

[2009.04.07]

二季度：明确的恢复性增长

——旅游业 09 年二季度投资策略

陈锡伟

021-38676385

chenxiwei@gtjas.com

➤ 行业数据跟踪

本报告导读：➤ 推荐两个组合

投资要点：

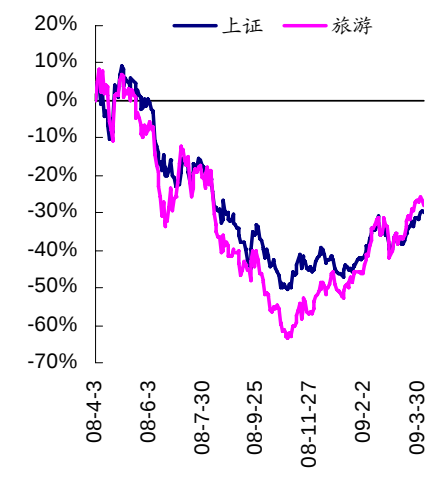
- **入境游：维持“前降后稳”的判断。**09 年 1-2 月，入境过夜人数为 769 万人次，同比下降 9.4%；入境旅游外汇收入 56 亿美元，同比下降 14.3%。我们维持在年度策略报告中“前降后稳”的判断。
- **国内游：恢复性增长趋势延续。**四川省 09 年 1-2 月国内游客数达到 3220 万人次，同比增长 9.5%；海南省 1-2 月接待过夜游客数达到 401 万人次，同比增长 11%；安徽省 54 家重点监测景区 1-2 月份共接待游客 520 万人次，同比增长 45.07%。全年来看，入境游难有大起色，今年将主要依靠国内游的恢复性增长。我们预计 09 年旅游总收入同比增长 10%，其中国内游同比增长 15%，入境游收入同比下降 6%。
- **酒店业：高端酒店仍有压力，二季度降幅将趋缓。**北京五星级酒店 1-2 月入住率为 38.4%，同比下滑 14 个百分点；上海五星级酒店 1-2 月入住率为 43.6%，同比下滑 12 个百分点。我们认为，沿海城市受冲击要大于内陆城市，关注酒店类公司一季报表现不佳风险。
- **二季度投资策略：**1) 基本面好、增长确定的龙头公司尽管估值较高，但我们认为仍然是价值投资者需要关注的，如黄山旅游。2) 事件型驱动、主题性投资似乎更受市场喜欢，我们列出上市公司涉及的各种主题，供激进投资者参考；3) 关注业绩弹性好的公司，一些多元化公司的非旅游业务的业绩弹性较好，如果经济触底，则这些公司容易受到市场关注，如中青旅的地产业务和股票投资业务，华天酒店的地产业务。
- **一季报展望：**我们认为景点类公司的一季报较好（去年有雪灾因素），其中桂林旅游、黄山旅游的业绩有较好的反弹。而酒店类公司的一季报并不乐观，如首旅股份、锦江股份，但由于非酒店业务（如首旅的南山景区、锦江的肯德基业务）的稳定增长会抵消酒店业务的下降。
- **我们推荐两个组合：**1) 稳健和激进兼顾的投资组合：黄山旅游 + 锦江股份；2) 偏激进的组合：峨眉山 + 中青旅 + 华天酒店。

细分行业评级

酒店	中性
旅游景点和旅行社	增持

重点公司	评级
黄山旅游	增持
华天酒店	增持
锦江股份	增持
桂林旅游	增持
丽江旅游	谨慎增持
中青旅	谨慎增持
金陵饭店	谨慎增持
首旅股份	中性
全聚德	中性
峨眉山	中性
三特索道	中性

行业一年走势图



数据来源：国泰君安证券研究所

相关报告

关注消费券效应的投资机会

(09.02.26)

春节黄金周数据开局良好

(09.02.02)

入境游继续下滑，国内游保持平稳

(08.12.25)

