



2007 年 11 月 20 日

推荐

酒店旅游

中金公司研究部

联系人：曾令波 zenglb@cicc.com.cn

分析员：吴丰树 CFA wufs@cicc.com.cn

(8621) 5879 6226

## 酒店旅游行业 2008 投资策略报告

### 进入“价量齐升”的黄金投资期

#### 投资要点：

► **酒店旅游行业进入“价量齐升”的黄金投资期。**国内消费升级推动国内游的游客人次与人均花费同步增长，未来在观光游继续发展的同时，休闲度假游将逐步兴起；大国崛起带来入境游的总量增长（旅游外汇收入、入境人次和人均消费均保持增长）和结构改善（入境外国人占比提高、观光休闲占比提高）；人均收入提高和本币升值也导致出境游的快速发展。

奥运会及世博会的举办将加快入境游的发展并激发国内旅游消费热潮、全面提升旅游业发展水平，奥运会的举办将增强北京对国内外游客的吸引力，对北京游客的拉动作用有望持续数年。带薪休假制度的落实将长期利好旅游行业，并推动休闲度假旅游的兴起；“五一”黄金周的调整和法定传统节日的增加有助于旅游行业健康发展，尤其是利好靠近客源地的景区类公司。

► **景区子行业的高景气度仍将继续、看好稀缺性景区龙头。**现行体制下基于资源稀缺性的核心景区（黄山、峨眉山等）持续提价将不可避免（包括景区内的门票、索道、车船、酒店等价格），景区子行业的高景气度将继续保持；在消费升级的过程中，景区公司通过深度开发“吃、住、行、游、购、娱”各要素、推广淡季游、休闲度假游等方式将获得更大的游客数量和客均消费的双重增长空间。

► **酒店子行业的景气分化、看好北京高星级酒店和经济型酒店龙头。**酒店子行业的景气分化明显，传统低星级酒店面临经济型酒店的竞争，景气维持低位，看好在快速扩张中脱颖而出的经济型酒店龙头；房地产的快速升值将提升酒店业的长期投资价值；上海高星级酒店的供给高峰提前到来，未来景气看淡；而奥运带来的旺盛需求将消化新增供给，北京高星级酒店的高景气度有望延续到奥运会之后，看好北京高星级酒店房价和入住率同步提升带来的投资机会。

► **旅行社子行业的景气维持低位、在线旅游服务开辟一片蓝海。**传统旅行社在新进入者不断涌现、行业过度分散和过度竞争的格局下，行业景气的全面反弹尚待时日，但是中青旅等行业龙头在行业整合中将占据主动地位，通过市场细分和差异化经营有望率先走出低谷；以携程、e 龙为代表的在线旅游服务开辟一片蓝海，对旅行社行业的冲击和整合值得期待。

► **投资策略：重点把握稀缺性景区龙头和北京高星级酒店的投资机会。**旅游行业已经进入“价量齐升”的黄金投资期，未来业绩成长的确定性支持相对较高的短期估值，给予行业“推荐”的投资评级。建议重点把握稀缺性景区龙头在激励改善背景下游客人次和客均消费同步增长带来的投资机会，关注房地产快速升值和奥运景气给北京高星级酒店带来的房价和入住率双重提升的投资机会。

#### 酒店旅游行业近期股价表现



#### 重点覆盖公司

公司名称	代码	投资评级	前一交易日收盘价	目标价	上升空间	市盈率(X)		
						07E	08E	09E
黄山旅游	600054	推荐	26.95	37.00	37%	73	39	31
中青旅	600138	推荐	24.69	33.00	34%	40	30	22
首旅股份	600258	审慎推荐	34.33	42.00	22%	59	35	36
峨眉山A	000888	审慎推荐	12.95	17.00	31%	61	44	28

资料来源：天相投资，中金公司研究部

## 目录

1. 旅游行业进入“价量齐升”的黄金投资期 .....	8
1.1 消费升级推动国内游的快速发展：游客人次和人均花费同步增长 .....	9
1.2 大国崛起带来入境游的持续增长：总量增长、结构优化 .....	13
1.3 收入提高导致出境游的迅猛崛起 .....	16
专栏一：国家政策大力扶持旅游行业发展 .....	19
专栏二：奥运会和世博会提升旅游行业发展水平 .....	21
专栏三：人民币升值推动出境游发展，但不会改变入境游和国内游的增长趋势 .....	25
2. 景区子行业的高景气度仍将继续，看好稀缺性景点 .....	26
2.1 景区类公司的主要盈利驱动因素分析 .....	26
2.2 现行体制下基于资源稀缺性的景点持续提价不可避免 .....	28
2.3 消费升级对景区的影响：除了提价之外能带来什么 .....	31
3. 酒店子行业景气分化，看好北京高星级酒店和经济型酒店龙头 .....	32
3.1 酒店类公司的主要盈利驱动因素分析 .....	32
3.2 传统低星级酒店景气不佳，看好经济型酒店龙头 .....	34
3.3 上海高星级酒店供给高峰提前到来，未来景气看淡 .....	39
3.4 北京高星级酒店的景气有望延续到奥运会之后 .....	44
专栏四：房地产升值与酒店业的长期投资价值：国际经验与中国特色 .....	47
专栏五：经济型酒店快速崛起，逐步替代传统低星级酒店 .....	50
专栏六：高星级酒店管理的专业化和集团化是大势所趋 .....	54
4. 旅行社子行业的景气维持低位，在线服务景气看好 .....	58
4.1 传统旅行社景气反弹尚待时日 .....	58
4.2 在线旅游服务景气看好 .....	60
专栏七：在线旅游服务开辟一片“蓝海”，对传统旅行社的整合值得期待 .....	62
5. 投资策略：重点把握稀缺性景区龙头和北京高星级酒店的投资机会 .....	64
5.1 估值讨论与行业评级 .....	64
5.2 投资建议：重点把握稀缺性景区龙头和北京高星级酒店的投资机会 .....	68
黄山旅游：推荐 .....	69
中青旅：推荐 .....	78
首旅股份：审慎推荐 .....	86
峨眉山 A：审慎推荐 .....	93

## 表格

表 1: 国内人均旅游花费占可支配收入的比率.....	11
表 2: 旅游产品的提供方式.....	12
表 3: 我国入境游客的入境事由:观光休闲占主导.....	15
表 4: 我国公民可组团前往的国家和地区不断增多.....	16
表 5: 2004 年中国在世界出境旅游支出总额排名中居第七位.....	17
表 6: 历年黄金周旅游人次和收入情况.....	20
表 7: 北京接待入境游客人次快速增长, 增速高于全国平均水平.....	22
表 8: 北京接待国内游客人次保持平稳增长, 预期 08 年后增速加快.....	23
表 9: A 股上市公司主要景点的门票价格.....	28
表 10: 主要旅游上市公司索道/游船价格情况.....	28
表 11: 发改委关于门票提价的规定.....	29
表 12: 作为世界自然、文化双重遗产的景点无疑是稀缺的.....	30
表 13: 全国星级酒店数量(家).....	34
表 14: 全国星级酒店的客房数量(间).....	34
表 15: 全国星级酒店的入住率.....	35
表 16: 中国经济型酒店十大品牌的成长, 2005~2006.....	37
表 17: 上市公司旗下经济型酒店发展情况对比.....	38
表 18: 上海酒店业盈利情况, 2002~2006.....	39
表 19: 上海星级酒店数量, 2002~2006.....	39
表 20: 上海星级酒店平均房价、入住率和 RevPAR, 2003~2007.9.....	40
表 21: 上海接待入境过夜游客人次, 2003~2007.9.....	41
表 22: 上海接待国内游客人次, 2001~2006.....	41
表 23: 上海高星级酒店房间数的增长, 2006~2009.....	42
表 24: 上海高星级酒店的新增供给明细, 2006~2009.....	43
表 25: 北京星级酒店数量与入住率, 1999~2006.....	44
表 26: 北京高星级酒店房间数的增长, 2006~2009.....	45
表 27: 北京高星级酒店的新增供给明细, 2006~2009.....	46
表 28: 中国经济型酒店情况.....	50
表 29: 2006 中国饭店业民族品牌 20 强.....	55
表 30: 2006 中国饭店业国际品牌 10 强.....	55
表 31: 2006 年全球酒店管理集团排名.....	56
表 32: 锦江和建国在国际酒店集团中的排名不断提高.....	57
表 33: 中国旅行社发展概况.....	58
表 34: 我国旅行社的平均收入、资产和员工人数.....	58
表 35: 近年来中国网上旅行预订市场收入结构情况.....	60
表 36: 2006 年 2 季度以来中国网上旅行预订市场份额的变化.....	61
表 37: A 股酒店旅游类公司的 PE 估值水平.....	64
表 38: 酒店类国际可比公司估值水平.....	66
表 39: A 股部分消费类公司的 PE 估值水平比较.....	67
表 40: 黄山旅游的收入和毛利结构, 2002~2006.....	70
表 41: 黄山旅游与管委会和集团之间的主要关联交易项目.....	71
表 42: 黄山旅游高管考核办法的具体考核指标和权重设计.....	71
表 43: 三条高速公路的通车已经大幅改善黄山的交通状况.....	72

表 44: 未来两年黄山周边还有高速公路陆续通车 .....	72
表 45: 黄山旅游的园林门票收入及预测 .....	72
表 46: 黄山旅游的索道基本情况 .....	73
表 47: 黄山旅游的索道运载人次与收入 .....	73
表 48: 黄山旅游的索道历次提价情况 .....	73
表 49: 黄山旅游的索道运载人次和收入预测 .....	73
表 50: 黄山旅游的主要酒店情况 .....	74
表 51: 黄山旅游的酒店业务收入及其预测 .....	74
表 52: 黄山旅游 DCF 估值的基本假设 .....	76
表 53: 黄山旅游 DCF 估值的敏感性分析 .....	76
表 54: 黄山旅游分季度/半年度历史财务数据 .....	76
表 55: 黄山旅游主营业务收入及毛利率预测 .....	76
表 56: 黄山旅游主要财务数据及预测 .....	77
表 57: 中青旅的旅行社业务 .....	79
表 58: 乌镇门票业务预测, 2006 ~ 2009 .....	81
表 59: 乌镇的酒店概况 .....	81
表 60: 乌镇酒店业务的预测, 2007 ~ 2009 .....	82
表 61: 山水酒店概况 .....	82
表 62: 中青旅绿城的三个房地产项目简介 .....	83
表 63: 中青旅 DCF 估值的基本假设 .....	83
表 64: 中青旅 DCF 估值的敏感性分析 .....	83
表 65: 中青旅分季度/半年度历史财务数据 .....	84
表 66: 中青旅主营业务收入及毛利率预测 .....	84
表 67: 中青旅主要财务数据及预测 .....	85
表 68: 首旅股份的酒店业务收入预测 .....	87
表 69: 奥运景气对首旅股份酒店业务的影响: 假设与计算 .....	87
表 70: 首旅股份 08 年 EPS 对奥运景气天数的敏感性分析 .....	87
表 71: 南山景区游客与收入预测, 2007 ~ 2009 .....	88
表 72: 南山景区门票分成对 2007 年 EPS 的影响 .....	88
表 73: 首旅股份最近三年的投资收益 .....	89
表 74: 首旅股份拟收购三家酒店的简要情况 .....	89
表 75: 首旅股份拟收购集团三家酒店的评估价值 .....	89
表 76: 2006 年中国部分城市酒店类物业交易价格统计 .....	90
表 77: 首旅拟收购 3 家酒店的权益收入预测, 2007 ~ 2009 .....	90
表 78: 首旅 08 年 EPS 预测的敏感性分析, 考虑增发项目贡献 .....	90
表 79: 首旅股份的 DCF 估值基本假设 .....	91
表 80: 首旅股份的 DCF 估值敏感性分析 .....	91
表 81: 首旅股份分季度/半年度历史财务数据 .....	92
表 82: 首旅股份收入和毛利预测明细 .....	92
表 83: 首旅股份主要财务数据及预测 .....	92
表 84: 峨眉山主要收费项目的归属 .....	94
表 85: 峨眉山门票最近 3 次提价情况 .....	95
表 86: 峨眉山 A 的酒店概况 .....	96
表 87: 峨眉山 A 最近 4 年举债对酒店进行大规模投资 .....	96
表 88: 过去三年峨眉山 A 的主要关联交易项目 .....	96
表 89: 峨眉山 A 近年来的主要投资项目统计 .....	97

表 90: 峨眉山 EPS 对门票和索道票价上涨的情景分析.....	97
表 91: 峨眉山 A 的 DCF 估值基本假设.....	98
表 92: 峨眉山 A 的 DCF 估值敏感性分析.....	98
表 93: 峨眉山 A 的分季度/半年度历史财务数据.....	98
表 94: 峨眉山 A 的主营业务收入及毛利率预测.....	98
表 95: 峨眉山 A 的主要财务数据及预测.....	99



## 插图

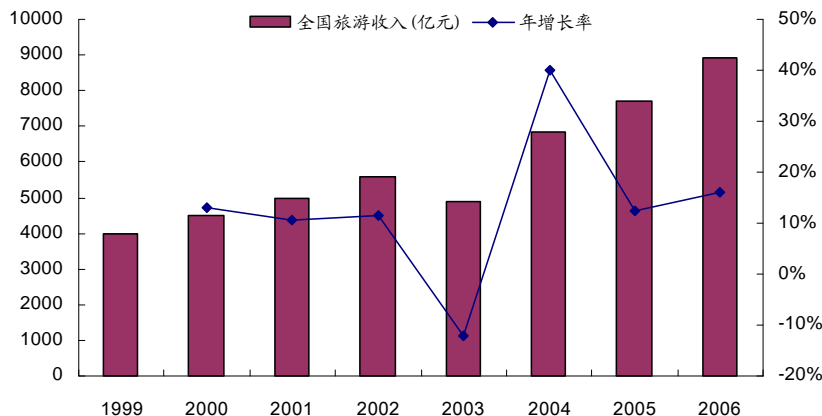
图 1: 全国旅游收入及其增速 .....	8
图 2: 旅游行业收入占 GDP 的比重 .....	8
图 3: 国内旅游收入及其增速 .....	9
图 4: 国内游客人次的增长 .....	9
图 5: 国内居民的出游率不断提高 .....	10
图 6: 国内游客人均花费及其增长 .....	10
图 7: 国内城镇居民人均旅游花费与恩格尔系数 .....	11
图 8: 旅游外汇收入及其增速 .....	13
图 9: 入境游的游客数量 .....	13
图 10: 入境过夜游客人次稳步增长 .....	14
图 11: 入境游的国际游客人均花费 .....	14
图 12: 我国入境游的客源结构变化大, 国际游客占比提高 .....	15
图 13: 我国历年出境游客人次及其增长率 .....	16
图 14: 我国因私出境人次的增长显著快于因公出境人次 .....	17
图 15: 2004 年我国人均出境旅游支出大大低于全球平均水平 .....	18
图 16: 奥运会对入境游的显著拉动作用: 来自韩国的经验 .....	22
图 17: 本币升值对入境游和出境游的影响: 来自日本的经验 .....	25
图 18: 稀缺性景点在供给刚性条件下的需求增长必然导致价格上涨 .....	29
图 19: 非稀缺性景点在需求增长的情况下未必能够提价 .....	30
图 20: 2005 年中国各类酒店入住率对比: 经济型酒店遥遥领先 .....	35
图 21: 主要区域和城市的平均房价和平均入住率 .....	36
图 22: 2006 年中国经济型酒店区域分布 .....	36
图 23: 2006 年主要公司市场份额一览表 .....	37
图 24: 房地产价格快速上涨带来酒店入住率的大幅提升: 日本 1986~1990 年的经验 .....	47
图 25: 日本四家酒店公司的股价表现在 80 年代牛市中均超越大盘 .....	47
图 26: 美国房地产价格上涨带动酒店指数大幅上扬: 2003~2007 .....	48
图 27: 经济型酒店的主要扩张模式 .....	51
图 28: 经济型酒店的客源结构 .....	52
图 29: 全国各类星级酒店和前十大经济型酒店单店客房数量 .....	52
图 30: 2005 年和 2006 年中国经济型酒店直营店的物业性质 .....	53
图 31: 2006 年中国经济型酒店单店投资和单间客房投资额 .....	53
图 32: 高星级酒店各种管理模式情况对比 (平均房价) .....	54
图 33: 高星级酒店各种管理模式情况对比 (入住率) .....	54
图 34: 2006 年中国网上旅行预订市场分额 .....	60
图 35: 中国网上旅行预订市场规模和用户规模及年增长率 .....	62
图 36: 美国网上旅行预订市场规模及年增长率 .....	62
图 37: 黄山的奇松、怪石、云海和温泉四绝驰名天下 .....	70
图 38: 黄山旅游股权结构 .....	70
图 39: 黄山旅游历年管理费用率、净利润率和净资产收益率 .....	70
图 40: 黄山周边道路交通图 .....	71
图 41: 黄山旅游的游客人数及其增长 .....	72
图 42: 黄山旅游 P/E Band 及 P/B Band .....	76
图 43: 中青旅股权结构及业务架构 .....	79
图 44: 乌镇的水乡风貌与文化底蕴 .....	80

图 45: 乌镇地理位置示意图 .....	80
图 46: 中青旅 P/E Band 及 P/B Band.....	84
图 47: 首旅股份股权结构及主要控股子公司.....	87
图 48: 首旅股份控股的海南南山和宁夏沙湖的迷人风景 .....	88
图 49: 首旅股份的 P/E Band 及 P/B Band.....	91
图 50: 云上金顶、天下峨眉——佛教文化与秀美风光相得益彰.....	94
图 51: 峨眉山 A 股权结构和主要下属子公司 .....	94
图 52: 峨眉山周边道路交通图 .....	94
图 53: 峨眉山的游客人数及其增长 .....	95
图 54: 峨眉山 A 的 P/E Band 及 P/B Band.....	98

## 1. 旅游行业进入“价量齐升”的黄金投资期

伴随着中国人均 GDP 和人均可支配收入的持续高速增长和恩格尔系数的逐步降低，旅游消费逐步成为我国的一大消费热点。除了 2003 年由于 SARS 因素导致旅游收入出现波动之外，其他年度旅游收入保持稳步增长态势（图 1）。2006 年国际国内旅游总收入 8935 亿元，同比增速 16.3%，其中国内旅游总收入 6230 亿元，同比增速 17.9%，旅游外汇收入 339.49 亿美元，同比增速 15.9%。2006 年国内旅游总人次 13.94 亿人次，同比增速 15%。2006 年我国已成为全球第四大入境旅游接待国，旅游外汇收入居全球第六位，入境旅游已成为我国最大的国际服务贸易领域。

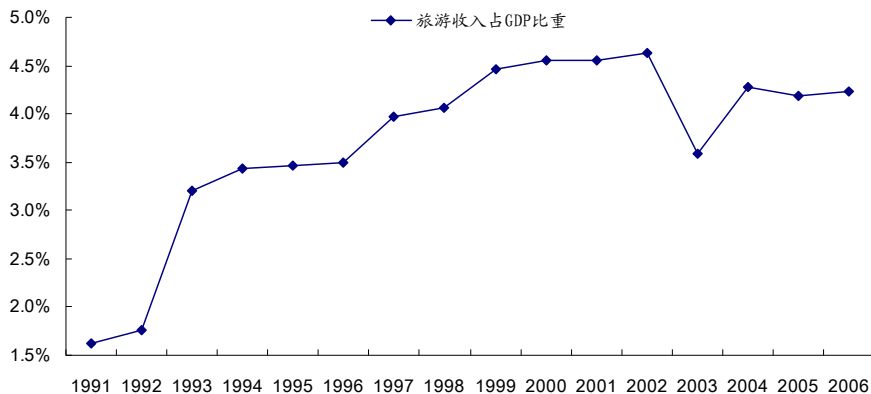
图 1：全国旅游收入及其增速



资料来源：国家旅游局，中金公司研究部

图 2 表明，旅游行业收入在 GDP 中所占比重在上个世纪 90 年代有了快速提高，但是 2000 年以来总体保持平稳，经受了 2003 年 SARS 对旅游行业的打击之后逐步恢复，到 2006 年旅游行业收入占 GDP 的比重已经达到 4.24%。这一比率同国家“十一五”规划的目标旅游行业收入占 GDP 的比重 8% 还有较大的差距。

图 2：旅游行业收入占 GDP 的比重



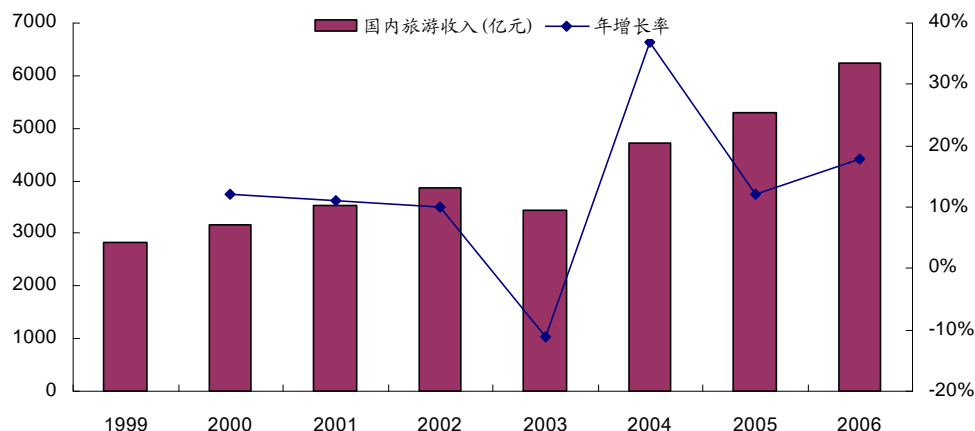
资料来源：《旅游统计年鉴》中金公司研究部



### 1.1 消费升级推动国内游的快速发展：游客人次和人均花费同步增长

1999 年到 2006 年国内旅游收入的年均复合增长率 11.9%，扣除 2004 年的恢复性高增长之外，2005 和 2006 年国内旅游收入增速不断创出新高，分别达到 12.2% 和 17.9%（图 3）。

图 3：国内旅游收入及其增速

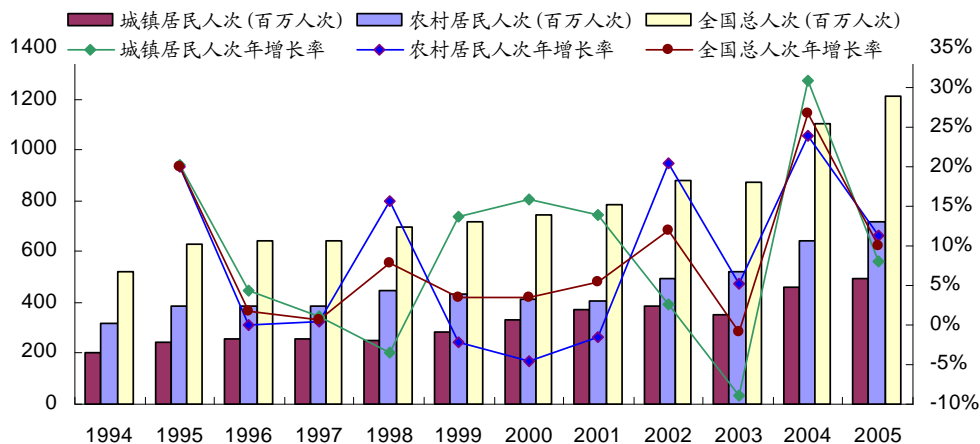


资料来源：国家统计局《中国统计年鉴》，中金公司研究部

### 国内游的旅游人次不断增长

最直接体现旅游消费升级趋势的是国内游客人次不断增长（图 4）和居民出游率的不断提高（图 5）。1994~2005 年国内游客人次的年均复合增长率 7.9%，其中城镇居民增速为 8.4%，农村居民增速为 7.6%。但是 2005 年农村居民旅游人次增速达到 11.4%，高于城镇居民 8.1% 的增速，表明农村旅游需求进入快速释放的阶段。

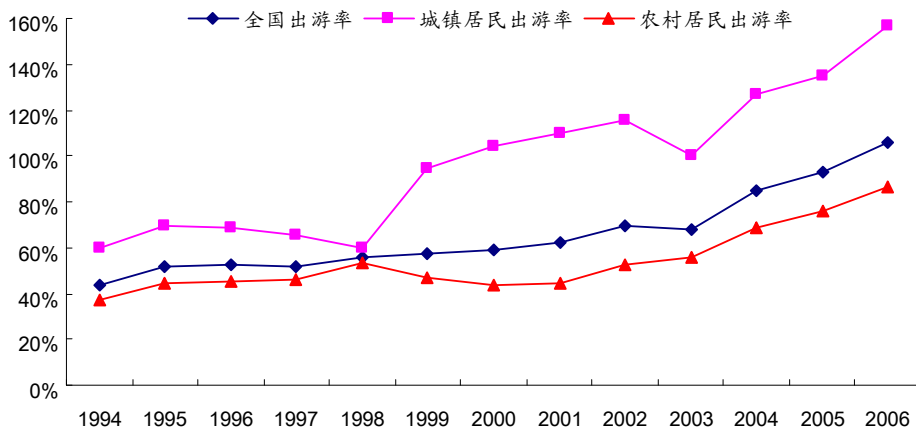
图 4：国内游客人次的增长



资料来源：国家旅游局，中金公司研究部

1999 年到 2006 年农村居民出游率从 47% 提高到 86%，平均每年提高 9.1 个百分点，城镇居民的出游率从 95% 提高到 157%，同期全国居民平均出游率从 58% 提高到 106%。

图 5：国内居民的出游率不断提高

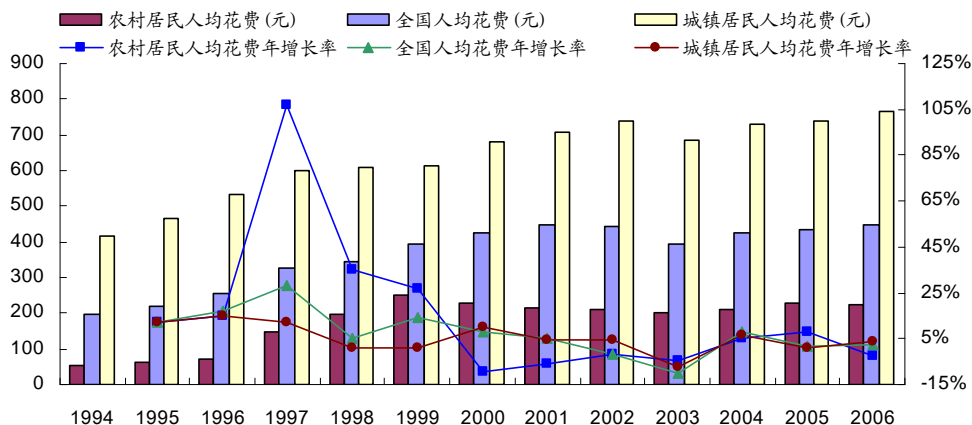


资料来源：国家旅游局，中金公司研究部

### 国内游的人均花费持续增长

1994~2006 年间，国内游的人均花费年均复合增速为 7.1%，其中城镇居民的增速为 5.3%，农村居民增速为 12.3%。2006 年国内游客的人均花费 447 元，其中城镇居民人均花费 766 元，农村居民人均花费 222 元（图 6）。

图 6：国内游客人均花费及其增长



资料来源：国家旅游局，中金公司研究部

我们对人均旅游花费作更进一步的分析发现，从 1998 年到 2005 年，城镇居民旅游支出占可支配收入的比率从 6.06% 逐步下降到 5.39%，我们认为这反映了人均消费较低的观光旅游仍然占主导、人均消费较高的休闲度假旅游发展比较滞后的现状；未来随着城镇居民休闲度假旅游的兴起，城镇居民的人均旅游支出将加快增长。

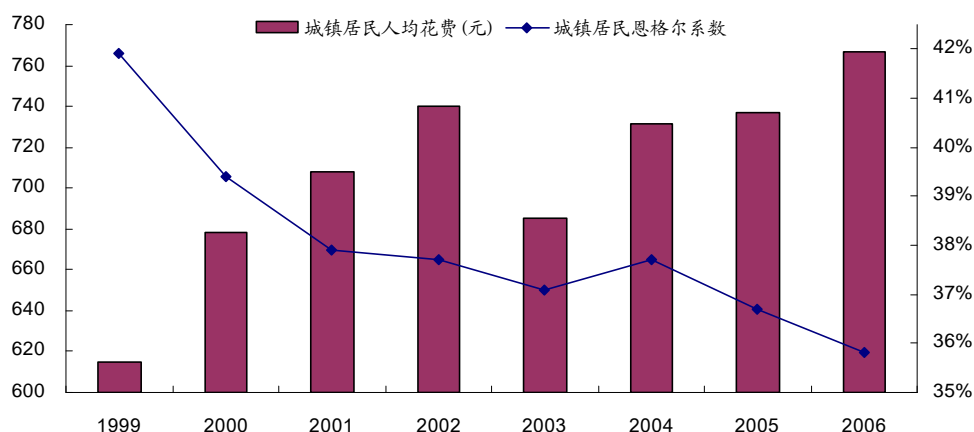
而同时期农村居民旅游支出占可支配收入的比率已经从 4.83% 提高到 6.16%。农村居民随着人均收入的提高和恩格尔系数的降低，原来受到收入约束的旅游消费需求开始集中释放，出现了农村居民旅游支出占可支配收入比率不断提高的趋势。从这一角度来看，今后几年随着社会主义新农村建设的推进，农民人均收入的进一步增长，农村居民逐步释放的旅游需求将保持快速增长。

**表 1：国内人均旅游花费占可支配收入的比率**

	全国总花 费(亿元)	城镇居民总 花费(亿元)	农村居民总 花费(亿元)	人口总数	城镇人 口(亿)	农村人 口(亿)	城镇居民人均 旅游支出(元)	农村居民人均 旅游支出(元)	城镇人口可支 配收入(元)	农村人口可支 配收入(元)	旅游支出占城镇居民 可支配收入比率	旅游支出占农村居民 可支配收入比率
1998	2391.18	1551.13	876.05	1257.86	437.48	820.38	354.56	106.79	5854.02	2209	6.06%	4.83%
1999	2831.92	1748.23	1083.69	1267.43	459.06	808.37	380.83	134.06	6280	2253	6.06%	5.95%
2000	3175.54	2235.26	940.28	1276.27	480.64	795.63	465.06	118.18	6859.6	2366	6.78%	4.99%
2001	3522.37	2651.68	870.69	1284.53	502.12	782.41	528.10	111.28	7702.8	2476	6.86%	4.49%
2002	3878.36	2848.09	1030.27	1292.27	523.76	768.51	543.78	134.06	8472.2	2622	6.42%	5.11%
2003	3442.27	2404.08	1038.19	1299.88	542.83	757.05	442.88	137.14	9421.6	2936	4.70%	4.67%
2004	4710.71	3359.04	1351.67	1307.56	562.12	745.44	597.57	181.33	10493.03	3255	5.69%	5.57%
2005	5285.86	3656.13	1629.73	1314.48	577.06	737.42	633.58	221.00	11759	3587	5.39%	6.16%

资料来源：《旅游统计年鉴》中金公司研究部

从旅游花费占可支配收入的比率来看，不管是城镇居民还是农村居民，目前旅游支出占可支配收入的比率都还很低（表 1），未来有很大的提高空间。从图 7 来看，国内城镇居民的人均旅游花费同恩格尔系数呈比较明确的负相关关系，我们预期未来随着恩格尔系数的进一步降低，人均旅游花费有望持续提升。

**图 7：国内城镇居民人均旅游花费与恩格尔系数**

资料来源：《旅游统计年鉴》中金公司研究部

### 国内游的消费升级：观光游持续发展、休闲度假游逐渐兴起

旅游产品是以资源为材料，以“吃、住、行、游、购、娱”等诸要素在内的以服务形式表现的无形产品。旅游产品是一种组合型的产品，它由旅游资源、旅游设施、旅游服务和旅游购物等多种要素构成。随着人均收入提高和旅游消费需求的增长，旅游消费升级的趋势必然出现。旅游消费升级主要体现在以下几个方面。

#### 旅游业态的丰富

目前国内外比较流行的旅游业态有观光游、商务旅行（包括会展旅游、奖励旅游）、休闲游、度假游、探险旅游、自助游等。国际经验表明，在旅游行业启动之初，依然是观光游为主，随着消费水平的提高，休闲度假游必然兴起。从具体的产品形态上看，城市旅游、会展旅游、商务旅游、工业旅游、农业旅游、生态旅游、探险旅游、体育旅游、修学旅游、节庆会展等现代旅游产品都将获得较快的发展。

在旅游业态逐渐丰富的过程中，观光游仍然是国内游的最重要业态，未来仍将继续发展，尤其是随着农村旅游需求的集中释放，观光游总体上将迎来更快的增长；而对城镇居民而言，在观光游继续增长的同时，休闲度假游将逐步兴起，这是旅游消费下一步升级的必然方向。

### 旅游产品的升级

旅游产业链“吃、住、行、游、购、娱”六大要素，每一个要素都必须以产品形态才能为旅游者所消费，在以观光游为主的发展阶段，旅游产品往往重点突出“游”这一个要素（并且只注重自然资源和历史文化资源形成的传统旅游产品的开发，忽视现代旅游资源的开发利用），对其他要素的要求不高，导致其他要素发展不平衡。

而在休闲度假游兴起的过程中，旅游产品的升级必然要求“吃、住、行、游、购、娱”六大要素均衡发展。

以“住”为例来讲，随着旅游消费水平的提高，住宿标准逐步提高，对高星级酒店的需求增长比较快，同时高星级酒店也出现了进一步高端化的市场细分，比如现在我国“全套房酒店”（All-Suite hotel）已经在北京、南京等中心城市开始出现。在高星级酒店客房配置中，套房数量一般占有 20-30% 的比例，但是全套房酒店客房全部为套房，具有提供服务功能齐全、方便舒适性更好，客人居住时间较长等特点；在服务配套功能上，全套房酒店更加注重于现代商务客人对信息技术和休闲设施设备（如 SPA、游泳池、健身房等）的需求，并提供全天候管家式服务；同时，由于客房空间的增大和配套功能的完善，在销售价格上与传统高档酒店相比更具市场竞争力。除了“全套房酒店”之外，比普通星级酒店提供更完善和私密服务的“精品酒店”也在上海、北京等城市开始兴起。

### 旅游产品的提供方式变革

旅游传统的观光游是以全程旅游路线为主体，由旅行社将不同的单个景点通过旅行社的组织串连在一起，最终形成旅行社的产品，也就是典型的“点线旅游”。未来随着休闲度假游的兴起，这种组织方式也必然变革，向“板块旅游”转变。原来的组织方式中以旅行社作为旅游产品经营主体的情况将发生变化，在新的经营组织方式中，旅游景点、酒店甚至交通服务机构都可以成为旅游产品的提供主体。

另外一个变化是旅游产品的提供方式提升：从陈列式观光向表演式展示、参与式娱乐转变。目前我国旅游产品存在的问题是参与性、娱乐性和体验性比较差，大部分仍然是“陈列式参观”（表 2），难以适应游客求新、求乐、求知等多样性的消费需求；在消费升级的过程中必须向“表演式展示”和“参与式娱乐”等更高层次迈进。

表 2：旅游产品的提供方式

层次	特征	项目内容	产品功能
基础层次	陈列式观光	自然风光名胜、人文历史遗迹	属于最基本的旅游形式，是旅游规模与特色的基础
提高层次	表演式观光	民俗风情展示、歌舞竞技表演	满足游客由“静”到“动”的多样化心理需求，通过旅游文化内涵的动态展示吸引游客消费向纵深发展
发展层次	参与式观光	亲身参与体验、游戏、娱乐互动	满足游客自主选择，投身其中的个性需求，是形成旅游品牌特色与吸引游客持久重复消费的重要方面

资料来源：中金公司研究部

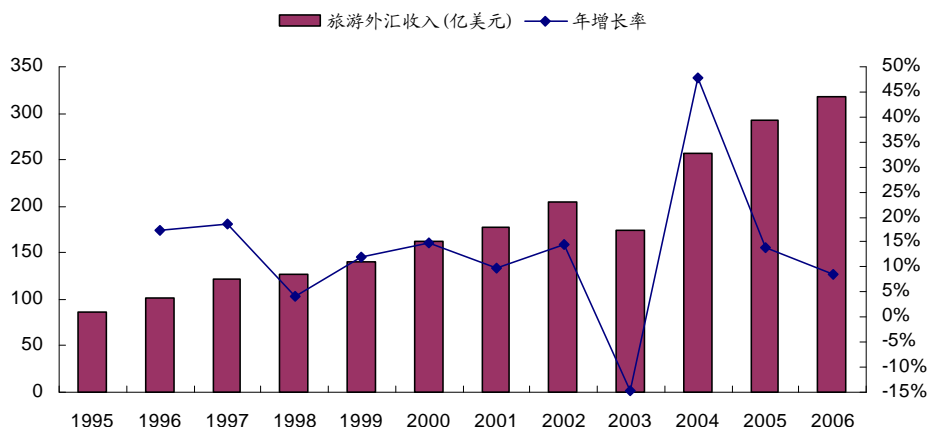
## 1.2 大国崛起带来入境游的持续增长：总量增长、结构优化

我们认为入境游的高速增长，背后的根本原因是中国的崛起和开放，导致全球对中国商务旅行的增多和因私旅行的兴起，这是入境游持续增长的长期驱动因素。

### 总量增长：游客人次与人均花费同步增长

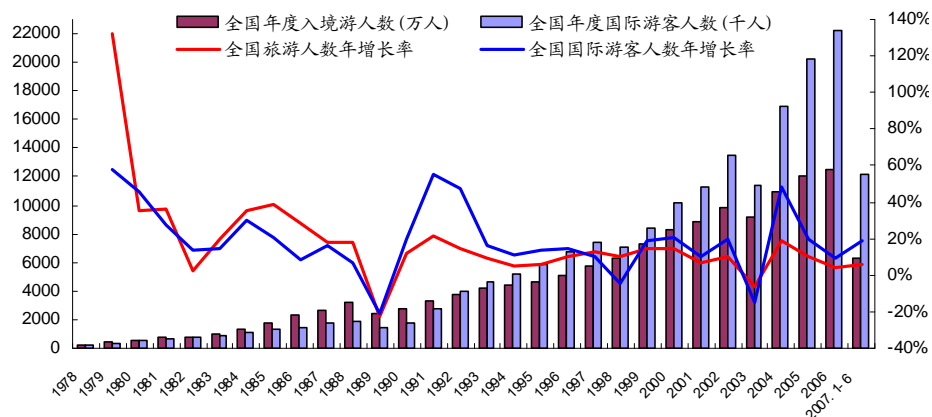
改革开放以来，我国入境旅游发展迅猛，入境旅游人数和入境过夜旅游者人数年均增长 17%，旅游外汇收入年均增长 19%。除了 2003 年特殊情况之外，其他年度我国旅游外汇收入保持持续增长态势，2006 年我国旅游外汇收入达 335 亿美元（图 8），入境游的游客数量也保持稳步增长态势，2006 年入境旅游人数达 1.25 亿人次（图 9），入境过夜旅游者人数 4991 万人次（图 10）。我国已成为全球第四大入境旅游接待国，旅游外汇收入居全球第六位。入境旅游已成为我国最大的国际服务贸易领域，并保持了持续较快的增长势头。

图 8：旅游外汇收入及其增速



资料来源：国家旅游局，中金公司研究部

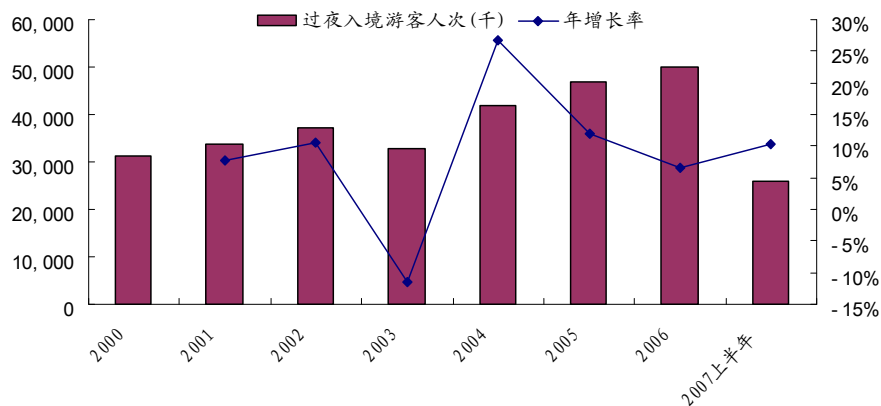
图 9：入境游的游客数量



资料来源：国家旅游局，中金公司研究部



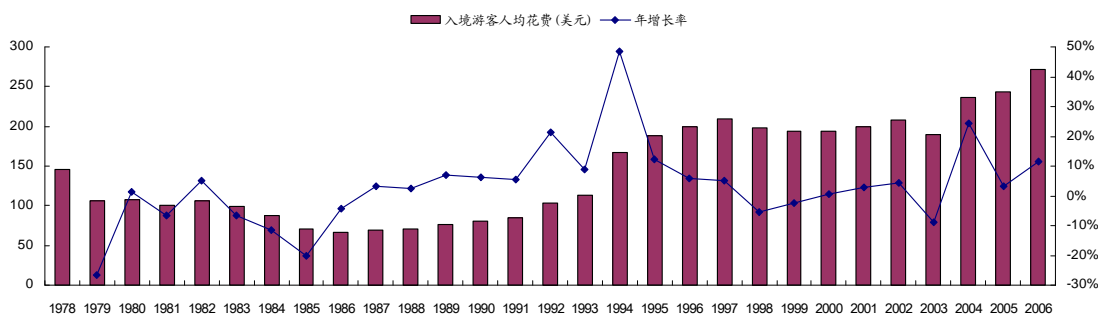
图 10：入境过夜游客人次稳步增长



资料来源：国家旅游局，中金公司研究部

最近三年来入境游游客的人均花费保持平稳增长（图 11），这一点同国内游客人均花费不断上涨的趋势是一致的，但是增速略低于国内游客人均花费的增速。我们认为旅游业在产品结构升级方面有待加强。

图 11：入境游的国际游客人均花费

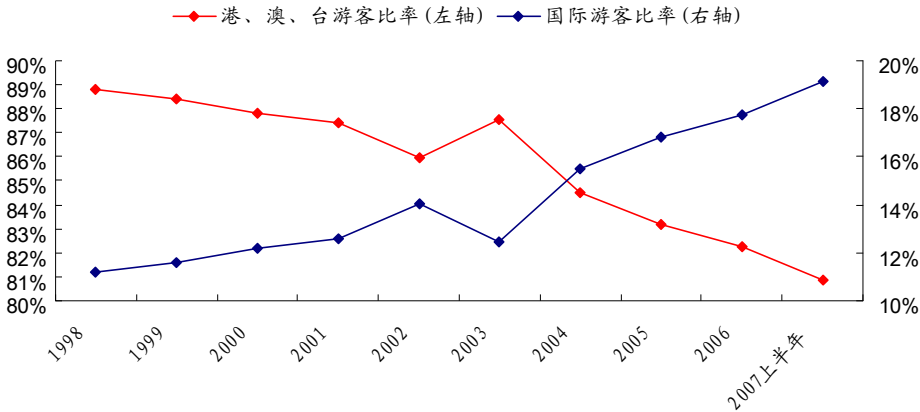


资料来源：国家旅游局，中金公司研究部

### 结构改善：客源结构与事由结构变化

入境游客源全球化进程加快。港澳台入境游客的市场增长已逐步进入稳定增长期；外国游客入境游则正进入快速发展期，因此从客源结构上看，国际游客占比在快速提高，2006 年达到 17.76%，而港澳台游客的占比逐步下降，但是 2006 年仍高达 82.24%（图 12）。

