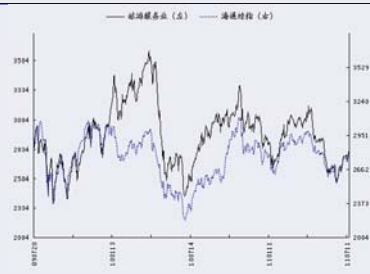


增 持 维持

旅游行业投资思路

2011 年 8 月 15 日

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

- 1、《旅游板块市场特征研究-8 月份跑赢大盘概率大》20110718
- 2、《旅游行业 2011 年中期投资策略-估值见底，攻防兼备》，20110701
- 3、《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

景区渐入佳境，布局超跌成长股

- 旅游板块近期表现良好，我们认为还能持续，主要逻辑：（1）中报行情仍将延续；（2）三季度旅游市场更加火爆；（3）景区资源提价预期逐渐增强；（4）三季度进入估值切换期，股价上行空间进一步打开。
- 中报行情未结束，三季度业绩更值得期待。我们预计 ST 张家界、中国国旅、桂林旅游中报均较为靓丽，中报行情仍将延续；而且，按照目前情况，三季度，黄山、峨眉山、丽江、张家界、西藏、华山等主要旅游目的地游客增长大多 20%以上，景区公司三季报业绩超预期可能性很大。
- 当 CPI 企稳回落，景区资源提价预期将增强，如峨眉山门票、玉龙雪山索道、张家界武陵源环保车等。
- 三季度进入估值切换期，股价上行空间进一步打开。我们分析了 2004 年以来，重点旅游公司动态 PE 情况，发现：二、三、四季度，动态 PE 逐渐抬升，说明三季度已进入估值切换期，投资者开始关注下一年 EPS；而且旅游板块估值切换期明显早于大盘。
- 投资思路：（1）坚定买入压箱底的中国国旅和华侨城，我们认为国旅具备“奢侈品龙头运营商”的潜质，华侨城则是我国文化旅游产业的龙头，创造品质生活的典范；（2）布局前期超跌的优质成长股，如湘鄂情、锦江、金陵、华天等；（3）坚定持有景区公司，估计还会有不错收益哦，继续看好 ST 张家界、峨眉山、丽江。
- 风险提示：突发事件、大盘系统性风险。

股票代码	股票名称	EPS (元)			投资评级	
		2010	2011E	2012E	上期	本期
601888	中国国旅	0.47	0.71	1.24	买入	买入
000069	华侨城	0.54	0.65	0.90	买入	买入
000430	ST 张家界	0.26	0.27	0.37	买入	买入
002306	湘鄂情	0.29	0.60	0.80	买入	买入
600754	锦江股份	0.63	0.70	0.75	买入	买入
000888	峨眉山 A	0.47	0.56	0.70	买入	买入
601007	金陵饭店	0.37	0.40	0.50	买入	买入
600138	中青旅	0.64	0.75	0.87	买入	买入
002033	丽江旅游	0.09	0.74	0.82	买入	买入
000428	华天酒店	0.25	0.23	0.24	增持	买入
600054	黄山旅游	0.49	0.61	0.70	买入	买入
002159	三特索道	0.25	0.30	0.35	增持	增持
300144	宋城股份	0.44	0.65	0.73	买入	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

目 录

1. 景区渐入佳境，布局超跌成长股	2
1.1 前期观点回顾	2
1.2 市场表现回顾	2
1.3 最新观点及主要逻辑	3
2. 行业景气依旧	4
3. 市场激情有望继续延续	4
4. 三季度，进入估值切换期，上涨空间打开	5
5. 投资思路	6
5.1 继续首推国旅和华侨城A，压箱底的投资标的	6
5.2 景区渐入佳境，坚定持有	6
5.3 建议布局超跌的优质成长股，如湘鄂情、锦江、金陵	7

