

兴业证券2010年度投资策略会

只愿复苏如预期 不负市场意

——旅游行业2010年度投资策略

兴业证券研发中心

刘璐丹

2009年11月



投资要点

□ 2010年旅游行业填补连续两年的增长缺口

- 入境游连续两年负增长后有望强势恢复
- 一线城市温和复苏、热点区域快速回暖

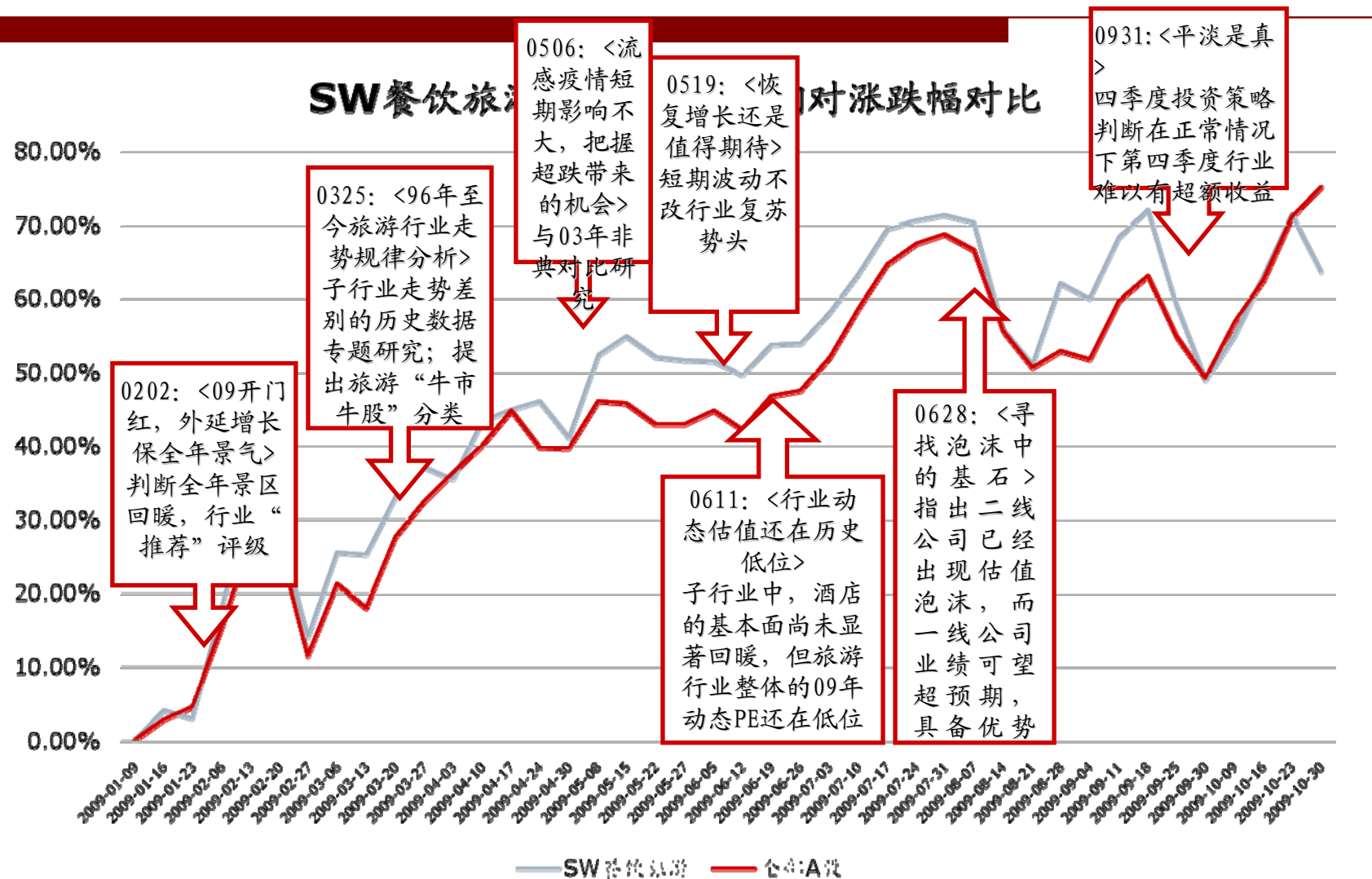
□ 选股逻辑

- 跟随投资时钟指向，选择复苏子行业中估值具备安全边际的个股
- 持续关注2010年热点区域内相关个股

□ 重点推荐公司

- 黄山旅游、桂林旅游、三特索道、中青旅

2009年兴业旅游投资策略回顾



旅游：高弹性的消费产业，随经济同步复苏

□ 旅游经济仍是“永恒的朝阳产业”

■ 1950s ~ 1990s，世界旅游经济增速远超经济总量/工业经济增速

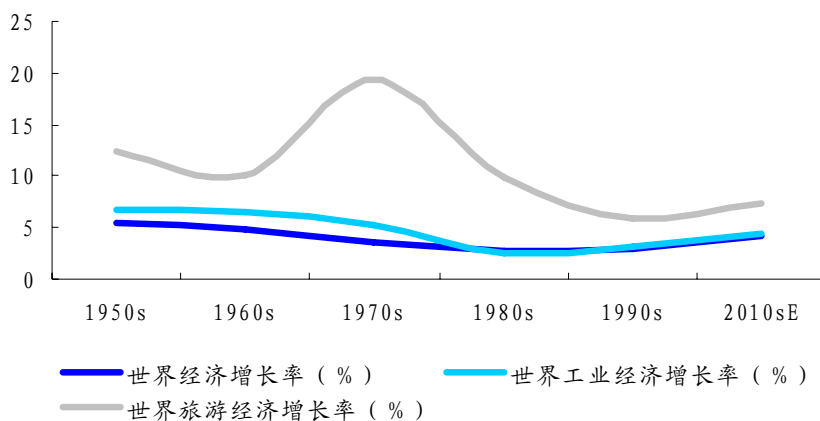
□ 我国国内旅游总量增长与GDP增长呈正相关

■ 08年旅游收入增速如期大幅回落12个百分点，但仍高于当年GDP增速，但受各突发因素印象，自03年以来首次低于社零总额增速

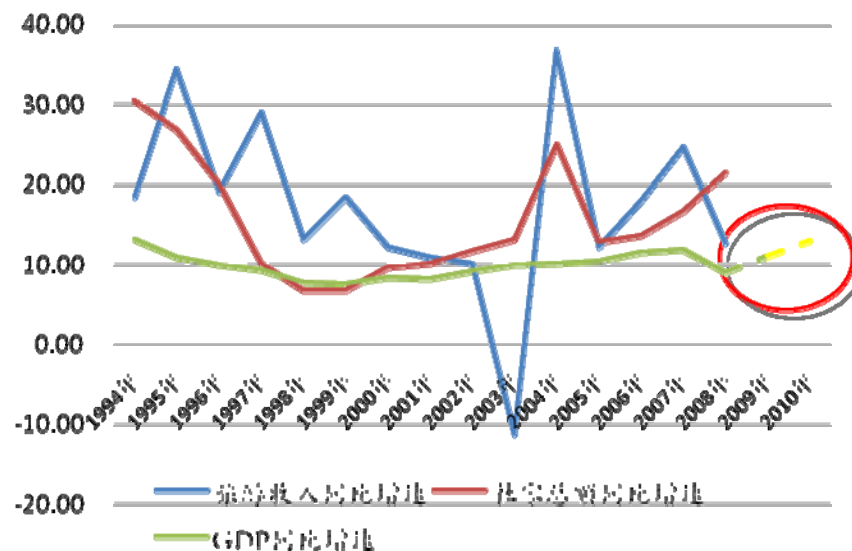
■ 相对社零消费，旅游消费弹性明显更大，平均增速快而易受冲击

“永恒的朝阳产业”

