



TEBON 德邦证券

www.tebon.com.cn

业绩确定、估值偏高，精选行业优质标的

——餐饮旅游行业2011年第4季度策略报告

德邦证券有限责任公司研究所

李项峰

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

执业证书编号：S0120511030002

刘晓华

8621-68761616-8515

Lixh@tebon.com.cn

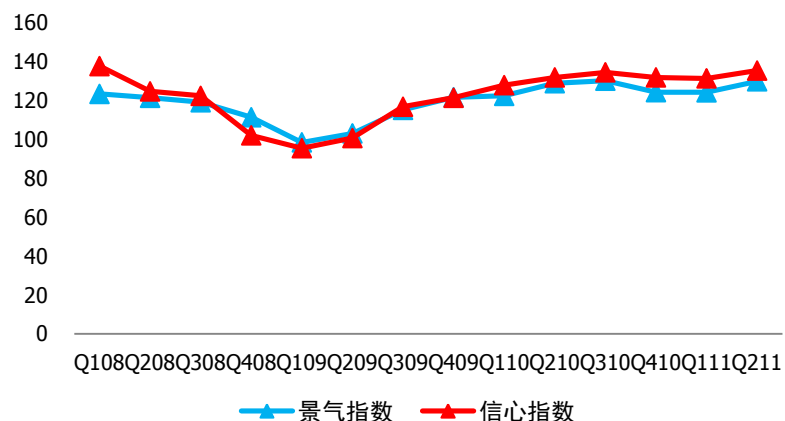
2011-09-29

1.基本面分析

► 行业持续景气，重点公司全年业绩有望超越预期

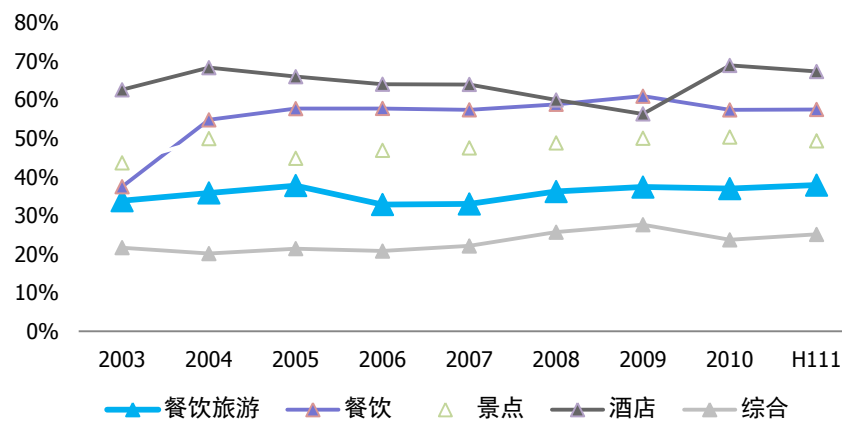
2011年上半年全国旅游总收入已突破1万亿元，同比增长约18%，其中国内旅游人数约达13.3亿人次，同比增长13%，国内旅游收入约9200亿元，同比增长22%；入境旅游人数约6600万人次，同比增长1%，旅游外汇收入约225亿美元，同比增长1%；出境旅游人数约3200万人次，同比增长19%。国内住宿餐饮景气指数和信心指数持续维持高位，北京、上海等各大城市星级饭店和经济型酒店客房均价及出租率同比均有所上升；同期旅游景区景气指标也呈现相对乐观态势，上半年黄山、桂林、峨眉山接待游客120万人次、112万人次和101万人次，分别同比增长10.55%、23.61%和20.15%，整体来看，增幅要高于去年同期水平。