图 12: 我国入境游的客源结构变化大, 国际游客占比提高



资料来源: 国家旅游局, 中金公司研究部

表 3: 我国入境游客的入境事由: 观光休闲占主导

入境事由	2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007年1-7月	
	人数 (万)	比重 (%)	人数 (万)	比重 (%)	人数 (万)	比重 (%)	人数 (万)	比重 (%)	人数 (万)	比重 (%)	人数 (万)	比重 (%)	人数 (万)	比重 (%)
会议/商务	198	18%	322	24%	290	25%	386	23%	460	23%	555	25%	392	27%
观光休闲	492	44%	556	41%	431	38%	741	44%	934	46%	1133	51%	718	50%
探亲访友	39	4%	41	3%	25	2%	38	2%	41	2%	17	1%	5	0%
服务	129	12%	153	11%	153	13%	175	10%	201	10%	209	9%	131	9%
其他	264	23%	271	20%	242	21%	353	21%	390	19%	307	14%	195	14%

资料来源: 国家统计局, 中金公司研究部

展望未来, 中国入境游面临难得的机遇。

第一、世界旅游业保持较快增长势头。随着经济全球化、区域经济一体化深入推进, 各种生产要素在全球加速流动, 全球旅游市场逐渐向相互融合和互动的方向推进, 世界旅游业将继续保持较快的增长势头。据世界旅游组织预测, 到 2010 年, 全球入境过夜旅游者将达到 10 亿人次, 国际旅游总收入将达到 1.55 万亿美元。作为世界旅游业重要组成部分和全球最活跃的入境旅游市场之一, 我国入境旅游必将随之不断增长。

第二、尽管国际市场竞争激烈, 但是我国长期以来保持稳定, 相对于世界局部地区的政治动荡、恐怖活动和自然灾害的发生而言, 我国对国际游客的吸引力较强, 我国作为旅游目的地在国际游客心目中的排名有望继续提前。

第三、虽然我国入境游的游客数量基数较大, 但是其中 80% 为港澳台游客, 国际游客仅占 20% 左右, 目前处在快速增长的过程中, 未来潜力仍然很大。

### 1.3 收入提高导致出境游的迅猛崛起

除了国内游之外，随着人均收入的提高，我国居民的出境游也迅猛发展起来。随着我国经济的发展和进一步对外开放，我国居民可组团前往的国家和地区不断增长，到目前已经达到 92 个国家和地区（表 4）。

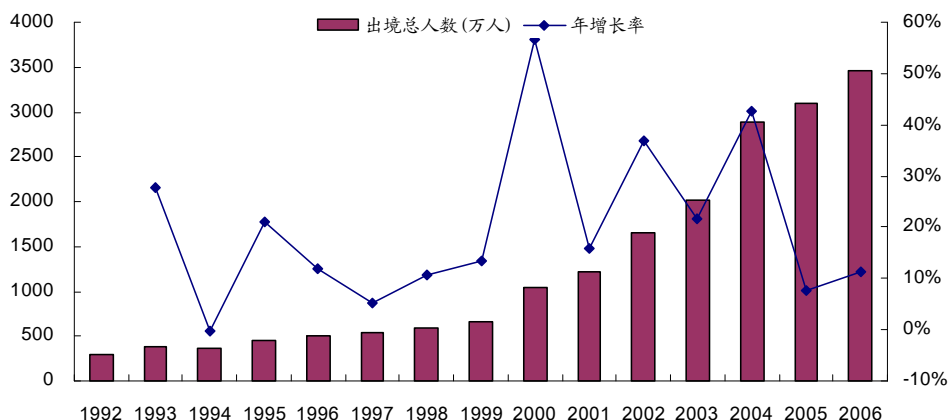
**表 4：我国公民可组团前往的国家和地区不断增多**

年份	1983	1988	1990	1992	1998	1999	2000	2002	2003	2004	2005	2006	2007
当年新增出境旅游目的地数量	2	1	2	1	1	2	5	5	9	35	13	10	6
截止当年合计	2	3	5	6	7	9	14	19	28	63	76	86	92

资料来源：国家旅游局，中金公司研究部

1992~2006 年我国出境游人次年均复合增速为 19.3%，其中因私出境人次年均复合增速为 25.5%，因公出境人次年均复合增速为 8.9%。近年来我国出境旅游的人次不断增长，经历了 2000~2004 年的高速增长之后，最近两年出境游人次的增速有所下滑，2006 年的增速为 11.27%（图 13）。

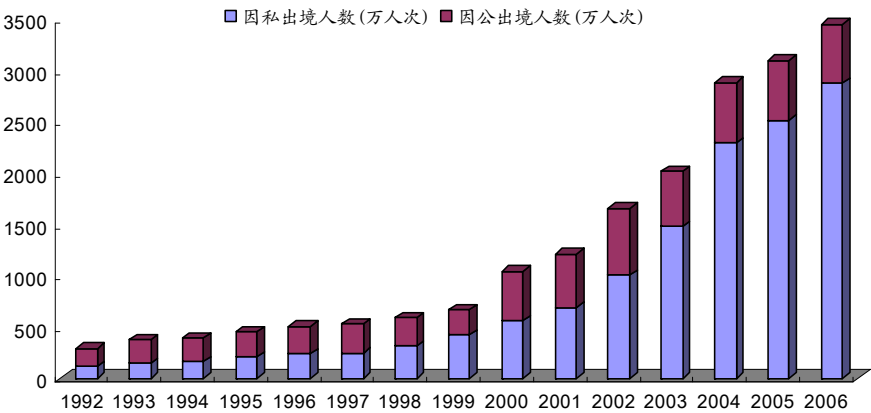
**图 13：我国历年出境游客人次及其增长率**



资料来源：国家旅游局，中金公司研究部

同时我国出境游的结构发生明显变化，因私出境人数（次）的增长大大高于因公出境人数（次）的增长，因私出境所占比率不断提高，2006 年因私出境人次已经占到出境人次的 83.42%（图 14）。2007 年 1~5 月我国出境旅游人次达到 1603 万，增长 14%。

图 14: 我国因私出境人次的增长显著快于因公出境人次



资料来源: 国家旅游局, 中金公司研究部

2004 年我国已经在世界出境旅游支出总额排名中排名第 7 位, 可见我国作为游客来源地, 在国际上的影响日益扩大。

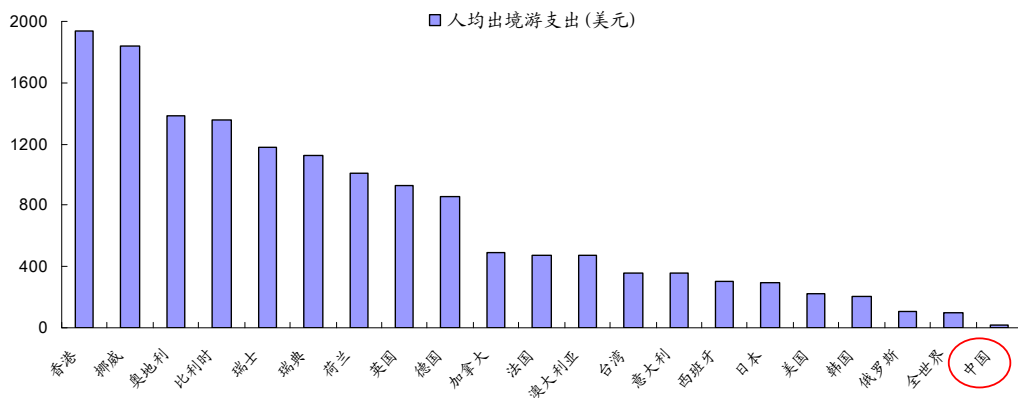
表 5: 2004 年中国在世界出境旅游支出总额排名中居第七位

排名	地区	出境游支出 (10亿美元)			年增长率 (%)		市场份额 (%)	2004 年人口数 (百万)	人均支出 (美元)
		2002	2003	2004	2003/2002	2004/2003			
	全世界	485	524	623	8.1	18.8	100	6,373	98
1	德国	52.5	64.7	71	23.3	9.7	11.4	82	861
2	美国	58.7	57.4	65.6	-2.2	14.3	10.5	293	224
3	英国	41.5	47.9	55.9	15.5	16.7	9.0	60	928
4	日本	26.5	28.8	38.1	8.6	32.3	6.1	127	299
5	法国	19.5	23.4	28.6	20.4	22.2	4.6	60	474
6	意大利	16.8	20.6	20.5	22.5	-0.4	3.3	58	354
7	中国	15.4	15.2	19.1	-1.4	26.1	3.1	1,299	15
8	荷兰	12.9	14.6	16.4	13.1	12.5	2.6	16	1007
9	加拿大	11.7	13.4	16	14.9	19.3	2.6	33	493
10	俄罗斯	11.3	12.9	15.7	14.1	22.1	2.5	144	109
11	比利时	10.2	12.2	14	20.4	14.8	2.3	10	1356
12	香港	12.4	11.4	13.3	-7.8	15.8	2.1	7	1934
13	西班牙	7.3	9.1	12.2	24.7	34.2	2.0	40	302
14	奥地利	9.4	11.8	11.4	25.3	-3.5	1.8	8	1388
15	瑞典	7.3	8.2	10.1	13	23	1.6	9	1126
16	韩国	9	8.2	9.9	-8.7	19.5	1.6	48	204
17	澳大利亚	6.1	7.3	9.4	19.6	29	1.5	20	472
18	瑞士	6.6	7.5	8.8	13	17.7	1.4	7	1181
19	挪威	5.1	6.7	8.4	30.3	26.3	1.4	5	1842
20	台湾	7	6.5	8.2	-6.8	26.1	1.3	23	359

资料来源: 世界旅游组织, 中金公司研究部

尽管我国出境游已经有了巨大的发展，但是展望未来，我国出境游的增长前景还很大，图 15 表明，我国人均旅游支出大大低于全球平均水平，未来随着我国经济的发展和人均收入水平的提高，人均出境旅游支出会有较大的提高。

图 15：2004 年我国人均出境旅游支出大大低于全球平均水平



资料来源：世界旅游组织、中金公司研究部



## 专栏一：国家政策大力扶持旅游行业发展

### 国家政策为什么要支持旅游行业发展？

第一、从宏观上讲，旅游行业作为环境和生态友好型产业，能源和资源的消耗少，因此大力发展旅游业有利于缓解当前我国经济发展过程中面临的环境和资源压力过大的问题；

第二、大力发展旅游产业顺应了消费升级的趋势，有利于启动内需，优化经济结构；

第三、大力发展旅游业有利于创造就业机会，旅游行业无疑是劳动力密集型的消费者服务业，可以吸纳大量就业人员。

第四、发展旅游业有利于缩小地区经济发展的差距。由于旅游景点大多数分布在经济不发达的地区，包括广大的中西部地区、农村和城市的郊区等等，因此大力发展旅游行业有利于增加农村和中西部地区的就业和发展机会，有利于社会主义新农村建设和推动中西部地区的发展，缩小地区经济发展的差距。

### 支持旅游行业的政策措施不断推出

《国民经济和社会发展规划纲要》中明确提出要“大力发展旅游业”：全面发展国内旅游，积极发展入境旅游，规范发展出境旅游；合理开发和保护旅游资源，改善基础设施，推进重点旅游区、旅游线路建设，规范旅游市场秩序；继续发展观光旅游，开发休闲度假以及科普、农业、工业、海洋等专题旅游，完善自助游服务体系；继续推进红色旅游。加快旅游企业整合重组；鼓励开发特色旅游商品。

2007年1月9日，国家旅游局下发《关于大力发展入境旅游的指导意见》，提出“十一五”时期争取接待入境过夜旅游者人数跃居全球第三位，旅游外汇收入跃居全球第四位；全面实现“十一五”时期入境旅游发展指标，即到2010年，接待入境旅游人数达1.6亿人次，年均增长6%；接待入境过夜旅游者6880万人次，年均增长8%；旅游外汇收入达470亿美元，年均增长10%。

2007年3月16日，国家旅游局和农业部下发《关于大力推进全国乡村旅游发展的通知》，要求大力推进乡村旅游发展。

2007年6月11日，《2004-2010年全国红色旅游发展规划纲要》，该纲要提出了明确的红色旅游发展目标，2004至2007年参加红色旅游人数的增长速度达到15%左右，2008至2010年达到18%左右。

### 带薪休假制度的推行将加速旅游消费的升级

11月5日国务院法制办已经公布《职工带薪年休假规定(草案)》，公开向全社会征求意见，该草案中提出“职工累计工作已满1年不满10年的，年休假为5天；已满10年不满20年的，年休假为10天；已满20年的，年休假为15天。法定节假日、休息日不计入年休假假期；职工依法享受寒暑假或者探亲假的，年休假假期冲抵寒暑假、探亲假假期；单位确因工作需要不能按照规定安排职工休年休假的，除应当支付职工正常工资福利待遇外，还应当每日按照该职工的日工资标准给予补偿。”

该草案的公布意味着带薪休假制度将会逐步落实，有利于增加工作人群的休假和旅游时间，将带来旅游需求的更快增长，有利于旅游行业的加快发展；同时随着带薪休假制度的落实，我们预期消费者的旅游消费理念也会发生变化，将会有越来越多的人形成休闲度假的消费习惯，因此将助推我国旅游消费的升级，带来休闲度假游的快速发展。

### 法定节假日的增多和分散化有利于旅游行业发展

11 月 9 日中国有关“黄金周”改革的方案开始公布并征求意见，具体方案是“五一”黄金周法定假日从过去的 3 天变为 1 天；“十一”黄金周法定假日保持不变；春节黄金周放假日期提前至除夕；同时在清明、端午、中秋三大传统节日各放假一天。按照新的公示草案，全年休假累计 115 天，比改革前多了 1 天。

**表 6：历年黄金周旅游人次和收入情况**

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>春节</b>									
旅游人数(万人次)		2000	4496	5158	5947	6329	6902	7832	9220
年增长率			125%	15%	15%	6%	9%	13%	18%
旅游收入(亿元)		163	198	228	257	290	313	368	438
年增长率			21%	15%	13%	13%	8%	18%	19%
<b>五一</b>									
旅游人数(万人次)		4600	7376	8710		10431	12100	14588	17900
年增长率			60%	18%		9%	16%	21%	23%
旅游收入(亿元)		181	288	331		390	467	585	736
年增长率			59%	15%		9%	20%	25%	26%
<b>十一</b>									
旅游人数(万人次)	2800	5980	6397	8071	8999	10100	11166	13321	14600
年增长率		114%	7%	26%	11%	12%	11%	19%	10%
旅游收入(亿元)	141	230	250	306	346	397	463	559	642
年增长率		63%	9%	22%	13%	15%	17%	21%	15%
<b>合计</b>									
旅游人数(万人次)	2800	12580	18269	21939	14946	26860	30168	35741	41720
年增长率			45%	20%		11%	12%	18%	17%
当年全国旅游人数	71900	74400	78400	87800	87000	110200	121200	139400	
占当年全国旅游人数比率	4%	17%	23%	25%	17%	24%	25%	26%	
旅游收入(亿元)	141	574	736	865	603	1076.6	1243	1512	1816
年增长率			28%	18%		12%	15%	22%	20%
当年全国旅游收入	3999	4519	4995	5566	4883	6840	7696	8935	
占当年全国旅游收入比率	4%	13%	15%	16%	12%	16%	16%	17%	

注：1999 年“十一”为首个黄金周，2003 年因非典取消“五一”黄金周，2004 年的“五一”和全年旅游人数及旅游收入增长率为 2002 年到 2004 年的年均复合增长率。

资料来源：国家旅游局全国假日办，中金公司研究部

从表 6 可以看出，虽然 2006 年三大黄金周游客占全年游客数量的 26%，但是三大黄金周的旅游收入仅占全年收入的 17%，黄金周对旅游行业的实质性贡献并不太大。更重要的是，“五一”黄金周本身就处在春天出游踏青的旺季，即使没有“黄金周”7 天长假，也会有大量的游客选择在这个季节外出旅游，黄金周的存在不过是将这个旺季更加集中而已。

过去“五一”7 天黄金周变成了“中秋、端午、清明、五一”共 4 个 3 天的“小黄金周”（包括相应的周末调整），对旅游行业整体而言无疑是利好，因为消费者将有更多的旅游出行机会和更多的旅游时间。

当然对不同的旅游景点而言，这个变化的影响也存在着一定的差别：对靠近旅游目的地的游客而言，出行将更加方便，也意味着各个旅游景区将会有更多的来自周边地区的游客。从这个角度讲，靠近目标游客群越近、短途游客占比越高的景区，越可能从这种调整中获益，比如地处长三角腹地的黄山旅游；相反，短途游客占比过低的景区，则可能受一定的负面影响，但是具体影响大小还要看游客类型和客源结构。

## 专栏二：奥运会和世博会提升旅游行业发展水平

### 奥运会和世博会的举办对中国意味着什么

对发展中国家而言，奥运会和世博会的举办是经济高速增长和国家崛起的一个象征，这一点我们从日本和韩国的经验都能够看出来，日本在其经济起飞以来先后举办1次奥运会（1964年东京）和5次世博会（1970年大阪、1975年冲绳、1985筑波、1990年大阪、2005年爱知），韩国也在经济高速发展的阶段成功举办奥运会（1988年汉城）和世博会（1993年大田）。

自晚清起，中国一度掀起了军事体育热潮，随后在“强兵、强种、强国”思想之下，“体育救国论”一度成为社会共识。中国奥运第一人，南开大学的创始人、首任校长张伯苓先生在1907年慷慨陈词“奥运举办之日，就是我中华腾飞之时！”，受其影响的南开学子1908年在《天津青年》发表文章《竞技运动》，文中提出著名的“奥运三问”——中国何时才能派一位选手参加奥运会？中国何时才能派一支队伍参加奥运会？中国何时才能举办奥运会？从1932年刘长春只身奔赴洛杉矶奥运会，1984年许海峰在洛杉矶奥运会上首摘金牌，到2008年北京举办奥运会，中国人用了整整一百年的时间来回答这三个问题，来圆中国人的“奥运梦想”。

奥运会和世博会的举办既是我国经济高速发展和国家崛起的一个产物，同时也会对我们的旅游行业产生深远的影响。一方面是奥运会和世博会都对短期的入境游客的增长有显著的拉动作用，因此会给旅游行业带来阶段性的高景气度；另一方面，奥运会和世博会的成功举办，将扩大对外宣传和推广，增强国际游客对我国的了解，同时利用奥运会和世博会的机会显著改善相关旅游基础设施，提高旅游服务水平，推动旅游产品结构的升级，推动旅游相关产业的发展。

### 奥运会对北京游客的拉动是一次性的，还是持续性的？

从投资者角度分析，一个关键的问题是：奥运会对旅游行业的刺激是一次性的，还是持续性的？奥运会对北京游客的拉动是一次性的，还是持续性的？

据统计，洛杉矶、汉城、巴塞罗那、亚特兰大和悉尼奥运会期间入境游客分别达到23、22、30、29和50万人次，并且这是仅包括奥运会比赛期间的游客人数，不包括奥运前后的游客。奥运会举办当年，入境国际游客无论在住宿、交通、通讯、餐饮、观看比赛，还是吉祥物、纪念品等旅游购物的消费水平都大幅提高，带来奥运举办国旅游外汇收入大幅增长，其中巴塞罗那和悉尼奥运会期间，旅游外汇收入分别为30和42.7亿美元。

据北京奥组委估计，奥运会期间来京的参赛运动员和随队官员将达到1.6万人；近5000名奥林匹克大家庭成员、7000名赞助商及其客人将参加北京奥运会；2.16万名左右注册媒体将采访和报道奥运赛事。北京市旅游局预计2008年北京接待入境游客480万人次，旅游外汇收入48亿美元，接待国内游客1.00亿人次（不包括北京本地游客），国内旅游收入1500亿元。

### 奥运会对韩国入境游有持续拉动作用

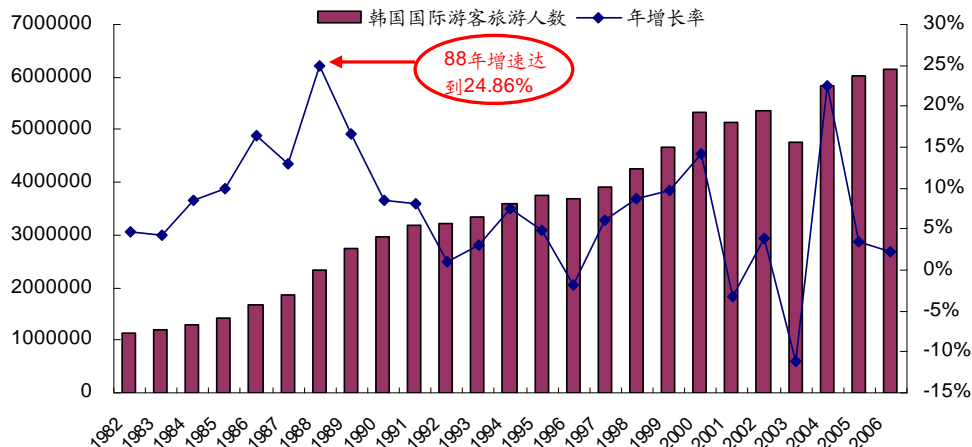
我们对国外奥运举办城市的分析发现，在大多数举办奥运会的发达国家而言，奥运会的举办往往仅带来国际游客1~2年的高速增长，随后就大幅回落至奥运举办前的水平。

但是对处于快速崛起过程中的发展中国家而言，情况有些不同。以韩国为例，韩国1988年汉城奥运会的举办导致韩国1988和1989连续两年入境游客人次增速分别为25%和17%，随后的1990和1991年入境游客人次继续保持8%以上的增长（图16）。

我们认为出现这种现象的背后原因是作为发展中国家，奥运会的举办具有非常强烈的“舞台效应”——在奥运举办之前，这个城市甚至这个国家，并不被国际社会和国际游客关注，所以国际游客进入这个国家和这个城市的概率非常低，而奥运会的举办将这个国家和这个城市推上了国际社

会的“舞台”，通过参加比赛、观看比赛、新闻报道和电视转播，国际游客获得关注和了解这个城市以及这个国家的机会，导致奥运举办之后进入该城市和国家国际游客大幅增长。并且这种增长是趋势性和结构性的，奥运会之后入境游的人次和收入都进入更高的水平，不太可能再回到奥运举办前的水平。以韩国为例，奥运举办前的 1987 年国际游客为 187 万人次，1995 年增长到 375 万人次，2006 年继续增长到 616 万人次。

图 16：奥运会对入境游的显著拉动作用：来自韩国的经验



资料来源：韩国国家旅游局，中金公司研究部

### 奥运会之后北京的入境游将持续增长：休闲与商务双轮驱动

就北京奥运会而言，这种“舞台效应”无疑也是很大的，奥运会的举办将使全世界通过电视画面了解了北京，北京作为快速崛起的发展中大国之首都，拥有独特的东方文化魅力、丰富的历史文化旅游资源、奥运会前夕大幅改善的旅游基础设施、将使北京备受全世界的瞩目，北京的入境游客将会继续快速增长。

表 7：北京接待入境游客人次快速增长，增速高于全国平均水平

时间	接待入境过夜旅游者 (万人次)	同比增长	外汇旅游收入 (亿美元)	同比增长	外国人 (万人次)	同比增长	外国人占比
2001	285.8	1%	29.5	-	139.9	1%	49%
2002	310.4	9%	31.0	5%	266.4	11%	86%
2003	185.1	-40%	19.0	-39%	152.7	-43%	82%
2004	315.5	67%	31.7	67%	268.1	71%	85%
2005	362.9	15%	36.0	14%	311.6	16%	86%
2006	390.3	8%	40.3	11%	338.3	9%	87%
2007. 1-9	320.5	13%	-	-	279.8	14%	87%

资料来源：北京旅游局，中金公司研究部

从上表可以看出，北京入境游客快速增长，增速高于全国平均水平，2006 年北京入境游人数 390 万，增长 8%，高于同期全国平均 6.7% 的水平；北京国际旅游外汇收入达到 40.3 亿美元，同比增长了 11.2%。今年 1~9 月北京接待入境游客人次增速提高到 13%（这一数字同汉城奥运会举办前的 1987 年韩国入境游客增长 12.93% 非常接近）。从入境客源结构来看，北京接待的外国游客增长快于港澳台游客的增长，导致外国人占比呈逐步提高的趋势，目前外国人在北京入境游客中已经占据 87% 的比率。



从北京接待的入境游客结构来看，观光仍是入境游客的主要目的，其次为商务。奥运会大幅改善了北京的基础设施，增强了北京的接待能力，比如首都机场的扩建将提高航运能力，到 2008 年，首都国际机场将拥有新的第三航站楼和三条新跑道，年旅客运输能力达到六千万人次。“十一五”期间，一系列旅游项目如奥林匹克公园、前门—大栅栏传统商业区和什刹海文化区的建设或重建将增强北京作为休闲旅游目的地吸引力。除了旅游观光之外，强劲经济增长推动的商务活动也是北京游客增长的重要原因，我们预期新兴的会议、展览、奖励旅游将在奥运之后迎来更快的发展，给北京带来更多的高端商务客人。

根据北京市旅游局“十一五”旅游发展规划，从 2006 年到 2010 年，北京力争达到海外入境游增长 8%。到 2010 年，海外入境旅游达到 530 万人次。我们认为这个规划略为保守，我们估计 2007~2010 年北京接待入境过夜游人次将分别增长 13%、20%、12% 和 8%，到 2010 年北京入境过夜游客将达到 639 万人次。

### 奥运会之后北京接待的国内游客将加快增长

**表 8：北京接待国内游客人次保持平稳增长，预期 08 年后增速加快**

时间	接待国内游		国内旅游收	
	客(万人次)	同比增长	入(亿)	同比增长
2001	11000	6%	888	29%
2002	11500	5%	930	5%
2003	8737	-24%	706	-24%
2004	11950	37%	1145	62%
2005	12500	5%	1300	14%
2006	13200	6%	1483	14%
2007E	13800	5%	1628	10%

资料来源：《北京市国民经济和社会发展统计公报》、中金公司研究部

前述奥运会之后北京对国际游客吸引力增强以及接待能力提高的因素，对国内游客都适用，我们预期奥运会之后将会有更多的国内游客把北京作为外出旅游的首选目的地，掀起“北京旅游”的热潮，并且这一热潮有望延续到 2010 年以后。我们预测 2007~2010 年北京接待国内游客平均年增速 8%，到 2010 年，北京接待国内游客有望达到 1.79 亿人次（包括北京本地游客）。

### 奥运会对北京游客的拉动作用将持续数年

国内游客和国际游客的叠加效应，将使得北京游客接待量持续增长较长的时间（3~4 年），因此，奥运会对北京的游客拉动作用，不是一次性的，而会是持续性的。

这种持续性的游客快速增长，将给北京的酒店业、餐饮业和旅行社带来良好的发展机遇，从中受惠的 A 股上市公司主要包括首旅股份（600258）、全聚德（002186）、北京旅游（000802）、中青旅（600138）等。

### 奥运会对我国其他景区的游客增长有影响吗？

我们认为奥运会对北京旅游行业的刺激将持续数年（3~4 年），但是对中国旅游行业的总体刺激作用相对较小、持续时间也会较短一些。这主要是就全国而言，入境游的游客人次以及国际旅游收入的基数已经比较高，同时其增长趋势相当好，奥运会提高了世界对中国的关注度，短期内会有更多的人希望进入中国，有望掀起 1~2 年的入境游的短期高潮。

因此奥运会带来的旅游行业高景气度直接体现在奥运会或者世博会的举办城市，但是对其他地区的旅游行业也会有一定的影响。



第一、“节日效应”——奥运会的举办是中华民族的一个盛大节日，奥运旅游可能掀起旅游出行的高潮，刺激居民出游率的提高。

第二、“溢出效应”——到达北京旅游的国际游客顺道游玩其他景区。

第三、“挤出效应”——国内游客因为 08 年北京客房和交通紧张、成本上升而选择到北京之外在内的其他景点旅游。

第四、“替代效应”——原来计划到其他景区的游客改道去了北京、原来计划出行的游客因为要观看奥运比赛而暂缓出行。

在上述四种效应中，第四种效应是短暂的，次要的，前三种效应是主要的，因此总体上我们认为奥运会的举办将对北京之外的景区的游客增长带来正面影响。

### 专栏三：人民币升值推动出境游发展，但不会改变入境游和国内游的增长趋势

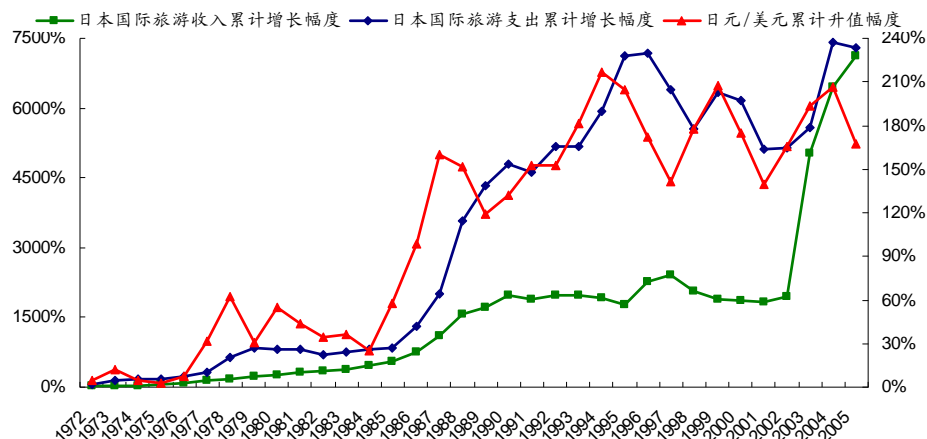
一般而言，本币升值导致本国旅游市场对国内外游客的价格吸引力下降，一方面导致国外旅游市场对国内游客的分流，另一方面对国际游客的入境游也有一定的抑制作用。

#### 本币升值驱动出境游的快速发展

从日本自 1972 年以来的数据来看，总体上日元升值没有改变出境游和入境游均持续增长的趋势，但是本币汇率对出境游的影响比对入境游的影响更大。从图 17 中可以看出，日本的国际旅游支出同日元汇率高度相关，日元汇率升值较快的时期（1985~1994 年），国际旅游支出就增长快，日元汇率回调的时期，国际旅游支出也往往出现负增长。入境游的增长受日元汇率的影响则相对要小得多，日本的国际旅游外汇收入总体上也呈持续增长的趋势，但是在日元持续快速升值一段时间之后，国际旅游外汇收入的增长有所放缓（1991~1995 年、1999~2001 年这两个时期）。值得注意的是受到韩日世界杯的影响，2003~2004 连续两年日本的国际旅游收入再次出现了爆发性增长，从 2002 年的 34.99 亿美元增长到 2003 年 88.46 亿美元和 2004 年的 112.68 亿美元，增速分别高达 153% 和 27%。

#### 本币升值不改国内游和入境游的增长趋势

图 17：本币升值对入境游和出境游的影响：来自日本的经验



资料来源：CEIC，中金公司研究部

对日本和中国而言，本币升值都是经济高速增长、国际竞争力显著提高的一个结果；因此本币升值的过程也是国际影响力不断增强、对国际游客吸引力不断增强的过程。我们认为本币升值对中国入境游的抑制作用是有限的。

游客对旅游目的地的偏好可以用经济学中的“序数效用论”来解释，因为游客在各个目的地所获得的效用或者说心理满足感、愉悦感很难用绝对数字来量化，但是很容易对自己偏好的旅游目的地进行排序。

基于序数效用论，我们认为旅游目的地在消费者心中的排序是最重要的，一旦中国作为旅游目的地的排序上升，入境游的增长将是趋势性的，不会因为本币升值而发生逆转。这个道理同样适用于北京，一旦奥运会举办之后北京作为国内外游客的旅游目的地的排序提前，对国际游客和国内游客的吸引力就会持续数年，因此奥运会之后北京游客依然保持平稳的态势而不会快速下滑。

## 2. 景区子行业的高景气度仍将继续，看好稀缺性景点

展望我国旅游行业发展的趋势，尽管已经出现了观光游向休闲度假游转型的趋势，但是拥有重点景区的公司仍将是最大赢家，这是因为：第一、观光游仍将继续增长，尤其是农村游客的观光需求正在快速增长过程中；第二、重点景区一旦实现了产品结构升级，作为休闲度假的旅游目的地依然拥有巨大的吸引力和无可比拟的优势。

### 2.1 景区类公司的主要盈利驱动因素分析

结合我国当前景区内上市公司的经营现状，我们对影响景区类公司盈利增长情况的几个主要因素归纳如下。

#### 游客数量

游客数量增长是景区类公司最直接的盈利驱动因素，因为游客增长会直接带来门票收入的增长，同时也是索道、车船、酒店、娱乐收入增长的重要来源。总体而言，景区类公司的收入和利润都和游客增长关系密切。

影响游客数量增长的因素包括交通条件、景区资源的保护和开发情况、景区的宣传和营销活动、游客消费习惯或者流行风尚的改变等等（比如有些年份形成追捧某些景点的风气，比如梯田、温泉、古镇、雪山、峡谷、天坑等等）、事件驱动等；其中中长期影响最大的是交通条件的改善。

#### 索道/车船搭乘倍数/酒店入住率

对山岳型景区而言，索道搭乘倍数（即搭乘索道的游客占全部游客的比率）直接影响到索道业务收入和毛利的增长。影响索道搭乘倍数的因素包括山势高低、坡度、气候条件、游客消费能力、景区内索道布局是否合理、运力是否足够等。一般而言，随着游客消费能力的提高，索道搭乘比率呈上升趋势，部分景区内的索道运力难以满足游客需要，因此有必要通过扩建、改建来突破运输瓶颈。

对于其他景区而言，车船搭乘倍数同索道搭乘倍数类似，但是影响盈利的敏感性要低于索道搭乘倍数，原因有二：第一是索道由于安全原因，几乎都是垄断经营，而车船往往不是垄断经营；第二是索道业务的成本结构同车船不同，索道的固定成本高（主要是折旧，其次是人员工资），可变成本很低（主要是电费），因此成本基本是刚性的，索道业务盈利对索道搭乘倍数的提高非常敏感；但是车船业务的可变成本相对较高（尤其是燃料成本），对盈利影响的敏感度降低。

对于在景区内拥有酒店的公司而言，酒店入住率同索道/车船搭乘倍数类似，从成本结构来看，酒店入住率影响盈利的敏感性介于索道和车船之间。

#### 以实际票价为代表的客均消费

实际票价仅仅是客均消费的一个代表，其他比如索道票价、车船票价与此类似；对于在景区内拥有酒店的公司而言，酒店客房均价也是客均消费的一个部分。

票价提升是景区公司收入和利润增长的重要驱动因素，票价提升带来的收入增长在扣除分成和营业税之后部分几乎全部进入税前利润。

需要注意的是，实际票价与名义票价有很大的不同，除了淡旺季票价不同之外，门票价格的团体票优惠、打折促销或者其他各种类型的优惠、优待措施都会导致实际票价低于名义票价。因此除了关注名义票价的提升之外，实际票价相对于名义票价的折扣率也是重点需要关注的因素。在名义票价没有上涨的情况下，很多时候通过加强管理、取消不规范的打折优惠、或者减少打折促销

等也可能带来实际票价的大幅提升。以 2006 年情况来看，黄山实际票价 183 元，为旺季名义票价的 91.5%，峨眉山实际票价 102 元，为旺季名义票价的 85%。这种情况与淡旺季的时间占比和游客占比有关，也与打折促销和管理有关。

## 2.2 现行体制下基于资源稀缺性的景点持续提价不可避免

从过去几年的情况来看,我国重点景区的门票价格有不断提高的趋势(表9)。景点提价不局限在门票价格,还包括景区的索道价格、车船价格、景区的酒店客房、餐饮、娱乐价格等等(表10)。

**表 9: A 股上市公司主要景点的门票价格**

上市公司	景区	价格(旺/淡季)	上次调价时间	现价执行年数
黄山旅游	黄山	200/ 120	2005	2
	花山谜窟	70	2006	1
峨眉山A	峨眉山	120/ 100	2003	4
桂林旅游	七星公园	35	2004	3
	象山公园	25	2004	3
	银子岩	50	2003	4
	丰鱼岩	60	1999	8
	龙脊梯田	50	2004	3
首旅股份	南山	150	2005	2
中青旅	乌镇西栅	120	2006	1
	乌镇东栅	100	2006	1
世博股份	世博园	100	2000	7
华侨城	欢乐谷	140	2005	2
	世界之窗	120	2002	5
	锦绣中华	120	2003	4
	三峡库区	105	2006	1
西藏旅游	巴松措	100/ 50	2006	1

资料来源: 各公司年报、中金公司研究部

**表 10: 主要旅游上市公司索道/游船价格情况**

上市公司	设施	价格	上次调价时间	现价执行年数	备注
黄山旅游	云谷索道	65/ 55	2001	6	旺季 65, 淡季 55, 单程
	玉屏索道	65/ 55	2001	6	
	太平索道	65/ 55	2001	6	
峨眉山A	金顶索道	40/ 30	1999	8	上行 40, 下行 30
	万年索道	40/ 30	2003	4	
丽江旅游	玉龙雪山大索道	160	2003	4	往返
	云杉坪索道	40	1997	10	
	牦牛坪索道	60	2000	7	
首旅股份	沙湖游船	120/ 80	1005	2	快船 120, 大船 80
桂林旅游	漓江游船	275/ 210	2000	7	外宾 275, 内宾 210
西藏旅游	雅鲁藏布江游船	500	2006	1	-
三特索道	华山索道	60/ 110	2002	5	往返 110, 单程 60

资料来源: 各公司年报, 中金公司研究部

## 价格管制是有效的吗?

景区的持续提价是在旅游需求非常旺盛、旅游旺季各大景点出现游客拥堵、景区建设和维护成本有所提高的背景下出现的, 提价幅度有大有小, 引起了部分游客、媒体和政府部门的关注。



国家发改委自 2005 年发出通知要求重要景点门票调价需要举行听证会之后，2007 年 2 月再次发文对门票提价频率和提价幅度进行明确的规定，根据新的规定，同一门票价格上调的间隔周期不得低于 3 年，门票价格的调整幅度也有非常具体的规定（表 11），以上提价幅度以旺季票价为准。

**表 11：发改委关于门票提价的规定**

门票价格(元)	对应提价空间
$P < 50$	$\leq 35\%$
$50 \leq P < 100$	$\leq 30\%$
$100 \leq P < 200$	$\leq 25\%$
$P \geq 200$	$\leq 15\%$

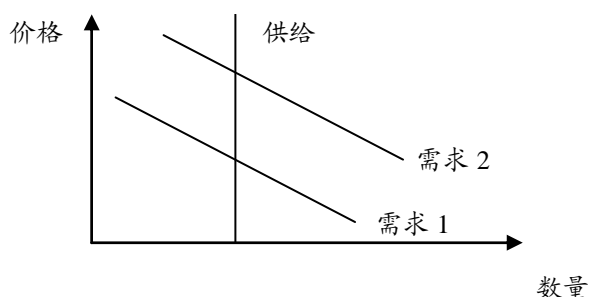
资料来源：国家发改委、中金公司研究部

这种价格管制是否有效呢？我们认为长期来看，这种价格管制对景区公司的经营影响并不大，原因有二：第一、这种价格管制并没有强制性制止涨价，只是控制的涨价的幅度和时间间隔，变无序涨价为有序涨价，实际上对部分有涨价能力的景区而言，形成了稳定的提价预期；第二、管制的范围局限于门票价格，而景区内的索道价格、酒店客房价格、各种娱乐和文化活动的价格等并没有管制。随着旅游消费的升级，对大型景区而言，门票收入占比将会逐步下降，其他服务收入占比将大幅上升，因此门票收入可能逐步变成一项并不重要的收入。据媒体报道，杭州西湖主动取消门票之后，旅游收入不仅没有下降，反而大幅度上升。

#### **稀缺性景点的持续提价不可避免：供给刚性、需求弹性小**

我们认为在我国现行体制下，稀缺性景区在需求大幅增长和供给刚性的情况下，价格上涨将不可避免（图 18）。同样，这里不仅包括门票价格，还包括这些稀缺性景区的索道、酒店客房等其他服务设施的价格。这种景区的价格上涨之后不会受到周边其他景点的直接竞争，这正是稀缺性的一种体现。对这种稀缺性景点而言，即使门票价格暂时受到管制，其他不受管制的索道价格、酒店客房价格等依然会逐步上涨。

**图 18：稀缺性景点在供给刚性条件下的需求增长必然导致价格上涨**



资料来源：中金公司研究部

供给刚性是由资源的稀缺性决定的；需求的价格弹性小，其主要原因是对游客而言，在景区内的花费占整个旅游出行支出的比率并不高，旅行出行的成本主要花费在往返机票、酒店等项目上面，景区内的直接花费占比不高。

当然，景区或多或少都具有一定的稀缺性，但是相对而言，黄山和峨眉山等作为世界自然、文化双重遗产的景区无疑是稀缺的，这些景点在全国乃至全球范围内都很少有其他直接可比的景观相竞争（表 12）。

**表 12：作为世界自然、文化双重遗产的景点无疑是稀缺的**

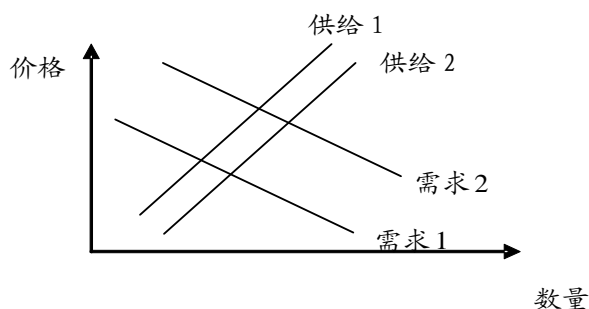
遗产名称	获得认定时间	分布省份
泰山	1987	山东
黄山	1990	安徽
峨眉山	1996	四川
武夷山	1999	福建

资料来源：中国世界遗产网，中金公司研究部

结合表 9 和表 12 的情况来看，峨眉山的门票提价预期比较强烈，一方面是上一次提价是 2003 年，已经超过了允许再次提价的提价周期，另一方面是绝对价格相对较低，目前 120 元的旺季票价。

**非稀缺性景点不具备持续提价能力：供给没有刚性、需求弹性大**

当然，也有部分景点的稀缺性不强，或者说是属于非稀缺性景点，这些景点提价之后会面临周边很多可比景点的竞争，从而带来客源的分流，因此在需求增长的情况下未必能够提价，尤其是缺乏持续提价的能力。实际上最近两年随着“一日游”等短途旅游的兴起，很多非核心景点之间的竞争已经有所加剧，不具备提价的潜力。

**图 19：非稀缺性景点在需求增长的情况下未必能够提价**


资料来源：中金公司研究部

### 2.3 消费升级对景区的影响：除了提价之外能带来什么

虽然旅游景点行业在观光游的发展过程中获得了较高的景气，未来在消费升级的过程中旅游景区仍然占据着较大的优势，我们关心的是，旅游景区除了提价之外，还能从消费升级中获得什么？

#### “吃住行游购娱”诸要素的深度开发

首先，随着消费者对“吃、住、行、游、购、娱”这旅游六大要素中除了“游”之外的其他五个因素的关注度提高，景区在这五个要素方面如果做好充分准备，进行深度开发，也必将获得不错的回报。

这方面做的比较好的，国外有迪斯尼，国内有华侨城，此外中青旅旗下的乌镇景区在发掘文化内涵、营造特色度假居住、购物环境方面也很有特色，再比如桂林有“梦幻漓江”等大型文艺演出节目吸引游客等等。

#### 推广淡季游，实现游客分布在时间和空间上的均衡化

目前旅游景区在旺季以“观光客”为主，但是在淡季依然人烟稀少，因此如果有针对性的进行营销推广，在淡季大力开发“休闲度假游”，仍然有非常广阔的市场空间。比如过去冬天是黄山游客的淡季，但是公司主动推广“冬天游黄山”，通过黄山雪景吸引游客；在空间分布方面，黄山游客主要从南面进山，而北山的风景也很有特色，通过主动宣传和引导游客从北面上山，也有很大的提升空间。

