

2005-1-12

田世欣

(8621) 63296838

tianshixin@cjsc.com.cn

旅游行业 2005 年投资策略

评级“看好”

报告原因：行业快速增长，公司表现趋向活跃

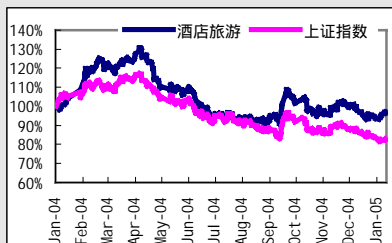
具备个体强势特征的上升周期已经展开

行业相关数据

行业内重点公司及当前评级

华侨城	推荐
峨眉山	推荐
锦江酒店	谨慎推荐
黄山旅游	谨慎推荐
首旅股份	谨慎推荐
桂林旅游	谨慎推荐
中青旅	中性
丽江旅游	中性

行业相对市场表现 (近 12 个月)



相关研究

旅游行业 12 月月报

桂林旅游：甩掉潜亏包袱，置入成长性良好的旅游资源

本报告编号：HY0501006

要点

- 中国旅游业在未来三年将持续高速增长。

中国旅游业是处在成长期的朝阳产业，增长率长期高于 GDP，并随着宏观经济波动呈现出一定的周期性。2002 年开始旅游行业进入上升周期，03 年被外力打断后，经过 04-05 年的恢复，将于 06-07 年随本轮经济周期顶峰的到来进入高潮。未来 3 年内（2005-2007），预计旅游业将获得明显高于之前 10-11% 水平的增速，其中 05 年旅游业总收入增长将超过 12%。

- 05 年入境旅游增长加快，出境旅游将继续爆发式增长。

2005 年，由于团队入境游增长恢复，商务入境保持高增长势头，旅游外汇收入增长率将达到 15% 左右；农村居民收入增长、城镇居民可支配收入提高和旅游结构性需求变化等因素也将促进国内旅游的稳步增长；出境旅游受到出境政策放松和人民币升值两大因素共同影响，将继续保持爆发式增长态势。

- 05 年行业投资机会主要来源于自然景点经营企业和酒店业龙头。

自然景点业是行业景气的直接受益者和稀缺资源的垄断经营者，在景气上升阶段业绩增长突出且投资风险最低；随着中国酒店业重组进程深化，已经具备行业龙头形态的锦江集团和首旅集团值得关注；经济型酒店作为极具增长潜力的新兴业态，有望成为业内上市公司的资本运作对象和新利润增长点。

- 旅游板块上市公司业绩的强势增长将超过行业平均水平。

旅游板块指数长期随大盘波动甚至弱于大盘的现象在 2002 年得到改变，行业中个体（以上市公司为例）的强势表现超过了行业，2004 年这一进程得到继续并且更为突出，同期旅游板块收入和净利润的增速远远高于行业总收入增速，我们预计这种情况在未来两到三年内还将得到持续。

- 旅游板块估值风险尚未完全释放，但部分公司已经具备良好投资机会。

与国际估值水平相比，中国旅游板块上市公司的整体估值仍然偏高，但是行业内一部分公司投资价值凸现。从子行业看，景点业的稳定性和良好的盈利能力使其成为行业中最具吸引力和风险最小的品种，酒店业正处于复苏的过程中，表现活跃。我们评级为推荐和谨慎推荐的上市公司包括：华侨城、峨眉山、黄山旅游、锦江酒店、首旅股份和桂林旅游。

正文目录

行业篇	1
旅游业：步入上升周期的朝阳行业.....	1
旅游行业的成长性.....	1
正在步入上升周期.....	1
消费升级形成行业发展动力.....	2
2005 年旅游业发展有望提速.....	3
影响旅游行业的外部因素.....	3
团队入境旅游增长将好于 04 年.....	5
国内旅游需求继续平稳增长.....	6
出境旅游热受政策开放和汇率升值共同推动.....	7
公司篇	9
景点——自然景点有望成为 05 年明星.....	9
自然景区经营业具有以下特点.....	9
2005 年自然景区业有望成为行业明星.....	10
酒店——景气复苏，行业龙头酝酿大发展.....	10
酒店业走出盈利低谷，行业景气复苏.....	11
上海酒店业盈利能力居全国之首.....	11
经济型酒店在低壁垒和高需求下加速扩张.....	12
中国酒店业龙头在行业整合中壮大.....	12
旅行社——从新兴业态中寻找生机.....	13
上市公司盈利特征及其变化趋势.....	14
国际估值比较.....	16
重点公司点评.....	17

图表目录

图：

图 1 中国旅游业总收入占 GDP 的比重逐年提升	1
图 2 旅游行业已经步入上升周期	2
图 3 人均国内旅游花费增长有望超过收入增长	3
图 4 WTTC 预测中国旅游消费复合增长率将达到 11%	3
图 5 影响中国旅游业需求的外部因素	4
图 6 日元升值及对旅游进出口的影响	4
图 7 入境旅游保持较高增长	5
图 8 国内旅游继续平稳增长	6
图 9 国内人均旅游消费 04 年起回升	6
图 10 中国居民国内旅游目的分布 (2001)	7
图 11 旅游目的地开放速度加快	8
图 12 出境政策放松和汇率升值推动出境旅游持续高温	8
图 13 旅游外汇收入构成 2002	9
图 14 中国酒店业走出亏损泥潭	11
图 15 上海酒店业出租率和房价远远高于行业平均	11
图 16 中国酒店业供给结构 (2003)	12
图 17 国内旅行社供给快速增长	13
图 18 旅行社的竞争格局	14
图 19 旅游板块盈利指标变化	15
图 20 旅游业国际估值比较	16

表：

表 1 旅游板块重点上市公司评级	19
------------------------	----

行业篇

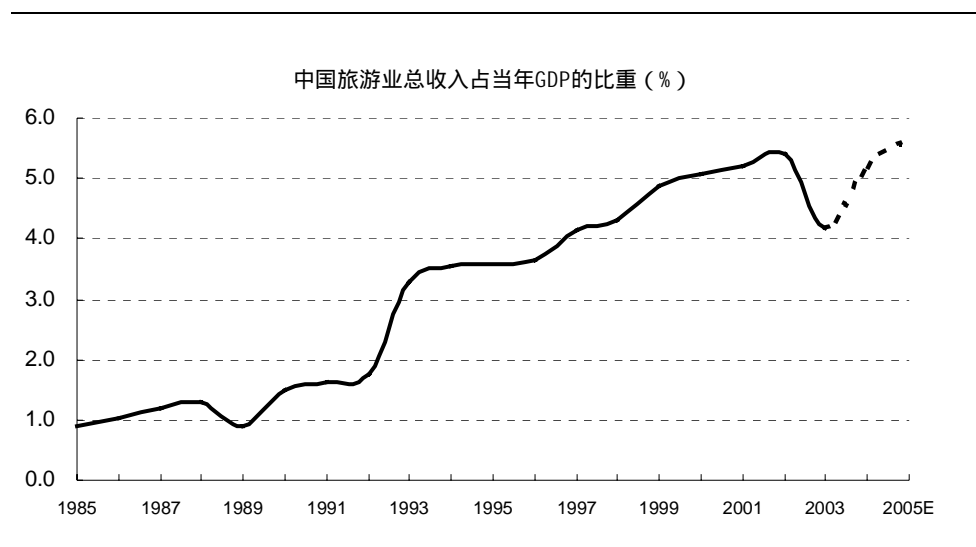
旅游业：步入上升周期的朝阳行业

旅游业是周期性消费品行业，它的增长率和 GDP 增长率具有很强的相关性；与此同时，旅游业在中国仍然是一个名副其实的朝阳产业，旅游业总供给和总需求均处在不断上升过程中，周期性和成长性并存使得旅游业总收入长期保持高于 GDP 的上升趋势的同时，也经常会出现大幅波动态势。

旅游行业的成长性

自 1978 年改革开放以来，中国旅游业所经历的飞速发展可以分为两个阶段，第一阶段是 1978-1991 年，中国旅游业处于初创期，旅游业首次开始作为一项产业独立发展起来，第二阶段从 1992 年开始，中国旅游业进入了成长期，而且至今仍处于成长期中，旅游业以持续高于 GDP 的增长速度发展壮大起来，旅游业总收入占 GDP 的比重从最初的低于 1% 到现在已经超过 5%，并且依旧沿以一个比较陡峭的斜率上升。

