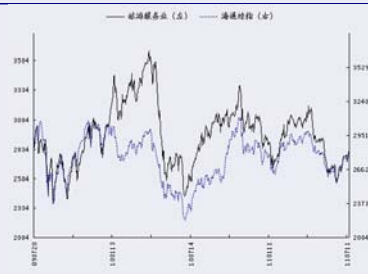


增 持 维持

旅游板块市场特征研究

2011 年 7 月 18 日

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

1、《旅游行业 2011 年中期投资策略-估值见底，攻防兼备》，20110701

2、《旅游行业深度研究-不仅持续高增长，而且抗周期》2011-06-08

社会服务业首席分析师
林周勇

SAC 执业证书编号：
S0850511050002
电 话：021-23219389
Email: lzy6050@htsec.com

8 月份跑赢大盘概率大

- **历史上看，8 月份旅游板块跑赢大盘是大概率事件。**旅游板块往往出现在超跌与超涨的两个极端上，涨多了过度回调，调多了过度上涨；历史上看，2-3 月、8 月、11 月跑赢大盘是大概率事件；8 月份跑赢的概率 82%，平均超额回报 2.7%，其中，景区指数跑赢的概率 73%，平均超额回报 5%。
- **今年 7-8 月份，旅游股具备跑赢大盘的条件。**(1) 上半年旅游指数落后上证指数 10 个百分点，景区指数落后 6 个百分点，存在修正的需要；(2) 去年世博会对景区分流明显，下半年景区游客增速将较快；(3) CPI 企稳之后，景区提价预期将重燃。
- **估值不会成为制约因素。**目前重点公司 11PE 29 倍，处于历史平均区域；与沪深 300 平均 PE 相比为 1.26 倍，处于较低水平。从过往历史看，旅游板块要嘛超涨、要嘛超跌，基本面预期、市场情绪决定了其运动的方向。三季度基本面将继续向好、催化因素将不断出现、市场情绪也在转好，这决定了旅游股后续的表现仍将较为乐观，目前估值不会成为旅游股上涨的制约因素。
- **继续重点推荐中国国旅和景区公司 (ST 张家界、峨眉山 A、丽江旅游)。**中国国旅：预计中报不错；对海南离岛免税政策细则调整的预期将逐渐强烈；海棠湾项目近期或有进展；入境免税店放开亦可预期。景区公司：三季度游客增速有望保持较高水平；CPI 企稳后提价预期将重；继续重点推荐 ST 张家界、峨眉山、丽江旅游。
- **风险提示：突发事件、中日韩关系变化将影响入境游**

股票代码	股票名称	EPS (元)			投资评级	
		2010	2011E	2012E	上期	本期
000069	华侨城	0.54	0.67	0.84	买入	买入
601888	中国国旅	0.47	0.71	1.24	买入	买入
000430	ST 张家界	0.26	0.27	0.37	买入	买入
000888	峨眉山 A	0.47	0.60	0.75	买入	买入
002033	丽江旅游	0.09	0.79	0.89	买入	买入
300144	宋城股份	0.44	0.65	0.73	买入	买入
600054	黄山旅游	0.49	0.61	0.70	买入	买入
600138	中青旅	0.64	0.75	0.87	买入	买入
600754	锦江股份	0.63	0.70	0.75	买入	买入
601007	金陵饭店	0.37	0.40	0.50	买入	买入
002306	湘鄂情	0.29	0.60	0.80	买入	买入
002159	三特索道	0.25	0.30	0.35	增持	增持
000978	桂林旅游	0.20	0.27	0.33	增持	增持
600258	首旅股份	0.81	0.40	0.46	增持	增持
000428	华天酒店	0.25	0.23	0.24	增持	增持

目 录

1. 继续重点推荐中国国旅和景区公司（ST张家界、峨眉山A、丽江旅游）	2
1.1 前期观点回顾	2
1.2 近期观点及主要逻辑	2
2. 历史上看，8 月份旅游股有显著超额收益，尤其是景区	2
3. 从基本面看，今年 7、8 月份旅游股具备跑赢大盘的条件	4
3.1 前期超跌存在修正的需要	4
3.2 往后看，基本面亮点颇多	5
3.3 估值不会成为制约因素	6
4. 重点推荐中国国旅，以及景区公司（ST张家界、峨眉山A、丽江旅游）	7