#### 接待模式创新，提供附加价值

在旅游产品的组织方式从“点线旅游”到“板块旅游”（自由行）转变的过程中，景区作为旅游产品提供主体的可能性大大增强，重点景区完全可能以目前的景点及其接待设施为基础，整合周边交通和其他小型景点，通过电子商务等方式，直接为游客提供板块旅游、自由行、自驾游、探险游、拓展训练、会务论坛等各种形式的旅游产品，获得除景点之外的附加价值。

### 3. 酒店子行业景气分化，看好北京高星级酒店和经济型酒店龙头

#### 3.1 酒店类公司的主要盈利驱动因素分析

影响酒店类公司盈利能力的驱动因素首先是平均房价和入住率，其次是非客房收入占比。

##### RevPAR

平均每间客房收入（RevPAR，Revenue Per Available Room）是国际酒店业考核和评价体系中最常用的指标，其计算公式为“RevPAR=日均客房收入/可供出租客房数”或者“RevPAR = 平均房价×入住率”。RevPAR 衡量每间客房的平均客房收入，能够全面反映酒店客房收入的变化情况，但是 RevPAR 并不包括非客房收入。

一般我国酒店公司往往不直接披露 RevPAR，而是披露平均房价和入住率，因此跟踪这两个指标的变动趋势非常重要。

平均房价的高低直接影响到酒店营业收入和毛利率，也反映了酒店供求状况和市场竞争状态。我国高星级酒店的房价总体上呈上涨态势，但是具体上涨幅度有较强的地区差异性和周期波动性。

入住率对酒店盈利的影响相当大，这主要是因为酒店的主营业务成本中绝大部分是固定的折旧和管理支出，低值易耗品、水电费等变动成本占比并不大，因此入住率影响盈利的敏感性比较高。这一点同航空公司的上座率比较类似。

当然，不同的酒店盈利对入住率变化的敏感性有较大的差别，这种差别来自多种因素，这里我们分析其中的两点：

第一是酒店投资成本不一样，同等规模同等档次的酒店，如果投资成本较高，就会导致折旧等固定成本较大，这样要求比较高的入住率才能实现盈亏平衡；

第二是酒店的有效营业面积（主要是客房面积）与非营业面积（大堂、吧台以及配套的餐厅、咖啡、运动休闲娱乐等等，当然个别酒店的餐厅等配套项目盈利能力强就另当别论）的对比，这一点同酒店的单体规模有较大的关系，往往是规模大的酒店客房数量多、客房面积大，营业面积相对于非营业面积的占比就高，这样的情况下，每间客房分摊的固定成本不同（既包括分摊的折旧，也包括运营成本中相对固定的部分），盈利对入住率提高的敏感性也不同。

经济型酒店的盈利能力强于普通的低星级酒店，一个重要的原因就在于尽量消减了非营业面积（比如大堂）和无效的营业面积（比如配套的餐饮、娱乐等），降低了单间客房分摊的固定成本。

而 A 股上市公司中部分位于风景区内的酒店（比如峨眉山 A）盈利能力不理想，一个重要的原因就是风景区的酒店往往单体规模较小，客房数量一般都在 100~200 间之间，少的甚至只有十几间，而首旅股份单个酒店的房间数量都超过 500 间，因此每间客房分摊的成本有较大的差别。

当然单店客房数也不是越多越好，如果规模过大，单靠散客无法维持理想的入住率，被迫引进旅游团队，则可能导致平均房价下降。

##### 非客房收入占比

为了克服 RevPAR 不反映非客房收入的不足，我们建议投资者使用“非客房收入占比”这一简单的指标来关注酒店收入结构的变化，作为 RevPAR 的补充。

酒店对餐饮娱乐等配套项目的经营模式选择主要有两大类：一类是直接经营，另一类是对外承包经营或者对外出租，收取承包费收入或者租金收入。

虽然客房收入是酒店的主要收入来源，但是对部分有特色的酒店而言，非客房收入也是重要的收入来源。对于客房入住率和客房价格短期内难以继续提高的酒店而言，通过特色经营获得非客房收入占比的提高也是提升盈利能力的有效手段。比如华天酒店在餐饮方面就做得比较好，非客房收入占比远远高于行业平均水平；“锦江之星”推出的“锦江大厨”也取得了不错的效果，锦江股份在高星级酒店中尝试推出高端餐饮品牌“锦庐”，未来非客房收入占比的趋势值得关注。

### Gop (GopPAR)

RevPAR 指标局限在客房收入方面，没有包括非客房收入，也不能体现酒店管理效率的差异带来的盈利能力差别，因此需要跟踪 Gop（经营毛收益额，Gross Operating Profit）的变化。

Gop=营业利润+固定资产折旧+无形资产和开办费摊销+各种税费（土地使用税、房产税、保险费、利息净支出、汇兑净损失、董事会费、审计费、上缴管理费等）。

如果用 Gop 除以可供出租的房间数量，就得到了 GopPAR（每天每间可供出租客房的经营毛利润，Gop per available room），GopPAR 是 RevPAR 的有益补充。

当然由于我国酒店类上市公司很少披露每个酒店的成本项目，投资者需要根据自己的假设来估算 GopPAR，使用起来不太不方便。此外使用 Gop 需要注意不同星级、不同档次、不同投资成本、不同规模的酒店的 Gop 水平会有差别，总体而言，酒店的星级越高，平均的 Gop 也越高。



### 3.2 传统低星级酒店景气不佳，看好经济型酒店龙头

传统低星级酒店景气维持低位：星级越低入住率越低

**表 13：全国星级酒店数量（家）**

	合计	5 星级	4 星级	3 星级	2 星级	1 星级	无星级
1994	2,995	35	96	452	737	236	1,439
1995	3,720	38	106	591	930	248	1,807
1996	4,418	46	128	743	1,148	284	2,069
1997	5,201	57	157	895	1,339	276	2,477
1998	5,782	64	176	1,085	1,610	313	2,534
1999	7,035	77	204	1,292	1,898	385	3,179
2000	10,481	117	352	1,899	3,061	600	4,452
2001	7,358	129	441	2,287	3,748	753	
2002	8,880	175	635	2,846	4,414	810	
2003	9,751	198	727	3,166	4,864	796	
2004	10,888	242	971	3,914	5,096	665	
2005	11,828	281	1,146	4,291	5,497	613	
2006	12,751	302	1,369	4,779	5,698	603	

资料来源：CEIC、中金公司研究部

**表 14：全国星级酒店的客房数量（间）**

	合计	5 星级	4 星级	3 星级	2 星级	1 星级	无星级
1994	406,280	21,027	39,938	94,735	93,923	19,483	137,174
1995	486,114	21,924	40,975	116,047	110,227	19,414	177,527
1996	593,696	24,701	48,160	138,773	130,450	21,975	229,637
1997	701,736	29,131	54,036	157,312	143,656	19,435	298,166
1998	764,797	30,966	60,536	176,865	159,385	23,120	313,925
1999	889,430	36,160	66,689	206,905	187,899	27,241	364,536
2000	948,185	45,208	84,890	231,244	205,110	28,226	353,507
2001	816,260	50,342	106,063	327,420	294,694	37,741	
2002	897,206	64,899	143,478	346,482	305,984	36,363	
2003	992,804	69,576	157,610	377,493	346,903	41,222	
2004	1,237,851	87,386	222,161	495,423	390,823	42,058	
2005	1,332,083	106,532	240,448	542,207	410,982	31,914	
2006	1,459,800	115,200	290,000	598,500	424,100	32,100	

资料来源：CEIC、中金公司研究部

从全国星级酒店的入住率来看，1994~2005 年的 10 多年间基本上延续了酒店星级越低，入住率越低的规律，传统低星级酒店的景气不佳。展望未来，随着经济型酒店的快速扩张，传统经济型酒店受到的冲击将进一步加大，总体上盈利前景不容乐观。

表 15: 全国星级酒店入住率

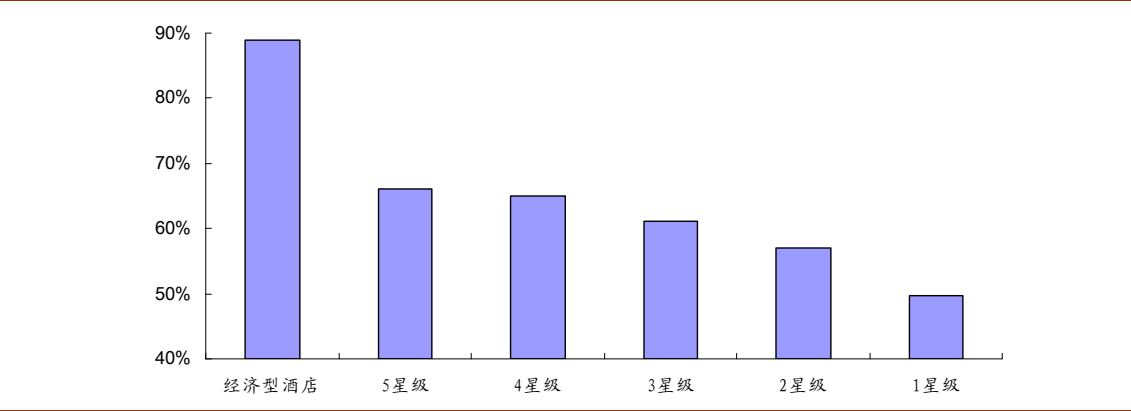
	合计	5星级	4星级	3星级	2星级	1星级	无星级
1994	62.2%	66.2%	65.7%	63.2%	63.6%	60.9%	59.0%
1995	58.1%	65.6%	66.0%	59.7%	59.3%	54.3%	53.9%
1996	55.3%	64.5%	62.9%	57.8%	54.8%	50.5%	51.6%
1997	53.8%	62.9%	61.0%	56.9%	52.7%	48.6%	50.4%
1998	51.7%	57.9%	56.4%	52.6%	49.9%	47.6%	50.6%
1999	53.4%	61.4%	59.0%	55.4%	50.8%	46.1%	52.0%
2000	55.9%	65.0%	63.1%	58.7%	53.3%	47.0%	53.0%
2001	58.5%	65.1%	65.0%	60.3%	53.4%	46.3%	
2002	60.2%	66.3%	65.0%	60.8%	56.5%	49.7%	
2003	56.1%	56.3%	59.3%	57.2%	53.7%	48.7%	
2004	60.6%	66.0%	66.0%	61.6%	57.1%	50.9%	
2005	61.0%	66.0%	65.1%	61.2%	57.1%	49.6%	
2006	61.0%	66.4%	64.3%	61.3%	56.9%	53.1%	

资料来源：CEIC、中金公司研究部

经济型酒店入住率大大高于行业平均，局部地区竞争有所加剧

中国经济型酒店的入住率显著高于其他各类星级酒店，较高的入住率意味着是经济型酒店处于景气高位。较高的产品性价比和市场供应的相对稀缺性是经济型酒店获得高入住率的主要原因。

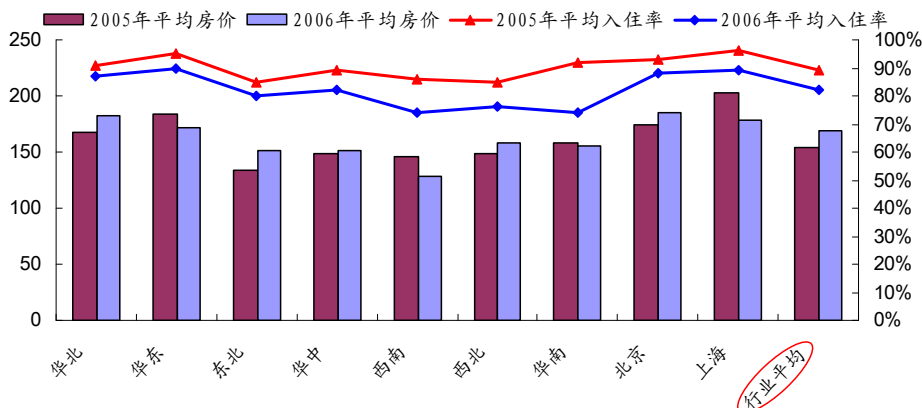
图 20: 2005 年中国各类酒店入住率对比:经济型酒店遥遥领先



资料来源：中国饭店协会，中金公司研究部

06 年由于市场供求状况的调整和区域发展节奏的不同，全国各区域经济型酒店入住率均出现一定程度下滑。行业的整体入住率也从 05 年的 89% 下降到了 2006 年的 82.4%，但是经济型酒店的平均房价却从 05 年的 154 元提升到了 2006 年的 169 元，增幅接近 10%。虽然整体入住率略有下降，但是经济型酒店的入住率仍高出行业平均水平约 20 个百分点，行业景气程度依然在高位运行。预计未来随着经济型酒店规模的成倍扩张，酒店入住率逐渐小幅下滑在所难免，但是行业的入住率仍会显著高于整体酒店行业的平均水平。

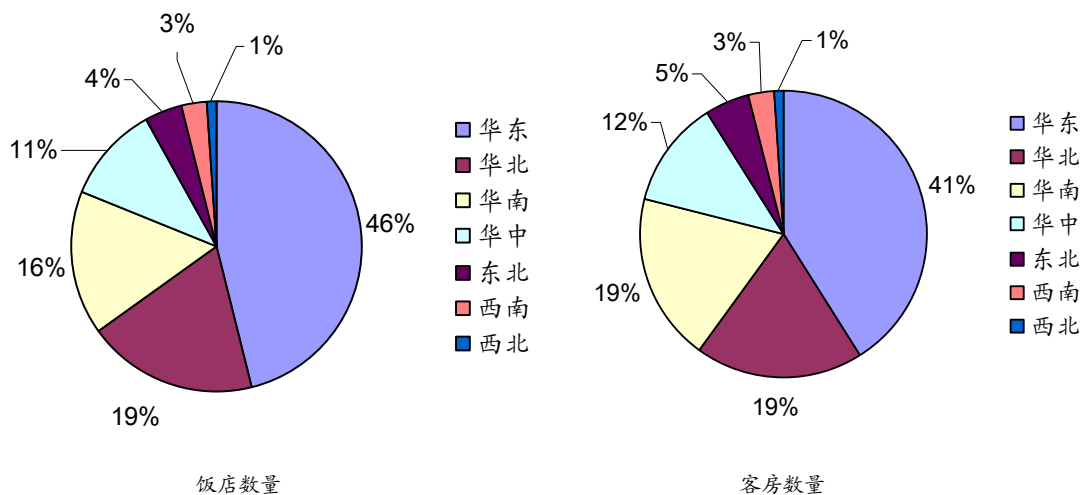
图 21：主要区域和城市的平均房价和平均入住率



资料来源：中国饭店协会，中金公司研究部

从区域分布来看，经济型酒店的分布与所在区域的土地和客源供需关系有着极强的相关性。截止至 2006 年，经济发达、土地价格上涨较快的华东地区经济型酒店最多，占全国份额的 40% 以上，紧随其后的是华北地区和华南地区。当然相较于比较成熟的华东市场，华北，华南和华中地区的增速更为显著。值得注意的是，从图 21 可以发现，经济型酒店发展最成熟的华东地区在 2006 年出现了平均房价和入住率的同时下降，表明华东地区的竞争已经有所加剧。

图 22：2006 年中国经济型酒店区域分布



资料来源：中国饭店协会，中金公司研究部

分散格局中领先者已经脱颖而出，看好经济型酒店龙头公司

表 16：中国经济型酒店十大品牌的增长，2005~2006

品牌	已开业单店	增长率	已开业客房	增长率	所有饭店数	所有客房数	覆盖省	覆盖市
锦江之星	118	71%	16885	71%	185	26665	25	56
如家	134	97%	16162	98%	182	-	25	50
莫泰	52	173%	11272	131%	-	-	15	33
中州快捷	28	12%	4430	11%	40	6000	11	26
速8	42	133%	4249	135%	125	9623	24	61
万里路	77	285%	3162	173%	77	-	22	35
格林豪泰	21	163%	2873	107%	91	-	13	26
7天	25	400%	2818	327%	77	8570	9	13
维也纳	8	14%	2168	31%	16	3768	5	5
雅悦	15	-	1863	-	82	10573	20	32

注：所有饭店数和所有客房数包括已开业、筹建中和已签约待筹建的所有单店和客房

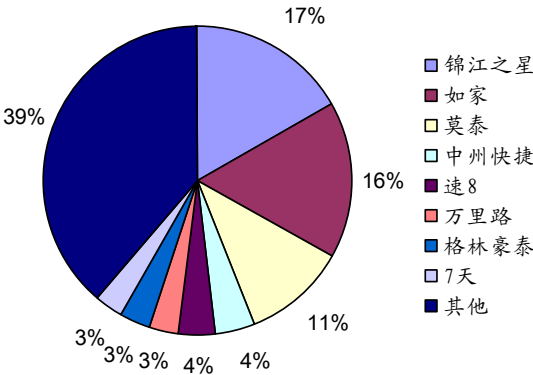
资料来源：中国饭店协会，中金公司研究部

我国经济型酒店的行业集中度较高，排名前三位的行业龙头，占到了市场总额的约 45%。由于行业的规模效应特点，未来的我国经济型酒店行业将逐步走向寡头竞争的格局。

只有那些具有规模的经济型酒店公司可能有足够的实力去加强品牌建设和管理，才有充足的财力去进行人才培养，才有丰富的资源去进行强势营销并建立覆盖全国甚至全球的网上订房系统。

以美国的“速 8”为例，该公司在北美地区用 20 年的时间发展了 1000 家加盟店，其后又用 10 年发展到现在的 2100 家店；我国经济型酒店龙头也将走上类似的成长之路，但是扩张速度可能更快。目前锦江之星和如家快捷已经分别在香港和美国上市，融资渠道非常通畅，两家公司未来的扩张将更加迅速，除了直接开店（包括直营店和加盟店两种模式）以外，也可能通过收购或者兼并其他品牌的方式来进一步扩大其市场份额。

图 23：2006 年主要公司市场份额一览表



资料来源：中国饭店协会，中金公司研究部

目前经济型酒店行业涉及的 A 股上市公司有锦江股份（持有锦江之星 20% 股权），万好万家（万好万家），金陵饭店（金一村），中青旅（山水时尚）和华天酒店（华天之星）等。伴随着整个行业的快速成长，这些上市公司旗下经济型酒店的发展值得关注。锦江之星和如家已经取得先发优势，其他品牌能否通过更快速度的扩张迎头赶上、或者通过特色经营走出一条新路都值得密切跟踪。

**表 17：上市公司旗下经济型酒店发展情况对比**

上市公司	酒店品牌	2006年规模	平均房价	市场份额	主要分布区域	备注
如家酒店	如家	146	209	18.62%	全国	2006年10月在美国纳斯达克上市，融资1.09亿美元。公司计划到2008年达到350-400家。
锦江股份	锦江之星	109	182	13.90%	全国	2006年12月在香港上市，公司计划到2010年达到1000家。
万好万家	万好万家	21	190	2.68%	江浙	计划1-2年内发展100家连锁店，3-5年内达到或超过300家。
金陵饭店	金一村	8	182	1.02%	江苏	计划3年内发展到20家。
中青旅	山水时尚	5	344	0.64%	全国	计划三年内投入4.15亿，发展到20家。
华天酒店	华天之星	1	-	0.00%	长沙	-

资料来源：中金公司研究部



### 3.3 上海高星级酒店供给高峰提前到来，未来景气看淡

酒店子行业具有较强的地域性，因此在讨论全国酒店行业的景气度分化的同时，我们重点关注北京和上海两个重点城市的酒店行业景气状况。

#### 上海高星级酒店 2007 年开始景气下降

**表 18: 上海酒店业盈利情况，2002~2006**

	酒店房间 数量(万)	入住人 次(万)	入住率	国际游客入 住人次(万)	国际游客 入住占比	酒店收入 (亿元)	房费收入 (亿元)	房费收入 占比(%)	净利润 (亿元)	净利润率 (%)
2002	5.38	1,884	62.1%	249	13.2%	134	73	54.7%	8.6	6.43%
2003	5.56	1,824	57.2%	248	13.6%	130	69	53.2%	4.7	3.57%
2004	6.05	2,070	62.9%	345	16.7%	166	90	54.3%	22.7	13.69%
2005	6.18	2,379	67.3%	559	23.5%	194	110	56.7%	24.0	12.33%
2006	5.89	2,422	64.8%	571	23.6%	212	122	57.5%	27.9	13.17%

资料来源：上海市旅游局、中金公司研究部

从整个上海酒店业的情况来看，2002~2006 年间酒店房间数量增长缓慢、入住率有所提高、房费收入占比提高、国际游客入住占比大幅增长的背景下（表 18），上海酒店业的盈利能力有了显著提升，净利润率从 2002 年的 6.43% 提高到 2004 年的 13.69%，随后两年仍保持较高水平。

但是从上海的星级酒店来看，2002 到 2006 年间上海的星级酒店数量总体上也保持平稳，2006 年为 317 家，比 2002 年 319 家还减少了两家（表 19）；但是从入住率来看，星级酒店的平均入住率呈下滑趋势，从 2002 年的 71.8% 下降到 2006 年的 63.9%，意味着星级酒店的总体景气度下降（表 20）。

**表 19: 上海星级酒店数量，2002~2006**

	总数	五星级	四星级	三星级	二星级	一星级
2002	319	20	27	116	136	20
2003	338	20	30	123	146	19
2004	359	24	37	132	147	19
2005	351	25	41	131	141	13
2006	317	26	43	126	114	8

资料来源：上海市旅游局、中金公司研究部

**表 20：上海星级酒店平均房价、入住率和 RevPAR，2003~2007.9**

		2003	2004	2005	2006	2007.1-9
五星级	平均房价(元/间天)	993	1177	1362	1406	1400
	入住率	62%	76%	72%	73%	67%
	RevPAR	615	892	985	1021	942
	同比增长	-	45%	11%	4%	-7%
四星级	平均房价(元/间天)	514	587	641	658	647
	入住率	62%	72%	69%	67%	63%
	RevPAR	317	424	440	439	407
	同比增长	-	34%	4%	0%	-6%
三星级	平均房价(元/间天)	311	333	335	334	326
	入住率	60%	66%	63%	60%	55%
	RevPAR	188	219	212	200	180
	同比增长	-	17%	-3%	-5%	-11%
二星级	平均房价(元/间天)	211	205	210	222	212
	入住率	61%	67%	60%	58%	56%
	RevPAR	129	136	126	128	119
	同比增长	-	6%	-7%	1%	-4%
一星级	平均房价(元/间天)	161	178	185	175	151
	入住率	61%	61%	59%	65%	66%
	RevPAR	98	109	110	113	100
	同比增长	-	12%	1%	3%	-7%
合计	平均房价(元/间天)	463	539	599	645	652
	入住率	61%	69%	66%	64%	60%
	RevPAR	283	372	393	412	391
	同比增长	-	32%	6%	5%	-2%

资料来源：上海市旅游局、中金公司研究部

从 RevPAR 的变化来看，上海三星级酒店受到经济型酒店发展的冲击最大，RevPAR 自 2005 年以来持续负增长，今年 1~9 月三星级酒店的景气情况进一步恶化，RevPAR 同比下降了 11%，创下 180 元的新低，低于 2003 年 SARS 冲击下的 188 元的水平。

高星级酒店在 2005~2006 年的情况要好于三星级酒店，其中五星级酒店 2005~2006 年 RevPAR 分别增长 11% 和 4%，高于同期四星级酒店 RevPAR 4% 和 0% 的增速，但是 2007 年 1~9 月五星级酒店 RevPAR 同比下降 7%，四星级酒店 RevPAR 同比下降 6%，双双出现了逆转，意味着高星级酒店的景气度已经开始下降。

从锦江股份披露的数据来看，该公司旗下四家高星级酒店 2006 年平均入住率 74%，同比下降 1 个百分点（受部分酒店装修的影响），平均房价 1093 元，同比上涨 3.7%，RevPAR 809 元，略有上升。2007 年前 3 季度锦江股份旗下 4 家四星级酒店平均入住率 76.8%，同比提高 5.4 个百分点（去年有部分酒店装修，不可比），但是平均房价 959 元，同比下降 10.9%，也表明上海四星级酒店竞争压力已经剧增。

### 上海高星级酒店供给高峰提前到来，07~09 年景气看淡

基于供求两方面的分析，我们看淡 07~09 年上海高星级酒店的景气度。

#### 07~09 年高星级酒店的需求将平稳增长。

上海作为长三角区域门户和中国乃至世界的商业中心之一，2006 年接待入境过夜游客超过 464 万人次，比北京的 390 万人高出 74 万人，居全国之首；06 年上海国际旅游收入 39 亿美元，与北京基本接近。但是上海的入境游客源结构与北京不同，北京入境游客中以观光休闲和度假占比最高，上海入境游客中以商务占比最高（40.9%），观光休闲和度假位列第二和第三位。

从需求方看，高星级酒店的需求主要受到入境过夜游客增长和国内商务客人增长的影响。

今年 1~9 月份上海接待的入境过夜游客增长 11.42%，其中扣除港澳台的外国人增长 10.3%，增速比去年同期大幅提高。2007 年上海举办特奥会、女子世界杯足球赛等重大赛事活动，对入境游客有一定的拉动作用。展望 2008~2009 年，入境游的增长将相对平稳，我们预期上海入境过夜人次保持年均 10% 左右的平稳增长。2010 年上海世博会的举办、上海欢乐谷的建成开业、同时虹桥机场扩建完成，两家机场接待量将达到 8000 万人，高星级酒店的需求将迎来更快的增长。

**表 21：上海接待入境过夜游客人次，2003~2007.9**

时间	过夜人数		外国人(万)		外国人占比
	(万人次)	同比增长	人次	同比增长	
2003	244.7	-	199.0	-	81.3%
2004	385.5	57.51%	319.7	60.64%	82.9%
2005	444.5	15.33%	379.9	18.85%	85.5%
2006	464.6	4.52%	399.8	5.23%	86.0%
2007. 1-9	374.7	11.42%	318.4	10.30%	85.0%

资料来源：上海市旅游局、中金公司研究部

国内商务客人对高星级酒店需求的增长，一方面国内游客增长相对缓慢（2005 和 2006 年分别为 6% 和 7%，表 22），另一方面在消费升级的趋势下，国内商务客人中选择高星级酒店的比率总体上呈上升趋势。总体上我们认为国内需求保持平稳增长（10% 以下）。

**表 22：上海接待国内游客人次，2001~2006**

时间	国内旅游人数(万人次)	同比增长	国内旅游收入(亿)	同比增长
2001	7,926	-	790	-
2002	8,761	11%	993	26%
2003	7,603	-13%	1114	12%
2004	8,505	12%	1216	9%
2005	9,012	6%	1309	8%
2006	9,684	7%	1420	8%

资料来源：上海市旅游局、中金公司研究部

综合国外需求和国内需求，我们认为 07~09 年上海高星级酒店需求的平均增速不会超过 10%，保持平稳。

#### 06~08 年上海高星级酒店的供给高峰提前到来。

从供给方来看，2003~2006 年间五星级酒店新增数量不多，仅新增 6 家，但是四星级酒店从 2002 年的 27 家增长到 2006 年的 43 家，新增供给比较大（实际新增的高星级酒店数量要大于这些数字，可能是因为新酒店开业初期未能获得星级评定所致）。更重要的是，2006~2008 年是上海高星级酒店新增供给的一个高峰期。

如表 23 所示，2006~2008 年上海高星级酒店客房的增速分别为 14.2%、26.8%和 9.1%，年均复合增速将超过 16.5%，构成了世博会之前提前到来的供给高峰（这里还没有考虑客房数目未知的 2 家酒店，如果这两家酒店的客房数目增加进来，供给增速将更高）。具体分析来看，2007 年是高星级酒店新增客房数最多的一年，2007 年开始陆续有高端和豪华型酒店、精品酒店开业，这些酒店争取客源的能力比较强，将给现有高星级酒店带来较大的竞争压力。

综合高星级酒店供给和需求两方面的情况，我们认为 07~09 年在需求保持平稳增长的情况下（年均增速低于 10%），06~08 年提前到来的酒店新增供给高峰（年均增速 16.5%）将给 07~09 年的高星级酒店市场带来比较激烈的竞争，我们看淡 07~09 年上海高星级酒店的景气度。

**表 23：上海高星级酒店房间数的增长，2006~2009**

时间	酒店家数	新增家数	房间数	新增房间数	增长率
2005	66	-	26,221	-	-
2006	78	12	29,936	3,715	14.2%
2007E	99	21	37,960	8,024	26.8%
2008E	111	12	41,421	3,461	9.1%
2009E	118	7	44,339	2,918	7.0%

资料来源：《中国旅游统计年鉴 2006》、仲量联行、中金公司研究部

表 24: 上海高星级酒店的新增供给明细, 2006~2009

酒店名称	地点	客房数
<b>2006-2007.3开业项目</b>		
由由福朋喜来登酒店	浦东-陆家嘴	336
世茂皇家艾美酒店	黄浦区-南京路	770
复旦皇冠假日酒店	杨浦区-邯郸路	309
上海千禧海鸥酒店	虹桥-延安西路	369
上海证大丽笙酒店	浦东-迎春路	362
绿地光复西路快捷假日酒店	普陀区-光复西路	230
上海威斯汀大饭店(改建)	外滩	269
仕格维丽致大酒店	卢湾区-打浦路	666
JIA精品酒店	黄浦区-南京西路	60
上海临港豪生国际酒店	南汇区-新元南路	182
上海新晖豪生国际酒店	松江-文诚路	172
上海新晖豪生国际酒店	闸北区-中兴路	208
宝隆美爵酒店	虹口区-逸仙路	372
上海浦东喜来登酒店	浦东-浦建路	525
上海大宁福朋喜来登	闸北区-共和新路	326
裕景酒店	浦东-浦东大道	462
合计:	16家	5,618
<b>计划2007年开业项目</b>		
上海瑞士大酒店	静安区	478
上海最佳西方酒店	浦东	200
世茂凯悦酒店	北外滩	631
银河新都快捷假日酒店	闵行区	350
上海中山公园万丽酒店	长宁区	680
上海展讯豪生商务会所	浦东-张江	275
上海豫园万丽酒店	黄浦区	327
复兴公园璞邸精品酒店	卢湾区	52
上海宏泉丽笙大酒店	普陀区	318
华美达安可	待定	待定
合计:	10家	3311以上
<b>计划2008年开业项目</b>		
柏悦酒店	浦东-上海环球金融中心	175
上海HanTang Jumeirah	卢湾区-新天地	338
四季酒店	浦东-陆家嘴	190
浦东新天哈瓦那	浦东-陆家嘴	688
浦东W酒店	浦东-陆家嘴	400
佘山索菲特度假村	松江	318
康拉德酒店	新天地	362
温德姆酒店	待定	待定
合计:	8家	2471以上
<b>计划2009年开业项目</b>		
凯宾斯基	徐汇区-黄浦江畔	500
半岛酒店	外滩	300
上海康桥假日酒店	南汇区	400
合计:	3家	1,200
<b>总计:</b>		<b>6982以上</b>

资料来源: 仲量联行、中金公司研究部



### 3.4 北京高星级酒店的景气有望延续到奥运会之后

#### 北京星级酒店的供给持续增长，但高星级酒店景气维持高位

2002 到 2006 年间北京星级酒店数量从 390 家增长到 597 家，大幅度的增长中有迎接奥运商机导致供给增加的因素，另外我们分析增量当中有一部分是过去驻京的国家机关和企事业单位所属的“楼堂管所”改造之后评定星级带来的，因此实际的新增供应量可能没有数字显示出来的大。

表 25：北京星级酒店数量与入住率，1999～2006

北京星级酒店数量情况							北京酒店入住率情况						
	总数	五星级	四星级	三星级	二星级	一星级		总体	五星级	四星级	三星级	二星级	一星级
1999	263	17	32	68	111	35	1999	57%	65%	64%	58%	46%	46%
2000	294	21	33	97	114	29	2000	61%	69%	72%	62%	46%	46%
2001	363	21	35	123	149	35	2001	62%	69%	71%	64%	50%	44%
2002	390	21	43	140	151	35	2002	62%	68%	71%	61%	51%	38%
2003	441	26	56	157	167	35	2003	52%	52%	56%	52%	46%	33%
2004	464	29	62	159	184	30	2004	65%	69%	71%	62%	59%	44%
2005	594	35	69	209	243	38	2005	62%	69%	71%	61%	51%	44%
2006	597	36	78	213	233	37	2006	61%	69%	69%	60%	49%	40%

资料来源：CEIC，中金公司研究部

从北京不同星级酒店的入住率来看，过去数年来同样延续着星级越高、入住率越高的规律。低星级酒店受到新增供给较多和经济型酒店较大的冲击，入住率在基数较低的情况下进一步下滑，尤其是一星级和二星级 06 年入住率分别只有 40% 和 49%，盈利前景堪忧，景气进一步恶化。

但是从高星级酒店的入住率来看，2006 年北京四星级和五星级酒店的平均入住率依然稳定在 69% 的较高水平。

据仲量联行（China Digest 2007）对北京 10 家 5 星级酒店的抽样调查显示，2006 年平均房价再创新高，达到 1293 元，入住率同比下降 1.9 个百分点，降至 73.4%，RevPAR 为 949 元，同比增长 4.7%；仲量联行对北京 25 家 4 星级酒店的调查显示，2006 年平均房价 677 元，上涨 11.7%，平均入住率增长了 0.9 个百分点，达到 76.1% 的水平，RevPAR 达到 515 元，同比增长 12.9%。总体上高星级酒店的景气有所上升，并且四星级酒店 RevPAR 的提升速度比五星级酒店更快。

抽样调查的平均入住率远远高于表 25 中的各星级平均入住率，与选取的样本偏向高端酒店有关（主要为国际品牌管理酒店）。

截至 2007 年 4 月底，仲量联行调查的北京高星级酒店的入住率为 71.4%，同比增长 0.95%，平均 RevPAR 630 元，同比增长 9.25%，显示高星级酒店的景气在进一步上升。

#### 旺盛需求消化供给高峰，高星级酒店景气有望延续到奥运会之后

雅典、悉尼、亚特兰大、巴塞罗那等城市在奥运会之后出现过高星级酒店出租率大幅下降的问题，北京是否会重蹈覆辙呢？北京高星级酒店目前的高景气状态能够持续到奥运会之后吗？

#### 07～09 年需求将迎来高速增长

本报告的第一部分我们已经讨论过奥运会之后北京接待游客的增长情况，我们对奥运之后北京游客的持续增长持乐观态度，我们认为对北京高星级酒店的需求不会大幅回落。具体的，我们估计 2007～2010 年北京接待入境过夜游人次将分别增长 13%、20%、12% 和 8%，到 2010 年北京入境过夜游客将达到 639 万人次，07～09 年年均增速为 15%。此外我们预测 2007～2010 年北京接待国内游客平均年增速 8%，到 2010 年，北京接待国内游客有望达到 1.79 亿人次（包括北京本地游

客)。考虑到由于消费升级的影响，国内游客对高星级酒店需求的增速将超过游客人次的增速，因此 07~09 年国内游客对高星级酒店的需求有望年均增长 10% 左右。

综合考虑国际游客和国内游客的需求，07~09 年北京高星级酒店的需求年均增速的合理估计在 12~13% 之间。

#### **06~08 年的供给高峰能够被消化**

从供给方来讲，06~08 年北京高星级酒店新增供给的一个高峰，但是客房数量的增幅并不大（09 年新增供给中没有考虑开业时间不确定的 4 家酒店）。据仲量联行的统计，2006~2008 年北京高星级酒店客房的增速分别为 1.1%、9.1%、16.1%，年均复合增速仅 8.6%（表 26）。

**表 26：北京高星级酒店房间数的增长，2006~2009**

时间	酒店家数	新增家数	房间数	新增客房数	增长率
2005	115	-	42,320	-	-
2006	121	6	42,806	486	1.1%
2007E	132	11	46,716	3,910	9.1%
2008E	153	21	54,241	7,525	16.1%
2009E	157	4	55,258	1,017	1.9%

资料来源：仲量联行、中金公司研究部

综合北京高星级酒店供给和需求两方面的情况，我们认为 07~09 年在需求高速增长的情况下（年均增速约 12~13%），06~08 年的酒店新增供给高峰（年均增速仅 8.6%）完全能够被消化，北京高星级酒店的高景气度有望延续到奥运会之后。

当然由于奥运会之后的 09 年游客分布将更加均衡，不会再有奥运会举办前后由于客房紧张导致的房价大涨的情况，平均房价将比 08 年有所下降，因此 09 年北京高星级酒店的 RevPAR 将比 08 年的“奥运景气”的特殊情况有所回落。

表 27: 北京高星级酒店的新增供给明细, 2006~2009

酒店名称	地点	客房数
<b>2006开业项目</b>		
北京王府井丽亭酒店	东城区-金宝街	216
北京莱佛士酒店	东城区-王府井	171
北京丽晶酒店	东城区-金宝街	500
凯宾斯基长城脚下的公社(二期)	延庆-水关长城	191
金融街丽思卡尔顿	西城区-金融街	253
金融街威斯汀酒店	西城区-金融街	486
合计:	6家	1,817
<b>计划2007年开业项目</b>		
北京丽亭花苑(更名)	海淀区-中关村	394
香格里拉(二期)	海淀区-紫竹院	140
中奥马哥李罗大酒店	朝阳区-奥林匹克公园	315
北京海润诺富特酒店	海淀区-海淀南路	318
索菲特万达酒店	朝阳区-建国路	417
月亮湾洲际酒店	密云-密云水库附近	280
五星级水木兰亭项目	顺义-天竺	600
远通维景酒店	西城区-金融街	295
丽思卡尔顿(国华项目)	朝阳区-东四环	305
金威万豪酒店(国华项目)	朝阳区-东四环	588
人济万怡酒店	朝阳区-四元桥	258
合计:	11家	3,910
<b>计划2008年开业项目</b>		
柏悦酒店(银泰中心)	朝阳区-建国门外大街	237
朝阳威斯汀酒店	朝阳区-亮马河	558
北京希尔顿酒店(扩建)	朝阳区-东三环	125
侨福建设酒店项目	朝阳区-东大桥	70
三里屯酒店	朝阳区-三里屯北街	100
香格里拉(国贸三期)	朝阳区-CBD	350
北京凤凰城诺富特酒店	朝阳区-东三环	312
北京凤凰城宜必思	朝阳区-东三环	405
洲际奥林匹克饭店	朝阳区-奥林匹克公园	350
两家机场酒店	顺义-北京机场酒店	620
北京千禧大酒店	朝阳区-CBD	520
北京富力万丽酒店	朝阳区-东三环	540
太阳宫皇冠假日酒店	朝阳区-太阳宫	540
北京Angsana	朝阳区-新燕沙使馆区	80
四季酒店	朝阳区-东三环	320
东方文华	朝阳区-CBD	203
国贸饭店	朝阳区-北京霄云路	419
朗豪酒店	朝阳区-朝阳门	440
北京城墙万豪酒店	朝阳区-东二环	615
北京希尔顿王府井	东城区-王府井	266
北京希尔顿DoubleTree	宣武区	455
合计:	21家	7,525
<b>计划2009年开业项目</b>		
北京悦蓉庄	东城区-王府井	216
奥林匹克酒店项目	朝阳区-奥林匹克公园	300
北京喜来登福朋酒店	海淀区-北四环	301
北京海淀aloft	海淀区-北四环	200
合计:	4家	1,017
<b>总计:</b>	<b>42家</b>	<b>14,269</b>

资料来源: 仲量联行、中金公司研究部

#### 专栏四：房地产升值与酒店业的长期投资价值：国际经验与中国特色

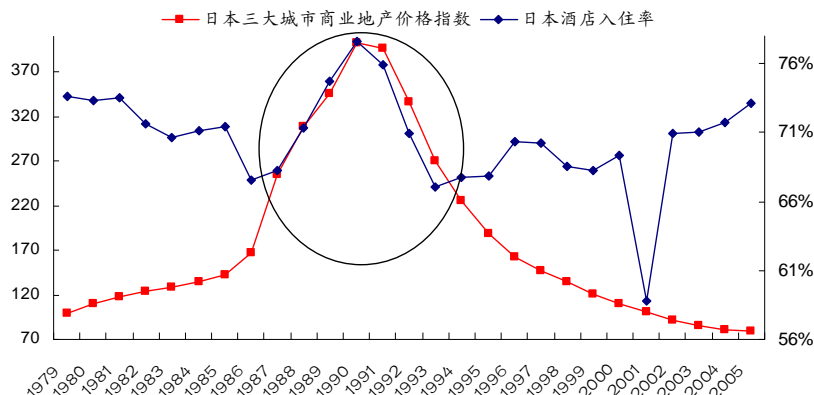
##### 房地产升值推动酒店业景气上升：日本和美国的经验

一般而言，随着居民旅游需求的提高，对旅游景点和酒店的需求都会增长，但是相对于旅游景点的刚性供给，酒店的供给弹性要大得多，因此在面临需求增长的景气通道中，酒店业总体上的景气度可能不如景点业。

但是在房地产价格快速上涨的过程中，酒店业似乎也面临着难得的投资机遇，理由如下：房地产快速升值，导致酒店的重置成本远远高于账面价值，新建酒店难于同老的酒店进行竞争，因此酒店的新增供给将受到抑制；而对酒店的需求依然旺盛，这样就导致酒店的房价上涨和入住率提高，RevPAR 大幅提高。酒店公司的盈利对 RevPAR 极为敏感，在 RevPAR 上升的过程中，酒店盈利必将快速增长。

这种分析逻辑实际上揭示了酒店公司所拥有的商业地产重估升值（资产负债表）如何反映到当期盈利（损益表）的一个可能路径——通过抑制供给来提升行业景气。

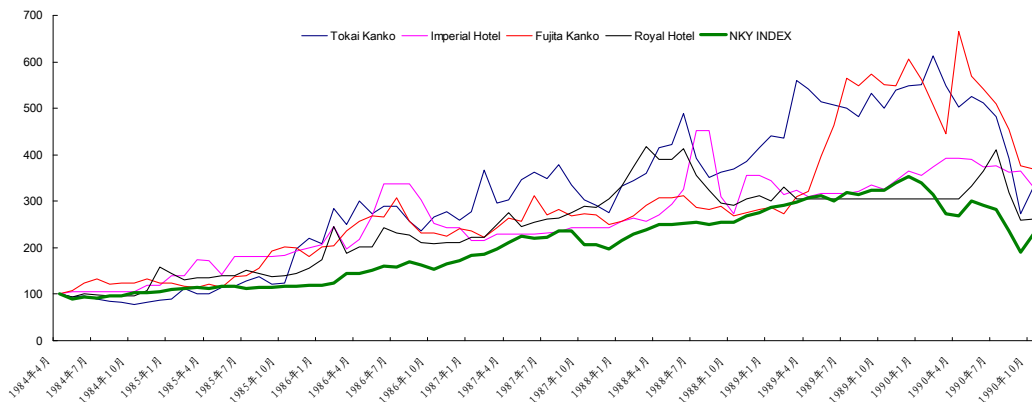
图 24：房地产价格快速上涨带来酒店入住率的大幅提升：日本 1986~1990 年的经验



