中国旅游上市公司发展报告

（2014）

国家旅游局规划财务司

申万宏源证券有限公司

二O一五年五月

一、国内上市旅游企业现状

（一）海内外上市企业53家，整体市值实现10年10倍增长

选取国内53家上市旅游企业作为样本，市值合计5393.55亿元。登陆国内资本市场的旅游企业共有43家，市值合计3393.46亿元。其中主板企业15家，目前市值合计1573.15亿元；中小板18家，市值合计1251.62亿元，创业板2家，市值合计568.69亿元；新三板已挂牌的企业8家。旅游酒店类上市企业在国内主板、中小板、创业板、新三板市场的企业总数占比分别为0.50%、2.55%、0.47%、0.32%；在主板、中小板、创业板中的市值占比分别为0.29%、1.22%、0.93%。

登陆海外市场的国内旅游企业共有10家，首发募集资金93.32亿元。其中登陆港交所企业3家，市值合计808.14亿元；登陆纳斯达克企业6家、纽交所企业1家，市值合计1191.95亿元。

|  |
| --- |
| 图1：国内上市旅游企业分布 |
|  |
| 资料来源：申万宏源证券 |

|  |
| --- |
| 图2：A股上市旅游企业市值实现10倍增长 |
|  |
| 资料来源：申万宏源证券 |

|  |
| --- |
| 表1：A股的已上市旅游企业 |
| |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | | **主板公司** | **目前市值** | **首发上市时间** | **中小板公司** | **目前市值** | | **首发上市时间** | | | **新三板公司** | | | **目前市值** | | | **首发上市时间** | | | | 中国国旅 | 501.40 | 2009-10-15 | 众信旅游 | 141.06 | 2014-01-23 | | | 景尚旅业 | | | 5.95 | | | 2014-08-11 | | | 锦江股份 | 245.91 | 1996-10-11 | 宝利来 | 215.80 | 1992-05-07 | | | 米奥会展 | | | - | | | 2015-01-27 | | | 中青旅 | 183.13 | 1997-12-03 | 全聚德 | 75.27 | 2007-11-20 | | | 北展股份 | | | - | | | 2014-08-14 | | | 号百控股 | 138.77 | 1993-04-07 | 峨眉山A | 73.37 | 1997-10-21 | | | 差旅天下 | | | 11.22 | | | 2014-01-24 | | | 黄山旅游 | 83.53 | 1997-05-06 | 中科云网 | 56.32 | 2009-11-11 | | | 路骋国旅 | | | - | | | 2014-11-10 | | | 国旅联合 | 72.88 | 2000-09-22 | 云南旅游 | 84.30 | 2006-08-10 | | | 名洋会展 | | | - | | | 2015-02-09 | | | 金陵饭店 | 70.17 | 2007-04-06 | 北京文化 | 110.95 | 1998-01-08 | | | 星月股份 | | | - | | | 2014-08-21 | | | 长白山 | 62.13 | 2014-08-22 | 丽江旅游 | 65.74 | 2004-08-25 | | | 云南文化 | | | - | | | 2014-11-03 | | | 北部湾旅 | 60.85 | 2015-03-26 | 华天酒店 | 72.54 | 1996-08-08 | | | 合计 | | | 17.80 | | |  | | | 西藏旅游 | 49.67 | 1996-10-15 | 零七股份 | 56.61 | 1992-04-13 | |  | | |  | | |  | | | | | 首旅酒店 | 43.27 | 2000-06-01 | 桂林旅游 | 45.73 | 2000-05-18 | |  | | |  | | |  | | | | | 曲江文旅 | 38.16 | 1996-05-16 | 东方宾馆 | 49.57 | 1993-11-18 | |  | | |  | | |  | | | | | 大连圣亚 | 25.97 | 2002-07-11 | 西安饮食 | 45.11 | 1997-04-30 | |  | | |  | | |  | | | | | 合计 | 1575.85 |  | 三特索道 | 31.05 | 2007-08-17 | |  | | |  | | |  | | | | |  |  |  | 张家界 | 36.09 | 1996-08-29 | |  | | |  | | |  | | | | |  |  |  | 大东海A | 35.96 | 1997-01-28 | |  | | |  | | |  | | | | | **主板公司** | **目前市值** | **首发上市时间** | 西安旅游 | 36.25 | 1996-09-26 | |  | | |  | | |  | | | | | 宋城演艺 | 425.86 | 2010-12-09 | 世纪游轮 | 20.71 | 2011-03-02 | |  | | |  | | |  | | | | | 腾邦国际 | 184.84 | 2011-02-15 | \*ST新都 | 34.19 | 1994-01-03 | |  | | |  | | |  | | | | | 合计 | 610.70 |  | 合计 | 1286.62 |  | |  | | |  | | |  | | | | |
| 资料来源：申万宏源证券 |

国内上市的旅游企业，业态分布包括景区景点、宾馆酒店、旅行社几大类，其中景区景点企业占到45.7%。选择海外上市的企业业态分别为在线旅行社、酒店集团、租车行业，其中在线旅行社企业占比40%。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 图3：国内上市旅游企业业态分布 |  | 图4: 选择海外上市的旅游企业业态分布 |
|  |  |  |
| 资料来源：申万宏源证券 |  | 资料来源：申万宏源证券 |

|  |
| --- |
| 表2：选择海外上市的国内旅游企业 |
| |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | |  | **海外上市公司** | **市值 （亿元）** | **上市时间** | | **上市初市值 (亿元)** | | | **初次募集总金额（亿元）** | | **增发募集金额(亿元)** | | |  | | 港交所 | 神州租车 | 330.48 | | 2014/9/19 | |  | 199.30 | | 32.91 | | - | | | 锦江酒店 | 162.81 | | 2006/12/15 | |  | 168.65 | | 21.98 | | 22.08 | | | 港中旅 | 143.86 | | 1992/11/11 | |  | - | | 3.16 | | - | | | 纳斯达克 | 携程 | 548.24 | | 2003/12/9 | |  | 42.71 | | 4.63 | | 7.98 | | | 去哪儿 | 356.90 | | 2013/11/1 | |  | 196.44 | | 1.67 | | - | | | 华住酒店 | 84.88 | | 2010/3/26 | |  | 55.98 | | 6.75 | | - | | | 如家 | 80.53 | | 2006/10/26 | |  | 57.25 | | 6.67 | | 1.2 | | | 途牛 | 69.23 | | 2014/5/9 | |  | 30.11 | | 4.41 | | - | | | 艺龙 | 36.28 | | 2004/10/28 | |  | 23.67 | | 3.8 | | - | | | 纽交所 | 一嗨租车 | 36.74 | | 2014/11/18 | |  | 41.10 | | 7.34 | | - | | | 市值合计 |  | 1849.96 | |  | |  | 815.22 | | 93.32 | | 31.26 | | |

资料来源：申万宏源证券

历数A股中的上市旅游企业，首发募集资金125亿元，增发募集资金约178亿元，合计约300亿元，但旅游上市企业的整体市值10年翻了10倍，从2005年的235亿元一跃至现今的3393.46亿元，优质的上市旅游企业标的十分稀缺，资本市场对旅游企业的追捧和投资热度都在逐年递增。从旅游市场一级市场的投融资现状也可以得出同样的结论，旅游业投资事件从2008年的3起，一跃至2014年的130起，融资金额约300亿元。