图 表 目 录

图 1 2000 年以来，旅游指数月度超额收益率散点图与均值线	3
图 2 2000 年以来，旅游指数月度跑赢大盘概率	3
图 3 2000 年以来，景区指数月度超额收益率散点图与均值线	4
图 4 2000 年以来，景区指数月度跑赢大盘概率	4
图 5 今年以来，景区指数、旅游指数月度超额收益率情况	5
图 6 上海世博园月度数据情况	5
图 7 旅游股目前估值并不高	6
图 8 重点公司 11PE 情况	7

1. 继续重点推荐中国国旅和景区公司（ST张家界、峨眉山A、丽江旅游）

1.1 前期观点回顾

6月8日，我们在深度报告《旅游行业深度研究-不仅持续高增长，而且抗周期》重点阐述了：（1）我国旅游行业已进入黄金发展期，高增长将贯穿整个城市化进程，并在之后较长时期内延续，扩张能力强的公司将迎来发展良机；（2）我国旅游行业抗经济周期能力在消费类中属较强的，特别是景区；（3）重点推荐了峨眉山、ST张家界、华侨城、中国国旅。

7月1日，我们在《旅游行业 2011 年中期投资策略-估值见底，攻防兼备》再次指出：旅游板块估值已接近历史最低水平，配置旅游股，跑赢大盘是大概率事件；短期重点关注：中报业绩、前期调整幅度、后续可能的催化因素；重点推荐 ST 张家界、中国国旅、峨眉山 A。

1.2 近期观点及主要逻辑

如今，我们依然看好旅游股的后续表现，我们继续重点推荐中国国旅，以及景区公司（ST 张家界、峨眉山、丽江旅游）。逻辑如下：

（1）中国国旅：韩国、俄罗斯等入境游市场恢复良好，再加上三亚免税店带来的增量贡献，预计中报将会比较靓丽；三亚免税店营业已近三个月，估计很快就会进行实施细则总结，对实施细则进行调整的预期将会更加强烈；我们预计三亚海棠湾项目近期应该会有进展；入境免税店放开亦可预期。

（2）景区公司：2000-2008 年，景区公司 8 月份跑赢上证指数的概率是 73%（11 次，有 8 次跑赢），平均超额回报 5%；从基本面看，三季度游客增速有望保持较高水平、CPI 企稳后提价预期将重燃。因此，我们依然看好景区公司的投资机会，继续重点推荐 ST 张家界、峨眉山、丽江旅游。

2. 历史上看，8 月份旅游股有显著超额收益，尤其是景区

从 2000 年以来，旅游指数在 2 月、3 月、7 月、8 月、11 月跑赢上证指数的概率超过 50%，分别为 83%、67%、55%、82%、73%；平均超额收益率分别为 2.5%、2.7%、0.6%、2.7%、3.4%。

从 2000 年以来，景区指数在 3 月、6 月、8 月、11 月跑赢上证指数的概率超过 50%，分别为 67%、67%、73%、73%；平均超额收益率分别为 2.3%、1.4%、5.0%、2.3%。

由此可见，从历史上看，8 月份旅游股跑赢大盘概率较大，尤其是景区公司，平均超额收益达 5%，2009 年 8 月和 2010 年 8 月表现最为抢眼，超额收益分别为 15%、14%。

