发展。

#### ● 需求、供给端皆面临积极变化，旅游业短多长也多

- ◇ 旅游需求：长期不断向好，短期利多频传。长期来看，旅游需求取决于可支配收入提高和闲暇时间增加。短期来看，住房资金再配置和《国民休闲纲要》的落实，都会提高旅游需求。
- ◇ 旅游供给：1) 景点的内生增长，2) 随着民航、高铁、高速公路网络化等基础设施建设，时空收缩、更多旅游项目可供选择。

#### ● 投资策略：2011 年旅游股的春季大攻势，沿着产业链找投资标的

- ◇ 春天正是旅游时，维稳行情+扶持政策+行业景气推升旅游股行情。
- ◇ 标的：1) 核心景区资源不可复制，享受垄断溢价，受益于综合开发；2) 酒店、旅行社及其他相关产业，如娱乐设施、旅游地产、交通运输、游艇、新能源客车、节能环保等都受益于旅游大发展。

#### ● 兴业旅游业研究员推荐：峨眉山 A，丽江旅游，黄山旅游和中国国旅。

## 目 录

|                                          |        |
|------------------------------------------|--------|
| 从“新生活”的高度看消费升级 .....                     | - 3 -  |
| 什么是“新生活”？为什么要关注“新生活”？ .....              | - 3 -  |
| 美日消费升级路：服务消费逐渐占据主导 .....                 | - 3 -  |
| 中国消费升级：已到倡导“新生活”时 .....                  | - 4 -  |
| 破除地产投资“旧生活”，迎接服务消费“新生活” .....            | - 6 -  |
| 旅游业值得作为新生活主题投资的首选，为什么？ .....             | - 7 -  |
| 旅游业兼顾经济发展和社会幸福感的提升 .....                 | - 7 -  |
| 发展旅游业有利于缩小城乡、地区之间的差距 .....               | - 8 -  |
| 旅游的产业链长、综合服务，适合作为战略性支柱产业 .....           | - 9 -  |
| 需求、供给端皆面临积极变化，旅游业短多长也多 .....             | - 9 -  |
| 旅游需求：长期不断向好，短期利多频传 .....                 | - 9 -  |
| 旅游供给：景点内生增长+高速交通设施缩短了时空 .....            | - 10 - |
| 春天正是旅游时，2011 年旅游股的春季攻势 .....             | - 11 - |
| 投资策略：沿着产业链的路线寻找投资标的 .....                | - 12 - |
| 景区：看好拥有不可复制旅游资源的景区类公司 .....              | - 13 - |
| 酒店、旅游免税子行业：受益于大众旅游时代的到来 .....            | - 13 - |
| 旅行社聚焦受益于旅游免税子行业：关注海南岛国人购物免税政策渐进 .....    | - 13 - |
| 旅游设备：特别关注受益海洋开发和消费升级的游艇设备 .....          | - 14 - |
| 景区深度开发：受益于大旅游行业景气度的提升 .....              | - 14 - |
| 风险提示：旅游板块估值相对较高 .....                    | - 15 - |
| 兴业旅游业研究员重点覆盖上市公司推荐 .....                 | - 15 - |
| 图 1、美国消费升级中服务消费比重不断提升 .....              | - 4 -  |
| 图 2、人均 GDP 超 3000 美元后，医疗保健消费持续增长 .....   | - 4 -  |
| 图 3、日本消费升级从合理化向舒适化再向时尚化发展 .....          | - 4 -  |
| 图 4、中国居民普遍进入了消费服务业的阶段 .....              | - 5 -  |
| 图 5、中国城镇居民的恩格尔系数不断下降 .....               | - 5 -  |
| 图 6、消费从粮食向高蛋白肉类升级（以 1980 年为基期） .....     | - 5 -  |
| 图 7、汽车消费增速持续高于收入增速 .....                 | - 6 -  |
| 图 8、房地产开发增速 98 年后持续高于收入增速 .....          | - 6 -  |
| 图 9、经济不发达省份拥有巨大潜在的旅游资源 .....             | - 8 -  |
| 图 10、国内旅游收入增长明显快于人均 GDP 增长 .....         | - 9 -  |
| 图 11、人口老龄化趋势与国内出游人次高度相关 .....            | - 10 - |
| 图 12、三个大省正面临对旅游需求的临界点 .....              | - 10 - |
| 图 13、沿着产业链的路线淘金旅游概念股 .....               | - 12 - |
| 表 1、政府对汽车消费的调控政策 .....                   | - 6 -  |
| 表 2、房地产调控政策目标在于去投资化 .....                | - 6 -  |
| 表 3、十年时间中国居民的幸福普遍下降 .....                | - 7 -  |
| 表 4、西部省份近年旅游收入增速显著高于北京/上海等传统旅游热点区域 ..... | - 8 -  |
| 表 5、四横高铁建设缩短了沿海到内地的距离 .....              | - 11 - |
| 表 6、各级政府对旅游产业规划政策一览 .....                | - 11 - |
| 表 7、不同人均购物限额下的市场空间测算 .....               | - 14 - |
| 表 8、旅游相关概念股一览 .....                      | - 15 - |
| 表 9、行业研究员重点推荐上市公司 .....                  | - 15 - |

## 从“新生活”的高度看消费升级

### 什么是“新生活”？为什么要关注“新生活”？

“新生活”就是生活理念的转变，是固化思维的变化带来生活态度的转变，进而消费理念的变化。古语云：“仓廩实而知礼节，衣食足而知荣辱。”消费理念转变背后的根本原因，是收入水平的不断提升和社会风尚的不断进化。

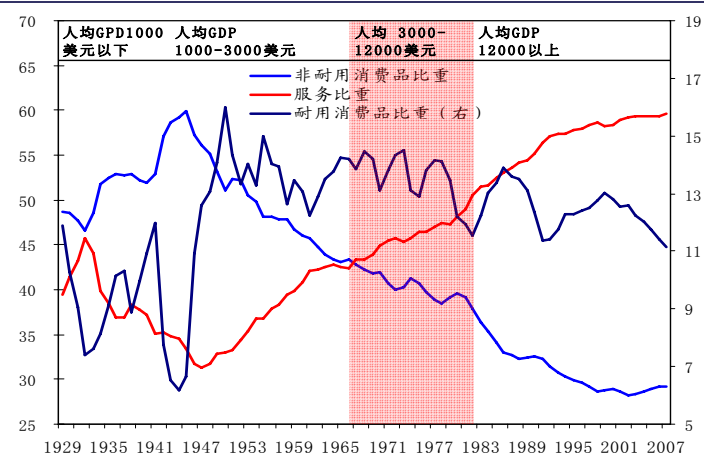
然而，从历史的角度来看，经济的发展和理念的转变往往呈现不一致性。经济发展更多地是以线性的、边际递减的形式进行。而理念的转变常常首先滞后于经济的发展，但一旦开始获得认同之后，又会在短期内呈现非线性的、边际递增的现象，以迅雷不及掩耳之势，成为社会的共识，推动社会的变化。