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 表3：旅游业投融资概况 | | | | | | |
| 时间 | | 投资事件次数 | | 融资金额 | | |
| 2014年 | | 130 | | 近300亿 | | |
| 2013年 | | 68 | | 近50亿 | |  |
| 2012年 | | 23 | | 近20亿 | |  |
| 2011年 | | 16 | | 近60亿 | |  |
| 2010年 | | 13 | | 近14亿 | |  |
| 2009年 | | 5 | | 近1.26亿 | |  |
| 2008年 | | 3 | | 近8400万 | |  |
| 资料来源：榜中榜旅游，申万宏源证券  表4：旅游业投融资细分领域 | | | | | | |
| 细分领域 | 融资次数 | | 融资金额 | | 典型融资 | |
| 租车 | 19 | | 近24亿美元 | | 滴滴打车、快的、神州、一嗨、PP租车 | | |
| 出境游 | 11 | | 约1亿美元 | | 海玩、佰程、我趣、路路行 | |
| 长租 | 10 | | 约2亿美元 | | 爱屋吉屋、魔方公寓、蘑菇公寓、优客逸家、YOU+ | |
| 旅游度假 | 9 | | 约4.6亿美元 | | 途牛ipo、同程、悠哉、驴妈妈、欣欣旅游 | |
| 周边游 | 7 | | 约3000万美元 | | 周末去哪、周末去哪玩、108天、度周末 | |
| 攻略/社区/SNS | 7 | | 约1亿美元 | | 面包旅行、检人、在路上 | |

资料来源：榜中榜旅游，申万宏源证券

（二）传统资源型景区深耕细作、人文景区外延扩张加速

国内景区板块2014年实现总体收入94.89亿元，同比增长17.32%，其中，黄山旅游收入最高实现14.9亿元。宋城演艺收入同比增速最高37.78%，实现净利润2.65亿元，位居景区类企业榜首。资源型景区峨眉山A、黄山旅游、长白山、桂林旅游收入增长率分别为66%、37%、28%、33.32%，均呈现稳步增长。传统景区资源优势明显，经营性资产主要以门票和景区交通为主，凭借较高的知名度及较大的游客底量，经营情况稳健。

|  |
| --- |
| 图5：国内上市企业经营现状-景区类 |
|  |
| 资料来源：申万宏源证券 |

|  |
| --- |
| 图6：景区类企业净利润 |
|  |
| 资料来源：申万宏源证券 |

宋城演艺：线上线下融合，打造O2O演艺帝国

|  |
| --- |
| 人文型景区宋城演艺于2010年11月在深交所创业板上市，募集资金22.26亿元。随后募投动漫乐园、三亚千古情、丽江千古情、九寨千古情等多台主题演艺，在夯实主业的基础上，进军电影与娱乐、广告媒体；并与北歌、中杂集团战略合作，同时收购在线演艺平台六间房100%股权，进军互联网演艺行业，截至目前公司市值401.54亿元，相比上市之初实现4倍增长。  图7：宋城融资与发展历程 |
|  |
| 资料来源：申万宏源证券 |

（三）传统旅行社借力资本、实现跨越式发展

旅行社类企业实现总收入383.51亿元，同比增长11.27%；净利润36.58亿元，同比增长23.62%。其中，中国国旅借力免税业务实现近200亿收入，中青旅借力景区做大资产规模实现收入106亿元。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 图8：旅行社类企业收入 |  | 图9：旅行社类企业净利润 |
|  |  |  |
| 资料来源：申万宏源证券 |  | 资料来源：申万宏源证券 |

众信旅游：全产业链的出境游服务提供商

众信旅游于2014年1月作为国内首家民营旅行社在深圳中小板上市，募集资金3.37亿；随后通过定向增发 6.3亿元购买竹园国旅70%股份，夯实出境游供应商龙头地位。与悠哉旅游网战略合作，打造线上平台，并推出 “众信掌上店铺”，开展移动互联时代下旅行社O2O营销；入股旅游卫视旗下“年假旅行”，打造T2O销售模式；向香港子公司增资1400万美元，开拓境外目的地市场，参与收购Clubmed3.5%股权；2015年，投资旅行社交平台行者App的Pre-A轮、A轮投资世界玖玖，欲打造中国境外目的地直采得最大品牌。登陆资本市场后，公司借助募集资金及增发资金实行了一系列的相关产业链并购，2014年实现营业收入42.17亿元，同比增长40.32%，目前公司市值141.06亿元，上市一年即实现市值翻倍增长。

|  |
| --- |
| 图10：众信融资与发展历程 |
|  |
| 资料来源：申万宏源证券 |

（四）酒店类企业业绩暂时承压，并购扩张仍在加速

2014年酒店类上市企业实现总收入288.44亿元，同比增加1.44%；净利润16.65亿元，同比减少5.15%，酒店类企业经营业绩处于暂时性低谷。其中，锦江酒店与锦江股份共实现营业收入123.07亿元；如家实现营业收入62.72亿元；华住酒店、首旅酒店分别实现营收49.65、27.91亿元。如家酒店通过输出管理、借助资本市场开展了大规模的并购，旗下酒店数从2002年6月的20家发展到2014年12月的2609家，增长了100多倍，酒店客房数在2014年底达到了296075间。

|  |
| --- |
| 图11：酒店类企业收入 |
|  |
| 资料来源：申万宏源证券 |

|  |
| --- |
| 图12：酒店类企业净利润 |
|  |
| 资料来源：申万宏源证券 |

（五）自驾、租车成出游方式首选，租车企业实现快速增长

调查显示，目前中国国内短租自驾市场年复合增长率高达27%，是世界上增长最快的市场。在美国，前五大租车公司市场覆盖率高达95%，而中国租车市场前十名的公司覆盖率总和还没有超过13%，市场的“大蛋糕”显然很诱人。目前，获得融资的企业都在跑马圈地，大举购车。其中，规模最大的神州豪掷6亿元，半年之内车辆保有量从6000辆提升至13000辆，且计划在年内将该数字提升至4万辆。2014年神州租车实现营业收入35.21亿元，同比增长30.28%；并扭亏为营实现净利润4.36亿元。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 图13：租车类企业收入 |  | 图14：租车类企业净利润 |
|  |  |  |
| 资料来源：申万宏源证券 |  | 资料来源：申万宏源证券 |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 表5：租车平台 | | | | | | | | | | |
| **在线租车** | **成立时间** | | **车队规模** | | **城市** | | **服务点总计** | | | **服务特点** | | |
| 神州租车 | | 2007年9月 | | 近5万台 | | 66+52机场 | | 近700个 | 短租占据90% | | |
| 一嗨租车 | | 2006年1月 | | 近1万台 | | 50多 | | 近400个 | 公司长租50：50个人短租 | | |
| 至尊租车 | | 2006年1月 | | 近5000台 | | 30多 | | 近200个 | 国内连锁 | | |
| 易到用车 | | 2010年5月 | | 近1000台 | | 20多 | |  | O2O模式 | | |
| 瑞卡租车 | |  | | 1500（广州） | | 立足华南 | |  | 租车便利店 | | |

