

证券研究报告



张忆东(S0190510110012)
021-38565932
zhangyd@xyzq.com.cn

蒋仕卿(S0190511060001)
021-38565959
jiangsq@xyzq.com.cn

李彦霖(S0190510110015)
021-38565943
liylin@xyzq.com.cn

吴峰(S0190510120002)
021-38565957
wufeng@xyzq.com.cn

刘晓清(S0190511070004)
021-38565608
liuxiaoqing@xyzq.com.cn

报告关键点

在转型痛苦期，A股缺乏指数系统性大机会，我们的“寻找成长”系列为投资者梳理中国未来增长的方向和投资机会。

相关报告

《城市排水：分享从忽视到重视的机遇——兴业策略寻找成长系列研究之二》20110727

《Good Boy, Lucky Boy——兴业策略寻找成长系列研究之一》20110720

《螺蛳壳里做道场——2010年三季度投资策略报告》20110701

旅游东风来 ——兴业策略寻找成长系列研究之三

2011年8月11日

投资要点

★ 本文特色：深化兴业策略成长股线索，通过细分行业找机会

★ 转型大背景下，旅游产业大发展是确定性方向

——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。

——政策给力，近期各省推出《国民休闲纲要》，将成为旅游产业大发展的直接刺激。且政府对《纲要》的规划和重视，远超市场预期。

★ 旅游大发展的必要性：经济增长抓手，社会和谐利器

——旅游的产业链长、综合服务，适合作为战略性支柱产业。

——旅游业兼顾经济发展和社会幸福感的提升。发展旅游业有利于缩小城乡、地区之间的差距。

★ 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。中短期来看，《国民休闲纲要》的推出，会提高旅游需求。

——旅游供给：景点内生增长+高速交通设施缩短了时空。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：沿着产业链的路线寻找投资标的

——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、节能环保等都受益于旅游大发展。

兴业旅游业研究员（刘璐丹/liuld@xyzq.com.cn/13564980526）推荐：丽江旅游，中国国旅，宋城股份，黄山旅游和峨眉山A。

目 录

本文特色：深化兴业策略成长股线索，通过细分行业找机会.....	- 3 -
转型大背景下，旅游产业大发展是确定性方向.....	- 3 -
政策给力，《国民休闲纲要》将成为旅游产业大发展的直接刺激.....	- 4 -
旅游大发展的充分性：消费临界来临，地产模式破除.....	- 5 -
美日消费升级路：服务消费逐渐占据主导.....	- 5 -
中国消费升级：已到倡导休闲旅游时时.....	- 6 -
破除地产投资“旧生活”，迎接服务消费“新生活”.....	- 8 -
旅游大发展的必要性：经济增长抓手，社会和谐利器.....	- 9 -
旅游的产业链长、综合服务，适合作为战略性支柱产业.....	- 9 -
旅游业兼顾经济发展和社会幸福感的提升.....	- 9 -
发展旅游业有利于缩小城乡、地区之间的差距.....	- 10 -
需求、供给端皆面临积极变化，旅游业短多长也多.....	- 11 -
旅游需求：长期不断向好，短期利多频传.....	- 11 -
旅游供给：景点内生增长+高速交通设施缩短了时空.....	- 12 -
借《国民休闲发展纲要》东风，积极配置旅游股.....	- 13 -
投资策略：沿着产业链的路线寻找投资标的.....	- 14 -
景区：看好拥有不可复制旅游资源的景区类公司.....	- 14 -
酒店、旅游免税子行业：受益于大众旅游时代的到来.....	- 15 -
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.....	- 15 -
旅游设备：特别关注受益海洋开发和消费升级的游艇设备.....	- 16 -
景区深度开发：受益于大旅游行业景气度的提升.....	- 16 -
兴业旅游业研究员重点覆盖上市公司推荐.....	- 16 -
图 1、美国消费升级中服务消费比重不断提升.....	- 5 -
图 2、人均 GDP 超 3000 美元后，医疗保健消费持续增长.....	- 5 -
图 3、日本消费升级，从合理化向舒适化再向时尚化发展.....	- 6 -
图 4、中国居民普遍进入了消费服务业的阶段.....	- 6 -
图 5、中国城镇居民的恩格尔系数不断下降.....	- 7 -
图 6、消费从粮食向高蛋白肉类升级（以 1980 年为基期）.....	- 7 -
图 7、汽车消费增速持续高于收入增速.....	- 7 -
图 8、房地产开发增速 98 年后持续高于收入增速.....	- 7 -
图 9、经济不发达省份拥有巨大潜在的旅游资源.....	- 10 -
图 10、国内旅游收入增长明显快于人均 GDP 增长.....	- 11 -
图 11、人口老龄化趋势与国内出游人次高度相关.....	- 12 -
图 12、三个大省正面临对旅游需求的临界点.....	- 12 -
图 13、沿着产业链的路线淘金旅游概念股.....	- 14 -
表 1、政府对汽车消费的调控政策.....	- 8 -
表 2、房地产调控政策目标在于去投资化.....	- 8 -
表 3、十年时间中国居民的幸福普遍下降.....	- 9 -
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.....	- 11 -
表 5、四横高铁建设缩短了沿海到内地的距离.....	- 13 -
表 6、各级政府对旅游产业规划政策一览.....	- 13 -
表 7、不同人均购物限额下的市场空间测算.....	- 15 -
表 8、行业研究员重点推荐上市公司.....	- 16 -