全球旅游经济增速超经济平均增速



GDP增速与国内旅游收入增速



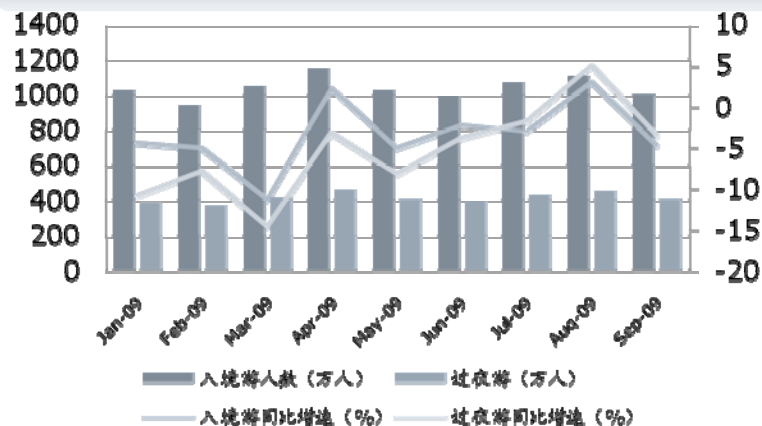
目录

- 2009年旅游行业回顾
- 2010年旅游行业展望
- 跟随投资时钟、寻找超额收益股
- 重点推荐公司

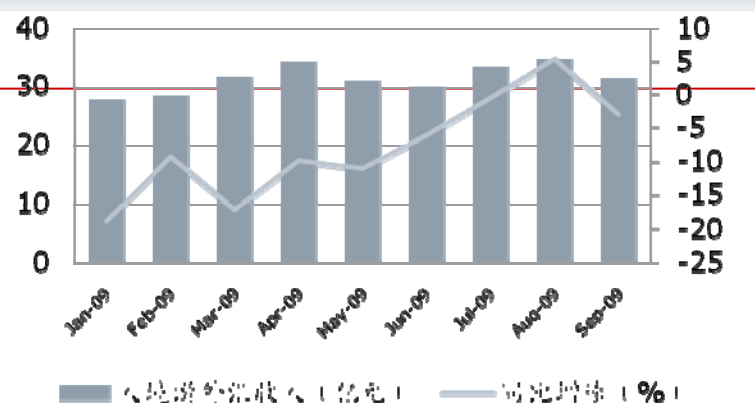
入境游：受冲击最大、持续徘徊于负增长区间

- 08年7月后全国入境游接待量与收入持续徘徊在负增长区间
 - 09年8月，得益于08年同期低基数出现正增长，但未可持续
- 甲流再袭、外围经济缓步复苏，预计入境游将以缓慢恢复为基调

2009/01-2009/09入境游客接待量增速

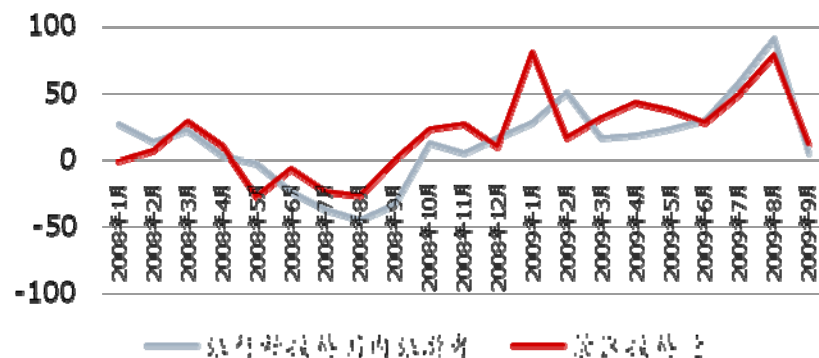


2009/01-2009/09入境外汇收入增速

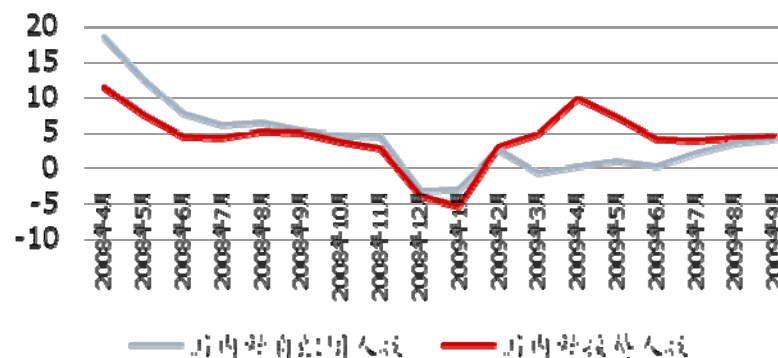


国内游：一线城市温和复苏，趋势确定

北京国内游接待量恢复增长



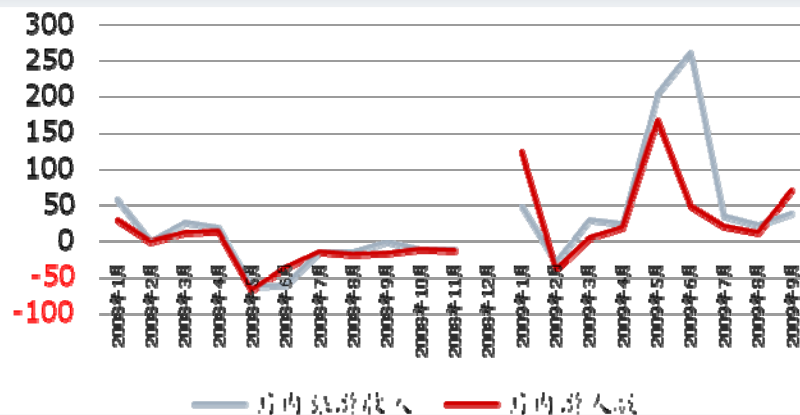
上海国内游温和复苏



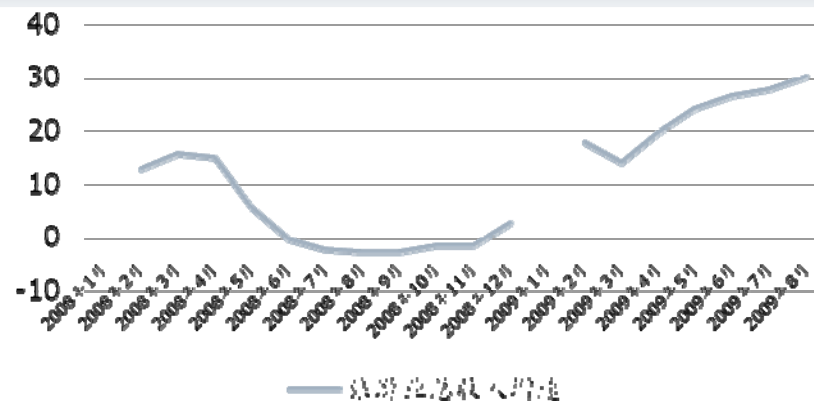
- 北京国内游受08年同期基数影响，增速变动较大，但全年正增长趋势确定
- 上海国内游接待量保持在低增速区间
- 第四季度甲流再袭，或影响一线城市接待量恢复