图 1 中国旅游业总收入占 GDP 的比重逐年提升



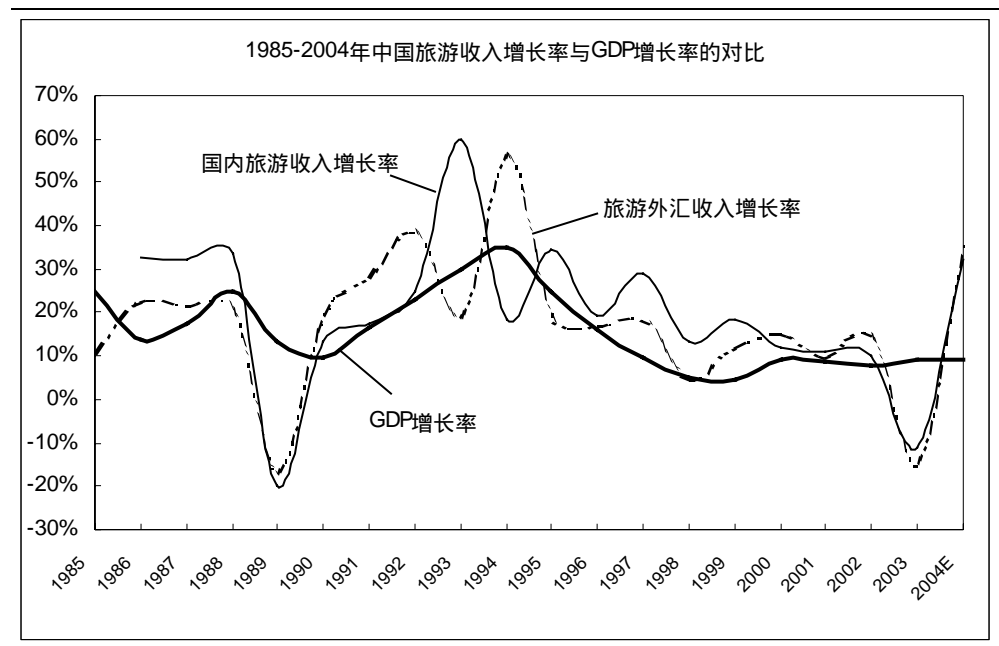
资料来源：中国旅游网、国家统计局，长江证券研究所

正在步入上升周期

“成长性”是目前中国旅游业的最重要特征，使得旅游业作为周期性消费行业的“周期性”表现得并不突出。旅游业目前占中国 GDP 比重的绝对值仍然比较小，但作为国家经济综合衡量指标，GDP 反映了一国的经济实力、市场规模以及对外吸引力，与旅游业的发展息息相关，因此我们下面将选取 GDP 增长率作为旅游业发展的对比指标，考察中国旅游业的周期性。

以下图 25 年的考量期来看，旅游业收入大部分时间以高于 GDP 增长率的速度同方向增长，但其振幅大于 GDP 的振幅，对宏观经济的波动具有一定的放大效应。比 GDP 的波动更为关键的是突发事件对行业的影响，行业发展以来出现的两次深度下跌都是源于突发事件的影响，93、94 年国内旅游收入和旅游外汇收入的突发性增长主要来源于统计口径变更，参考意义有限。

图 2 旅游行业已经步入上升周期



资料来源：中国旅游统计年鉴、国家统计局，长江证券研究所

中国宏观经济从 2002 年下半年开始进入新一轮增长周期，旅游行业收入和利润的加速增长也是从 2002 年开始的，但是 2003 年由于 SARS 的突发影响，宏观经济和国民收入的增长未能有效地表现在旅游消费需求的增长上，旅游消费需求受到了压抑，我们预计旅游行业恢复并保持快速反弹的区间将达到 2 年左右，即 04-05 年，我们预计 2005 年旅游业总收入增速有望超过 12%；之后 06-07 年随着本轮经济增长周期的进入高潮，旅游业总收入也将加速增长。因此，我们认为旅游业在未来 3 年内（2005-2007）将以一个比较高的速度增长，行业总收入年均增长率要明显高于进入本轮周期之前 10-11% 的平均水平。

消费升级形成行业发展动力

旅游服务业是消费升级的典型受益产业，国际统计数据表明，人均 GDP 超过 300 美元时将产生国内旅游需求，超过 1000 美元时将产生出国旅游需求，超过 3000 美元后将产生洲际旅游需求。2003 年中国人均 GDP 首次超过 1000 美元，达到 1090 美元，预计 04 年将超过 1150 美元，第二次旅游消费升级已然来临。

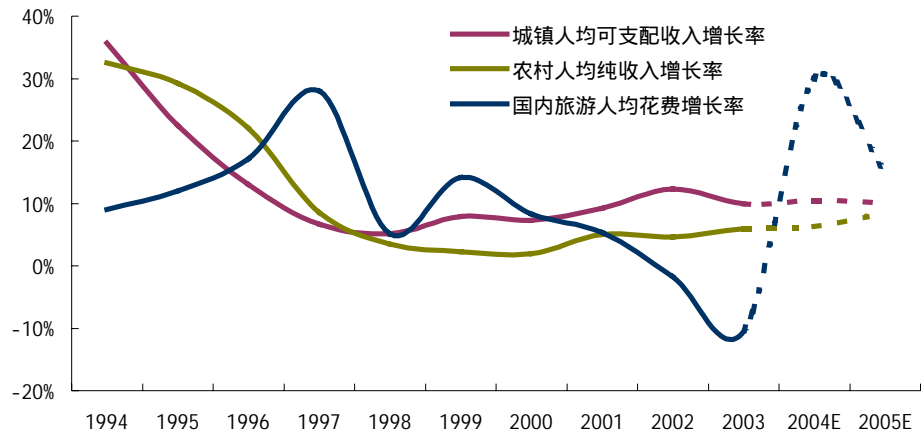
长三角、珠三角和环渤海经济带的主要城市人均 GDP 均已超过 3000 美元，开始进入第三次旅游消费升级阶段。

居民旅游消费的增长取决于可支配收入的提高和旅游消费倾向的变化，可支配收入的增长变化是国内居民旅游消费支出增长的基础。90 年代后期，随着住房、医疗、交通、教育与养老等制度改革的不深入，城乡居民的各项预期支出也在大幅度增加，这就使得我国居民的实际收入水平相对于支出而言有下降趋势，影响到旅游边际消费的增长。随着新的社会保障制度逐步完善，城镇居民预期支出趋向稳定，可支配收入增长率有所回升，同时农村人均纯收入的提高情况显著改善，居民旅游边际消费支出将步入稳步增长轨道。

2003 年中国城镇居民家庭人均可支配收入达到 8472 元，城市居民家庭恩格尔系数已经由 1978 年的 57.5% 降到 37%，随着恩格尔系数的进一步降低，旅游娱乐花

费比重将逐步提升。

图 3 人均国内旅游花费增长有望超过收入增长

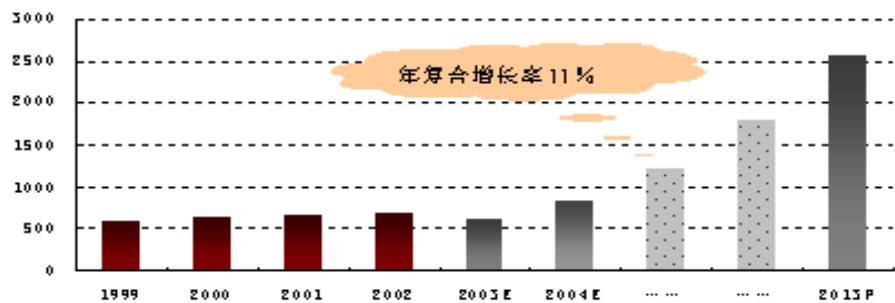


资料来源：CEIC，国家统计局，长江证券研究所

根据世界旅游及旅行理事会 (WTTC) 旅游卫星帐户 (TSA) 的统计和预测数据,中国大陆的旅游消费将从 1999 年 5843 亿元人民币增长至 2013 年的 25605 亿元, 15 年间旅游消费复合增长率将达到 11%。其中,2004-2013 年间,中国个人旅游消费将以年均 12.7% 的速度增长,公司/政府旅游的增长速度将达到 13.85%,而游客出口增长率将达到 17%。

图 4 WTTC 预测中国旅游消费复合增长率将达到 11%

TSA 帐户中国旅游消费及预测
单位:10 亿元



资料来源：WTTC

2005 年旅游业发展有望提速

影响旅游行业的外部因素

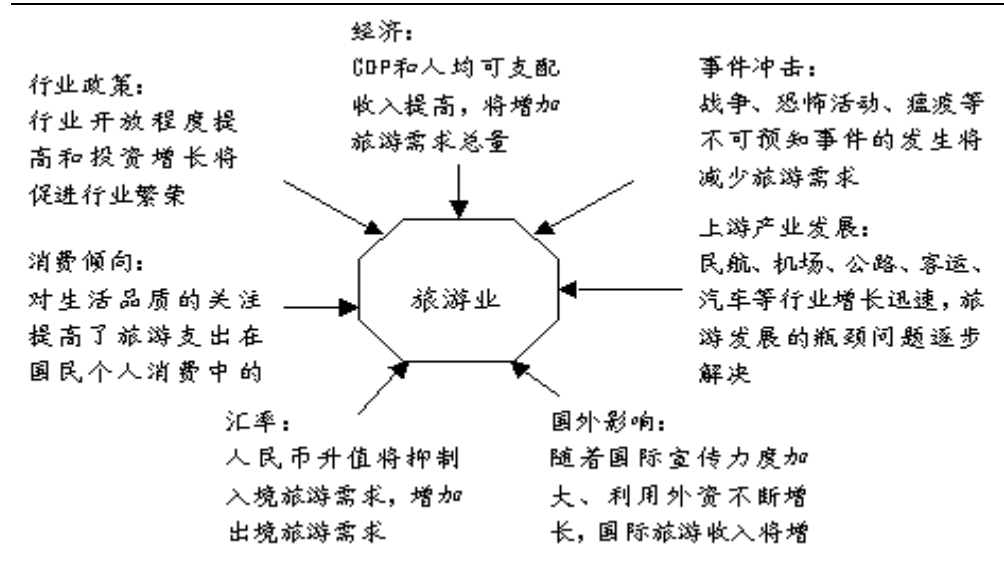
影响旅游业发展的外部因素包括很多方面,政治环境、经济环境、不可控事件等等,在即将到来的 2005 年,汇率问题可能是其中比较突出的一个方面。

