

2011-03-04

证券研究报告
行业研究 / 行业观点

社会服务业

战略投资正当时

增持/调高评级

分析师

李珊珊

SAC 执业证书编号:S1000510120040

(0755)8236 4411

liss@mail.htlhsc.com.cn

《兔年开运 反转仍需等待》-2011/02/10

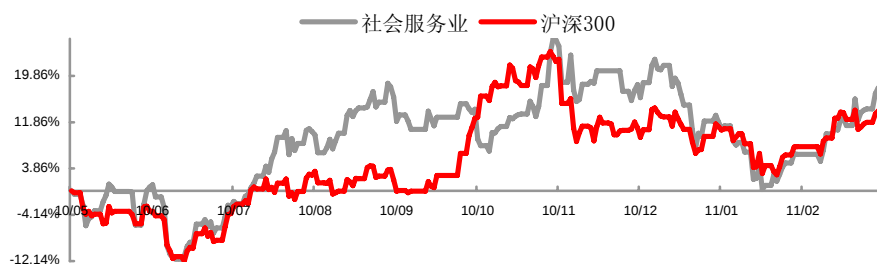
《桂林旅游：坐拥资源 静待业绩再发异彩》
-2010/12/21

《峨眉山：趋势明朗 放眼未来》-2010/10/26

《首旅股份：酒店重拾景气 战略布局正当时》
-2010/10/21

- 进入 2 月份以来，我们重点监测的旅游上市公司整体上涨 10.22%，跑赢沪深 300 指数 7 个百分点，我们认为估值的修复和政策的驱动是近期推动板块上涨的主要原因。
- 从中长期来看，我们认为 1 季度末仍是配置旅游板块和相关重点公司的理想机会，其原因在于：1、相关的区域旅游行业政策在 2 季度有望陆续出台，除了 3 月份即将公布的旅游行业“十二五”规划外，桂林国家旅游综合改革实验区、海南公民离岛免税、云南桥头堡等都有望陆续出台。政策的刺激有望成为下一阶段行情启动的催化剂。2、随着二季度的到来，旅游行业将进入传统的旺季，从基本上将为股价带来强劲的支撑。落实在上市公司层面，我们建议重点关注估值具有较强安全边际和与区域政策刺激的相关上市公司，例如：峨眉山、桂林旅游、首旅股份、中国国旅。
- 峨眉山：经过前期调整，公司的股价已经显现较强的安全边际，当前股价对应 2011 年 EPS 为 36 倍，低于历史平均 40 倍的 PE 水平。此外，为了寻求新的利润增长，公司不排除发展新业务的可能，例如，收购景区内环保客车项目、收购乐山大佛游船资产等。开展新业务将对公司业绩带来重大的突破，成为公司股价重大催化剂。基于以上，我们维持公司“买入”的投资评级，预计公司 2010-2011 年 EPS 为 0.48、0.59、0.68 元/股。
- 桂林旅游：公司作为广西省唯一的上市公司，在政策的刺激和近年收购项目盈利改善的背景下，公司业绩将进入下一轮的快速成长，我们预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.21/0.42/0.55 元，结合 DCF 估值，公司合理价值 16.3-17.8 元，维持“买入”评级。
- 首旅股份：南山景区门票分成有望在年内解决。一旦景区门票分成尘埃落定，公司整合集团旗下酒店资产将加速，我们粗略估计集团旗下拥有酒店资产达 80 亿元，而且大部分酒店地理位置优越。不考虑景区门票分成解决和资产注入情况下，我们预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.87/1.08/1.34 元，估值便宜，上调至“买入”评级。
- 风险提示：政策出台低于预期、自然灾害等特殊事件导致游客增速放缓

最近 52 周行业表现



目 录

近期行业观点	4
重点推荐公司	4
峨眉山：估值安全边际十足，定向增发预期强烈，合理价值区间 25-28 元	4
桂林旅游：业绩处于拐点，政策性利好推动，合理价值区间 16.3-17.8 元左右	4
首旅股份：景区门票分成谈判加速，集团资产注入可期合理价值区间 17.0-18.3 元	5
中国国旅：享受行业快速增长的免税龙头，合理价值区间 36-38 元左右	5
风险提示	6