国内游：区域热点酝酿诸多惊喜

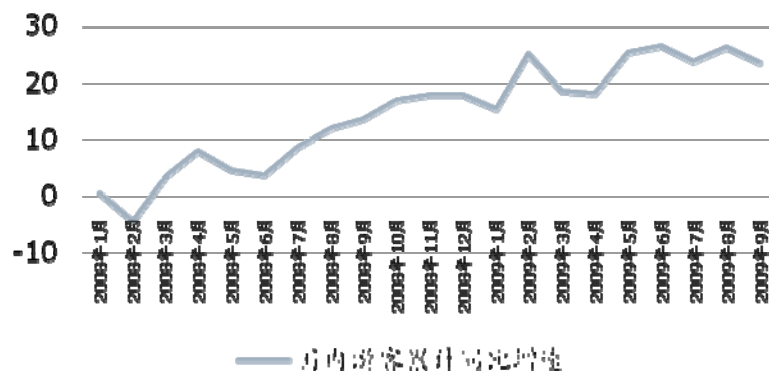
四川旅游强势归来



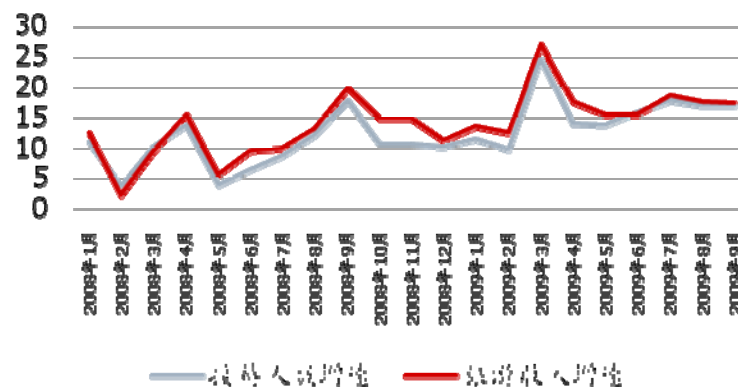
西安旅游业加速增收



丽江旅游接待重新进入高速增长区



浙江旅游持续较旺



□ 旅游热点区域则恢复强势增长

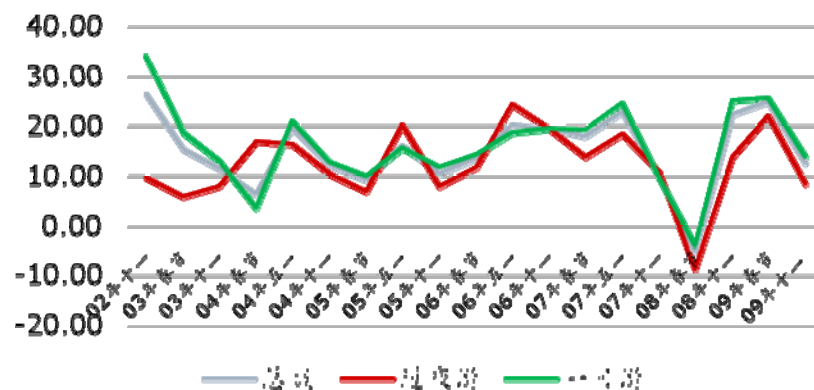
■ 四川旅游震后恢复超预期，成为全年国内游亮点

■ 云南、浙江省等也逐步确立高增速

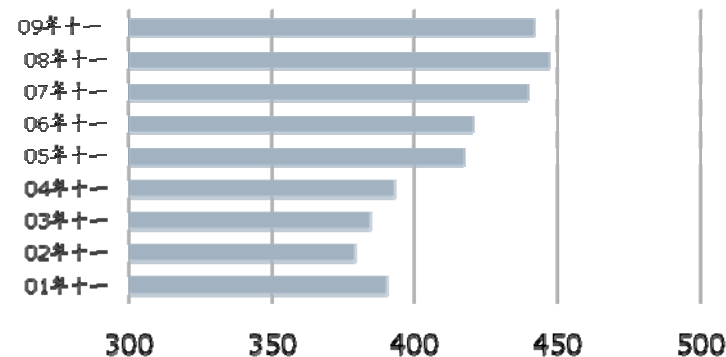
国内游：黄金周数据暗藏出游热情

历年黄金周接待量、人均消费增速对比

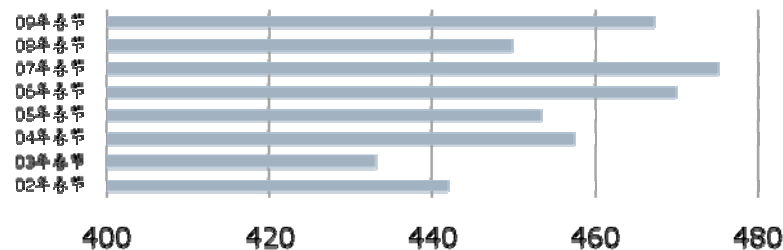
接待量同比增速



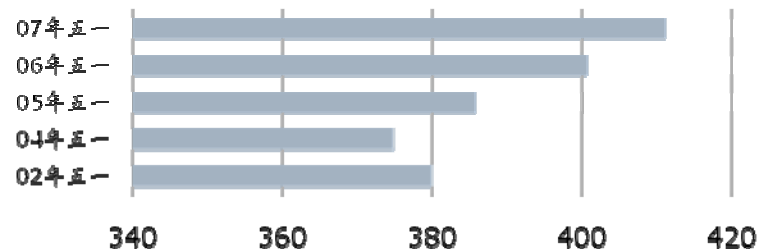
历年十一黄金周人均消费



历年春节黄金周人均消费



原五一黄金周人均消费

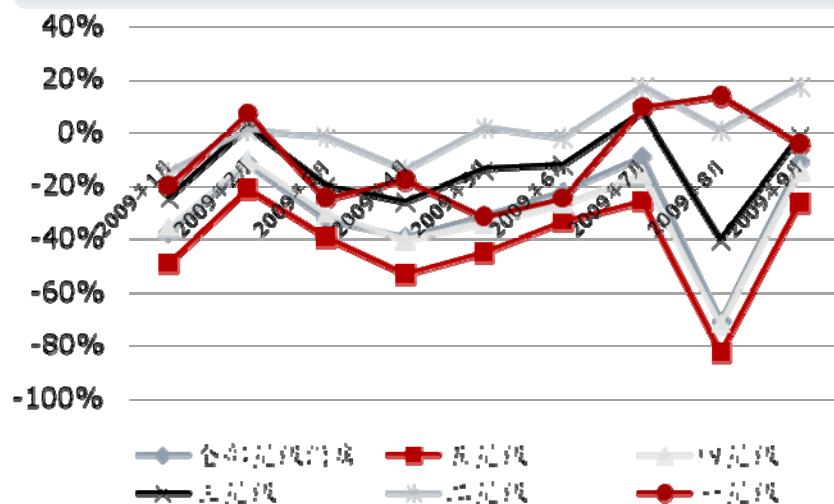


□ 09年春节、十一黄金周期间集中旅游消费显示：

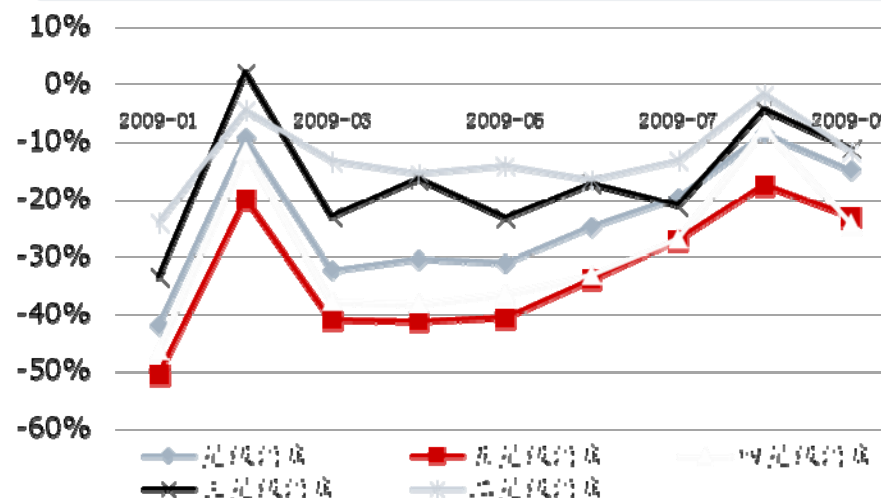
- 过夜游增速下降、人均消费额同比下降，显示经济下滑影响个体旅游消费额度
- 量增带动全年增长。