1. 旅游市场：入境游难有大起色，国内游呈增长主力

1.1. 入境游：维持“前降后稳”的判断

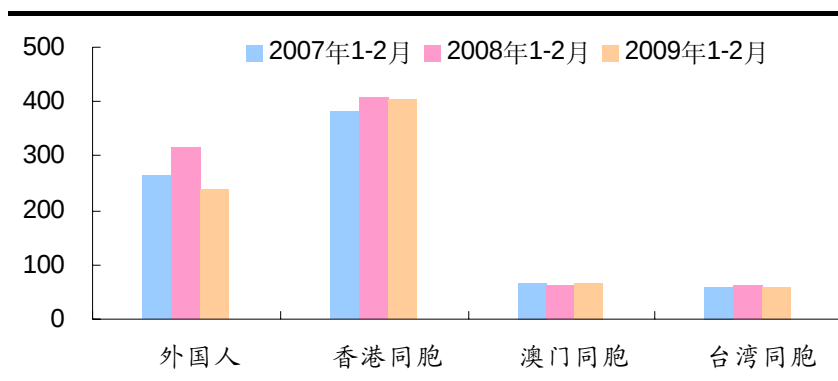
1-2月入境过夜游客同比下降9.4%。09年1-2月，入境过夜人数为769万人次，同比下降9.4%；其中入境过夜外国人为240万人次，同比下降24.1%；入境过夜香港同胞405万人次，同比下降1.1%。1-2月入境旅游外汇收入56亿美元，同比下降14.3%。

分月度来看，2月份同比降幅有所减缓。2月份入境过夜游客同比下降8%，而1月份降幅为11%；其中2月份外国人降幅为14%（1月份为33%）。

环比来看，受春节因素影响，2月份外国人环比有所增长，香港同胞环比下降。2月份入境过夜旅游人数为376万人次，比1月份下降4%；其中2月份入境过夜外国人数为126万人次，比1月份增长9.8%；2月入境过夜香港同胞为188万人次，比1月下降14%。

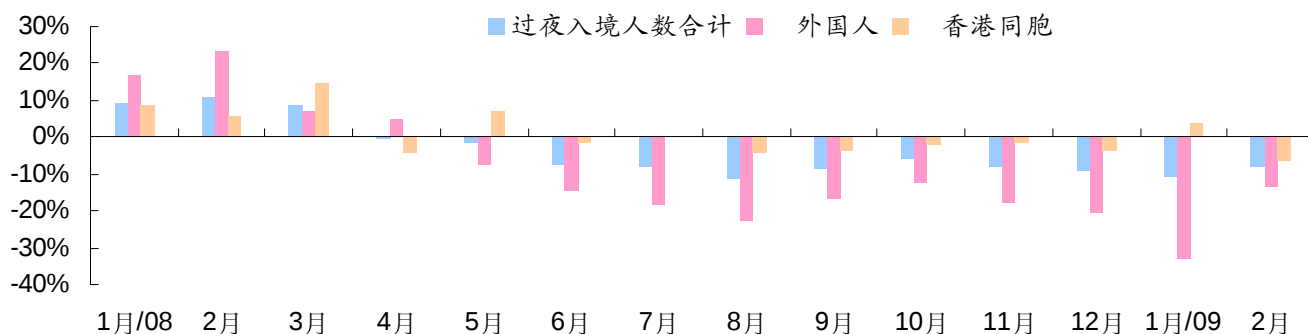
总体而言，1-2月份入境游的数据符合我们在年度策略报告中“前降后稳”的判断，全年来看，入境游难有大起色，今年将主要依靠国内游的恢复性增长。我们预计09年旅游总收入同比增长10%，其中国内游同比增长15%，入境游收入同比下降6%。