为什么会有这么奇特的规律呢？我们认为：

2-3 月份，市场一般开始预期旅游旺季到来，旅游股关注度普遍较高；

4-5 月份，旺季到来兑现了，部分资金选择撤离，资金撤离一般会导致恐慌性下跌；

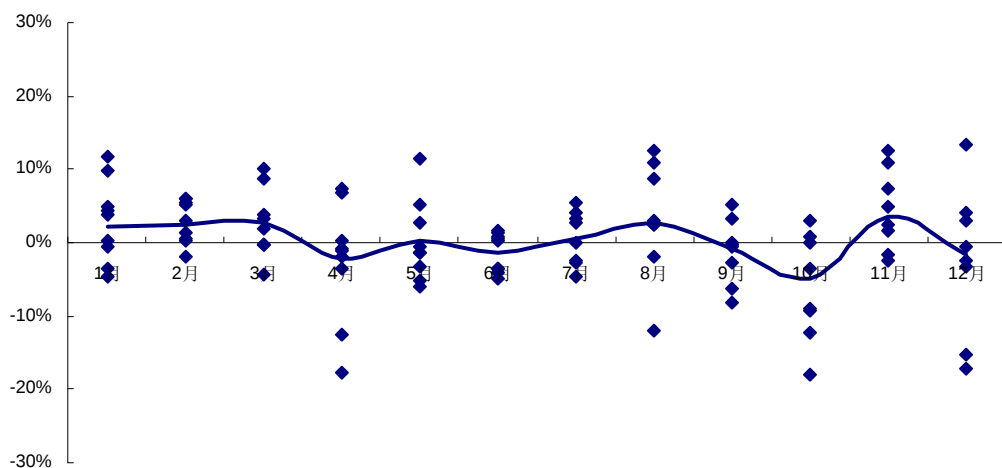
7-8 月份，一方面是旅游最旺，一方面是前期的超跌，因此会有超额收益行情；

9-10 月份，市场对“旅游旺季”已经麻木了，再加上 7、8 月份一般会超涨，跑输大盘合情合理。

11 月份，又是对 9、10 月份超跌的纠正，正的超额收益也不难理解。

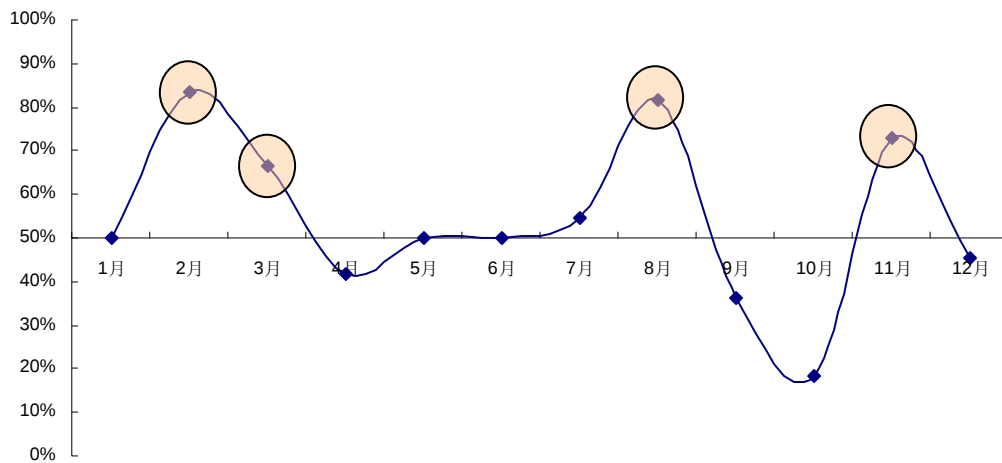
最后的总结：旅游板块往往出现在超跌与超涨的两个极端上。

图 1 2000 年以来，旅游指数月度超额收益率散点图与均值线



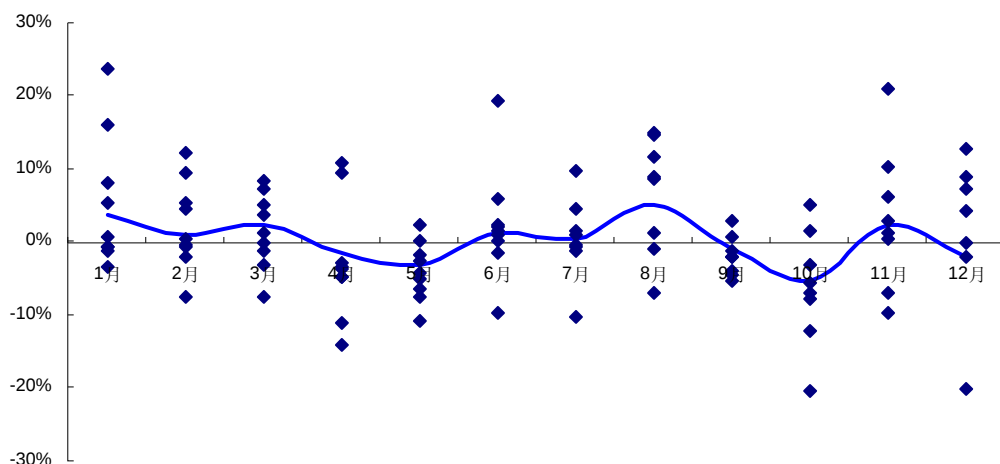
资料来源：wind，海通证券研究所

图 2 2000 年以来，旅游指数月度跑赢大盘概率



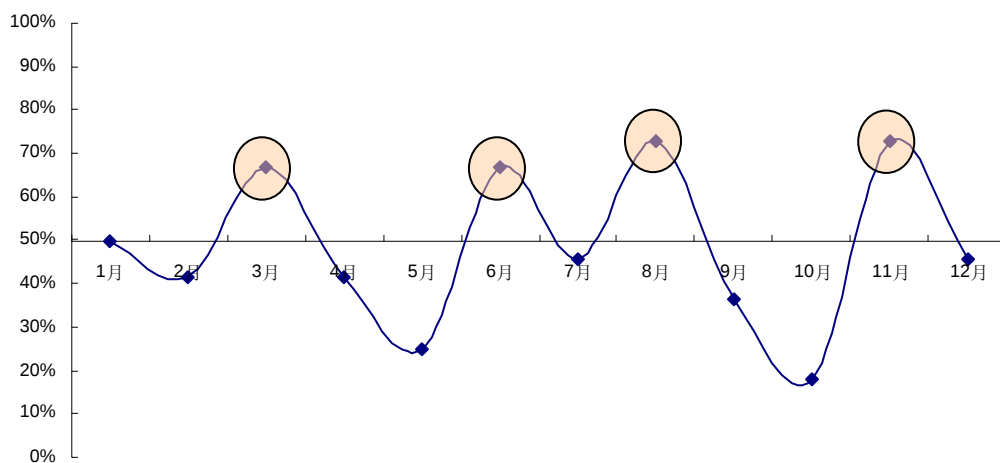
资料来源：wind，海通证券研究所

