

[2010.01.21]

化繁为简，配置餐饮旅游就相当于合理配置了整个中盘板块

——餐饮旅游行业指数分析及行业评级框架

汪睿

陈锡伟

021-38674657

021-38676385

wangrui008182@gtjas.com

chenxiwei@gtjas.com

- 我们发现申万中盘指数是一个衡量餐饮旅游行业的估值水平非常好的标杆

本报告导读：

投资要点：

我们发现申万中盘指数是一个衡量餐饮旅游行业的估值水平非常好的标杆！

- 化繁为简，配置餐饮旅游就相当于合理配置了整个中盘板块；
- 指数差可以作为我们为整个板块以及其细分行业评级的依据；
- 整体行业评级
—目前餐饮旅游板块已经超出安全边际，给予中性评级；
- 细分行业评级
—景点，酒店类长期跑输行业，给予中性评级；
—旅游综合类弹性最大，牛市长赢，熊市长输，给予谨慎增持评级；
—餐饮类风格趋于小盘化，目前估值处于历史合理区间，我们给予谨慎增持评级；

行业评级

餐饮旅游

中性

细分行业评级

景点

中性

酒店

中性

旅游综合

谨慎增持

餐饮

谨慎增持

行业一年走势图



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

相关报告

国际旅游岛政策对海南旅游业长期利好

(10.01.05)

把握主题性投资机会

(09.11.30)

十一黄金周数据再创新高

(09.10.09)

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

1. 化繁为简，配置餐饮旅游就相当于合理配置了整个中盘板块	3
2. 指数差可以作为我们为整个板块以及其细分行业评级的依据	3
3. 整体行业评级.....	4
3.1. 目前餐饮旅游板块已经超出安全边际，给予中性评级	4
4. 细分行业评级.....	5
4.1. 景点，酒店类长期跑输行业，给予中性评级	7
4.2. 旅游综合类弹性最大，牛市长赢、熊市长输，给予谨慎增持评级	7
4.3. 餐饮类风格趋于小盘化，目前估值处于历史合理区间，我们给予谨慎增持评级	7

图表目录

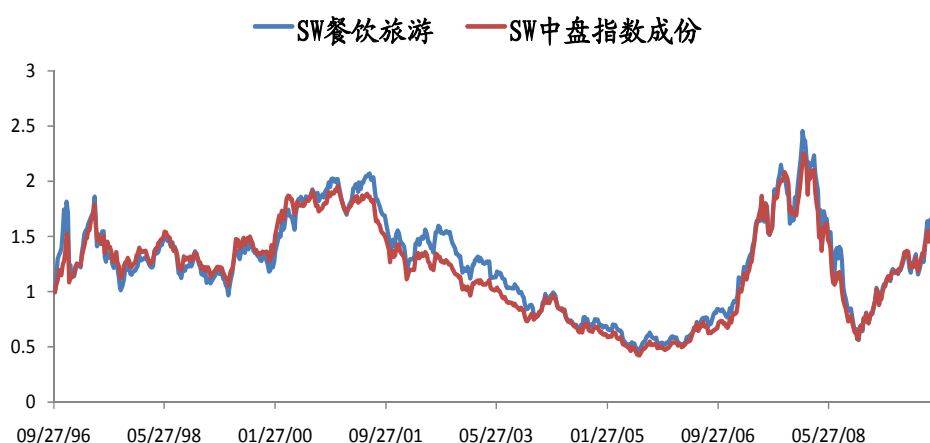
图 1: 申万餐饮旅游和中盘成分指数对比图	3
图 2: 申万餐饮旅游和中盘成分价差分析图	4
图 3: 餐旅及其细分行业和中盘成分指数对比图（15 年）	5
图 4: 餐旅及其细分行业和中盘成分指数对比图（96-00 年-牛）	5
图 5: 餐旅及其细分行业和中盘成分指数对比图（01-05 年-熊）	6
图 6: 餐旅及其细分行业和中盘成分指数对比图（05-08 年-牛）	6
图 7: 餐旅及其细分行业和中盘成分指数对比图（08-熊）	6
图 8: 餐旅及其细分行业和中盘成分指数对比图（08-至今-牛）	7
图 9: 申万餐饮和小盘成分指数对比图	8
附录 1: 公司划分细分行业目录	8

近期，我们一直在思考，究竟该如何更好地为客户建议旅游板块的配置仓位及时点？传统的估值方法似乎不太适用，旅游板块从来没有便宜过，尽管估值高高在上，但还是能出乎意料的上涨。最近，我们尝试新思路，发现申万中盘指数是一个衡量餐饮旅游行业的估值水平非常好的标杆！希望与大家一起探讨。