理念转变所产生的爆发性在历史上比比皆是，在消费领域，如过去 10 年中国住房需求的爆发和汽车消费的井喷，以及近两年苹果公司 Iphone、Ipad 的迅速普及。我们总是可以发现，当理念急剧转变时，相关行业的面貌也在受到重塑，迎来爆发性增长的新阶段。

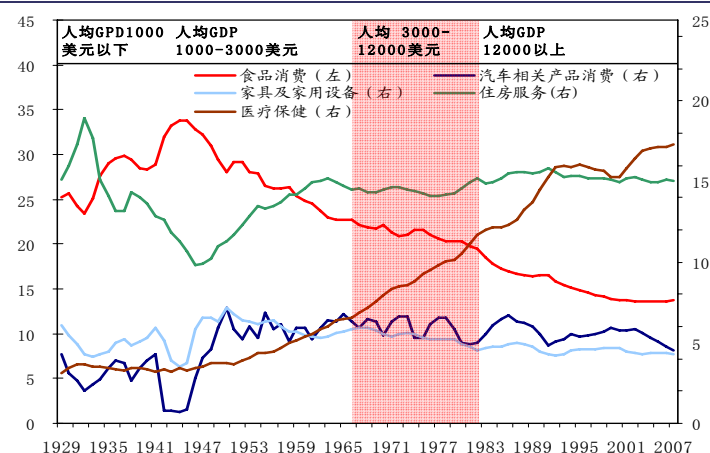
正因为理念具有这种爆发性，才值得关注。用投资的语言来说，我们关注的是超预期。中国经过三十多年的经济增长，人民的生活水平不断提高，消费观念的变化也正处于突变的边缘。从吃穿等生活必需品的消费，到住行等可选消费品的购买，未来的消费方向在哪里？我们认为，物质消费需求已经基本得到满足，中国人民正迈向“新生活”，而这种“新生活”的主要特征在于满足休闲享乐等精神需求。我们判断，休闲旅游、电子消费、娱乐、保健食品等行业，会在未来获得远远超出预期的大发展。

### 美日消费升级路：服务消费逐渐占据主导

回顾世界老大哥美国和我们近邻日本的消费路径，更可以为中国的未来消费升级指明方向。美国的消费经历了三次重大的升级。当人均 GDP 在 1000-3000 美元之间时，耐用品消费逐渐超过必需品消费成为居民消费的主导；人均 GDP 在 3000-12000 美元之间时，居民服务消费的比重稳步提高；当人均 GDP 超过 12000 美元时，居民服务消费的比重主导居民消费结构。

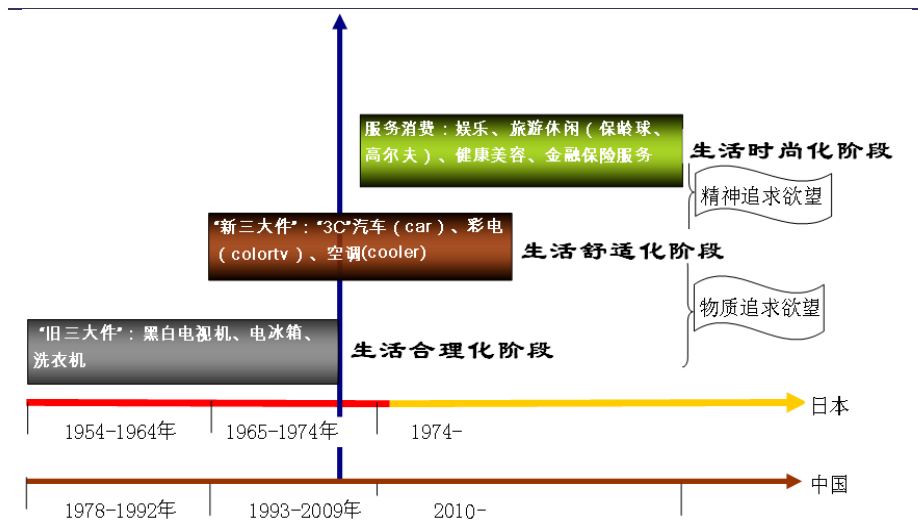
**图 1、美国消费升级中服务消费比重不断提升**


数据来源：兴业证券研发中心

**图 2、人均 GDP 超 3000 美元后，医疗保健消费持续增长**


数据来源：兴业证券研发中心

观察日本，20 世纪 50 年代中旬到 60 年代中旬，家电消费主要是生活辅助型家电，如冰箱、洗衣机。之后的十年，家电消费逐步走向生活享受型家电，如彩电、空调和汽车等。到了经济快速增长的末期，娱乐、休闲旅游、金融服务等主导了居民消费。

**图 3、日本消费升级从合理化向舒适化再向时尚化发展**


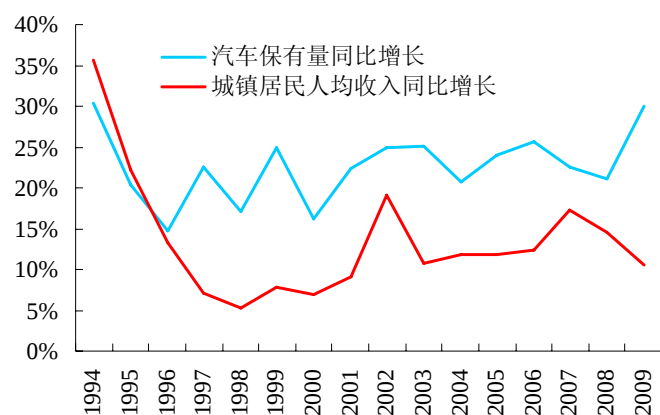
数据来源：Wind，兴业证券研发中心

### 中国消费升级：已到倡导“新生活”时

随着我国人均 GDP 近几年快速突破 3000、4000 美元，最近动向是，服务消费需求正面临突破，并将成为未来的主导性消费需求。三十年的改革开放，持续提高了居民的可支配收入，满足了人民群众不断增长的物质、文化需求。根据国家统计局《2010 年国民经济和社会发展统计公报》，2010 年我国的人均 GDP 已经接近 4500 美元。分区域看，早在金融危机的 2008 年，中国多数东部省份已迈过了服务消费快速增长的人均 GDP3000 美元门槛，而今年大多数省份将迈入该区间。