本文特色：深化兴业策略成长股线索，通过细分行业找机会

根据我们策略团队对行情特征的判断以及中长期市场机会的思考，我们从7月初发布《螺蛳壳里做道场》以来坚定看好真正的成长股，从不同的视角来推荐成长股组合，形成了成长股研究的系列化，但是，总体的脉络是围绕着两个线索。

- 成长股线索一：从转型的突破口寻找成长股，“胜者”为王。第一，“劳动替代”相应的机会，包括，新的消费模式（高端品牌消费、医药和医疗器械、信息服务、餐饮旅游）、大农业（农业机械、种植、养殖等）、机械设备升级等；第二，中央财政“优先拿出真金白银补欠账”的领域——军工（包括高新技术产业中的航空航天）、环保（包括城市地下排水）、医疗、大农业等。
- 线索二：现金为王，“剩”者为王，资金充裕的A股成长股获得整合行业、加速发展的良机。

如何选择成长股一直都是投资界充满魅力、持久不衰的话题，我们无意于抄写教科书或者投资宝典进行编辑，而是继续贯彻兴业策略的特色——不玩虚的、逻辑清晰、重在给投资者提供可操作的建议或标的。此前几篇《Good Boy, Lucky Boy》、《城市排水：分享从忽视到重视的机遇》分别围绕“劳动替代、老百姓肯出钱”、“国家优先拿出真金白银补欠账”等视角来寻找成长股，我们推出的股票组合在7月底8月初市场暴跌时远远跑赢各类指数。

本文作为兴业策略团队成长股系列研究的一部分，立足点放在——新的生活、消费模式，其中围绕“大旅游”的成长机会。

转型大背景下，旅游产业大发展是确定性方向

随着中国经济走到转型的十字路口，A股也随之步入迷局。经济增长平淡、通胀维持高位且难以排除向上反复的风险、货币政策腾挪空间有限，股指难有大行情，正如我们的策略报告《螺蛳壳里做道场》所形容的，在狭窄的空间里折腾，获取投资收益非常不易。

但是，我们若将眼光放得更长远一些，现在正是时候，静下心来寻找分享中国经济成长和转型喜悦的真正成长股，以长期趋势的确定来应对短期的不确定性。借鉴台湾、韩国、日本在转型期的后半段，成长行业和公司都走出了独立的行情。

08 年 7 月 A 股仍在漫漫熊途之时，勇敢埋伏于我们的“51 成长”组合也能获得骄人的回报（参见我们的报告《Good Boy, Lucky Boy——寻找成长系列之一》）。

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，都已经逐步得到满足，未来的消费方向有什么突破口？我们认为，中国正迈向“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，在未来将会获得远远超出预期的大发展。