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

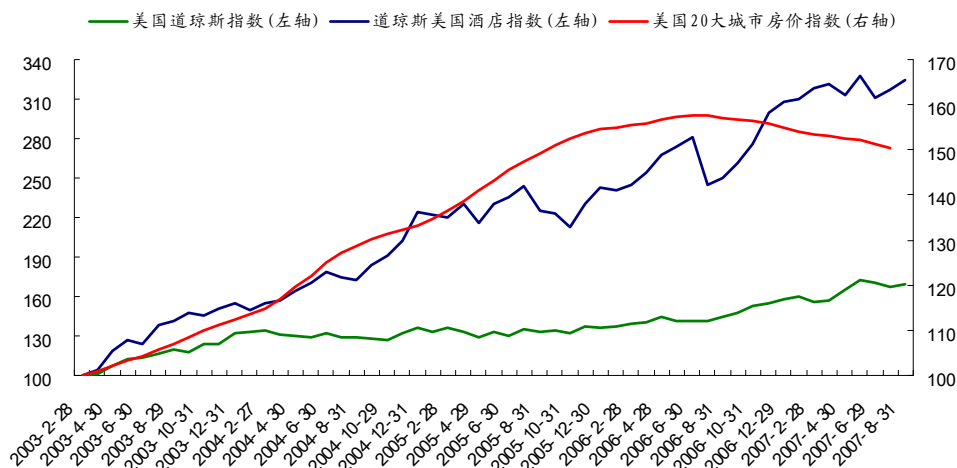
如图 24 所示，从 1986 年开始，日本房地产价格指数开始快速攀升，1986~1990 年日本三大城市商业地产指数分别上涨了 17%、52%、21%、12% 和 17%；同一时期日本酒店业的平均入住率分别为 67.5%、68.2%、71.3%、74.7 和 77.6%。伴随着上个世纪 80 年代日本酒店业的景气上升，代表性的四家日本酒店公司的股价表现也超越了同期的大盘表现（图 25）。

图 25：日本四家酒店公司的股价表现在 80 年代牛市中均超越大盘



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图 26：美国房地产价格上涨带动酒店指数大幅上扬：2003～2007



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图 26 显示，从 2003 年 2 月到 2007 年 7 月，美国 20 大城市房价指数累计上涨 150%，道琼斯酒店指数上涨 425%，而同期道琼斯指数仅上涨 169%，在房价上涨的带动下，酒店板块的走势远远超过大盘。

### 房地产升值短期内未能有效抑制酒店供给：中国特色

基于前面的分析逻辑和日本、美国的经验，我国北京、上海等核心城市的房地产价格也经过了快速上涨，同时中金公司房地产研究员预期在需求大大超过供给的格局之下，未来我国房地产价格向上的趋势不变，酒店业是否存在景气上升的可能性呢？其中的关键因素是房地产价格上涨能否有效的抑制酒店新增供给，只有供给被有效抑制了，酒店业的景气才能上升。

我们认为中国的情况与日本和美国可能有一定的差异。差异主要来自两个方面：

第一、投资者对房地产价格上涨的预期不同。一般而言，在房地产价格快速上涨之后，酒店投资成本随之大幅提高，因此酒店的投资者会比较谨慎，不愿再增加投资，导致酒店的新增供给被抑制。在中国可能存在相反的情况，由于投资者对中国房地产价格有长期持续上涨的预期，导致很多业外资本（主要是房地产行业资本、房地产投资基金等财务投资者）纷纷进入中国的酒店业，成为酒店业供给增长的另一个推动因素。对这部分业外资本而言，进行酒店投资的预期收益将主要来自房地产升值，因此对酒店经营性盈利水平的要求并不高。这种情况的出现导致房地产价格的上涨，尤其是上涨的初期，酒店业的新增供给不仅没有得到抑制，反而得到了加强。从投资领域来看，这实际上是“长期投资者”（以实业资本为代表）与“短期投资者”（以股票投资者为代表）之间的博弈，酒店业长期投资者的进入，影响酒店业的短期景气状况，有可能驱逐“短期投资者”。因为长期投资者看重的是酒店物业升值的长期价值，而短期投资者看重的是酒店经营性盈利。

第二、中国存在非市场化的因素刺激酒店的供给，比如很多政府部门、事业单位和企业（包括国有企业和民营企业）都有建设酒店和“楼堂管所”用于接待的习惯，这种接待性质的酒店往往并不以盈利为目的，因此受房地产价格上涨的影响也比较小。这种接待性质的酒店对中低端酒店市场会形成比较大的冲击，对高星级酒店的冲击相对比较小。再比如，部分房地产开放商在从事土地成片开发的过程中，往往会被地方政府要求建设高星级酒店以提升当地形象，或者主动建设高星级酒店以提高整个楼盘档次，提高周边写字楼和住宅的销售均价，这种情况下酒店项目也不以盈利为目的，即使亏损也可以由周边物业销售或出租的利润来弥补。这种非市场化供给可能给二、三线城市或者大城市的外围区域带来一定的影响，但是对大城市核心区域的影响不大。



第三、从短期来看，在北京 2008 年奥运会和上海 2010 年世博会这种“特殊需求”的刺激下，酒店投资者为了能够从这种“奥运景气”和“世博景气”中分一杯羹，在奥运和世博之前形成了酒店供给的高峰，这也导致高房价对北京和上海酒店业新增供给的抑制作用比较弱。

由于存在上述差异，短期内房地产价格的上涨未必能够推动我国酒店行业总体景气上升，上海和北京酒店业景气如何还需要具体分析供求状况。

### 房地产升值仍将提升核心酒店的长期投资价值

尽管如此，在大城市的核心区域拥有大量商业地产的高星级酒店类上市公司（首旅股份、锦江股份、金陵饭店等）仍然值得长线投资者关注。

从长期来看，随着酒店需求的增长和消费层次的提升，这些公司所拥有的地理位置极佳、历史文化内涵独特、投资成本又大大低于重置成本的高档酒店无疑是一种“稀缺性资源”。在新进入者的投资成本不断提高的情况下，“成本推动型”的高档酒店客房的平均房价上涨趋势将不可避免，这些酒店的盈利能力也将有较大的提升。具体而言，其稀缺性一方面来自物业资源的有限，导致新增竞争者不会太多，同时新增竞争者的成本将大大提高；另一方面来自酒店自身品牌、文化内涵和作为传统气质的不断积累，将是新竞争者所不具备的竞争优势，这种竞争优势将导致房价和入住率高于新的竞争对手。

### 专栏五：经济型酒店快速崛起，逐步替代传统低星级酒店

经济型酒店是现代酒店业适应需求变化的产物，是相对于传统的全服务酒店而存在的一种新的酒店业态。经济型酒店一般只提供早餐等相对简单的服务，但交通便利、干净卫生、价格低廉，以较高的性价比来吸引客户。经济型酒店通过简化装修，减少大厅和其他不必要的面积来减少成本，提高单间客房的收入和利润。一般星级的房费收入仅占到酒店收入的 55%~60%，而经济型酒店的房费收入却占到了 85% 以上。

从全球范围来看，最早的经济型酒店是美国 20 世纪 30 年代末期的汽车旅馆。大众旅游需求的增长和城际高速公路网络的发展促进了汽车旅馆的风行。随着连锁经营开始取代传统的分散经营模式，一些发展得比较成熟的经济型酒店开始并购、整合单体酒店，到 80 年代末期，经济型酒店已经成为欧美发达国家成熟的酒店业态。世界著名的经济型酒店品牌，如雅高集团的宜必思 (Ibis)、F1 (Formula 1)，温德姆集团 (原为圣达特集团) 的速 8 (Super 8)、天天客栈 (Days Inn) 和洲际集团的假日快捷 (Holiday Inn Express) 等，已经形成了在欧美市场经济型酒店行业寡头垄断的格局。

### 中国经济型酒店处在成长期：对传统低星级酒店的替代正在进行中

根据中国饭店协会发布的《2007 中国经济型饭店调查报告》提供的估测数据，截止到 06 年底，中国住宿业市场上共有现代意义上的经济型饭店连锁品牌近 100 家，开业店数已超过 1000 家，开业客房数已超过 10 万间。若以 04 年为基数，到 06 年底经济型酒店开店规模实现了三年翻三番的跨越式发展，大大超越酒店行业整体不到 10% 的年增长速度。

**表 28：中国经济型酒店情况**

按酒店数排名	品牌	开业酒店数	客房数	平均房价	对应统计内的品牌酒店家数占比	对应统计内的品牌酒店客房占比
1	如家快捷酒店	146	17578	209	18.62%	17.98%
2	上海锦江之星	109	15475	182	13.90%	15.83%
3	上海莫泰连锁	70	15087	207	8.93%	15.43%
4	速 8 酒店	46	4964	211	5.87%	5.08%
5	7 天连锁酒店	29	3308	183	3.70%	3.38%
6	汉庭酒店	25	3048	234	3.19%	3.12%
7	万好万家	21	2554	190	2.68%	2.61%
8	格林浩泰	20	2613	195	2.55%	2.67%
9	中江之旅	16	2045	335	2.04%	2.09%
10	欣燕都	15	1103	179	1.91%	1.13%
11	为波旅馆	14	1053	172	1.79%	1.08%
12	华坤连锁	14	952	133	1.79%	0.97%
13	七斗星商旅酒店	13	2258	170	1.66%	2.31%
14	日月光旅馆	12	687	102	1.53%	0.70%
15	中州快捷	11	1495	151	1.40%	1.53%
16	扬子江饭店	11	563	155	1.40%	0.58%
17	金狮 100 超市化宾馆	10	1248	124	1.28%	1.28%
18	雅悦酒店	10	1162	190	1.28%	1.19%
19	宝隆居家酒店	9	579	208	1.15%	0.59%
20	城市客栈	8	901	207	1.02%	0.92%

资料来源：中国经济型酒店网，中金公司研究部

从欧美国家经济型酒店的长期发展规律来看，随着经济型酒店的崛起，原来的低档星级酒店会逐渐淡出市场，被品牌连锁的经济型酒店取代。在欧美成熟酒店市场结构中经济型酒店约占 70%，而截至到 06 年底我国经济型酒店市场份额仅为 7.5%。截止到 06 年底，我国三星及以下星级酒店有 11680 家，规模超过经济型酒店的 10 倍，单从替代低档酒店的静态角度分析，经济型酒店的发展空间也十分巨大。

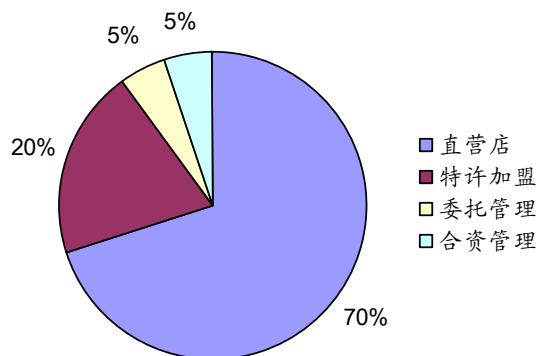
从产业发展的生命周期来看，我们判断经济型酒店在我国处在成长期，经济型酒店的总体规模还会继续增长，同时行业内各品牌酒店之间的竞争并不激烈，行业内各种经济型酒店的市场细分还不明显，经济型酒店未来 3-5 年发展的主要任务还是继续实施对传统低星级酒店的替代。

### 经济型酒店的业务模式：扩张模式、客源结构、物业来源、单店规模

#### 扩张模式以直营为主、加盟为辅

目前经济型酒店的直营店比率占到了整个行业的约 70%，这和该行业的初级发展阶段是一致的。（直营店的租赁合同一般为 8~15 年，加盟店一般为 3~5 年。加盟的费用主要包括：首期加盟费约（20~30 万），年度加盟费（约为酒店经营收入的 3%）和年度管理费（约为酒店经营收入的 3%。））目前比较成熟的主流品牌已经形成了比较成熟规范和系统化的管理和培训模式。比如：如家酒店连锁已经建立起了自己的酒店管理系统，并成立酒店管理学院培养人才。该学院制定有员工考核标准，对基层员工进行岗前全面、统一的培训，酒店总经理、分店经理及其他管理人员则要利用工作之余学习酒店管理、营销等课题，互相交流管理经验，讨论企业文化，力求将酒店管理学院建成为人才储备库，实现可持续发展。目前行业中老品牌的加盟店的比率在逐渐扩大（如锦江之星截至 06 年 10 月 31 日加盟店的比率就达到了 54%），而新进的 brand 中直营店的比例则高达 90% 以上。

图 27：经济型酒店的主要扩张模式

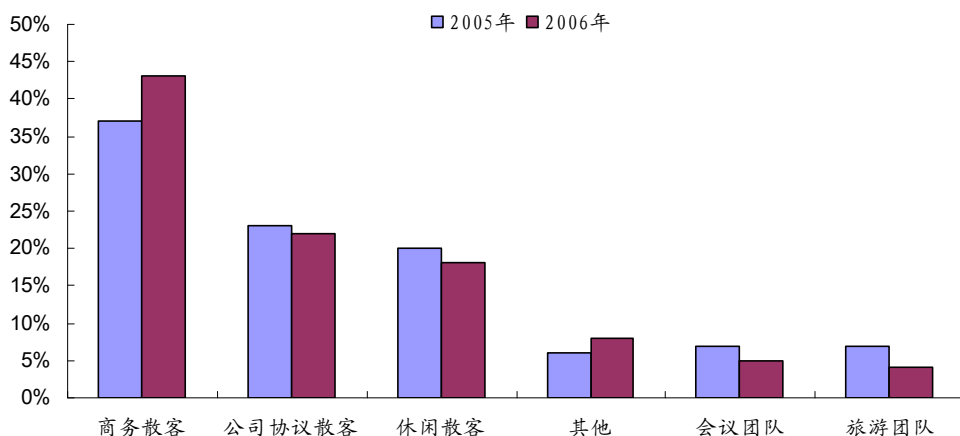


资料来源：中国饭店协会，中金公司研究部

#### 客源结构以商务散客为主

06 年中国经济性酒店的商务散客比率已经从 05 年的 37% 提升到 43%，接近国际经济型酒店市场 50% 以上的水平（Deloitte & Touche 在其发布的《英国经济型酒店调查 2004》中阐述的英国经济型酒店住客的构成是：商务 59%、企业协议 6%、会议 2%、休闲/旅游 31%、其他 2%）。国际客人数量从 2005 年的 8% 提升到了 2006 年的 10%，平均逗留天数也从 1.92 天小幅增加到了 2 天。

图 28：经济型酒店的客源结构

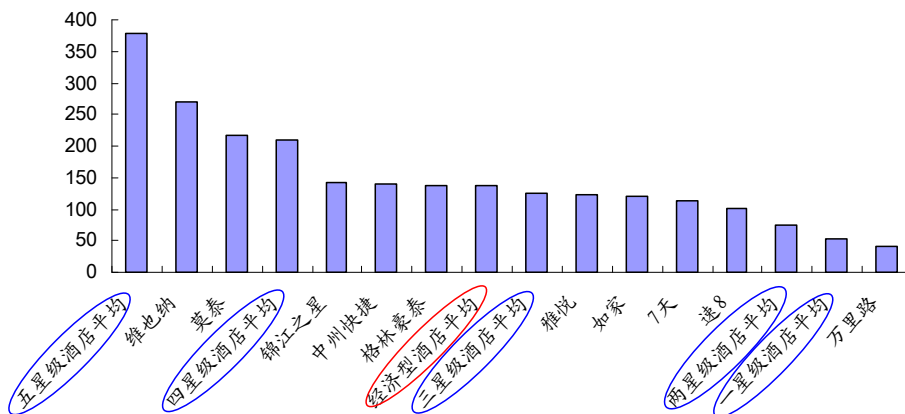


资料来源：中国饭店协会，中金公司研究部

### 单店规模效应有所体现

2006 年中国经济型酒店的平均单店客房数量为 137 间，较 05 年的 127 间有明显增长。经济型酒店的单店客房数量明显高于与之产生激烈竞争的一星级和二星级酒店，甚至略高于三星级酒店。酒店行业存在比较明显的单店规模效应，因此经济型酒店较高的单店客房数量有助于其摊薄固定成本，提高利润和竞争力。

图 29：全国各类星级酒店和前十名经济型酒店单店客房数量

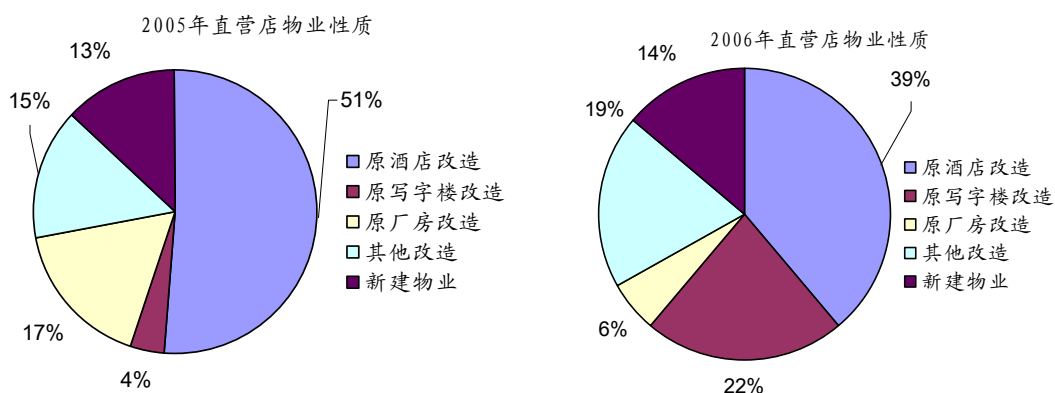


资料来源：中国饭店协会，中金公司研究部

### 物业来源以旧物业改造为主

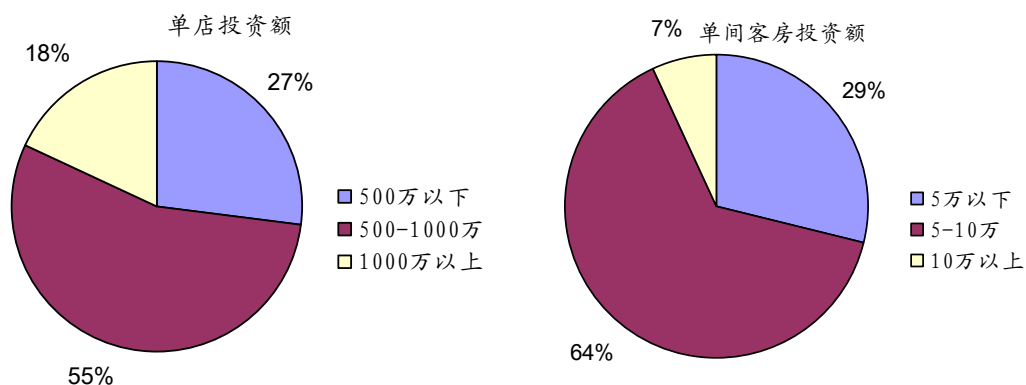
总体来说目前经济型酒店直营店的增长主要来自于对城区旧物业的改造，新建物业仅占到了总量的不到 15%。但是 06 年物业的改造的类型发生了一些结构性变化：由于在市中心地段可改造的厂房越来越少，酒店的租赁价格和进入成本越来越高，因此写字楼等其他类型物业的改造在新增经济型酒店中的占比快速提高。

图 30: 2005 年和 2006 年中国经济型酒店直营店的物业性质



资料来源：中国饭店协会，中金公司研究部

图 31: 2006 年中国经济型酒店单店投资和单间客房投资额



资料来源：中国饭店协会，中金公司研究部

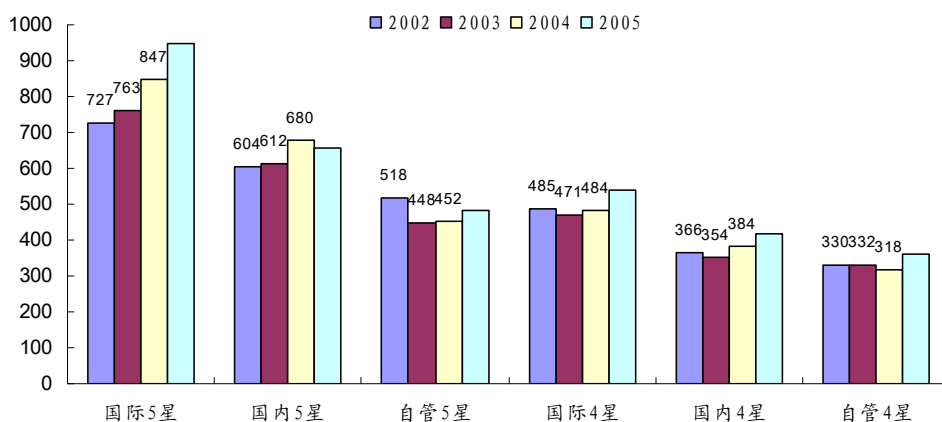
正是由于大量的经济性酒店都来自于对原有物业的改造，其投资成本非常低，2006 年平均单店投资成本为 730 万，平均每间客房投资成本为 5.5 万。500 万-1000 万的投资规模，每年 20%-30% 的高额投资回报率和平均 3-5 年的投资回收周期，吸引了大批中小投资者加盟品牌连锁店，这有助于行业龙头的快速扩张。

### 专栏六：高星级酒店管理的专业化和集团化是大势所趋

酒店管理的专业化和集团化是中国酒店行业发展的必由之路，因为专业化的团队能够为客户提供更好的服务，同时降低成本和提高效益，同时专业的酒店管理集团拥有足够的资源去培训和储备人才，建立完善的管理体系和覆盖全国甚至全球的中央订房及管理系统。

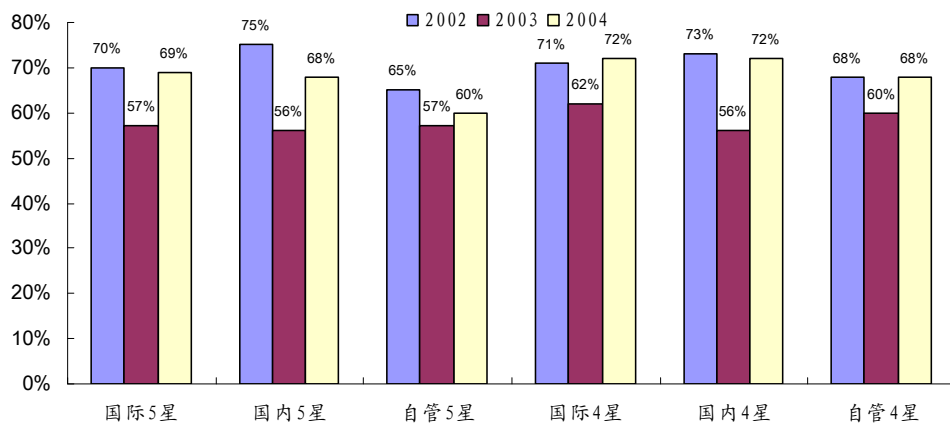
#### 高星级酒店不同管理模式的对比：管理溢价与品牌溢价

图 32：高星级酒店各种管理模式情况对比（平均房价）



资料来源：中国饭店协会，中金公司研究部

图 33：高星级酒店各种管理模式情况对比（入住率）



资料来源：中国饭店协会，中金公司研究部

图 32~33 是中国各种管理模式下的高星级酒店的运营状况，可以很明显的看出酒店集团管理的高星级酒店的入住率和平均房价都要大幅高于自行管理的酒店，这可以视为酒店专业化和集团化的“管理溢价”。虽然国际酒店集团所管理的高星级酒店的入住率和国内酒店集团基本相同，但是其管理酒店的平均房价却要明显高于国内酒店集团管理的酒店，这可以视作国际酒店集团的“品牌溢价”。外资本管理的“品牌溢价”也说明国内的酒店集团虽然具备一定的管理水平和成本优势，但是由于规模较小，品牌价值还没有充分显现，以后还有很长的发展道路要走。



### 国内酒店管理集团逐步崛起，与外资对手的差距仍然较大

目前以锦江、首旅建国为代表的中国酒店管理集团还处于发展的初级阶段，他们与国际行业龙头之间还有巨大的差距。根据美国酒店行业最权威的杂志《Hotels》对 2006 年全球酒店管理集团排名，我们发现排名前十位的酒店集团拥有 31266 间酒店和 378.7 万间客房，这个数字分别是 2006 年全中国星级酒店和星级酒店客房数量的 2.6 倍和 2.8 倍。

**表 29：2006 中国饭店业民族品牌 20 强**

- 1 锦江国际酒店管理有限公司
- 2 北京首旅建国酒店管理有限公司
- 3 粤海国际酒店管理（中国）有限公司
- 4 河南中州国际集团管理有限公司
- 5 南京金陵酒店管理有限公司
- 6 上海海航国际酒店管理有限公司
- 7 岭南花园酒店管理有限公司
- 8 开元国际酒店管理有限公司
- 9 浙江世贸饭店管理有限公司
- 10 北京东方嘉柏酒店管理有限公司
- 11 北京泰达酒店管理有限公司
- 12 湖南华天国际酒店管理有限公司
- 13 凯莱国际酒店管理有限公司
- 14 中旅饭店总公司
- 15 安徽古井酒店（集团）有限责任公司
- 16 北京天伦国际酒店管理有限公司
- 17 北京国宾友谊国际酒店管理有限责任公司
- 18 上海市衡山（集团）公司
- 19 中国航空集团旅业有限公司
- 20 青岛海天酒店管理集团

资料来源：中国饭店协会，中金公司研究部

**表 30：2006 中国饭店业国际品牌 10 强**

- 1 洲际酒店集团
- 2 香格里拉酒店集团
- 3 上海豪生酒店管理有限公司
- 4 万豪国际集团
- 5 喜达屋酒店与度假村集团
- 6 法国雅高国际酒店集团
- 7 康年国际酒店集团
- 8 美国最佳西方国际集团
- 9 希尔顿国际亚太有限公司
- 10 香港中旅酒店管理有限公司

资料来源：中国饭店协会，中金公司研究部

表 31：2006 年全球酒店管理集团排名

排名	酒店管理集团	酒店数	客房数	品牌	经营模式	备注
1	洲际酒店集团	3606	537533	洲际酒店、皇冠假日酒店、假日酒店、假日快捷酒店、StaybridgeSuites、CandlewoodSuites、HotelIndigo等	特许经营约占88.9%、委托管理约占6%、带资管理及其它5.1%	洲际大中华区有51家酒店，是目前在华拥有酒店数量最多的集团，计划到2008年在华酒店总数扩至125家
2	胜腾	6344	532284	拉马达、霍华得约翰逊、天天客棧、超级汽车饭店8、Redcarpet/MasterHostInns、PassportandScottishInns、Travelodge、Knight'sInn、ParkInn、CUC等	-	速8酒店于2004年4月进入中国市场并于同年6月8日在北京王府井开业了其第一家酒店。目前，在中国的31座城市里已经有54家开业或即将开业的速8酒店
3	万豪国际集团	2672	485979	万豪、JW万豪、丽思-卡尔顿、万丽、ResidenceInn、万怡、TownePlaceSuites、FairfieldInn、SpringHillSuites、Bulgari、MarriottVacationClubInternational、Horizons、丽思-卡尔顿俱乐部、MarriottGrandResidenceClub等	特许经营占53.1%，委托管理42.3%，带资管理及其它4.6%；华美达完全实行特许经营	丽嘉将于3年内在华增加约6家丽嘉豪华酒店，其中包括北京地区2家、广州1家、深圳1家、香港1家、三亚1家。计划2006年夏天在香港设立该集团亚太区总部，然后在沪设立国际销售办公室。在上海浦东陆家嘴地区中心地带世纪大道旁建造上海第二家丽嘉酒店的意向书已签署，预计2010年开业，业主是新鸿基地产有限公司
4	雅高	4065	475433	诺富特、宜必思、美居、索菲特、佛缪勒第1、汽车旅馆第6等	带资管理46.5%，租赁饭店21.8%，委托管理15.4%，特许经营16.3%；索菲特和诺富特以委托管理为主。	自1985年进入中国市场以来，在中国管理的酒店已超过35家，其中索菲特（Sofitel）21家、诺富特（Novotel）12家、宜必思（Ibis）2家。2006年1月中旬，雅高透露，2006年将在中国开11家新酒店；未来3至4年购买20多块地皮，投资18亿元人民币。在中国的有2家世纪，因此其中在上海的上海海湾世纪阁可能将是上海第一家美居酒店。2005年，中国区第一家美居酒店在西安开业。雅高计划2007年起每年有12家以上宜必思开业，到2009年，预计该品牌达到50家。长江三角洲地区每个重点城市投资2至3家、共安排20至30家。
5	希尔顿	2747	472720	Hilton、Scandic和Conrad	-	-
6	精选	5132	417631	QualityInn、ComfortInns、Clarion、RodewayInn、EconoLodge、SleepInn和MainStaySuites	-	-
7	最佳西方	4195	315875	最佳西方国际集团是全球单一品牌最大的酒店连锁集团	-	2002年起进入中国，目前已有18家四星级的酒店。通过系统的预订以100%以上的速度在递增，计划在2008年奥运会之前达到100间酒店。
8	喜达屋	845	257889	威斯汀、喜来登、圣-瑞吉斯、福朋、寰鼎、至尊精选、W饭店。	特许经营41.8%，委托管理28.5%，带资管理及其它29.7%	1985年进入中国市场，在中国有19家酒店，在建17家。在华酒店为委托管理、特许经营及有选择的带资管理。喜来登酒店是进入中国的第一家国际饭店管理集团，于1985年开始管理北京的长城饭店。1990年，喜达屋在西安开设了一家酒店。2000年3月1日，坐落于北京建国门外大街的北京国际俱乐部饭店正式将其英文名改为St.RegisBeijing（圣·瑞吉斯北京，原中文名不变），这标志着该饭店将完全按照圣-瑞吉斯饭店的模式和标准动作，成为它在亚太地区的第一家饭店
9	卡尔森	922	147129	丽晶、丽笙、ParkPlaza、CountryInns&Suites和ParkInn；餐饮品牌为星期五餐厅。	-	中国的市场份额已经占了亚太地区的25%，尽管其业务量在印度地区更大，而利润却显然是中国更高。卡尔森进入中国五年来，三大品牌已经进入中国，已发展到八、九家。上海有两个丽笙品牌酒店项目正在洽谈中
10	凯悦	738	144671	凯悦、君悦、柏悦	以特许经营为主	在中国内地酒店4座，委托管理

资料来源：Hotels，中金公司研究部

**表 32: 锦江和建国在国际酒店集团中的排名不断提高**

时间	酒店	Hotels'国际酒店集团排名	管理的房间数量	管理的酒店数量
2002	锦江	47	18278	77
	建国	-	-	-
2003	锦江	35	27484	120
	建国	118	7823	30
2004	锦江	29	32707	150
	建国	91	9214*	30*
2005	锦江	22	41130	199
	建国	85	9266	23
2006	锦江	17	53552	277
	建国	50	14000*	52*

注: \*为Hotels'估计值

资料来源: Hotels, 中金公司研究部

尽管我国酒店管理公司同国际巨头的规模和管理水平上都还有较大的差距,但是随着我国酒店管理的集团化和专业化,锦江和建国两大国内品牌已经取得了快速的进步,在国际酒店集团中的排名都在快速上升,到2006年二者分别在国际酒店集团中排名第17名和50名。

## 4. 旅行社子行业的景气维持低位，在线服务景气看好

### 4.1 传统旅行社景气反弹尚待时日

目前我国旅游行业的产业结构异常分散，各个子行业都存在过度分散的问题，其中尤其以旅行社子行业表现最为突出。从表 33 中可以看出，我国旅行社家数接近 1.5 万家，绝大多数是规模较小的旅行社。

**表 33：中国旅行社发展概况**

年度	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
旅行社总数 (家)	4,986	6,222	7,326	8,993	10,532	11,552	13,361	14,927	16,245	17,957
国际旅行社	991	1,312	1,256	1,268	1,310	1,349	1,364	1,460	1,556	1,654
国内旅行社	3,995	4,910	6,070	7,725	9,222	10,203	11,997	13,467	14,689	16,303
旅行社职工人数 (人)	94,829	100,448	108,830	164,336	192,408	229,147	249,802	246,219	248,919	285,900
国际旅行社	48,881	52,290	47,153	68,093	72,801	89,128	100,742	89,342	89,250	-
国内旅行社	45,948	48,158	61,677	96,243	119,607	140,019	149,060	156,877	159,669	-

资料来源：国家统计局、中金公司研究部

目前国内旅行社的情况是进入门槛极低，市场极度分散，各种类型的竞争者之间竞争激烈，并且主要采用价格竞争手段，导致全行业毛利率不断下滑至 10% 左右。

我们认为造成这种局面的原因包括两个方面：

一方面，消费者对价格的过度敏感导致价格战的盛行。从需求的角度来讲，旅行社的服务质量对消费者的消费体验非常重要，消费者不可能不关注品牌和质量，但是在一定阶段内消费者对价格更为敏感，导致行业内价格竞争十分盛行。

另一方面，价格竞争中“劣币驱逐良币”。从供给的角度来讲，在全行业价格竞争的过程中，大规模、正规化的品牌旅行社不可能放松产品品质要求而降价，相对而言规模小、不太正规的非品牌旅行社则在放松品质要求、降低价格方面更有灵活性，从而在价格竞争中占据主动，不断巩固自己的市场份额，而品牌旅行社则在竞争中处于被动地位。

**表 34：我国旅行社的平均收入、资产和员工人数**

	旅行社收入 (百万元)	旅行社资产 (百万元)	旅行社人 数(千人)	旅行社数 量(家)	社均收入 (百万元)	社均资产 (百万元)	社均人数 (人)
2000	46,995	36,592	164.34	8,993	5.23	4.07	18
2001	58,980	41,547	192.41	10,532	5.60	3.94	18
2002	71,067	41,225	229.15	11,552	6.15	3.57	20
2003	65,279	38,786	249.80	13,361	4.89	2.90	19
2004	101,782	42,438	246.22	14,927	6.82	2.84	16
2005	111,659	41,926	248.92	16,245	6.87	2.58	15
2006	141,103	48,480	285.90	17,957	7.86	2.70	16

资料来源：国家统计局、中金公司研究部

表 34 表明，我国旅行社是一个相当分散的行业，2006 年我国超过 1.79 万家旅行社，平均收入仅 786 万元，平均资产仅 270 万元，平均拥有员工人数为 16 人。

在这种高度分散的行业格局下面，旅行社行业的盈利能力持续下滑，据国家旅游局公布的数据，2004 和 2005 年旅行社全行业的毛利率分别为 6.81% 和 6.3%，净利率分别为 0.3% 和 0.11%，全行业的盈利情况还在继续恶化。

经过多年的恶性竞争，目前旅行社行业的问题已经得到消费者和行业主管部门的高度重视，行业逐步走出谷底的可能性是存在的：

一方面，消费升级导致消费者对价格的敏感性降低。多年的低价竞争给消费者带来很坏的影响，消费者选择旅行社逐步从关注价格走向关注品牌，从而为品牌旅行社主动推广高质量高价格高毛利率的产品提供了可能。目前从金银珠宝到各种服装、家庭用品，从各种食品饮料到信用卡，我国都进入了品牌化的阶段。而在服务行业，即使是美容美发领域都出现了品牌化连锁化的潮流，与消费者体验密切相关的旅行社行业也必然会出现品牌化的趋势。

另一方面，行业监管和自律加强。行业主管机关也加大了打击零团费、负团费等恶性竞争行为的力度，行业自律也有所加强，行业内价格竞争已经不得人心。

旅行社行业在经历了恶性价格竞争、过度竞争之后很可能面临着行业的洗牌和行业景气的反弹，这是消费升级和旅行社“品牌化”的必然要求；但是在目前这种过度分散的行业格局之下，同时还不断有新的旅行社加入竞争的行列，因此行业洗牌还尚未真正开始，消费升级将是一个长期的过程，行业集中度的提高也将是一个缓慢的过程，全行业景气度的回升还需要耐心的等待。

## 4.2 在线旅游服务景气看好

从行业结构来看，目前网上订票和订房收入占到整个市场的 90.9%。而行业中最大的两家公司携程和 e 龙的订票和订房业务也分别占到了两家公司总收入的 93.2% 和 94.5%。虽然订票和订房业务在未来的 5-10 年中还将快速增长并占据行业的主导地位，但是度假预订等其他业务的发展速度将更加惊人。根据艾瑞市场咨询(iResearch)的预测，到 2010 年度假预订等其他业务的收入在行业收入中的占比将从目前的不到 10% 提高到约 21.5%。

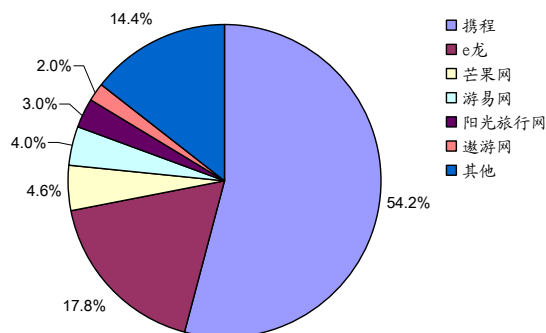
表 35：近年来中国网上旅行预订市场收入结构情况

(人民币亿元)	2003	2004	2005	2006	2007E
订房市场	3.1	5.0	6.0	9.2	12.4
订票市场	0.3	0.9	2.1	4.8	9.7
度假预订	0.1	0.2	0.4	0.9	2.3
其他服务	0.0	0.0	0.0	0.5	0.8
行业总体增长率		74%	39%	82%	63%

资料来源：iResearch 艾瑞市场咨询，中金公司研究部

从行业特点分析，网上旅行预订行业是一个规模效应极度明显的行业，主要的行业壁垒就是用户规模。以美国为例，2006 年其在线旅游市场老牌的前三强全球性旅游网站 Travelocity、Expedia 和 Travelport 旗下 Orbitz 仍然占据市场大部分的份额，2006 年上半年 Expedia 全球营收 11 亿美元，而 Travelocity 在 2006 年第一季度全球营收更是达到 25.4 亿美元，成为当之无愧的全球在线旅游行业的霸主。目前中国网上旅行预订行业市场竞争格局稳定，市场也高度集中，携程一家独大占了 54.2% 的市场份额，排名第二的 e 龙仅为 17.8%。第二阵营里芒果网、游易网、阳光旅行网、遨游网分别占有 4.6%、4.0%、3.0%、2.0% 的市场份额。

图 34：2006 年中国网上旅行预订市场份额



资料来源：iResearch 艾瑞市场咨询，中金公司研究部

对竞争格局的动态分析来看，在线旅游市场的集中度还在继续提高。强者恒强，携程作为行业龙头，虽然其市场份额已超过市场的一半，其市场占有率仍然在不断提高。e 龙仍稳居行业第二，但是其市场份额却有所下降，与携程之间的份额差距有所拉大。排名第三的芒果网（港中旅旗下公司）虽然成立不久但是投入很大，发展十分迅速，大有后来居上之势。我们认为网上旅行预订行业未来很可能成为一个寡头竞争的市场，市场集中度的进一步提高将导致新进入者成功的难度进一步加大。



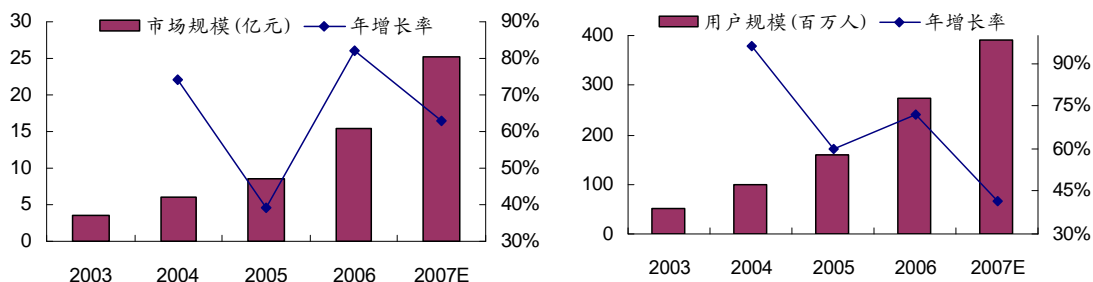
表 36: 2006 年 2 季度以来中国网上旅行预订市场分额的变化

	2006Q2	2006Q3	2006Q4	2007Q1	2007Q2
携程	53.3%	54.0%	55.9%	56.2%	56.6%
e龙	18.7%	18.0%	16.1%	14.8%	14.4%
芒果网	2.4%	3.6%	4.2%	5.0%	5.3%
游易网	3.1%	3.1%	3.0%	3.2%	3.3%
阳光旅行网	2.1%	2.4%	2.5%	2.7%	2.6%
遨游网	2.9%	2.4%	2.1%	1.8%	1.3%
其他	17.5%	16.4%	16.2%	16.3%	16.5%

资料来源: iResearch 艾瑞市场咨询, 中金公司研究部

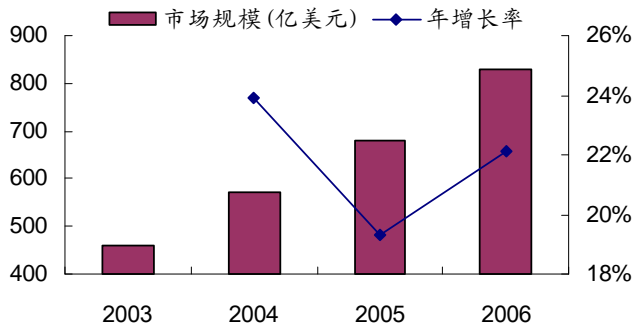
**专栏七：在线旅游服务开辟一片“蓝海”，对传统旅行社的整合值得期待****在线旅游服务市场增长迅猛、成长空间广阔**

网上旅行预订是中国应用最早、发展最成熟的电子商务领域之一，随着携程和 e 龙分别在 2003、2004 年奔赴纳斯达克，这个领域开始引起互联网业界及线下传统旅游行业的重视。根据 iResearch 艾瑞市场咨询的调查统计，2006 年中国网上旅行预订市场规模在 2005 年的基础上大幅增长 82%，达 15.4 亿元人民币，其中网上订房市场规模为 9.2 亿元人民币，同比增长 53%，网上订票市场规模为 4.8 亿元人民币，同比增长 130%。预计 2007 年整个中国网上旅行预订市场将继续保持增长，增长比例为 63%，市场规模达到 25.2 亿元；2010 年更有望突破 65 亿大关。2006 年中国网上旅行预订用户较 2005 年增长 72.1%，达到 275 万人，占中国网民总数的 2%。其中通过互联网预订过酒店的用户占 70.2%、预订过机票的用户占 70.7%、预订了度假产品的占 20.3%。预计 2008 年中国网上旅行预订用户达 570 万人，2010 年将有 900 万人采用网上预订的方式预订旅游产品及服务，占整体中国网民的 3.5%。

**图 35：中国网上旅行预订市场规模和用户规模及年增长率**

资料来源：iResearch 艾瑞市场咨询，中金公司研究部

目前中国网上旅行预订行业还处于高速增长阶段，未来的空间还非常巨大。从用户规模来看，目前使用的人数仅占总网民的 2%，从市场规模来看，目前的行业收入总额还不到全国旅行社收入总额的 1.5%。与发达国家对比，中国网上旅行预订行业的差距更是异常明显。据 Jupiter Research 2006 年 11 月的预测，2006 年美国在线旅游市场将达 830 亿美元，是中国的 400 多倍。

**图 36：美国网上旅行预订市场规模及年增长率**

资料来源：Jupiter Research，中金公司研究部

**在线旅游服务商对传统旅行社业务的冲击和整合值得期待**

网上旅游服务商开辟了旅游服务市场的一片“蓝海”，但是对传统旅行社业务的冲击和整合能力也不容忽视。携程目前正在努力开拓度假产品预订服务，展开与传统旅行社的直接正面竞争。携程通过在产业链上不断扩张，终于成为了一个综合服务的集成商。公司在提供旅行产品的同时也提

供了旅行的策划，其核心竞争力大大提高，各项业务间的协同效应更加突显。而传统旅行社、酒店和航空公司中间也有一批不甘落后，纷纷提供自己的网上在线服务作为自己传统业务模式的拓展。其中比较有代表性的是：港中旅的芒果网，莫泰 168 酒店的 Motell68.com 和春秋航空公司的春秋航空旅游网。