图 3 2000 年以来，景区指数月度超额收益率散点图与均值线



注：指数样本构成：黄山旅游、峨眉山 A、桂林旅游、丽江旅游、三特索道、西藏旅游、北京旅游、ST 张家界
资料来源：wind，海通证券研究所

图 4 2000 年以来，景区指数月度跑赢大盘概率



资料来源：wind，海通证券研究所

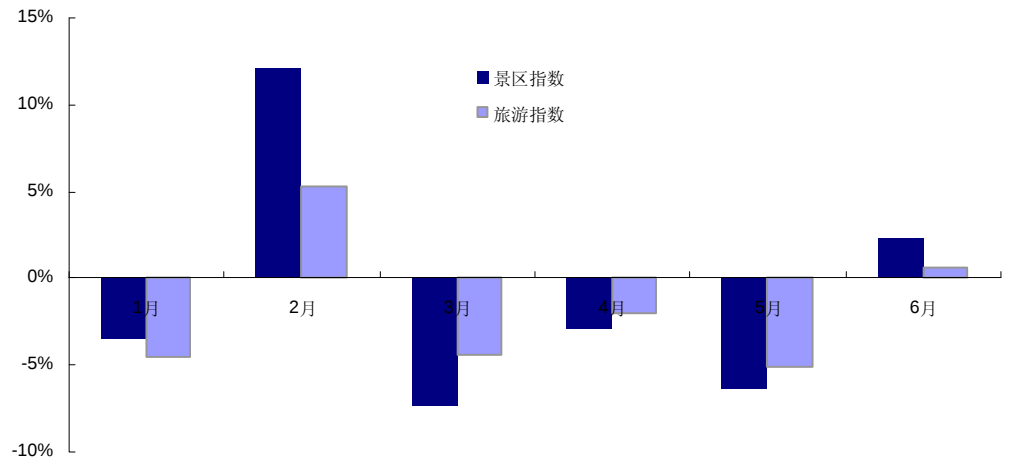
3. 从基本面看，今年 7、8 月份旅游股具备跑赢大盘的条件

3.1 前期超跌存在修正的需要

自从 3-5 月，旅游指数、景区指数连续落后上证指数，旅游指数累计落后 12 个百分点，景区指数累计落后 17 个百分点。

上半年，旅游指数落后上证指数 10 个百分点，景区指数落后 6 个百分点。

图 5 今年以来，景区指数、旅游指数月度超额收益率情况



资料来源：wind，海通证券研究所

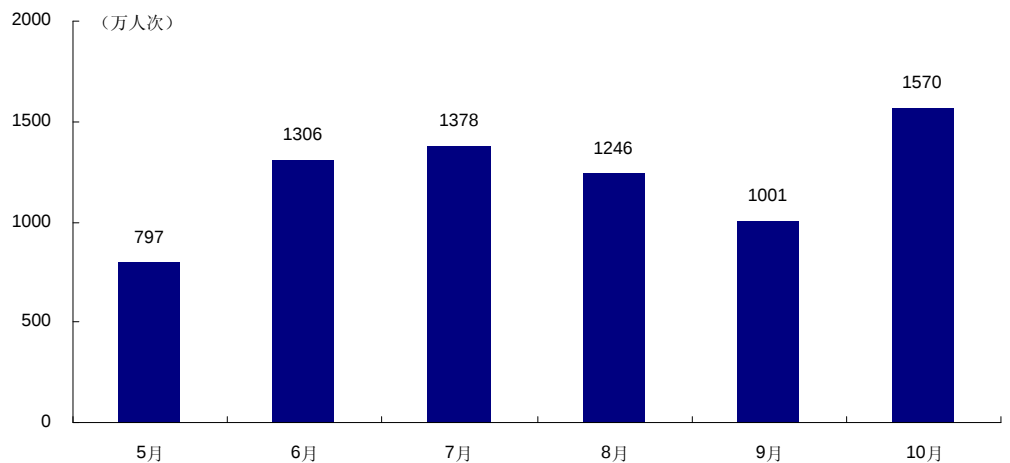
3.2 往后看，基本面亮点颇多

3.2.1 世博导致去年低基数，下半年游客仍将较快增长

2010年，上海世博园从6月份，进入客流高峰期，月游客接待量均超过1000万人次，其中10月份接待了1570万人次。世博园对其他旅游目的地带来了直接的客流分流。