旅游业是外向性比较强的产业,旅游出口 (入境旅游收入) 在旅游业总收入中

所占比例约为 30%，旅游进口（出境）的增长率也已经呈现爆发式的增长态势。

汇率对游客的进出口情况会产生直接影响。由于坚持与美元挂钩的固定汇率制度，在美元大幅贬值的情况下，人民币目前汇率已经严重低估，我们预期未来人民币将长期步入小幅和缓慢的升值轨道。

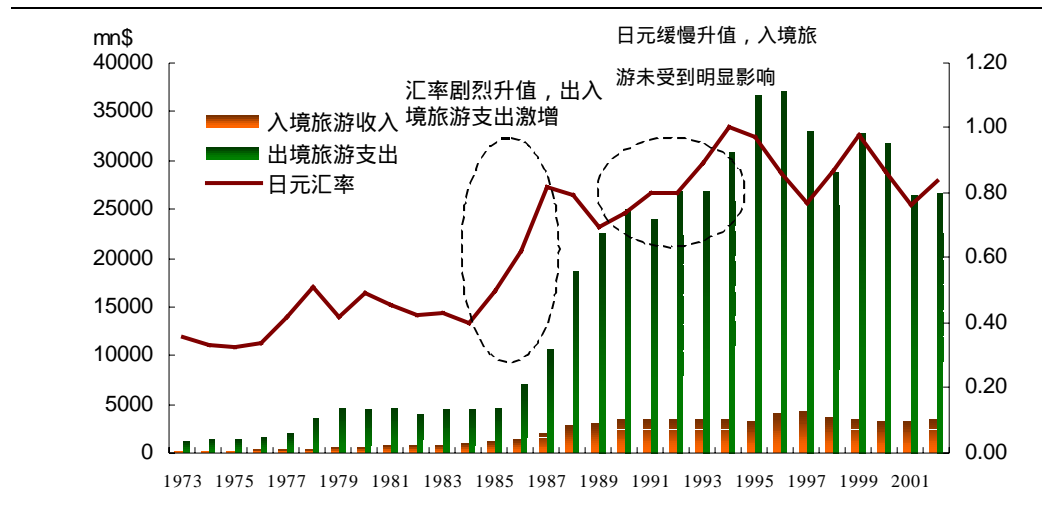
图 5 影响中国旅游业需求的外部因素



资料来源：长江证券研究所

下图 6 是日本在货币长期升值趋势下入境旅游收入及出境旅游支出的变化情况。在 85-87 年日元大幅升值 50% 的情况下，国民出境旅游支出（进口）也出现了翻番增长，但同期入境旅游收入（出口）并未受到汇率变动影响，增长率同样很快。90-94 年，日元汇率升值幅度趋缓，出境旅游支出年均增幅实现了年均 7% 左右的增长，同期，入境旅游收入受到汇率变动的负面影响并不明显，仍然保持了年均 2% 左右的增长速度。

图 6 日元升值及对旅游进出口的影响



资料来源：CEIC

在日元升值过程中，本币汇率提高对出境旅游支出有明显的促进作用，但对入境旅游并未产生显著影响，我们经过对 1974-2002 年日元汇率变动率和旅游出口变动率的回归分析检验， $R^2 = 0.0575$ ，二者之间基本不存在线性相关关系。

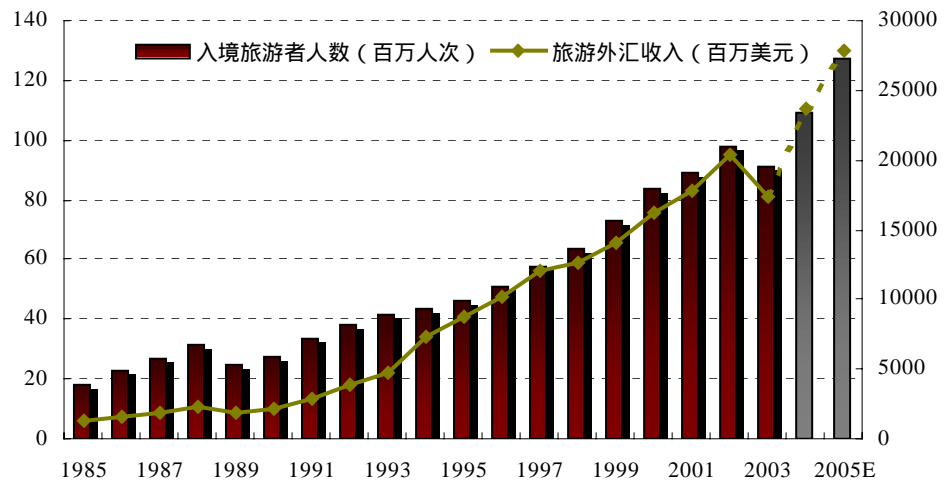
我们认为，在美元的长期弱势确立的前提下，中国政府保持人民币汇率总体稳定，并进行小幅升值不会对入境旅游外汇收入造成显著影响。由于本币价格仍然处于低估状态，中国仍将保持对外资的吸引力以及服务产品的出口竞争力，2005 年商务入境和观光度假入境将继续保持较高的增长态势。

汇率的升值对旅游进口的促进作用体现的更为明显，出境目的地政策的松动和人民币国际购买力的相对提高，将起到推动和释出境旅游消费需求的作用，并促进旅行社出境旅游业务规模进一步扩大。

另外，由于本币升值的预期，大量外资被吸引到中国的房地产投资中来，国内各大城市房产价格持续涨升，有利于酒店物业投资公司的净资产重估升值。

团队入境旅游增长将好于 04 年

图 7 入境旅游保持较高增长



资料来源：中国旅游统计年鉴，长江证券研究所

2004 年，入境旅游恢复式增长，1-10 月入境旅游人数和旅游外汇收入同比 2002 年增长率达到 11.1% 和 14.1%，且下半年的恢复情况要好于上半年。

国内宏观经济的快速增长是入境旅游业的恢复的主要动力。由于外商投资踊跃，04 年前 10 个月合同利用外资和实际利用外资增长率达到 34% 和 23%，商务散客入境增长较快；因 03 年延后举办的国际性的商务活动、国际展会、体育赛事等的繁盛也为入境旅游锦上添花。

但是 04 年团队入境旅游情况则仍然低于常年水平，尤其是上半年还不到正常年份的 90%。团队入境旅游恢复速度明显滞后的原因有很多方面，居首位的应该是 SARS 及其后遗症的作用，另外燃油价格上涨影响长途旅游意愿也有一定的负面影响。

2005 年，只要春季 SARS 不再复发，这场瘟疫的影响将被淡忘，海外旅行商对旅华市场的信心将得到全面恢复；而国际原油价格从高位回落对全球旅游市场增长都

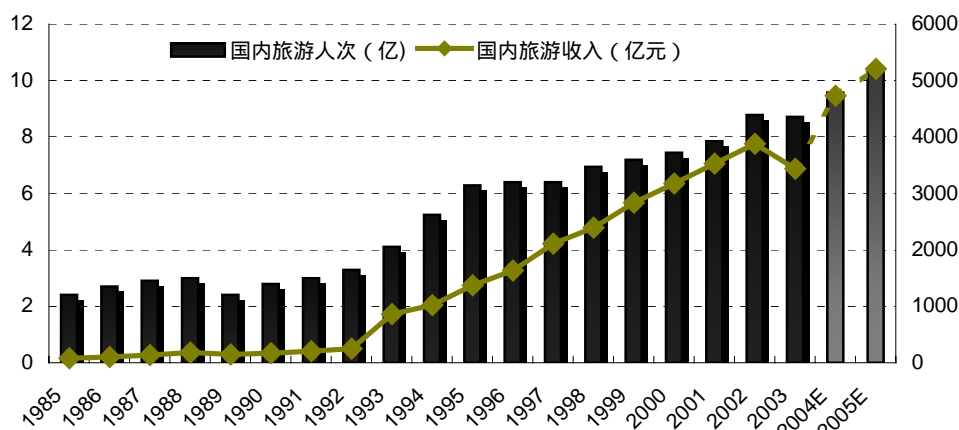
将形成一定的支持作用。

因此，我们认为 2005 年，团队入境旅游的增长将好于 04 年，同时由于中国经济活力不减，商务入境仍将保持高增长态势，使得旅游外汇收入可能高于 1999-2002 年 12% 左右的增长水平，达到 15% 左右。

入境游客的快速增长，有利于高星级酒店出租率和房价水平的提高，酒店经营业的效益有望进一步回升。而 05 年团队客源的恢复将帮助主营入境旅游的国际旅行社摆脱收入萎缩和利润下滑的阴影，为行业整合博取时机。