图 表 目 录

图 1 旅游指数 7 月份以来市场表现情况（6 月 30 日-8 月 12 日）	2
图 2 旅游个股 7 月份以来市场表现情况（6 月 30 日-8 月 12 日）	3
图 3 旅游重点公司动态PE与沪深 300 的比较	5
图 4 重点公司 12PE情况	6
表 1 主要旅游目的地上半年及 7-8 月份情况	4
表 2 三季度可能出现的亮点	5

1. 景区渐入佳境，布局超跌成长股

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。**

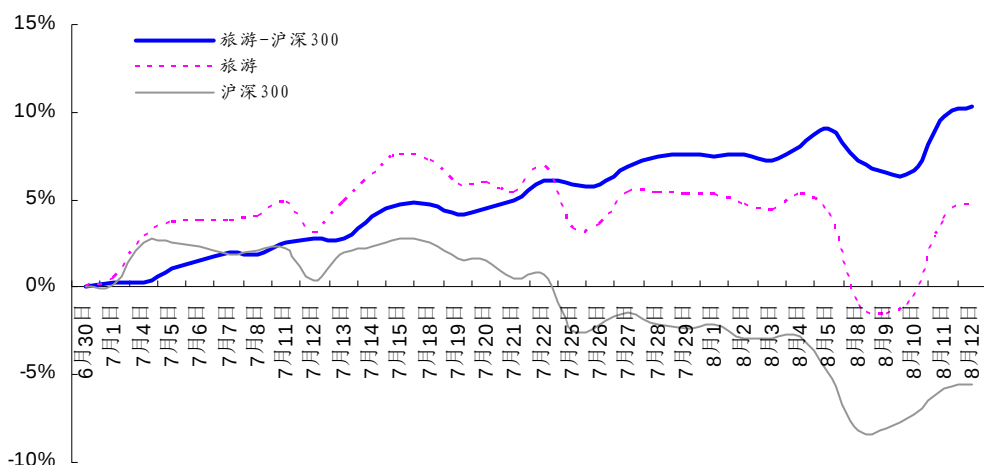
7月18日，我们在《旅游板块市场特征研究-8 月份跑赢大盘概率大》中再次**重点推荐中国国旅和景区公司**，报告同时指出：**历史上看，8 月份旅游板块跑赢大盘是大概率事件**；**今年 7-8 月份，旅游股具备跑赢大盘的条件**，原因在于：之前超跌，有补涨的需求/中报业绩好，下半年行业仍将非常景气/景区资源提价等预期将重燃；估值不高不低，不会成为制约因素，**基本面预期、市场情绪才是决定股价运动方向的最重要因素。**

1.2 市场表现回顾

7 月份以来，旅游板块表现强劲，旅游指数累计上涨 4.8%，相对沪深 300 累计超额收益率 10.3%。

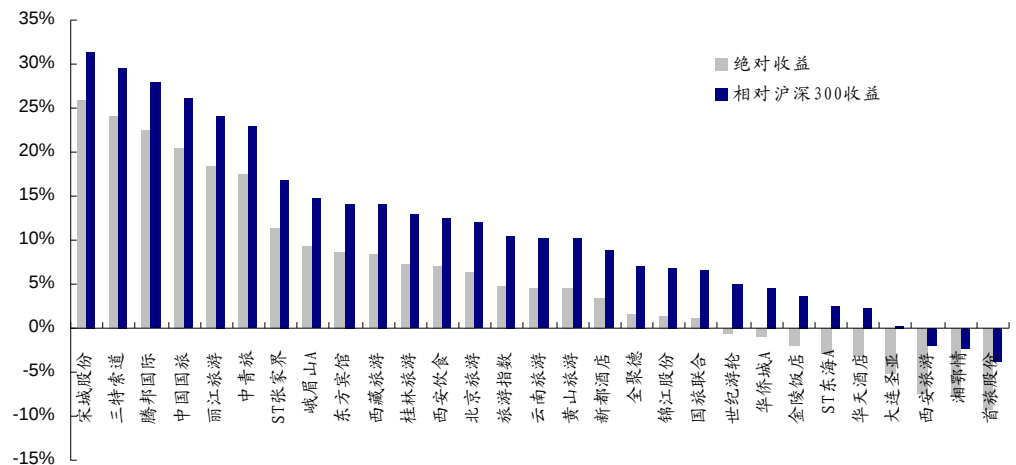
其中：宋城、三特、腾邦、国旅、丽江、中青旅、ST 张家界、峨眉山相对收益率超过 15%，分别为 31%、30%、28%、26%、24%、23%、17%、15%；它们的绝对收益率分别为 26%、24%、22%、21%、19%、17%、11%、9%。