因此，今年下半年，上海以外的区域游客有望获得较快的增长。中报各主要景区公司业绩超预期，是最好的例证。

图 6 上海世博园月度数据情况



资料来源：世博会官网，海通证券研究所

3.2.2 CPI 企稳之后，提价预期又将重燃

景区公司提价能力较强，是對抗通胀的绝佳品种。但景区公司提价时点又受到政策制约，当CPI较高时，政府为了缓解通胀压力，往往会压制景区公司提价。当CPI企稳甚至回落，景区公司提价的政策环境将会得到改善，市场对提价的预期又将重燃。

7月1日，贵州梵净山门票从50元提至110元（旺季），事实上已吹响了景区提价的号角。后续与上市公司相关的提价预期主要有：峨眉山门票（峨眉山A）、玉龙雪山索道（丽江旅游）、武陵源景区环保客运车票（ST张家界）。

3.3 估值不会成为制约因素

旅游板块与沪深300的相对估值处于历史低位，与自身历史水平比处于中位；从过往历史看，旅游板块要嘛超涨、要嘛超跌，基本面预期、市场情绪决定了其运动的方向。三季度基本面将继续向好、催化因素将不断出现、市场情绪也在转好，这决定了旅游股后续的表现仍将较为乐观，目前估值不会成为旅游股上涨的制约因素。