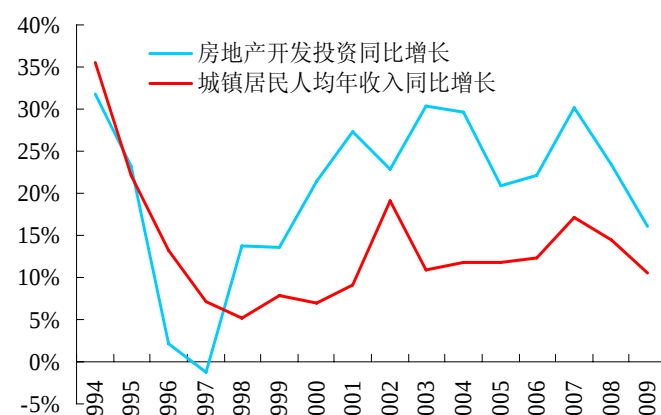


图 7、汽车消费增速持续高于收入增速



数据来源: Wind, 兴业证券研发中心

图 8、房地产开发增速 98 年后持续高于收入增速



数据来源: Wind, 兴业证券研发中心

表 1、政府对汽车消费的调控政策

| 时间          | 政府层级 | 政策法规                |
|-------------|------|---------------------|
| 2011 年 2 月  | 中央   | 对大排量汽车增加车船税         |
| 2011 年 1 月  | 上海   | 外环线高峰时段电子取证查外地牌照    |
| 2011 年 1 月起 | 中央   | 车辆购置税减免政策取消         |
| 2010 年 12 月 | 北京   | 摇号限制上牌数; 限制非京户籍人员购车 |

数据来源: 兴业证券研发中心

当前, 必需消费品已经逐渐饱和, 耐用消费品中的住房消费面临“去投资化”, 汽车消费又面临城市拥堵、油价高企等成长的烦恼时, 居民的消费何去何从? 显然将加速走向消费升级, 加速推进服务消费。

### 破除地产投资“旧生活”, 迎接服务消费“新生活”

从经济转型和房地产调控看, 国人的消费理念正面临重大转变。过去十年内, 房地产改变了普通民众的生活方式, 甚至可以说, 主宰了广大民众的消费需求, 成为众多家庭最大的消费开支, 几代人攒钱、赚钱投资房产。而房地产投资泡沫、高企的房价加添了“房奴”们的艰辛, 挤占了其它消费的扩展空间。

表 2、房地产调控政策目标在于去投资化

| 时间              | 政府层级 | 政策法规                                             |
|-----------------|------|--------------------------------------------------|
| 2011 年 2 月 24 日 | 中央   | 住建部和各省、自治区、直辖市签订 1000 万套保障房建设“军令状”。              |
| 2011 年 1 月 27 日 | 重庆   | 地方房产税试点                                          |
| 2011 年 1 月 27 日 | 上海   | 地方房产税试点                                          |
| 2011 年 1 月 26 日 | 中央   | 国八条。限购政策强化; 强化差异化信贷; 强调地方政府问责制; 调整营业税。           |
| 2010 年 9 月 29 日 | 中央   | 国五条。限购套数; 强化差异化信贷政策; 调整契税和个人所得税优惠; 增加供给; 加大违法检查。 |
| 2010 年 4 月 15 日 | 中央   | 国十条。差异化信贷政策; 研究制定税收政策。                           |

数据来源: 兴业证券研发中心

因此，地产去投资化的影响是深远的。近一年连续出台了严厉的房地产调控措施，从中可清晰地看到中央政策思路：房地产需要去投资化、去杠杆化、增加保障性。我们认为，房地产将回复其最本质的消费属性，实现“居者有其屋”是政策目标。

由于住房需求的自相关性，当存在房价上涨预期时，对房屋的需求也越大。因此房屋回归消费属性减弱了房价上涨的预期，从而减少了对房屋的投资需求，居民的资产存在再配置的需求。

当人们告别地产投资的“旧生活”之后，我们需要思考，资金会流向何处？“新生活”在哪里？消费升级的必然选择告诉我们，服务、休闲等精神文化需求是下一阶段消费增长的重点！

## 旅游业值得作为新生活主题投资的首选，为什么？

旅游业的发展，最直观受益于下一轮消费升级，也是我们新生活主题投资的首选标的。展望“十二.五”，中国民众的生活方式面临巨大转变，作为同时满足人的物质需求和更高层精神需求的休闲、旅游，将会越来越受到重视，而可支配收入的不断提高和从地产投资中退出的部分收入，将促使旅游业走向爆发式增长。

### 旅游业兼顾经济发展和社会幸福感的提升

“十二五”规划中，越来越强调民生福祉，幸福感这一目标被重点关注。中国过往的发展路径中，片面地用经济增长来等同于幸福感的提高，但近几年，这两者之间的背离却越来越严重。地方政府片面地追求 GDP 增长，特别是经济的重工业化发展，带来了明显的资源浪费和环境污染，和民众生活水准的提高产生了背离。

表 3、十年时间中国居民的幸福普遍下降

|        | 农村   |      | 城市   |      |
|--------|------|------|------|------|
|        | 1990 | 2000 | 1990 | 2000 |
| 总体     | 7.7  | 6.8  | 7.2  | 6.3  |
| 按收入分组： |      |      |      |      |
| 最低四分位  | 7.3  | 6.0  | 6.8  | 4.9  |
| 第二四分位  | 7.5  | 6.7  | 7.0  | 5.7  |
| 第三四分位  | 8.6  | 7.3  | 7.3  | 6.3  |
| 最高四分位  | 7.7  | 7.5  | 7.2  | 6.8  |

注：生活满意度，1(最低)-10(最高)。

数据来源：世界价值观调查 1990 和 2000，兴业证券研发中心

有学术研究表明，中国居民的幸福不断下降，对社会和谐构成了严重挑战。2011 年的地方“两会”，幸福成为热门词汇，重庆、北京、广东等地区“两会”相继将改善民生，提高居民幸福感作为十二五工作的着力点。