资料来源：速途研究院，申万宏源证券

|  |
| --- |
| 图15：神州租车 |
|  |
| 资料来源：申万宏源证券 |

|  |
| --- |
| 图16：神州租车 |
|  |
| 资料来源：申万宏源证券 |

（六）技术创新引领产业变革，在线旅游企业收入逐年翻番

站在互联网+旅游的风口，[在线旅游](http://www.dotour.cn/article/tag/%e5%9c%a8%e7%ba%bf%e6%97%85%e6%b8%b8)市场发展势头正猛，PhoCusWright的调查报告指出2011年的比例为26%的手机用户曾使用其手机设备预订和（或）购买旅游产品，如酒店客房或机票，2012年这一比例上升到30%。到2014年，智能手机和平板电脑所产生的收入将占在线旅游总收入的近20%。根据在线旅游平台Travelzoo旅游族针对中国大陆用户的年度调研显示，2014年中国移动旅游市场规模达到1247.3亿元，通过移动端预订旅游产品的比例占到了46.5%，逼近PC端。同时，在多轮激烈竞争后，在线旅游移动端市场集中度较高，据易观国际报告数据，携程、去哪儿、阿里去啊、活力天汇（航班管家、高铁管家）四家厂商包揽了中国在线旅游移动端市场总份额的77.1%。

|  |
| --- |
| 图17：在线旅游颠覆出游模式 |
|  |
| 资料来源：申万宏源证券 |

2014年中国在线旅游市场交易规模达3077.9亿元，同比增长38.9%，占旅游业总收入的比重为9.2%，比去年提升1.7个百分点，主要受机票、酒店、度假三大核心板块的利好发展驱动。从细分领域来看，机票是在线旅游市场中发展最成熟的领域，由于其基数较大，因此发展增速相对较慢。近两年国内休闲度假需求逐渐释放，酒店市场持续火热，2014年中国在线酒店市场增速升至30.0%左右。同时，度假也是在线旅游行业中最热门、发展增速最快的板块，2014年在线度假市场规模突破400.0亿元，增速保持在40.0%以上。OTA加速线下渗透，二三线城市“圈地运动“苗头初现。

|  |
| --- |
| 图18：2012-2018年中国在线旅游市场交易规模及渗透率 |
|  |
| 资料来源：wind，申万宏源证券 |

虽然各大在线旅游公司2014年业绩普遍陷入巨额亏损的泥潭，但其移动端的业务发展表现抢眼：去哪儿网移动端累计下载量超6亿；航班管家去年全年完成63.1亿元的交易额，同比增长900%；同程旅游景点门票业务2014年移动端订单占比已达70%。据易观国际分析，2015年将成为在线旅游行业的转折年，中国移动旅游成为在线旅游企业角逐的主战场，市场规模将超过PC端达到64%，是在线旅游公司新的业绩增长点，预计2017年移动端占比将达到76%。

携程、途牛、去哪在各细分市场均表现突出，市场份额较高，其中，携程在跟团游、自助游、出境游、国内中长线游几个细分市场份额均为第一。三者通过创新有力推动中国度假旅游市场互联网化进程，属于领先者厂商。去哪儿收入实现翻番增长，营业收入17.57亿元，同比增长106.45%；途牛营业收入35.35亿元，同比增长81.31%；携程实现营业收入73.47亿元，同比增长36.39%。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 图19：在线旅游企业营业收入 |  | 图20：在线旅游企业净利润 |
|  |  |  |
| 资料来源：申万宏源证券 |  | 资料来源：申万宏源证券 |

携程：移动化、平台化、小团队创新，打造一站式旅游服务大平台

携程创立于1999 年，作为中国领先的综合性旅行服务公司，携程旅行网于2003 年12 月在美国纳斯达克成功上市，其占据中国在线旅游50%以上市场份额，是绝对的市场领导者。2000 年，携程网并购北京现代运通订房中心，拓展了酒店预订业务；2002年，携程网并购北京海岸航空服务有限公司，拓展了机票预订业务；2008 年，携程网收购中软好泰，增强了酒店预订系统；2010 年，携程网收购中国古镇网，进一步增强了其作为在线旅游商的实力；2012 年，携程网投资太美旅行，表明了其进军高端旅游市场的意图；2013年投资易到用车和一嗨租车，进军租车领域，打造一站式服务；并且持续大力发展无线端，抢占移动互联网市场；2014年携程谋划“平台+OTA” 的战略，计划将所有业务平台化。携程网一直在稳健中积极发展，截至目前，携程总市值达85.1亿美元。

2014年携程实现营业收入约78亿元人民币，相比2013年增长36%。其中，住宿预订量同比增长63%，营业收入为32亿元，同比增长45%；交通票务预订量同比增长90%，营业收入为30亿元，同比增长36%；旅游度假业务营业收入为11亿元，相比2013年增长13%；商旅管理业务营业收入为3.73亿元，相比2013年增长40%。2015年一季度，携程将旗下包括主营酒店业大数据挖掘及增值服务的慧评网与国内领先的酒店管理系统(PMS)供应商中软好泰在内的子公司重组合并，成立了众荟信息技术有限公司实现酒店的数据化运营。

|  |
| --- |
| 图21：携程融资与发展历程 |
|  |
| 资料来源：申万宏源证券 |

去哪儿：打造国内最大的垂直搜索引擎

去哪儿创立于2005 年，是中国第一个旅游搜索比价引擎。2006年7月，著名的硅谷风险投资商Mayfield和金沙江创投完 成对"去哪儿"的投资。2007年5月，“去哪儿”独立用户访问量突破500万，并被明确定位为中国最热门的旅游新媒体之一。2007年11月，“去哪儿”的酒店搜索的数据量首次突破15,000家，突破性的发展让消费者可更全面地搜索全国各地与各种等及与类别的酒店。2008年4月，“去哪儿”推出了倍受注目的新服务"签证"搜索频道。2008年6月，推出了中国首例国际航班搜索服务。2008年8月，独立用户访问量突破2400万。2011 年百度成为去哪儿第一大股东，技术驱动公司不断发展。2013年11月1日，国内最大的在线旅游搜索平台去哪儿网在美国纳斯达克上市。截至目前，市值53.31亿美元。

2014年去哪儿实现无线收入7.1亿元人民币，同比增长434.9%，占总营收的40.3%，占P4P收入的42.5%，（2013年该占比分别为15.6%和17.2%）。全年总机票量8,390万张，相关P4P收入为11.7亿元，同比增长112.5%，主要得益于总机票量64.0%的增长。酒店间夜总数为3,210万间夜，酒店P4P收入为3.5亿元，同比增长79.0%，主要得益于酒店间夜总数实现了98.1%的增长。

|  |
| --- |
| 图22：去哪融资与发展历程 |
|  |
| 资料来源：申万宏源证券 |

途牛：深耕细作，打造精品旅游线路

途牛网创立于2006 年10 月，分别于2009年完成数百万A轮融资、于2011年完成5000万美元C轮融资，并成功于2014年在纳斯纳克市场上市。创立之时，携程、艺龙已经是行业内的佼佼者，途牛网选择只做旅游路线并对这一细分市场进行深耕细作。创立伊始，途牛团队在半年时间内，花费巨大的精力建立起国内最全面的景点库，涵盖全球4 万多个景点，目前景点库已经超过了5 万个景点。2009 年，途牛网开始设立自己的旅行社，直接跟消费者签合同并收取一定费用。这一年他们还拿到了DCM 等近千万美金的投资。有着充足的资金作为支撑，途牛网的发展速度明显加快。目前为止，途牛旅游网提供8 万余种旅游产品供消费者选择，涵盖跟团、自助、自驾、邮轮、酒店、签证、景区门票以及公司旅游等。途牛旅游网凭借在线订购旅游线路模式及兼有传统旅行社的线路优势，走出了自己的一片新天地。截至目前市值7.14亿美元。