1. 化繁为简，配置餐饮旅游就相当于合理配置了整个中盘板块

我们发现自从 96 年来申万中盘和申万餐饮旅游历史指数拟合度非常高， $R^2=95.25\%$ 。所以我们认为，在不考虑交易量的情况下，如果有风格配置中盘股的需要，与其从市场上数百只中盘股或从申万中盘成份股 200 只挑选，不如按需求均匀配置餐饮旅游板块——总共只有 28 只股票（包括了转型的 ST 百花），这样能省下可观的交易费用，同时大多数情况下还能获得相对收益（餐旅-中盘指数差 00 年起大多为正）。

图 1：申万餐饮旅游和中盘成份指数对比图



数据来源：WIND，国泰君安证券销售交易总部

2. 指数差可以作为我们为整个板块以及其细分行业评级的依据

从 96 年的数据来看，餐旅与中盘指数价差长期处于-10%~15%的区间内，并且餐旅板块存在明显的价值回归现象，当价差接近 30%或-15%时，餐旅相对中盘的走势就会调头反转。如果我们相信历史会不断重演，并能给予我们一定的启发，那么根据价差我们就可以判断餐饮旅游板块在市场上的估值是否合理，并给予相对评级。比如如果价差超过 15%或-10%时，我们将会发出预警提示；而价差临近

30%或-15%时，则是果断低配或超配餐饮旅游的绝好时机！

图 2：申万餐饮旅游和中盘成分价差分析图



数据来源：WIND，国泰君安证券销售交易总部

3. 整体行业评级

3.1. 目前餐饮旅游板块已经超出安全边际，给予中性评级

上周末我们在建立此价差模型的时候，价差为 12%，仍处于合理区域，我们还判断餐旅板块估值水平健康合理，考虑到餐旅板块正面临几个主题性投资机会，所以还曾考虑给予谨慎增持评级。

这周两个交易日以来，受到几个热点区域板块的炒作的带动，餐饮旅游板块整体表现强劲。虽然我们为自己板块受到市场关于而喜悦，但是同时我们突然发现，餐旅-中盘的价差在这两个交易日内陡然增至 16%，超出了我们设定的 15%预警边际，所以我们不得不调整我们对整个餐旅板块的评级，最终给予中性评级，并提醒投资者注意整个板块相对高估的风险。

当然我们的判断也面临以下风险：

- 市场对于餐旅板块的热情不会戛然而止，高价差可能持续，07~08 年高价差曾维持了相当长的一段时间；
- 由于近年一批新上市的股票，如 07 年的全聚德、三特、金陵和 09 年首旅、湘鄂情等，特别是全聚德的特立独行的风格使整个板块估值水平偏离历史运行轨迹；

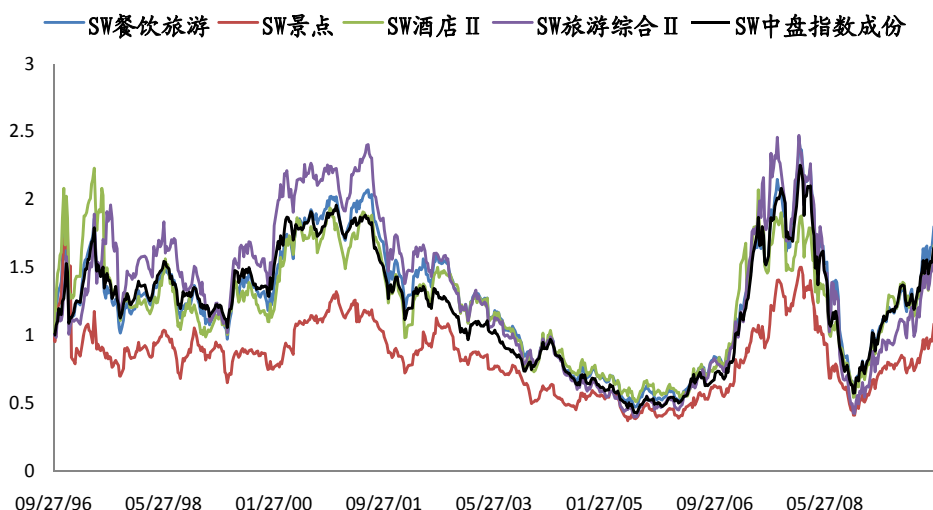
不过考虑到全聚德 07~08 年对高价差的影响和高价差历史上从来没有持续不断扩大的缘故，我们还是提醒投资者注意整个餐饮旅游板价值高估的风险，标配甚至或许可以开始逐步调低餐饮旅游相对于股票池内中盘股的比例。