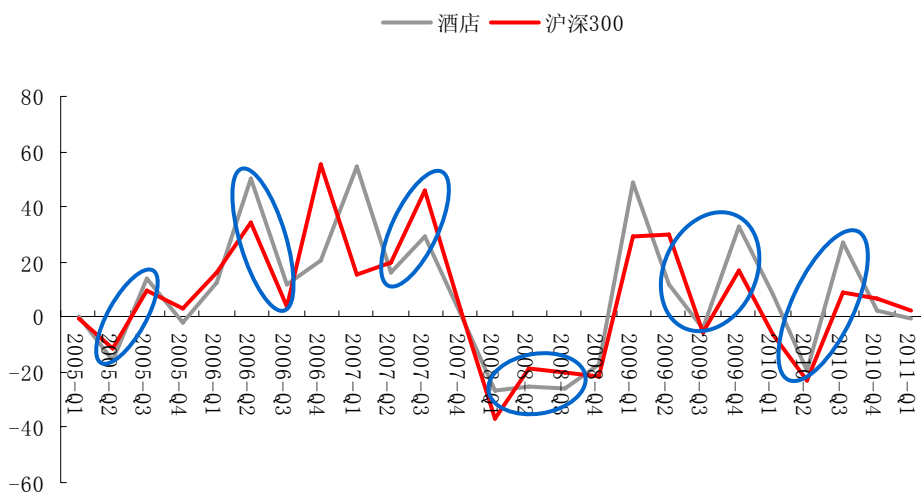
图表目录

图 1: 旅游板块从 2 季度开始反弹, 并跑赢大盘是大概率事件.....	4
表格 1: 旅游上市公司估值表.....	5

近期行业观点

进入2月份以来,我们重点监测的旅游上市公司整体上涨10.22%,跑赢沪深300指数7个百分点,我们认为估值的修复和政策的驱动是近期推动板块上涨的主要原因。从中长期来看,我们认为1季度末仍是配置旅游板块和相关重点公司的理想机会,其原因在于:1、相关的区域旅游行业政策在2季度有望陆续出台,除了3月份即将公布的旅游行业“十二五”规划外,桂林国家旅游综合改革实验区、海南公民离岛免税、云南桥头堡等。政策的刺激有望成为下一阶段行情启动的催化剂。2、随着二季度的到来,旅游行业将进入传统的旺季,从基本面上将为股价带来强劲的支撑。落实在上市公司层面,我们建议重点关注估值具有较强安全边际和与区域政策刺激的相关上市公司,例如:峨眉山、桂林旅游、中国国旅、首旅股份。

图1: 旅游板块从2季度开始反弹,并跑赢大盘是大概率事件



资料来源: 华泰联合证券研究所

重点推荐公司

峨眉山: 估值安全边际十足, 定向增发预期强烈, 合理价值区间 25-28 元

经过前期调整, 公司的股价已经显现较强的安全边际, 当前股价对应 2011 年 EPS 为 36 倍, 低于行业平均 40 倍的 PE 水平。此外, 为了寻求新的利润增长, 公司不排除发展新业务的可能, 例如, 收购景区内环保客车项目、收购乐山大佛游船资产等。开展新业务将对公司业绩带来重大的突破, 成为公司股价重大催化剂。基于以上, 我们维持公司“买入”的投资评级, 预计公司 2010-2011 年 EPS 为 0.48、0.59、0.68 元/股。

桂林旅游: 业绩处于拐点, 政策性利好推动, 合理价值区间 16.3-17.8 元左右

桂林市旅游改革综合实验区草案有望在 2 季度出台, 相关政策的出台有望给桂林市旅游业带来爆发式的增长, 而公司作为广西省唯一的上市公司, 在政策的刺激和近

年收购项目盈利改善的背景下，公司业绩将进入下一轮的快速成长。此外，公司旗下的 3 个核心景区银子岩、龙胜温泉和丰鱼岩的门票 2010 年 3 月、2 月和 2 月分别提价 30%、30%、16.7%。在目前的通胀背景下，提价的挤出效应将非常有限，随着被压制压制旅游需求在 2011 年释放，提价将明显提高公司业绩。不考虑政策影响，我们预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.21/0.42/0.55 元，结合 DCF 估值，公司合理价值 16.3-17.8 元，维持“买入”评级。