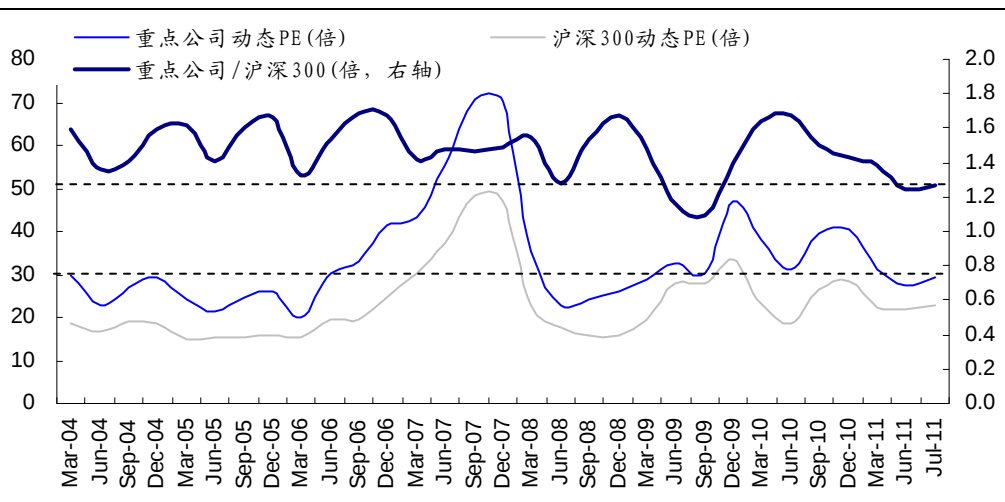
历史上看，旅游板块动态PE（重点公司算术平均）一般介于24-40倍之间，目前为29倍。

历史上看，“旅游板块动态PE（重点公司算术平均）/沪深300动态PE（算术平均）”介于1.1-1.7之间，大多数时候1.3倍以上；目前为1.26倍，处于较低的水平。

从个股方面看，景区公司11PE大约35倍，综合类公司25倍以下。

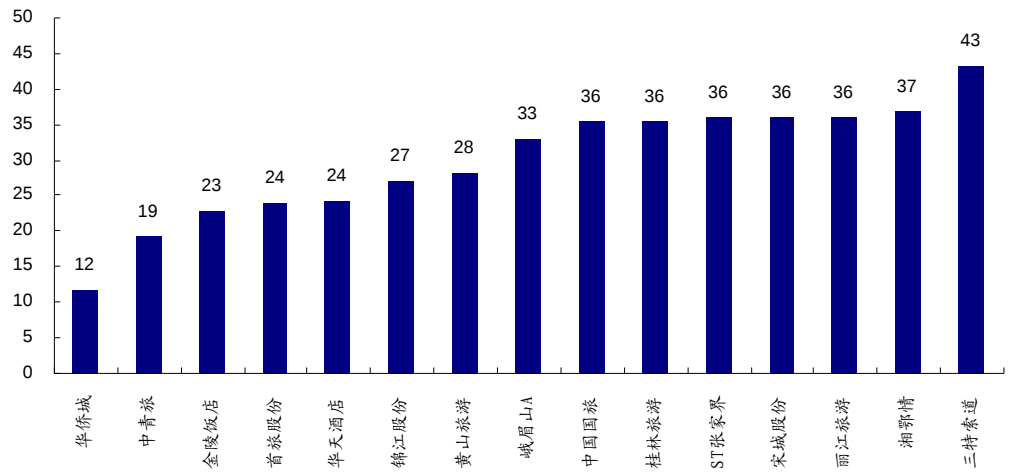
考虑到下半年游客有可能超预期、明年业绩增长较为明确，且很多公司有再融资想法，盈利预测和估值仍有上调空间。

图7 旅游股目前估值并不高



注：动态PE算法均为算术平均
资料来源：wind，海通证券研究所

图 8 重点公司 11PE 情况



资料来源：wind，海通证券研究所

4. 重点推荐中国国旅，以及景区公司（ST张家界、峨眉山A、丽江旅游）

推荐中国国旅的逻辑：短期因素有：预计中报不错，海南离岛免税政策细则调整预期增强，海棠湾项目近期有望取得进展；中长期看，入境免税店审批步伐有望加快，有税业务发展基础牢靠，2012 年业绩快速增长明确。