图表 1：1-2月入境过夜游客对比。（单位：万人次）



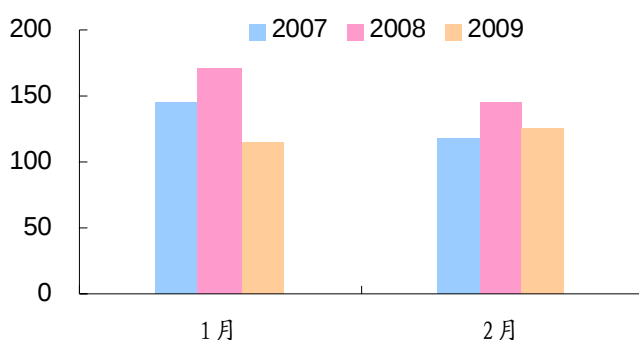
数据来源：国家旅游局、国泰君安证券研究所。

图表 2: 08 年 1 月-09 年 2 月入境过夜游客总数、入境过夜外国人、入境过夜香港同胞同比增速对比。

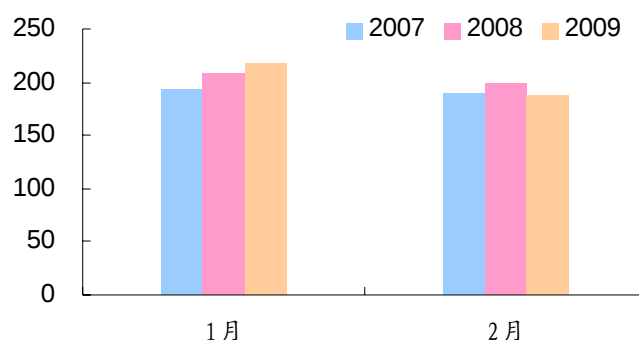


数据来源：国家旅游局、国泰君安证券研究所。

图表 3: 1-2 月入境过夜外国人数对比。(万人次)



图表 4: 1-2 月入境过夜香港同胞数对比。(万人次)



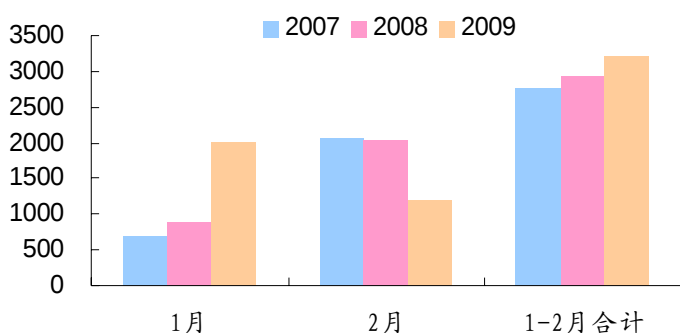
数据来源：国家旅游局、国泰君安证券研究所。

1.2. 国内游：恢复性增长趋势延续

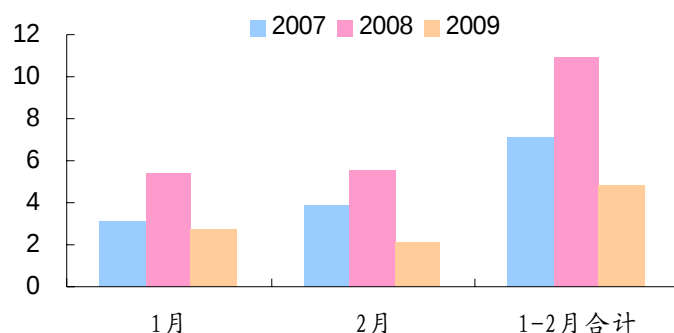
四川：国内游 1-2 月平稳增长

四川省 09 年 1-2 月国内游客数达到 3220 万人次，同比增长 9.5%；入境游客数为 4.9 万人次，同比减少 57%。09 年 1 月、2 月的变动幅度较大主要是与春节黄金周有关，总体来看，国内游平稳增长，但入境游还是明显受到自然灾害和金融危机影响。

图表 5: 四川 1-2 月国内游客同比增长 9.5%。(万人次)



图表 6: 四川 1-2 月入境游客数同比下降 57%。(万人次)

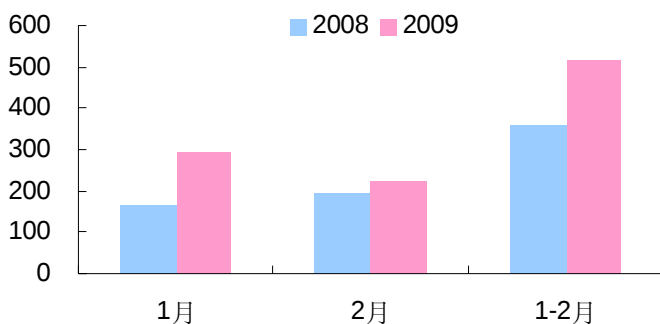


数据来源：四川省旅游局、国泰君安证券研究所。

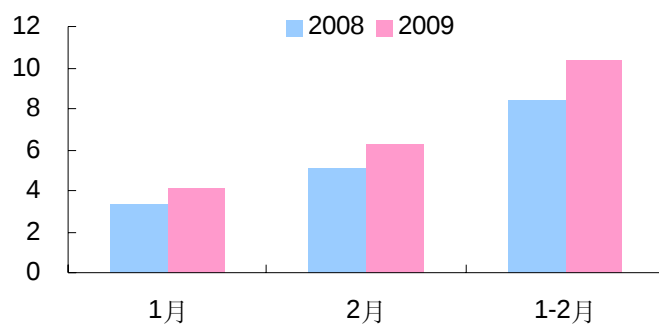
安徽：国内游市场增速较快主要是与去年雪灾因素有关

1-2 月份累计接待入境旅游者 10.35 万人次，同比增长 23.68%。据统计，安徽省 54 家重点监测景区 1-2 月份共接待游客 519.84 万人次，同比增长 45.07%，门票收入 1.1 亿元，同比增长 75.71%。国内游游客增速较快主要是去年雪灾导致基数较低。