首旅股份：景区门票分成谈判加速，集团资产注入可期合理价值区间 17.0-18.3 元

南山景区门票分成谈判主体已经确认，南山景区门票分成事宜有望加速。一旦景区门票分成尘埃落定，公司整合集团旗下酒店资产将加速进展，我们粗略估计集团旗下拥有酒店资产达 80 亿元，而且大部分酒店地理位置优越，公司往往以较低的价格进行收购，未来享受酒店物业升值空间巨大。不考虑景区门票分成和资产注入情况下，我们预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.87/1.08/1.34 元，估值便宜，上调至“买入”评级。

中国国旅：享受行业快速增长的免税龙头，合理价值区间 36-38 元左右

公司未来盈利增长点主要来自：1、已开免税店保持稳定的内生增长，估计广州、深圳、珠海、厦门等成熟门店每年将保持 10%-15% 的稳定增长。2、随着免税零售业务比例和高毛利商品销售比例的增长，公司毛利率仍有提升空间。3、海南“公民离岛免税”政策具体细则有望在今年年内出台，这将撬动 20 亿左右的市内免税需求，作为中国免税行业龙头，一旦相关政策落实，公司的业绩将呈爆发式增长。不考虑海南岛政策，我们预计公司 2010—2012 年 EPS 为 0.48/0.60/0.70 元，我们维持“买入”的投资评级。

表格 1：旅游上市公司估值表

代码	简称	最新价格 (元)	总市值(亿 元)	流通市值 (亿元)	每股收益				市盈率 PE	
					TTM	10E	11E	TTM	10E	11E
行业均值		18.6	61.8	37.0	0.3	0.4	0.5	77.7	121.3	91.2
行业中值		17.7	46.3	27.5	0.3	0.3	0.5	48.8	45.6	39.6
000978	桂林旅游	15.8	51.5	17.4	0.10	0.21	0.42	142.0	74.5	37.7
600754	锦江股份	21.0	150.6	111.7	0.68	0.65	0.65	36.6	32.5	32.3
601888	中国国旅	30.0	302.9	75.7	0.49	0.60	0.64	70.3	50.4	46.5
600258	首旅股份	25.4	56.4	56.4	0.82	0.87	1.08	29.7	29.2	23.5
600138	中青旅	15.0	64.0	51.3	0.66	0.56	0.74	23.3	26.7	20.3
002186	全聚德	31.8	50.6	50.6	0.69	0.67	0.76	51.5	47.4	41.6
000428	华天酒店	10.2	48.9	45.7	0.30	0.29	0.31	29.5	34.8	32.9
000888	峨眉山 A	21.0	43.8	30.5	0.45	0.48	0.59	41.4	43.8	35.6
601007	金陵饭店	9.6	29.7	29.7	0.32	0.31	0.34	31.0	31.3	28.2
000524	东方宾馆	10.7	29.5	29.5	(0.08)	0.05	0.02	(135.9)	211.0	482.0
600358	国旅联合	5.7	25.4	25.4	0.05	0.00	0.05	113.5	0.0	111.5
600749	西藏旅游	16.7	24.0	24.0	0.15	0.17	0.23	100.2	97.8	73.6
002306	湘鄂情	23.9	51.3	23.0	0.39	0.49	0.68	66.0	48.5	35.2
002159	三特索道	18.8	23.0	22.9	0.24	0.27	0.35	81.1	70.9	53.1

002033	丽江旅游	34.2	37.1	22.9	0.13	0.18	0.58	253.9	193.2	59.0
600054	黄山旅游	20.0	86.1	21.5	0.40	0.54	0.64	46.1	37.0	31.3
000430	*ST 张股	10.5	18.9	16.0	(0.10)	0.01	0.20	(85.8)	1153.8	52.5
000802	北京旅游	14.5	18.7	11.4	0.03	0.00	0.03	503.2	0.0	444.8

资料来源：华泰联合证券研究所、万德咨询

风险提示

政策出台低于预期、自然灾害等特殊事件导致游客增长放缓，进而导致公司业绩低于预期。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn