

布局 2012 年

看好年底至明年一季度旅游板块的估值反弹行情

旅游 领先大市-A

上次评级

领先大市-A

报告日期

2011-11-28

报告关键点:

- 行业迈入大众消费时代，增长有望持续超预期
- 政策出台叠加流动性好转，看好旅游板块明年一季度估值反弹行情
- 12月份为布局时点，投资标的的首选估值弹性大的景区类个股

报告摘要:

- 中国旅游业迈入大众消费时代，2012年行业增长有望超预期。随着刘易斯拐点过后低收入阶层收入水平快速提升，低收入阶层旅游消费启动推动中国旅游业进入新一轮上升周期。目前，我们正站在新一轮周期的起点。参考其他消费品在中国的发展经验，我们发现，一旦某项消费在中国进入大众消费阶段，行业增长的空间和速度都将持续超预期。过去两年间，中国旅游行业增长强劲，维持行业2012年增长继续超预期的判断。
- 政策出台叠加流动性好转，看好旅游板块明年一季度估值反弹。流动性好转及行业政策出台是旅游板块短期估值提升的重要催化剂。我们判断，随着未来几个月经济减速、通胀下行，加上明年年初信贷投放，流动性好转将对旅游板块估值形成支撑。同时，明年一季度可能出台的《国民休闲纲要》重点强调延长居民闲暇时间，对行业中长期发展构成利好，有望成为旅游板块估值反弹的重要催化剂。我们强烈看好旅游板块年底至明年一季度的估值反弹行情。
- 12月份为布局明年旅游板块估值反弹行情的重要时点。我们认为12月份为布局明年旅游板块估值反弹行情的重要时点。如果期间市场因为担心宏观经济减速波及可选消费增长，进而抛售相对估值较高的旅游股，我们则建议投资者积极关注，把握成长股底部投资机会。
- 首选估值弹性较大的景区类公司。估值反弹行情中，我们建议投资者重点关注估值弹性大的景区类公司，推荐具有外延式扩张预期的中青旅、西藏旅游；推荐具有提价预期的峨眉山、张家界、丽江旅游；推荐可能存在事件性冲击的桂林旅游、长信。其次，位于产业链优势地位的子行业龙头同样值得关注，推荐锦江股份、湘鄂情、中国国旅。
- 风险提示：政策出台时点低于预期

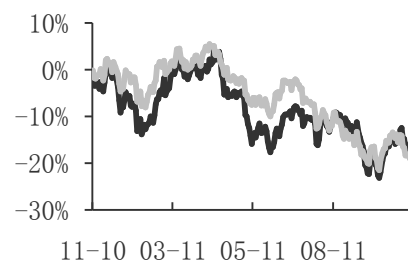
首选股票

目标价

评级

600138	中青旅	18.5	买入-A
600749	西藏旅游	17.0	买入-B
000888	峨眉山 A	23.0	买入-B
000978	桂林旅游	16.0	买入-B
600754	锦江股份	25.0	买入-B
601888	中国国旅	35.0	买入-A

12个月行业表现



—— 旅游 —— 沪深300

赵志成

021-68765859
执业证书编号

首席行业分析师

zhaozc@essence.com.cn
S1450511020029

报告联系人

董云翔

021-68762890
dongyx2@essence.com.cn

前期研究成果

旅游：行业成长逻辑健全，把握成长股底部投资机会

2011-10-17

旅游：黎明破晓

2011-06-29

旅游：攻守兼备

2011-06-23

1. 月度观点:

1.1. 行业基本面强劲，2012 年行业增长有望继续超预期

中国旅游业迈入大众消费阶段，新一轮上升周期或已悄然启动。过去几年间，中国社会经济层面最显著的变化就是刘易斯拐点过后低端劳动力收入水平的快速上升。其对于中国旅游业的影响在于，低收入阶层的旅游消费可能已经在过去两三年间启动，中国旅游业正式迈入大众消费阶段。考虑到低收入阶层占人口比重绝大多数，一旦低收入阶层旅游消费启动，将在边际上极大的刺激中国旅游业增长，并成为推动中国旅游业新一轮上升周期的主要驱动力。

行业增长空间、速度都将持续超出市场参与者预期。中国人口基数大，拥有 13 亿人口和超过 4 亿个家庭，这意味着某项消费和服务一旦在中国进入大众消费阶段，行业增长的空间和速度都将是异常惊人的，这在汽车、通信、影视等领域得到了充分验证。中国旅游行业刚刚迈入大众消费阶段，行业高增长有望持续超出行业参与者及资本市场预期。

1.2. 明年一季度板块估值有望出现大幅反弹

我们强烈看好旅游板块年底至明年一季度的估值反弹行情，判断依据如下：**(1) 流动性好转对旅游板块估值构成支撑。**随着宏观经济放缓、CPI 下行以及明年年初银行重启信贷投放，流动性好转对旅游板块估值构成支撑。**(2) 产业政策有望于一季度出台，成为旅游板块估值反弹的催化剂。**从板块历史表现看，产业政策是旅游板块短期估值提升的重要催化剂。《旅游行业“十二五”规划》及《国民休闲纲要》可能在一季度出台，从而有效提升板块估值。**(3) 概率统计支持一季度获得超额收益的推断。**历史统计表明，旅游板块的市场表现具有明显的季节性特征。2002 年-2010 年间，旅游板块一季度获得正向超额收益的概率高达 78%，对应春节黄金周行情。