途牛2014年全年营收为35亿元人民币，比去年同期增长81.3%。跟团游营收（以全额确认）为34亿元人民币，较2013年增长81.4%。这一增长主要是由于包括欧洲、北美、韩国、日本等在内的出境目的地旅游需求的快速增长，以及国内游的增长。2014年跟团游（不包括跟团周边游）出游人次为71.1万，较2013年的36.7万人次增长93.9%，而跟团周边游出游人次为107.4万人，较2013年的68.7万人增长56.4%。自助游营收（以净额确认）为9310万元人民币，较2013年增长90.4%。营收的增加主要是由于马尔代夫及国内热门目的地旅游的增长。2014年自助游出游人次为39.6万人，较2013年的22.1万人次增长78.7%。

|  |
| --- |
| 图23：途牛融资与发展历程 |
|  |
| 资料来源：申万宏源证券 |

二、美国本土上市旅游企业对国内旅游企业的启示

（一）国内旅游企业上市融资空间广阔

美国资本市场上的本土旅游企业共有31家，市值合计约3万亿人民币，加速并购、海外扩张与全球化经营的策略培育了8家市值超过百亿的大集团，其中迪士尼市值1872亿，希尔顿集团市值291.84亿元，全球最大在线旅游服务商Priceline市值654.44亿元。从业态来看：主题公园发展蓬勃，有迪士尼、六面旗等11家企业；其次是大型酒店集团10家，由希尔顿、万豪、喜达屋、洲际四家百亿市值企业引领行业发展；3家游轮企业嘉年华、皇家加勒比与丽星占全球80%市场份额，并且继续保持增长势头；美国的在线旅游企业市场渗透率高达60%以上，分工较明确、竞争合作有序，市场集中度高。目前，国内上市旅游企业总市值仅仅为美国上市旅游企业的市值约十分之一，但中国国际游客已接近美国水平，数量上或仅600万人次差距，中国国内的旅游市场也将更加火爆，巨大的行业机遇将会催生更多的中国旅游企业涌现，借助资本的力量腾飞。

（二）酒店业公司扩张潜力巨大

发源于欧洲的酒店业，二十世纪50年代，在美国得到了规模化、标准化和集团化的发展。根据2014年Hotelmag评选出来的世界排行前10的酒店集团中，有6家总部设在美国。美国酒店业反映出了当代旅游业的发展趋势：首先，酒店业的所有权面临巨大变迁，并购的浪潮不断扩大，甚至波及了整个旅游业。酒店业由独立经营朝着连锁、特许经营、管理合同的方式发展，充分实现着“规模经济”和自然扩大规模的潜力。如国际酒店业中，以希尔顿、凯悦、万豪、喜达屋、洲际等为代表的31个国际饭店管理公司的47个品牌通过自行投资、委托管理、特许经营等多种方式进入中国。其次，酒店不断开拓新型品牌，适应多角度全方位定位适用群体的战略。如在1996年，喜达屋饭店及度假村国际集团，它拥有100家饭店，26483间客房，年收入为3.853亿美元。1998年，喜达屋完成了更名、对ITT集团和Westin饭店的购并三件大事，这在其发展历程中具有相当大的影响。当前，旗下有圣·瑞吉斯 St.Regis、圣·瑞吉斯 St.Regis、W饭店 W Hotels、艾美 LeMeridien、福朋喜来登 Four Points、雅乐轩酒店(A Loft Hotel)等多个品牌，实现不同定位，从而促使全产业链发展，有利于多元化布局，迅速提升市场集中度和利润率。

|  |
| --- |
| 表6：美国上市的本土酒店集团 |
| |  |  |  |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | | **酒店** | **主营业务** | **市值** | **营业收入** | **净利润** | | **控股股东** | | **控股股东性质** | | 希尔顿 | 主营酒店，辅助度假村 | 291.84 | 105.02 | | 6.73 | | Blackstone Holdings III L.P. | 私募基金 | | 万豪国际 | 经营管理直属的酒店和特许联营的酒店 | 225.02 | 137.96 | | 7.53 | | JWM Family Enterprises, Inc. | JWM家族企业 | | 喜达屋酒店 | 主营酒店，辅助度假村 | 139.48 | 59.83 | | 6.33 | | BlackRock, Inc. | 投资管理集团 | | 洲际酒店(US) | 专业酒店管理集团 | 101.27 | 0 | | 0 | |  |  | | 凯悦酒店 | 跨国酒店集团 | 85.99 | 44.15 | | 3.44 | | Marshall E. Eisenberg | 有兼并收购、信托经验个人 | | EXTENDED STAY AMERICA INC | 主营酒店业 | 42.85 | 0 | | 0 | |  |  | | CHOICE | 特许经营酒店 | 35 | 7.58 | | 1.23 | | Stewart Bainum, Jr | CEO | | LA QUINTA HOLDINGS INC | 主营酒店 | 31.47 | 9.77 | | -3.37 | | Blackstone Holdings II L.P. | 私募基金 | | BELMOND LTD | 主营酒店，辅助豪华列车及邮轮旅程 | 15.68 | 5.86 | | -0.02 | | Belmond Holdings 1 Ltd. | 公司内部控股 | | MORGANS HOTEL GROUP CO | 主营酒店，辅助餐厅、酒吧 | 2.52 | 2.35 | | -0.51 | | Ronald W. Burkle |  | |
| 资料来源：申万宏源证券 |

整体上看，国际一流酒店集团处于成熟市场的发展过程中，而国内的酒店集团处于高速增长的新兴市场中，从国际酒店集团的规模对比来看，我国酒店上市公司的酒店总数及客房间数仍有10倍的数量级差距，并且增速较之缓慢。由此，对于新兴市场，规模增长和重组并购是发展的主线。