政策给力，《国民休闲纲要》将成为旅游产业大发展的直接刺激

近期，《山东省国民休闲发展纲要》获得通过，不日正式下发。《纲要》提出两点，远远超出市场预期，表达了政府大力发展休闲旅游产业的决心：

（1）实施休闲促进政策。全面开放公共休闲资源，努力实现各行各业公共休闲资源的公共化、社会化。原则上，凡是政府投资的休闲设施和产品都要免费开放。将国民休闲逐步纳入社会养老福利范畴，关注老年人、残疾人等特殊群体的休闲需求，鼓励企业安排福利休闲、奖励休闲。

（2）落实带薪休假制度。严格落实国务院《职工带薪年休假条例》，将职工带薪年休假落实情况纳入同级文明单位考核、企业社会责任体系考核，确保职工带薪年休假制度落实到位。鼓励职工根据个人意愿，灵活安排年休假时间，实现与法定节日相连接，形成集中休闲时间。

根据我们相关的跟踪，江苏、浙江、江西、北京、山西等省国民休闲发展纲要也即将出台。我们认为，政府已经从战略的高度认识到了休闲旅游产业对于经济增长的拉动作用，投资者应该重视政策红利和转型双重叠加，给旅游产业和相关上市公司带来的大发展机遇，全面布局旅游股的战略性机会。

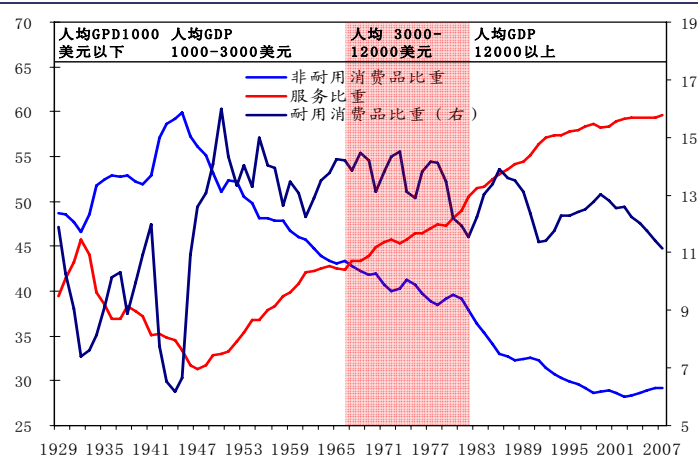
本篇报告将分析旅游业大发展的充分性和必要性，为投资者全面布局受益转型的休闲旅游产业提供投资视角。

旅游大发展的充分性：消费临界来临，地产模式破除

美日消费升级路：服务消费逐渐占据主导

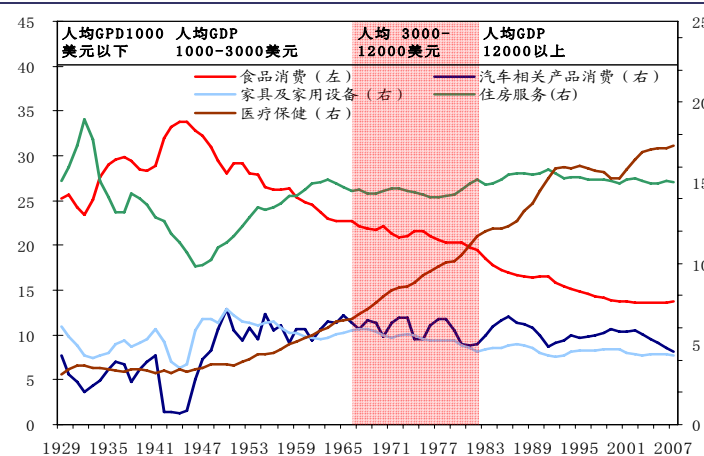
回顾世界老大哥美国和我们近邻日本的消费路径，更可以为中国的未来消费升级指明方向。美国的消费经历了三次重大的升级。当人均 GDP 在 1000-3000 美元之间时，耐用品消费逐渐超过必需品消费成为居民消费的主导；人均 GDP 在 3000-12000 美元之间时，居民服务消费的比重稳步提高；当人均 GDP 超过 12000 美元时，居民服务消费的比重主导居民消费结构。