图表 7: 安徽 1-2 月 54 家重点监测景区旅游人数同比增长 45%。(万人次)



图表 8: 安徽 1-2 月入境游客数同比增长 24%。(万人次)

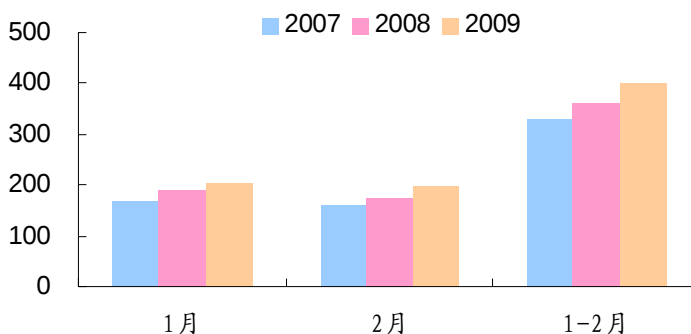


数据来源：安徽省旅游局、国泰君安证券研究所。

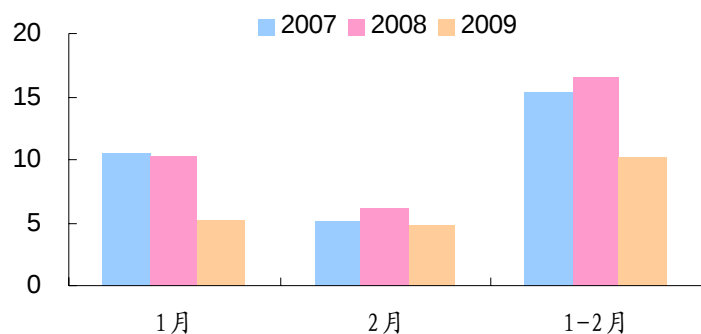
海南：国内游市场平稳增长（去年未受雪灾影响）

海南省 1-2 月接待过夜游客数达到 401 万人次，同比增长 11%；接待过夜入境游客数 10.1 万人次，同比减少 38.7%。由于海南去年没有受到雪灾影响，今年前 2 月数据保持了稳定增长。

图表 9: 海南 1-2 月过夜国内旅游数同比增长 11%。(万人次)



图表 10: 海南 1-2 月过夜入境游客数同比下降 39%。(万人次)



数据来源：海南省旅游局、国泰君安证券研究所。

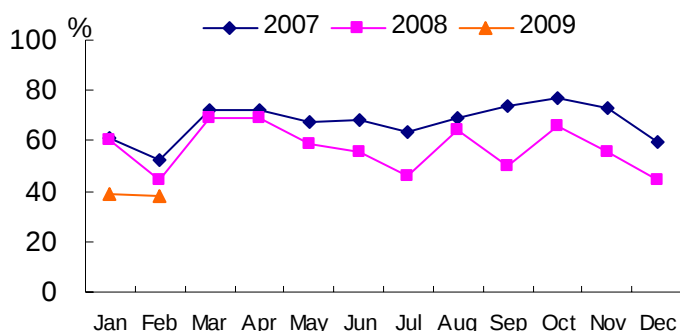
2. 酒店业：高端酒店仍有压力，二季度降幅将趋缓

高端酒店今年呈现“前降后稳”走势。从今年 1-2 月的酒店数据来看，北京、上海等地高端酒店的入住率和平均房价均出现较大跌幅，其中 1 月份降幅较大与春节因素有关。2 月情况比 1 月要稍好些，入住率的降幅有所减缓。由于高端酒店入住率与入境游客数的关联度较高（如北京高端酒店客人中 40%来自入境游客），