4. 细分行业评级

细分行业中,我们同样以板块指数 15 年的表现并且加入 5 个不同市场阶段——我们认为 96~00 年为牛市; 01~05 年为熊市; 05~08 年上半年为牛市; 08 年下半年为熊市; 08~至今为牛市——的表现为依据, 来为 4 个细分行业做出评级。

图 3: 餐旅及其细分行业和中盘成分指数对比图 (15 年)

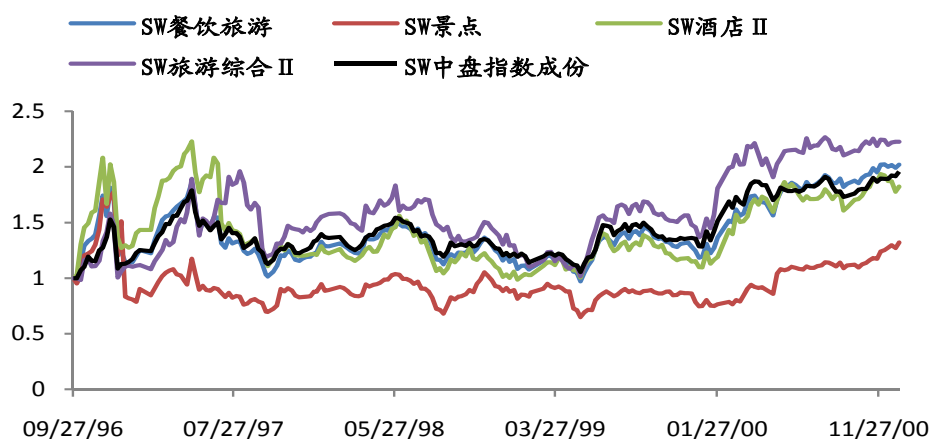
96 年起景点长期大幅跑输整个板块; 旅游综合弹性最大



数据来源: WIND, 国泰君安证券销售交易总部

图 4: 餐旅及其细分行业和中盘成分指数对比图 (96~00 年-牛)