图 1、美国消费升级中服务消费比重不断提升



数据来源：兴业证券研究所

图 2、人均 GDP 超 3000 美元后，医疗保健消费持续增长

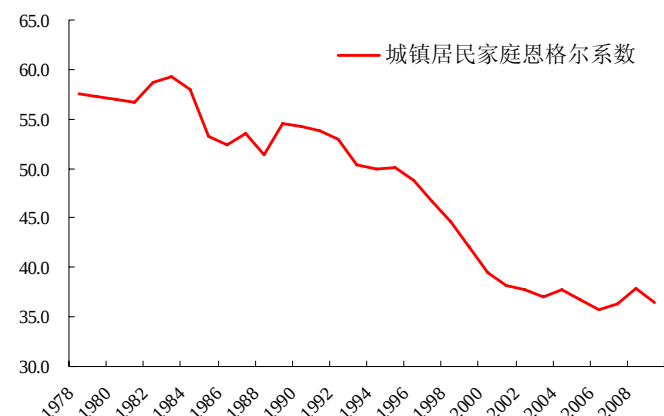


数据来源：兴业证券研究所

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。

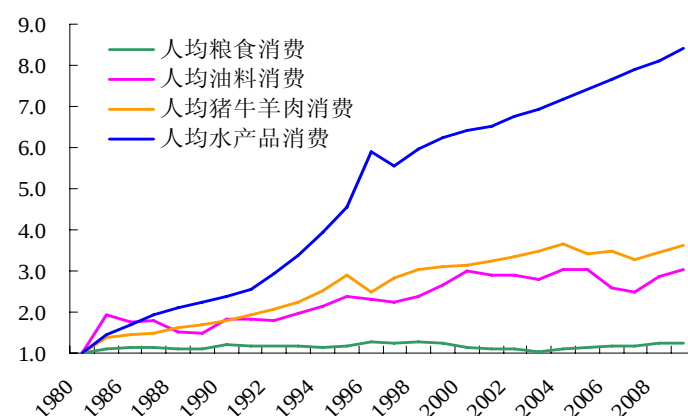
清晰地发现，消费的增长在纵向上不断从吃、穿等必需消费品向住、行等耐用消费品扩张；横向上，不断从基础消费品向高级消费品转移。以食品消费为代表，纵向上，虽然居民食品支出也在上升，但食品消费支出占总收入比重不断下降；横向上，水产品、肉类的消费增速远远快于粮食、食用油。

图 5、中国城镇居民的恩格尔系数不断下降



数据来源：Wind，兴业证券研究所

图 6、消费从粮食向高蛋白肉类升级 (以 1980 年为基期)

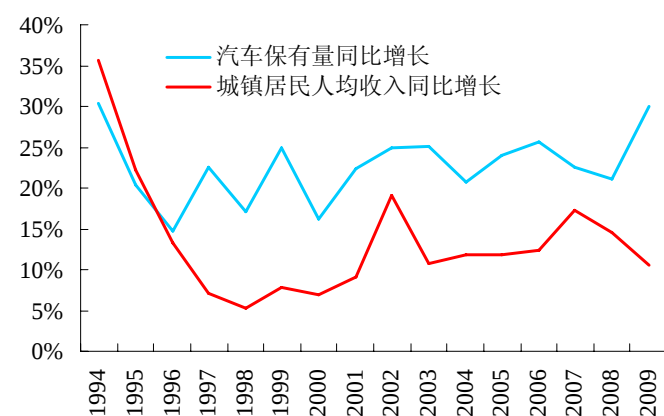


数据来源：Wind，兴业证券研究所

从住房和汽车消费等耐用消费品角度来看，人们对住房的需求增长，特别是在 1998 年后，持续高于收入增长；同样，汽车保有量的增长率也快于收入的增长，房产、汽车等旧时王谢堂前燕，如今已经飞入了寻常百姓家。客观上来说，当前，汽车、住房等大件消费品的需求还没有被完全满足。特别是考虑到中国存在区域之间巨大的差异性，广大中西部省份居民还正处于购置耐用消费品的阶段。