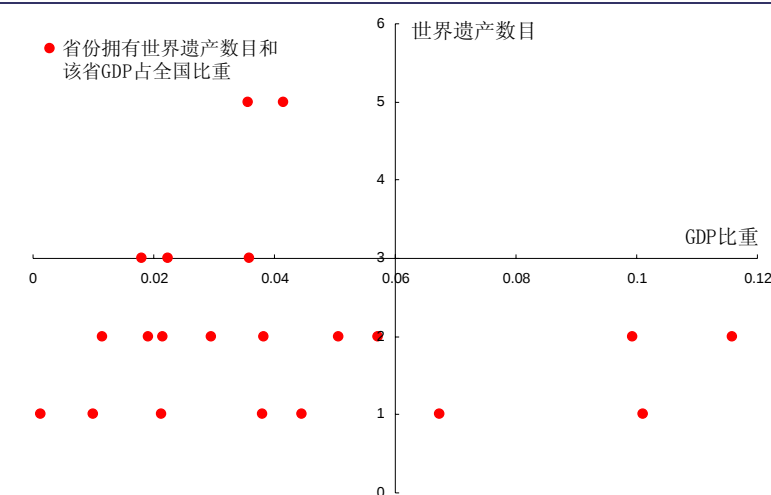
如何兼顾幸福感的提升和经济增长？我们发现，发展旅游产业，正是兼顾上述两目标的共同抓手。旅游业的休闲娱乐特性和精神享受，是提供幸福感的重要途径。

### 发展旅游业有利于缩小城乡、地区之间的差距

旅游业作为提高贫困地区收入，缩小城乡之间、地区之间收入差距的功能会越来越受到重视。中国的东中西资源禀赋差异大，经济发展不均衡。但从比较优势角度来看，西部地区、农村地区的自然风景未得到充分开发，如何转变穷山恶水，成为旅游胜地，是地方政府的一个重要考量。同时，在东部发达地区蓬勃发展的农村休闲旅游，也给西部广大农村地区通过发展特色旅游业脱贫致富提供了指引。

我们发现，中国拥有的世界遗产数量也存在着区域不平衡性，越是相对较为贫困的西部省份，拥有的世界遗产数量越多。从数据上我们还发现，从 2007 年开始，西部省份的旅游收入持续高于北京、上海等传统热点区域。

图 9、经济不发达省份拥有巨大潜在的旅游资源



数据来源：国家旅游局，兴业证券研发中心

表 4、西部省份近年旅游收入增速显著高于北京/上海等传统旅游热点区域

| 国内游收入增速(年) | 北京   | 上海  | 安徽  | 云南  | 四川  | 广西  | 湖南  | 湖北   | 陕西  | 贵州  | 西藏   | 甘肃   | 宁夏  |
|------------|------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|-----|-----|------|------|-----|
| 2000       | 10%  | 8%  | 12% |     |     |     |     | 24%  |     |     |      |      |     |
| 2001       | 29%  | 4%  | 16% | 23% | 21% | 22% | 44% | 25%  | 12% | 31% | 6%   | 14%  |     |
| 2002       | 5%   | 23% | 16% | 13% | 21% | 14% | 17% | 14%  | 11% | 31% | 51%  | 26%  | 11% |
| 2003       | -24% | 11% | -8% | 9%  | 12% | -5% | 20% | -14% | 10% | 10% | 5%   | -18% | 15% |
| 2004       | 62%  | 13% | 34% | 20% | 33% |     | 17% | 19%  | 29% | 44% | 48%  | 136% | 45% |
| 2005       | 14%  | 8%  | 16% | 16% | 28% | 20% | 22% | 14%  | 17% | 50% | 26%  | 12%  | 17% |
| 2006       | 14%  | 9%  | 34% | 17% | 37% | 20% | 30% | 14%  | 20% | 54% | 43%  | 30%  | 45% |
| 2007       | 18%  | 14% | 40% | 11% |     | 20% | 25% | 19%  | 21% | 32% | 75%  | 47%  | 23% |
| 2008       | 9%   | 0%  | 29% | 20% |     |     | 19% | 17%  | 23% | 28% | -54% | 23%  | 28% |
| 2009       | 12%  | 19% | 23% | 23% | 35% |     | 30% | 36%  | 28% | 23% | 150% | 41%  | 32% |

数据来源：兴业证券研发中心

## 旅游的产业链长、综合服务，适合作为战略性支柱产业

旅游业是第三产业的重要组成部分，同时旅游业是一个关联性很大的产业，旅游业的发展，不仅可以带动餐饮业、交通运输业、房地产业等与旅游业直接相关的产业的发展，而且还可以促进商业、通讯、金融、农业、轻工业等产业的发展，从而提高我国的产业结构层次，达到优化产业结构的目的。

据海外有关研究表明：每 1 美元的直接旅游收入可带动相关产业增加 2.5 美元的间接收入。直接增加一个旅游业从业人员，可间接增加 2.5 个就业岗位。根据我国有关部门研究测算，在我国，旅游业每收入 1 元，第三产业产值相应增加 10.7 元。因此，旅游业的长产业链特性，是其可以作为战略性支柱产业的根本原因。

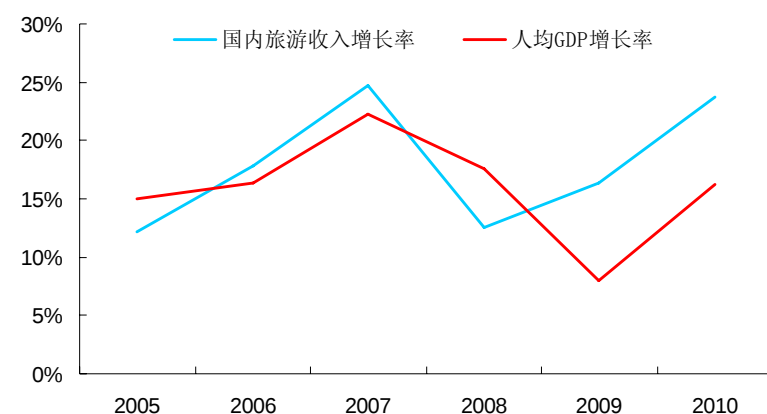
根据《国务院加快发展旅游业的意见》，我们有理由相信，旅游业作为我国下一步发展的战略性新兴产业地位已然得到确立，旅游业的大发展指日可待。