一些新的业务模式值得关注，其中比较典型的代表如下。第一、提供在线旅游搜索服务的去哪网（[www.qunar.com](http://www.qunar.com)）——一个将有资质的酒店、机票代理机构、旅行社提供的旅游服务信息汇集于互联网平台，供用户查阅的互联网信息服务提供商，并将用户带往相关旅游服务提供商。从事旅游搜索服务的网站还有万里（[www.go10000.com](http://www.go10000.com)）和搜比（[www.soobb.com](http://www.soobb.com)）等。

第二、提供旅游超市平台概念的玩客旅游网。其模式类似美国成功的在线旅游平台 Travelzoo，该网站集纳北京上百家旅行社的近千条线路产品并在网站上发布，其赢利模式类似购物中心（shopping mall），靠收取客户的租金赢利，预订者必须与旅行社接洽完成交易。作为一个充满活力的高增长新兴行业，未来网上旅游服务行业的发展动态值得密切关注。

## 5. 投资策略: 重点把握稀缺性景区龙头和北京高星级酒店的投资机会

### 5.1 估值讨论与行业评级

从动态市盈率估值来看, 目前旅游行业主要上市公司的市场一致预期动态市盈率均比较高, 酒店类公司 08 年平均动态市盈率已经在 40X 以上, 景点类公司 08 年市盈率平均高达 53X (表 37)。如何理解目前旅游行业上市公司的估值水平? 估值高还是不高? 我们从行业属性来分析旅游行业是否应该相对于大盘有所“溢价”或者“折价”, 然后我们同国际可比公司估值进行对比, 最后我们同 A 股消费类公司估值进行对比, 通过这种对比我们不难发现, 尽管旅游行业相对国际可比公司有一定的溢价, 但是相对于国内消费品公司的估值水平而言, 估值并不高。

表 37: A 股酒店旅游类公司的 PE 估值水平

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE				ROE		PB	成长性 07-09	PEG 07E
			06A	07E	08E	09E	06A	07E	08E	09E	06A	06A			
	酒店类														
600258	首旅股份	72.22	0.34	0.58	0.98	0.95	91	54	32	33	9.1%	8.3	28.4%	1.9	
600754	锦江股份	105.02	0.36	0.39	0.48	0.53	48	43	36	33	10.6%	5.1	16.9%	2.52	
601007	金陵饭店	32.67	0.23	0.18	0.24	0.30	74	58	45	37	11.8%	8.7	28.2%	2.07	
600576	万好万家	21.31	0.03	0.14	0.21	0.14	330	53	47	71	1.5%	4.8	0.6%	90.2	
000428	华天酒店	50.05	0.47	0.51	n.a	n.a	72	n.a	n.a	n.a	14.9%	10.7	n.a	n.a	
000524	东方宾馆	22.22	0.09	0.11	n.a	n.a	85	n.a	n.a	n.a	4.2%	3.5	n.a	n.a	
000033	新都酒店	20.09	亏损	亏损	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	6.6	n.a	n.a	
	均值		0.25	0.32	0.48	0.48	117	52	40	43	8.7%	6.8	18.5%	24.2	
	中值		0.29	0.29	0.36	0.42	80	53	41	35	9.9%	6.6	22.5%	2.3	
	景点类														
000888	峨眉山A	29.12	0.17	0.21	0.30	0.46	71	59	42	27	6.9%	4.9	47.7%	1.23	
600054	黄山旅游	120.43	0.31	0.37	0.70	0.87	87	69	37	29	16.7%	14.5	53.5%	1.29	
000802	北京旅游	22.07	0.15	0.14	0.29	0.33	106	74	55	49	7.6%	8.1	50.8%	1.46	
002033	丽江旅游	23.39	0.43	0.56	0.62	0.87	54	43	38	27	13.8%	7.5	24.9%	1.71	
000610	西安旅游	14.34	0.05	0.04	0.08	0.10	177	100	92	77	2.2%	3.9	53.1%	1.88	
000978	桂林旅游	35.88	0.25	0.27	0.41	0.51	81	65	49	40	10.4%	8.4	38.0%	1.71	
002159	三特索道	14.40	0.30	0.31	0.46	0.56	95	58	39	32	7.2%	6.8	34.0%	1.71	
600749	西藏旅游	14.58	0.13	0.07	0.19	0.29	142	123	71	45	9.2%	13.0	99.0%	1.24	
000430	S*ST张股	19.28	亏损	亏损	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	32.4	n.a	n.a	
600358	国旅联合	33.52	0.04	0.04	n.a	n.a	204	n.a	n.a	n.a	3.1%	6.3	n.a	n.a	
002059	世博股份	20.86	0.07	0.05	n.a	n.a	129	n.a	n.a	n.a	2.8%	3.6	n.a	n.a	
600593	大连圣亚	9.60	亏损	亏损	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	4.2	n.a	n.a	
000613	ST东海A	25.89	亏损	0.36	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	0.0%	n.a	n.a	n.a	
	均值		0.19	0.22	0.38	0.50	115	74	53	41	7.3%	9.47	50.1%	1.5	
	中值		0.16	0.21	0.35	0.49	100	67	46	36	7.2%	7.15	49.3%	1.6	
	综合类														
600138	中青旅	72.18	0.34	0.62	0.81	1.11	79	37	28	20	7.0%	5.5	33.9%	1.08	
	餐饮														
000721	西安饮食	15.66	0.06	0.05	0.27	0.27	149	69	29	29	3.2%	4.7	145%	0.48	

资料来源: 万德资讯、中金公司研究部

### 旅游行业上市公司应该有估值溢价吗?

首先, 从行业属性来讲, 支持旅游行业相对于大盘有一定的 PE 估值溢价的理由主要包括以下几个方面:

第一、成长性溢价。本报告的第一部分我们已经分析了旅游行业发展面临的各种机遇, 因此未来旅游行业快速发展的趋势是明确的, 在行业向好的趋势下旅游行业上市公司总体业绩将保持持续

增长。更重要的是，不仅是长期业绩成长的趋势非常明确，而且业绩成长的确切性较高，旅游行业不受能源和原材料涨价的影响，不受宏观调控政策的影响，政策只会更加支持这个行业的发展，因此旅游上市公司可以有一定的“成长性溢价”，尤其是确定性成长的估值溢价。

第二、旅游行业上市公司的现金流好，长期来讲景点类公司的资本开支比较有限，业务发展对外部融资（包括债务和股权融资）没有依赖性；债务负担普遍较低，受加息的影响较小；同时股权融资也比较少，长期来看股东权益被摊薄的可能性小。

第三、景点、酒店和旅行社都有持续提价的预期，尤其是在通胀上升的宏观经济环境中，提价能力将有助于盈利提升；相对于很多企业盈利在通胀环境中盈利受到挤压，旅游行业的盈利可能在通胀环境中进一步扩大，超过目前的预期。

第四、部分旅游行业上市公司还带有国企色彩、管理层激励机制不到位，导致业绩释放不充分或者是盈利潜力没有充分发挥出来，因此目前业绩低于真实的盈利能力；但是改善公司治理和加强管理层激励是大势所趋，因此长期投资者可能愿意支付一定的短期溢价来等待长期回报。

### 旅游行业上市公司应该有估值折价吗？

认为旅游行业上市公司应该有估值折价的理由也存在，主要来自以下两个角度：

第一、部分旅游行业上市公司的公司治理不够完善，如果在可预见的将来公司治理仍然难以改善，则可能存在业绩释放不充分、信息披露不充分或者业绩的可预测性较差，应该给予“公司治理折价”；

第二、行业分散，公司规模普遍偏小，导致旅游上市公司的股票总市值和流通市值均偏小，存在“流动性折价”。

当前 A 股小市值行业和小市值股票出现了“流动性折价”并有继续扩大的趋势，在大市值行业和大市值股票一路上扬的同时，部分小市值行业和小市值股票正在经历“结构性熊市”，股价持续下跌，估值水平不断被压缩。

短期形成这种局面的原因可能来自三个方面：第一是大盘蓝筹股票的不断发行，导致大市值公司在市场指数中所占权重大幅上升，少数大市值股票对市场指数的代表性增强了，因此从复制市场指数、跟踪大盘走势的需求角度来讲，机构投资者需要关注的股票数量不是增多而是减少了，甚至某些过去高度关注的行业，由于市值占比的缩小，有可能逐步被“边缘化”；第二，由于共同基金的平均规模不断扩大，投资小市值公司面临的流动性问题加剧，而小市值公司带来的投资收益贡献相对减小。第三是大盘股代表的金融地产和上游周期性行业正在经历高景气阶段，盈利超高速增长，对资金的吸引力较强。

在这三个因素推动下，A 股小市值行业和小市值股票正在从过去的“成长性溢价”转向“流动性折价”。从市场整体风格来讲，这种趋势很可能会持续下去；但是对于小市值行业和小市值公司中的优秀上市公司而言，这种情况肯定是暂时的，毕竟“成长才是硬道理”，坚定持有具有长期成长潜力的优质公司必将给投资者带来丰厚回报，因此这些公司不可能持续相对于大盘甚至周期性股票有估值折价。

从这个角度讲，我们认为旅游行业的优质公司不应该相对于大盘折价，而是应该有一定的溢价。



## 旅游酒店行业国际可比公司估值

表 38：酒店类国际可比公司估值水平

公司	货币	总市值 (亿)	EV/EBITDA					市净率			净资产收益率(%)			市盈率			CAGR	PEG	
酒店类公司			06	07E	08E	9E	06	07E	08E	09E	06	07E	08E	06	07E	08E	9E	07-09E	07E
万豪国际集团	USD	131.1	13.2	10.3	9.4	8.6	5.3	9.2	15.7	188	49%	n.a	n.a	25.3	18.7	16.0	13.4	18.2%	0.9
喜达屋	USD	103.4	11.5	10.1	10.2	8.5	3.7	4.2	3.8	3.4	22%	19%	23%	11.1	19.4	20.2	14.8	14.5%	n.a
胜腾	USD	49.7	10.0	9.6	8.8	8.1	1.5	1.5	1.4	1.3	11%	12%	13%	19.4	13.2	11.8	10.4	12.3%	1.0
精选	USD	23.5	14.6	13.5	12.5	11.3	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	22.3	22.1	19.9	17.9	11.3%	1.8
洲际酒店集团	GBp	27.9	13.6	11.8	10.3	9.2	416.7	-24.8	89.6	22.5	n.a	n.a	n.a	781.8	20.5	16.8	14.2	20.0%	0.8
雅高	EUR	134.7	11.8	10.5	9.8	8.9	3.0	3.7	3.6	3.3	17%	18%	20%	27.1	22.4	19.5	16.8	15.6%	1.3
索尔·梅利亚集团	EUR	23.1	n.a	n.a	n.a	n.a	2.4	2.1	1.8	1.6	15%	15%	14%	17.1	14.3	12.2	11.0	13.6%	0.9
千禧国际酒店公司	GBp	14.4	10.8	10.7	9.8	9.1	n.a	n.a	n.a	n.a	6%	6%	7%	微利	微利	微利	微利	15.6%	n.a
海市蜃楼度假酒店	USD	265.3	19.1	16.4	14.7	14.1	6.5	4.9	4.2	3.9	13%	13%	13%	39.9	38.1	31.6	29.4	13.8%	2.3
N酒店公司	EUR	21.2	18.0	11.3	10.0	9.5	2.1	1.7	1.7	1.6	8%	9%	10%	n.a	23.0	18.2	15.9	20.4%	0.9
如家	USD	12.9	74	302	166	110	2.7	12.1	10.7	9.1	12%	21%	30%	45.2	微利	49.7	30.5	82.0%	0.6
锦江酒店	HKD	148.4	16.6	12.9	12.0	10.5	2.4	2.2	2.1	1.9	6%	7%	8%	32.4	36.3	28.1	25.4	19.5%	1.4
中间值			13.6	11.3	10.2	9.2	2.9	2.9	3.7	3.4	12%	13%	13%	26.2	21.3	19.5	15.9	16%	0.9
平均值			19.4	38.1	24.9	18.9	44.6	1.7	13.5	23.6	16%	14%	15%	102.2	22.8	22.2	18.2	21%	1.2
在线旅游服务类公司																			
携程	USD	39.6	109.9	69.2	45.2	30.4	30.1	23.2	16.9	12.4	n.a	27.3%	31.6%	130.6	84.8	53.6	36.2	53.0%	1.0
E龙	USD	2.0	n.a	81.8	16.4	16.4	n.a	1.3	1.3	1.2	10.6%	-0.2%	1.3%	亏损	亏损	100.3	50.1	n.a	n.a
WEBJET LTD	AUD	1.3	33.1	15.5	11.0	8.7	5.4	5.8	4.8	4.1	11.1%	25.2%	27.9%	50.9	23.0	17.4	13.8	28.9%	0.6
HIS CO LTD	JPY	571.8	0.5	n.a	n.a	n.a	1.3	1.2	1.0	0.9	19.6%	10.4%	10.1%	11.4	11.1	10.4	8.6	13.7%	0.8
FLIGHT CENTRE	AUD	24.7	13.3	8.8	7.5	6.7	6.0	4.2	3.8	3.4	n.a	21.5%	23.0%	30.9	19.3	16.3	14.5	15.5%	1.0
中间值			23.2	42.4	13.7	12.5	5.7	4.2	3.8	3.4	11.1%	21.5%	23.0%	40.9	21.2	17.4	14.5	22.2%	0.9
平均值			39.2	43.8	20.0	15.6	10.7	7.1	5.6	4.4	13.8%	16.8%	18.8%	56.0	34.5	39.6	24.6	27.8%	0.9
综合类旅游公司																			
港中旅	HKD	342.9	46.6	26.4	21.7	18.4	3.2	3.1	3.0	2.8	n.a	5.4%	6.3%	n.a	57.2	47.0	38.8	21.5%	2.2
嘉年华集团	USD	354.8	11.7	11.0	10.0	9.3	1.5	1.9	1.7	1.6	9.5%	12.2%	12.6%	16.2	15.3	13.7	12.5	10.5%	1.3
皇家加勒比海游轮	USD	89.4	11.3	10.2	9.2	8.3	1.4	1.3	1.2	1.1	10.2%	9.2%	9.8%	13.6	14.2	12.3	11.0	13.5%	0.9
AMBASSADORS INTL	USD	1.6	42.8	29.5	6.8	4.7	1.4	1.9	1.5	n.a	4.6%	7.1%	15.6%	30.4	27.1	9.7	4.5	144.9%	0.1
丽星邮轮（香港）	HKD	207.9	19.2	15.8	13.1	12.5	9.8	9.0	9.6	9.1	n.a	-3.9%	4.5%	n.a	亏损	215.4	155.6	n.a	n.a
INTERFERIE	PLN	0.8	n.a	n.a	n.a	n.a	0.9	0.9	0.8	n.a	3.4%	1.6%	2.0%	25.3	54.0	41.5	n.a	n.a	n.a
RESORTS WORLD BH	MYR	214.1	-0.9	10.9	10.0	9.4	3.2	2.7	2.4	2.1	15.1%	14.6%	14.5%	21.2	18.2	16.3	15.1	10.0%	1.6
HOLIDAYBREAK PLC	GBp	3.6	8.2	6.9	5.9	5.5	604.0	10.8	8.3	5.0	38.3%	81.9%	65.2%	微利	13.2	12.7	11.7	6.3%	2.0
CLUB MEDITERRANE	EUR	8.4	12.9	12.2	9.8	8.2	1.8	1.8	1.7	1.6	1.0%	2.7%	5.5%	181.7	67.6	30.8	25.5	62.7%	0.5
VIKING LINE OYJ	EUR	4.5	13.4	8.3	7.0	6.4	3.2	2.9	2.7	2.5	n.a	15.7%	14.5%	n.a	18.7	18.6	18.3	1.3%	13.9
KUONI REISEN-REG	CHF	18.4	n.a	n.a	n.a	n.a	2.9	2.7	2.4	2.0	19.6%	20.1%	20.4%	14.7	13.4	11.6	10.7	12.0%	1.0
中间值			12.9	11.0	9.8	8.3	2.9	2.7	2.4	2.1	9.8%	9.2%	12.6%	21.2	18.5	16.3	13.8	12.0%	1.3
平均值			18.3	14.6	10.4	9.2	57.6	3.5	3.2	3.1	12.7%	15.1%	15.5%	43.3	29.9	39.1	30.4	31.4%	2.6

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

从酒店类国际可比公司的估值水平来看，08 年市盈率的中间值为 20X，平均值为 22X，其中香港上市的锦江酒店 08~09 年市盈率分别为 28X 和 25X，低于 A 股酒店类公司的平均估值水平。从 ROE 水平来看，08 年预测的中间值为 12.6%。我国酒店类公司首旅股份和锦江股份基本接近，但是我国酒店类公司业绩成长性较高，可以给予一定的估值溢价。

从综合类旅游公司来看，港中旅 08~09 年动态 PE 分别为 47X 和 39X，显著高于 A 股的中青旅（这与中青旅短期业绩中房地产和彩票贡献较大有一定的关系），但是成长性不如中青旅。

## 消费类行业估值的横向比较：旅游行业显著低估

从横向比较来看，我们选择中金公司重点研究的部分消费类公司进行比较（表 39），这些消费品公司 08 年市盈率的中间值为 48X，06~08 年净利润年均复合增速的中间值为 30%。我们重点关注的 4 家旅游行业上市公司的 08 年 PE 估值水平平均低于上述中间值 48X，但是业绩的成长性均高于上述中间值 30%，因此横向比较来看，旅游行业公司被显著低估。



表 39: A 股部分消费类公司的 PE 估值水平比较

股票名称	代码	行业	股价	每股收益			市盈率			净利润	
				06	07E	08E	06	07E	08E	CAGR 06-08	PEG
青岛啤酒	600600	食品	33.51	0.33	0.37	0.42	100.8	90.8	80.1	12%	7.5
燕京啤酒	000729	食品	16.50	0.28	0.32	0.27	59.1	52.0	60.7	-1%	n.a
贵州茅台	600519	食品	182.50	1.59	2.50	4.34	114.5	72.9	42.1	65%	1.1
五粮液	000858	食品	37.82	0.31	0.45	0.60	122.7	83.6	62.9	40%	2.1
张裕A	000869	食品	69.80	0.84	1.16	1.51	82.9	60.3	46.2	34%	1.8
伊利股份	600887	食品	27.33	0.52	0.48	0.58	52.8	56.4	47.4	6%	10.2
光明乳业	600597	食品	11.12	0.15	0.17	0.19	75.8	64.6	59.2	13%	4.9
双汇发展	000895	食品	47.77	0.75	0.81	1.00	63.4	59.1	47.6	15%	3.8
华联综超	600361	商业	31.47	0.45	0.58	0.90	70.1	54.6	35.2	41%	1.3
大商股份	600694	商业	44.37	0.88	1.16	1.69	50.4	38.3	26.3	38%	1.0
广州友谊	000987	商业	34.90	0.59	0.76	1.12	59.2	45.8	31.1	38%	1.2
合肥百货	000417	商业	9.54	0.14	0.22	0.32	66.7	43.9	30.2	49%	0.9
天音控股	000829	商业	22.51	0.27	0.45	0.70	84.2	49.6	32.0	62%	0.8
友谊股份	600827	商业	19.11	0.33	0.37	0.42	57.6	52.2	45.9	12%	4.3
苏宁电器	002024	商业	63.00	0.50	0.66	0.86	126.1	95.2	73.2	31%	3.0
王府井	600859	商业	43.06	0.49	0.61	0.82	87.9	70.9	52.3	30%	2.4
锦江股份	600754	酒店旅游	17.99	0.36	0.40	0.45	50.3	44.7	39.7	13%	3.6
中间值				0.52	0.67	0.95	77.9	60.9	47.8	29%	3.1
平均值				0.45	0.48	0.70	70.1	56.4	46.2	31%	2.2
黄山旅游	600054	酒店旅游	26.95	0.31	0.37	0.70	91.6	72.9	38.7	50%	1.5
中青旅	600138	酒店旅游	24.69	0.34	0.62	0.81	86.7	39.9	30.5	54%	0.7
首旅股份	600258	酒店旅游	34.33	0.34	0.58	0.98	100.6	59.3	35.1	69%	0.9
峨眉山A	000888	酒店旅游	12.95	0.17	0.21	0.30	74.0	61.2	43.9	30%	2.0

资料来源：中金公司研究部（07~08年盈利均为中金公司预测数据）。

## 5.2 投资建议：重点把握稀缺性景区龙头和北京高星级酒店的投资机会

### 重点把握稀缺性景区龙头的投资机会

我们建议投资者在旅游行业中重点把握景区子行业的投资机会；一方面是如前文所述，景区子行业是旅游行业中景气度最高的子行业，并且未来景气依然维持高位，稀缺性的重点景区处在游客数量和客均消费“价量齐升”的增长通道中，业绩增长的趋势非常明确。

景区子行业值得重点把握的另一个原因是公司治理加强和激励机制改善将提升业绩成长轨迹。黄山旅游的公司治理和管理层激励已经出现了改善的迹象，而峨眉山的公司治理和激励改善在未来也可能逐步解决，公司治理和激励机制的改善将推动景区类公司的业绩增长进入更快的通道。

除了景区子行业的龙头公司之外，投资者也可以关注拥有稀缺性景区资源的其他公司，包括首旅股份的海南南山景区、丽江旅游等等，这些稀缺性景区的盈利贡献未来都将大幅提高。

此外，我们看好乌镇景区在休闲度假旅游兴起过程中的发展前景，该景区在观光游景区中的资源稀缺性不是很强，面临着其他水乡古镇的一定竞争，但是在未来休闲度假旅游、会奖旅游市场上，其浓郁的水乡风貌、深厚的文化底蕴和独特的接待设施、有利的地理位置将有巨大的发展空间。

### 高星级酒店公司的投资机会值得关注

高星级酒店，尤其是北京地区的高星级酒店面临着难得的发展机遇，房地产价格大幅上涨提升了酒店业，尤其是核心区域酒店的投资价值；短期来看在奥运因素刺激下对北京高星级酒店的需求将持续增长，能够消化高星级酒店的新增供给，我们预期北京高星级酒店的高景气度有望持续到奥运会之后，重点关注首旅股份。

综上，我们维持黄山旅游“推荐”的投资评级，给予中青旅“推荐”评级，给予首旅股份和峨眉山 A“审慎推荐”的评级，对这四个公司的详细分析见下文。



CICC

中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED

2007年11月20日

推荐

酒店旅游

## 黄山旅游(600054/26.95 元)

景区龙头，舍我其谁

## 主要财务指标

(百万元)	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营业务收入	689	817	953	1,197	1,394
(+/-)	30%	19%	17%	26%	17%
主营业务利润	244	304	389	555	670
(+/-)	6%	25%	28%	43%	21%
净利润	69	139	174	328	411
每股盈利(元)	0.15	0.31	0.37	0.70	0.87
(+/-)	1489%	102%	21%	88%	25%
市盈率	177.9	88.3	72.9	38.7	30.9
市净率	17.1	14.8	11.0	9.5	8.1
EV/EBITDA	40.0	48.3	37.1	24.4	19.4
净资产收益率	9.6%	16.7%	15.1%	24.5%	26.3%
ROCE	9.4%	16.8%	16.4%	25.0%	27.1%
现金分红收益率	0.4%	0.2%	0.6%	1.2%	1.5%
每股经营现金流(元)	0.6	0.5	0.5	0.9	1.0
股价/经营现金	48.4	55.1	49.7	31.6	25.9

	B股	A股
当前股价	美元2.46	人民币26.95
股票代码	900942 CH Equity	600054 CH Equity
日成交量(百万股)	0.3	2.9
52周最高价/最低价	美元2.883/0.882	人民币32.88/8.92
发行股数(百万股)	471	471
其中:流通股(百万股)	156	101
主要股东(持股比例)	黄山旅游集团有限公司(41.95%)	

## 近期股价表现



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

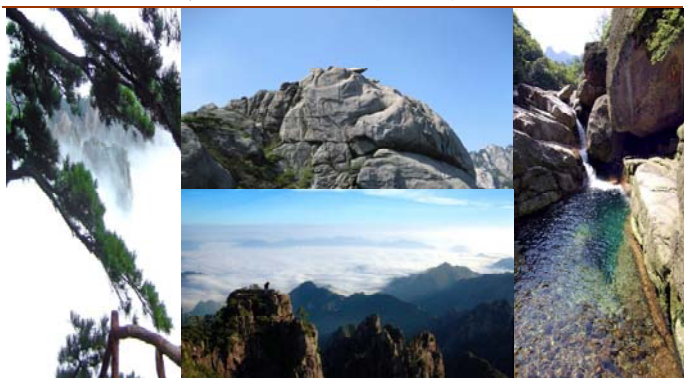
## 要点:

- ◆ **全国景区龙头:** “五岳归来不看山，黄山归来不看岳”，古往今来黄山的旅游资源备受推崇，目前是全国唯一集世界自然和文化遗产、世界地质公园三项桂冠于一身的景区，坐落于富庶的华东地区腹地，随着周边高速公路的开通和航空条件的改善，地缘优势将逐步显露出来。
- ◆ **公司治理改善带来新的成长机遇:** 股改之后政府和大股东对市值的关注导致上市公司治理改善，高管激励机制有望逐步建立，公司目前成本和费用控制已经出现好转，未来随着激励机制的完善，业绩释放将更加充分。
- ◆ **基本面正在显著改善:** 07~09年周边交通条件的大幅改善及奥运效应将带来游客数量快速增长(CAGR13%)和门票业务相应增加(收入和毛利 CAGR18%，预期09年门票提价)；交通改善也将带来太平索道闲置运力的发挥，加上云谷索道的运力瓶颈突破和08年索道提价，预计索道业务将更快增长(收入 CAGR27%，毛利 CAGR30%)；此外，山上酒店垄断经营带来稳定提价预期，山下酒店星级提高、客房增加将带来酒店业务增长(收入 CAGR23%，毛利 CAGR46%)。我们预测合计收入和毛利的年均复合增长率分别可达19%和29%。
- ◆ **盈利预测与估值:** 我们预测07~09年每股收益分别为0.37元、0.70元和0.87元，净利润年均复合增长率为44%。我们用DCF模型测算公司合理估值应为34.48元，相当于08~09年动态市盈率50X和40X。基于垄断稀缺资源的、不依赖资本开支的、持续稳定的内生增长业务模式是高市盈率的主要理由，我们看好公司激励机制改善之后开源和节流两方面对盈利潜力的挖掘。此外，公司对华安证券的股权投资增厚每股价值达到2.89元。维持“推荐”评级，12个月目标价37元，对应目前股价有37%的提升空间。
- ◆ **主要投资风险:** 游客增长、索道和门票提价进度低于预期的风险，政策风险和自然灾害、重大突发事件等影响旅游业的系统性风险。

(备注: 本次报告在10月11日首次关注报告的基础上增加了对10月16日公告和11月13日公告的评论，盈利预测暂时未做调整)

## 公司简介

图 37: 黄山的奇松、怪石、云海和温泉四绝驰名天下

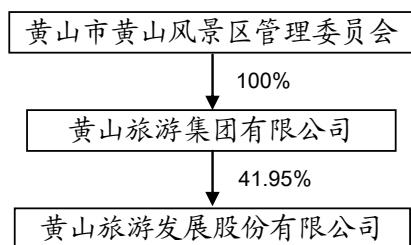


资料来源: 公司网站, 中金公司研究部

“五岳归来不看山, 黄山归来不看岳”, 传说为黄帝修行之地的黄山, 古往今来都备受推崇, 目前黄山是我国唯一一个集世界自然和文化遗产、世界地质公园三项桂冠于一身的景点, 也是国家首批 5A 级景区之一, 以奇松、怪石、云海和温泉四绝驰名于天下, 丰富而独特的旅游资源具有极高的稀缺性, 不可复制、不可替代。

黄山旅游的大股东为黄山市黄山风景区管委会的全资子公司黄山旅游集团有限公司(持有 41.95% 的股权, 见图 38)。公司于 1996 年 10 月发行 B 股、1997 年发行 A 股, 其中无限售条件的流通 A 股 1 亿股, B 股 1.56 亿股。

图 38: 黄山旅游股权结构



资料来源: 公司年报, 中金公司研究部

公司目前的主要收入来源包括黄山游山门票(扣除成本后与管委会各按 50% 分成)、山上仅有的三条索道(云谷索道 100% 的股权、玉屏索道 80% 的股权和太平索道 70% 的股权)、酒店食宿(包括山上全部 9 家酒店和黄山市区内 3 家 4 星级酒店以及黄山北大门正在新建的 1 家 5 星级酒店)和旅行社等, 具体收入和毛利结构见表 40。

表 40: 黄山旅游的收入和毛利结构, 2002~2006

	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
主营业务收入(百万元)	476.6	305.3	529.9	689.1	816.7
年增长率		-36%	74%	30%	19%
主营业务成本(百万元)	280.2	201.2	278.9	418.4	481.4
毛利(百万元)	196.4	104.2	251.0	270.6	335.4
毛利率	42.6%	35.2%	49.3%	40.8%	42.7%
收入占比					
园林门票	29.7%	34.4%	36.0%	38.2%	40.0%
客运索道	19.8%	25.1%	28.9%	23.9%	22.5%
酒店食宿	19.3%	24.3%	24.5%	24.2%	23.1%
旅游服务及其他	31.3%	16.2%	10.6%	13.7%	14.4%
毛利构成比率					
园林门票	32.1%	34.3%	34.2%	40.3%	39.1%
客运索道	39.0%	54.0%	51.3%	43.2%	40.2%
酒店食宿	19.9%	7.6%	14.0%	16.7%	19.5%
旅游服务及其他	9.0%	4.2%	0.5%	-0.1%	1.2%

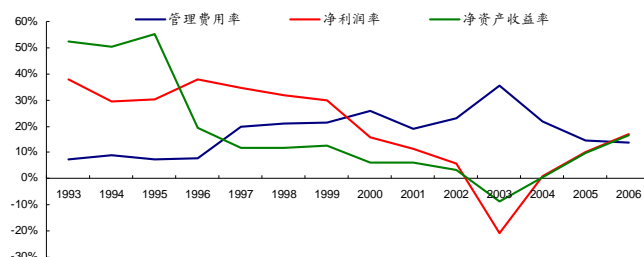
资料来源: 公司年报, 中金公司研究部

## 景区龙头, 治理改善带来新的成长机遇

中国旅游行业的发展已经进入重大战略机遇期。第一、作为典型的资源节约型、环境和生态友好型产业, 旅游业的发展有利于启动内需和创造就业机会、推动社会主义新农村建设和中西部地区的发展, 得到国家政策的大力支持。第二、国内消费升级带来旅游需求的大幅提升, 推动国内游和出境游的持续增长。第三、中国作为世界大国的崛起和开放带动入境游的迅猛发展。第四、奥运会和世博会的举办将全面提升旅游业发展水平, 掀起旅游消费的热潮。

黄山旅游作为旅游行业的景区龙头, 高度稀缺的旅游资源、历史悠久的品牌影响, 奠定了公司良好的发展基础, 在消费升级的大潮中面临着难得的发展机遇, 从这个角度讲, “山中黄山”可比“酒中茅台”。

图 39: 黄山旅游历年管理费用率、净利润率和净资产收益率



资料来源: 公司年报, 中金公司研究部

但是长期以来公司具有浓厚的国企色彩, 公司与集团和管委会之间的关系没完全理顺, 虽然拥有独一无二的稀缺旅游资源, 但是上市公司经济效益一般, 赢利能力没完全发



挥出来。股改之后公司治理出现改善的迹象，随着政府和大股东逐步提高对上市公司市值的关注，利益格局出现了有利于上市公司方向的变化。

图 39 揭示了 1993 年以来上市公司管理费用率、净利润率和净资产收益率的变化情况，自 2004 年公司第三届董事会成立以来，公司出现了积极变化，扣除 2004 年的恢复性增长以外，最近两年管理费用率持续下降，净利润率和净资产收益率持续上升，这种趋势在 2007 年上半年进一步延续。

**表 41：黄山旅游与管委会和集团之间的主要关联交易项目**

(百万元)	2002A	2003A	2004A	2005A	2006A
园林门票业务					
门票价格调节基金			1	7.44	5.67
占门票收入比			0.52%	2.83%	1.74%
风景名胜资源保护费	10.80	10.38	16.46	27.93	37.38
占门票收入比	7.64%	9.89%	8.63%	10.61%	11.44%
门票专营权使用费	64.22	43.21	79.17	113.00	130.79
占门票收入比	45.42%	41.16%	41.50%	42.92%	40.03%
小计	75.02	53.59	96.63	148.37	173.84
占门票收入比	53.06%	51.05%	50.65%	56.36%	53.20%
占门票成本比	90.82%	77.33%	92.09%	96.26%	88.85%
索道业务					
景区建设维护费				22.38	24.52
占索道收入比率				13.61%	13.34%
占索道成本比率				46.98%	49.82%
生活服务费和承担集团费用	11.64	14.04	6.99	6.96	5.4
占管理费用比率	8.81%	14.68%	6.01%	6.83%	4.79%
合计	86.66	67.63	103.62	177.71	203.76
占上市公司收入比率	18.18%	22.15%	19.55%	25.79%	24.95%

资料来源：公司年报，中金公司研究部

我们观察到公司治理方面出现的积极变化包括：第一、内部改革进一步深化，管理得到加强，包括高管在内的经营管理人员都采用竞聘上岗制度，按照具体的考核指标严格考核，达不到考核要求的就很快调整；第二、公司通过收购集团的酒店资产基本实现了对山上酒店的垄断经营，同时基本解决了与集团的同业竞争问题，此举有利于山上酒店的统一管理，提高酒店的经营业绩；第三、对组织机构进行了调整，撤销饭店管理公司、索道管理公司、泛旅实业公司等，此举将有助于消减管理人员，优化管理流程，控制管理费用和提高管理效率。第四、公司利用募集资金新建云谷索道，突破内部交通瓶颈，将极大的提高索道经营效益；第五、公司利用募集资金扩建、新建山下酒店，同时提高酒店星级，为抓住未来游客增长和消费升级的机会打下了基础。

黄山旅游 11 月 13 日公告了高管激励方案，对包括总裁、副总裁、总裁助理和董事会秘书在内的高管层进行现金奖励计划，奖励金额根据经营绩效、经营效率和市场评价三部分共 7 个指标来逐年考核，每年 3 月份以前根据有关考核程序对上年度的有关内容进行考核（见表 42）。

**表 42：黄山旅游高管考核办法的具体考核指标和权重设计**

考核项目	考核指标	考核基值	所占权重	奖励基值（万元）	完成任务奖金
经营绩效（65%）	1、进山人数	190万	15%	2.7	2.7*增长率
	（其中：入境人数）	20万	5%	0.9	0.9*增长率
	2、税前利润	2.2亿	25%	4.5	4.5*增长率
	3、营业收入	9.8亿	20%	3.6	3.6*增长率
经营效率（25%）	4、总资产收益率	12%	7%	1.26	1.26*增长率
	5、净资产收益率	17%	10%	1.8	1.8*增长率
	6、净资产保值增值率	116%	8%	1.44	1.44*增长率
市场评价（10%）	7、股票市值表现（总市值）	94亿	10%	1.8	1.8*增长率
总计（100%）				18	

资料来源：公司公告，中金公司研究部

备注：（1）增长率=实际完成数/考核基值。（2）系数设计：总裁 1；副总裁 0.8；总裁助理、董事会秘书 0.6。（3）本议案须提交 2007 年第二次临时股东大会审议。

我们相信随着公司治理的进一步改善和管理层激励机制的建立，公司未来在开源和节流两方面都还有较大的提升空间。就开源而言，我们期待着公司在主动营销方面迈出更大的步伐，变“坐商”为“行商”，一方面推动游客数量的增长，另一方面提高客均消费；在节流方面，公司在控制成本和费用方面还有一定的潜力。

## 稀缺资源，周边交通改善带来发展良机

黄山坐落于富庶的华东地区腹地，是我国大型山岳型景区中最靠近主要旅游客源地长三角的景区，但是因为黄山及临近地区经济不够发达，长期以来黄山周边的交通基础设施建设比较落后，直到 2006 年 11 月之前仍然没有一条高速公路将黄山与外界日益密集的高速公路网相连接，导致这种地缘优势没有得到充分发挥。

**图 40：黄山周边道路交通图**



资料来源：百度地图，中金公司研究部

从 2006 年 11 月开始，黄山周边三条高速公路陆续开通，由此给黄山旅游带来了巨大的发展机遇。这三条高速分别是连接江西高速公路网的景婺黄（常）高速江西段（景德镇—婺源—黄山，安徽段还未开通）、连接浙江和上海高速公路网的徽杭高速全线（黄山—杭州）、连接安徽北部高速公路网的合铜黄高速（合肥—铜陵—黄山）。这三条高速开通对改善黄山的交通状况意义重大，大大缩短了从上海、

杭州、南昌、武汉、南京和合肥等重要城市进入黄山的时间 (见表 43)

**表 43: 三条高速公路的通车已经大幅改善黄山的交通状况**

高速名称	通车时间	主要线路	通车前	通车后	备注
景婺黄(常)高速 公路江西段	2006-11-19	南昌-黄山	10-12小时	4-5小时	江西游客进入黄山的时间大大缩短
		武汉-黄山	10-12小时	4-5小时	湖北游客进入黄山的时间大大缩短
		上海-黄山	6-7小时	3.5-4小时	上海游客从长途游变成短途游
徽杭高速	2006-12-25	杭州-黄山	3-4小时	2小时	杭州游客进入黄山更方便
		合肥-黄山	6-7小时	3小时	合肥和安徽北部游客更方便
		南京-黄山	7-8小时	3.5-4小时	经过马鞍山、芜湖、铜陵到黄山
合铜黄高速	2007-9-28	机场-黄山	1.5小时	40分钟	航空游客进入景区更快捷, 住宿在市区更方便; 包括上海、杭州在内的南面游客进入景区更快

资料来源: 公司网站, 中金公司研究部

除了上述三条高速公路通车之外, 明年还有两条高速公路可能通车, 分别是景婺黄(常)高速安徽段和黄衢南高速(黄山—浙江衢州—福建南平), 影响见表 44。

**表 44: 未来两年黄山周边还有高速公路陆续通车**

公路名称	计划通车时间	影响
黄衢南高速公路	2008年6月	浙江南部(如温州), 福建(如福州)游客更快进入黄山
景婺黄(常)高速 公路安徽段	2008年6月	浙江南部(如温州), 江西(如南昌), 湖北(如武汉)游客进入黄山的时间进一步缩短

资料来源: 公司网站, 中金公司研究部

除了公路交通之外, 航空交通也会有所改善。今年下半年黄山机场将扩建新国际航站楼, 预计明年 5 月投入使用, 目前黄山机场已经开通到达北京、上海、广州、深圳、济南、武汉、合肥、香港和仁川等地的航线, 未来有望开通澳门、天津、昆明、福州、海口、桂林和珠海等航线, 国内外航空游客也会持续增长。

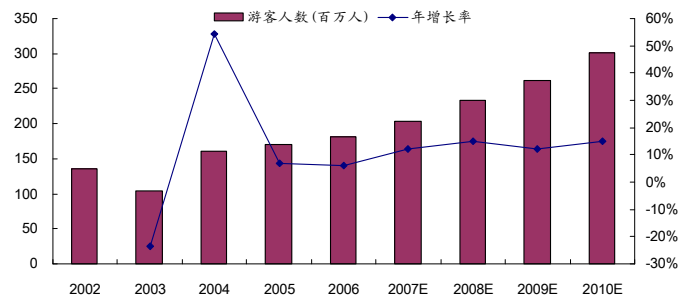
## 园林门票业务: 游客增长、票价提升

奥运会对黄山游客的影响是间接的, 总体上, 奥运会将有助于黄山游客的增长。世博会对黄山旅客的拉动作用将更为直接, 高速通车之后黄山已经成为上海乃至整个长三角的“后花园”, 同时黄山也是上海世博会推荐的旅游线路之一, 因此上海世博会的举办将带动黄山游客在 2010 年前后的显著增长。

今年十一黄金周期间黄山接待游客 11.66 万人, 同比增长 35.56%, 增速创出历史新高(2004 年的恢复性增长除外), 高速通车的集客效应逐步显现出来了。

基于前述交通条件大幅改善的情况, 同时考虑到 2008 年奥运会的拉动作用, 我们对黄山未来数年的游客增长保持乐观预期, 我们预测 2007 年-2009 年黄山旅客增长率分别为 12%, 15% 和 12%。

**图 41: 黄山旅游的游客人数及其增长**



资料来源: 公司年报, 中金公司研究部

根据国家发改委的文件规定, 黄山门票价格自 2005 年 6 月 1 日提价之后三年之内不得再次提价, 并且下次提价幅度不得超过 15%, 因此理论上黄山门票在 2008 年 6 月 1 日之后可以再次提价, 我们谨慎预期黄山门票在 2009 年提升 15%, 此前随着一系列团队打折等票价优惠的取消, 实际票价略有提升, 我们对门票收入的预测见表 45。

**表 45: 黄山旅游的园林门票收入及预测**

	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
进山人数(万人)	171	181	203	233	261
增长率	7%	6%	12%	15%	12%
票价(元/人)					
旺季票面价格	200	200	200	200	230
淡季票面价格	120	120	120	120	138
平均票价	154	180	191	192	205
增长率	29%	17%	6%	1%	7%
门票收入(百万元)	263	327	388	448	537
增长率	38%	24%	19%	16%	20%

资料来源: 公司年报, 中金公司研究部

公司园林门票业务的成本除了票房成本、环卫成本和向管委会支付的 50% 门票专营权使用费之外, 还包括向管委会支付的风景区资源保护费(1992 年起为每张票 3 元, 2002 年调整为每张票 10 元, 2005 年调整为每张票 20 元, 相当于旺季票价的 10%, 2005 和 2006 年的总额分别为 2793 万元和 3738 万元, 占当年门票收入的 10.61% 和 11.44%, 见表 41) 和门票价格调整基金(2005 和 2006 年现金流量表附注中披露的金额分别为 744 万元和 567 万元, 约占当年门票收入的 2.83% 和 1.74%, 见表 41)。

我们谨慎预测未来“风景名胜资源保护费”随着票价提升而提升, 仍然按照旺季票价的 10% 支付, 而票房成本等直接成本按照每年 5% 的速度增长, 因此我们预测的门票业务毛利未来将保持在 40% 左右的水平而没有明显的提高。如果未来“门票价格调节基金”支付比率下降或者票房成本增长低于预期, 则门票业务毛利率有可能出现提升, 如果 09 年门票提价之后“风景名胜资源保护费”没有同步上调, 则 09 年门票业务毛利将多增 400 万元。



## 索道业务：瓶颈突破、运力释放、票价提升

公司持有黄山仅有的云谷索道 100% 的股权、玉屏索道 80% 的股权和太平索道 70% 的股权，目前新建的云谷索道已经准备就绪即将投入使用（表 46）。

**表 46：黄山旅游的索道基本情况**

索道名称	持股比例	启用时间	斜长(米)	高差(米)	索道类型	车厢容量	单向运量(人/小时)
太平索道	70%	1997	3709	1015	双承载单索引二 线往复式	100+1	600
玉屏索道	80%	1996	2176	753	自动循环吊厢式	6	1000
云谷索道	100%	1986	2808	773	三线往复式	55+1	300
云谷索道(新)	100%	2007	-	-	-	-	1000-1200

资料来源：公司年报，中金公司研究部

最近几年来，索道业务的盈利潜力没有充分发挥，一方面是因为太平索道地处后山，由于北大门交通不便，导致从北大门上山人数较少（2006 年估计从北门进山人数仅占 10% 左右），导致太平索道长期处于半闲置状态，2006 年仅载客 35 万人次，盈利仅 223 万元。与太平索道的闲置相反，云谷索道作为一条经典游山线路备受欢迎，但长期以来受制于运力有限，经常出现排队等候的情况（黄金周最长排队时间长达 4 小时以上）。

**表 47：黄山旅游的索道运载人次与收入**

	2004	2005	2006
云谷索道(万人)	101	114	120
玉屏索道(万人)	126	125	137
太平索道(万人)	19	27	35
合计(万人)	247	266	293
收入总额(万元)	15309	16445	18387