图 1 旅游指数 7 月份以来市场表现情况（6 月 30 日-8 月 12 日）



资料来源：wind

图 2 旅游个股 7 月份以来市场表现情况（6 月 30 日-8 月 12 日）



资料来源：wind

1.3 最新观点及主要逻辑

首先，继续重点推荐中国国旅和华侨城：中国国旅具备成为“奢侈品龙头运营商”的潜质，未来发展空间很大；华侨城是我国文化旅游产业的旗舰，也是品质生活的创造者；我们认为这两个公司都是压箱底的投资标的。

其次，我们认为景区渐入佳境，继续看好其后续市场表现，逻辑如下：

（1）中报行情仍将继续演绎。旅游板块中报普遍靓丽，中报披露后表现抢眼；我们预计，后续仍有靓丽的中报出现，中报行情仍将继续演绎。

（2）三季度旅游市场更为火爆，部分公司存在上调盈利预测的可能，而且火爆的旅游市场或增添市场的热情。

（3）景区资源提价预期、再融资预期等依然存在，甚至可能强化。

（4）从历史上看，旅游股 8-9 月份进入估值切换期，即市场开始用 12PE 衡量公司投资价值，为股价上涨打估值空间。

此外，我们建议投资者布局超跌的优质成长股，如湘鄂情、锦江、金陵、华天。

2. 行业景气依旧

上半年，主要景区增长强劲。西藏、丽江、峨眉山、张家界、华山、梵净山等游客增速均超过 20%；其中：张家界、丽江、华山、梵净山等增速超过 30%。

7 月份以来，各大景区继续火爆。黄山增速达 20%；峨眉山游客增速预计超过 20%，红珠山宾馆一房难求；丽江和府皇冠假日酒店房价最低 1514 元，比去年提高 50%以上，且一房难求；张家界武陵源区游客也大幅增长，全区日游客曾突破 9 万人次；前往西藏的机票、火车票同样紧俏。

虽然没有明确的数据，但根据我们的实地感受，老年团、学生团增长的趋势明显。种种迹象显示：中老年人正逐步加入旅游大军的行列，这对于景区公司来说，意义重大——中老年出游不局限于周末，景区游客的时间分布将更加均衡，这对于景区游客接待量的提升意义重大，特别是一线景区。