国内旅游需求继续平稳增长

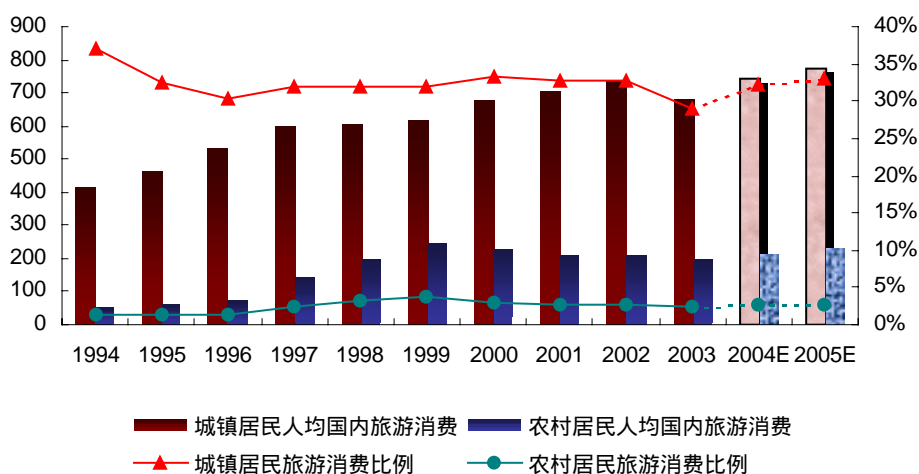
图 8 国内旅游继续平稳增长



资料来源：中国旅游统计年鉴，长江证券研究所

中国的国内居民旅游多年来保持相对平稳的速度增长，不像入境旅游业受到国际国内众多因素影响体现出较大的波动性。2004 年春节、五一、十一三大黄金周出游人数分别比可比的上一年度黄金周增长了 6%、20% 和 12%，预计经过 04 年的恢复性反弹以后，2005 年国内旅游将回到年均 8-10% 的增长轨道上来。

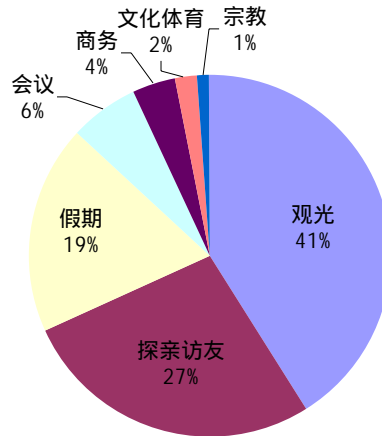
图 9 国内人均旅游消费 04 年起回升



数据来源：国家统计局，长江证券研究所

从国家统计局的抽样统计数据来看，城镇和农村居民二元结构仍然比较突出。除 03 年外，城镇居民旅游消费稳步增长，消费支出比例相对平稳；农村居民旅游消费支出从 2000 年开始反而逐年下降。各大黄金周出游人数虽然保持逐年增长，但人均旅游消费从 02 年以来也一直处于平稳和微跌态势。这和我们上文提到的消费升级对旅游业的影响并不相符。

图 10 中国居民国内旅游目的分布（2001）



资料来源：中国旅游统计年鉴

我们认为，居民人均国内旅游消费没有出现明显增长的原因来自以下几个方面：

1. 由于住房、医疗、交通、教育与养老等制度改革的深入，城乡居民各项预期支出大幅度增加，可用于娱乐休闲的可支配收入比例相对减少，使得人均旅游消费支出的增长明显慢于上述消费支出的增长幅度。
2. 收入差距扩大，农民收入水平低下，高达 60% 人口消费能力不足，制约了旅游业内需的增长，这也是我国消费行业面临的共同问题。
3. 另外，旅游消费信贷发展滞后也是其中一个原因，海外大型旅行商如美国运通集团在很大程度上是专业的金融服务提供商，但中国的旅游消费信贷完全由银行主导，产品和服务渠道不畅，推广力度低。

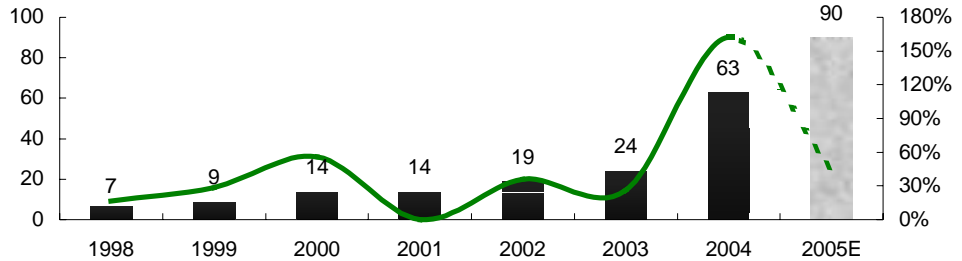
2005 年，居民旅游消费支出情况可能仍不会有一个比较大的改变，但是，一些新的特征已经悄然来临：

1. **农村居民收入增长加快。**随着新一届政府增加农民收入的努力，04 年起预计农村居民旅游消费支出绝对额递减趋势将得到改变。
2. **城镇居民度假旅游比例逐步提高。**根据携程网的统计，04 年十一黄金周以休闲度假为目的的旅游人数同比提高了将近 24%。出游目的的重心逐步从观光向度假转移有望拉长出游时间、提高消费层次。但度假旅游的进一步发展还需要建立在带薪休假制度全面推广的基础上，
3. **经济型酒店与国内旅游相互促进。**经济型酒店的出现并发展壮大，既是由国内旅游的快速发展所催生，而它们提供的舒适性和经济性的住宿服务，也将反过来为促进中国居民出游提供支持和基础。

出境旅游热受政策开放和汇率升值共同推动

出境旅游是近年来旅游消费最为抢眼的热点，它的蓬勃兴起源于中国政府对出境旅游态度的变化，这一点从中国加快开放旅游目的地的进程中可以看出。

图 11 旅游目的地开放速度加快



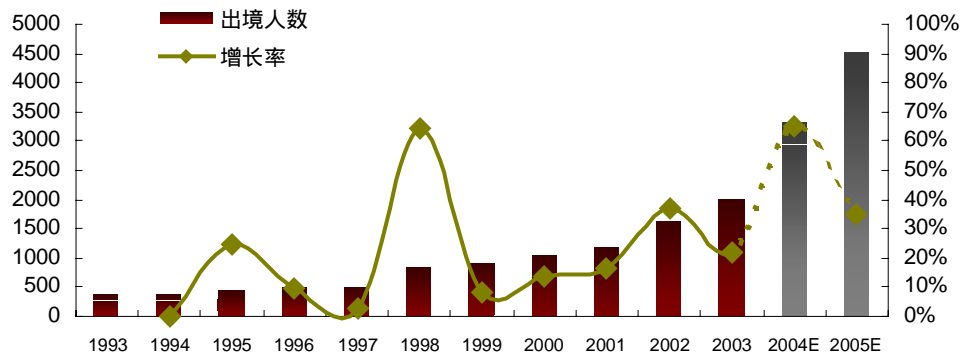
资料来源：中国旅游统计年鉴，长江证券研究所

2004 年底，经国务院批准的公民出游目的地达到 90 个，已经实施出境旅游目的地国家从 2003 年的 24 个激增到 63 家，增速之快和开放程度之大前所未有，表明了政府长期限制发展出境旅游政策的松动，也是导致出境旅游人数在较低的基数上迅猛发展的重要诱因。2003 年，中国出境总人数达到 2002 万人次，首次超过日本成为亚洲地区最大的游客来源国。04 年上半年，出境旅游市场继续强劲增长。1-7 月，公民出境人数累计已达 1600 万人次，同比增长 63.7%。2005 年，出境目的地继续开放带来为中国公民提供了更多的出游选择，加上前文我们分析的汇率升值对出境旅游的促进作用，2005 年，中国出境旅游仍将维持超过 30% 的高增长水平。

出于中国消费者的消费习惯，中国居民人均出境旅游消费支出额较高，根据亚洲支出模式的一份报告中称，按平均信用卡交易规模衡量，目前在亚洲地区，中国游客的支出最多。中国持卡人去年在亚太地区旅行时，平均每次交易支出 253 美元，比支出排名第二的西班牙旅游者还多 50 美元。

出境游的急剧增长，直接促进了国际旅行社的出境游业务，成为国际旅行社利润的重要来源。2003 年出境游的利润贡献率首次超过入境游，预计 2004 年，二者可能平分秋色。由于对外资旅行社经营出境游业务方面的限制，这块业务的成长将是艰难经营的中国旅行社的最大亮点。

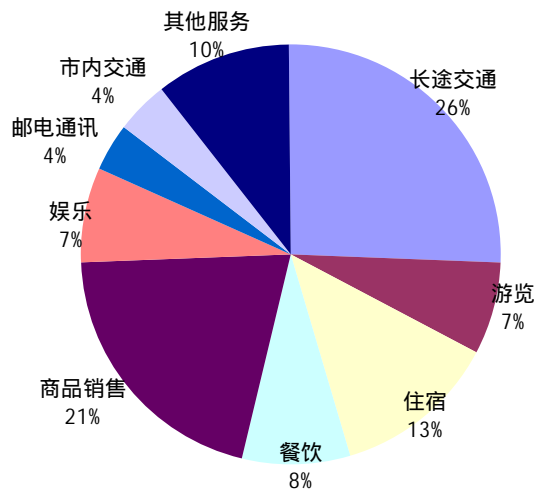
图 12 出境政策放松和汇率升值推动出境旅游持续高温



资料来源：中国旅游统计年鉴，长江证券研究所

公司篇

图 13 旅游外汇收入构成 2002



资料来源：中国旅游统计年鉴

如果按照旅游业上市公司的主营业务分类，我们可以把旅游业分为三大子行业，包括：酒店、景点、和旅行社业。

旅游业具有很强的产业相关性，直接关联产业多达 24 个，上市公司所涉及的经营范围仅涵盖产业价值链一小部分。

从旅游外汇收入的统计口径来看，交通通讯、商品销售等收入占据了旅游业收入的大部分，游览、住宿、旅行服务等直接落在上市公司经营范围内的所占比例并不大，再加上行业进入壁垒偏低，同业竞争激烈，这也是宏观行业数据的增长往往不能表现在公司层面的原因之一。

景点——自然景点有望成为 05 年明星

旅游景区的开发建设和吸引力的增强是国际国内旅游业发展的基础，优美的自然风光、丰富的人文景观、城市发展的梯度差异都是引致游客流动的要素，客源地和目的地之间的交通联系是否便捷、景区内配套设施是否齐备、以及景区的环境保护情况、服务质量等都会影响到出游的选择。

中国目前的景点类上市公司主要经营自然景区和主题公园，目标市场以观光客为主，同时包括一部分度假和会议目的游客。

中国股市目前的 7 家景点行业上市公司，按照各自的盈利主体和经营范围又可细分为自然景区经营和主题公园经营两大类，其中自然景区经营业具备自然垄断和资源稀缺的特点，竞争优势最为突出。峨眉山和黄山旅游作为景点行业内唯一两家拥有核心景区门票经营权的上市公司，是自然景点业的代表公司。

自然景区经营业具有以下特点

区域垄断的竞争格局：自然景区具有地域性和独特性，呈现区域垄断的特点，竞争环境比较宽松。那些资源禀赋优秀、代表性较强的风景名胜，几乎很难感觉到竞争压力的存在。

在较大的地域范围内，资源特征比较类似的自然景点具有一定的替代性和竞争性，但这种竞争性表现得不太明显和不易察觉。

一定范围内的定价能力：由于资源稀缺性的存在，风景区存在一定范围内的定价能力。与长途交通、住宿等费用相比，景区门票、区内交通在旅游消费支出中所占的比例较小，尤其对长途客源为主的旅游目的地来说，价格弹性很低，这也是景区门票和索道等交通费用价格一再上涨的原因。

但是我们认为，由于景区定价需要经过物价管理部门的审核、有些还需要公众听证会的通过，而且与国际价格相比，中国自然景区票价明显偏高，因此，景区定价能力只是局限在一定范围内的，且并不能为其提供长期成长动力。

长期成长受到制约：景区经营业盈利性资产比较单一，成长性受制于景区容量限制，随着景区的纵深开发，客流增长呈边际递减趋势。

在收购兼并方面，成熟景点现金流量丰富，盈利能力强，因此收购难度大、价格高，投资回报率趋向平均水平。处于介绍期的景点由于配套设施不齐，初期开发投入极为巨大，还可能受到景区周边环境、交通等的瓶颈制约，回收时间较长。

2005 年自然景区业有望成为行业明星

行业景气的直接受益者：根据上文分析 2005 年旅游行业景气度将进一步提升，自然景区作为观光度假、和一些会议旅游的主要目的地，收入必然随着行业景气增长而增长。由于毛利率稳定，三项费用的变动率低于收入变动率，因此在行业景气提升时期，景点行业的效益增长是最为显著的。

理性出游有利提高景区接待极限：经过 3 年多的黄金周后，2004 年国内旅游呈现出淡季不淡，旺季更旺的现象，平时合家长途出游，黄金周倾向短途游和一日游，理性的出游态度既有助于在旺季减轻资源压力，也有利于扩大景区在全年区间的容载能力。

后 WTO 时代资源型企业将获得更多关注 2005 年进入中国入世的最后过渡期，资源型企业由于其垄断性，较少面临竞争压力，且资源价格有上涨趋势，是未来一年中风险偏低的投资品种。

投资政策松动将促进景区资本运作：虽然重点景区门票经营权仍然不允许上市，但景区开发主体不断增加，景区经营权转让的案例时有发生。2004 年 10 月份，国务院下发的《关于投资体制改革的决定》，对旅游项目投资体制进行了重大调整，完全放开国家级以上景区外的投资项目，由投资主体自行掌握，省级地方政府的核准权限也得到扩大。准入门槛降低后，未来地方景区投资建设有升温的趋势，而民营经济、外资等对旅游资源的争夺也将更加激烈。对于旅游业或者非业内上市公司来说，投资政策的松动也为扩大或涉足景区资源储备，进行资本运作铺就了道路。

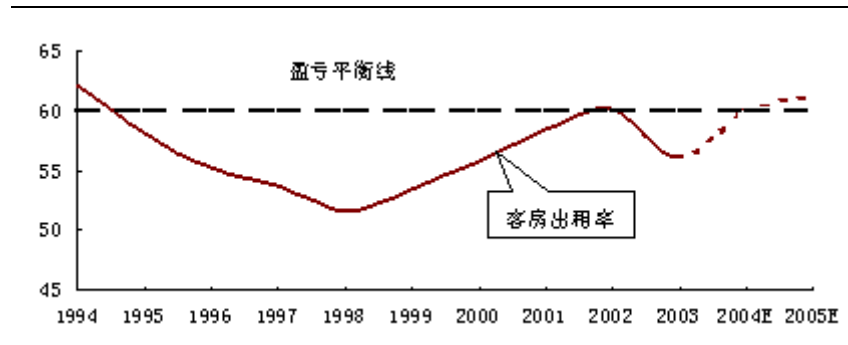
酒店——景气复苏，行业龙头酝酿大发展

酒店是为旅游及旅行活动提供住宿服务的设施，与旅游景区的客源市场定位不同，酒店业上市公司以高星级酒店为经营主体，目前仅锦江酒店涉及三星级及以下酒

店的投资管理，大部分酒店业上市公司的主要客源市场是商务客、入境客和高端观光游客。

酒店业走出盈利低谷，行业景气复苏

图 14 中国酒店业走出亏损泥潭



资料来源：CEIC、长江证券研究所

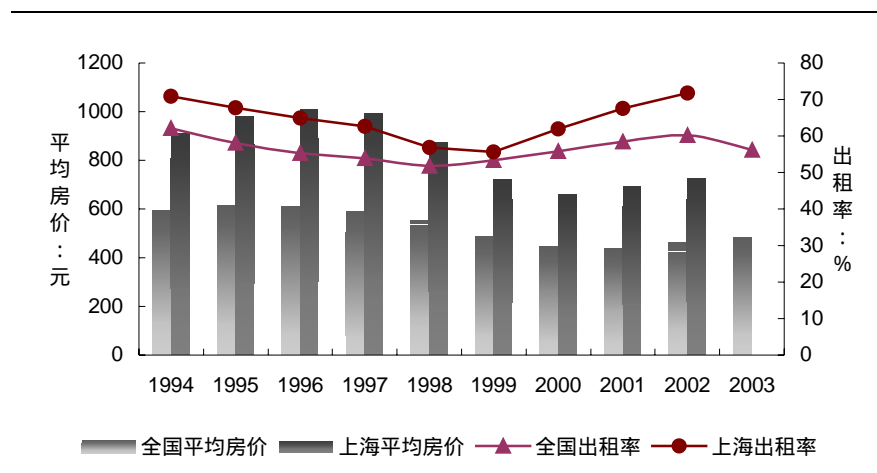
中国酒店业经历了 80 年代末 90 年代初的行业高速发展、个体高度繁荣，到 90 年代中供给大幅增长、利润率迅速回落，再到 90 年代后期严控楼堂馆所立项审批，供给需求逐步趋向平衡。形成了一个完整的景气周期。

酒店业出租率指标在 1998 年到达低谷后缓慢爬升，2002 年平均出租率指标已经超过了 60% 的盈亏平衡经验值，是实现全行业扭亏的关键时点。这一进程虽然被 SARS 打断，但在 2004 年已经得到全面恢复。酒店业出租率、房价、经营利润各项指标缓慢爬升。

2005 年中国酒店供给在宏观调控背景下小幅增长，伴随着旅游行业的提速发展，酒店业总需求上扬，结构性需求变化十分显著，适应国内游的经济型酒店市场规模急速扩大。酒店业从整体到局部都显示出景气上升周期的特征。

上海酒店业盈利能力居全国之首

图 15 上海酒店业出租率和房价远远高于行业平均



资料来源：CEIC

由于国内酒店公司以单体酒店和小规模连锁为主，各地酒店业供求体系相对封闭，因此地区差异是造成酒店经营业绩差异的首要因素。旅游经济结构决定了酒店业的获利能力，以商务旅游为主的城市酒店消费水平明显高于观光度假旅游。

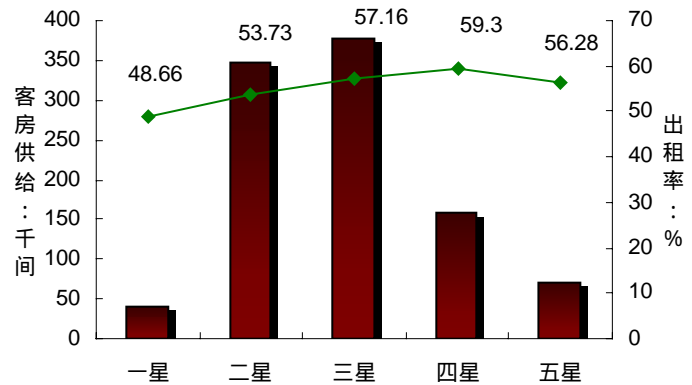
上海由于多年来酒店建设受到严格管制，需求方面经济活力充沛，商务和入境旅行吸引力强，出租率高于全国平均 10 个百分点，平均房价高于全国水平 50% 以上。根据我们对美国房地产指数和酒店平均房价的研究，二者之间有较强的正相关性。随着上海房地产价格的加速上涨，酒店业的出租价格也一路走高，根据三季报公布，锦江酒店 04 年平均房价同比增长达到 20%，出租率达到 82% 的高位。

经济型酒店在低壁垒和高需求下加速扩张

国内旅游的兴起对我国现有酒店业供给结构调整提出了要求。在传统酒店业态之外，经济型酒店挟不可挡之势席卷而来。

由于低廉的价格、舒适干净的住宿环境，经济型酒店迅速占据了中小企业商务人士、国内游客和部分入境游客的细分市场，从黄金周情况来看，经济型酒店出租率高于平均出租率 10-20 个百分点。

图 16 中国酒店业供给结构（2003）



资料来源：CEIC

与传统酒店相比，经济型酒店起点很高，它们以连锁和网络化形式起步，几乎不存在产权方面遗留问题，项目投资和财务成本控制严格，不管是在目标市场的契合性、经营管理方面都具备竞争优势，对中国供给量庞大的三星级以下酒店将产生显著的替代效应，这种替代效应可以和家电、建材等专业连锁卖场的高增长态势媲美。

经济型酒店也是国内酒店业与外资品牌竞争的桥头堡，在国内旅游市场，本土酒店占有地利人和优势，锦江之星、如家、中江之旅等国内经济型酒店品牌正在迅速扩大规模，与“宜必思”、“假日快捷”、“速 8”、“美兴”等外资品牌展开市场争夺。

目前上市公司中仅锦江酒店进入了经济型酒店行业，握有锦江之星的 20% 股权，上市公司在这块迅速成长的蛋糕中涉足很少。

中国酒店业龙头在行业整合中壮大

中国酒店业的整合是以政府主导开始的，行政性合并重组仍是目前阶段的主要力量，2003 年以来地方政府牵头的大型旅游集团合并重组已经拉开序幕，其中的领头羊是上海的锦江集团和北京的首旅集团，它们均以酒店集团为主导，整合旅游、酒店、都市交通、餐饮、商业零售等旅游业各大要素，实现内涵和外延的共同扩张。近期中央企业的非主业资产的剥离重组，央企下属众多旅游资产将惠及中旅、国旅等中央旅游集团，也为华侨城、中青旅等公司提供了上下游整合的做大机会。困扰酒店业的所有者缺位、多头管理等问题也将随之逐步得到解决，有利于整个酒店行业的经营环境。

从行政重组到市场化重组，品牌集中化、连锁化、网络化将成为酒店业的大趋势，行业资源目前已经开始向具备管理优势、品牌优势和资本运作优势的酒店集团集中，管理规模扩大成为当前酒店管理集团成长性的主要来源。锦江国际酒店管理公司目前拥有客房规模已居亚洲首位，排名全球饭店管理集团第 35 位。

酒店业是中国引入外资最早的行业，在与国际品牌进行的充分竞争中，20%的外资酒店占据了 80%的利润，而“国产”酒店管理集团中的龙头企业急需在管理软件、营销网络方面迎头赶上，利用自己的国内销售优势，在这轮酒店业景气复苏中获得较大发展。

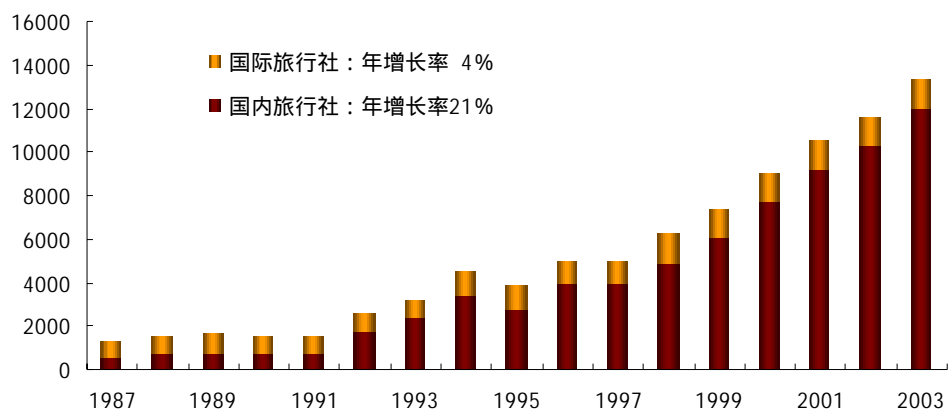
旅行社——从新兴业态中寻找生机

旅行社业和酒店业存在同样的所有者缺位现象，而且竞争环境更加恶劣，机构规模偏小，市场竞争同质化现象严重。从供给方面看，国内旅行社无牌照限制，供给增长速度高达 21%，国内游的利润率远远低于入境游和出境游。

入境游是旅行社的传统盈利业务，也是三大旅行社的最主要盈利来源。2002 年入境旅游业务利润率为 3.7%，利润额占行业利润总量的 55.08%，虽然中国入境旅游已经部分向外资开放，但外资进入领域以高端商务市场为主，对中国旅行社现有业务的冲击并不大。由于缺乏对细分市场的把握，入境游的利润率逐年下降，旅行社上市公司盈利能力也出现下滑趋势。出境游方面目前尚未对外资开放，因此，出境游的火爆增长给予行业喘息的机会，也将成为近几年的重要利润增长点。

旅行社业是三大子行业生存环境最为严峻的，缺乏行业龙头的竞争格局使得旅行社在同供应商与客户的要价当中处于劣势，除了行业已有的众多竞争者外，传统旅行社还面临众多新兴业态的替代者的威胁。

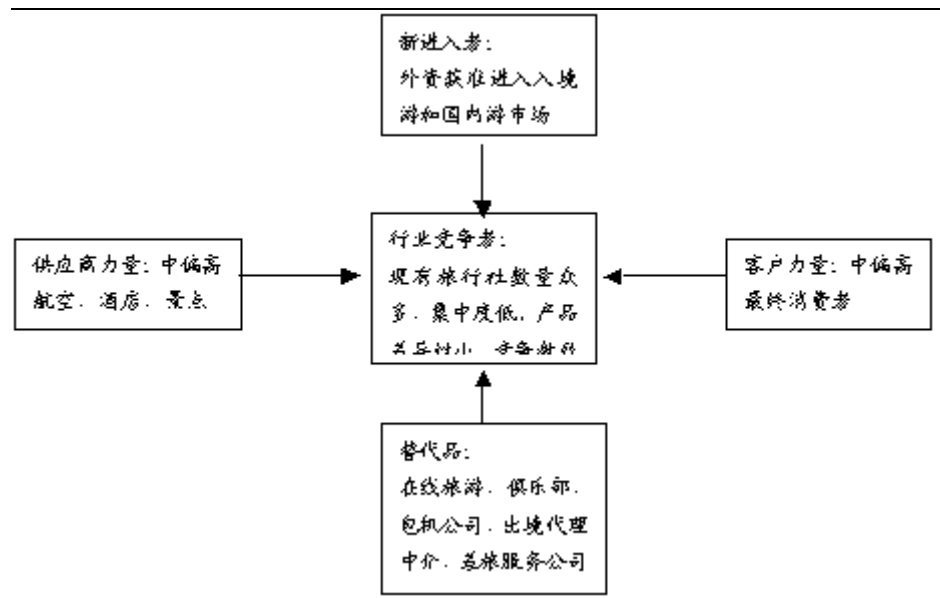
图 17 国内旅行社供给快速增长



资料来源：中国旅游统计年鉴

随着中国公民个人旅游市场的快速发展，在线旅游等新服务商的兴起，对旅行社服务市场采取渗透姿态。国内最大的在线旅行服务公司，携程旅行网 04 年三季度净利润达到 3830 万元，而同期国内三大旅行社之一中青旅仅盈利 2200 万元，且绝大部分来自股权转让收益。显然如果传统旅行社不及时进行市场细分、把握新的机会，前景堪忧。

图 18 旅行社的竞争格局



资料来源：长江证券研究所

在线旅游的诱人之处在于它的高增长能力，今年 9 月，中国国家旅游局公布的统计数据说明，目前国内网上旅游交易额已达到 40 亿至 50 亿人民币，约占所有全部互联网电子商务总量的 20%，预计未来一两年内比重还将提至 30%，这一交易量已经超过旅行社国内旅游业务收入的 10%。美国 2004 年全年的网络在线旅游服务市场达到 520 亿美元，分析表明其市场规模有望在短时期内快速扩大到 1190 亿美元。

目前中国在线旅游几乎是携程和 e 龙的二分天下，但是中青旅、港中旅、中航信等传统旅游服务巨头已经或正在准备进军这个新兴市场，虽然已经失去了市场先机，但是，传统服务商拥有的渠道资源也是专业旅游服务网站不能比拟的，在线旅游未来的市场格局如何发展还需要进一步观察。

个人旅游金融服务也是国内旅行社远远落后于国际知名旅行商的业务内容，但是目前的信用环境和政策条件下，由旅行社大规模开展旅游金融服务的条件还不成熟。

上市公司盈利特征及其变化趋势

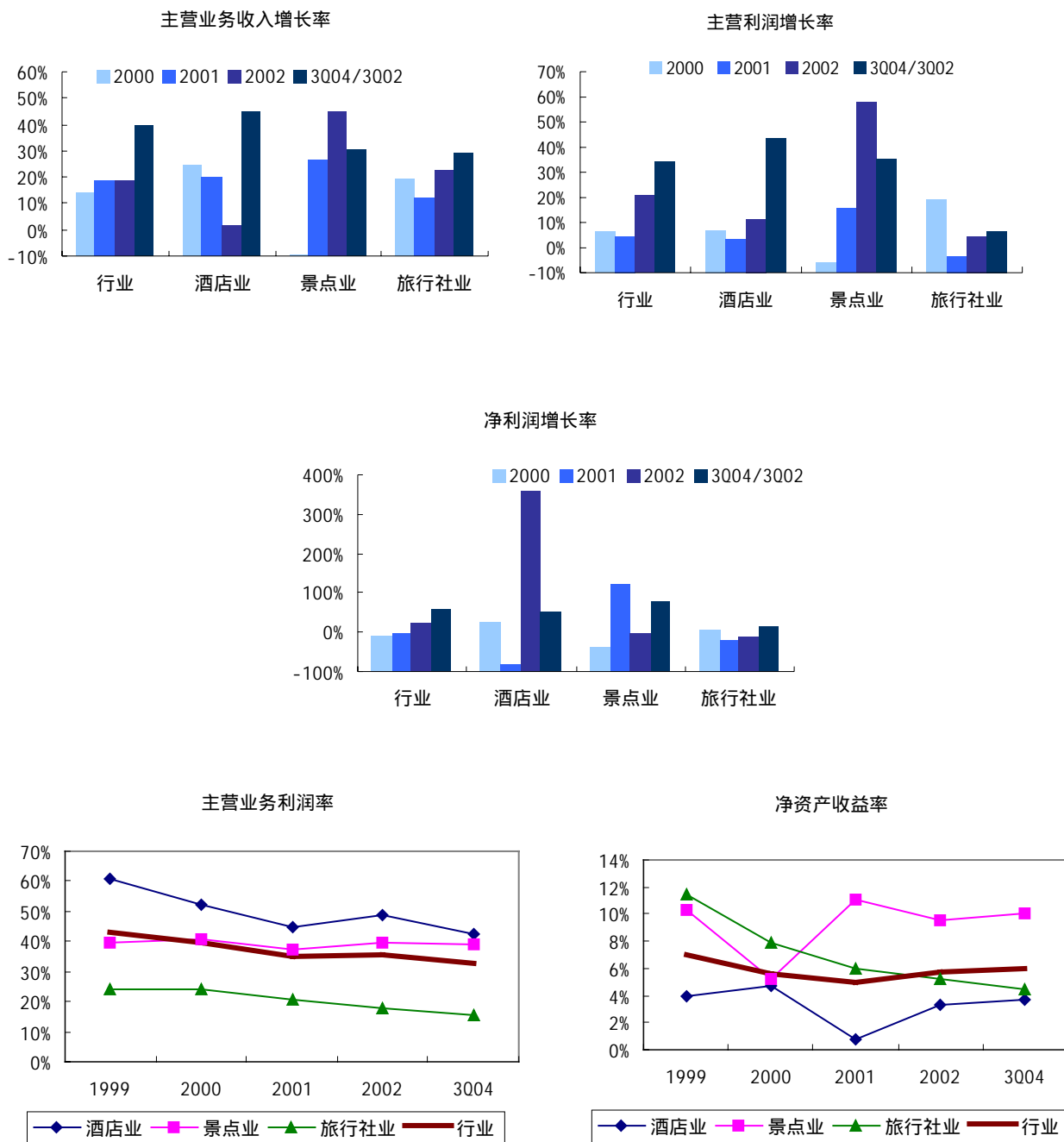
“宏观看好，微观看淡”，这类评语对于 2002 年以前的旅游业上市公司来说耳熟能详，由于上市公司缺乏行业代表性，上市公司的盈利能力增长往往难以超越行业增长水平，旅游板块指数长期随大盘波动甚至弱于大盘。

作为周期性消费行业，旅游板块从 2002 年起开始表现出进入一轮上升周期的特征，包括板块主流上市公司收入增长加快，利润扭转下降趋势，主营业务利润率小幅回升等，虽然这些特征在 2003 年由于外部因素而被突然打断，但经过 04 的元气恢复，2005 年旅游业的增长值得投资者期待。

本轮增长的显著特征是行业中某些个体企业（以上市公司为例）的强势表现超过了行业，2004 年，旅游板块收入和净利润的同比 02 年增长速度达到 39% 和 58%，远远高于同期旅游行业总收入 20% 左右的增长幅度，这种情况在进入壁垒较低、行业竞

争激烈的旅游行业历史中少的可怜。

图 19 旅游板块盈利指标变化



资料来源：聚源信息，长江证券研究所

我们选取主营业务收入、主营业务利润和净利润三大主要盈利指标的成长指标进行对比，可以看到旅游板块及其三个子行业从 2000 年以来（2003 年除外）的增长变化情况。

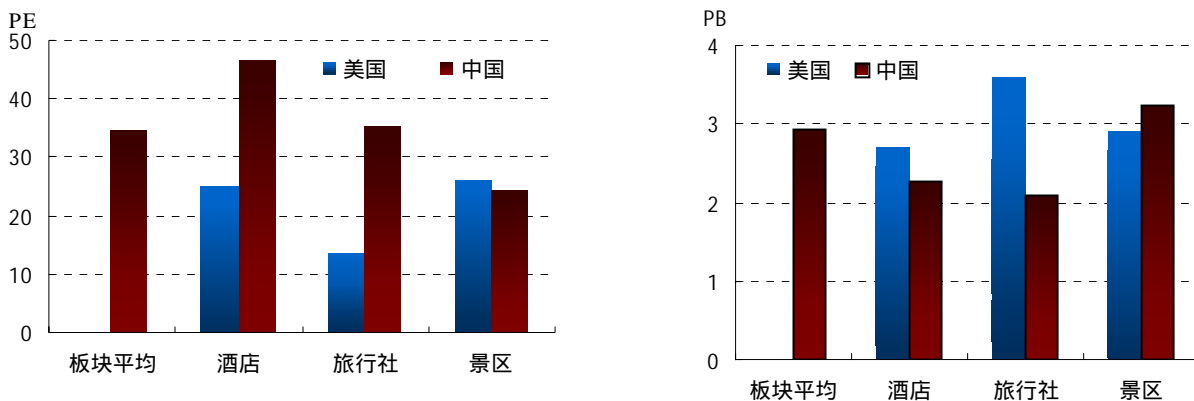
- **2002 年是行业总体净利润出现转折的关键一年。**行业净利润从连年下降转为增长，2004 年增长率有加快趋势，这个转折是以数量上占大多数、利润绝对值低的酒店业的复苏为代表的。
- **旅游业的主营业务利润率下降趋势仍未改变，但随着行业景气复苏、资产周转速**

度提高，净资产收益率已经企稳回升。酒店和旅行社业毛利率下滑趋势明显，景点业的成本率和利润率稳定，收入增长和利润增长的相关性最强。酒店业由于出租率提高，净资产收益率回升势头明显。

- **景点业的稳定性和良好的盈利能力使其成为行业中最具吸引力和风险最小的品种。**
- **酒店业处于从低谷复苏的过程中，龙头企业表现活跃。**虽然酒店业净资产收益率仍然很低，但各项指标好转迹象已经显露，酒店业的行业重组和品牌扩张，以及新业态的活跃赋予了龙头企业如锦江酒店快速发展的机会，目前酒店连锁公司处在抢占国内市场的外延扩张阶段，未来收入增长将快于利润增长速度。
- **旅行社业相对平淡，尚未出现转势的迹象。**中青旅是目前唯一一家真正意义上的旅行社上市公司，因而显得势单力薄，如果未来两年国旅集团、港中旅等大型企业能在国内成功上市，形成集群效应将有助于扩大这个板块的影响力。