资料来源：公司年报，中金公司研究部

这种情况在 2008 年有望彻底改观，我们预期索道业务的盈利贡献有望爆发性增长：

第一、云谷索道运力瓶颈突破：新建的云谷索道在今年 10 月份即将投入使用，运力提升数倍，将大大缓解云谷索道排队的问题，从而带来更高的索道搭乘倍数。

第二、太平索道闲置运力即将发挥。随着合铜黄高速的通车，来自黄山北面的游客有望大幅增长，同时高速通车也大大缩短了南面游客到达北大门的时间，从而有可能出现部分南面游客从北大门进山的情况，这两方面都将带来太平索道载客量的提升。

第三、索道提价在即。从过去的情况来看，黄山索道的价格呈不断提高的趋势（表 48）。今年 8 月份，黄山管委会关于索道提价的听证会已经召开，我们预期在 2008 年初之前索道的旺季票价将上调到 80 元左右。

**表 48：黄山旅游的索道历次提价情况**

时间	索道情况
1998.3 以前	云谷索道上行 40，下行 30；玉屏上行 45，下行 35
1993.3	云谷上下行 45，玉屏上下行 50
1999.3	云谷和玉屏淡季 53，太平旺季 65，淡季 55
2001.1	三条索道统一票价，旺季 65，淡季 55

资料来源：公司年报，中金公司研究部

索道业务的主营成本中较大的一部分是支付给集团的“景区建设维护费”，2005 年和 2006 年分别为 2238 万和 2452 万元，占索道收入的比率分别为 13.61% 和 13.34%，占索道成本的比率分别为 47% 和 50%（见表 41）；扣除景区建设维护费，最近两年索道运营实际发生的运营成本分别为 2526 万和 2470 万，基本保持稳定。

由于索道运营成本基本是刚性的，因此搭乘人次增长和票价提升带来的收入增长在扣除营业税和“景区建设维护费”之后将基本全部转化为新增毛利和税前利润。

我们谨慎假设 08 年初索道旺季票价提价到 80 元，同时索道票价提升之后景区建设维护费同比率提升，仍然占索道收入的 13.34%。在这种假设下未来三年索道业务收入 CAGR27%，毛利 CAGR30%（假设新云谷索道带来折旧增加约 500 万元/年）。如果索道提价之后“景区建设维护费”没有同步上调，则 08~09 年索道业务毛利将比我们预测的多增约 700 万和 900 万。

**表 49：黄山旅游的索道运载人次和收入预测**

	2005	2006	2007E	2008E	2009E
进山人数(万人)	171.0	181.2	202.9	233.4	261.4
索道搭乘倍数	155.0%	161.5%	170.0%	188.0%	190.0%
索道载客人次(万)	265.0	292.6	345.0	438.8	496.6
名义票价					
旺季票价	65	65	65	80	80
淡季票价	55	55	55	65	65
平均票价	62	63	63	75	76
索道收入(百万元)	164.5	183.9	217.4	329.1	377.4
增长率	7.4%	11.8%	18.2%	51.4%	14.7%

资料来源：公司年报，中金公司研究部

## 酒店业务：星级提高、山上价涨、山下量增

公司目前的酒店业务可以分为山上和山下两个部分（表 50）。由于受到规划限制，山上酒店的供给是刚性的，同时需求非常旺盛，在周末和其他旺季房源非常紧张，因此总体上价格不断上涨。此外，2006 年公司收购集团的酒店之后已经基本垄断了山上酒店的经营，因此对价格的控制力进一步增强，在公司对部分低端客房改造为标准间并提高

房价之后,我们预期公司会陆续对山上酒店进行装修和改造,并逐步提高山上酒店的星级,从而持续提高山上酒店的名义房价(门市价)。另一方面,目前山上酒店的实际房价与门市价仍然有很大的差距,随着需求的进一步增长,如果公司逐步消减房价的各种折扣和优惠,实际房价还有较大的提升空间。因此总体上我们对山上酒店的实际房价提升持乐观的估计。

**表 50: 黄山旅游的主要酒店情况**

酒店名称	星级	分类	地点	06年平均房价	房间数量
散花精舍	-	山上	北海景区	-	12
北海宾馆	4	山上	北海景区	615	214
黄山狮林大酒店	4	山上	北海景区	623	153
清凉别墅	-	山上	北海景区	-	12
黄山玉屏楼宾馆	4	山上	玉屏景区	638	200
西海饭店	4	山上	西海景区	559	189
黄山排云楼宾馆	3	山上	西海景区	632	70
云谷山庄	3	山上	云谷景区	177	102
黄山白云宾馆	3	山上	天海景区	622	80
华山宾馆	4	山下	屯溪市区	228	208
黄山国际大酒店	4/5	山下	屯溪市区	-	414
徽商故里大酒店	4	山下	屯溪市区	170	72
山上客房数量合计					1032
山下客房数量合计					694
全部房间合计					1726
在建一轩辕国际大酒店	5	山下	黄山北大门		200+200
改造一天海宾馆	4	山上	天海景区		120
承包一天海招待所					床位44张

资料来源: 公司年报, 中金公司研究部

山下酒店主要包括目前在营业的位于黄山市区(屯溪)的华山宾馆、徽商故里大酒店和黄山国际大酒店,其中黄山国际大酒店正在进行改造和扩建,拟改造成五星级酒店,同时将客房数量增加 200 间左右达到 414 间左右。此外公司还在利用定向增发资金在黄山北大门建设 5 星级的轩辕国际大酒店,规划建设客房 400 间以上,其中一期约 200 间客房计划在 2008 年 5 月份开业。因此山下酒店的客房总数有望在 2007 年和 2008 年各增长 200 间左右。

山下酒店的竞争较为充分,不具备山上酒店的稀缺性和垄断性,因此房价提升将比较困难,但是考虑到公司扩建和新建的酒店均为 5 星级,随着星级的提高平均房价也会有适当的提高。

10 月 26 日公司公告拟将山上核心景区的天海四合院改造成为 4 星级酒店并承包经营天海招待所。

天海四合院改造成为一座四星级酒店,原有建筑占地面积 1586 平方米,改造后建筑占地 1280 平方米,建筑面积 5506 平方米,客房 120 间,餐厅可供 240 人同时就餐。该项目投资总额约 3236 万元,其中工程建设直接费 2532 万元,以公司自有资金投入;该项目已经过黄山风景区管理委员会、安徽省建设厅和安徽省环境保护局的审批,项目建设期约为 10 个月;公司预计该项目建成运营后,每年可实现

营业收入 2391 万元,实现税后利润约 478 万元,投资回收期 8 年。

天海招待所系黄山管委会下属经营单位,建筑面积 420 平方米,餐饮面积约 332 平方米,床位 44 张,也位于黄山风景区天海管理区。股份公司承包经营该招待所,首次签约 5 年,第一年承包费为 340 万元,以后每年按 10%递增,此外公司还需承担天海招待所改扩建的 100 万元贷款。公司预期承包经营后天海招待所每年经营收入约 700 万元(入住率按 60%计算)。扣除承包款 340 万元,扣除年成本 100 万元,年经营收入约 260 万元。

**表 51: 黄山旅游的酒店业务收入及其预测**

	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
年末酒店客房间数	1600	1526	1726	1926	2146
全年平均有效房间数	1600	1563	1676	1876	2036
酒店平均出租率	68%	69%	70%	72%	73%
酒店接待量(万人/间/夜)	39.654	39.307	42.822	49.301	54.249
(+/-) %	1%	-1%	9%	15%	10%
平均单间客房收入(元)	420	480	538	613	668
(+/-) %	27%	14%	12%	14%	9%
酒店业务收入	167	189	230	302	363
(+/-) %	28%	13%	22%	31%	20%

资料来源: 公司年报, 中金公司研究部

10 月 26 日公司公告拟成立黄山旅游莲花酒店管理有限公司(注册资本 100 万元),抓住交通改善给黄山市带来的旅游业发展机会,进行对外酒店委托管理业务,该业务短期内对盈利贡献不大。

## 旅游服务业务

公司的旅游服务业务主要通过旗下控股的四家旅行社来运做,包括 100%控股的黄山海外旅行社、黄山中国旅行社、黄山中国国际旅行社和控股 51%的中海假日旅行社。旅行社业务毛利率较低,对公司收入和毛利的贡献均比较小我们预计该业务未来保持平稳,收入和毛利均维持 2006 年的水平。

## 旅游地产业务

公司年初以 5000 万元保证金参与黄山市屯溪黄口旅游度假开发区 187 亩(12.4 万平方米)土地投标,现已通过招拍挂取得该地块使用权。该项目地处黄山市中心,东临徽州美食城,南临徽杭高速公路屯溪出入口,西临黄山市重点商住开发区江南新城和东方丽景,北临新安江,与市政大楼、世纪广场隔江相望;交通便捷,环境优美,是旅游度假、办公、休闲和投资居住的理想场所。

该地块分为两部分,第一部分 3.69 万平方米地块拟建五星级豪华酒店及会所(高档度假酒店),拟引进世界知名酒店

管理品牌进行管理，拟成立黄山桃花溪旅游房地产开发有限公司（注册资本 3000 万元）从事此地块的酒店旅游地产开发业务；

第二部分 8.77 万平方米地块拟建高档商住房及商业楼，拟成立黄山旅游玉屏房地产开发有限公司（注册资本 5000 万元）负责此地块的房地产开发业务。

公司基于稀缺性景区资源的业务是不依赖持续资本开支的成长性“现金流业务”，主业带来的经营性现金流将不断积累，我们对管理层积极而审慎的寻求对外投资机会持欢迎态度。公司作为当地重点企业，以较低的成本获得有土地资源，然后通过引入合作伙伴共同开发，有望获得比较好的经济效益，我们的盈利预测中暂时还没有考虑地产业务的盈利贡献。

## 财务分析和盈利预测

最近半年的财务情况见表 54，综合毛利率大幅提升 5.3 个百分点，费用率没有同步上升，反映了公司治理改善和管理加强。基于上述我们对各个业务板块的分析，我们对黄山旅游未来三年的盈利预测情况汇总起来，见表 55~56，我们预测 07~09 年 EPS 分别为 0.37 元、0.70 元和 0.87 元，未来三年净利润 CAGR 为 44%。

## 估值及投资建议

基于我们的盈利预测，目前的股价对应的 07~09 年的市盈率分别为 73X、39X 和 31X，鉴于公司作为全国旅游景区的龙头公司，拥有独一无二的稀缺资源，在周边交通改善与公司治理能力和管理层激励机制改善的背景下，未来业绩增长的动力非常强劲，预测未来三年净利润 CAGR44%。同时行业属性决定了公司受国外需求波动和国内政策调控的影响均比较小，因此未来业绩增长的确性较高。此外公司基于稀缺旅游资源的业务模式并不依赖于持续的资本投入，随着基本面的持续向好，公司的经营性现金流将不断积累，有效使用这些现金流将带来预期之外的经营收益、投资收益或者股东红利，因此可以给予一定的 PE 估值溢价。DCF 估值显示公司合理价值为 34.48 元（表 52~53），相当于 08~09 年 50X 和 40X 市盈率。

考虑公司持股 4.54% 的华安证券 07 年上半年净利润 6.3 亿，假设 07 年全年 12 亿净利润，按照 25X 市盈率估值，则华安证券股权价值 300 亿元，对应黄山旅游每股约 2.89 元。两项合计，我们给予黄山旅游 12 个月内 37 元目标价，对应目前股价有 37% 的上升空间，维持“推荐”的评级。

## 投资风险

- 1、索道、门票的提价进度低于市场预期的风险，游客增长低于预期的风险。
- 2、政策风险。具体到黄山旅游而言，“黄金周”对公司的影响并不大，2006 年十一“黄金周”黄山接待游客 8.6 万人，仅占全年的 4.75%，把“黄金周”旺季和紧随其后的淡季综合起来看“黄金周”的贡献有限。随着周边交通条件改善带来的“自驾游”、“周末游”的兴起，以及国际游客的快速增长（上半年增长 33%，大大超过同期全部游客 12% 的增长率），“黄金周”效应还会继续减弱，因此我们认为政策风险不值得担心。
- 3、自然灾害、重大突发事件等影响旅游行业的系统性风险。



表 52: 黄山旅游 DCF 估值的基本假设

(百万人民币)	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
息税折旧前利润	276	435	539	694	825	941	1,067	1,253	1,404	1,576
所得税	-91	-114	-141	-180	-214	-244	-276	-324	-363	-407
资本支出	-185	-110	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-50
折旧	54	61	64	66	68	69	71	73	75	77
营运资本变化	17	21	23	24	12	26	21	20	36	29
自由现金流量	71	292	435	554	642	743	833	972	1,102	1,224
加权平均资本成本	7.32%									
折现率	1.000	0.932	0.868	0.809	0.754	0.703	0.655	0.610	0.568	0.530
折现现金流	71	272	378	448	484	522	545	593	627	649
折现现金流现值	4,588									
终值	12,371	占比	73%							
企业价值	16,959									
现金及等价物	624									
债务	-137									
少数股东权益	-5									
优先股	-									
NAV	17,440									
股本总数	471									
每股NAV	34.48									

基本假设:  
无风险收益率 3.50%  
Beta系数 0.98  
风险溢价 5.00%  
资本成本 8.40%  
税后债务成本 4.79%  
目标债务水平 30%  
永续增长率 3.00%

资料来源: 中金公司研究部

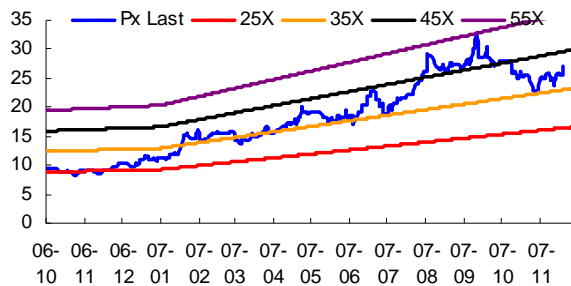
表 53: 黄山旅游 DCF 估值的敏感性分析

34.48	永续成长率					
加权平均资本成本	1.0%	2.0%	3.0%	3.5%	4.0%	
	5.3%	32.3	35.9	40.7	43.9	47.8
	6.3%	29.8	33.0	37.4	40.3	43.9
	7.3%	27.5	30.4	34.5	37.1	40.3
	8.3%	25.4	28.1	31.8	34.2	37.1
	9.3%	23.5	26.0	29.3	31.5	34.2
	10.3%	21.8	24.0	27.1	29.1	31.5

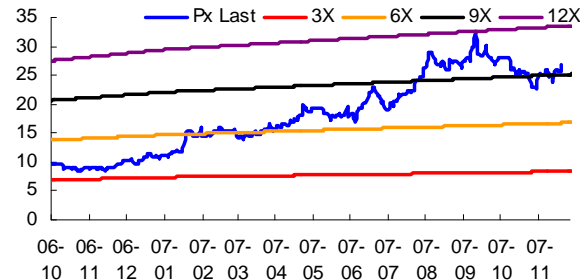
资料来源: 中金公司研究部

图 42: 黄山旅游 P/E Band 及 P/B Band

P/E Band:



P/B Band:



资料来源: 中金公司研究部

表 54: 黄山旅游分季度/半年度历史财务数据

(百万元)	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06*	1Q07	2Q07	3Q07	YoY	QoQ	1-3Q06*	1-3Q06	1-3Q07	YoY
主营业务收入	70.7	279.1	285.2	185.5	97.0	316.9	313.3	9.8%	-1.1%	631.2	635.0	727.1	14.5%
主营业务成本	48.0	164.1	138.8	122.9	63.3	166.0	150.6	8.5%	-9.3%	358.4	351.0	379.9	8.2%
主营业务税金及	3.03	10.2	10.99	6.70	3.82	12.9	12.7	15.6%	-1.2%	24.3	24.3	29.4	21.1%
主营业务利润	19.6	104.7	135.4	55.9	29.9	138.1	150.0	10.8%	8.6%	248.5	259.8	317.9	22.4%
营业费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
管理费用	22.3	24.1	34.2	40.0	27.1	27.7	31.1	-8.9%	12.5%	72.8	80.6	85.9	6.5%
财务费用	0.0	-1.2	0.5	-0.4	0.2	1.1	-0.7	-233%	-161%	-0.7	-0.7	0.7	-190.7%
营业利润	-3.0	82.6	101.6	41.2	2.4	110.0	120.2	18.3%	9.3%	181.2	181.3	232.7	28.3%
利润总额	-3.0	82.2	102.0	40.7	2.4	110.0	119.6	17.3%	8.8%	180.7	181.2	232.1	28.1%
所得税	1.6	27.8	37.7	7.8	2.1	36.2	36.4	-3.5%	0.6%	67.4	67.2	74.7	11.3%
少数股东权益	0.1	2.8	3.7	0.8	0.0	5.7	4.0	8.1%	-29.5%	6.7	6.7	9.6	44.7%
净利润	-4.7	51.5	60.6	32.0	0.4	68.1	79.2	30.8%	16.3%	106.7	107.4	147.7	37.6%
每股收益(元)	-0.01	0.11	0.13	0.07	0.00	0.14	0.17	30.8%	16.3%	0.23	0.23	0.31	37.6%
毛利率	32.1%	41.2%	51.3%	33.7%	34.7%	47.6%	51.9%	0.6%	4.3%	43.2%	44.7%	47.8%	3.0%
营业费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用率	31.6%	8.6%	12.0%	21.6%	27.9%	8.7%	9.9%	-2.0%	1.2%	11.5%	12.7%	11.8%	-0.9%
营业利润率	-4.2%	29.6%	35.6%	22.2%	2.5%	34.7%	38.4%	2.7%	3.7%	28.7%	28.6%	32.0%	3.4%
净利润率	-6.7%	18.5%	21.2%	17.3%	0.4%	21.5%	25.3%	4.0%	3.8%	16.9%	16.9%	20.3%	3.4%
有效税率	-55.6%	33.8%	37.0%	19.2%	86.3%	32.9%	30.4%	-6.5%	-2.5%	37.3%	37.1%	32.2%	-4.9%

注: 标志部分为旧会计准则下数据, 其他则为新会计准则下的可比数据。

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 55: 黄山旅游主营业务收入及毛利率预测

	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营业务收入	689	817	953	1,197	1,384
增长率	30%	19%	17%	26%	16%
园林门票	263	327	388	448	537
客运索道	164	184	217	329	377
酒店食宿	167	189	230	302	352
旅游服务及其他	95	117	117	117	117
主营业务税金及附加	(27)	(31)	(36)	(45)	(52)
主营业务成本	(418)	(481)	(528)	(596)	(668)
园林门票	154	196	232	268	324
客运索道	48	49	55	74	81
酒店食宿	122	123	128	142	150
旅游服务及其他	95	113	113	113	113
毛利	270.6	335	424	600	716
园林门票	109.1	131.1	155	180	213
客运索道	116.8	134.7	163	255	297
酒店食宿	45.1	65.5	102	160	202
旅游服务及其他	-0.4	4.2	4	4	4
毛利率	40.8%	42.7%	44.5%	50.2%	51.8%
园林门票	41.4%	40.1%	40.1%	40.3%	39.7%
客运索道	71.0%	73.2%	74.8%	77.6%	78.6%
酒店食宿	27.0%	34.7%	44.3%	53.0%	57.4%
旅游服务及其他	-0.4%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
收入构成比例					
园林门票	38.2%	40.0%	40.7%	37.4%	38.8%
客运索道	23.9%	22.5%	22.8%	27.5%	27.3%
酒店食宿	24.2%	23.1%	24.2%	25.3%	25.4%
旅游服务及其他	13.7%	14.4%	12.3%	9.8%	8.5%
毛利构成比率					
园林门票	40.3%	39.1%	36.6%	30.1%	29.8%
客运索道	43.2%	40.2%	38.3%	42.6%	41.4%
酒店食宿	16.7%	19.5%	24.1%	26.7%	28.2%
旅游服务及其他	-0.1%	1.2%	1.0%	0.7%	0.6%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 56: 黄山旅游主要财务数据及预测

损益表 (百万元)	2004A	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营业务收入净额	530	689	817	953	1,197	1,384
主营业务利润	230	244	304	389	555	664
其他业务利润	6	6	9	9	10	10
营业费用	-	-	-	-	-	-
管理费用	-116	-102	-113	-122	-130	-135
财务费用	-1	1	1	-0	1	2
营业利润	119	150	202	276	436	541
税前利润	56	125	221	277	458	563
所得税	-48	-51	-75	-91	-114	-141
少数股东权益	-4	-6	-8	-11	-15	-16
净利润	4	69	139	174	328	407
现金流量表 (百万元)						
经营活动现金流净额	211	169	222	256	402	485
投资活动现金流净额	-160	-163	-48	-192	-96	-35
融资活动现金流净额	-50	-47	-41	198	-162	-196
货币资金增加额	1	-41	133	262	144	253
资产负债表 (百万元)						
货币资金	301	371	361	624	768	1,021
应收款项	50	56	52	61	75	88
存货	12	14	14	15	15	15
流动资产	366	443	431	703	862	1,129
长期投资	43	54	176	176	176	176
固定资产	463	434	521	661	719	713
无形资产和其他资产	36	35	36	35	33	33
短期借款	30	25	18	75	75	75
预收帐款	1	2	4	5	6	7
一年内到期的长期负债	-	-	-	-	-	-
流动负债	198	214	266	350	385	423
长期负债	29	29	62	62	62	62
少数股东权益	4	4	5	5	5	5
股东权益	678	717	830	1,157	1,337	1,561
总资产	909	964	1,163	1,574	1,790	2,051
财务指标						
主营业务利润率	43.4%	35.4%	37.3%	40.8%	46.4%	48.0%
息税前利润率	22.7%	21.6%	24.5%	29.0%	36.3%	39.0%
净利润率	0.8%	10.0%	17.0%	18.3%	27.4%	29.4%
净资产收益率	0.6%	9.6%	16.7%	15.1%	24.5%	26.1%
总资产负债率	25.0%	25.3%	28.2%	26.2%	25.0%	23.6%
净资产负债率	33.4%	34.0%	39.5%	35.6%	33.5%	31.1%
流动比率	1.9	2.1	1.6	2.0	2.2	2.7
速动比率	1.8	2.0	1.6	2.0	2.2	2.6
应收帐款周转期	34.4	29.4	23.0	23.0	23.0	23.0
存货周转期	15.7	11.8	10.8	10.0	9.2	8.4
分红比例	0.0%	37.4%	45.9%	45.0%	45.0%	45.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部



CICC

中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED

2007年11月20日

首次关注：推荐

酒店旅游

## 中青旅(600138/24.69 元)

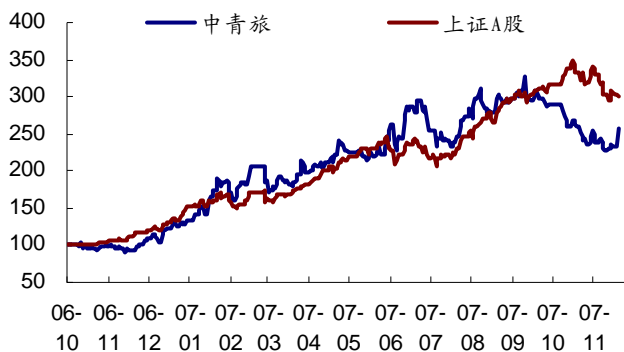
## 旅游产业链的整合者

## 主要财务指标

(百万元)	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营业务收入	2,308	2,866	3,963	4,699	5,047
(+/-)	32%	24%	38%	19%	7%
主营业务利润	250	365	705	920	1,110
(+/-)	51%	46%	93%	30%	21%
净利润	62	91	197	259	354
每股盈利(元)	0.23	0.34	0.62	0.81	1.11
(+/-)	-14%	47%	81%	31%	37%
市盈率	106.8	72.4	39.9	30.5	22.3
市净率	5.3	5.0	4.1	3.8	3.5
EV/EBITDA	65.7	57.7	26.4	18.7	14.0
净资产收益率	4.9%	7.0%	10.3%	12.6%	15.9%
ROCE	3.4%	4.7%	9.1%	9.7%	12.5%
现金分红收益率	0.5%	0.7%	1.3%	1.6%	2.2%
每股经营现金流(元)	(1.2)	0.5	0.4	0.8	1.1
股价/经营现金	(20.6)	45.0	58.2	30.1	21.5

	A股
当前股价	人民币 24.69
股票代码	600138 CH Equity
日成交量(百万股)	7.5
52周最高价/最低价	人民币 32/ 8.57
发行股数(百万股)	320
其中：流通股(百万股)	209
主要股东(持股比例)	中国青年旅行社总社(16.56%)

## 近期股价表现



资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

## 要点：

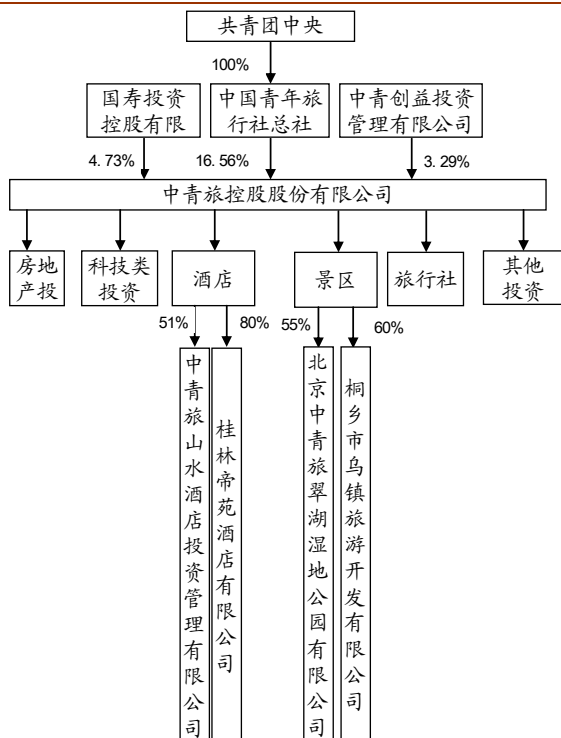
- ◆ **治理完善、积极进取：产业链布局初显成效。**公司在旅游行业中具有相对完善的公司治理机制和领先的激励机制，尽管旅行社主业处于低谷，但公司积极进取，不断向外投资，寻求产业链的延伸，目前在控股山水酒店（经济型连锁酒店）和乌镇景区（休闲度假旅游目的地）之后，产业链布局初显成效，后续延伸与整合动作仍值得期待。
- ◆ **差异化经营和产业整合将推动旅行社业务走出低谷。**中青旅联盟的公司化运作推动公司向旅行社业务批发商（B2B）转型，会展旅游细分市场的清晰定位和差异化经营，有望推动公司旅行社业务率先走出低谷。
- ◆ **景区业务—乌镇发展潜力巨大：**乌镇作为年接待游客超过200万人次的国家4A级景区，西栅景区在休闲度假、会展旅游方面面临着巨大的发展机遇，未来游客数量和客均消费均有较大的增长空间，乌镇的房地产业务和后续旅游开发也值得期待。
- ◆ **酒店业务：山水酒店成长可期：**山水酒店采用“经济型投资、中高星级定位，客房主营与物业外租并重”的差异化经营战略，在经济型酒店中独树一帜，成长空间大；能否将现有模式成功的标准化，并且将标准化的模式不断复制来实现快速扩张值得关注。
- ◆ **策略性投资：短期盈利贡献大。**彩票业务的盈利未来继续增长，与绿城集团合作的三个房地产项目将进入结算期，短期内盈利贡献较大。
- ◆ **盈利预测与估值。**我们预测07~09年EPS为0.62元，0.81元和1.11元，动态市盈率40X、31X和22X，DCF合理估值为33元，首次关注给予“推荐”的投资评级，12个月目标价33元，相对于目前股价有34%的上涨空间。
- ◆ **主要投资风险：**自然灾害、公共卫生事件等系统性风险、人民币大幅度升值导致国际游客减少和国内游客转向海外景点的风险、产业整合对业绩增长不利的风险。



## 公司简介

公司是共青团中央下属的中国青年旅行社总社相对控股的旅游服务业上市公司，1997 年上市以来，经过多次股票融资，现有股本 3.195 亿股，大股东持股仅 16.56%。

图 43：中青旅股权结构及业务架构



资料来源：公司年报，中金公司研究部

## 治理完善、积极进取：产业链延伸初显成效

公司传统主营业务为旅行社业务，在全行业过度竞争和景气不佳的情况下，公司一方面通过持续不断的创新和差异化策略来提升旅行社业务的盈利能力，并尝试对整个旅行社行业进行整合；另一方面公司不断对外投资，寻求旅行社业务之外的盈利增长。在对外投资方面，除了房地产投资和科技类投资之外，公司主要是从产业链延伸的角度，积极介入景区和酒店业务。

在酒店方面公司首先控股了桂林帝苑酒店，但是帝苑经济效益和发展空间均不大，随后公司通过增资扩股的方式控股了具有时尚特色的经济型酒店山水酒店，通过山水酒店的不断扩张，打开了公司未来的成长空间。

在景区业务方面，公司首先控股了北京翠湖湿地公园，由于规模较小以及政府规划的影响，该景区发展空间有限；今年公司成功获得乌镇景区的 60% 的控股权，乌镇景区未来发展空间巨大，由此带来公司业务架构的巨大变化。

随着景区和酒店业务的发展，公司未来的业务重心将重归旅游主业，尽管短期内房地产业务和科技类投资业务还将贡献较大比率的盈利。

长期以来公司管理层积极进取，在旅行社行业激励的竞争中将公司不断发展壮大。公司治理和管理层激励机制在旅游行业中相对而言也比较完善。2006 年 3 月 2 日公司第三届董事会第七次会议审议修订的高级管理人员效益工资分配办法如下：首席执行官效益工资按公司年度净利润 1.5% 的额度发放；其他高级管理人员的效益工资按公司年度净利润 4% 的额度确定发放总额，董事会授权首席执行官根据各位高管所分管工作的实际绩效，综合考虑市场水平确定。

在公司治理完善，管理层激励到位的情况下，公司的产业链延伸已经取得一定的效果，后续的动作仍然值得期待。

## 差异化经营和产业整合推动旅行社走出低谷

过去 5 年公司在 中国百强旅行社 中均排名第二，行业地位比较稳固。尽管旅行社行业面临着行业分散、过度价格竞争、行业平均毛利率不断降低的问题，但是中青旅依靠自身的品牌优势和持续不断的创新，有望率先走出低谷。

从传统旅行社业务来看，今年上半年入境游保持平稳；出境游业务收入和毛利均有超过 40% 的增长，超过行业平均增速，是公司品牌和差异化经营的一种体现；国内游收入和毛利同比增速超过 20%。

表 57：中青旅的旅行社业务

	2002	2003	2004	2005	2006
总收入(百万元)	1488	931	1633	2029	2442
年增速		-37.4%	75.3%	24.2%	20.4%
接待总量(万人次)	69.12	50.89	67.98	88.83	102
年增速		-26.4%	33.6%	30.7%	14.8%
入境游客(万人次)	31.6	14.55	28.11	38.55	55
占比	46%	29%	41%	43%	54%
国内游客(万人次)	31.49	28.4	28.28	37.94	28
占比	46%	56%	42%	43%	27%
出境游客(含港澳)	6.04	7.94	11.59	12.34	19
占比	9%	16%	17%	14%	19%
成本(百万元)	1276	847	1469	1839	2251
毛利(百万元)	213	84	164	190	192
毛利率	14.3%	9.1%	10.0%	9.4%	7.9%

资料来源：乌镇网站，中金公司研究部

我们认为公司在旅行社业务上有两大亮点值得关注：

第一是通过“中青旅联盟”的公司化运作，公司有望成为旅行社业务的批发商（B2B），从而在下一步行业洗牌和整合过程中将占据主导地位。

“中青旅联盟”最早于 2002 年成立，至 2006 年发展到 58 家

会员单位。中青旅联盟过去采用“以产品为主导、利益共享、风险共担”的项目运作模式,主要依靠中青旅的网络优势和品牌优势,提高联盟会员的营销影响力和产品采购端(包括旅游景点、交通、酒店)的议价能力。今年上半年公司成立了联盟旅游分公司,意味着“中青旅联盟”从松散的会员联盟方式走向公司化运作,该公司定位于旅行社同业批发业务(B2B),依靠中青旅的品牌以及中青旅联盟的规模优势,进行各种旅游产品的集中采购,然后向中青旅联盟的会员旅行社进行批发。目前在组团方面已经开发了海南、桂林、内蒙等产品,在地接方面开发了北京地接产品,在同业批发市场的推广比较顺利。

虽然联盟旅游分公司的短期盈利贡献不会太大,但是我们认为此举还是标志着公司致力于行业整合的尝试和努力出现了阶段性成果,该公司的发展有利于公司在未来的行业洗牌和行业整合中占据主动地位,同时公司未来在行业整合方面的继续努力也值得期待。

第二是大力发展会展旅游等专业化旅游服务,通过市场细分和专业定位,有望摆脱低端产品的无序竞争,获得盈利能力提升的动力。

中青旅会议展览分公司于2002年成立,定位于为集团客户提供专业化的会议、展览、奖励等旅游服务,该公司发展良好,从中标情况来看,2005年已经占到北京会奖旅游市场约60%的市场份额。2007年5月该分公司改制为子公司——中青旅(北京)国际会议展览有限公司(以下简称会展公司),注册资金2200万元,公司持股比率82%。2006年年初,上市公司在上海成立分公司,初期也以会展旅游作为重点发展方向,当年即实现了盈利。最近会展公司深圳分公司已经成立,标志着会展业务在进入华北、华东市场之后正式进军华南市场,初步形成了全国重点区域的布局架构。目前会展旅游的毛利率约12~15%,高于传统旅行社业务,在旅行社业务中的毛利贡献估计已经达到20%左右。

2006年公司完成了拜耳公司1500人韩国年会、中国人寿精英700人奥地利峰会、辉瑞公司1200人POA会议、西安杨森900人POA会议、上海分公司承接了强生公司900人年会等大型会展旅游项目。

### 景区业务: 乌镇发展潜力巨大

2006年底公司以3.55亿元现金对乌镇旅游开发有限公司增资,获得60%的控股权。

图 44: 乌镇的水乡风貌与文化底蕴



资料来源: 乌镇网站、中金公司研究部

### 乌镇是极具竞争力的水乡古镇,发展空间广阔

乌镇是一个有1300年建镇史的江南古镇,十字形的内河水系将全镇划分为东南西北四个区块,当地人分别称之为“东栅、南栅、西栅、北栅”。2001年东栅开始对外开放,以其原汁原味的水乡风貌和深厚的文化底蕴,一跃成为中国著名的古镇旅游胜地,年接待国内外游客超过200万人,被国家旅游局评为首批AAAA级景区,获得联合国颁发的“2003年亚太地区遗产保护杰出成就奖”,目前正在申请世界文化遗产。深厚的人文积淀和亘古不变的生活方式使乌镇成为了东方古老文明的活化石,向世人展示了中国古老文化的非凡魅力和东方生活的传统精髓。

图 45: 乌镇地理位置示意图



资料来源: 乌镇网站、中金公司研究部

乌镇地处浙江省桐乡市北端,西临湖州市,北界江苏吴江县,为二省三地七县交界处。陆上交通经姚震公路可与省道盐湖公路、国道320和318公路、沪杭高速公路相衔接。乌镇距桐乡市区13公里,距嘉兴、湖州、吴江三市分别为27公里、45公里和60公里,距杭州、苏州均为80公里,距上海140公里(2小时车程)。



## 乌镇的东栅和西栅：清晰定位、错位竞争

乌镇旅游开发有限公司拥有已经开发的乌镇东栅、西栅和中市的独家经营权，包括景区门票、游船、商铺、旅馆、餐饮等在内的所有景区内经营性业务全部由该公司独家经营，同时拥有尚未开发的北栅和南栅的优先开发权，总体上产权异常清晰，是一个非常完整的景区。乌镇总面积 3 平方公里，是我国面积最大、规划最好、保护最好的江南水乡之一，同时也是乌镇也是唯一的景区内拥有大规模住宿接待能力的水乡古镇。

**东栅为古镇观光游：**东栅沿河两岸长约 1 公里的古街区，共有江南百床馆、江南民俗馆、江南木雕陈列馆、余榴樾钱币馆、茅盾纪念馆等九个展馆。目前东栅门票为 100 元/人（06 年初提价之前为 60 元/人），06 年接待游客 159 万人，07 年上半年接待游客约 90 万人，我们估计全年约 170 万人。客源结构中 80% 以上是旅行团，给旅行社的票价比较优惠，散客相对较少。

**西栅为古镇休闲度假游：**西栅在 2007 年春节开始营业，目前处于推广期，目前西栅门票为白天 120 元/人，晚上 40 元/人，同时推出东栅和西栅的联票 150 元/人，目的是吸引游客进入西栅并在西栅住宿。西栅采用完全不同于东栅的业务定位，定位于比较高端的休闲游、度假游和会展旅游，虽然名义票价仅比东栅高 20%，但是实际票价要高得多，同东栅错位竞争，吸引不同的游客。

07 年上半年西栅接待游客超过 10 万人，我们估计全年 30 万人；客源结构中主要是散客、会议奖励旅游、入境游等游客，旅行团占比约 10%。

东栅和西栅的业务定位和经营策略互不相同，采用差异化经营，东栅游客人数众多，提高乌镇的知名度，但是客均消费较低；西栅游客人数较少，但是更强调游客感受，客均消费较高，并且未来有很大的提高空间。

## 乌镇的门票业务

我们预期乌镇东栅的游客人数和实际票价均将保持缓慢的增长，一方面是水乡古镇之间的竞争依然存在，另一方面是过度依赖旅行团的客源结构也不允许票价快速提高。但是考虑乌镇西栅处在营业推广的初期，游客数量将保持快速增长，同时票价维持高位。

表 58：乌镇门票业务预测，2006~2009

	2006A	2007E	2008E	2009E
<b>东栅</b>				
东栅游客（万人）	159	170	180	189
增速（%）		7%	6%	5%
东栅票价（元/人）	100	100	100	100
平均票价（元/人）	39	41	43	45
门票收入（百万元）	62	69	77	85
<b>西栅</b>				
西栅游客（万人）		30	45	60
增速（%）			59%	41%
西栅票价（元/人）		120	120	120
平均票价（元/人）		90	95	101
门票收入（百万元）		27	43	61
<b>合计</b>				
游客人数(万人)	159	200	225	249
增速（%）		26%	13%	11%
平均票价（元/人）	39	48	53	58
门票收入（百万元）	62	96	120	146
增速（%）		56%	25%	21%

资料来源：公司年报、中金公司研究部

## 乌镇的酒店业务：特色鲜明、成长可期

目前乌镇旅游开发公司拥有正在营业的西栅景区内的三个会所、1 家准五星级酒店通安客栈和 288 间民宿，以及东栅的子夜酒店和望佛客栈共 576 间客房（不包括青年旅馆的 40 个床位）。另有 550 间客房正在建设中，预期在 2008 年五一到年底陆续开业，开业之后共有 1126 间客房对外营业（表 59）。

表 59：乌镇的酒店概况

酒店名称	位置	星级	客房数	客房类型	标房价
锦堂会所	西栅	超5星级标准	34	豪华客房30间，套房4套	1300
盛庭会所	西栅	-	24	园子套房22间，景观别墅2栋	900
恒益堂会所	西栅	-	26	单人/双人/多人套房	980
通安客栈	西栅	准5星级标准	126	另有40间位于南区，估计08年五一以后开业	880
乌镇民宿	西栅	-	288	另有70间估计08年夏天开业	200-1000
枕河度假酒店	西栅	4星级	400	在建，预计2008年底开始营业	-
青年旅馆	西栅	-	-	拥有床位40张	-
子夜酒店	东栅	3星	42	双标房40间，套间1套	480-2800
望佛客栈	东栅	准3星	36	小标间6间，普标20间，豪标10间	480-580
合计			576	另有550间在建，全部营业后客房总数可达1126间	

资料来源：乌镇网站、中金公司研究部

会所定位高端，环境优雅，完美的体现了人与自然和谐相处的精神，在众多景区的接待设施中独树一帜，很受游客欢迎。此外，民宿也是乌镇独特的接待资源，民宿的房屋产权全部在公司（当地农民被全被拆迁到景区之外，现在公司考虑到维持生活气息的需要，回迁了部分农民），同时营销、结算、财务管理全部由公司统一，服务上采用两种模式，一种是由公司的服务员统一服务（部分民宿保留厨房，游客可以自己买菜做饭）；另一种是为了营造生活气息，由“房东”服务。“房东”是当地农民，除了承担酒店服务员的功能之外，还可以为游客做饭、陪客人聊天等等。

**表 60: 乌镇酒店业务的预测, 2007~2009**

	2007E	2008E	2009E
酒店客房(间)	576	686	1086
平均房价(元/间/夜)	400	440	484
入住率(%)	25%	30%	30%
RevPAR	100	132	145
酒店接待量(万人/间/夜)	5.26	7.51	11.89
增速(%)		43%	58%
客房收入(百万元)	21	33	58
非客房收入(百万元)	4	7	12
酒店收入合计(百万元)	25	40	69
增速(%)		57%	74%

资料来源: 中金公司研究部

### 乌镇的其他业务: 稳定增长

除了门票和酒店之外, 景区内的收入还包括房地产项目销售收入、旅游纪念品的销售收入、店铺租金收入、游船收入、影视拍摄的场景租金收入等等。

目前公司可供出售的房地产项目主要是两个部分: 第一、拆迁安置房项目, 可售的还有 132 套住宅(约 14000 平米)、466 套该小区内的底商商铺(约 12000 平米)。暂时还没有对外销售, 我们预期在 2008~2010 年这 3 年间销售并结算。第二、东栅门口新建的 5800 平米商铺和 2400 平米酒店项目, 估计在今年 12 月开始对外销售, 如果销售顺利则部分销售收入有望在 07 年结算。

未来随着将来西栅游客的增多, 尤其是休闲、度假游客的增长, 来自餐饮、购物、游船、租金、娱乐等项目的收入会稳步增长。

总体上讲, 乌镇目前还处在培育和推广期, 但是发展前途很大, 尤其是西栅定位于高端客户的度假、休闲、会展服务, 未来游客增长和客均消费的提高均值得期待, 盈利增长空间巨大。

此外, 乌镇旅游开发公司还享有乌镇南栅和北栅的优先开发权, 我们相信一旦西栅开发获得成功, 南栅和北栅的开发将带来公司未来更大的成长空间。

公司的景区业务除了乌镇之外, 还有持股 55% 的北京翠湖湿地公园, 该公园由于政府规划为城市公益配套项目, 未来收益不会很高。

### 酒店业务: 山水经济型酒店成长可期

**表 61: 山水酒店概况**

酒店地点	定位	房价	房间数	开业时间
北京航天桥店	中端商务型酒店	255-268	117	2007年2月
肇庆店	准四星	270-340	155	2007年2月
广州花都店	快捷商务型酒店	108-148	100	2006年11月
深圳罗湖店	准四星	280-318	192	2005年5月
深圳华发店	准四星	366-400	200	2004年12月
深圳上梅林店	中端商务型酒店	264-330	104	2003年7月

资料来源: 乌镇网站、中金公司研究部

公司投资的酒店业务包括持股 80% 的桂林帝苑酒店和持股 51% 的山水酒店。帝苑酒店 06 年亏损 357 万, 预期未来能够逐步扭亏, 酒店业务主要的看点是山水酒店, 2006 年山水酒店收入 6697 万元, 净利润 1349 万, 为公司贡献权益净利润 688 万元。

中青旅山水酒店业务采用“经济型投资、中高星级定位, 客房主营与物业外租并重”的差异化经营战略, 在经济型酒店中很有特点, 尤其是其时尚的装修风格和独特的盈利模式有助于培养自身的竞争优势。