（三）着力发展主题公园、邮轮等新型休闲度假业态

美国的主题公园是世界主要公园的鼻祖，这与美国人的追求刺激、喜欢冒险，乐于参与的天性有关。从1955年，第一个迪斯尼在洛杉矶建成开放后，主题公园已经成为美国大众，尤其是年青人最喜爱的娱乐目的地。迪斯尼公司除了主题公园外现在还拥有电影、电视、房地产等多元化产业，而主题公园及度假区所占公司的经济份额并不高，但其形象、品牌价值极大。2014年，迪斯尼主题公园分布于四个国家（美国、法国、日本和中国），六个城市（美国有奥兰多和洛杉矶二处，中国有香港和上海两处）。其中1971年10月1日开始开业的奥兰多迪斯尼项目含六个主题公园，占地面积有17万亩，为迪斯尼最大的一个项目。现在当地政府对每位住宿的游客收3美元每天作为地方旅游基础设施建设专项资金。迪斯尼在美国聘有员工17.5万人，每年的经济效益达90亿美元。其高收益依赖于其全球扩张的步伐，其多元化的经营模式和融资方式为“米老鼠”打开了通向世界的大门。

|  |
| --- |
| 表7：美国上市的主题公园及娱乐设施企业 |
| |  |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | | **主题公园及**  **娱乐设施** | **主营业务** | **市值** | **营业收入** | **净利润** | **控股股东** | **控股股东性质** | | 华特迪士尼 | 主要经营传媒娱乐，兼营主题公园 | 1872.24 | 488.13 | 75.01 | Laurene Powell Jobs Trust | 乔布斯遗孀 | | 六面旗 | 主营主题公园 | 46.22 | 11.76 | 0.76 | Capital Research Global Investors | 投资管理公司 | | VAIL RESORTS INC | 经营滑雪胜地，以及辅助服务、酒店等 | 37.02 | 12.55 | 0.28 |  |  | | LIFE TIME FITNESS INC | 经营大型娱乐体育活动 | 27.92 | 12.91 | 1.14 | BlackRock, Inc | 投资管理集团 | | SEAWORLD | 主营主题公园 | 19.13 | 13.78 | 0.50 |  |  | | INTL SPEEDWAY CORP-CL A | 经营赛车娱乐运动 | 17.03 | 6.52 | 0.67 | Blackstone Holdings III L.P. | 私募基金 | | CLUBCORP HOLDINGS | 高尔夫，运动及乡村俱乐部 | 13.69 | 8.84 | 0.13 |  |  | | SPEEDWAY MOTORSPORTS INC | 营销美国赛车活动 | 10.43 | 4.84 | 0.31 |  |  | | INTRAWEST RESORTS HOLDINGS INC | 经营山区度假胜地 | 4.62 | 0.00 | 0.00 |  |  | | PEAK RESORTS INC | 滑雪胜地及度假村 | 0.92 | 0.00 | 0.00 | Timothy D. Boyd | 董事长 | |
| 资料来源：申万宏源证券 |

Disney主要营业收入来自媒体网络收益21152（占比43.33%），主题公园收益15099占比（30.93%），影视制作收益7278（占比14.91%），消费品收入3985（占比8.16%），互动媒体收益1303（占比2. 67%）。

|  |
| --- |
| 图24：Disney多元化、全球化经营 |
|  |
| 资料来源：申万宏源证券 |

|  |
| --- |
| 图25：Disney借力资本并购扩张 |
|  |
| 资料来源：申万宏源证券 |

除迪士尼外，“六面旗”（SIXFALGS）也是一个影响巨大的主题公园，也是世界最大的地区性主题公园公司。其第一个主题公园于1961年在美国的德克萨斯州开业，当年的门票为2.95美元，且是世界上第一个实现一票通的主题公园，“一票通”理念后来被旅游界所广为应用。现在，该公司拥有主题公园30个，除了加拿大和墨西哥各有一个以外，其它28个均分布于美国境内，号称全美95%的人口分布在该公司主题公园的8小时车程范围内。在美国境内其有3万员工，去年有3400万游客在该公司的主题公园内享受了2.5亿小时，平均每人在公园待有7小时25分钟，全年产生的经济效益达11亿美元。

十九世纪末至二十世纪前期，邮轮行业初具规模，经过200多年的发展，邮轮业已经呈现出多元化发展状态。美国在夺取世界经济霸主地位的同时也占据了国际邮轮旅游市场的核心，是全球邮轮经济的最主要受惠者。2013年全球游轮客运量北美达1.18亿人次，占据55%，其次是欧洲占据30%；世界其他地域只有15%。其中，北美的市场规模中美国占据92%。

|  |
| --- |
| 表8：美国上市的邮轮企业 |
| |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | | **邮轮** | **主营业务** | **市值** | **营业收入** | **净利润** | **控股股东** | | 嘉年华邮轮 | 游轮 | 271.91 | 158.84 | 12.36 | Arison (Micky Meir) | | 皇家加勒比海邮轮 | 游轮 | 154.95 | 80.74 | 7.64 | A Wilhelmsen AS | | NORWEGIAN | 游轮 | 114.31 | 31.26 | 3.38 | Apollo Global Management, LLC | |
| 资料来源：G.P.Wild(International)LimitedfromCLIA,IRNandothersources，申万宏源证券 |

全球邮轮旅游市场主要为三大著名邮轮公司嘉年华邮轮公司、皇家加勒比邮轮公司与丽星邮轮集团公司所控制，在全球邮轮旅游市场占80%以上的份额。其中，嘉年华和皇家加勒比均位于北美。嘉年华邮轮是世界最大的游轮公司，2012年52%的市场占有率奠定了其在邮轮行业的领导地位。公司拥有101艘巨型邮轮以及十条完全不同的航线。每年搭载的乘客有850万之多。嘉年华邮轮成立于成立于1972年，早期通过大量收购和改造货运邮轮扩大自己的运载能力，并在十年后大量购买新邮轮。随着邮轮行业的崛起，嘉年华邮轮再次通过收购其他游轮公司迅速扩张，并在2003年与英国最大的公主邮轮公司（P&OPrincessCruises）合并后成为世界最大的游轮公司。

**强大的资本力量、完善的配套设施、发达的对外交通网络、丰富的旅游观光资源及国际化的邮轮经济政策推动美国游轮业发展。**（1）美国邮轮业在发展之初便利用欧洲-美洲之间的航运便利，借助强大的资本力量迅速扩张，形成了产业力量。目前已形成产业化、多元化、日常化发展，邮轮业的旅游消费者多是平民；（2）建立了完善的基础配套设施，包括母港码头、停靠码头和小码头。美国邮轮母港数世界排名第一，佛罗里达是美国的邮轮中心，佛罗里达州发送游客数量占美国的56%。美国最大的三个邮轮母港迈阿密、卡纳维拉尔港、埃弗格雷斯港都在佛罗里达州。而中国只有上海和厦门建成了专业码头，配套设施也刚刚起步；（3）由于邮轮码头只是旅客上下船的节点，一般需要发达的内陆交通实现游客快速集散，美国发达的城市综合交通枢纽及对外交通设置为其提供有效保障；（4）美国邮轮经济集中发达的城市较多都是注明旅游目的地集中了历史人文古迹或者大都市的经济文化景观；（5）美国政府对发展游轮产业制定积极鼓励政策，旅游、交通、港口、海关、口岸等多个职能部门相互配合，形成了国际化的运作机制。

|  |
| --- |
| 图26：美国邮轮港口分布 |
| 北美邮轮港地图 |
| 资料来源：申万宏源证券 |

尽管邮轮业被誉为“漂浮在黄金水道上的黄金产业”，但中国由于港口的功能较为单一、供应机制尚未健全、旅游产品供应商经验不足、岸上旅游产品的丰度欠缺以及区域邮轮旅游合作机制不完备等瓶颈制约，中国的邮轮业发展仍处于起步阶段。而随着亚洲经济腾飞，亚太地区邮轮业增长速度已超过了世界平均值。2009年12月国务院发布了《关于加快发展旅游业的意见》，首次提出“要把旅游业培育成为中国国民经济的重要产业，要培育新的旅游消费热点，支持有条件地区**发展邮轮、游艇等新兴旅游**；**把邮轮、游艇等旅游装备制造业纳入国家鼓励类产业项目**”。政策、经济的利好推动了国际邮轮巨头在中国加码布局：皇家加勒比邮轮与国旅启动中国首个“邮轮周”活动；嘉年华集团则与大型央企招商局集团合作打造中国首个世界级邮轮品牌。根据研究机构MOT预测，到2020年中国邮轮旅客有望达到450万，并有望成为世界最大的邮轮消费市场。