## 需求、供给端皆面临积极变化，旅游业短多长也多

### 旅游需求：长期不断向好，短期利多频传

不同于其他商品，对旅游产品的需求，类似于里昂惕夫式的需求函数。我们不仅需要关注可支配收入的提高，同时关注闲暇时间的变化。令人欣喜的是，中国民众无论是可支配收入还是闲暇时间，都在逐步增长。

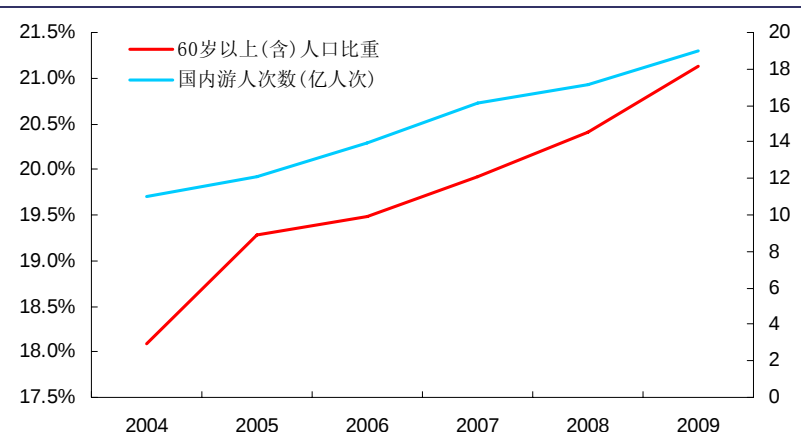
图 10、国内旅游收入增长明显快于人均 GDP 增长



数据来源：Wind，兴业证券研发中心

中国的长期收入增长和人口老龄化是旅游需求上升的最重要推动力。可以看到 2009 年之后，我国的国内旅游收入增长显著高于人均 GDP 的增长。同时人口老龄化使得社会总闲暇时间增加，从而增加了旅游需求。我们的研究发现，我国 60 岁以上人口比重和国内游入次数存在很强的相关性。

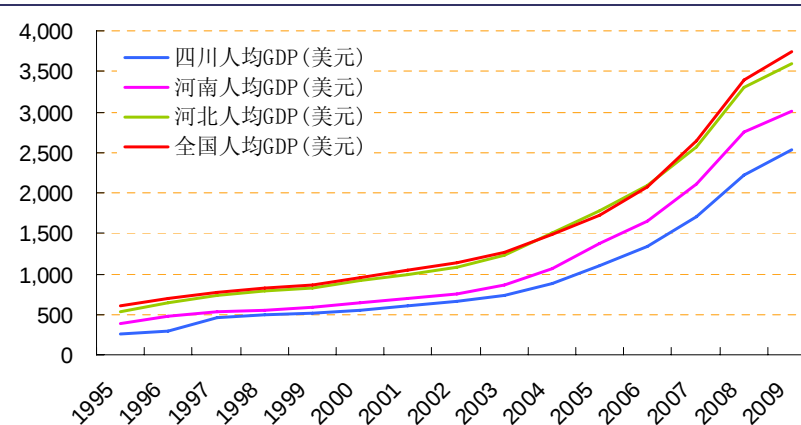
图 11、人口老龄化趋势与国内出游人次高度相关



数据来源: Wind, 兴业证券研发中心

另有国际研究表明,当人均 GDP 达到 3000 美元时,对旅游的需求会爆发增长。在中国六个人口比重超过 5%的大省中,江苏、广东、山东 2009 年人均 GDP 已经分别达到了 6500、6000、5200 美元。而另外的三个省份四川、河南、河北目前却正好处于旅游需求快速膨胀的临界点,这也预示着短期之内,旅游需求的增长会高于 GDP 的增长。

图 12、三个人口大省正面临对旅游需求的临界点



数据来源: Wind, 兴业证券研发中心

而从闲暇时间角度来看,短期《国民休闲纲要》的推出会落实带薪休假制度,使得居民的时间支配更为灵活,从而也增加了对旅游的需求。

### 旅游供给: 景点内生增长+高速交通设施缩短了时空

首先,从景区的数量增长分析,内生于地方政府的政策选择。在通过土地拍卖取得土地出让金收入被逐步卡紧的条件下,规划发展旅游地产可能是一种变相融通

手段。同时《国务院关于加快发展旅游业的意见》颁布，也使得地方政府会重新从战略高度思考发展旅游业的重要性，因此，新景点的开发、以及固有景点资源的深度开发将快速推进。

其次，更为关键的是，中国超常规的高铁、机场建设，缩短了区域之间的行程距离，使得一些偏远的旅游目的地的可及性迅速提高，直接提高旅游业的供给。

**表 5、四横高铁建设缩短了沿海到内地的距离**

| 线路             | 走向       | 最后完工   |
|----------------|----------|--------|
| 徐州-郑州-西安-兰州    | 华东-西北    | 2012 年 |
| 杭州-南昌-长沙-贵阳-昆明 | 华东-华中-西南 | 2013 年 |
| 青岛-济南-石家庄      | 华东-华北    | 2012 年 |
| 南京-合肥-武汉-重庆-成都 | 华东-华中-西南 | 2013 年 |

数据来源：兴业证券研发中心

## 春天正是旅游时，2011 年旅游股的春季攻势

首先，旅游股是维稳红利的受益者。面对 2011 年初以来的中东乱局，中央的反应很灵敏，政治局会议已提出防止经济大起大伏，我们判断后续大概率将在保民生、维持和谐上下真功夫。而发展旅游业是经济增长和社会幸福的共同抓手。旅游业对环境资源的压力小，产业链长，带动就业能力佳，同时打造旅游产业也提升了居民的幸福感。

其次，政策密集出台，旅游主题投资正当时。据历史经验，当某个产业密集出台一系列规章制度时，意味着该产业正面临快速发展的瓶颈口。从投资的角度看，该行业的股票面临较好的投资机遇。近两年国家或区域层面的旅游业政策法规密集出台，透露出国家层面对旅游业的重新定位，为资本市场运作打开了想像空间！