表 1 主要旅游目的地上半年及 7-8 月份情况

主要旅游目的地	上半年游客增速	预计三季度游客增速	7-8 月份情况
黄山	10.55%	15%-20%	据黄山日报报道 7 月份，黄山风景区接待国内外游客 36.29 万人次，同比增长 20.15%，创下了历年同期接待新高。据统计，今年前 7 个月，黄山风景区累计接待国内外进山游客 156.07 万人次，同比增长 12.64%。
峨眉山	20%	20%-30%	据四川新闻网报道：进入旺季以来，峨眉山景区游客骤增，日平均接待量达 1 万人次以上，单日最高峰突破 2 万人次。2010 年第三季度，峨眉山接待游客 70 万人次。 8 月 22 日之前，峨眉山红珠山宾馆 8 号楼均没房，携程售价均价约 1330（不含早）；5 号楼 8 月 17 日之前均没房，携程售价均价约 1200（不含早）。房价显著高于往年。
丽江	31.46%	20%-30%	丽江和府皇冠假日酒店房源也很紧俏，16 日以前的均没房，携程最低房价 1514 元，最高 2772 元。比去年同期提高 50%以上。
张家界武陵源区	36%	30%左右	武陵源信息网 7 月 19 日报道：7 月 8 日以来，武陵源旅游区已出现旅游“井喷”态势，全区日接待量保持在 8 万人次以上，其中 7 月 9 日、14 日超过 9 万人次，同比增长逾 140%。 张家界日报报道：1-7 月，进入武陵源核心景区的湖南省内游客超过 22.6 万人，远远超过去年全年的接待总量，创历史新高。
西藏	25%	30%以上	进藏游客人数大幅增加，进出藏西藏的飞机票、火车票也变得紧俏，一些热点线路甚至出现一票难求的局面。 目前拉萨贡嘎机场每天进出港航班达 60 多个，同时还有 10 多趟火车进出西藏，再加上公共汽车和自驾游进藏游客，现在每天进藏的游客达 1 万多人。
华山	42%	30%-40%	
梵净山	约 40-50%	30%-50%	

资料来源：海通证券研究所整理

3. 市场激情有望继续延续

从 2000 年以来，8 月份旅游板块跑赢大盘的概率 82%；今年 8 月份也有望重复过去的历史。主要原因：

中报行情：中报行情仍未结束，按我们的预测，桂林旅游、ST 张家界、中国国旅等公司中报业绩将有不错的增长，旅游板块的中报行情有望继续展开；

三季报期待：由于行业继续火爆，市场将更加期待三季度靓丽的业绩，尤其是景区公司。

提价预期有望增强：景区资源提价一直受制于 CPI 高企，一旦市场预期 CPI 企稳，景区资源提价的预期也有望逐步增强，如峨眉山门票、玉龙雪山索道、张家界武陵源景区环保车票等。

表 2 三季度可能出现的亮点

公司	三季度可能出现的亮点
峨眉山	游客增长；红珠山宾馆出租率和房价双升；所得税率有望调回 15%（中报按 25%核算）
丽江旅游	玉龙雪山索道游客增长；和府皇冠假日酒店出租率和房价双升
ST 张家界	游客增长
中国国旅	新增三亚免税店
三特索道	华山受益西安世园会；梵净山逐渐进入业绩释放期
湘鄂情	去年三季度大量开新店，拖累业绩；今年开店数量预计较少
桂林旅游	游客增长