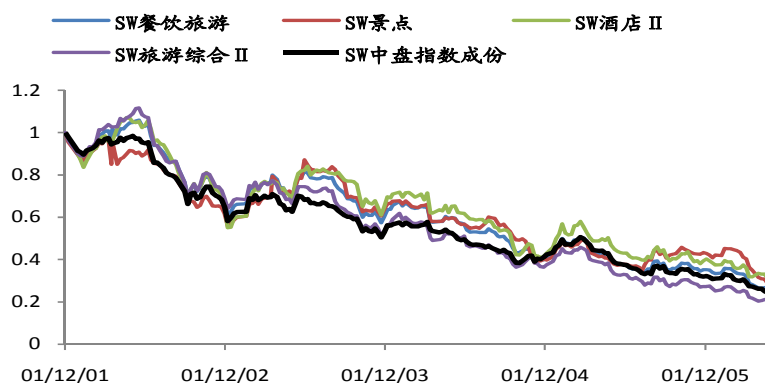
96 年期的牛市中景点大幅跑输、旅游综合跑赢餐旅板块



数据来源: WIND, 国泰君安证券销售交易总部

图 5：餐旅及其细分行业和中盘成分指数对比图（01~05 年-熊）

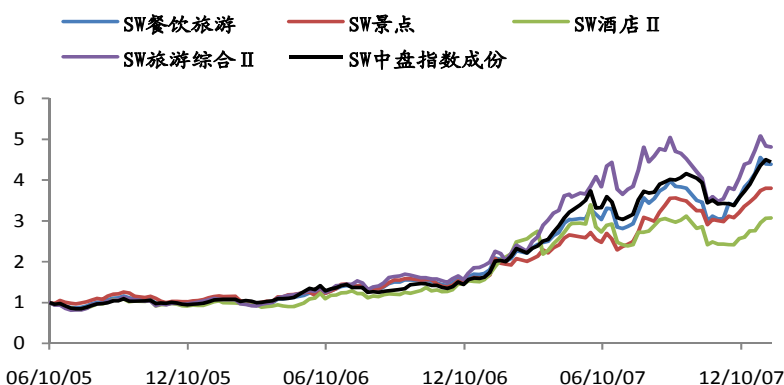
01~05 熊市中旅游综合跑输板块；景点、酒店具有微弱的防御性



数据来源： WIND，国泰君安证券销售交易总部

图 6：餐旅及其细分行业和中盘成分指数对比图（05~08 年-牛）

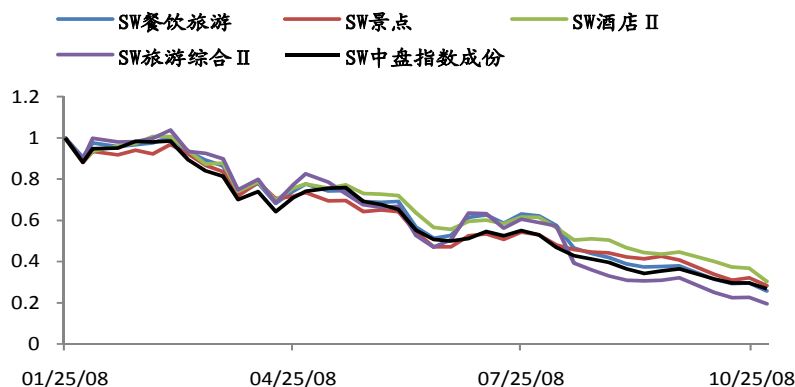
05~08 牛市中景点、酒店依旧大幅跑输板块；旅游综合具有相对收益



数据来源： WIND，国泰君安证券销售交易总部

图 7：餐旅及其细分行业和中盘成分指数对比图（08-熊）

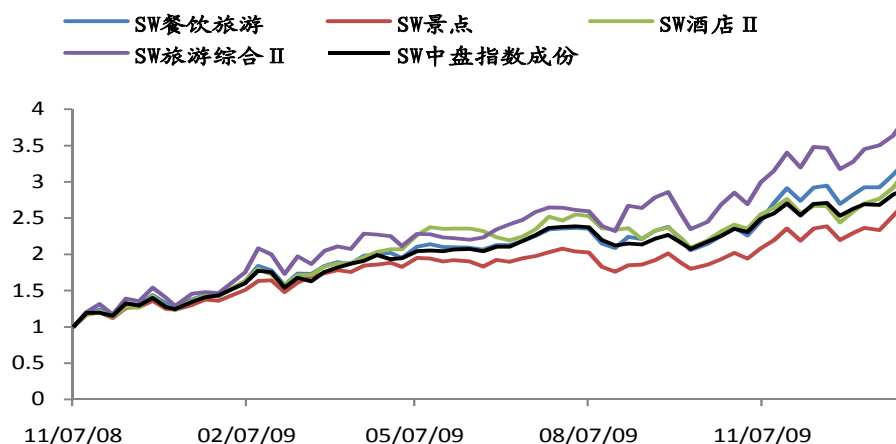
08 年熊市与 01~05 年情况相似，旅游综合跑输；景点、酒店呈现微弱防御性



数据来源： WIND，国泰君安证券销售交易总部

图 8：餐旅及其细分行业和中盘成分指数对比图（08~至今-牛）

08 年底以来旅游综合大幅跑赢板块；景点、酒店拖累板块



数据来源： WIND，国泰君安证券销售交易总部

4.1. 景点、酒店类长期跑输行业，给予中性评级

景点、酒店类由于其行业自身特点，内生性增长相对较低，所以无论是从长期还是数个牛市阶段性行情来看，长期跑输行业。特别是景点类公司，由于景区的不可复制性和难以扩张性，跑输行业的程度特别突出。只有在熊市中，才有相对微弱防御性，但也不十分明显。从最近一次股市周期 08 年 11 月以来，景点、酒店类分别跑输餐旅行业指数 56%和 15%。我们认为景点、酒店类长期跑输餐旅行业将持续，未来风格转换概率较小，所以给予景点、酒店类中性评级。