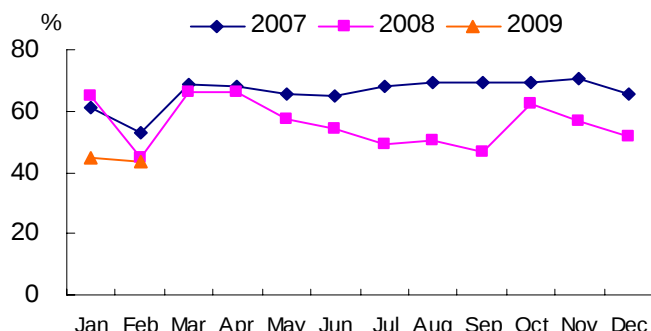
我们预计今年高端酒店的入住率也将呈现“前降后稳”走势。

沿海城市受冲击要大于内陆城市，关注酒店类公司一季报表现不佳风险。从地域来看，内陆城市的高端酒店业受入境游客下降的负面影响要小于沿海发达城市，因此上市公司中华天酒店、金陵饭店的业绩表现较为稳定，而锦江股份、首旅股份的酒店业务一季度将受到冲击。

图表 11: 北京五星级酒店 1-2 月入住率同比下滑 14 个百分点。

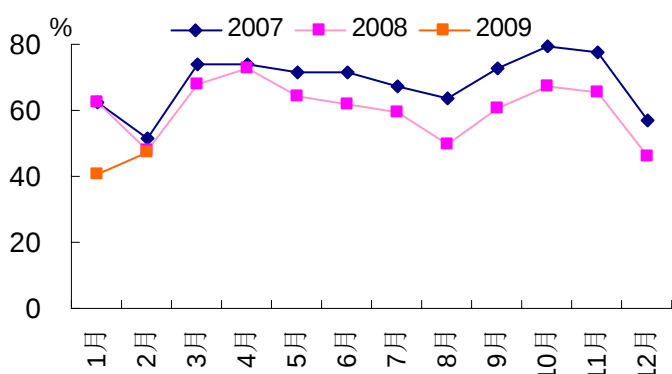


图表 12: 北京四星级酒店 1-2 月入住率同比下滑 11 个百分点。

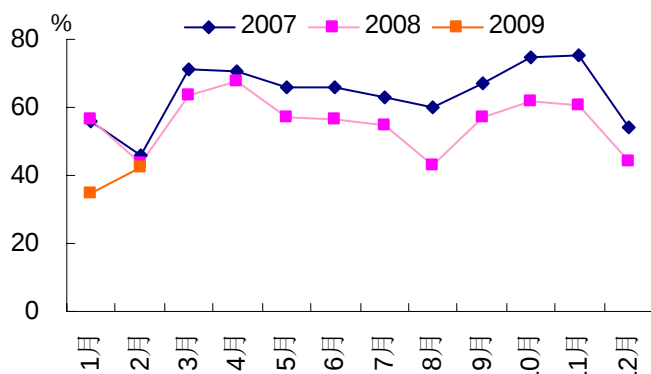


数据来源：北京旅游局、国泰君安证券研究所。

图表 13: 上海五星级酒店 1-2 月入住率同比下滑 12 个百分点。

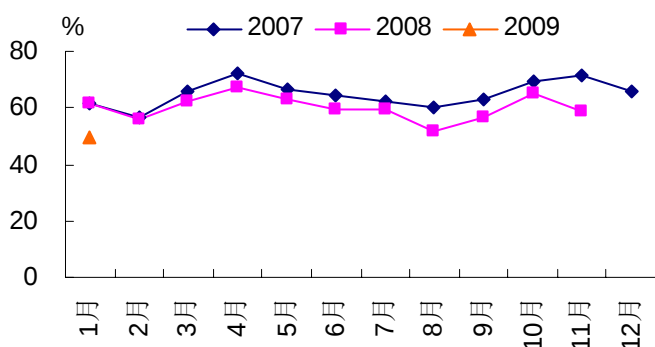


图表 14: 上海四星级酒店 1-2 月入住率同比下滑 12 个百分点。

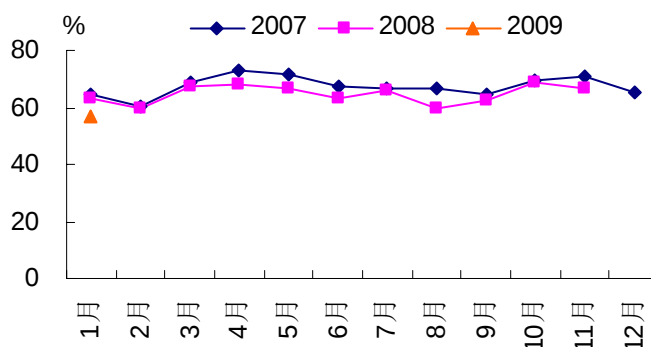


数据来源：上海旅游局、国泰君安证券研究所。

图表 15: 浙江五星级酒店 1 月入住率同比下滑 12 个百分点。



图表 16: 浙江四星级酒店 1 月入住率同比下滑 7 个百分点。



数据来源：浙江旅游局、国泰君安证券研究所。

3. 二季度投资策略：旅游市场的恢复性增长明显

二季度将进入旅游旺季，而去年二季度受地震影响，旅游市场增长受到一定抑制，因此，从同比的角度看，我们认为今年二季度旅游市场的恢复性增长更加明显。

从政策面上看，消费券等促销手段多样化，旅游市场恢复性增长有可能超预期。一方面，促进旅游消费的要素之一“时间”上，恢复五一已经不可能了，各地方政府可能更多监督带薪休假的执行情况，使得带薪休假得以贯彻执行。另一方面，即“消费价格”，各地方可能会仿效杭州、常州等地发放旅游消费券的形式，或者仿效上海周二景点半价的降价形式以拉动旅游消费。从目前来看，这些措施的效果不错，我们相信，随着旅游旺季的来临，促销手段的多样化，旅游市场的恢复性增长有可能会超过预期。

具体到公司层面，我们提供以下投资线索：

- 1) 基本面好、增长确定的龙头公司尽管估值较高，但我们认为仍然是价值投资者需要关注的，如黄山旅游。