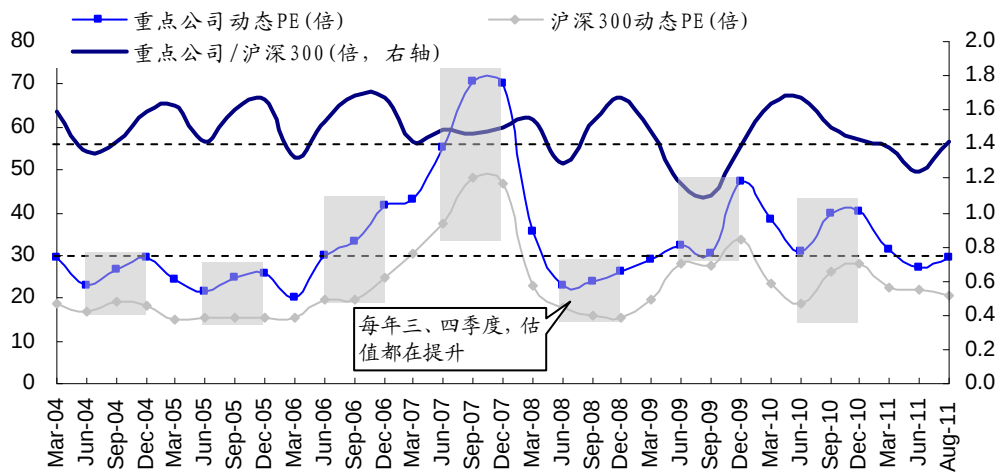
资料来源：海通证券研究所整理

4. 三季度，进入估值切换期，上涨空间打开

自 2004 年以来，重点旅游公司动态 PE 在 3-4 季度呈逐渐提升的态势（除 07 年四季度大盘暴跌之外），说明 **3-4 季度旅游板块逐渐进入估值切换期**，也就是说：从 3 季度开始，市场逐渐关注下一年的业绩。

对比旅游板块与沪深 300 重点公司的平均动态 PE，不难看出：**旅游板块估值切换期比大盘来得早**。

图 3 旅游重点公司动态 PE 与沪深 300 的比较

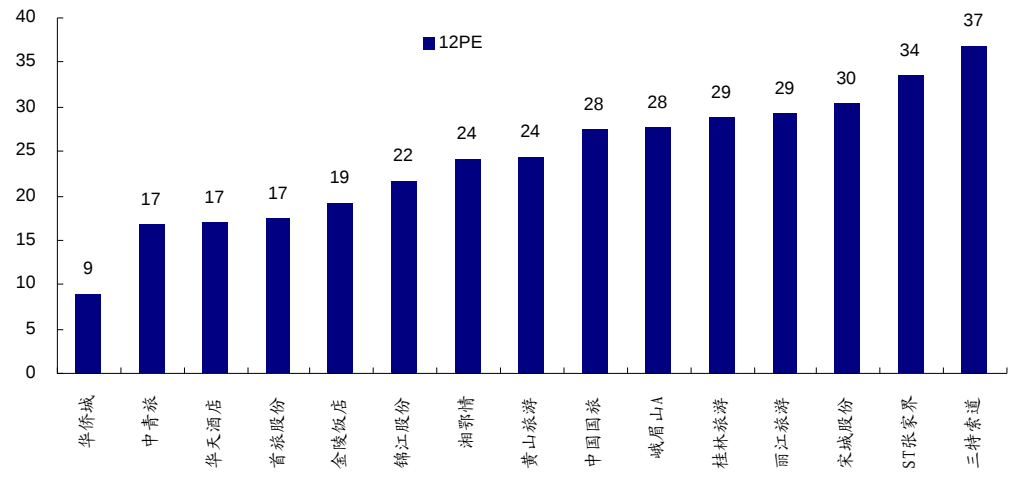


注：动态 PE 算法均为算术平均
资料来源：wind，海通证券研究所

目前，重点公司 12PE 大多在 30 倍以下；而且，我们预期，在靓丽的中报、三季报的助推下，部分公司 12EPS 存在上调的空间，如 ST 张家界、中国国旅、丽江旅游、湘鄂情等。

因此，随和估值切换时间窗口的逐步到来，旅游板块的上涨空间被打开（事实上，目前旅游板块的动态 PE 并不算高，不管是历史的纵向比较，还是与大盘的横向比较）。

图 4 重点公司 12PE 情况



注：EPS 采用 wind 市场一致预期
资料来源：wind，海通证券研究所

5. 投资思路

5.1 继续首推国旅和华侨城A，压箱底的投资标的

中国国旅

5 月下旬以来，我们一直看好国旅，并持续推荐。我们认为，国旅有望成为“奢侈品运营商的龙头”，是压箱底的投资品种。

短期的催化因素：中报业绩、海棠湾项目取得进展；下半年，我们期待入境免税店业务的放开、海南国人离岛免税政策调整优化；拉长时间维度，期待免税业务和有税业务的更好融合，成为“奢侈品运营商的龙头”。