**表 6、各级政府对旅游产业规划政策一览**

| 时间          | 法规政策                       | 主要内容                                                       |
|-------------|----------------------------|------------------------------------------------------------|
| 待出          | 《旅游法》                      | 为行业发展提供制度保障                                                |
| 待出          | 《中国旅游业“十二五”发展规划纲要》         | 明确了国内旅游消费收入年均增长率达到 11%，快于十二五 7% 的 GDP 增长目标，鼓励大型旅游企业跨地区兼并重组 |
| 待出          | 《国民休闲纲要》                   | 贯彻落实带薪休假制度，对不同人群的旅游休闲中的资金保障、时间安排等提出了针对性的鼓励措施               |
| 2011 年 2 月  | 《关于加快上海旅游业发展建设世界著名旅游城市的意见》 | 把上海旅游业培育成战略性支柱产业和现代服务业，促进上海经济转型                            |
| 2009 年 12 月 | 《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》     | 将海南岛作为旅游改革开放的试验区，建设成为世界一流的海岛休闲度假旅游目的地                      |
| 2009 年 12 月 | 《国务院关于加快发展旅游业的意见》          | 将旅游业定位成国民经济的战略性支柱产业                                        |

|            |                             |                                                          |
|------------|-----------------------------|----------------------------------------------------------|
| 2009 年 9 月 | 《全国旅游标准化工作管理办法》             | 明晰了旅游标准化工作任务，理顺了旅游标准化工作管理体制，纳入国家标准化管理的统一要求，增加旅游地方标准的相关规定 |
| 2008 年 9 月 | 《西藏自治区旅游发展总体规划 (2005-2020)》 | 打造世界一流高原生态与藏文化特色旅游目的地                                    |

数据来源：兴业证券研发中心

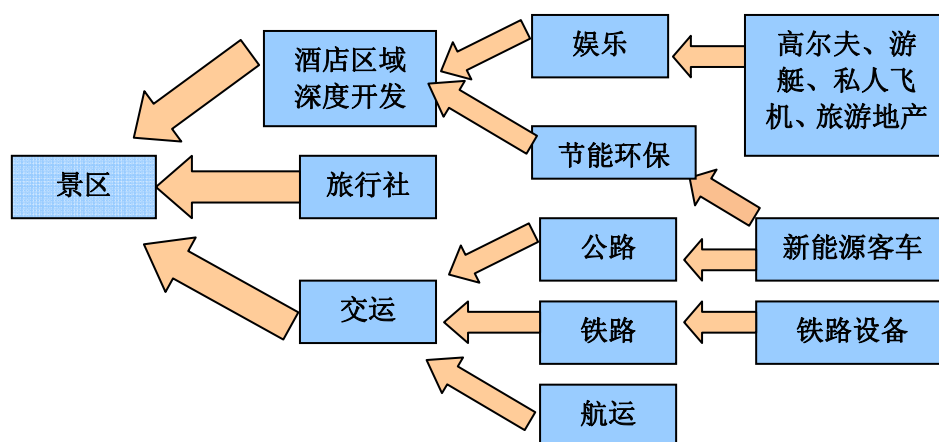
第三，从旅游业行业分析，供给和需求端都面临积极变化！从需求的角度来看，短期房地产限购会通过替代效应使得部分居民收入用于支付旅游需求，长期地产回归消费属性将改变民众的生活方式；人均可支配收入增长和消费升级使得旅游需求的支付能力不断提升；《国民休闲纲要》的颁布将提升民众可支配的闲暇时间；人口老龄化延长社会平均闲暇时间。从供给的角度来看，地方政府通过旅游业发展地方经济，高铁、机场的快速建设缩短行程距离，都将直接提高旅游业的供给。

综合分析，我们判断，维稳预期、行情热点、产业政策、行业供需的良好互动下，市场会重新认识旅游及相关行业的投资价值，旅游股的估值中枢有望得到系统性提升。春天不仅是旅游的好时节，2011 年的春天更是投资旅游股的黄金时间！

## 投资策略：沿着产业链的路线寻找投资标的

投资者可以沿着产业链的路线来把握旅游概念股的投资机会。旅游产业链从最核心的景区资源；到酒店、旅行社、交通运输等服务；再到相关性稍弱一层的景区相关区域的深度开发，涉及到娱乐设施、交运设备（游艇、私人飞机等）、节能环保（景区固废处理、水污染处理等）、旅游地产等，都受益于大旅游行业景气度的不断提升。

图 13、沿着产业链的路线淘金旅游概念股



数据来源：兴业证券研发中心

我们重点提醒投资者关注景区、酒店、旅行社和景区深度开发等细分行业公司的

投资机会。

### 景区：看好拥有不可复制旅游资源的景区类公司

在旅游需求爆发的前提下，我们认为景区资源供给相对平稳，因而尤其看好拥有不可复制旅游资源的景区类公司。

这类公司：1、有望受益于地方政府推动的区域内资源整合，近年来地方政府对于旅游行业的重视程度明显提升，有望以前所未有的力度、推进立足于上市公司的外延扩张；2、景区垄断定价权有望在 CPI 回落后得以显现，后劲较足。

重点提醒投资者关注基本面稳健向上、或成为区域资源整合平台的：峨眉山 A（000888），丽江旅游（002033）、黄山旅游（600054）；以及资源禀赋好、主业业绩处于拐点的西藏旅游（600749）、ST 张股（000430）。

### 酒店、旅游免税子行业：受益于大众旅游时代的到来

**酒店：**出游率进入持续大幅提升的阶段，宣告大众旅游时代的到来。旅游产业“吃住行娱游购”各环节中，“住宿”这一要素对于提升旅游感受起着最为关键的作用。我们看好 A 股中档住宿消费的代表个股：锦江酒店（600754）长期发展潜力。其他可关注华天酒店（000428）、金陵饭店（601007）。

### 旅行社聚焦受益于旅游免税子行业：关注海南岛国人购物免税政策渐进

- 旅行社行业 2010 年虽受益于国内旅游形势大好、利润大幅反弹，但行业整体仍受制于“散小乱”的竞争环境，利润率依然在低位徘徊，相关上市公司长期利润增长仍主要依靠其余业务，其中，我们看好受益于旅游免税子行业。
- 海南岛国人购物免税政策渐进：根据中国电子商务研究中心发布的《2010 年度中国电子商务市场数据监测报告》，2010 年海外代购的市场交易规模达到了 120 亿元，较 09 年上涨 140%；报告还预计 2011 年这一规模仍将翻倍增长，达到 240 亿以上。随中国公民境外消费额度的暴增，区域内国人购物免税政策推出的必要性和紧迫性已经显现。我们认为年内政策试行的概率非常大。
- 中国国旅（601888）的全资子公司一中免集团是唯一经国务院授权，能够在全国范围内经营免税业务的专营公司，将最大限度受益于区域免税市场开放。我们长期看好中国国旅的发展前景。