图1 住宿餐饮景气指数及信心指数



资料来源：国家统计局、德邦研究

图2 餐饮旅游行业毛利率（整体法）



资料来源：Wind、德邦研究

1. 基本面分析

展望四季度，我们认为旅游行业最大的看点是十一黄金周。从历年的数据来看，十一黄金周期间游客接待量呈现持续上升趋势，2008-2010年增幅分别21.92%、28.09%和11.40%；游客人均消费支出以每年2%左右速度增长。景区是黄金周最大的赢家，如2010年国庆7天黄山景区共计接待游客17.70万人次，占到全年游客总量的7%左右。

我们预计，今年十一黄金周又将引发行业迎来新一轮的热点。据目前航空公司数据显示，今年国庆黄金周期间出行游客明显好于去年，目前预定机票可谓量价齐升；而近期中国旅游研究院和携程网联合发布的预测报告也认为，十一期间居民出游意愿强烈，预计国内旅游人数有望突破3亿人次，同比增长20%左右。

表 1 历年全国十一黄金周旅游统计

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
接待量(万人次)	6,397	8,071	8,999	10,100	11,100	13,300	14,600	17,800	22,800	25,400
增长率(%)	6.97%	26.17%	11.50%	12.23%	9.90%	19.82%	9.77%	21.92%	28.09%	11.40%
旅游收入(亿元)	250	306	346	397	463	559	642	796	1,007	1,166
增长率(%)	8.61%	22.50%	13.07%	14.74%	16.62%	20.73%	14.85%	23.99%	26.51%	15.79%
人均支出(元)	391	379	384	393	415	420	441	448	441	459
预报体系景区门票收入(亿元)	2.67	3.79	4.12	4.45	5.18	6.08	7.61	8.38	9.19	11.30

资料来源：Wind、德邦研究

从上市公司层面来看，2011年中报业绩有所分化，在我们统计的15家餐饮旅游公司中，有10家业绩出现正的增长，其中 丽江旅游、ST张家界、桂林旅游和北京旅游增幅超过100%，宋城股份、中国国旅及黄山旅游净利同比增长也超过40%，而中青旅、三特索道、首旅股份、锦江股份及西藏旅游等5家公司业绩出现不同程度地下降，究其原因主要为：中青旅、三特索道源于地产业务下滑，锦江股份基于上年同期高基数效应，首旅股份则因门票分成问题业绩受到影响。总体来讲，若剔除一次性影响因素，上半年旅游公司的业绩增幅明显超出市场预期，我们看好行业全年整体表现，尤其是景区类公司，其投资价值有待于市场进一步挖掘。