华侨城 A

我们认为：华侨城创造的是欢乐元素与品质生活，这正是国人的迫切需要；品质生活的追求是永恒的，公司的发展模式也随之不断丰富，未来十年持续增长有保障。发展模式一直被模仿，但从未被超越，源于：健康的理念、强大的要素整合能力铸就成的坚实“护城河”。何不长期拥有？

目前市场视之为地产股，股价受制于地产政策，价值一直被低估，安全边际足够；未来看点：市场视角切换带来的估值提升、旅游主业业绩较快增长、新业态的推出（深圳欢乐海岸）、央企酒店资产整合。

5.2 景区渐入佳境，坚定持有

景区公司经营受经济波动影响小，具有较强的抗经济周期能力；此外，景区定价能力强，有抵御通胀的能力。

我们从 6 月起，一直强调配置景区公司；如今已渐入佳境，继续看好景区股的后续表现，主要支撑是：靓丽的中报和三季度报、提价预期、再融资等。

(1) 中报行情仍将继续演绎。旅游板块中报普遍靓丽，中报披露后表现抢眼；我们预计，后续仍有靓丽的中报出现，中报行情仍将继续演绎。

(2) 三季度旅游市场更为火爆，部分公司存在上调盈利预测的可能，而且火爆的旅游市场或增添市场的热情。

(3) 景区资源提价预期、再融资预期等依然存在，甚至可能强化。

(4) 进入估值切换期，上涨空间打开。从历史上看，旅游股 8-9 月份进入估值切换期，即市场开始用 12PE 衡量公司投资价值，为股价上涨打估值空间。

建议继续持有景区公司，我们继续重点推荐 **ST 张家界、峨眉山、丽江**。

5.3 建议布局超跌的优质成长股，如湘鄂情、锦江、金陵

旅游股近期分化较严重，景区公司表现较为抢眼，酒店、餐饮类公司表现较差，主要原因：中报普遍较为平淡，子行业景气度没有景区那么好。但是不乏成长性很好的公司，持续的调整将带来投资机会，我们**建议可重点关注湘鄂情、锦江、金陵、华天等**。

湘鄂情：2012 年，公司将是有业绩、又有想象空间的公司。明年业绩在于：过去两年大量开店，已进入收获期/新开大店的数量减少，开办费和一次性摊销减少。明年想象空间在于：公司以“湘鄂情·源”品牌重新进入大众餐饮市场，第一家门店已开业，位于上海江桥万达广场；按公司的计划，“湘鄂情·源”重点布局在 shopping mall，以工业化、标准化生产，冷链配送为依托，控制食品安全风险，提高效率，降低对厨师的依赖度，未来有想象空间。

锦江股份：我国经济型酒店仍有很大的发展空间，锦江之星拥有很好的品牌知名度和美誉度，目前正处于发展的快车道，前景值得看好。

金陵饭店：最具发展潜力的本土高星级酒店品牌之一，在二三线城市有很好的发展空间；目前两个在建的项目（新金陵项目、天泉湖项目）极具价值，但由于未到利润释放期，未能在估值中体现，随着这两个项目的逐渐推进，其价值将逐步显现；目前总市值不足 27 亿，空间还很大。

华天酒店：依托湖南省政府的大力支持，以“酒店+商业地产”为主要扩张模式，将成为湖南省旅游产业的领军企业；随着湖南经济的快速发展，酒店物业和商业地产将逐渐增值；正在开发的旅游综合度假区“灰汤华天城”占地 7 平方公里，预计 2011 年底进入收获期，项目潜力巨大。

参考报告:**1. 《旅游板块市场特征研究-8 月份跑赢大盘概率大》20110718**

报告指出: 历史上看, 8 月份旅游板块跑赢大盘是大概率事件; 今年 7-8 月份, 旅游股具备跑赢大盘的条件, 原因在于: 之前超跌, 有补涨的需求/中报业绩好, 下半年行业仍将非常景气/景区资源提价等预期将重燃; 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. 《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。

3. 《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。