（四）提升在线旅游竞争力，全球化经营

美国的Priceline以反向定价著称，是在线旅游C2B的开创者；Expedia以代理+批发商为主、品牌多元化；TripAdvisor特色是旅游社区和评论网站，三者市值均超过百亿。我国自1997年首个旅游网站上线，已走过18年历程，并保持了持续快速发展的势头。随着新一代信息技术的蓬勃发展和大众旅游时代的来临，我国在线旅游业将加速变革，加大技术研发力度，从优化库存管理，产品结构，提升售前售后服务，夯实在线旅游竞争力。同时，通过并购整合、渠道下沉和全球化经营，实现做大做强。

以Priceline公司为首的美国OTA已经基本建立了通过广告收益、交易收益、代收业务收益及合作伙伴收益多条收入渠道的较为完善的生态旅游盈利环境。美国完善的市场经济体制及全球领先的移动互联网技术极大的推动了OTA的发展。相较而言，美国OTA多做酒店，且基本都是线上工作；而中国OTA主要集中于机票业务，酒店住宿业务稍逊一筹，仍存在呼叫中心占据很大的业务量。而中国主要的OTA公司携程、艺龙、去哪儿儿也都纷纷选择走出国门，在美国上市。

|  |
| --- |
| 表9：美国上市的在线旅游企业 |
| |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | | **在线旅游** | **主营业务** | **市值** | | **营业收入** | | **净利润** | | **控股股东** | **控股股东性质** | | | | Priceline | 专注于酒店、租车，顺带机票、旅游团 | 654.66 | | 84.42 | | 24.22 | | T. ROWE PRICE ASSOCIATES, INC | 投资管理公司 | | | | Expedia | 酒店为主、机票次之，顺带其他 | 129.72 | | 57.63 | | 3.98 | |  |  | | | | TripAdvisor |  | 115.51 | | 12.46 | | 2.26 | | BlackRock, Inc | 投资管理 | | | | MakeMyTrip | 提供旅游产品和方案 | 8.88 | |  | |  | |  |  | | | | Orbitz | 机票为主，酒店、度假旅游并重 | 13.03 | | 9.32 | | 0.17 | | Lazard Asset Management LLC | 资产管理公司 | | | | TravelZoo | 提供旅游信息服务 | 6.30 | | 1.78 | | -0.44 | | Osmium Partners, LLC | 投资管理公司 | | | | Homeaway | 假日房屋租赁 | 26.09 | 4.47 | | 0.13 | |  | | |  | |
| 资料来源：申万宏源证券 |

Priceline作为全球主要在线旅游公司之一，通过旗下六大主要品牌Booking.com、priceline.com、Agoda.com、KAYAK、rentalcars.com及OpenTable运作。1998年创立，融资1亿美元；2001年2月，[李嘉诚](http://baike.baidu.com/view/2141.htm)的[长江实业](http://baike.baidu.com/view/165127.htm)及[和记黄埔](http://baike.baidu.com/view/192151.htm)斥资7352万美元，获得Priceline的17.54%权益（后逐步增持超过30%），成为Priceline的最大股东；2003年以后，整个市场大环境逐步好转，Priceline迎来了新的发展机遇，开始飞速成长；2004年9月，Priceline斥资1.61亿美元，收购了英国线上酒店预订服务公司Active Hotels，正式进军[欧洲](http://baike.baidu.com/view/3622.htm)市场；2005年7月，继续以1.33亿美元收购了[荷兰](http://baike.baidu.com/view/6323.htm)的酒店预订网站Bookings BV；2007年11月，Priceline收购了位于[曼谷](http://baike.baidu.com/view/21419.htm)和[新加坡](http://baike.baidu.com/view/3593.htm)的在线酒店预订公司[Agoda](http://baike.baidu.com/view/3575965.htm)进军亚洲市场。让Priceline真正独树一帜的，当属其创立的C2B的反向定价模式。根据“产品越接近保质期使用价值就越小”的原理，其允许客户自定义其在线预订的要求，这种模式既满足了商务散客需要控制预算、又要高性价比的住宿需求，也使淡季或闲置酒店住房得到收益，同时不显示报价信息也保护到了酒店的品牌定位。Priceline竞争优势优特，以678.54亿美元的市值高居在线旅游榜首。

|  |
| --- |
| 图27：Priceline融资与发展历程 |
|  |
| 资料来源：申万宏源证券 |

Tripadvisor

Tripadvisor营业收入主要来自付费广告点击收益87000 (占比69.82%)，订阅、交易及其他收益23600(占比18.9%)，展示付费广告收益14000(占比11.24%)。

|  |
| --- |
| 图28：Tripadvisor |
|  |
| 资料来源：申万宏源证券 |

图29：Tripadvisor

|  |
| --- |
|  |
| 资料来源：申万宏源证券 |

我国自1996年旅游电子商务网站出现后，以携程2003年在纳斯达克上市为标志，我国的OTA公司进行快速发展阶段且出现多家在美国上市的在线旅游企业，如艺龙，去哪儿等。目前，我国OTA公司增长面临蓝海。2005-2013年中国主要在线旅游企业的平均收入年复合增长率为33.9%，明显快于美国同业7.2%的增幅，但中国在线旅游渗透率可能仅为个位数，显著低于美、英等国50%的渗透率。一些国外公司也看准机遇试图进入中国市场。2014年Priceline向携程投资5亿，Priceline将向携程用户开放其在中国本土以外的全球超过50万家酒店资源，携程也将对Priceline开放其在中国地区的超过10万家酒店资源。此外，携程用户将可以享受Priceline的租车及餐馆预订服务，Priceline客户也能够享受携程的机票和景点门票预订服务。

三、对中国旅游企业上市的融资建议

（一）充分发挥上市融资对企业和行业发展的优势

旅游行业投资的“势”就在眼前，资本的力量日渐发力，旅游业正迎来二次创业的高潮，日益成为驱动中国经济转型的重要力量。

目前国内资本市场分四个层级：上交所的主板、深交所的中小板、创业板、以及全国股权转让系统的新三板，前三者融资能力较强，新三板略弱。同时，IPO筹集资金能够为企业的二次飞跃聚集资本，增强公司收购兼并能力，充分发挥市场经济的功能。携手资本助力好的企业发展，有助于企业形成规范的现代治理结构，提高知名度、扩大业务扩张能力。

|  |
| --- |
| 表10：四个全国性股权交易市场特征比较 |
|  |

资料来源：申万宏源证券

|  |
| --- |
| 表11：上市的好处 |
|  |
| 资料来源：申万宏源证券 |

|  |
| --- |
| 表12：上市的好处 |
|  |
| 资料来源：申万宏源证券 |

（二）政府及部门推进企业的混合所有制改革进程，齐力打造大型旅游集团

目前，国内上市旅游企业以国有企业为主，旅游行业内的国有企业改革应走在全国的前列，做一些大胆的探索，各省级单位应积极整合优质资源，建立大型旅游控股集团，运用多层次的资本市场，为优质企业实现与资本的对接。通过资产证券化、并购基金等模式加大旅游业的投资规模，引入战略投资者市场化运作，提升旅游项目的投资回报率，吸引更多的资金关注旅游业，形成良性循环，以实现旅游业真正的崛起。对于已设立省级旅游集团的地区，应打破大集团小公司的模式，积极推进企业体外优质资产注入，做大企业资产规模。鼓励企业管理者持股，完善绩效与经营指标的考核体系，进一步提升企业盈利能力，真正打造出几个具有代表性的区域旅游集团。