表2 A股餐饮旅游公司经营业绩统计

证券代码	证券简称	收入2007	收入2008	收入2009	收入2010	收入2011H1	净利2007	净利2008	净利2009	净利2010	净利2011H1
000430.SZ	ST张家界	16353(-2.5%)	8733(-46.6%)	9056(+3.7%)	9516(+5.1%)	17832(+28.5%)	423(+104.5%)	-2239 (-629%)	-3542 (-58%)	2013(+156.8%)	2039(+4996%)
000802.SZ	北京旅游	14562(-15.1%)	15631(+7.3%)	16223(+3.8%)	16535(+1.9%)	9336(+16.4%)	522(-24.6%)	-3062 (-686%)	363(+111.9%)	457(+25.7%)	575(+106.6%)
000888.SZ	峨眉山A	46593(+24.7%)	39432(-15.4%)	60390(+53.2%)	73573(+21.8%)	39286(+18.9%)	4635(+12.3%)	2233(-51.8%)	8386(+275.6%)	11029(+31.5%)	3475(+0.1%)
000978.SZ	桂林旅游	33113(+10.9%)	20229(-38.9%)	21183(+4.7%)	51032(+60.3%)	19544(+21.4%)	5312(+17.5%)	2315(-56.4%)	3381(+46.0%)	7044(+104.7%)	1374(+123.2%)
002033.SZ	丽江旅游	15434(+19.8%)	14612(-5.3%)	18319(+25.4%)	19045(+4.0%)	13640(+62.9%)	6678(+41.4%)	4593(-31.2%)	3827(-16.7%)	1009(-73.6%)	3021(+367.2%)
002159.SZ	三特索道	16978(-8.3%)	18157(+6.9%)	24790(+36.5%)	33899(+36.7%)	15343(+0.9%)	2144(+38.2%)	1131(-47.2%)	2222(+96.5%)	2976(+33.9%)	231(-36.7%)
002306.SZ	湘鄂情	51682(+58.2%)	61177(+18%)	73781(+20.6%)	92317(+25.1%)	60532(+36.4%)	5851(+261.1%)	6380(+9.0%)	7673(+20.3%)	5802(-24.4%)	5060(+12.5%)
002558.SZ	世纪游轮	16111(N.A.)	14434(-10.4%)	18362(+27.2%)	25327(+37.9%)	12869(+36.5%)	2614(N.A.)	2114(-19.1%)	2310(+9.2%)	3758(+62.7%)	702(+37.5%)
300144.SZ	宋城股份	12102(N.A.)	19771(+63%)	27330(+38.2%)	44476(+62.7%)	21194(+16.7%)	4520(N.A.)	6416(+42.0%)	8699(+35.6%)	16334(+87.8%)	10437(+46.8%)
600054.SH	黄山旅游	104088(+20.3%)	111818(+7%)	112792(+0.9%)	144499(+28.1%)	67757(+18.5%)	15118(+11.6%)	18854(+24.7%)	15984(-15.2%)	23099(+44.5%)	13878(+43.4%)
600138.SH	中青旅	453250(+56.4%)	458840(+1%)	619087(+34.9%)	608384(-1.7%)	300278(+23.3%)	16272(+66.7%)	13006(-20.1%)	25262(+94.2%)	26546(+4.5%)	9029(-23.0%)
600258.SH	首旅股份	181955(+24.0%)	179221(-1.5%)	164937(-12.1%)	230464(+39.7%)	115104(+7.0%)	12237(+53.2%)	17270(+41.1%)	15966(-13.2%)	18712(+17.2%)	5911(-47.3%)
600749.SH	西藏旅游	14172(-28.9%)	5178(-63.5%)	9777(+88.8%)	12461(+27.4%)	8017(+295.7%)	795(-1.3%)	-4159 (-623%)	104(+102.5%)	2123(+1934%)	-1519 (-238%)
600754.SH	锦江股份	83476(+7.4%)	79363(-4.9%)	78256(-1.4%)	212454(+11.9%)	96385(-12.8%)	26378(+21.2%)	27319(+3.6%)	28098(+2.9%)	38061(+16.3%)	19267(-16.5%)
601888.SH	中国国旅	596672(+22.9%)	581864(-2.5%)	606451(+4.2%)	960762(+58.4%)	505179(+27.5%)	21744(+53.4%)	22123(+1.7%)	31275(+41.4%)	40951(+30.9%)	33062(+44.8%)