到 2007 年中期公司已经营业的经济型酒店有 6 家, 另外有 6 家在筹备中, 预计到年底将有 10 家对外营业, 客房总数有望超过 1500 间。公司计划到 2008 年底有 20 家经济型酒店开业。

中国经济型酒店的未来成长空间依然广阔, 虽然如家和锦江之星已经具备了一定的先发优势, 山水酒店如果能够通过市场细分和准确的定位来实现差异化经营, 也会有很大的成长空间; 但是山水酒店能否将现有模式成功的标准化, 并且将标准化的模式不断复制来实现快速扩张值得关注。

### 策略性投资业务: 短期盈利贡献大

**彩票业务:** 公司持股 82% 的北京中青旅风采科技有限公司经营势头良好, 主要业务是为云、贵、川三省的福利彩票发行提供服务并从福彩销售收入中获得 3% 的收入分成, 协议期限均为 30 年。2006 年西南三省电脑福利彩票销量合计达到 37 亿元, 同比增速 49%, 净利润 4477 万, 为公司贡献权益利润约 3672 万元。2006 年彩票投注机数量较 2005 年增长 36%, 站点数量的扩充是收入和利润增长的主要驱动因素。今年上半年实现收入 20.5 亿元, 净利润 2425 万元, 继续维持增长态势。

由于福利彩票业务行业的特殊性, 彩票业务存在一定的政策风险。在目前合作协议框架下(云南 2011 年到期, 贵州和四川 2017 年到期), 地方政府提前解约的可能性不大, 但是协议到期之后继续续约的可能性也很小, 因此彩票业

务很可能经营到协议期结束后即告终止。

**房地产出租业务：**中青旅大厦地处北京市东直门东三环以内，投资总额 6 亿元，建筑面积 6.5 万平米，物业出租情况良好，06 年底出租率超过 70%，目前出租率已经达到 80%。随着首都机场快速轨道线的建设和 2008 年奥运会的临近，北京东二环商务区的环境和配套逐步成熟，中青旅大厦的租金水平和出租率有望继续走高，预计今年能够贡献净利润约 1500 万元，未来随着租金提高和出租率继续上升还有一定的增长，我们预期 2008~2009 年每年能够贡献净利润各 2000 万元。

**房地产开发业务：**公司的房地产开发业务均为与绿城集团合作项目，主要是通过公司持股 51% 的中青旅绿城投资置业有限公司参与的三个项目（表 62）。

**表 62：中青旅绿城的三个房地产项目简介**

公司名称	项目名称	中青旅绿城 持股比例	上市公司最 终权益比率	占地面积 (亩)	预计总投资 (百万元)	可售建筑面 积(平方米)	权益可售面 积(平方米)
德清西子	德清百合公寓	50%	26%	155	678	165,000	42,075
德清中田	德清桂花城	95%	48%	250	1,030	237,000	114,827
中州绿城	郑州绿城百合公寓	77%	39%	330	1,200	340,000	133,518
合计				735	2,908	742,000	290,420

资料来源：公司公告、中金公司研究部

三个房地产项目计划在 2008 年全部竣工，可售面积合计 73.7 万平方米，2006 年末累计销售额达 4.57 亿元，到 2007 年中期累计销售面积已达 19.1 万平方米，累计销售额约 7.8 亿元。2007 年上半年，郑州绿城百合公寓项目确认销售收入 2.22 亿元，为公司贡献权益利润 599 万元。预计 2007~2010 年之间公司的三个房地产项目将逐步确认收入，为公司带来盈利贡献，我们按照 2007~2010 年分别结算 25% 的面积来预测，如果公司的结算进度快于我们的预测，则短期业绩有可能超出我们的预期。

但是在这三个项目结束之后公司未来是否同绿城集团继续合作进行房地产项目开发存在一定的不确定性，因此我们对公司的房地产业务（包括房地产开发和物业出租）不采用市盈率估值，而是采用 NAV 估值方法，合每股约 2 元。

## 财务分析与盈利预测

最近几年随着公司在产业链上的不断延伸，逐步进入了一些毛利率较高的业务，包括酒店、景区和房地产业务等，导致综合毛利率和净利率逐步走高，今年上半年分别达到 20.67% 和 4.81% 的历史最高水平。同时由于对外投资较大，资产负债率有所提高，达到 47%。

我们预测 07~09 年收入 CAGR 为 21%，净利润的 CAGR 为 57%，EPS 为 0.61 元，0.80 元和 1.09 元。

## 估值及投资建议

目前股价对应的 07~09 年动态市盈率 36X、28X 和 20X，DCF 估值显示合理价值为 33 元，首次关注给予“推荐”的投资评级，我们看好公司延伸旅游产业链的发展战略和盈利增长前景，尤其是乌镇在休闲度假旅游兴起中的巨大发展空间。

## 投资风险

1. 彩票业务面临的政策风险。
2. 自然灾害、重大事件影响旅游的系统性风险。
3. 房地产调控的政策风险。

**表 63：中青旅 DCF 估值的基本假设**

(百万人民币)	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
息税折旧前利润	273	412	575	751	672	844	1,028	1,257	1,544	1,906
所得税	-62	-84	-116	-184	-165	-209	-255	-313	-388	-483
资本支出	-150	-190	-165	-196	-225	-259	-298	-326	-357	-391
折旧	69	76	80	84	88	94	101	109	118	128
营运资本变化	-145	-142	-173	-224	19	-141	-144	-105	-105	-135
<b>自由现金流量</b>	<b>-14</b>	<b>73</b>	<b>202</b>	<b>229</b>	<b>390</b>	<b>330</b>	<b>432</b>	<b>621</b>	<b>812</b>	<b>1,026</b>
加权平均资本成本	7.90%									
折现率	1.000	0.927	0.859	0.796	0.738	0.684	0.634	0.587	0.544	0.505
折现现金流	-14	67	173	182	288	226	274	365	442	518
折现现金流现值	2,521									
终值	9,832	占比 80%								
企业价值	12,353									
现金及等价物	227									
债务	-841									
少数股东权益	-256									
优先股	-									
NAV	11,483									
股本总数	320									
<b>每股NAV</b>	<b>33.31</b>									

基本假设：

无风险收益率	3.50%
Beta 系数	1.05
风险溢价	5.00%
资本成本	8.75%
税后债务成本	5.90%
目标债务水平	30.00%
永续增长率	2.50%

资料来源：中金公司研究部

**表 64：中青旅 DCF 估值的敏感性分析**

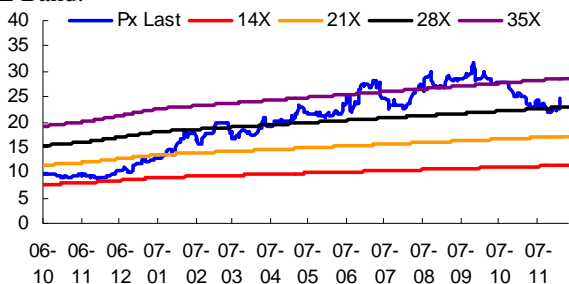
33.31	永续增长率					
	1.0%	1.5%	2.5%	3.0%	3.5%	
加 权 平 均 资 本 成 本	5.9%	43.1	47.6	60.4	70.1	83.9
	6.9%	33.5	36.2	43.7	48.8	55.4
	7.9%	26.8	28.6	33.3	36.3	40.1
	8.9%	21.8	23.1	26.3	28.2	30.6
	9.9%	18.1	19.0	21.2	22.6	24.1
	10.9%	15.2	15.9	17.5	18.4	19.5

资料来源：中金公司研究部

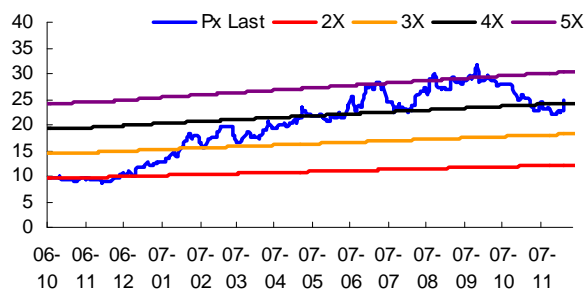


图 46: 中青旅 P/E Band 及 P/B Band

P/E Band:



P/B Band:



资料来源: 中金公司研究部

表 65: 中青旅分季度/半年度历史财务数据

(百万元)	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06	1Q07	2Q07	3Q07	YoY	QoQ	1-3Q06*	1-3Q06	1-3Q07
主营业务收入	478.9	655.4	844.6	786.9	514.7	963.0	1,160.8	22.9%	20.5%	2,078.9	2,078.9	2,638.5
主营业务成本	397.3	567.3	828.2	684.4	405.6	766.6	972.3	17.4%	26.8%	1,792.8	1,792.8	2,144.5
主营业务税金及附加	4.01	5.6	6.89	6.67	6.21	22.8	10.0			16.5	16.5	39.0
主营业务利润	77.6	82.5	109.5	95.9	102.9	173.5	178.5	63.0%	2.8%	269.6	269.6	454.9
营业费用	37.1	36.4	45.3	51.1	50.0	63.6	72.6			118.8	118.8	186.2
管理费用	22.8	22.4	30.1	44.3	25.7	41.1	37.4	24.3%	-9.1%	75.3	75.3	104.3
财务费用	0.7	-0.7	7.2	-1.0	6.0	0.5	5.6	-21.7%	967.6%	7.2	7.2	12.2
营业利润	14.2	31.0	34.5	37.7	33.9	77.1	87.9	155.0%	14.0%	79.6	79.6	198.9
利润总额	14.3	31.0	34.8	36.5	34.5	76.8	88.4	154.1%	15.1%	80.0	80.0	199.6
所得税	1.7	4.2	4.5	8.4	6.2	14.8	19.1	326.3%	29.5%	10.4	10.4	40.1
少数股东权益	-0.3	-0.8	5.5	2.1	-0.1	19.4	14.2			4.5	4.5	33.5
净利润	15.9	24.5	24.1	26.5	30.1	40.9	55.1	128.2%	34.7%	64.5	64.5	126.1
每股收益(人民币元)	0.05	0.08	0.08	0.08	0.09	0.13	0.17	128.2%	34.7%	0.20	0.20	0.39
毛利率	17.0%	13.4%	12.3%	13.0%	21.2%	20.4%	16.2%	3.9%	-4.2%	13.8%	13.8%	18.7%
营业费用率	7.7%	5.6%	4.8%	6.5%	9.7%	6.6%	6.3%	1.5%	-0.3%	5.7%	5.7%	7.1%
管理费用率	4.8%	3.4%	3.2%	5.6%	5.0%	4.3%	3.2%	0.0%	-1.0%	3.6%	3.6%	4.0%
营业利润率	3.0%	4.7%	3.6%	4.8%	6.6%	8.0%	7.6%	3.9%	-0.4%	3.8%	3.8%	7.5%
净利率	3.3%	3.7%	2.6%	3.4%	5.9%	4.2%	4.7%	2.2%	0.5%	3.1%	3.1%	4.8%
有效税率	11.9%	13.5%	12.9%	22.9%	18.0%	19.2%	21.6%	8.7%	2.4%	13.0%	13.0%	20.1%

注: 标志部分为旧会计准则下数据, 其他则为新会计准则下的可比数据。

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 66: 中青旅主营业务收入及毛利率预测

	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营业务收入	2,307.5	2,865.8	3,962.9	4,699.3	5,047.3
旅游服务业	2,028.6	2,442.3	2,735.4	3,227.8	3,324.6
景区业务	0.0	88.1	174.1	240.4	290.9
酒店业务	49.9	104.3	159.7	246.0	350.6
房地产开发	0.0	0.0	583.7	642.1	706.3
房地产出租	0.0	0.0	40.0	46.0	48.3
技术服务与产品销售	229.1	319.2	270.0	297.0	326.7
主营业务成本	-2,041.7	-2,477.2	3,232.5	3,748.6	3,901.7
旅游服务业	1,838.6	2,250.6	2,489.2	2,930.8	3,018.8
景区业务	0.0	0.0	41.0	62.9	69.9
酒店业务	19.1	26.5	59.4	89.8	126.6
房地产开发	0.0	0.0	477.1	482.4	487.4
房地产出租	0.0	0.0	20.0	22.3	22.7
技术服务与产品销售	184.0	200.1	145.8	160.4	176.4
毛利	265.8	388.6	730.4	950.7	1,145.6
旅游服务业	190.0	191.8	246.2	297.0	305.9
景区业务	0.0	0.0	133.1	177.5	221.0
酒店业务	30.8	77.7	100.3	156.2	224.0
房地产开发	0.0	0.0	106.6	159.7	218.8
房地产出租	0.0	0.0	20.0	23.7	25.6
技术服务与产品销售	45.1	119.1	124.2	136.6	150.3
毛利率	12%	14%	18.4%	20.2%	22.7%
旅游服务业	9.4%	7.9%	9.0%	9.2%	9.2%
景区业务	0.0%	0.0%	76.5%	73.9%	76.0%
酒店业务	61.7%	74.6%	62.8%	63.5%	63.9%
房地产开发	0.0%	0.0%	18.3%	24.9%	31.0%
房地产出租	0.0%	0.0%	50.0%	51.5%	53.0%
技术服务与产品销售	19.7%	37.3%	46.0%	46.0%	46.0%
收入构成比例	2005A	2006E	2007E	2008E	2009E
收入占比	100%	100%	100%	100%	100%
旅游服务业	87.9%	85.2%	69.0%	68.7%	65.9%
景区业务	0.0%	0.0%	4.4%	5.1%	5.8%
酒店业务	2.2%	3.6%	4.0%	5.2%	6.9%
房地产开发	0.0%	0.0%	14.7%	13.7%	14.0%
房地产出租	0.0%	0.0%	1.0%	1.0%	1.0%
技术服务与产品销售	9.9%	11.1%	6.8%	6.3%	6.5%
毛利占比	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
旅游服务业	71.5%	49.3%	33.7%	31.2%	26.7%
景区业务	0.0%	0.0%	18.2%	18.7%	19.3%
酒店业务	11.6%	20.0%	13.7%	16.4%	19.6%
房地产开发	0.0%	0.0%	14.6%	16.8%	19.1%
房地产出租	0.0%	0.0%	2.7%	2.5%	2.2%
技术服务与产品销售	17.0%	30.7%	17.0%	14.4%	13.1%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部



表 67：中青旅主要财务数据及预测

损益表（百万元）	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营业务收入净额	2,308	2,866	3,963	4,699	5,047
主营业务利润	250	365	705	920	1,110
其他业务利润	22	11	-	-	-
营业费用	-96	-170	-262	-305	-318
管理费用	-110	-120	-170	-202	-217
财务费用	-0	-6	-20	-31	-37
营业利润	66	81	254	381	538
税前利润	69	117	309	421	578
所得税	-17	-19	-62	-84	-116
少数股东权益	10	-7	-49	-78	-108
净利润	62	91	197	259	354
现金流量表（百万元）					
经营活动现金流净额	-320	146	136	263	367
投资活动现金流净额	-20	-79	-811	-133	-106
融资活动现金流净额	253	-52	682	-188	-272
货币资金增加额	-88	12	6	-58	-12
资产负债表（百万元）					
货币资金	216	221	227	168	157
应收款项	313	339	499	581	640
存货	1,142	1,311	1,240	1,417	1,454
流动资产	1,721	2,001	2,084	2,305	2,383
长期投资	118	138	393	393	393
固定资产	1,083	1,144	1,228	1,344	1,429
无形资产和其他资产	119	60	564	544	525
短期借款	50	370	410	460	510
预收帐款	136	544	597	644	553
一年内到期的长期负债	95	235	270	270	270
流动负债	880	1,603	1,657	1,844	1,812
长期负债	613	175	431	431	431
少数股东权益	295	256	256	256	256
股东权益	1,252	1,309	1,926	2,055	2,233
总资产	3,041	3,343	4,270	4,587	4,732
财务指标					
主营业务利润率	10.9%	12.8%	17.8%	19.6%	22.0%
息税前利润率	2.9%	3.0%	6.9%	8.8%	11.4%
净利润率	2.7%	3.2%	5.0%	5.5%	7.0%
净资产收益率	4.9%	7.0%	10.3%	12.6%	15.9%
总资产负债率	49.1%	53.2%	48.9%	49.6%	47.4%
净资产负债率	119.2%	135.8%	108.4%	110.7%	100.5%
流动比率	2.0	1.2	1.3	1.2	1.3
速动比率	0.7	0.4	0.5	0.5	0.5
应收帐款周转期	49.6	43.2	50.0	48.0	46.0
存货周转期	204.2	193.2	140.0	138.0	136.0
分红比例	51.9%	52.7%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部



CICC

中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED

2007 年 11 月 20 日

首次关注：审慎推荐

酒店旅游

## 首旅股份(600258/34.33 元)

## 奥运景气的最大受益者

## 主要财务指标

(百万元)	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营业务收入	1,278	1,464	1,741	2,026	2,013
(+/-)	-5%	15%	19%	16%	-1%
主营业务利润	440	461	625	802	783
(+/-)	-3%	5%	36%	28%	-2%
净利润	58	79	134	226	220
每股盈利(元)	0.25	0.34	0.58	0.98	0.95
(+/-)	-4%	36%	70%	69%	-2%
市盈率	137.2	100.6	59.3	35.1	36.0
市净率	9.6	9.1	8.5	7.5	6.8
EV/EBITDA	54.4	42.2	27.5	19.3	19.7
净资产收益率	7.0%	9.1%	14.3%	21.5%	19.0%
ROCE	5.2%	7.0%	11.3%	17.9%	16.0%
现金分红收益率	0.5%	0.5%	0.8%	1.4%	1.4%
每股经营现金流(元)	0.6	1.0	1.1	1.5	1.4
股价/经营现金	56.8	35.5	32.0	22.4	25.1

A股

当前股价	人民币 34.33
股票代码	600258 CH Equity
日成交量(百万股)	8.6
52周最高价/最低价	人民币 62.44/12.85
发行股数(百万股)	231
其中：流通股(百万股)	91
主要股东(持股比例)	北京首都旅游集团(60.15%)

## 近期股价表现



资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

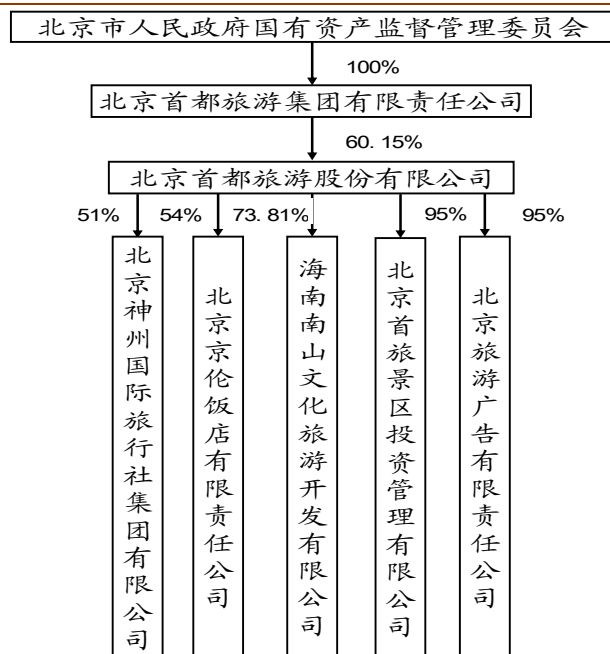
## 要点：

- ◆ **酒店业务直接受益于北京奥运：**增发收购集团 3 家酒店之后公司将在北京市内核心区域拥有 5 家高星级酒店，部分酒店装修之后房价和入住率明显提升，而奥运会的举办将刺激各酒店平均房价和入住率大幅提升，直接带来“奥运景气”。
- ◆ **南山景区发展前景看好：**5A 级旅游景区，在海南的旅游景点中具有很强的独特性和稀缺性，同时观音苑对宗教游客的拉动作用很大，今年游客有望突破 200 万人，未来发展前景看好。
- ◆ **展览广告和旅行社业务：**由于北京迎接奥运整治户外广告导致公司广告牌被拆除，短期难于恢复；展览业务在 08 年将受到一定限制，待奥运会之后恢复正常；旅行社业务有望小幅增长。
- ◆ **拟收购资产的盈利能力低于预期，后续动作值得期待：**公告增发拟收购的集团三家酒店基于评估净资产值计算的上半年 ROE 仅为 2.63%，盈利能力低于市场预期。集团酒店资产的后续注入仍然值得期待。
- ◆ **盈利预测与估值。**不考虑增发项目并剔除门票分成，我们预测 07~09 年 EPS 为 0.41 元，0.98 元和 0.95 元（07 年如果不剔除门票分成，则 EPS 为 0.58 元）；如果考虑增发项目 08 年全年并表的盈利贡献和增发 2500 万股的摊薄效应，预测 08~09 年 EPS 为 1.18 元和 1.00 元，目前股价相当于 08~09 年动态市盈率 29X 和 34X。鉴于后续资产注入值得期待，给予 09 年增发后 EPS 的 42X 目标市盈率，目标价 42 元，首次关注给予“审慎推荐”评级。
- ◆ **主要投资风险：**增发项目失败的风险、南山景区门票分成影响当期损益的风险、奥运会之后房价和入住率回落超过预期的风险、自然灾害、公共卫生事件等系统性风险。

## 公司简介

公司成立于 1999 年 2 月，注册资本 1.61 亿元，由首旅集团以 60.15% 的股权绝对控股。

图 47：首旅股份股权结构及主要控股子公司



资料来源：公司招股说明书，中金公司研究部

## 酒店业务直接受益于奥运景气

公司拥有民族饭店 100% 股权、京伦饭店 54% 股权、燕京饭店 20% 股权。民族饭店和京伦饭店是公司主要的盈利贡献酒店，其中民族饭店拥有 512 间客房，部分客房在今年 5~8 月进行了装修改造，目前已经全部改造完成。06 年平均房价约 540 元/间夜；出租率约 64% 左右。

京伦饭店拥有客房 624 间，去年进行了装修改造，目前平均房价约 850 元，出租率达 80%，上半年的出租率均在 64% 左右，平均房价 580 元。

燕京饭店为三星级饭店（另外 80% 股权为海航集团持有），采用成本法核算，过去有所盈利但是没有分红，因此没有体现在公司的盈利中；燕京饭店已经完成了装修改造，未来盈利能力应该也会有提升。

根据北京奥组委制定的指导价格，签约四星级酒店不超过 2320 元人民币，三星级酒店不超过 1600 元人民币，该指导价适用于奥组委预订的房间，一般占签约饭店全部客房的 70% 以下，从目前北京饭店业预订的情况来看，奥运前后没有签约的其他 30% 以上客房的平均房价肯定会显著高

于该指导价。

08 年即使不考虑奥运因素，在三个酒店均完成重新装修之后出租率和房价也会有稳步上升的趋势，考虑到奥运因素，我们预期 08 年房价和出租率会有更大的双重提升。

表 68：首旅股份的酒店业务收入预测

（百万元）	2003A	2004A	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
酒店业务收入	210	264	237	217	311	516	435
+/- %	-12%	26%	-10%	-9%	43%	66%	-16%
客房数目（民族+京伦）	1129	1112	1148	1154	1154	1,154	1,154
平均房价	394	441	468	583	606	667	700
+/- %		12%	6%	24%	4%	10%	5%
入住率	64%	78%	60%	45%	62%	80%	75%
RevPAR	254	344	282	262	375	533	525
+/- %		36%	-18%	-7%	43%	42%	-2%
客房收入（不考虑奥运）	105	140	118	110	158	225	221
客房收入占比	50%	53%	50%	51%	51%	51%	51%
非客房收入	105	125	119	107	152	216	212
客房收入（考虑奥运）						301	
客房收入占比						58%	

资料来源：中金公司研究部

上表中的房价、入住率和 RevPAR 均没有考虑奥运期间的特殊情况，奥运景气的收入贡献在 08 年估计为 7600 万元，其假设和计算过程见表 69。其中最关键的假设是奥运景气的天数，我们假设为 45 天，即奥运前后共有 45 天民族饭店和京伦饭店客房均处于高度紧张状态（入住率 95%），同时房价接近奥组委的指导房价，为 2100 元/间/夜。

表 69：奥运景气对首旅股份酒店业务的影响：假设与计算

项目	假设与计算
奥运期间的房价（元/间）	2,100
奥运期间的入住率	95.00%
房间数目（间）	1,154
奥运景气期间的每天客房收入（百万元）	2.30
2008 年非奥运期间的每天客房收入（百万元）	0.62
奥运期间每天额外的客房收入（百万元）	1.69
奥运景气的天数（天）	90
奥运带来的客房收入增加（百万元）	152

资料来源：中金公司研究部

表 70 列出了不同假设奥运景气天数下之不同 08 年 EPS 的预测值，如果景气天数超过我们预测的 45 天，达到 75 天的话，08 年 EPS 将有望达到 1.01 元，超出预期 17%。

表 70：首旅股份 08 年 EPS 对奥运景气天数的敏感性分析

奥运景气的持续天数	15	30	45	60	75	90
2008 年 EPS 预测	0.86	0.92	0.98	1.04	1.10	1.16
偏离幅度	-12%	-6%	0%	6%	12%	18%

资料来源：中金公司研究部

## 海南南山景区发展前景看好

图 48: 首旅股份控股的海南南山和宁夏沙湖的迷人风景



资料来源: 中金公司研究部

公司目前拥有的景区业务主要是控股 73.808% 的海南南山景区 (参股 30% 的宁夏沙湖景区计入投资收益)。2005 年南山门票提价之后 (从 65 元提到 155 元) 游客数量有所下降, 经过 06 年的消化期, 07 年游客人数迎来了快速增长, 上半年游客人数已经突破 110 万人次, 按照目前势头, 全年将突破 200 万人, 远远超过历史最高峰 170 多万人的水平。

表 71: 南山景区游客与收入预测, 2007 ~ 2009

(百万元)	2004A	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
南山景区总收入	123	151	184	295	285	337
+/- %	10%	23%	22%	61%	-3%	18%
南山游客数量	169	166	119	200	240	276
(+/-)		-2%	-28%	68%	20%	15%
名义票价	65	65	155	155	155	155
实际票价 (不扣除分成)	53	62	95	90	95	99
(+/-)		17%	53%	-5%	5%	5%
折扣率	82%	95%	61%	58%	61%	64%
实际票价(扣除分成)	53	62	62	59	61	64
门票收入	90	103	113	180	147	178
+/- %		15%	10%	59%	-18%	21%
非门票收入	64	68	71	115	138	159

资料来源: 中金公司研究部

南山景区目前门票为 155 元/人, 其中 5 元为上缴政府的基金, 55 元为代收的观音苑门票。按照公司与地方政府的约定, 公司代收观音苑的门票将全部返还给政府, 但是 55 元是理论票价, 实际操作过程中有团体票优惠等因素导致实际票价要低于理论票价, 因此公司与政府协商按照实际票价向政府支付, 目前该事项还在与地方政府协商过程中, 2006 年和今年上半年公司均将观音苑门票全部计入主营收入, 同时与政府约定 06 年的门票分成将按照企业赞助的形式返还, 这将构成公司今后的非经常性支出项目 (具体返还时间和金额都待定, 我们估计为避免对当期业绩影响太

大, 公司可能采用分期支付的方式)。上表中 2007 年的门票收入没有扣除分成的影响, 2008 ~ 2009 年的门票收入自动扣除了门票分成的影响。2007 年门票分成对 EPS 的影响数约为 0.17 元 (表 72)。

表 72: 南山景区门票分成对 2007 年 EPS 的影响

2007 年南山门票收入预测 (百万元)	180
首旅股份权益比率	74%
权益门票收入 (百万元)	133
假设分成比率	35%
需要支付的权益门票收入 (百万元)	-46
所得税影响 (百万元)	7
净利润影响数 (百万元)	-40
EPS 影响数 (元/股)	-0.17

资料来源: 中金公司研究部

南山景区作为国内少有的 5A 级旅游景区, 在海南的旅游景点中具有很强的独特性和稀缺性, 同时观音苑对宗教游客的拉动作用也很大, 我们对南山景区的未来增长前景持乐观预期。

## 展览广告业务受到奥运会的负面影响

广告业务的主要载体是户外广告牌, 因为奥运会的原因北京对户外广告牌进行大规模整治, 导致公司主要的户外广告牌被拆除, 上半年广告业务仅获得收入 166 万元, 亏损约 600 万元。我们预期广告牌被拆除之后短期内将很难恢复, 08 年广告公司可能歇业, 不再有收入和盈利贡献。

北京展览馆是公司展览业务的主体, 展览馆场地室内 2.2 万平方米, 室外 1.3 万平方米, 展览馆的主要收入是场地费, 有少量的广告等服务收入。08 年在奥运会举办期间北京市将对大型展览活动有所限制, 因此展览业务将受到一定的冲击, 但是我们看好奥运会之后北京会展市场的发展前景, 我们预期奥运会之后北京展览馆的业务将很快恢复并在 09 年之后获得快速增长。

## 旅行社业务小幅增长

公司持有神州国旅 51% 的股权, 旅行社业务主要通过神州国旅及其下属一些旅行社进行。该业务在 05 ~ 06 年均贡献毛利约 5000 万元, 今年上半年贡献毛利 2863 万, 略有增长。我们预期旅行社业务受奥运会的拉动作用将加快增长, 同时随着行业过度竞争的环节毛利率有望逐步回升。



## 其他投资项目

表 73：首旅股份最近三年的投资收益

(单位: 元)	2004	2005	2006
<b>短期投资收益</b>	<b>(3.1)</b>	-	-
北京首汽股份有限公司	5.9	4.7	5.0
北京胡同文化旅游有限公司	0.2	0.2	0.2
股权投资收 宁夏沙湖旅游股份有限公司	4.0	3.0	3.4
权益法 海南旅游控股有限公司	-	(0.5)	(0.3)
北京中国国际旅行社有限公司	-	0.5	0.7
<b>股权投资准备</b>	<b>(0.5)</b>	<b>(0.3)</b>	<b>(0.2)</b>
股权投资收益成本法	0.4	1.2	0.7
股权转让收益	(1.9)	3.2	-
股权投资差额摊销	(2.2)	(2.2)	(2.2)
<b>股权投资收益合计</b>	<b>10.4</b>	<b>9.9</b>	<b>7.4</b>
短期投资跌价准备	(1.1)	-	-
长期投资跌价准备	(1.5)	-	-
<b>投资收益合计</b>	<b>6.1</b>	<b>9.9</b>	<b>7.4</b>

资料来源：公司年报，中金公司研究部

除了上述业务之外，公司还有其他不纳入合并报表范围的股权投资项目，简单介绍如下：

**首汽股份（持股 18.28%）**：该公司在北京经营出租车业务，比较稳定，2004 年以来公司从首汽股份分得投资收益分别为 438、576、499 万元，预计未来 3 年有稳定增长。

**胡同游（持股 34%）**：胡同游是通过人力三轮车带领游客在什刹海等地参观和游览具有北京特色的胡同，虽然很受国内外游客的欢迎，但是成长空间不大。05 和 06 年分别获得投资收益 12.95 万元，27.67 万元。

**宁夏沙湖（持股 30%）**：沙湖是西北地区少有的大规模的湿地公园，06 年游客约 50 万人，景区没有大门票收入，主要收入来自游船票、餐饮和住宿、商品销售、娱乐等服务项目。05~06 年分别贡献投资收益 150 万元、400 万。

**宁波首旅（持股 48%）**：2006 年报披露公司出资 2400 万，与宁波迪赛投资公司和宁波天马有限公司共同出资组建宁波首旅（注册资本 5000 万元），公司持股 48%，该公司拟开发宁波的休闲旅游项目。由于该项目所在区域的规划发生变化，目前该项目处于停滞状态。

## 增发收购项目低于市场预期，后续动作值得期待

公司 9 月 12 日公告拟公开增发不超过 2500 万股，需要募集资金约 7.91 亿元用于收购和平宾馆 51% 的股权，增资取得新侨饭店 51% 股权以及收购前门饭店的整体经营性资产和缴纳土地出让金。

## 拟收购资产的盈利能力不佳导致静态 ROE 可能被摊薄

上述三家酒店中新侨饭店、和平宾馆为四星级酒店，由诺富特管理，前门饭店为三星级酒店，由首旅建国管理，公司计划在奥运会之后将前门饭店改造为四星级酒店。公司

现有民族饭店和京伦饭店也是四星级酒店，因为未来公司将在北京核心区域运营 5 家“精品四星级酒店”。拟收购三家酒店的基本情况见表 74。

表 74：首旅股份拟收购三家酒店的简要情况

饭店名称	和平宾馆	新侨饭店	前门饭店	三家合计
星级	4 星级	4 星级	3 星级	
客房数量（间）	344	700	410	1454
上半年主营收入（百万元）	5492	6561	3648	15701
上半年平均每间房收入（万元/间）	15.97	9.37	8.90	10.80
总资产（百万元）	103.09	265.52	85.88	454.49
负债（百万元）	96.63	389.8	14.78	501.21
资产负债率（%）	93.73%	146.81%	17.21%	110.28%
净资产（百万元）	6.46	-124.28	71.1	-46.72
评估总资产（百万元）	427.63	613.8	242.98	1284.41
评估净资产（百万元）	331	224	228.2	783.2
建筑面积（万平米）	4.2	5.5	3.2	12.9
评估总资产/建筑面积（元/平方米）	10182	11160	7593	9957
土地出让金（百万元）	na	124	55	na
土地面积（万平米）	na	1.03	1.90	na
单位面积土地出让金（元/平方米）	na	12039	2895	na
最近装修时间	2001 年	2002 年	2001 年	na
上半年净利润（万元）	851	811	394	2056
净利率（%）	15.50%	12.36%	10.80%	13.09%
上半年 ROA（%）	8.25%	3.05%	4.59%	4.52%
上半年 ROE（%）	131.73%	-6.53%	5.54%	-44.01%
上半年评估 ROA（%）	1.99%	1.32%	1.62%	1.60%
上半年评估 ROE（%）	2.57%	3.62%	1.73%	2.63%

资料来源：相关酒店网站，公司公告，中金公司研究部

从披露的数据来看，总体上三家公司的负债率极高，尤其是两家四星级酒店和平宾馆和新侨饭店资产负债率分别为 93.73% 和 146.81%，三家公司合计负债高达 5.01 亿元。我们根据评估的净资产值来计算 ROE 水平，却发现三家酒店上半年的平均 ROE 仅为 2.63%。与可比的民族饭店和京伦饭店较强的盈利能力相比较而言，收购资产的盈利能力显然偏低，按照评估价格收购的话，静态来看，增发项目将导致上市公司 ROE 被摊薄。

## 从资产价值的角度看，收购价格不失公允

但是从另一个角度看，增发收购资产的定价并不高。从下面两表的对比来看，首旅股份收购的三家酒店根据评估价值计算的每间客房净资产并没有高估，在可比项目中还是比较低的。我们认为拖累盈利能力的主要是前门饭店，该饭店地处北京城南面，目前为 3 星级，以接待旅游团为主，平均房价严重偏低；如果未来能够成功升为 4 星级，并加强推广和管理，盈利能力则有望提升。

表 75：首旅股份拟收购集团三家酒店的评估价值

城市	名称	类别	客房数	评估净资产 (百万元)	每间客房的评估 净资产(万元)
北京	和平诺富特宾馆	酒店（4 星）	344	331	96
北京	新侨诺富特饭店	酒店（4 星）	700	224	32
北京	前门建国饭店	酒店（3 星）	410	228	56
合计			1454	783	54

资料来源：公司公告，中金公司研究部

表 76: 2006 年中国部分城市酒店类物业交易价格统计

城市	名称	类别	客房数	成交价格 (百万元)	每间客房成交 价格(万元)
北京	北京远中悦来酒店公寓	服务式公寓	154	302	196
北京	北京长城喜来登酒店	酒店 (69.1%)	696*	659	95
北京	北京财富中心酒店(U/C)	酒店 (70%)	-	-	-
北京	北京天伦王朝酒店	酒店	697	800	115
北京	北京西单西西工程	开发项目	372	-	-
上海	上海盛捷高级服务公寓	服务式公寓	334	805	241
上海	虹桥花苑酒店公寓	服务式公寓	160	560	350
上海	陆家嘴中央公寓	服务式公寓	288	700	243
上海	上海华山夏都	服务式公寓	116	758	653
天津	天津君谊大厦	服务式公寓	268	292	109
天津	天津盛捷奥林匹克	服务式公寓	172	377	219
广州	广州总统大酒店	酒店	228	283	124
广州	帝苑大酒店	酒店	608	396	65
昆明	昆明樱花酒店	酒店	235	130	55
昆明	昆明邦克饭店	酒店	285	210	74
无锡	无锡喜来登酒店	酒店	417	-	-

注: \*为权益房间数

资料来源: 仲量联行酒店集团, 中金公司研究部

## 本次收购如果成功, 对未来 EPS 将有一定的增厚

表 77: 首旅拟收购 3 家酒店的权益收入预测, 2007 ~ 2009

(百万元)	2007E	2008E	2009E
权益总收入	225	299	266
客房数目(间)	1,454	1,454	1,454
权益客房数目(间)	942	942	942
平均房价(元/间/夜)	520	572	601
增速		10%	5%
入住率	78%	80%	80%
RevPAR(元/间/夜)	406	458	480
客房收入(不考虑奥运)	139	157	165
客房收入占比	62%	62%	62%
非客房收入	85	96	101
客房收入(考虑奥运)		202	

资料来源: 中金公司研究部

上表中的平均房价、入住率和 RevPAR 均没有考虑奥运期间的影响, 同前面的分析, 在奥运景气维持 45 天、平均房价 1600 元、入住率 95% 的假设条件下额外增加 08 年客房收入约 4500 万元, 即考虑奥运景气贡献的 08 年权益客房收入为 2.02 亿元。

在上述收入预测基础上, 我们按照 08 ~ 09 年净利率分别为 22% 和 14% 的假设, 同时假设增发 2500 万股, 测算得到如果收购成功, 08 ~ 09 年 EPS 分别为 1.18 元和 1.00 元, 即分别增厚 EPS0.20 元和 0.05 元。由于拟收购 3 家酒店目前的净利率比较低, 如果上市公司收购之后能够通过剥离资产、重组负债结构、提高星级(前门饭店)并加强成本控制的话, EPS 增厚效应有望超出我们的预期。

考虑增发项目的 08 年 EPS 预测对奥运景气天数的敏感性分析见表 78。

表 78: 首旅 08 年 EPS 预测的敏感性分析, 考虑增发项目贡献

奥运景气的持续天数假设	15	30	45	60	75	90
2008 年 EPS 预测(元/股)	0.95	1.06	1.18	1.29	1.41	1.52
偏离幅度	-19%	-10%	0%	9%	20%	29%

资料来源: 中金公司研究部

## 后续资产注入仍值得期待

首次增发收购的项目中没有包括盈利能力较强的五星级酒店, 我们分析其中的可能原因是集团拥有的五星级酒店大多数为中外合资企业, 并且没有缴纳土地出让金, 在注入上市公司之前需要缴纳土地出让金并且需要外资方放弃优先受让权, 在奥运景气来临之前的操作难度显然比较大; 集团拥有的部分独资酒店也需要首先理清产权关系, 解决历史遗留问题, 然后才能逐步注入上市公司。

尽管如此, 从减少同业竞争和加快首旅股份主业发展、加快首旅集团改制的角度看, 集团有可能继续注入其他酒店类资产。首旅集团是以经营旅游业为主, 涵盖酒店(建国和如家品牌)、旅行社(康辉、神舟、海洋、民族四大品牌)、汽车(首汽集团)、购物(燕莎集团)、餐饮(全聚德、东来顺、仿膳等品牌)、会展(北京展览馆)、娱乐、景区等业务发展的大型旅游集团。

首旅集团的业务架构类似锦江集团, 二者的高星级酒店投资业务分别为以北京和上海为根据地, 酒店管理业务分别以“首旅建国”和“锦江”为品牌, 经济型酒店业务分别以“如家”和“锦江之星”为平台。目前锦江集团已经改制并在香港完成整体上市, 首旅集团的改制上市也应该是大势所趋, 目前除了酒店业务部分进入首旅股份之外, 首旅集团的主要餐饮业务已经通过全聚德实现上市。

本次收购完成后集团旗下还持有 10 家五星级饭店(北京饭店、贵宾楼饭店、凯宾斯基饭店、北京国际饭店、长富宫饭店、喜来登长城饭店、北京新世纪日航饭店、西苑饭店、兆龙饭店、河南兴亚建国饭店)、4 家四星级饭店(亮马河大厦、建国饭店、香山饭店、西安建国饭店)和 11 家三星级及其以下星级饭店。

集团其他酒店的土地使用权状况估计与此次收购的三家酒店类似, 在进入上市公司之前需要缴纳土地出让金和办理土地出让手续。

目前首旅集团持有首旅股份 60.15% 的股权, 本次如果对市场增发 2500 万股, 则大股东持股比例摊薄至 54.28%, 仍然比较高; 因此未来上市公司单纯向集团定向增发来注入酒店资产的操作空间不大, 最可能的方式仍然是向市场增发(可能部分向集团增发), 募集资金来收购集团酒店, 同时缴纳土地出让金, 协助集团逐步完成旗下酒店资产的改制上市。



## 财务分析与盈利预测

目前京伦饭店和南山景区的土地使用权在上市公司，民族饭店和北京展览馆的土地使用权在首旅集团（国有资产委托经营，土地为直接划拨，没有经过出让），短期内估计不会改变，但是长期来看，上市公司将需要支付土地出让金来获得土地使用权。

集团给股份公司的关联贷款 1.85 亿，利率比同期银行贷款利率约低 10%，体现了集团对上市公司的支持。

不考虑增发项目（剔除门票分成）我们预测 07~09 年 EPS 为 0.41 元，0.98 元和 0.95 元，07 年不剔除门票分成的 EPS 为 0.58 元；如果考虑增发项目（剔除门票分成）08 年全年并表的盈利贡献和增发 2500 万股的摊薄效应，预测 08~09 年 EPS 为 1.18 元和 1.00 元。

## 估值及投资建议

不考虑增发项目，DCF 合理估值为 39 元。如果考虑增发项目的盈利贡献，则目前股价相当于 08~09 年动态市盈率 29X 和 34X；鉴于后续资产注入值得期待、以及 08~09 年业绩有可能超出预期，给予 09 年增发后 EPS 的 42X 目标市盈率，12 个月目标价 42 元，首次关注给予“审慎推荐”评级。

## 投资风险

- 1、南山景区门票分成款的支付将直接影响当期损益。
- 2、增发收购资产不能如期完成的风险。
- 3、奥运会之后北京的酒店房价和入住率的回落超过预期的风险。

表 79：首旅股份的 DCF 估值基本假设

(百万人民币)	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
息税前利润	252	372	355	403	461	525	602	683	773	873
所得税	-72	-93	-89	-102	-116	-132	-152	-172	-194	-219
资本支出	-130	-30	-32	-34	-37	-39	-42	-45	-49	-53
折旧	51	53	54	54	55	55	56	57	57	58
营运资本变化	24	22	-5	-2	3	4	3	4	5	5
自由现金流量	125	324	283	319	366	412	467	526	591	664
加权平均资本成本	7.8%									
折现率	1.000	0.928	0.861	0.799	0.741	0.687	0.638	0.592	0.549	0.509
折现现金流	125	301	244	255	271	283	298	311	325	338
折现现金流现值	2,751									
终值	7,282	占比 73%								
企业价值	10,033									
现金及等价物	122									
债务	-335									
少数股东权益	-184									
优先股	-									
NAV	9,636									
股本总数	231									
每股NAV	38.70									

基本假设:	
无风险收益率	3.50%
Beta系数	1.05
风险溢价	5.00%
资本成本	8.75%
税后债务成本	5.54%
目标债务水平	30.00%
永续增长率	3.00%