同时，鼓励已上市传统景区企业打破地域限制，加快外延式扩张，多元化布局，打通产业链，做大企业规模。鼓励酒店集团通过收购兼并做大资产规模，做大委托经营管理规模，真正培育出几家具有国际影响力的酒店集团。

（三）推进景区、邮轮、主题公园等企业登录主板、中小板、创业板

中国邮轮市场初具腾飞态势。国际邮轮巨头加码布局中国市场，中国的邮轮母港建设也在进一步提速。《航运展望》预测，2030年，中国有望超越英国和德国，成为全球第一大邮轮旅游市场，打造现代派游轮派系，将邮轮视为海上度假胜地，虽然目前国内邮轮的渗透率较低，但预计邮轮旅游将逐渐成为大众化的旅游方式。同时，主题公园需求旺盛，本土主题公产业链延伸潜力巨大，但主题公园、邮轮产业实现扩张均需要较大的资本投入，因此，应推进符合条件的景区、主题公园、邮轮企业登主板及中小板市场、借助资本实现快速扩张。

|  |
| --- |
| 表13：国内主板、中小板、创业板的上市要求 |
|  |
| 资料来源：申万宏源证券 |

（四）鼓励技术创新的初创企业登录新三板、海外资本市场

我国多层次资本市场进入快速发展阶段，新三板为处于初创期、成长期的高新企业开辟了一条新的融资渠道。能够为盈利模式较好的亏损企业筹集到所需资金，从而做大做强。同时，海外资本市场也为很多前景广阔，尚未盈利的企业提供了融资平台，海外上市的优势包括企业要求标准较低、发行速度较快；但劣势在于估值水平低于A股市场、上市成本较高。

|  |
| --- |
| 表14：新三板的挂牌条件 |
|  |
| 资料来源：申万宏源证券 |

综上分析可以看出，现阶段居民出游需求旺盛、旅游行业的政策支持也逐渐发力，旅游资源的开发整合、旅游产品的创新、旅游服务的优化提升，都蕴含着巨大的发展机遇。旅游行业投资的“势”就在眼前，资本的力量日渐发力，旅游业正迎来二次创业的高潮，日益成为驱动中国经济转型的重要力量。

附录1：多层次资本市场的融资要求解析

股权类：主板、中小板、创业板、新三板、港股、美股

债权类：公司债、私募债、中小企业债

景区、酒店等相关资产证券化、并购基金

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 表15：各融资渠道要求 | | |
| 资本市场 | 具体要求 | 具体要求 |
| 主板（A股） | 连续三年的营业记录（有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司的，持续经营时间可以从有限责任公司成立之日起计算） | 标准一：最近三个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币3000万元，最近三个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币5000万元；标准二：最近三个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币3000万元，最近三个会计年度营业收入累计超过人民币3亿元（净利润以扣除非经常性损益前后较低者）。最近一期未无形资产（扣除土地使用权、水面养殖权、采矿权等后）占净资产的比例不高于20% 。发行前股本总额不少于人民币3000万元。（公司法规定：股份公司的最低注册资本为500万元，法律、行政法规对股份公司的最低注册资本的最低限额有较高要求的从其规定；交易所一般规定申请股票在交易所上市要求不低于5000万元。 |
| 主板（H股） | 三年的营业记录，发行人及其业务必须为联交所认为适宜上市者。全部或大部分资产为现金或短期证券的，一般视为不适宜上市。申请上市前三年，公司需由基本相同管理层管理，最近一年控制权不变 | 以下三项至少满足一项：（1）最近一年盈利不少于2000万港币，前两年累计盈利不低于3000万港币；（2）市值20亿港币以上，最近一年收入不少于5亿港币，过去三年经营活动现金净流量不少于1亿港币；（3）市值40亿港币以上，最近一年收入不少于5亿港币，上市时股东不少于1000名。市值不低少于2亿港币，其中公众持股市值不低于5000万港币。公众持股不低于25%，市值超过40亿元的，公众持股比例最低10% |
| 中小板 | 连续三年的营业记录（有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司的，持续经营时间可以从有限责任公司成立之日起计算） | 标准一：最近三个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币3000万元，最近三个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币5000万元；标准二：最近三个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币3000万元，最近三个会计年度营业收入累计超过人民币3亿元（净利润以扣除非经常性损益前后较低者）。最近一期未无形资产（扣除土地使用权、水面养殖权、采矿权等后）占净资产的比例不高于20% 。发行前股本总额不少于人民币3000万元。（公司法规定：股份公司的最低注册资本为500万元，法律、行政法规对股份公司的最低注册资本的最低限额有较高要求的从其规定；交易所一般规定申请股票在交易所上市要求不低于5000万元。 |
| 创业板（大陆） | 连续三年的营业记录（有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司的，持续经营时间可以从有限责任公司成立之日起计算） | 标准一（要有一定的成长性但不设下限）：最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于一千万元，且持续增长；标准二（标准放低同时对成长性设下限）：最近一年盈利，且净利润不少于五百万元，最近一年营业收入不少于五千万元，最近两年营业收入增长率均不低于百分之三十（净利润以扣除非经常性损益前后较低者）。最近一期净资产不低于2000万元。发行后股本总额不少于人民币3000万元（公司法规定：股份公司的最低注册资本为500万元，法律、行政法规对股份公司的最低注册资本的最低限额有较高要求的从其规定） |
| 创业板（香港） | 公司需有24个月活跃业务记录。申请上市前两年，公司需由基本相同管理层管理，最近一年控制权不变 | 前两年经营活动现金净流入不低于2000万港币。市值不少于1亿港币。不少于100名公众股东  市值40亿港币以下的，最低公众持股为25%且金额不低于3000万港币；  市值40亿港币以上的，最低公众持股为20%且金额不低于10亿港币； |
| 新三板 | 存续满两年，有限公司整体变更为股份公司的，从有限公司成立之日起计算 | 不设置任何业绩条件，甚至允许亏损企业挂牌 |
| 公司债 |  | 最近三个会计年度实现的年均可分配利润不少于公司债券一年的利息；  本次发行后累计公司债券余额不超过最近一期末净资产额的百分之四十。 |
| 企业债 |  | 股份有限公司的净资产不低于人民币3000万元，有限责任公司和其他类型企业的净资产不低于人民币6000万。累计债券余额不超过企业净资产（不包括少数股东权益）的40%；近三年平均可分配利润（净利润）足以支付企业债券一年的利息。用于固定资产投资项目的，应符合固定资产投资项目资本金制度的要求，原则上累计发行额不得超过该项目总投资的60%；用于收购产权（股权）的，比照该比例执行；用于调整债务结构的，不受该比例限制，但企业应提供银行同意以债还贷的证明；用于补充营运资金的，不超过发债总额的20%。 |
| 私募债 | 发行规模不受净资产40%的限制，但一般应控制在不超过净资产的范围内 |  |
| 纽交所 | 不少于5000个存托凭证持有者，不少于250万股，市值不低于1亿美元 | 以下三项至少满足一项：（1）收益标准：三年税前利润1亿美元，且最近两年利润均不低于2500万美元；（2）流动资金标准：在全球拥有5亿美元资产，过去12个月营业收入不低于1亿美元，最近3年流动资金至少1亿美元；（3）净资产标准：全球净资产不低于7.5亿美元，最近一年收入不低于7.5亿美元。 |
| 纳斯达克 | 上个会计年度最低为75万美元的税前所得；股票总市值不低于7500万美元；或者公司总资产、当年总收入不低于7500万美元；有300名以上的股东。股价不低于5美元/股 | 以下两项至少满足一项：（1）不少于1500万美元的净资产额，最近3年中至少有一年税前营业收入不少于100万美元；（2）不少于3000万美元的净资产额，不少于2年的营业记录。 |