表 7、不同人均购物限额下的市场空间测算

| 海南岛游客人次<br>(万人)   | 其中: 国内游客 | 其中: 国际游客 | 国内游客<br>购物率 | 国际游客<br>购物率 | 对应免税市<br>场空间 (亿<br>元) | 中 免 集 团<br>2010E 销售额<br>(亿元) | 2010 年中国游<br>客海外代购金<br>额 (亿元/估) |
|-------------------|----------|----------|-------------|-------------|-----------------------|------------------------------|---------------------------------|
| 人均购物限额:<br>2000 元 | 2195     | 55       | 10.00%      | 5.00%       | 44                    |                              |                                 |
| 人均购物限额:<br>5000 元 | 2195     | 55       | 10.00%      | 3.00%       | 110                   |                              |                                 |
| 三亚市游客人次<br>(万人)   |          |          |             |             |                       | 30                           | 110                             |
| 人均购物限额:<br>2000 元 | 637      | 32       | 15.00%      | 5.00%       | 19.18                 |                              |                                 |
| 人均购物限额:<br>5000 元 | 637      | 32       | 15.00%      | 3.00%       | 47.83                 |                              |                                 |

资料来源: 兴业证券研发中心

注: 游客人数以 09 年基数测算; 国际游客人均购物额以 09 年中国入境游客人均购物消费额为基数计算。

### 旅游设备: 特别关注受益海洋开发和消费升级的游艇设备

我们看好游艇、游轮、私人飞机等旅游设备的生产。特别提醒投资者关注私人游艇的制造商**太阳鸟 (300123)**。中国目前注册的游艇只有 600 余条, 相对于美国的 1800 万条有着天壤之别, 即使相对于葡萄牙的 6 万条也只有 1/100。胡润调查中国有 82.5 万个千万富翁, 5.1 万个亿万富翁, 调查显示 5% 的千万富翁有购买游艇的计划, 根据测算, 私人游艇市场容量最小为 309 亿, 最大可达到 836 亿。目前太阳鸟的总市值只有 30 多亿, 未来想象空间巨大。

投资者还可以关注**世纪游轮 (002558)**, 以及受益于低空开放的中信海直**(000099)**、海特高新**(002023)**。

### 景区深度开发: 受益于大旅游行业景气度的提升

我们还看好符合景区深度开发的上市公司, 细分而言, 可以分为几类:

- 交运设备。在低碳环保理念下, 新能源客车会成为景区内的主要运载方式。同时, 旅游需求的不断增长也直接利好于客车生产企业。相关投资标的为**安凯客车 (000868)**、**宇通客车 (600066)**、**福田汽车 (600166)**。
- 旅游地产。我们看好具有独特旅游地产模式的**华侨城 (000069)**, 通过开发人造的旅游景区, 带动周边地块价值上升, 再获得开发高端住宅取得收入。
- 环保设施。景区的可持续发展必须依赖于环保的旅游方式, 我们看好大旅游概念下的节能环保设备, 重点关注固废处理的**桑德环境 (000826)**和生活污水处理的**碧水源 (300070)**。

### 风险提示：旅游板块估值相对较高

在今年震荡的市场中，宜精选估值和成长匹配度高的白马型成长股，攻守兼备。

表 8、旅游相关概念股一览

| 行业分类  | 代码     | 证券简称   | 省份 | 收盘价(元)<br>(3-1) | 市盈率<br>(TTM) | 总市值<br>(亿元) | 流通市值<br>(亿元) |
|-------|--------|--------|----|-----------------|--------------|-------------|--------------|
| 景区    | 000888 | 峨眉山 A  | 四川 | 20.25           | 46           | 48.21       | 33.58        |
|       | 002033 | 丽江旅游   | 云南 | 33.73           | 267          | 38.99       | 24.10        |
|       | 600054 | 黄山旅游   | 安徽 | 19.98           | 51           | 63.10       | 23.54        |
|       | 000430 | *ST 张股 | 湖南 | 10.41           | 114          | 23.02       | 19.45        |
| 酒店    | 600754 | 锦江股份   | 上海 | 21.63           | 32           | 97.27       | 97.27        |
|       | 601007 | 金陵饭店   | 江苏 | 9.51            | 30           | 28.80       | 28.80        |
|       | 000428 | 华天酒店   | 湖南 | 10.16           | 41           | 55.74       | 52.07        |
| 旅游服务  | 601888 | 中国国旅   | 北京 | 29.42           | 62           | 268.22      | 67.06        |
|       | 600749 | 西藏旅游   | 西藏 | 16.29           | 118          | 26.81       | 26.81        |
| 游艇    | 300123 | 太阳鸟    | 湖南 | 38.31           | 94           | 32.68       | 8.27         |
| 飞机服务  | 000099 | 中信海直   | 广东 | 12.83           | 55           | 64.92       | 34.64        |
|       | 002023 | 海特高新   | 四川 | 16.75           | 87           | 49.65       | 42.12        |
| 新能源客车 | 600066 | 宇通客车   | 河南 | 26.67           | 16           | 137.15      | 112.94       |
|       | 600166 | 福田汽车   | 北京 | 23.22           | 13           | 242.30      | 138.46       |
|       | 000868 | 安凯客车   | 安徽 | 11.7            | 65           | 35.61       | 30.99        |
| 旅游地产  | 000069 | 华侨城 A  | 广东 | 12.77           | 16           | 436.60      | 183.43       |
| 节能环保  | 000826 | 桑德环境   | 湖北 | 33              | 74           | 134.18      | 130.00       |
|       | 300070 | 碧水源    | 北京 | 115             | 96           | 169.29      | 42.61        |

数据来源:Wind, 兴业证券研发中心

### 兴业旅游业研究员重点覆盖上市公司推荐

表 9、行业研究员重点推荐上市公司

| 研究员 | 公司名称  | 收盘价<br>(3-1) | 10EPS (E) | 11EPS (E) | 12EPS (E) | 10PE | 11PE | 12PE | 公司评级 |
|-----|-------|--------------|-----------|-----------|-----------|------|------|------|------|
|     | 峨眉山 A | 20.05        | 0.46      | 0.64      | 0.81      | 44   | 31   | 25   | 推荐   |