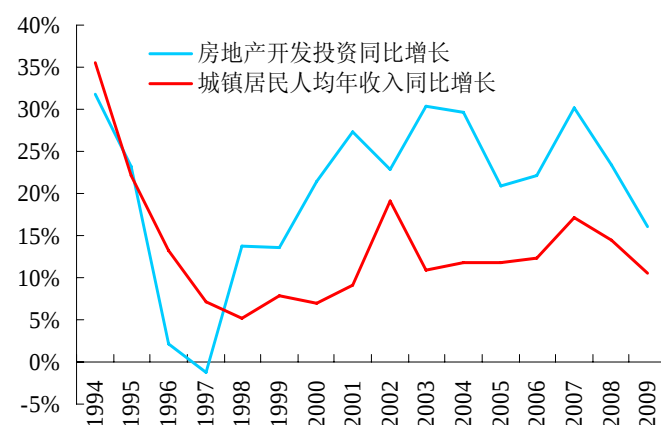
但是，我们更应该看到的是，短期之内，大中城市住房的价格高企，使得民怨沸腾；汽车数量的快速增长也带来了拥堵等城市病。限制汽车数量增长过快，对房地产的去投资化调控，将是未来数年的宏观调控目标。

图 7、汽车消费增速持续高于收入增速



数据来源：Wind，兴业证券研究所

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，兴业证券研究所

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	外中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：兴业证券研究所

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 7 月下旬	中央	对房地产价格过快上涨的二线城市进行新一轮限购
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：兴业证券研究所

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！

旅游大发展的必要性：经济增长抓手，社会和谐利器

旅游业的大发展，有其必要性。一方面，在预期经济增速不断下滑的十二五期间，休闲旅游产业能成为地方政府发展经济的重要抓手。另一方面，旅游业的发展也有利于促进社会和谐和幸福感的提升。

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。

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，兴业证券研究所

有学术研究表明，中国居民的幸福感受不断下降，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。

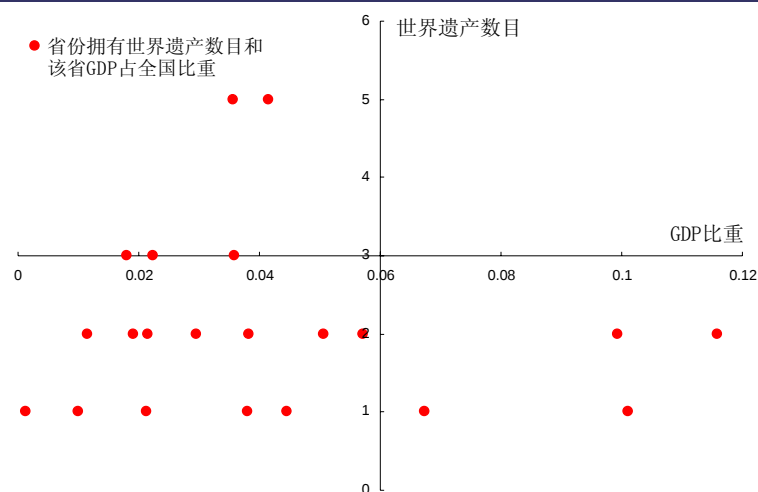
如何兼顾幸福感的提升和经济增长？我们发现，发展旅游产业，正是兼顾上述两目标的共同抓手。旅游业的休闲娱乐特性和精神享受，是提供幸福感的重要途径。

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旅游资源



数据来源：国家旅游局，兴业证券研究所

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%

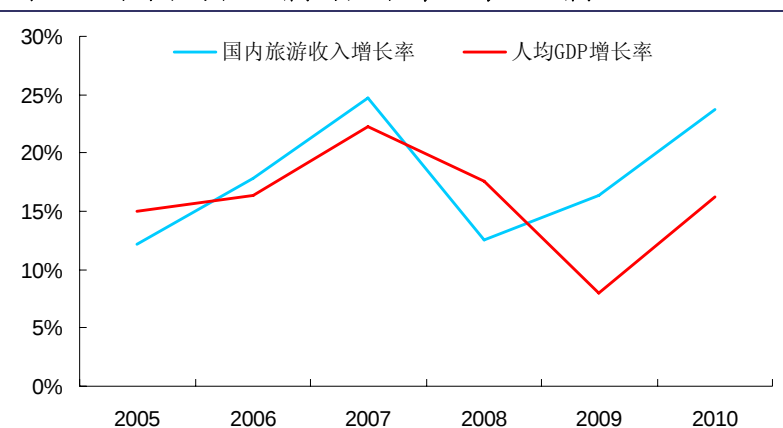
数据来源：兴业证券研究所

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，同时要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。