国内游：酒店行业冷暖各异

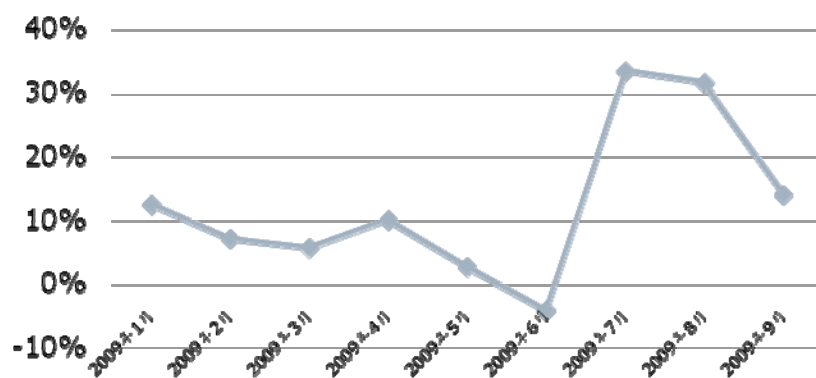
北京星级饭店REVPAR同比变动



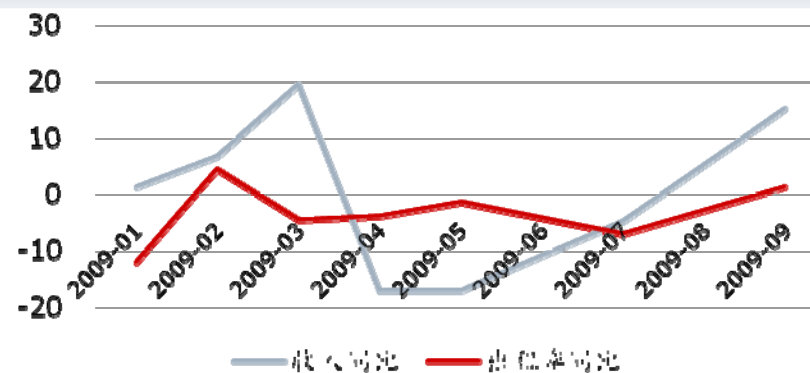
上海星级酒店REVPAR同比变动



四川旅游住宿业RevPAR同比变动



南京星级饭店行业同比数据 (%)

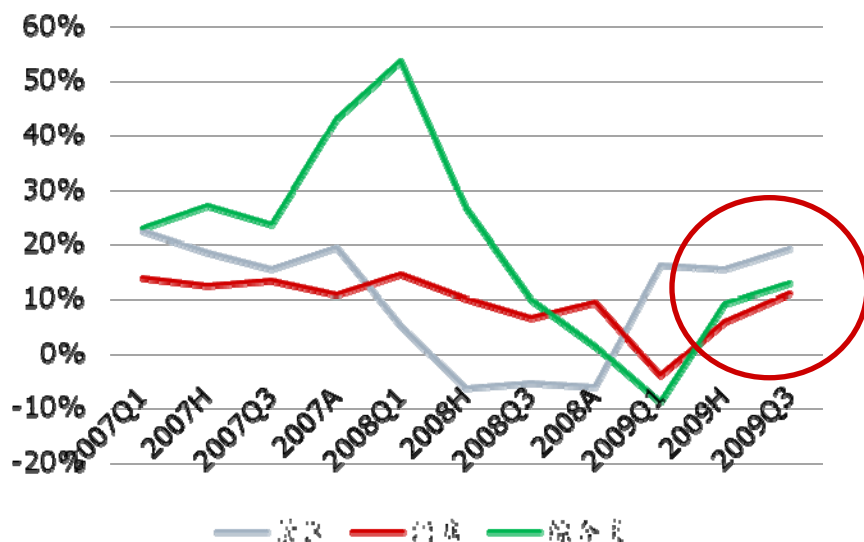


上市公司业绩：缓慢恢复过程中

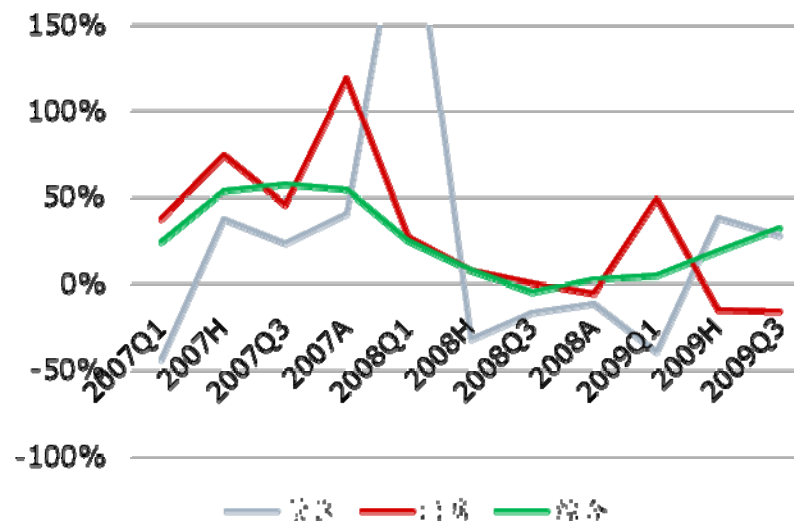
□ 子行业业绩不同程度恢复，收入/现金流持续好转

- 景区：在人数增长带动下，09年前三季度收入在10-20%温和增长区域
- 综合类：收入在旅行社业务的牵制下复苏较慢，但多元化倾向使得利润随经济形势好转，呈现加速增长态势
- 酒店：2、3季度收入实现同比小幅增长，但行业较高的经营杠杆、后经济周期特性令利润仍为负增长