#### 推荐理由:

分析师: 刘璐丹  
021-38565944  
liuld@xyzq.com.cn  
S0190210060005

- **四川省旅游发展前景大好，“成乐”线日益成为天府休闲旅游的中转站。** 四川省旅游自 08 年地震后全面恢复，并呈现加速发展之势。历史经验表明，突发事件反而有利于促进区域旅游的超常规发展。天府居民自古休闲之风盛，“成乐”线作为省内最为成熟的旅游线路，2012 年随两条高铁开通，交通将进一步改善，未来有望成为天府休闲旅游的中转站。
- **峨眉山 A 作为四川旅游大省的唯一旅游上市公司，具备整合区域旅游资源的潜力。** 四

四川省旅游行业 GDP 占比已经超过了 8%，是内陆省份中旅游民众基础最好、优势较为突出的省份。作为旅游大省的唯一上市公司，我们认为峨眉山 A 有望理顺发展思路，未来成为整合成乐区域旅游资源、尤其是峨眉山旅游资源的平台，发展潜力大。

- **大规模资本开支结束，红珠山宾馆及其余酒店资源利润渐现，公司主业利润将持续向好，构筑安全边际。**公司投资 2 亿元建设的红珠山宾馆，尽管折旧费用高，但在强劲需求的支撑下，已经开始体现利润。峨眉山大酒店、金顶酒店等其他酒店资源也随消费升级，利润状况转好。我们认为公司主业持续向好、利润释放的空间大，安全边际较高。
- **预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.46 元、0.65 元、0.81 元，动态估值位于历史低位。**维持“推荐”评级。

| 研究员 | 公司名称 | 收盘价<br>(3-1) | 10EPS (E) | 11EPS (E) | 12EPS (E) | 10PE | 11PE | 12PE | 公司评级 |
|-----|------|--------------|-----------|-----------|-----------|------|------|------|------|
|     | 丽江旅游 | 33.52        | 0.11      | 1.02      | 1.34      | 305  | 33   | 25   | 强烈推荐 |

推荐理由：

- **从区域发展的大方向上，丽江随二号航站楼的开通，迎来了成长为川滇藏大香格里拉旅游集散地的历史机遇。**再对比丽江机场历次改扩建游客人次的增长状况（98 年扩建带来次年吞吐量翻番），我们非常看好新航站楼启用后，2011 年丽江高端游客的增长。上市公司的主业一索道、高星级酒店、印象丽江表演，是当地的代表旅游产品，将全面受益于区域接待量的快速增长。
- **预计大索道 2011 年接待量跳升、可较 07 年峰值增长 20%-30%。**我们结合云杉坪接待状况、索道历年市占率变动、及实地调研情况，判断索道运能（供给）是决定接待量的关键因素；因而预计大索道重张后接待量将跳升，而非基于过去年份的线性增长。
- **公司背靠实力股东，未来有进一步整合云南省内优质旅游资源的可能性，高速增长自 2011 年始。**丽江旅游股权结构及公司治理较好、利润释放可期，维持“强烈推荐”的投资评级。预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.11 元、1.02 元、1.34 元。

| 研究员 | 公司名称 | 收盘价<br>(3-1) | 10EPS (E) | 11EPS (E) | 12EPS (E) | 10PE | 11PE | 12PE | 公司评级 |
|-----|------|--------------|-----------|-----------|-----------|------|------|------|------|
|     | 黄山旅游 | 20.01        | 0.5       | 0.63      | 0.72      | 40   | 32   | 29   | 推荐   |

推荐理由：

- **2010 年世博会吸引了长三角旅游客源，2011 年“泛世博”景区将逐渐恢复人数增长。**公司 2010 年游客人数增长平稳，并未充分享受世博效应，三季度甚至由于世博会对于长三角旅游客源的分流，人数增长低于市场预期。我们认为 2011 年进山人次将恢复增长，并且有望重新获得长三角旅游客源的青睐和重新关注—春节期间高达 35% 的人数增长可为注释。
- **我们认为 2011 年公司有望调整发展思路，重新将外延发展的重心放至旅游景区主业，从而有望提升估值、重启融资。**公司近年来的融资预期，受制于房地产行业的政策而

分析师：刘璐丹  
021-38565944  
liuld@xyzq.com.cn  
S0190210060005

分析师：刘璐丹  
021-38565944  
liuld@xyzq.com.cn  
S0190210060005

全面停滞。随着旅游行业在国民经济体系中的地位不断提升，地方政府将逐步重视旅游发展、尤其是区域旅游资源开发。我们认为，黄山旅游作为安徽省旅游上市公司，未来发展重心有望由前些年的地产逐步转回旅游主业，具备资源整合预期。

- **公司目前估值位于历史低位，业绩稳健，维持“推荐”评级。**预计 2010-2012 年 eps 分别为 0.50 元、0.63 元、0.72 元。

| 研究员 | 公司名称 | 收盘价<br>(3-1) | 10EPS (E) | 11EPS (E) | 12EPS (E) | 10PE | 11PE | 12PE | 公司评级 |
|-----|------|--------------|-----------|-----------|-----------|------|------|------|------|
|     | 中国国旅 | 30.48        | 0.46      | 0.67      | 0.88      | 66   | 45   | 35   | 强烈推荐 |

推荐理由：

- 由于政策限制，中免现销售规模不足 30 亿人民币，作为唯一具有全国范围免税业务经营权的企业，每一次政策放开都将给中免带来巨大利润增长空间。相比于 DFS（07 年销售额超过 20 亿美元）等公司尚有很大差距。国人对于高档商品的强大消费能力爆发，也将带来长期的想象空间---2010 年网络海外代购市场既有 120 亿人民币的规模，是中免现收入规模的 4 倍。
- 以降低化妆品、食品等关税为先兆，鼓励国人将高端购物消费留在国门以内逐步成为政策制定的方向。我们认为年内海南岛国人购物免税政策的试行并无悬念。
- 短期利空出尽，平台整理有利于建仓：12 月份海南岛免税购物政策出台，仅针对离岛外国人购物退税，而“国人免税购物政策”“尚未落实，低于市场预期。中国国旅（601888）从年初至今下跌 2%，跑输行业 7 个点，股价停留在 30 元附近进行平台整理。我们认为，年报后，随政策预期再度回升，及主业增长，个股有望迎来机会。

分析师：刘璐丹  
021-38565944  
liuld@xyzq.com.cn  
S0190210060005

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%  
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间  
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间  
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

## 机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。