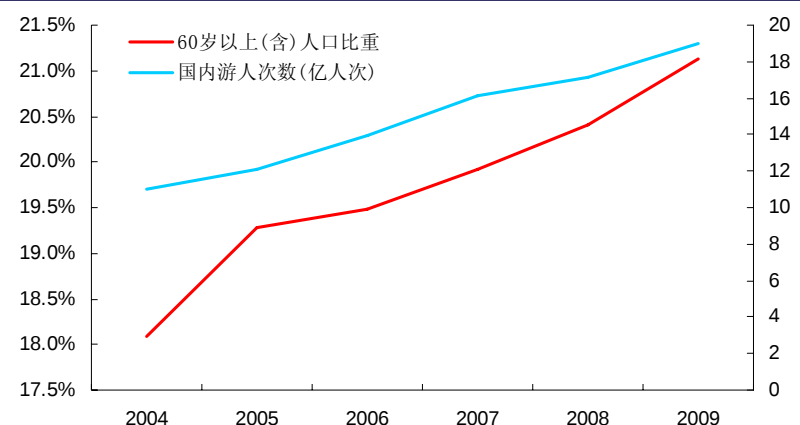
图 10、国内旅游收入增长明显快于人均 GDP 增长



数据来源：Wind，兴业证券研究所

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人次数存在很强的相关性。

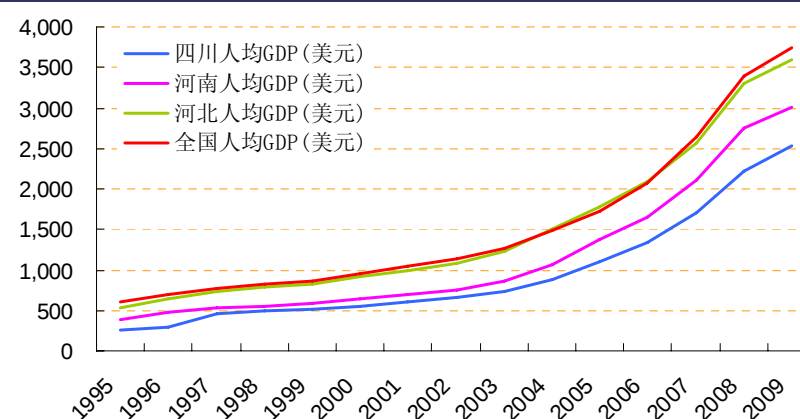
图 11、人口老龄化趋势与国内出游人次高度相关



数据来源：Wind，兴业证券研究所

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，兴业证券研究所

而从闲暇时间角度来看，《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：兴业证券研究所

借《国民休闲发展纲要》东风，积极配置旅游股

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！

特别的是，从山东《国民休闲纲要》的推出，也打消了许多投资者对于政府决心的疑惑。作为旅游资源并不算丰富的山东省，将旅游业定位为“**全局战略高度认识**”，超出市场预期。随着未来更多省份推出相应的《纲要》，其决心会使得市场预期从分歧逐步走向一致。

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	《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 8 月	《山东省国民休闲发展纲要》	将旅游业定位为战略性产业；开放所有公共休闲设施；带薪休假的落实列入绩效考核。
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
2010 年 12 月	《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