子行业收入增速（选取重点公司）



子行业净利润增速（选取重点公司）



选择各子行业主业清晰的重点上市公司：

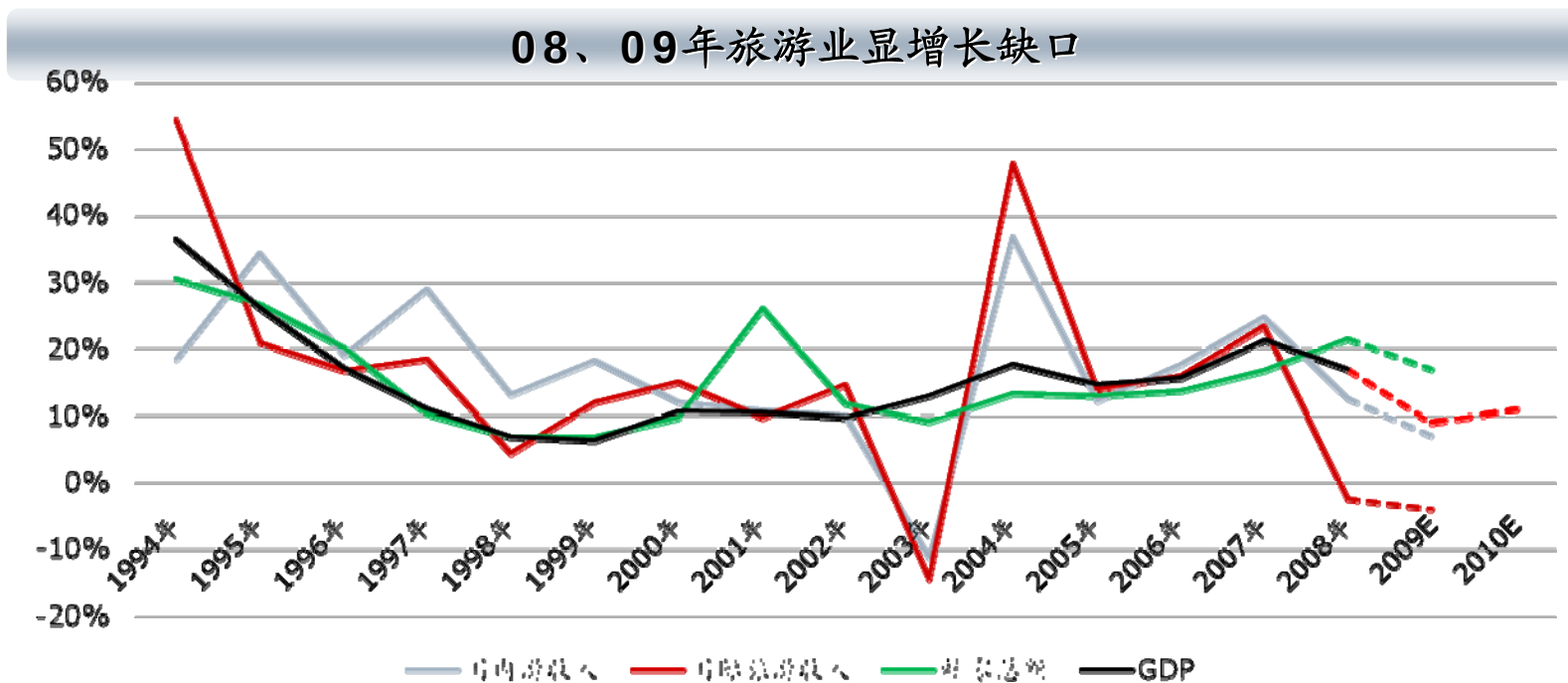
景区类－峨眉山A、桂林旅游、丽江旅游、黄山旅游、大连圣亚；酒店类－锦江股份、华天酒店、金陵饭店、新都酒店、东方宾馆；综合类－中青旅、首旅股份、三特索道、国旅联合

目录

- 2009年旅游行业回顾
- **2010年旅游行业展望**
- 跟随投资时钟、寻找超额收益股
- 重点推荐公司

2010年 - 填补长达两年的增长缺口

- 旅游行业09年仍处于低增长期:
 - 根据中国旅游研究院10月最新预测, 09年国内游为19亿人次, 同比增长11%; 国内游收入约1万亿元, 同比增长14%。入境旅游达1.24亿人次, 同比下降约5%; 旅游外汇收入约350亿美元, 同比下降约15%。
 - 预计全年旅游行业收入增速同比7%, 较08年增速进一步下滑。
- 经济恢复、同期低基数效应, 令10年增长可期



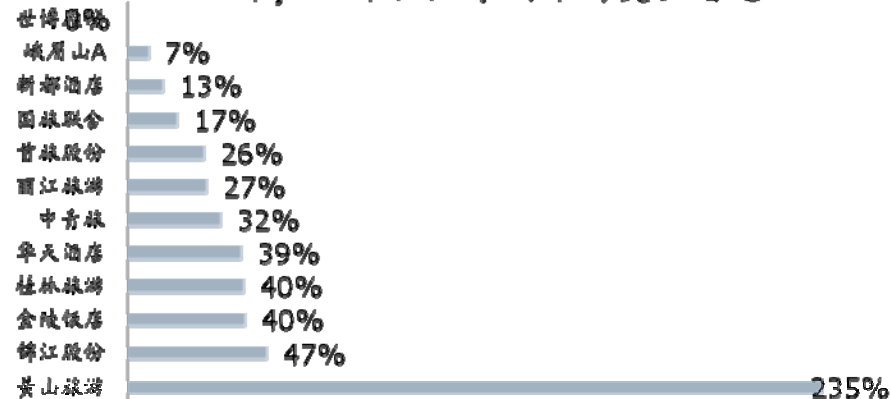
目录

- 2008年旅游行业回顾
- 2009年旅游行业展望
- 跟随投资时钟、寻找超额收益股
- 重点推荐公司

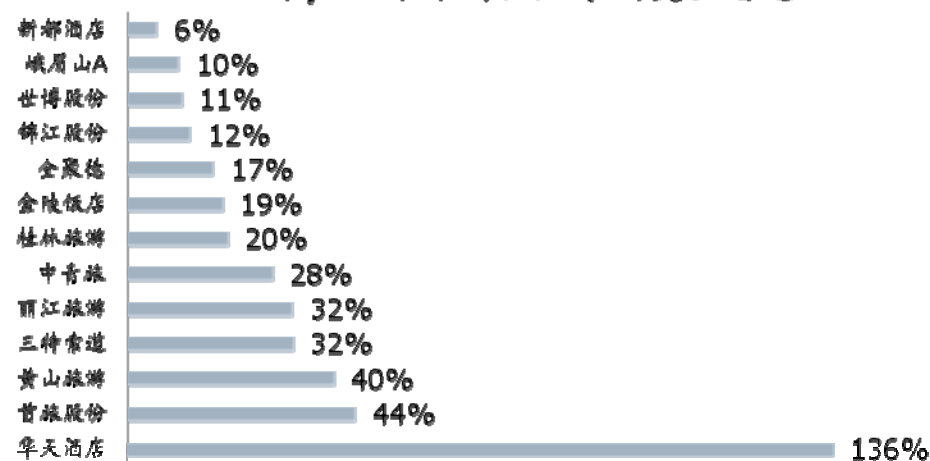
行业内龙头股仍具备长期超额收益

涨跌幅排序 (截止11月 6日)	03年至今	05年至今	07年至今	08年至今	09年至今
1	锦江股份	北京旅游	九龙山	九龙山	九龙山
2	黄山旅游	九龙山	东方宾馆	锦江股份	锦江股份
3	峨眉山A	华天酒店	北京旅游	新都酒店	新都酒店
4	华天酒店	锦江股份	大连圣亚	东方宾馆	北京旅游
5	丽江旅游	首旅股份	新都酒店	世博股份	西藏旅游
6	中青旅	黄山旅游	锦江股份	西安旅游	三特索道
7	北京旅游	新都酒店	西安旅游	大连圣亚	华天酒店
8	九龙山	中青旅	华天酒店	三特索道	世博股份
9	首旅股份	东方宾馆	西藏旅游	西藏旅游	东方宾馆
10	东方宾馆	峨眉山A	世博股份	峨眉山A	西安旅游

03 ~ 08年/07年权益净利年均复合增速



05 ~ 08年/07年年均权益净利复合增速



说明：08年雪灾、地震、奥运限行等非经常性因素对于部分景区类上市公司的业绩正常增长造成影响。我们在对比峨眉山、桂林旅游、丽江旅游、三特索道四家公司时，选用03/07 05/07的复合增速