- 2) 事件型驱动、主题性投资似乎更受市场喜欢，我们整理出上市公司涉及的种种主题，供激进投资者参考（见图表 17）。
- 3) 关注业绩弹性好的公司，由于旅游主业业绩弹性一般，但一些多元化公司的非旅游业务的业绩弹性较好，如果经济触底，则这些公司容易受到市场关注，如中青旅的地产业务和股票投资业务，华天酒店的地产业务。

一季报展望：

一季报集中在 4 月中下旬披露，我们认为景点类公司的一季报较好（去年有雪灾因素），其中业绩反弹较好的公司包括：桂林旅游、黄山旅游。而酒店类公司的一季报并不乐观，包括首旅股份、锦江股份，但由于它们的其他业务（如首旅的南山景区、锦江的肯德基业务）的稳定增长会抵消酒店业务的下降。

综上所述，我们推荐两个投资组合：1) 稳健和激进兼顾的投资组合——黄山旅游 + 锦江股份；2) 偏激进的组合——峨眉山 + 中青旅 + 华天酒店。

图表 17：上市公司主题性投资一览。

	主题性投资、事件型驱动	发生概率
峨眉山	索道提价	大
	与乐山大佛资产重组	小
桂林旅游	增发收购两江四湖等资产	大
锦江股份	迪斯尼受益	大
	世博受益效应	大
首旅股份	环球影城概念	中
	集团酒店资产进一步注入	大
中青旅	环球影城概念	中
华天酒店	湖南酒店资源整合	大

数据来源：国泰君安证券研究所。

图表 18：08 年一季度旅游上市公司经营情况统计。

	营业收入 07Q1	营业收入 08Q1	同比增速	净利润 07Q1	净利润 08Q1	同比增速
景点类:						
黄山旅游	10297	10620	3.1%	73	(442)	-
桂林旅游	5451	3890	-28.6%	187	(782)	-518.1%
丽江旅游	2367	2231	-5.7%	1062	779	-26.7%
峨眉山 A	6748	8726	29.3%	(688)	(586)	14.8%
三特索道	2268	2898	27.8%	(250)	(268)	-7.3%
酒店类:						
华天酒店	14134	20777	47.0%	1659	1901	14.6%
锦江股份	19656	19989	1.7%	5578	6889	23.5%
金陵饭店	11491	11536	0.4%	799	980	22.6%
综合类:						
中青旅	51470	92774	80.2%	2845	3248	14.2%
首旅股份	38259	42815	11.9%	3420	2416	-29.4%
全聚德	21732	23279	7.1%	2681	1735	-35.3%