资料来源：申万宏源证券

附录2：旅游业发达国家的发展历程

美国: 政策、在线旅游双主导，孕育大企业

美国是世界旅游大国,旅游业在该国是一个高速发展的产业。1995-2000年连续6年美国稳居世界旅游收入的前三位。21世纪初，“9·11”事件使美国旅游业受到一定的影响,但由于其旅游基础雄厚,发展势头仍良好。美国入境旅游人数和入境旅游收入除了受2003年“非典”疫情和2009年金融危机影响外，基本呈上升趋势，发展态势平稳。国内旅游是美国旅游市场的主体，美国国内旅游收入除了2009年受金融危机影响有所下降外，基本呈稳步增长趋势。**2012年，美国接待6700万入境游客成为世界第二大旅游接待国,入境旅游收入全球第一。**

**（1）政策主导，发展战略规划**

受世界金融危机影响，2010年，美国国会通过《旅游促进法》。美国政府参与起草了《2009旅游促进法案》，于2010年获得国会通过。美国各州和地方政府也都制定了本地旅游产业促进政策。2012年初，美国商务部旅游产业办公室制定“国家旅游产业发展战略”，这是美国第一个国家级层面的旅游产业发展战略规划。**美国政府每年用于旅游营销和推广方面的公共支出都超过1000亿美元。**

**（2）在线旅游主导**

美国在线旅游的发展，始于大型门户网站提供丰富的旅游资讯，在线购买旅游产品已经成为美国人出游的重要方式。2011年在线旅游市场规模达到1450亿美元，市场份额已接近整个旅游市场的50%。截至2012年，已有70%的旅游者使用过在线旅游服务，并且这一比例还在提高。随着Web2.0在旅游业的深入应用，在线旅游企业十分注重商业模式的创新和海外市场的开拓，通过资本、品牌、市场和技术等手段不断进行规模化扩张。牢牢确立在线旅游全球领先的地位。

西班牙：分阶段的旅游规划振兴旅游业

**（1）旅游企业私有化**

自1984年西班牙旅游业开始加速增长，1987年，外国游客人数超过5000万人次，外汇收入为150亿美元。八十年代末西班牙旅游业价格竞争激烈，旅游市场恶化。旅游人数由1989年的5400万回落至1991年的5200万。相对入境旅游，西班牙国内旅游依然坚挺。

本阶段国家推行复杂的私有化政策，旅游企业进行收购、兼并。西班牙积极制定新的措施：1990年发表了西班牙旅游白皮书；1992年颁布了《1992-1995西班牙旅游业竞争力规划》。

**（2）深层次开发旅游产品**

以上阶段的改革和政策使西班牙旅游业恢复竞争力。在1990-1992期间旅客数量回升，由低靡期转入增长期。游客人数增加到1995年的6250万。1996年亚洲金融危机，影响了西班牙重要的客源市场，1999年该影响开始体现，但由于西班牙旅游行业的稳固，从而对其影响甚微。**八十年代，旅游业占西班牙国内生产总值的8.7%，到1997年这个比例上升至10.7%。**

西班牙出台了一项政策《西班牙旅游竞争力框架计划》。该政策更加重视质量。该阶段旅游产品以海滨度假游为主，开发利用其它旅游资源，改变单一的旅游产品结构也成为这一时期政府发展旅游业研究的重点。西班牙旅游业还引入了一些策略：可持续性发展；分销模式；放松管制或自由化；航空运输低成本。

**（3）政府及自治区加大资金投入，制定旅游质量认证体系**

西班牙被纳入欧洲货币体系，其游客人数和旅游收入跃居全球第二。2001-2007年，美国旅游人数保持平稳增长，增加了1010万游客。**此阶段，西班牙政府和自治区联合融资，以改造目的地，打造旅游产品。西班牙还制定了多个计划：《2000年至2006年西班牙旅游质量(PICT2000)综合计划》，包含10个旅游质量方案，总投资额约为44.6亿欧元。**《地平线2020》，此计划围绕五个主题：新的旅游经济，提供给顾客的价值，可持续发展的模式，竞争环境，共同领导；《创新与未来-E计划》，促进旅游设施的现代化，提高能源利用效率，促进新技术和质量体系。

法国:强化旅游产品质量标准

法国旅游游客数第一、旅游收入第三，仅次于美国、西班牙,力争世界旅游第一大国。2000年接待国外旅游者7450万人次，占全球游客的10.67%。2005年法国接待外国游客7600万，比2004年的7512万有1%的小幅上升，继续保持世界第一旅游目的地国的地位。2007年法国继续保持接待外国游客全球第一的地位,全年吸引国外游客人数近8200万,较2006年增长4%。2008年国际旅游收入350亿欧元,较上一年增长215%,接待外国游客7930万人次,尽管同比下降3%,但法国仍是全球第一旅游目的地国。2009年，法国的外国游客接待量达到了7680万人次，旅游业对法国国内生产总值的贡献约为6.2%。2011年接待了8140万外国游客，法国旅游业现已进入高度发达、成熟的阶段创下新纪录。2012年，法国游客人数高达8300万人次，法国旅游业收入约为770亿欧元(约合1027亿美元)，占GDP的7%。

**（1）旅游质量标准**

2004年，法国旅游部长级代表公布了法兰西之家，制定的2005-2010年法国旅游营销战略。**从2004年到2007年，法国政府对于旅游部门的财政拨款逐年增加。2004年为7050万欧元、2005年7310万欧元、2006年7850万欧元、2007年达到创纪录的8650万欧元。国家制定的旅游质量标准“旅游质量促进计划”。**

**（2）五大核心发展方向**

五大核心发展方向包括“高质量和多元化的旅游资源供应，提升接待水平，旅游产业数字化，加强人员培训，让普通大众享受假期”。