（1）中报业绩将比较靓丽，依据如下：三亚免税店带来的增量贡献；4-5 月份，韩国、俄罗斯游客分别增长 7%、15%，对出境免税店有直接的提升。

（2）海南免税政策细则调整预期增强。三亚免税店运营快 3 个月了，即将进入政策细则总结阶段，对行邮税征收细则的调整预期也会逐渐增强（目前 5000 元以上的商品，全额征收行邮税，导致 5000 元以上的商品几乎没有价格竞争力；我们认为合理的做法，扣除免税额度后，超出的部分征收行邮税）。

（3）海棠湾项目有望近期取得进展。公司 15 日公告，成立国旅（三亚）投资公司，我们判断是为参与海棠湾土地招牌挂做好准备，因此，预计近期海棠湾项目将由进展。

（4）入境免税店审批步伐有望加快。国人在海外的巨大购物支出已引起相关部门的关注，并有意向把这块消费留在国内，这加大了海南离岛免税政策细则调整的可能性，也有助于加快入境免税店的审批步伐。

（5）未来发展空间很大，业绩增长明确。作为唯一的全国性免税运营商，不仅享受了政策的保护，而且在全球范围内建立起完善的采购体系，与国内大多数机场建立起良好的合作关系；因此，公司不仅有能力继续分享中国免税业快速增长的大蛋糕，也有能力成为国人品质生活的重要伙伴（公司近年来尝试“侬乐廊”有税品牌的运营）。入境游持续复苏、三亚免税店将支撑公司 2012 年业绩快速增长。

推荐景区公司的逻辑：三季度游客增长将较快，提价预期或将重燃。继续重点推荐 ST 张家界、峨眉山 A、丽江旅游。

ST 张家界：下半年游客有望保持较快增长；下半年杨家界索道有望动工；2012 年底交通大幅改善，带动 2013 年游客大幅增长；景区容量大，接待量仍有较大提升空间；环保客运车票价仍较低，65 元/人 2 天，2005 年以来票价一直没调整过，中长期看，提价是大概率事件，且对业绩影响显著，若提至 95 元/人 2 天，全年增厚 EPS 0.2 元以上。

峨眉山 A：游客增长势头良好，2012 年底，成都-峨眉山高铁通车，客源增长有保证；高铁通车将倒逼景区深度开发的加速；理论上讲，门票已经可以提价，最高提至 187.5 元，假设提至 180 元，全年增厚 EPS 0.09 元。

丽江旅游：中报超预期，市场信心将重燃；下半年索道扩容效果将更加显现，全年业绩将大幅超出市场预期，11PE 仅 29 倍，是景区公司中最低的之一；玉龙雪山索道存在提价可能；外延式扩张仍有机会。

参考报告：

1、《旅游行业 2011 年中期投资策略-估值见底，攻防兼备》，20110701

报告指出：旅游板块估值已接近历史最低水平，配置旅游股，跑赢大盘是大概率事件；短期重点关注：中报业绩、前期调整幅度、后续可能的催化因素；重点推荐 ST 张家界、中国国旅、峨眉山 A。

2、《旅游行业深度研究-不仅持续高增长，而且抗周期》20110608

报告指出：（1）我国旅游行业已进入黄金发展期，高增长将贯穿整个城市化进程，并在之后较长时期内延续，扩张能力强的公司将迎来发展良机；（2）我国旅游行业抗经济周期能力在消费类中属较强的，特别是景区；（3）重点推荐了峨眉山、ST 张家界、华侨城、中国国旅。

信息披露

分析师声明

林周勇：社会服务业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：华侨城 A、中国国旅、中青旅、锦江股份、金陵饭店、三特索道、宋城股份、湘鄂情、峨眉山、黄山旅游、丽江旅游、桂林旅游、ST 张家界、华天酒店、首旅股份等。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。