资料来源：中金公司研究部

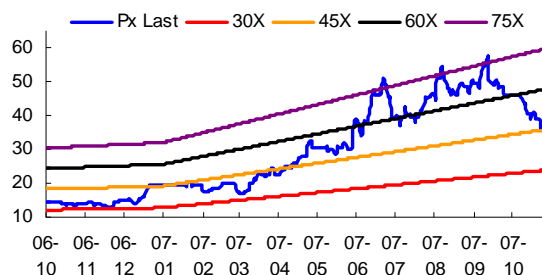
表 80：首旅股份的 DCF 估值敏感性分析

38.70	永续成长率					
	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	
加权平均资本成本	5.8%	54.8	61.8	71.2	84.8	105.9
	6.8%	41.8	45.7	50.6	57.0	65.6
	7.8%	33.4	35.8	38.7	42.2	46.7
	8.8%	27.5	29.1	30.9	33.1	35.8
	9.8%	23.1	24.2	25.5	26.9	28.6
	10.8%	19.8	20.6	21.5	22.5	23.7

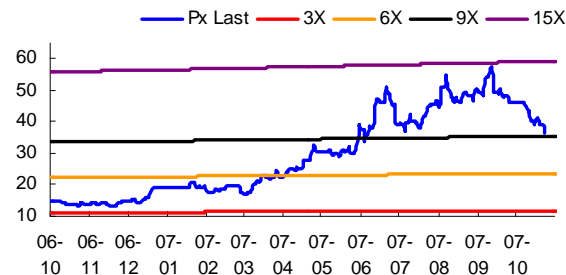
资料来源：中金公司研究部

图 49：首旅股份的 P/E Band 及 P/B Band

P/E Band:



P/B Band:



资料来源：中金公司研究部

表 81: 首旅股份分季度/半年度历史财务数据

(百万元)	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06*	1Q07	2Q07	3Q07	YoY	QoQ	1-3Q06*	1-3Q07	YoY
主营业务收入	275.3	358.1	410.5	442.4	382.6	402.8	479.9	16.9%	19.1%	1043.9	1043.9	21.2%
主营业务成本	159.8	259.4	292.7	248.8	220.2	259.3	337.0	15.2%	30.0%	727.4	711.8	14.7%
主营业务税金及附加	6.00	5.7	6.57	8.72	8.38	7.7	7.5	14.4%	-2.4%	18.3	18.3	29.1%
主营业务利润	109.6	93.1	111.2	184.9	154.0	135.8	135.3	21.7%	-0.3%	276.4	313.9	35.5%
营业费用	37.9	34.4	39.7	66.4	47.6	43.8	48.0	20.9%	9.6%	112.0	112.0	24.4%
管理费用	33.9	27.3	31.9	52.1	45.4	40.8	38.2	19.8%	-6.3%	93.0	93.1	33.7%
财务费用	4.9	3.7	5.2	4.9	4.4	4.2	3.9	-23.5%	-6.9%	13.8	13.8	-8.8%
营业利润	34.8	28.7	36.4	65.3	55.6	50.7	55.2	51.4%	8.9%	64.0	99.9	61.5%
利润总额	34.4	28.6	36.3	61.5	55.1	45.9	55.3	52.1%	20.4%	63.6	99.3	57.3%
所得税	6.9	8.1	9.2	19.2	9.4	7.6	11.8	28.5%	54.6%	18.8	24.2	18.9%
少数股东权益	3.4	1.1	3.1	8.3	11.6	10.2	8.4	174.5%	-16.8%	-0.2	7.5	300.1%
净利润	24.1	19.4	24.1	34.0	34.2	28.1	35.0	45.5%	24.6%	45.0	67.6	44.0%
每股收益 (元)	0.10	0.08	0.10	0.15	0.15	0.12	0.15	45.5%	24.6%	0.19	0.29	44.0%
毛利率	42.0%	27.6%	28.7%	43.8%	42.4%	35.6%	29.8%	1.1%	-5.9%	28.8%	31.8%	3.6%
营业费用率	13.8%	9.6%	9.7%	15.0%	12.4%	10.9%	10.0%	0.3%	-0.9%	11.0%	10.7%	0.3%
管理费用率	12.3%	7.6%	7.8%	11.8%	11.9%	10.1%	8.0%	0.2%	-2.2%	9.1%	8.9%	0.9%
营业利润率	12.6%	8.0%	8.9%	14.8%	14.5%	12.6%	11.5%	2.6%	-1.1%	6.3%	9.6%	3.2%
净利率	8.7%	5.4%	5.9%	7.7%	8.9%	7.0%	7.3%	1.4%	0.3%	4.4%	6.5%	1.2%
有效税率	20.1%	28.4%	25.3%	31.2%	17.0%	16.6%	21.3%	-3.9%	4.7%	29.5%	24.4%	-6.0%

注: 标志部分为旧会计准则下数据, 其他则为新会计准则下的可比数据。

资料来源: 中金公司研究部

表 82: 首旅股份收入和毛利预测明细

	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营业务收入	1,278.4	1,464.5	1,740.9	2,025.9	2,013.3
景区	150.8	183.8	295.0	285.4	336.7
酒店	237.2	217.0	310.9	516.4	435.4
旅游服务	808.6	976.1	1,073.7	1,181.1	1,181.1
展览广告	81.9	87.6	61.3	42.9	60.1
主营业务成本	811.1	976.2	1,079.2	1,177.6	1,184.1
景区	13.4	11.5	20.7	28.5	33.7
酒店	26.6	27.3	37.0	42.0	40.0
旅游服务	758.7	925.3	1,009.3	1,098.4	1,098.4
展览广告	12.4	12.1	12.3	8.6	12.0
毛利	467.3	488.3	661.7	848.3	829.2
景区	137.4	172.3	274.4	256.9	303.0
酒店	210.6	189.7	273.9	474.4	395.4
旅游服务	49.9	50.8	64.4	82.7	82.7
展览广告	69.5	75.5	49.1	34.3	48.1
毛利率	37.3%	34.0%	38.0%	41.9%	41.2%
景区	91.1%	93.7%	93.0%	90.0%	90.0%
酒店	88.8%	87.4%	88.1%	91.9%	90.8%
旅游服务	6.2%	5.2%	6.0%	7.0%	7.0%
展览广告	84.8%	86.2%	80.0%	80.0%	80.0%
收入占比					
景区	11.8%	12.5%	16.9%	14.1%	16.7%
酒店	18.6%	14.8%	17.9%	25.5%	21.6%
旅游服务	63.2%	66.7%	61.7%	58.3%	58.7%
展览广告	6.4%	6.0%	3.5%	2.1%	3.0%
毛利占比					
景区	29.4%	35.3%	41.5%	30.3%	36.5%
酒店	45.1%	38.8%	41.4%	55.9%	47.7%
旅游服务	10.7%	10.4%	9.7%	9.7%	10.0%
展览广告	14.9%	15.5%	7.4%	4.0%	5.8%

资料来源: 中金公司研究部

表 83: 首旅股份主要财务数据及预测

损益表 (百万元)	2004A	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营业务收入净额	1,352	1,278	1,464	1,526	1,819	1,796
主营业务利润	454	440	461	514	703	674
其他业务利润	1	2	3	2	2	2
营业费用	-163	-169	-178	-186	-209	-212
管理费用	-184	-168	-145	-151	-170	-171
财务费用	-13	-20	-19	-13	-13	-12
营业利润	94	85	122	166	313	281
税前利润	99	91	125	166	313	281
所得税	-25	-19	-38	-50	-78	-70
少数股东权益	-14	-14	-8	-18	-32	-31
净利润	60	58	79	99	203	180
现金流量表 (百万元)						
经营活动现金流净额	145	140	224	179	322	272
投资活动现金流净额	-145	-107	-117	-135	-35	-37
融资活动现金流净额	35	-14	-179	-30	-196	-133
货币资金增加额	35	19	-73	14	90	102
资产负债表 (百万元)						
货币资金	209	228	155	169	259	361
应收款项	76	75	68	76	90	99
存货	16	13	13	13	15	15
流动资产	445	325	242	264	371	482
长期投资	255	296	235	235	235	235
固定资产	652	763	818	914	903	893
无形资产和其他资产	324	408	444	431	424	417
短期借款	363	410	290	340	290	290
预收帐款	52	30	52	54	64	63
一年内到期的长期负债	-	-	-	-	-	-
流动负债	578	675	590	646	633	637
长期负债	94	94	95	95	95	95
少数股东权益	193	192	184	184	184	184
股东权益	811	832	871	920	1,022	1,112
总资产	1,676	1,792	1,740	1,846	1,934	2,028
财务指标						
主营业务利润率	33.6%	34.4%	31.5%	33.7%	38.7%	37.5%
息税前利润率	7.9%	8.2%	9.6%	11.7%	17.9%	16.4%
净利率	4.5%	4.5%	5.4%	6.5%	11.2%	10.0%
净资产收益率	7.5%	7.0%	9.1%	10.7%	19.9%	16.2%
总资产负债率	40.1%	42.9%	39.4%	40.2%	37.7%	36.1%
净资产负债率	82.9%	92.4%	78.6%	80.5%	71.3%	65.9%
流动比率	0.8	0.5	0.4	0.4	0.6	0.8
速动比率	0.7	0.5	0.4	0.4	0.6	0.7
应收帐款周转期	20.5	21.5	16.8	16.8	16.8	16.8
存货周转期	6.7	5.8	5.0	5.0	5.0	5.0
分红比例	57.4%	64.0%	49.8%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源: 中金公司研究部



CICC

中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED

2007 年 11 月 20 日

首次关注: 审慎推荐

酒店旅游

## 峨眉山 A(000888/12.95 元)

价值已低估, 等待拐点的到来

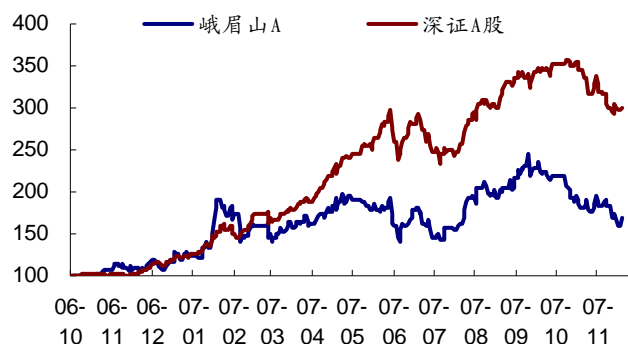
## 主要财务指标

(百万元)	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营业务收入	286	370	450	562	683
(+/-)	1%	29%	22%	25%	21%
主营业务利润	113	154	185	240	302
(+/-)	-6%	37%	20%	29%	26%
净利润	38	41	50	69	109
每股盈利(元)	0.16	0.17	0.21	0.30	0.46
(+/-)	-16%	8%	21%	40%	56%
市盈率	79.6	74.1	61.2	43.9	28.1
市净率	5.3	5.1	5.0	4.7	4.4
EV/EBITDA	31.6	26.4	22.5	18.3	13.9
净资产收益率	6.6%	6.9%	8.1%	10.8%	15.8%
ROCE	6.2%	5.8%	5.9%	7.3%	10.9%
现金分红收益率	0.4%	0.8%	1.0%	1.4%	2.1%
每股经营现金流(元)	0.3	0.5	0.6	0.8	1.0
股价/经营现金	37.8	24.7	23.2	17.0	13.4

A股

当前股价	人民币 12.95
股票代码	000888 CH Equity
日成交量(百万股)	3.4
52周最高价/最低价	人民币 18.98/8.12
发行股数(百万股)	235
其中: 流通股(百万股)	123
主要股东(持股比例)	峨眉山旅游总公司(39.62%)

## 近期股价表现



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

## 要点:

- ◆ **稀缺性景区资源:** 峨眉山作为世界自然和文化双重遗产, 深厚的佛教文化和秀丽风光相得益彰, 吸引着全国、东南亚各国乃至全球的游客, 基于稀缺性旅游资源的长期投资价值不容质疑。
- ◆ **游客增长依然乐观:** 在“中国第一山”工程实施、大佛开光、奥运会等因素驱动下, 考虑公司积极营销的成果逐步显现, 我们预期 2007~2009 年游客增速分别为 16%、14% 和 12%。
- ◆ **门票和索道业务提价预期强烈:** 门票和索道距上次提价已过 4 年, 目前提价预期强烈, 但是具体时间难于把握; 我们谨慎预测门票和索道价格在 2008 和 2009 年分别同步上涨 10%, 带来门票收入年均复合增长 22%, 索道收入年均复合增长 25% (假设索道搭乘倍数每年提高 4 个百分点)。
- ◆ **酒店业务盈利能力不强, 提升空间较大:** 公司旗下四家酒店, 规模偏小, 盈利能力较差, 连续几年公司大举投资进行扩建、装修、新建, 导致短期业绩不理想, 但未来盈利能力将有所提升。
- ◆ **管理层激励尚待时日、业绩释放不乐观:** 股改承诺的管理层股权激励短期内难以推出, 因此业绩释放不乐观, 短期内折旧和期间费用吞噬利润的情况将会继续。
- ◆ **盈利预测与估值:** 我们预测 07~09 年每股收益分别为 0.21 元、0.30 元和 0.46 元, 净利润年均复合增长率为 38%。我们用 DCF 模型测算公司合理估值应为 17 元, 相当于 08~09 年动态市盈率 57X 和 37X, 长期盈利前景乐观而短期业绩释放不充分导致短期 PE 估值较高。首次关注给予“审慎推荐”评级。
- ◆ **主要投资风险:** 公司治理和激励机制的风险, 游客增长、索道和门票提价进度低于预期的风险, 政策风险和自然灾害、重大突发事件等影响旅游业的系统性风险。

## 公司简介

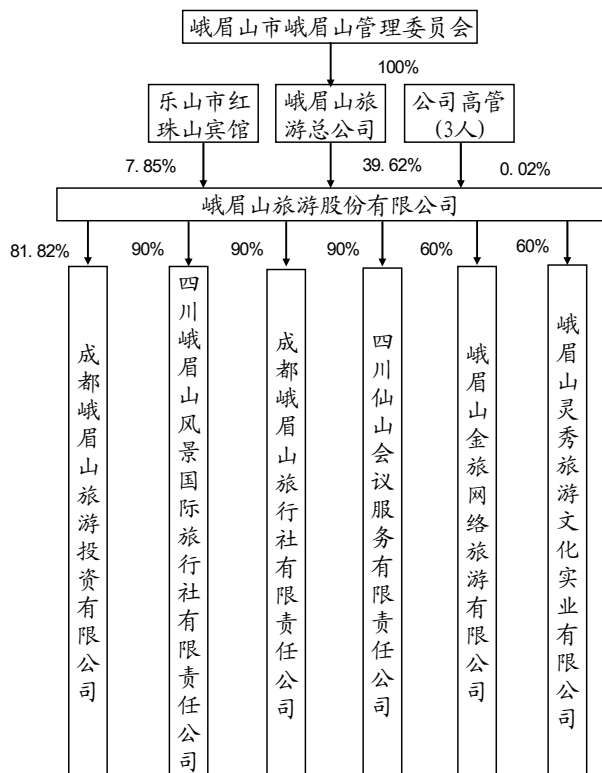
图 50: 云上金顶、天下峨眉——佛教文化与秀美风光相得益彰



资料来源: 公司网站, 中金公司研究部

峨眉山是我国著名的佛教圣地——普贤菩萨的道场, 为全球规模宏大、规格最高的佛教圣地之一, 尤其是其金顶之上的金、银、铜殿和新修的十方大佛, 气势恢弘, 为世间罕有。

图 51: 峨眉山 A 股权结构和主要下属子公司



资料来源: 公司年报, 中金公司研究部

“峨媚天下秀”, 峨眉山秀丽的风光备受游客推崇, 随着四川省打造“中国第一山”工程的逐步推进, 峨眉的高、中、低山游览区逐步形成更加清晰的定位, 其中高山区是以金顶为代表的人间天堂和佛教圣地; 中山区是以万年寺、清音阁为代表的中国山水画卷; 低山区是以“第一山亭”为中心的各种风格的休闲功能区。峨眉山也是联合国授予的世界自然和文化双重遗产, 国家首批 4A 级旅游景区之一。

峨眉山的大股东为峨眉山旅游总公司, 实际控制人是峨眉山管委会, 目前总股本 2.35 亿股, 其中流通 A 股 1.23 亿股, 大股东持股占比 39.62%。

公司目前的主要收入来源包括峨眉山游山门票 (扣除成本后与管委会各按 50% 分成)、索道 (金顶索道和万年索道)、酒店食宿 (包括景区内 3 家酒店和成都市区 1 家 4 星级酒店) 和旅行社、供水供电等。目前峨眉山景区内的主要收费项目如表 84, 上市公司控制了大部分项目, 但是没有完全垄断。

表 84: 峨眉山主要收费项目的归属

项目	票价(元/人)	收益归属
游山票	旺季120, 淡季100	管委会、上市公司
万年索道	上行40, 下行30, 往返60	上市公司
金顶索道	上行40, 下行30, 往返70	上市公司
观光车票	中山段往返40, 高山段往返30, 全山往返70	管委会
万佛顶观光小火车	往返60	其他企业
报国寺	8	佛教协会
伏虎寺	6	佛教协会
万年寺	10	佛教协会

资料来源: 公司年报, 中金公司研究部

## 游客增长依然乐观

图 52: 峨眉山周边道路交通图



资料来源: 百度地图, 中金公司研究部



现阶段推动峨眉山游客增长的因素较多，因此未来游客增长依然乐观：

第一、大佛开光的影响还在继续。十方大佛在 2006 年开光，装修的金银铜殿也以新的面貌示人，掀起了宗教旅游的高潮，未来几年这个影响还会继续，但是影响会逐步减弱。

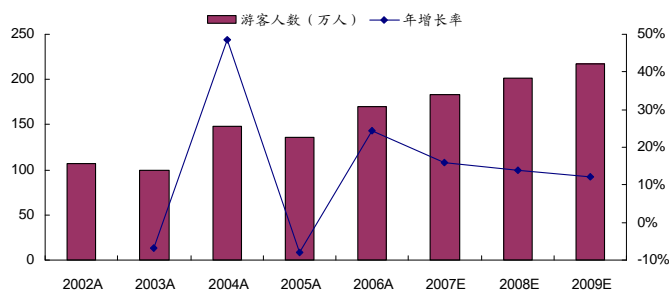
第二、四川省打造“中国第一山”工程实施，对峨眉山景区内外的基础设施都有所改善和提高，功能有所完善，增强了对游客的吸引力。

第三、公司积极营销的效果逐步显现。

第四、奥运会可能带来的游客增长。

在 2006 年游客大幅增长 24% 和今年上半年游客增长 15.77% 的基础上，我们预期 2007~2009 年游客增速分别为 16%、14% 和 12%，这里主要是考虑到大佛开光对游客拉动作用的逐步减弱。

图 53：峨眉山的游客人数及其增长



资料来源：公司年报，中金公司研究部

从公司的游客结构来看，成渝地区约占 40% 左右，境外游客占比不高，估计在 10% 以下，其他为国内其他地区的游客。

此外，2009 年后周边交通情况未来将有所改善，一方面是乐山旅游机场在 2007 年 7 月获批开始建设，预计 2009 年竣工，2010 年之后远途游客可以通过乐山机场更方便的进入峨眉山；另一方面是成都-夹江-峨眉山的直通高速有望在两年内开通，缩短游客从成都进入峨眉山的时间。因此 2009 年之后游客增长还会有新的动力。

### 园林门票业务：提价预期强烈

根据国家发改委的文件规定，峨眉山门票价格上次提价已经超过 4 年，具备了提价条件，但是调价幅度不能超过 25%。同时管委会也已经召开提价听证会，我们预期黄山门票价格在 2008 年将提升 25% 至 150 元，由于难于把握具体提价时间，我们谨慎假设实际票价在 2008 和 2009 年各

提升 10%。

表 85：峨眉山门票最近 3 次提价情况

	1997.7.1	1999.1.1	2001.11.1	2003.9.21
旺季(元)	50	60	80	120
淡季(元)	40	50	60	100

资料来源：公司年报，中金公司研究部

公司园林门票业务的成本除了票房成本和向管委会支付的 50% 门票专营权使用费之外，还包括向管委会支付的景区资源保护基金，06 年和今年上半年分别支付了 520 万和 220 万，占当期门票收入的比率均为 3%，我们预期未来保持这一比率不变。在这些假设条件下我们预期 07~09 年门票收入 CAGR 为 22%，毛利 CAGR 为 20%。

### 索道业务：运能扩张、价格上涨

索道是公司重要的核心业务之一，索道业务对收入的贡献率在 20% 以上，但是毛利贡献在 40% 以上。旗下两条索道分别是金顶索道和万年索道。

金顶索道是往复式索道，1988 年建成，运力约为 700 人/小时；公司投资 6700 多万建设的新金顶索道于 2007 年初投入运营，运力为 1300-1500 人/小时。金顶索道是通往金顶之佛教圣地（十方佛、金殿、银殿、铜殿等）的交通要道，搭乘比率约为 80%，预期搭乘比率未来稳中有升。

万年索道是通往万年寺的一条循环式索道，目前索道搭乘率约 60%，未来随着游客消费能力的提高，搭乘比率也会小幅上升。

万年、金顶两条索道最近一次调价是在 2003 年 3 月，执行价格为上山 40 元/人、下山 30 元/人，往返 60 元/人；目前已经超过 4 年时间，目前峨眉山的索道票价相对同类景点严重偏低（比如黄山上的索道往返 130 元/人），同时索道提价不受“发改委”规定的限制，因此索道提价空间较大，下次上调幅度应该在 25% 以上，也不排除上调 40~50% 的可能性。

我们谨慎假设 08~09 年索道平均价格每年提高 10%，同时索道搭乘比率每年提高 4%，在这种假设下未来三年索道业务收入平均复合增长率 25%，索道毛利平均复合增长率 27%（考虑到新建金顶索道带来折旧增加的影响）。

### 酒店业务：盈利能力不强，但提升空间大

公司旗下酒店主要包括四家高星级酒店，其中位于高山区峨眉山金顶附近的金顶饭店、位于低山区报国寺旁边有峨眉山大酒店和红珠山宾馆和位于成都市区的峨眉山国际大



酒店, 酒店概况见表 86。

**表 86: 峨眉山 A 的酒店概况**

酒店名称	星级	地点	房间数	房价
金顶大酒店	3星	高山区金顶	85	400
红珠山宾馆	4/5星		486	
1号楼(红珠别墅)			—	—
2号楼(小平楼)			11	25000
3号楼(元帅楼)			8	18000
4号楼(蒋公馆)		低山区报国寺旁	11	18000
5号楼	4星		278	650
6号楼			95	330
7号楼			—	—
8号楼	5星		83	780
峨眉山大酒店	3/4星		309	300
	4星	低山区报国寺旁	180	
	3星		129	
峨眉山国际大酒店	4星	成都市区	172	350
合计			1052	

资料来源: 公司年报, 中金公司研究部

金顶饭店位置极佳, 是高山区仅有的酒店, 但是规模较小, 成本较高。峨眉山大酒店和红珠山宾馆是低山区主要的高档酒店, 在峨眉山风景区内有较强的竞争优势, 但是也面临着周边其他酒店的竞争, 主要竞争对手包括 4 星级的峨眉山温泉饭店、峨眉山饭店和 3 星级的峨眉山雄秀宾馆等。

峨眉山国际大酒店在成都市区面临比较激烈的竞争, 客房数量较少, 未来随着培育期的结束, 盈利将有所提升。

**表 87: 峨眉山 A 最近 4 年举债对酒店进行大规模投资**

(万元)	2004	2005	2006	2007	总计	备注
峨眉山大酒店	3号楼	-	13	203	816	1,032
	迪吧会议室	-	-	140	695	836
	啤酒长廊	-	-	305	-	305
	1号楼	-	-	-	-	11月公告拟投资1980万元进行改建
	5号楼	-	-	12,721	2,992	15,713
红珠山宾馆	6号楼	-	-	814	-	814
	8号楼	4,998	-	-	4,998	2004年投资2300万元改造8号楼
金顶大酒店	美食中心	-	-	167	-	167
	卧云楼	-	-	140	-	140
峨眉山国际大酒店		2,384	5,580	-	7,964	2004年投资7297.5万建造
合计		7,382	5,593	14,491	4,503	31,968

资料来源: 公司年报, 中金公司研究部

公司过去 4 年持续对酒店进行投资, 除了兴建峨眉山国际大酒店之外, 还对峨眉山大酒店、红珠山宾馆和金顶饭店进行了装修、改造、扩建(表 87)。受这些资本开支带来折旧增加的影响, 过去几年酒店业务实际处于亏损状态, 06 年酒店客房和餐饮合计贡献毛利仅 340 万。

11 月 10 日董事会再次公告公司拟投资 1980 万元进行峨眉山大酒店一号楼改建工程建设, 并确认投资 4800 万元对峨眉山大酒店进行供电、安防、交通、温泉及空调系统进行完善提升。

我们预期未来随着这些更显改造项目的效益发挥出来, 尤其是红珠山宾馆 5 号楼在今年重新投入运营, 酒店业务的收入会较快增长。2007 年中期宾馆客房毛利率 13%、宾馆餐饮毛利率 5.4% 都处在极低的水平, 我们相信未来随着毛利率的回升, 酒店业务的盈利能力有望逐渐提升。

## 其他业务

除了门票、索道和酒店客房收入之外, 公司其他收入来自旅行社、供水供电、商品销售、娱乐等等, 这些业务的收入和毛利贡献均在 10% 以下, 预期未来保持缓慢增长趋势。

## 管理层激励尚待时日、业绩释放不乐观

公司拥有较好的稀缺性旅游资源, 但是受制于公司治理和激励机制不到位, 盈利能力没有充分发挥出来。股改方案中大股东承诺在条件成熟的时候尽快实施管理层股权激励。但是从目前情况来看, 整个四川省内国有企业的股权激励进展缓慢, 因此公司的股权激励短期内也难于推出。

在股权激励短期内不能推出的情况下, 公司的业绩释放并不乐观, 公司通过持续的资本开支不断改善旅游接待设施, 有利于长期盈利能力的提高, 但是短期内折旧和费用吞噬利润的情况将会继续。

**表 88: 过去三年峨眉山 A 的主要关联交易项目**

(百万元)	2004	2005	2006
上市公司向管委会的支付			
景区资源保护基金支出			5.2
门票分成款支出	67.3	67.3	78.2
合计	67.3	67.3	83.4
占门票收入的比率	44.8%	46.3%	48.1%
占门票成本的比率	82.5%	86.8%	95.7%
上市公司向总公司的支付			
土地租金	1.3	1.3	1.3
上市公司与峨眉山旅游发展之间的关联交易			
供水收入	0.4	0.5	0.7
供电收入	0.0	0.1	0.2
广告收入	0.5	0.1	0.1
蒸汽、洗涤费用支出	2.3	4.0	3.8
修车费用支出	0.3	0.2	0.6
净支付(支出-收入)	1.7	3.5	3.3
上市公司向红珠宾馆的支付			
副食品采购支出	2.3	2.2	0.7
上述关联交易支付合计	72.6	74.2	88.8
占上市公司主营收入比率	26%	26%	24%
占上市公司主营成本比率	48%	46%	45%

备注: 红珠宾馆为公司第二大股东, 峨眉山旅游发展是管委会控制的企业。

资料来源: 公司年报, 中金公司研究部

上市公司同实际控制人、大股东及其他关联方之间存在一定的经常性关联交易, 主要项目见表 88, 其中值得关注的是景区资源保护基金的计算方法并没有公开披露, 因此未

来存在变数。

## 财务分析和盈利预测

过去几年，公司除了持续对酒店进行投资之外，还对索道等其他服务设施进行了改造和投资，主要项目统计见表 89。

**表 89：峨眉山 A 近年来的主要投资项目统计**

(单位:万元)	2,004	2,005	2,006	2,007	总计
酒店资本开始	2,883	5,593	14,491	4,503	27,470
其他主要工程					
红珠山休闲渡假村	3,728	-	-	-	3,728
万年寺至二道桥索道	14	45	-	7	66
风景区供水供电	95	92	416	144	748
金顶索道改造	206	1,750	4,814	-	6,770
低山环线游工程	51	202	-	-	253
万年索道增加运量技改工程	769	59	-	-	828
合计	4,862	2,148	5,231	151	12,393
其他零星工程	893	2,054	3,727	354	7,028
资本开支总计	8,639	9,795	23,449	5,008	46,891

资料来源：公司年报，中金公司研究部

大量资本开支带来的借款增加将导致财务费用大幅度增长。今年中期公司新增长期贷款 1.25 亿元，到 3 季度末公司短期贷款 1.35 亿，长期贷款 2.85 亿，合计银行贷款高达 4.2 亿元，前 3 季度财务费高达 1806 万元，11 月 10 日再次公告拟增加中长期流动资金借款 4000 万元；随着央行不断提高基准利率，公司未来的财务费用还将继续提高。

基于 07~09 年游客数量增长 16%、14%、12%以及 08~09 年门票和索道均价逐年提高 10%的核心假设，我们预测 2007~2009 年公司的 EPS 分别为 0.21 元、0.30 元和 0.47 元。

财务分析与预测方面，我们提醒投资者注意三点：

**第一、过去四年公司利润增速显著低于收入增速，这不应该是景区盈利模式的常态。**从 2003~2006 年的这 4 年间，公司主营业务收入 CAGR（年均复合增速）为 21.0%，主营业务利润的 CAGR 为 18.7%，营业利润的 CAGR 为 12.3%，净利润增速为 8.6%，上述四个指标一个比一个低，直观的说明综合毛利率在下降、期间费用率在上升、营业外支出净额在增长。而净利润的 CAGR8.6%甚至低于同期游客人数的 CAGR12.2%。出现这种结果的主要原因与公司过去几年处在资本开支的高峰期有关，未来随着资本开支的逐步减少，综合毛利率逐步回升和期间费用率下降，盈利能力提升的空间较大。

**第二、当前公司净利润的增长对期间费用的控制情况非常敏感。**过去 3 年，期间费用率分别为 22.9%、23.7%和 28.5%，呈逐步提高的趋势，净利润率分别为 16.1%、13.4%和 11.1%，呈逐步下降的趋势，折旧和期间费用的增长吞噬利润增长，期间费用与同期净利润的比率大幅上升，过去三年分别为 142%、177%和 257%。06 年公司净利润仅 4100

万元，而当年新增管理费用就高达 3000 万元。从这个角度讲，公司通过费用控制来提升净利润的空间很大；当然如果期间费用进一步上升超过我们的预期，业绩也可能低于预期，这一特点增加了财务预测的难度并降低了财务预测的准确性。

**第三、公司净利润的增长对门票和索道的提价幅度和时间进度比较敏感。**如果门票和索道均价在 08 不变、09 年提升 20%，则预测 EPS 分别为 0.25 元和 0.46 元，如果门票和索道均价在 08 年提高 20%，在 09 年提高 5%，则 EPS 分别为 0.36 和 0.50 元。

**表 90：峨眉山 EPS 对门票和索道票价上涨的情景分析**

门票索道价格同步涨幅		每股收益预测		
		2007E	2008E	2009E
保守情景	0% 20%	0.21	0.25	0.46
一般情景	10% 10%	0.21	0.30	0.46
乐观情景	20% 5%	0.21	0.36	0.50

资料来源：公司年报，中金公司研究部

业绩超出上述乐观情景的可能性来自两个方面：一是索道提价幅度超过 25%，比如达到 40%甚至更高；二是酒店业务通过加强管理、消减成本实现了毛利率的大幅反弹。

## 估值及投资建议

基于我们的盈利预测，DCF 估值显示公司合理价值为 17 元，相当于 09 年 37 倍 PE 估值，相对于可比公司是可以接受的。首次关注给予“审慎推荐”的评级，12 个月目标价 17 元，相对于目前股价有 31%的上升空间。尽管门票索道提价预期强烈、但是折旧和期间费用吞噬利润导致盈利能力没有充分释放，因此短期投资者还需要耐心等待公司治理改善带来业绩释放“拐点”的到来。

同时我们建议长期投资者淡化公司的 PE 估值，而关注股价/每股经营性现金流的比率变化，该比率在 08~09 年分别仅为 18X 和 13X，充分反映出公司盈利释放的潜力比较大。

## 投资风险

1. 股改承诺实施的管理层激励机制还没有实施，影响到长期成长的确定性和短期业绩释放。
2. 门票提价时间和游客增速低于预期的风险。
3. 游客增长低于预期的风险。
4. 税收优惠被取消的风险。
5. 政策风险、自然灾害、重大突发事件等影响旅游行业的系统性风险。

表 91: 峨眉山 A 的 DCF 估值基本假设

(百万人民币)	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
息税折旧前利润	85	115	166	212	255	306	358	425	503	576
所得税	-13	-17	-27	-37	-56	-69	-82	-100	-120	-140
资本支出	-220	-170	-140	-146	-152	-159	-166	-173	-181	-189
折旧	66	74	84	91	100	108	116	125	134	144
营运资本变化	-7	7	4	-3	2	1	-2	-1	-2	-8
自由现金流量	-89	9	87	118	148	187	225	277	334	383
加权平均资本成本	8.2%									
折现率	1.000	0.924	0.854	0.790	0.730	0.675	0.624	0.577	0.533	0.493
折现现金流	-89	8	74	93	108	126	140	159	178	189
折现现金流现值	987									
终值	3,755	占比	79%							
企业价值	4,742									
现金及等价物	76									
债务	-427									
少数股东权益	-5									
优先股	-									
NAV	4,386									
股本总数	235									
每股 NAV	17.24									

基本假设:

无风险收益率	3.50%
Beta 系数	1.10
风险溢价	5.00%
资本成本	9.00%
税后债务成本	6.27%
目标债务水平	30%
永续增长率	3.00%

资料来源: 中金公司研究部

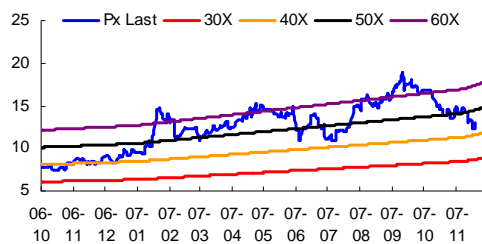
表 92: 峨眉山 A 的 DCF 估值敏感性分析

17.23	永续成长率					
加权平均资本成本	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	
	6.2%	20.5	24.8	31.9	45.5	82.1
	7.2%	16.1	18.8	22.8	29.3	41.8
	8.2%	12.9	14.7	17.2	20.9	26.9
	9.2%	10.6	11.9	13.5	15.8	19.2
	10.2%	8.8	9.7	10.9	12.4	14.5
	11.2%	7.4	8.1	8.9	10.0	11.4

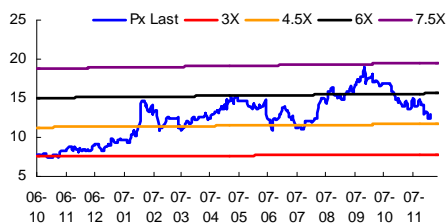
资料来源: 中金公司研究部

图 54: 峨眉山 A 的 P/E Band 及 P/B Band

P/E Band:



P/B Band:



资料来源: 中金公司研究部

表 93: 峨眉山 A 的季度/半年度历史财务数据

(百万元)	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06	1Q07	2Q07	3Q07	YoY	QoQ	1-3Q06*	1-3Q06	1-3Q07	YoY
主营业务收入	51.3	100.0	140.1	80.0	67.5	117.9	165.6	18.2%	40.5%	289.7	291.4	350.9	20.4%
主营业务成本	34.6	53.1	67.4	44.3	47.9	66.4	82.1	21.7%	23.7%	154.6	155.2	196.3	26.5%
主营业务税金及	2.41	4.4	6.01	3.72	3.14	5.3	7.1			12.8	12.8	15.5	
主营业务利润	14.2	42.6	66.7	24.5	16.5	46.2	76.4	14.6%	65.2%	178.8	123.5	139.1	12.6%
营业费用	3.7	5.2	7.5	0.7	5.6	4.0	11.4			0.5	16.4	21.0	
管理费用	14.0	15.3	18.2	27.2	13.7	13.7	21.1	15.8%	54.1%	64.4	47.5	48.4	1.8%
财务费用	2.4	3.0	3.9	3.4	4.6	6.4	7.1	80.5%	11.8%	9.3	9.3	18.1	93.4%
营业利润	-5.9	18.9	37.0	3.4	-7.1	22.0	37.3	0.8%	69.8%	49.8	50.1	52.2	4.2%
利润总额	-5.8	17.6	37.0	2.8	-6.9	21.4	37.2	0.6%	73.9%	48.6	48.8	51.8	6.0%
所得税	0.0	1.8	5.6	3.2	0.0	2.4	5.4	-2.7%	127.3%	7.3	7.3	7.8	6.1%
少数股东权益	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.1			-0.3	-0.3	0.1	
净利润	-5.8	16.0	31.6	-0.4	-6.9	19.0	31.7	0.5%	66.7%	41.5	41.8	43.9	5.0%
每股收益 (元)	-0.02	0.07	0.13	-0.00	-0.03	0.08	0.13	0.5%	66.7%	0.18	0.18	0.19	5.0%
毛利率	32.5%	46.9%	51.9%	-26.0%	29.1%	43.7%	50.4%	-1.4%	6.7%	66.1%	46.8%	44.1%	-2.7%
营业费用率	7.3%	5.2%	5.4%	0.9%	8.3%	3.4%	6.9%	1.5%	3.5%	0.2%	5.6%	6.0%	0.3%
管理费用率	27.3%	15.3%	13.0%	34.1%	20.3%	11.6%	12.7%	-0.3%	1.1%	22.2%	16.3%	13.8%	-2.5%
营业利润率	-11.4%	18.9%	26.4%	4.3%	-10.6%	18.6%	22.5%	-3.9%	3.9%	17.2%	17.2%	14.9%	-2.3%
净利润率	-11.2%	16.0%	22.5%	-0.5%	-10.2%	16.2%	19.2%	-3.4%	3.0%	14.3%	14.3%	12.5%	-1.8%
有效税率	0.0%	10.1%	15.0%	117.2%	0.0%	11.1%	14.5%	-0.5%	3.4%	15.1%	15.0%	15.0%	0.0%

注: 标志部分为旧会计准则下数据, 其他则为新会计准则下的可比数据。

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 94: 峨眉山 A 的主营业务收入及毛利率预测

(百万元)	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营业务收入	286.0	369.7	450.3	561.9	682.7
(+/-)	1.0%	29.3%	21.8%	24.8%	21.5%
游山门票	145.1	173.5	203.2	254.9	314.0
客运索道	59.8	82.5	98.4	126.9	160.5
宾馆业务	56.3	82.6	113.1	140.1	163.9
其他业务	24.9	31.1	35.5	40.1	44.3
主营业务税金及附加	12.4	16.5	20.3	25.3	30.6
主营业务成本	160.9	198.9	244.7	297.1	350.0
游山门票	77.5	87.2	107.4	134.2	164.8
客运索道	12.1	12.8	17.3	17.6	18.0
酒店业务	55.6	79.3	101.0	124.4	144.8
其他业务	15.7	19.7	17.1	68.0	79.6
毛利	125.1	170.8	205.6	264.9	332.7
游山门票	67.7	86.3	95.8	120.7	149.2
客运索道	47.6	69.7	81.1	109.2	142.5
酒店业务	0.6	3.4	12.2	15.7	19.1
其他业务	9.2	11.4	16.5	19.3	21.8
毛利率	43.7%	46.2%	43.7%	45.1%	46.6%
游山门票	46.6%	49.8%	47.1%	47.4%	47.5%
客运索道	79.7%	84.5%	82.4%	86.1%	88.8%
酒店业务	1.1%	4.1%	10.7%	11.2%	11.7%
其他业务	36.9%	36.7%	46.4%	48.1%	49.2%
收入构成比例	2005A	2006E	2007E	2008E	2009E
收入占比	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
游山门票	50.7%	46.9%	45.1%	45.4%	46.0%
客运索道	20.9%	22.3%	21.9%	22.6%	23.5%
酒店业务	19.7%	22.4%	25.1%	24.9%	24.0%
其他业务	8.7%	8.4%	7.9%	7.1%	6.5%
毛利占比	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
游山门票	54.1%	50.5%	46.6%	45.6%	44.9%
客运索道	38.1%	40.8%	39.5%	41.2%	42.8%
酒店业务	0.5%	2.0%	5.9%	5.9%	5.8%
其他业务	7.3%	6.7%	8.0%	7.3%	6.6%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

表 95：峨眉山 A 的主要财务数据及预测

损益表 (百万元)	2004A	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营业务收入净额	283	286	370	450	562	683
主营业务利润	120	113	154	185	240	302
其他业务利润	1	2	3	3	3	3
营业费用	-1	-1	-1	-22	-26	-30
管理费用	-61	-62	-92	-81	-101	-109
财务费用	-3	-5	-13	-23	-27	-27
营业利润	57	47	51	63	88	139
税前利润	57	48	51	63	88	139
所得税	-11	-10	-11	-13	-18	-28
少数股东权益	0	0	0	-0	-0	-0
净利润	46	38	41	50	70	110
现金流量表 (百万元)						
经营活动现金流净额	96	81	123	131	179	226
投资活动现金流净额	-197	-100	-197	-223	-173	-121
融资活动现金流净额	86	24	94	72	-70	-94
货币资金增加额	-16	4	21	-20	-64	11
资产负债表 (百万元)						
货币资金	119	99	96	76	13	23
应收款项	15	17	17	21	25	30
存货	6	8	8	10	12	15
流动资产	142	125	124	110	54	73
长期投资	1	5	0	0	0	0
固定资产	482	576	785	943	1,042	1,081
无形资产和其他资产	108	104	97	96	94	93
短期借款	39	100	135	135	135	135
预收帐款	1	2	4	4	5	7
一年内到期的长期负债	60	25	-	-	-	-
流动负债	142	171	240	238	252	264
长期负债	32	57	167	292	292	292
少数股东权益	4	4	5	5	5	5
股东权益	550	575	594	614	642	686
总资产	733	810	1,007	1,149	1,191	1,247
财务指标						
主营业务利润率	42.4%	39.4%	41.7%	41.1%	42.6%	44.2%
息税前利润率	21.1%	18.3%	17.3%	18.9%	20.5%	24.3%
净利润率	16.1%	13.4%	11.1%	11.1%	12.5%	16.2%
净资产收益率	8.3%	6.6%	6.9%	8.1%	11.0%	16.1%
总资产负债率	24.4%	28.5%	40.6%	46.2%	45.7%	44.6%
净资产负债率	32.4%	40.1%	68.8%	86.5%	84.7%	81.1%
流动比率	1.0	0.7	0.5	0.5	0.2	0.3
速动比率	1.0	0.7	0.5	0.4	0.2	0.2
应收帐款周转期	19.1	22.1	17.1	17.1	17.1	17.1
存货周转期	14.8	17.7	15.3	15.3	15.3	15.3
分红比例	46.7%	34.2%	57.2%	60.0%	60.0%	60.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部



## 北京

中国国际金融有限公司  
中国 北京 100004  
建国门外大街1号  
国贸大厦2座28层  
电话: (8610) 6505-1166  
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司  
北京建国门外大街证券营业部  
中国 北京 100004  
建国门外大街1号  
国贸大厦2座6层  
电话: (8610) 6505-1166  
传真: (8610) 6505-1156

## 上海

中国国际金融有限公司  
上海分公司  
中国 上海 200120  
陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
电话: (8621) 5879-6226  
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司  
上海陆家嘴环路证券营业部  
中国 上海 200120  
陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
电话: (8621) 5879-6226  
传真: (8621) 5879-7827

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
国际金融中心第一期23楼2307室  
中环港景街1号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司  
国际金融中心第一期23楼2307室  
中环港景街1号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司  
国际金融中心第一期23楼2314室  
中环港景街1号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## 深圳

中国国际金融有限公司  
深圳深南大道证券营业部  
中国 深圳 518040  
深南大道7088号  
招商银行大厦25层2503室  
电话: (86755) 8319-5000  
传真: (86755) 8319-9229



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。