思路一：把握区域热点



区域旅游事件往往令相关上市公司成为持续热点：

上海世博会、迪斯尼：
锦江股份（经济型酒店）、
锦江酒店（高星级酒店）

（五）小时车程内相关上市公司：
九龙山、黄山旅游、中青旅
金陵饭店、国旅联合

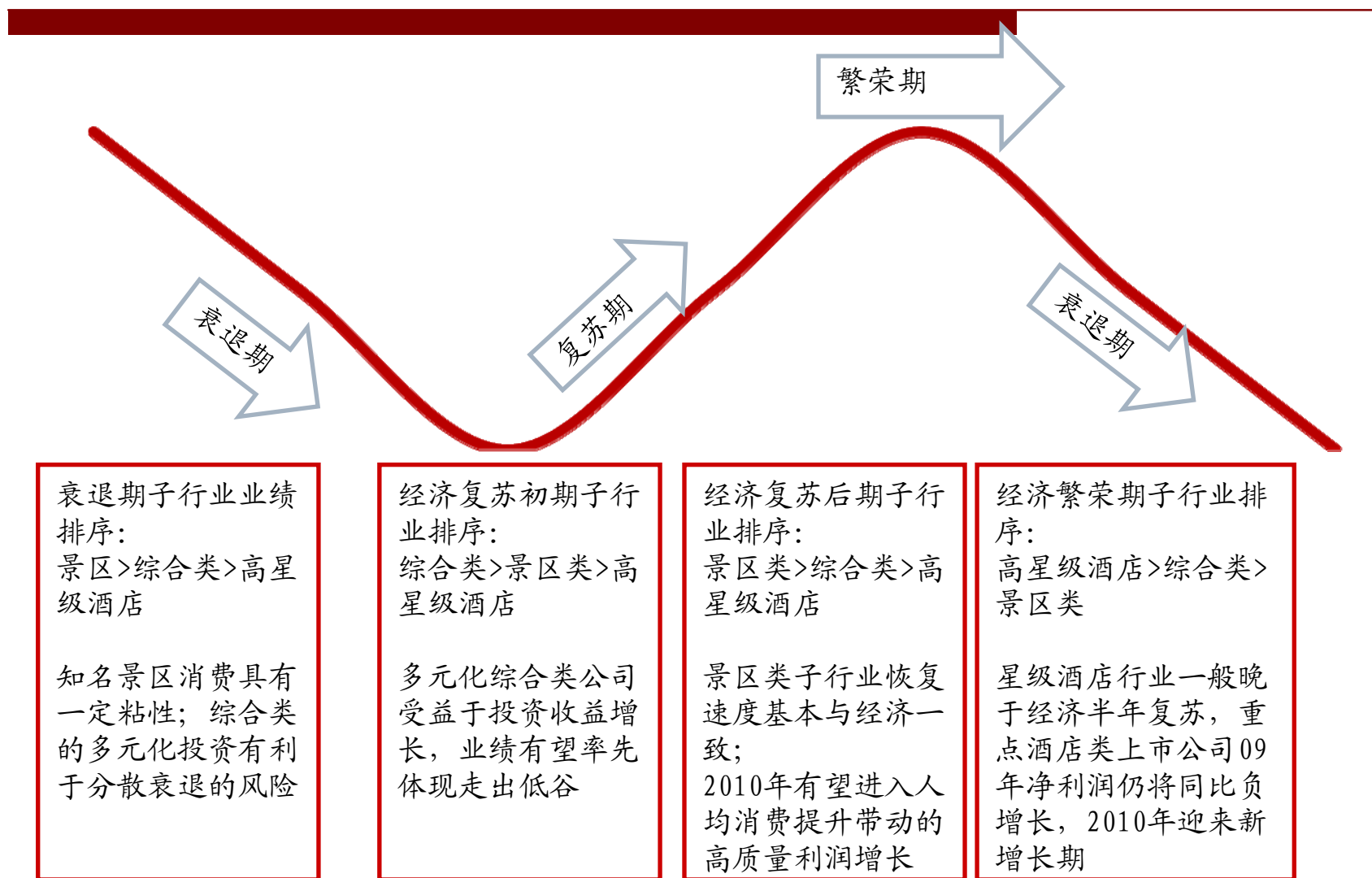
海南国际旅游岛： 中国国旅（新增岛内免税店）

首旅股份
(受益于南山景区人数增长)

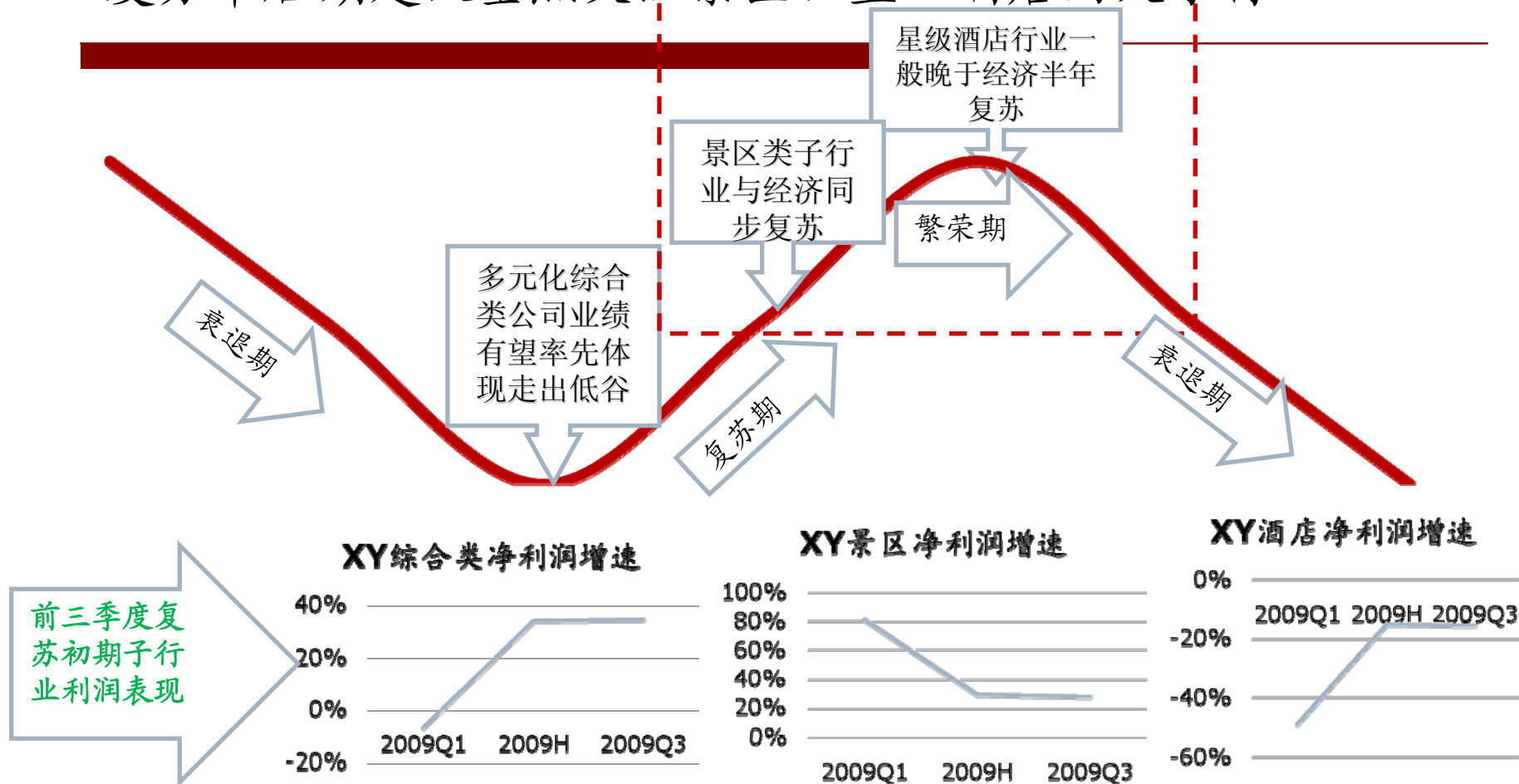
首旅股份（南山景区） 三特索道
中国国旅（三亚免税店）（受益于海南猴岛景区人数增长）
三特索道（海南猴岛）
ST东海（单体酒店）