国际估值比较

图 20 旅游业国际估值比较



资料来源：聚源信息，yahoo finance，长江证券研究所

- **行业估值风险尚未完全释放**

与美国股市的静态估值相比，中国的酒店业、旅行社业的市盈率水平高于美国同类上市公司 80% 以上。中国旅游服务企业在盈利能力上与发达国家同类公司相比明显偏弱，估值风险尚未得到完全释放。

中国酒店和旅行社的市净率则低于美国同行的平均水平，原因有 1、国内酒店公司实际净资产高于帐面净资产，报表反映信息失真，2、旅行社板块多元化投资现象普遍，实体资产所占比例较高。

- **自然景点业的估值有其特殊性**

景点类的国际比较估值比较参照物是娱乐类 (recreational activities) 的上市公司，由于国外自然景区多以国家公园形式开放，不以盈利性为主要目的，因此中国的自然景点经营类公司的存在具有特殊性，其性质更为类似石油、煤炭等资源开采类公司。

进入 WTO 最后过渡期，垄断性资源溢价将逐渐凸现，使得自然景点类上市公司获得更多的关注，对于具有垄断特征的自然景点业来说，产能始终是这一品种的潜在瓶颈，如果缺

乏产能的有效扩张途径，很难获得业绩的长期增长，因此他们更多的体现出金牛资产的特征，市场定价主要体现价值发现的功能。

重点公司点评

华侨城 (000069):

1. 华侨城的“旅游+主题房地产”被证明是目前旅游行业最为行之有效的盈利模式之一，其房产项目成功的关键是历史形成的低成本地价和高起点的园区环境规划带来的与同类地产项目相比突出的超额收益率。房地产项目的收益目前已经超过公司利润总额的 3/4。
2. 公司目前在华侨城区内拥有 200 多万平米的土地储备，再加上近年来北京、上海、深圳不断扩大地产储备，推广其旅游房地产盈利模式，公司未来可持续发展动力已经形成。
3. 2004 年华侨城的主题公园旅游业全面复苏，合作开发房地产结算项目主要为天鹅堡二期，华侨城房地产结算项目主要为锦绣花园三期；2005 年主要房地产结算项目包括纯水岸别墅、天鹅堡、北京侨城。
4. 预测 2004 年每股收益 0.36 元，2005 年每股收益 0.65 元。
5. 投资风险主要来源于全国房地产价格指数处在高位。

投资评级：推荐

峨眉山 (000888):

1. 2004 年前 11 个月峨眉山游山人数同比增长幅度达到 34%，而公司在 2003 年下半年实施的景区门票提价和索道提价，放大了这种来自行业景气提升的效应，同期峨眉山的门票收入比增 122%，游客和票价的齐涨成为今年业绩高速增长推进器。
2. 公司实施的配股项目，主要投资项目为金顶索道改造和猴区索道的建设，索道建设项目见效时间快，盈利丰厚，将成为 2006 年以后公司的重要增长来源。而目前公司正在建设的十方佛像也有助于提升景区的宗教吸引力。
3. 峨眉山景区资源品质优秀，景区接待能力较强，随着四川省旅游品牌的创建力度加大和公路、航空等交通基础设施的改善，未来仍将显示出较高的接待增长能力，从综合质地来看，公司是景点类企业中的佼佼者，有获得更高溢价的能力。
4. 预测 2004 年每股收益 0.43 元，2005 年每股收益 0.49 元。
5. 投资风险主要来源于公司的内部管理和财务控制。

投资评级：推荐

锦江酒店 (600754)

1. 锦江酒店是国内最大的酒店管理公司，投资及管理的酒店数量共 138 家，客房总数达到 3 万多间，其中经济型酒店 56 家，管理规模在全球酒店管理集团中排名第 35 位。
2. 锦江酒店未来的成长主要体现在酒店管理和餐饮业连锁两个方面。酒店管理方面，公司加快了酒店连锁品牌布局的力度，设立 6 大区域公司，并大力发展下属旗舰店，酒店管理规模扩张将成为公司的最大看点。

3. 锦江酒店通过锦江国际的支持获得了高起点的发展平台，在当前酒店行业整体回暖的基础上，公司旗下管理的酒店收入增长和效益提高，将为公司实现有效的软性扩张。
4. 预计锦江酒店 2004 年每股收益 0.22 元，2005 年每股收益 0.27 元。
5. 投资风险来自带资管理方式对外扩张的资金占用，锦江国际集团筹划海外上市。

投资评级：谨慎推荐

首旅股份（600258）

1. 首旅股份已经形成了囊括景区资源经营、酒店、旅行社、会展、旅游汽车的旅游产业链，是旅游行业中产业链涉及面最全的上市公司。
2. 目前公司酒店和会展业务平稳增长，旅行社业务仅能维持微利，公司计划继续有步骤地退出旅行社业务，向盈利能力更强的景区资源倾斜，使资源获得更合理的配置。南山旅游景区已经构成公司盈利的主要来源，且景区接待量和人均消费额仍然具有增长潜力。2005 年公司有望置入新的旅游资源，如能成功收购将使得公司获得增长动力。
3. 公司全资、控股和参股的民族饭店、京伦饭店、燕京饭店均位于北京市中心，物业实际价值较帐面净资产大幅升值。
4. 预测 2004 年每股收益 0.29 元，2005 年每股收益 0.33 元。
5. 投资风险来自首旅集团海外上市，配股方案通过情况。

投资评级：谨慎推荐

黄山旅游（600054）

1. 黄山旅游是开发较为成熟的风景区，游客接待稳中有升，前期由于管理费用和财务费用控制比较薄弱，收入净利润率低于峨眉山；且营业收入的成长能力也低于峨眉山。
2. 2004年10月，徽杭高速公路全线正式通车，作为是通往黄山市的第一条高速公路，徽杭高速使黄山与主要客源市场长三角经济区的连接更加紧密，也贯通了上海 - 杭州 - 黄山的旅游黄金线，黄山地区的交通环境获得重大改善。预计2005年游客接待量将获得15-20%的增长。
3. 近期由于公司领导层换届，在财务控制和营销建设方面投入了较大力量，从峨眉山的经验来看，旅游区的目标市场主动营销有望取得比较突出的效果。
4. 预测2004年每股收益0.22元，2005年每股收益0.28元。
5. 投资风险来自公司的内部管理和财务控制。

投资评级：谨慎推荐

桂林旅游（000978）

1. 桂林旅游的营业收入和利润主要来自旅游车船经营，随着旅游业的全面复苏，公司04年主营业务收入已经恢复到2002年水平，由于油价上涨，公司毛利率有所下滑，预计2005年公司收入继续提升，而油价下跌将使车船运营成本将得到控制，从而提升盈利水平。
2. 公司近年来积极投资旅游景点，收购了包括银子岩、丰鱼岩等旅游景区，经营范

围从旅游客运、游船客运、旅行社、旅游航空服务等业务进一步向旅游资源方向发展。2005年由于七星公园和象山景点门票2004年分成收入提高，桂林周边景区配套开发逐步深入，以及新的温泉度假中心开业，公司景点资源业的增长可期。

3. 近期公司置出问题重重的庆泰信托，置入井冈山旅游40%股权，减轻了年底的帐面计提减值准备压力，同时也构成了一项良好的战略投资。
4. 预测2004年每股收益0.20元，2005年每股收益0.26元。
5. 投资风险来自琴潭车站、温泉中心等投资项目能否达到盈利预期。

投资评级：谨慎推荐

表 1 旅游板块重点上市公司评级

代码	上市公司	股价	04EPS	05EPS	04PE	05PE	评级
000069	华侨城	7.36	0.36	0.65	20.44	11.32	推荐
000888	峨眉山	10.99	0.43	0.49	25.56	22.43	推荐
600754	锦江酒店	7.52	0.22	0.27	34.18	27.85	谨慎推荐
600258	首旅股份	6.97	0.29	0.33	24.03	21.12	谨慎推荐
600054	黄山旅游	8.09	0.22	0.28	36.77	28.89	谨慎推荐
000978	桂林旅游	6.95	0.20	0.26	34.75	26.73	谨慎推荐
600138	中青旅	7.65	0.28	0.28	27.32	27.32	中性
002033	丽江旅游	12.20	0.36	0.42	33.89	29.05	中性

长江证券有限责任公司研究所

武汉

新华下路特 8 号 长江证券大厦 3 层

邮政编码 430015

联系人 张玲洁

电话 (8627)65799521

传真 (8627)65799501

上海

汉口路 130 号 5 层

邮政编码 200002

联系人 李杨立

电话 (8621)63299572

传真 (8621)63294763

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:

看 好: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

看 淡: 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:

推 荐: 相对大盘涨幅大于 10%

谨慎推荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

重要声明

长江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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为长江证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

“长江证券研究”系列

行业报告系列: 行业深度报告, 行业点评报告, 行业月度报告

公司报告系列: 公司深度, 调研, 新股定价, 点评, 简评

策略报告系列: 即时报告, 专题报告(宏观、市场、行业比较、基金、固定收益、投资组合、金融产品与创新), 定期(月度、季度、年度)和专题投资策略报告

综合报告系列: 晨会纪要、投资策略日刊、重点跟踪公司评级、金融业动态、其它专题和课题研究报告

印刷品系列: 长江证券研究(月刊)、长江证券研究年报、重点报告单行本