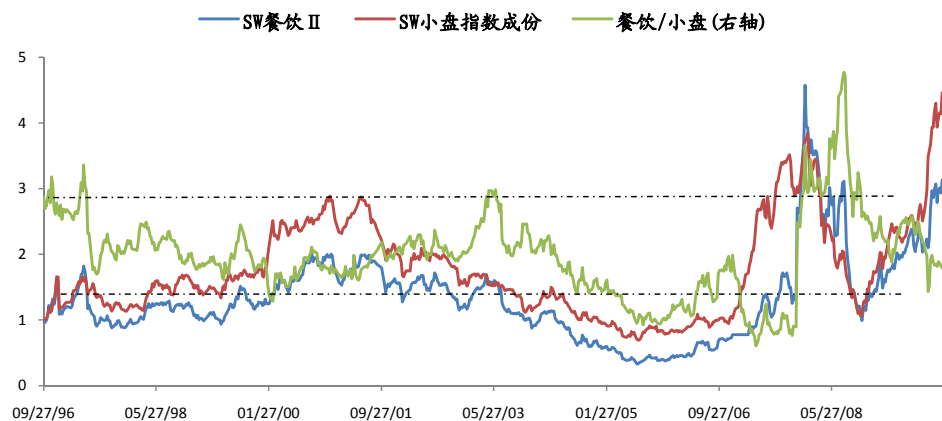
4.2. 旅游综合类弹性最大，牛市长赢、熊市长输，给予谨慎增持评级

旅游综合类公司由于其经营业务的多样性，具备较强的周期性，所以股价弹性在餐旅板块内最大，所以历史上出现了牛市长赢、熊市长输的现象。在目前“牛”周期内，跑赢餐旅行业近 60%，同样，我们认为综合类这种长赢长输的特性不会突然消失，加上中国国旅这类资质优良的央企上市，长赢的程度可能加大，不过由于目前大盘处于震荡阶段，短期还未确立方向，所以我们给予谨慎增持评级。

4.3. 餐饮类风格趋于小盘化，目前估值处于历史合理区间，我们给予谨慎增持评级

餐饮类 08 年以前与餐旅板块风格趋同，但是随着 08 年全聚德、09 年湘鄂情上市，风格顿趋于小盘化。历史上餐饮类/小盘比值长期处于 0.6~1 区间，目前比值 0.7，处于历史合理区间。虽然目前小盘股估值相对高企，但风格转换的趋势还未显现，所以我们给予餐饮类谨慎增持评级；

图 9： 申万餐饮和小盘成分指数对比图



数据来源： WIND，国泰君安证券销售交易总部

附录 1： 公司划分细分行业目录

证券代码	证券简称	所属行业	总市值(亿元)	上市日期
000721.SZ	西安饮食	餐饮 II	16	1997/4/30
002186.SZ	全聚德	餐饮 II	50	2007/11/20
002306.SZ	湘鄂情	餐饮 II	62	2009/11/11
600721.SH	ST 百花	餐饮 II	22	1996/6/26
002059.SZ	世博股份	景点	22	2006/8/10
600593.SH	大连圣亚	景点	13	2002/7/11
000430.SZ	ST 张家界	景点	15	1996/8/29
000613.SZ	ST 东海 A	景点	23	1997/1/28
000888.SZ	峨眉山 A	景点	32	1997/10/21
000978.SZ	桂林旅游	景点	22	2000/5/18
002033.SZ	丽江旅游	景点	19	2004/8/25
600054.SH	黄山旅游	景点	96	1997/5/6
000007.SZ	ST 达声	酒店 II	13	1992/4/13
000033.SZ	新都酒店	酒店 II	26	1994/1/3
000428.SZ	华天酒店	酒店 II	49	1996/8/8
000524.SZ	东方宾馆	酒店 II	23	1993/11/18
600754.SH	锦江股份	酒店 II	157	1996/10/11
601007.SH	金陵饭店	酒店 II	26	2007/4/6
000610.SZ	西安旅游	旅游综合 II	16	1996/9/26
000802.SZ	北京旅游	旅游综合 II	21	1998/1/8
002159.SZ	三特索道	旅游综合 II	18	2007/8/17
600138.SH	中青旅	旅游综合 II	71	1997/12/3
600209.SH	罗顿发展	旅游综合 II	34	1999/3/25
600258.SH	首旅股份	旅游综合 II	53	2000/6/1

600358.SH	国旅联合	旅游综合Ⅱ	28	2000/9/22
600555.SH	九龙山	旅游综合Ⅱ	78	2001/3/28
600749.SH	西藏旅游	旅游综合Ⅱ	19	1996/10/15
601888.SH	中国国旅	旅游综合Ⅱ	177	2009/10/15

数据来源： WIND，国泰君安证券销售交易总部

今后我们将以此报告方法为月报为行业评级并会不定期的推出系列行业研究报告，恳请读者给予意见和指导！谢谢！

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、汽车行业研究员, 2005 年获 CPA 资格。

汪睿: 会计硕士, 毕业于美国纽约州立大学 Binghamton 分校。09 年 10 月加入国泰君安销售交易总部, 从事餐饮旅游行业研究。

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销售交易总部, 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。

国泰君安证券销售交易总部

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

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com