ST东海（大东海景区人数增长）

思路二：紧跟时钟指向



复苏中后期建议重点关注景区、星级酒店两大子行业



□ 根据兴业宏观预测，2010年中国GDP增速为11%，经济强劲复苏。

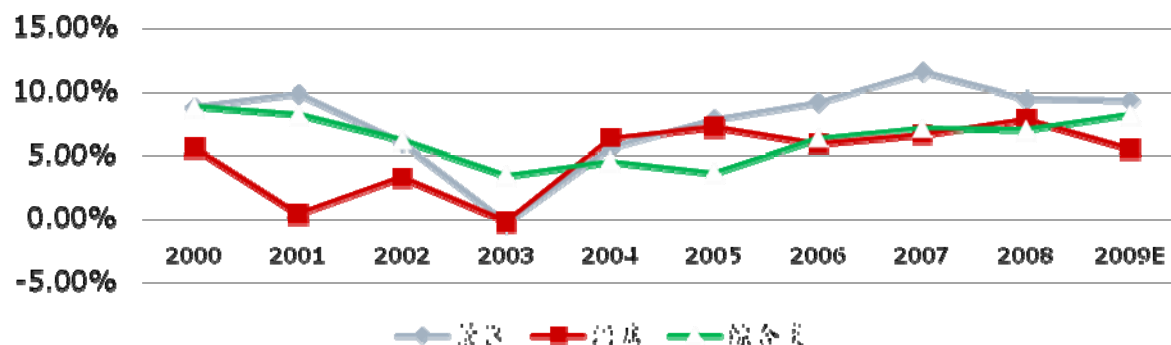
□ 分子行业看，我们看好景区、星级酒店两个子行业

思路二：紧跟时钟指向

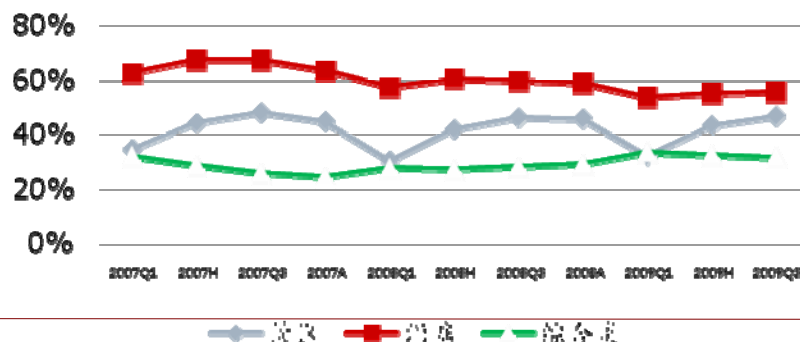
关注2010年，收入快速增长、盈利能力恢复的两大子行业：

- 景区类：09年人数恢复平稳，各景区提价效果未能完全显现；2010年ROE将提升
- 星级酒店类：底部反弹

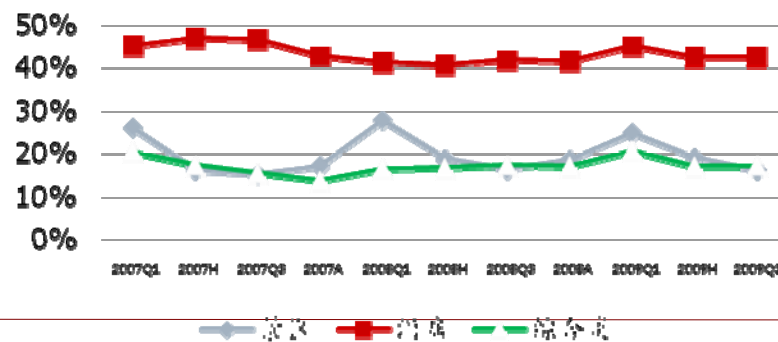
选择盈利能力正在恢复过程中的子行业
2000 - 2009E子行业ROE



07Q1-09Q3子行业毛利率走势



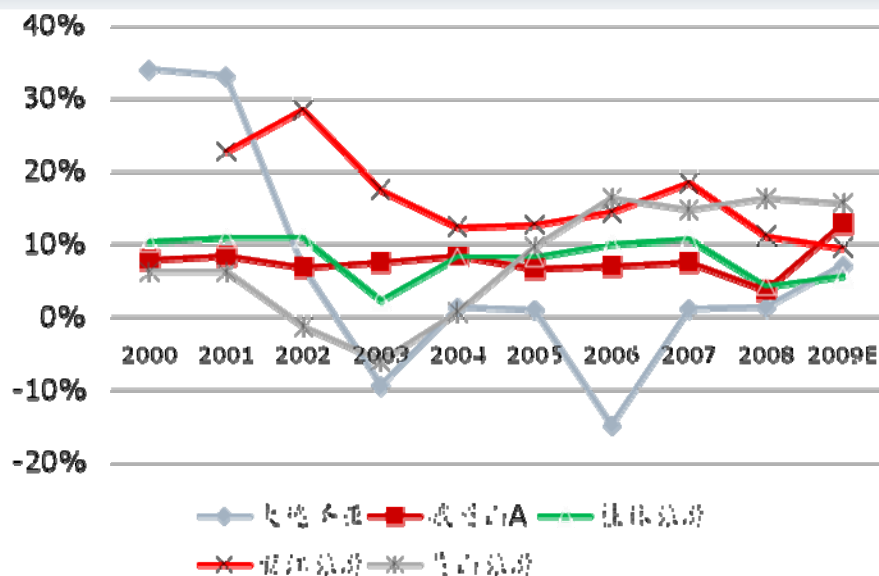
07Q1-09Q3子行业期间费用率



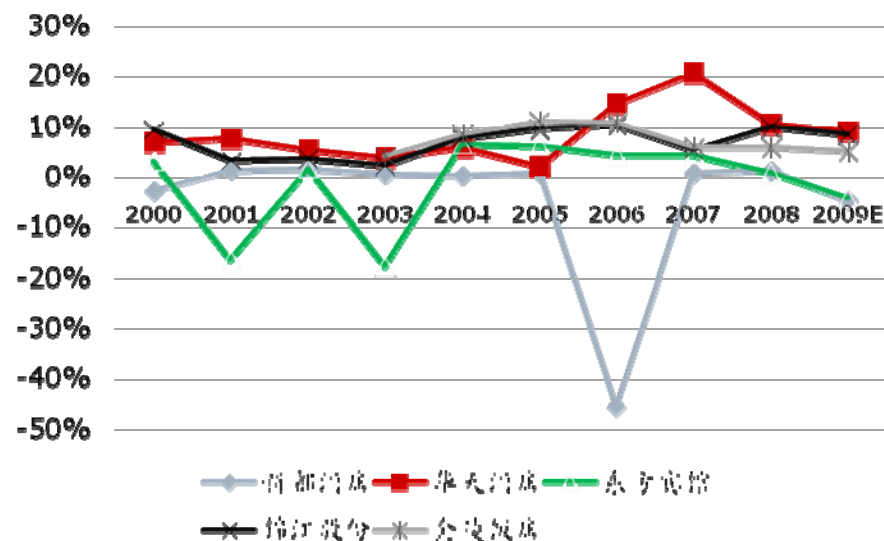
思路二：紧跟时钟指向

- 景区子行业：关注2010年盈利能力有望显著好转（净利率提升）的个股
 - 黄山旅游：09年大幅打折促销令游客人数恢复未能带动收入、利润显著回升；明年门票、索道提价效果显现，ROE提升，突破瓶颈
 - 峨眉山A：业绩释放令09年ROE同比大幅提升，若2010年增发收购乐山大佛的计划如期进行，公司仍处于利润快速增长并得以释放的业绩蜜月期
- 酒店子行业：入住率率先恢复 + 催化剂
 - 金陵饭店：第四季度入住率实现增长 + 天泉湖景区规划预计即将出台
 - 华天酒店：遍及全国多处的高星级酒店随经济恢复入住率呈不同程度恢复 + 扩张带来的财务负担逐步得以消化

景区重点公司历年ROE走势



酒店重点公司历年ROE走势



2010年旅游行业投资主线

选股策略:

- 1、紧跟2010年业绩有望超预期的蓝筹公司;
- 2、持续关注两大热点: 区域旅游事件 + 资产重组

行业景气度向上, 2010年较多业绩驱动因素:

景区类: 黄山旅游、峨眉山A、桂林旅游
酒店类: 锦江股份、华天酒店、金陵饭店
综合类: 三特索道、首旅股份

持续热点事件:

世博会、迪斯尼的直接旅游类受益股:
锦江股份

世博会、迪斯尼的间接旅游类受益股:
黄山旅游、九龙山、中青旅(乌镇)、金陵饭店

海南国际旅游岛规划的直接受益股:
中国国旅、首旅股份、三特索道

交集 - 业绩增长保证安全边际、事件驱动带来超额收益:

黄山旅游、锦江股份、金陵饭店、三特索道、首旅股份、中青旅

重点公司估值优势被掩盖

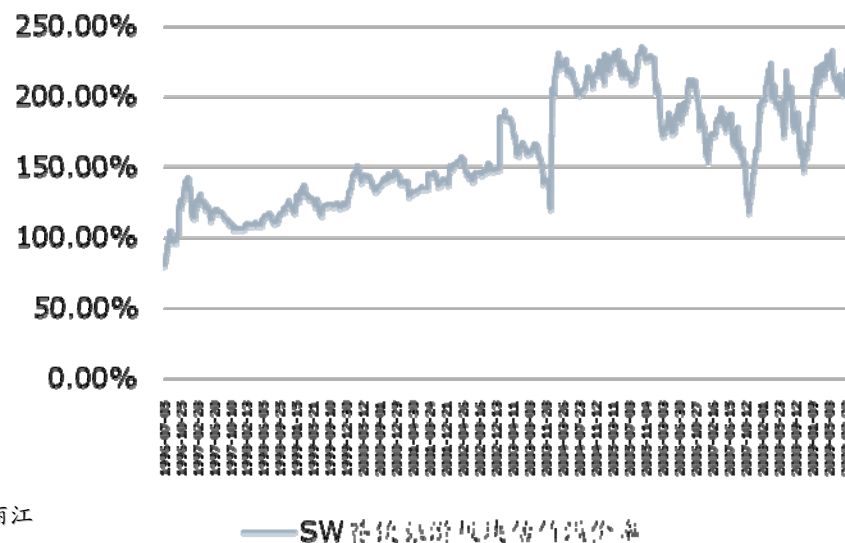
- 截至11月中旬，最近30个交易日估值溢价率约为200%，在历史高位
 - 现阶段行业整体并无估值优势
- 11家行业重点公司动态估值已达历史低位
 - 三季报后对重点公司业绩普遍上调，而甲流疫情再袭拖累上涨
 - 截至11月6日，行业11家重点公司平均动态估值仅为36X

97年至今餐饮旅游重点动态估值纵比



注：我们选取11家主业突出、具有代表的重点旅游公司进行统计。
包括：中青旅、首旅股份、锦江股份、金陵饭店、华天酒店、黄山旅游、峨眉山A、丽江旅游、桂林旅游、三特索道、全聚德

餐饮旅游板块溢价率（相对全部A股）



目录

- 2009年旅游行业回顾
- 2010年旅游行业展望
- 跟随投资时钟、寻找超额收益股
- 重点推荐公司

重点关注的旅游行业股票

重点公司	EPS(元)			PE(X)			投资 评级	评级理由
	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E		
黄山旅游	0.42	0.55	0.57	34	26	25	推荐	外延：10年世博漏出效应带来客流高速增长；内增：门票、索道提价效应在10年叠加。催化剂：世博相关股份被深入发掘
峨眉山A	0.31	0.38	0.41	33	27	25	推荐	业绩释放与高速增长蜜月期
桂林旅游	0.26	0.36	0.44	36	26	21	推荐	完成资产收购、短期福隆园地块可保证业绩增长，长期则面临“再造桂林”机遇
中青旅	0.51	0.59	0.63	28	24	23	推荐	乌镇受益于世博，主业增长质量渐高
三特索道	0.18	0.30	0.33	53	31	29	推荐	海南猴岛、贵州梵净山带来现业务新增点；掌控了诸多景区资源；旅游地产可期
锦江股份	0.57	0.64	0.67	35	31	30	推荐	直接受益于世博，锦江之星置入后，由高分红股成为高成长股
华天酒店	0.34	0.45	0.49	20	15	14	推荐	随行业景气度恢复酒店培育期缩短，最坏时间过去
金陵饭店	0.23	0.26	0.30	34	30	24	推荐	酒店入住率提升、天泉湖景区打开增长想象空间
丽江旅游	0.42	0.28	0.74	38	58	22	推荐	市场消化10年下滑、11年反弹值得期待
全聚德	0.62	0.76	0.85	48	39	35	中性	自然增长
中国国旅	0.37	0.46	0.58	49	39	31	推荐	“海南国际旅游岛”针对国内游客的免税业务开放将从根本促进公司业绩
行业平均				36	34	25		24

黄山旅游（600054）：景区龙头重回高增区间

- 外延收入增长：作为世博4小时经济圈内的核心景区，接待量增长有望直接受益于2010年世博会。
- 内涵盈利能力提升：08年3月、09年4月公司分别实施的索道、门票提价受制于打折促销力度较大，未能体现为收入、利润增长；这一情况将随2010年行业景气度快速回升而好转。
- 现价对应09~11年动态市盈率分别为34X/26X/25X。2010年的动态估值为公司历史低值。考虑2010年随世博会相关事项的推进，对世博相关概念个股的进一步发掘将带来机遇。
- 瘟疫、天气等行业宏观风险；公司治理风险等

	2008A	2009E	2010E	2011E
收入(万元)	111818	123223	153721	158087
净利润(万元)	18854	19797	25924	26867
净利润增长率 (%)	24.71%	5.00%	30.95%	3.64%
EPS(元)	0.40	0.42	0.55	0.57

桂林旅游（000978）：期待利好终兑现

- ❑ 2010年完成定向增发与资产收购。
- ❑ “珠三角后花园”地位稳固。未来两年内交通条件大幅改善，公司相关景区（龙胜温泉、贺州温泉、银子岩、丰鱼岩、天门山等）通达型持续向好。漓江游船景区已连续两个小年，2010年有望随入境游反弹强劲恢复。
- ❑ 现价对应09~11年动态市盈率分别为36X/26X/21X。
- ❑ 瘟疫、天气等行业宏观风险；公司治理风险等

	2008A	2009E	2010E	2011E
收入(万元)	20229	38303	53666	83906
净利润(万元)	2301	4602	9972	16588
净利润增长率 (%)	-56.42%	100.00%	116.69%	66.35%
EPS(元)	0.13	0.26	0.36	0.44

三特索道（002159）：业绩弹性大、估值向上看

- 现有景区增长前景较好：贵州梵净山景区超预期，2010年即可贡献利润；华山索道09年完成提价，提价对利润的增厚效果在2010年更为显著。
- 海南猴岛景区、索道受益于海南国际旅游岛规划。
- 根据公告海南房地产项目预计贡献固定3000万净利。公司所掌控的景区资源丰富，且后续储备较多。
- 暂不考虑增发摊薄，预计09~11年对应动态市盈率分别为
- 风险提示：业绩弹性较大，若10年遭遇瘟疫、天气等行业宏观风险，可能大幅低于预期；公司治理风险等

	2008A	2009E	2010E	2011E
收入(万元)	18157	34116	43443	56476
净利润(万元)	1080	2160	2880	3960
净利润增长率 (%)	-47.12%	100.00%	33.33%	37.50%
EPS(元)	0.09	0.18	0.24	0.33

欢迎交流

兴业证券研发中心 刘璐丹

liuld@xyzq.com.cn

Tel: (021) 3856 5944

MSN: liu-lu-dan@hotmail.com