数据来源：wind、国泰君安证券研究所。

4. 重点公司动态点评

金陵饭店（601007）：艰难的 08 年，不易的稳定增长

08 年营业收入 4.21 亿元，同比增长 3.1%；实现净利润 6488 万元，同比增长 10.8%。08 年 EPS 为 0.22 元，与我们预测的完全一致。业绩增长的源泉：1）酒店主业业绩微增。08 年酒店毛利润为 1.8 亿元，同比增长 3.4%，在不利因素重重的 08 年，酒店能保持增长已属不易；2）江苏金陵贸易有限公司扩大规模，贡献权益净利润 621 万元，同比增长 56.8%；3）所得税率的下降，预计利润贡献 600 万元左右。4）积极利用募集资金，财务费用同比下降 532 万元。但由于 07 年有新股申购收益 1043 万（税前），今年只有 167 万，因此，综合以上因素，今年的业绩增速保持 10.8%的水平。

公司募集资金项目南京新金陵饭店进展顺利。总投资为 16.1 亿元，预计 2011 年完工。截至 08 年底，工程已经投入 3.75 亿元，工程进度为 23%。

09 年加大盱眙天泉湖旅游生态园的建设。09 年计划投入 1.2 亿元，先期开发别墅。我们认为旅游地产的项目的一贯特征是投资大（配套设施多），收益期长，因此我们对此项目持观望态度。

调升至“谨慎增持”评级。公司酒店资产优良，业绩稳定增长，尽管目前仍然为单体酒店，但公司期望通过旅游资源的开发来延伸产业链经营。预计 09 年 EPS 为 0.25 元（不考虑盱眙天泉湖项目），调升至“谨慎增持”评级。

中青旅(600138): 股票投资亏损是业绩下降主因

08年公司实现营业收入45.9亿元,同比增长1.2%;实现净利润1.3亿元,同比下降20.1%。08年实现EPS0.31元,略低于我们预期的0.33元。每股分红0.12元(含税)。业绩下降的原因:1)中青旅(香港)子公司对持有的股票计提了3710万元的资产减值准备。2)公司及子公司风采科技、创格科技未被认定为高新技术企业,不再享有优惠税率,08年所得税率提高至25%。

地产业务利润贡献提升。由于单位售价的提升(由07年4800元/平米提升至08年6017元/平米),08年中青旅绿城实现净利润8857万元,同比增加77.6%。我们估计目前已经结算了3个楼盘总建筑面积的51%。由于地产市场仍以观望气氛为主,公司在地产方面的进展将保持谨慎。

风采科技、山水酒店业绩下降。由于在营销推广、终端设备等方面加大投入导致成本上升,以及所得税率的上升(未获高新企业认定),风采科技08年净利润为3093万元,同比减少了46%。山水酒店由于装修摊销费用增加以及新开业酒店尚未度过市场培育期,08年净利润只有14万元,同比下降了99%。

维持谨慎增持评级。不考虑股票投资,我们维持09-10年EPS0.40元、0.46元的预测,维持谨慎增持评级。

桂林旅游(000978): 增发预期和恢复性增长支撑股价

08年公司实现营业收入2.02亿元,同比下降38.9%;实现净利润2315万元,同比下降56.4%。全年EPS为0.13元。每股分红0.3元(含税)。

净利润下降的原因:1)各景区游客数下降,我们测算景区业务(不含漓江游船)权益利润为3100万元,同比减少900万元;2)漓江游船08年毛利润为4931万元,同比下降24.7%,我们估计权益净利润减少800-1000万元;3)公开增发费用611万元;4)08年执行新的劳动合同法,员工成本增加555万元。

09年仍将继续完成增发。08年由于市场低迷,公司最终放弃了增发,但由于增发收购项目(如漓江大瀑布和两江四湖)已经委托公司经营并支付了预付款,而且公司自有资金不足以完成收购,因此公司会在09年加快完成增发以获得完全收购。

维持增持评级。若不考虑增发,预计09-10年EPS为0.23、0.27元,若考虑增发(假设增发7000万股),预测09-10年EPS分别为0.38元、0.45元,考虑到收购的资产优良、丰富的项目储备以及公司较强的项目运作能力,维持增持建议。

丽江旅游(002033): 酒店业务将拖累公司09年业绩

08年公司实现营业收入1.46亿元,同比下降5.3%;实现净利润4593万元,同比下降31.2%。08年实现EPS0.46元,每股分红0.15元。

业绩下降主要源自：1) 自然灾害、金融危机导致游客数下降，08 年公司共接待游客数为 141 万人次，同比下降 16.9%；2) 07 年有基金等投资收益约 770 万元，而 08 年无此收益；3) 08 年新增酒店开办费 686 万元；4) 因借款规模扩大，08 年财务费用多增 850 万元。