1.基本面分析

表3 餐饮旅游公司中期业绩及简评

证券代码	证券简称	中报业绩 (万元)	业绩增幅 (%)	业绩简评	未来看点
000430.SZ	ST张家界	2039	+4995.6%	业绩优于预期：景区客流大幅增长；新增环保客运业务盈利能力增强。 主要风险分析：自然灾害等行业系统性风险。	公司将继续受益于地方政府对景区资源的大力整合，主营业务结构逐渐完善；杨家界索道项目正在顺利推进，未来有望成为公司新的盈利增长点。
000802.SZ	北京旅游	575	+106.6%	业绩符合预期：营业收入同比增长约1300万元；财物费用下降约190万元。 主要风险分析：募集资金投资项目低于预期。	景区资源升级改造将增强公司中长期的盈利能力；依托于大股东的资源背景，公司将积极进军商务连锁酒店市场。
000888.SZ	峨眉山A	3475	+0.1%	业绩低于预期：工资费用大幅增加；所得税率由15%上调至25%。 主要风险分析：费用控制难以达到预期。	景区游客接待规模有望持续提升；门票提价预期存在；交通设施改善将打开景区客流增长空间；业务模式趋于多样化，未来茶叶将为公司贡献可观净利。
000978.SZ	桂林旅游	1374	+123.2%	业绩优于预期：银子岩景区接待量火爆；井冈山旅游投资收益大幅增加。 主要风险分析：自然灾害等行业系统性风险。	公司具备成熟的景区开发经验及优越的资源整合能力；井冈山旅游受益于国内红色旅游市场快速增长；未来公司面临重大发展机遇（国家旅游综合改革试验区及桂林世界旅游城）。
002033.SZ	丽江旅游	3021	+367.2%	业绩符合预期：玉龙雪山索道恢复运营；和府皇冠假日酒店经营良好。 主要风险分析：自然灾害等行业系统性风险；税收优惠政策取消风险。	大索道技改后接待能力大幅提升，提价预期强烈；印象丽江并表对公司业绩的贡献；云南省旅游资源整合预期。
002159.SZ	三特索道	231	-36.7%	业绩符合预期：华山索道、庐山缆车经营境况好于预期；旅游地产亏损。 主要风险分析：行业系统风险；环保政策风险；税收优惠政策取消风险。	梵净山作为公司潜在的盈利增长点，将快速迈入盈利期；公司掌控着丰富的景区资源，未来具备十分巨大的成长空间。
002306.SZ	湘鄂情	5060	+12.5%	业绩符合预期：新开及收购门店引致资本开支和销售费用等大幅增加。 主要风险分析：新店培育风险；市场物价及人工成本上涨风险。	公司门店数量不断增多，尤其是随着新店逐步度过培育阶段，其对公司产生的业绩贡献将快速提升；看好公司品牌及战略创新带来的积极影响。
002558.SZ	世纪游轮	702	+37.5%	业绩符合预期：新船贡献收入增量；管理费用有所增加。 主要风险分析：长江旱涝灾害；游轮竞争加剧；税收优惠政策取消。	募投项目完成后，公司在长江三峡地区的游轮数量优势更加凸现；游轮提价预期存在，提价对公司业绩影响明显；与同行相比，公司具有游轮管理优势。
300144.SZ	宋城股份	10437	+46.8%	业绩优于预期：收入增幅超预期；销售费用大幅增加，财务费用减少。 主要风险分析：自然灾害等系统性风险；募投项目实施风险。	公司经营模式具有复制能力，目前已与多个景区当地政府签订了合作意向和投资协议，未来几年成长空间巨大。
600054.SH	黄山旅游	13878	+43.4%	业绩优于预期：景区游客接待数量大幅增加，门票索道提价效应呈现； 主要风险分析：西海大峡谷开发进度；地产业务未达到预期风险。	公司通过对黄山景区进行深度开发，盈利点增加；西海景区未来拓展空间巨大；杭黄高铁对景区周末游的刺激作用。
600138.SH	中青旅	9029	-23.0%	业绩低于预期：房地产收入大幅下降。 主要风险分析：地产业务经营风险；古北水镇项目进程低于预期。	乌镇景区经营逐渐成熟，未来继续为公司贡献持续稳定的盈利来源；密云古北水镇项目顺利推进，未来有望成功复制乌镇模式；看好连锁酒店业务拓展进程。
600258.SH	首旅股份	5911	-47.3%	业绩低于预期：公司旗下南山景区门票分成影响当期公司收入和净利。 主要风险分析：门票分成影响短期业绩。	南山景区门票分成问题解决，尽管短期内影响公司业绩，但长期来看将提大股东首旅集团酒店资产注入预期。
600749.SH	西藏旅游	-1519	-237.9%	业绩低于预期：广告代理业务拖累公司综合毛利率大幅下降。 主要风险分析：地区社会不稳定性因素。	公司未来有望成为西藏旅游资源的整合者和开拓者；募投项目完成后，公司在西藏地区掌控的核心景区资源更加丰富、布局更趋完善，盈利成长空间进一步被打开。
600754.SH	锦江股份	19267	-16.5%	业绩符合预期：基于10年同期世博会高基数影响，上海地区收入下降。 主要风险分析：宏观经济影响；新店培育长于预期。	经济型连锁酒店规模扩大，全国布局趋于完善；管理层激励推动公司业绩加速释放；高铁（包括京沪高铁）对经济型酒店业务的拉动效应。
601888.SH	中国国旅	33062	+44.8%	业绩优于预期：免税店业务盈利大幅超预期；有税业务收入大幅增长。 主要风险分析：国内外宏观经济波动及行业系统性风险。	公司免税店业务受益于海南旅游岛建设盈利规模持续提升；旅行社业务行业龙头优势明显，国旅品牌价值将继续推动旅行社业务快速发展。