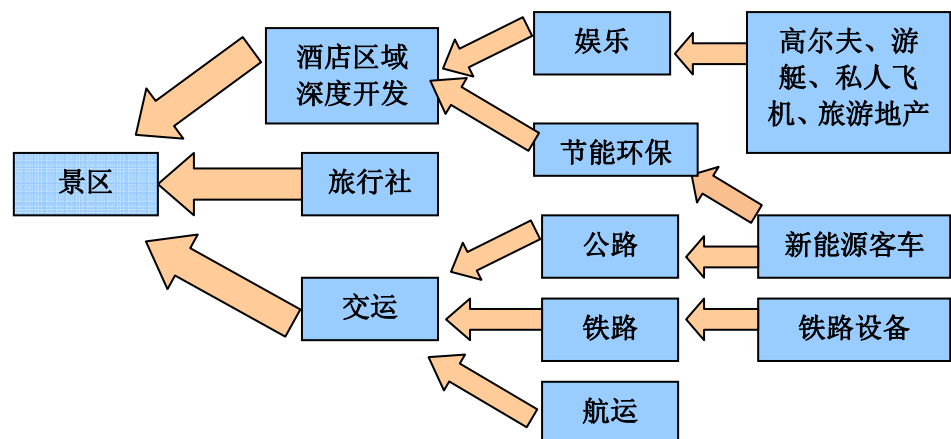
2009 年 12 月	《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》	将海南岛作为旅游改革开放的试验区，建设成为世界一流的海岛休闲度假旅游目的地
2009 年 12 月	《国务院关于加强发展旅游业的意见》	将旅游业定位成国民经济的战略性支柱产业
2009 年 9 月	《全国旅游标准化工作管理办法》	明晰了旅游标准化工作任务，理顺了旅游标准化工作管理体制，纳入国家标准化管理的统一要求，增加旅游地方标准的相关规定
2008 年 9 月	《西藏自治区旅游发展总体规划 (2005-2020)》	打造世界一流高原生态与藏文化特色旅游目的地

数据来源：相关政府部门，兴业证券研究所

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。根据兴业餐饮旅游研究员刘璐丹（liuld@xyzq.com.cn/13564980526）的观点，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：兴业证券研究所

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)。以及具有跨区域经营特征，扩张性的宋城股份 (300144)。

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

人均购物限额： 2000 元	637	32	15.00%	5.00%	19.18
人均购物限额： 5000 元	637	32	15.00%	3.00%	47.83

资料来源：兴业证券研究所

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）**。

兴业旅游业研究员重点覆盖上市公司推荐

表 8、行业研究员重点推荐上市公司

研究员	公司名称	收盘价 (8-11)	10EPS (A)	11EPS (E)	12EPS (E)	10PE	11PE	12PE	公司评级
-----	------	---------------	-----------	-----------	-----------	------	------	------	------

峨眉山 A 20.04 0.47 0.53 0.65 43 38 31 推荐

推荐理由:

- **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 2011-2012 年 EPS 分别为 0.53 元、0.65 元。**维持“推荐”评级。

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

研究员	公司名称	收盘价 (8-11)	10EPS (E)	11EPS (E)	12EPS (E)	10PE	11PE	12PE	公司评级
	丽江旅游	23.87	0.09	0.76	0.92	265	31	26	推荐

推荐理由:

- **基本面有望在三季度再超预期,下半年整体区域旅游形势良好。**在明年大索道提价预期之下,PE 弹性较强。在各景区公司中丽江旅游治理结构较好,利润有望得以充分释放。我们看好三季报业绩及印象丽江注入公告后,公司在明年索道提价预期下的 PE 提升空间。
- **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**

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

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“推荐”的投资评级。预计 2011-2012 年 EPS 分别为 0.76 元、0.92 元。

研究员	公司名称	收盘价 (8-11)	10EPS (A)	11EPS (E)	12EPS (E)	10PE	11PE	12PE	公司评级
	黄山旅游	16.69	0.49	0.62	0.70	34	27	24	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 2011-2012 年 eps 分别为 0.62 元、0.7 元。

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

研究员	公司名称	收盘价 (8-11)	10EPS (A)	11EPS (E)	12EPS (E)	10PE	11PE	12PE	公司评级
	中国国旅	28.47	0.47	0.8	0.95	61	36	30	强烈推荐

推荐理由：

- **三亚免税店销售形势良好，我们认为三亚店对公司业绩的增厚仍为市场低估。** 公司一季度受日本大震负面影响，业绩短期压制股价，我们看好 5 月份三亚免税政策实施后对后续两个季度业绩的显著增厚，维持“强烈推荐”
- **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。

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

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

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 内幕交易防控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。