古城酒店推迟至 09 年 10 月开业，预计 09 年亏损 2000 万。由于对工程建设难度估计不足等原因，古城酒店推迟至今年 10 月开业。新增员工成本导致酒店的开办费用进一步上升，公司预计 09 年酒店业务将亏损 2000 万元。

大索道在 2010 年改造将严重影响公司业绩。公司决议于 2010 年 4 月大索道开始停业改造，停业时间为 7 个月，将严重影响公司 2010 年业绩。但我们也要看到，大索道改造只是对公司业绩的短暂波动，改造后索道运能将从目前 420 人/小时提升至 1200 人/小时，有助于提升之后业绩。

维持谨慎增持建议。09 年索道业务将恢复性增长，但考虑到 09 年酒店业务的亏损以及财务费用的居高不下，我们预计 09 年 EPS 为 0.43 元，2010 年 EPS 为 0.20 元，维持谨慎增持建议。

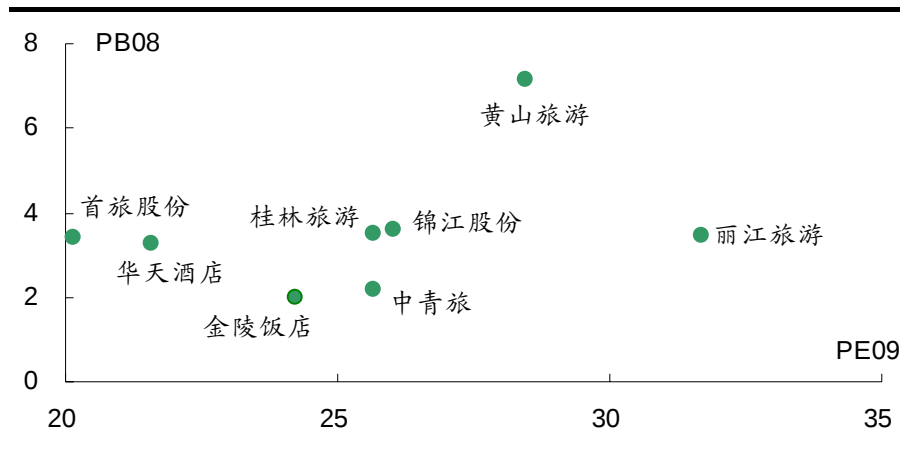
图表 19：旅游上市公司估值表。

	股价 (04/03)	EPS08	EPS09	EPS10	PE08	PE09	PE10	PB08	总市值 亿元	总股本 (万股)	投资评级
黄山旅游	15.77	0.43	0.55	0.67	37	28	24	7.1	74	47135	增持
锦江股份	13.52	0.46	0.52	0.60	30	26	22	3.6	82	60324	增持
桂林旅游	9.75	0.13	0.38	0.45	75	26	22	3.5	17	17700	增持
华天酒店	10.71	0.37	0.50	0.62	29	22	17	3.3	39	36868	增持
金陵饭店	6.01	0.22	0.25	0.28	28	24	21	2.0	18	30000	谨慎增持
中青旅	10.26	0.31	0.40	0.46	33	26	22	2.2	43	41535	谨慎增持
丽江旅游	13.64	0.46	0.43	0.20	29	32	68	3.4	14	9932	谨慎增持
首旅股份	16.12	0.75	0.80	0.92	22	20	18	3.4	37	23140	中性
峨眉山 A	8.43	0.05	0.17	0.22	169	50	38	3.1	20	23519	中性
全聚德	27.38	0.53	0.58	0.67	51	47	41	5.6	39	14156	中性
三特索道	7.09	0.09	0.18	0.20	75	40	35	2.1	9	12000	中性

注：桂林旅游 09-10 年业绩为假设完成增发 7000 万股后的业绩。

数据来源：国泰君安证券研究所。

图表 20：主要公司估值对比图。



注：桂林旅游 09-10 年业绩为假设完成增发 7000 万股后的业绩。

数据来源：国泰君安证券研究所。

作者简介:

陈锡伟: 1998 - 2005 年分获复旦大学经济学系学士、硕士, 2005 年 8 月进入国泰君安研究所, 任旅游酒店、传媒行业研究员, 2005 年获 CPA 资格。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com