2.估值分析

从2011年以来的股价走势来看，SW餐饮旅游指数实现近-14.13%的收益，跑赢大盘0.68个百分点（截至2011年9月28日），而从近三个月的市场走势来看，餐饮旅游指数尽管下跌2.13%，但却跑赢大盘指数11.17个百分点，说明随着大盘指数深度下挫，餐饮旅游板块相对于整个市场的防御性正在加强。

分析估值层面，首先从静态估值来看，通过比较自2005年以来餐饮旅游和沪深300的PE（TTM，整体法），我们发现餐饮旅游板块42倍PE相对于沪深300当前11.21倍PE的溢价率为3.75倍，与2.44倍的历史平均溢价率相比，估值溢价处于较高水平，已接近3.92倍的历史最高溢价率。而从动态估值来看，目前餐饮旅游2011年和2012年动态PE分别为30.73倍和24.18倍，尽管估值依然处于基本合理区间范围之内（即30倍左右），但在目前市场环境下，在A股所有板块中其动态PE水平排列第一，说明该行业目前整体缺乏相对估值优势。

图3 餐饮旅游相对沪深300的静态PE



3.投资策略

► 给予行业谨慎增持评级

我们认为，在目前市场大环境下，旅游行业尽管基本面良好（甚至可以说优秀），但因为不具备多少估值优势，因此在市场出现恐慌、大盘急剧下跌的极端情况下，该板块确实存在被市场非理性抛售的可能或风险。但遵循价值决定股价的基本逻辑，我们看好行业未来的巨大成长空间。给予行业谨慎增持的评级，建议投资者优选个股抵御风险。

► 重点公司推荐组合

在2011年第四季度，我们建议重点配置景区类上市公司的投资机会。我们目前的推荐组合为：[ST张家界（000430.SZ）](#)、[中青旅（600138.SH）](#)、[桂林旅游（000978.SZ）](#)、[黄山旅游（600054.SH）](#)和[三特索道（002159.SZ）](#)等。

表4 重点公司盈利预测及投资评级

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	11EPS	12EPS	13EPS	11PE	12PE	13PE	PEG	评级
000430.SZ	ST张家界	8.60	27.59	0.26	0.33	0.44	33	26	20	0.97	买入
600138.SH	中青旅	13.84	57.48	0.83	0.97	0.82	17	14	17	0.80	买入
000978.SZ	桂林旅游	9.34	33.63	0.35	0.45	0.54	27	21	17	0.73	买入
600054.SH	黄山旅游	16.30	76.83	0.67	0.82	0.92	24	20	18	0.89	买入
002159.SZ	三特索道	14.40	17.28	0.35	0.50	0.73	41	29	20	0.67	买入

资料来源：德邦研究

投资评级

一、行业评级

推荐 - Attractive: 预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数
中性 - In-Line: 预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平
回避 - Cautious: 预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数

二、股票评级

买入 - Buy: 预期未来6个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来6个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral: 预期未来6个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来6个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。