1.3. 十二月份为布局明年旅游板块估值反弹行情的重要时点

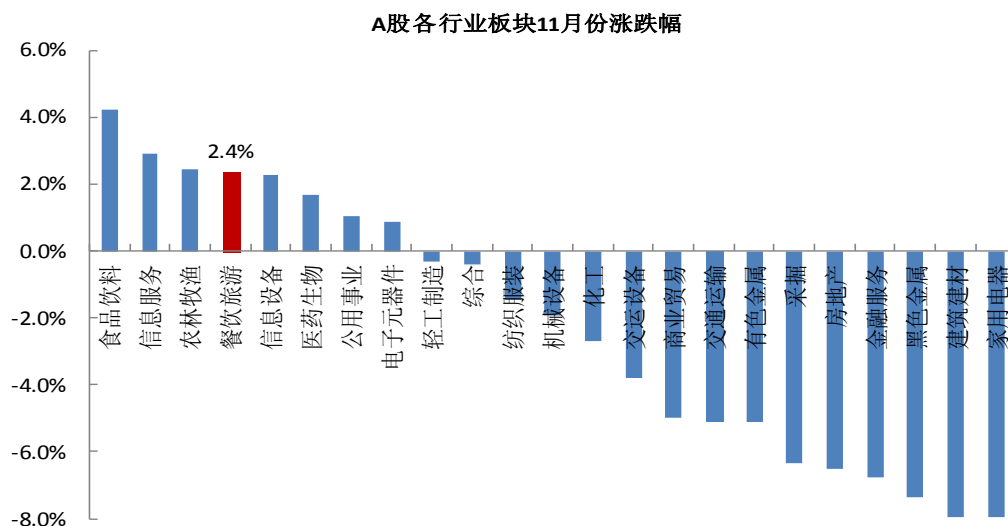
12 月份为布局明年旅游板块估值反弹行情的重要时点，首选估值弹性大的景区类个股。我们认为 12 月份为布局明年旅游板块估值反弹行情的重要时点。如果期间市场因为担心宏观经济减速波及可选消费增长，进而抛售相对估值较高的旅游股，我们建议投资者积极关注，把握成长股底部投资机会。首选估值弹性较大的景区类公司，推荐具有外延式扩张预期的中青旅、西藏旅游；推荐具有提价预期的峨眉山、st 张家界、丽江旅游；推荐可能存在事件性冲击的桂林旅游、st 长信。其次，位于产业链优势地位的子行业龙头同样值得关注，推荐锦江股份、湘鄂情、中国国旅。

风险提示：政策出台时点低于预期

2. 回顾：宏观经济减速，市场追逐确定性成长

11 月份，安信餐饮旅游行业指数上涨 2.4 个百分点，在 A 股所有行业板块中涨幅居于第四位。截至 11 月 27 日，A 股餐饮旅游行业指数上涨 2.4 个百分点，在 A 股所有行业板块中涨幅居于第四位。其余涨幅居前的板块分别是食品饮料、信息服务、农林牧渔、信息设备、医药生物。非周期板块涨幅居前凸现市场对于宏观经济减速的担忧。

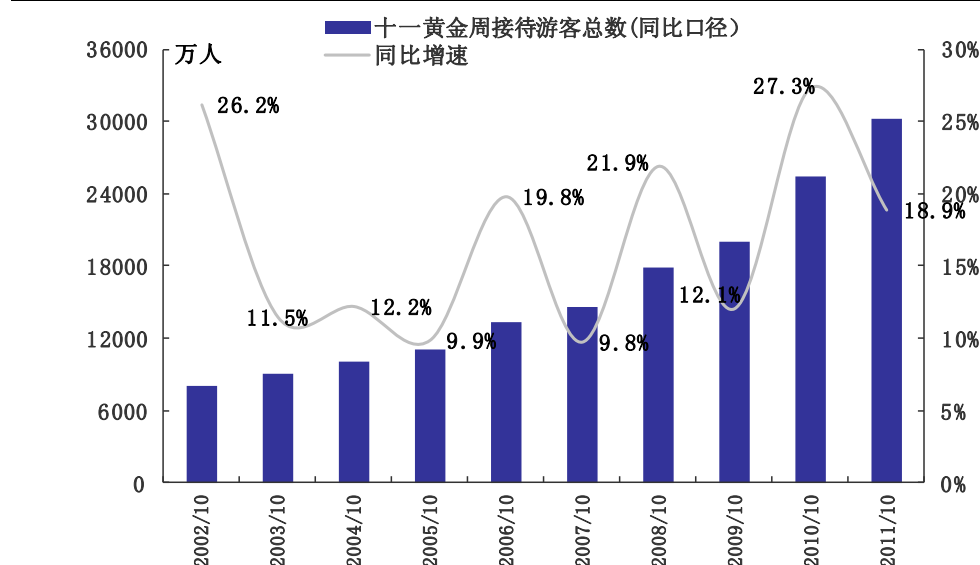
图 1 A 股各行业板块 6 月份涨跌幅



数据来源：WIND，安信证券研究中心

旅游行业增长动能强劲，尚未受到宏观经济波动影响。值得注意的是，与餐饮旅游同属大消费的家电、纺织服装、商业零售板块 11 月出现了一定幅度的下跌，主要原因是这些行业自三季度以来增速出现显著下滑。相比较而言，旅游行业基本面强劲。由于优质景区资源稀缺、新景区开发需要大交通配合等原因，旅游行业供给释放缓慢，加之旅游产品即时生成即时消费，没有库存扰动影响，这使得行业增长的持续性更强。

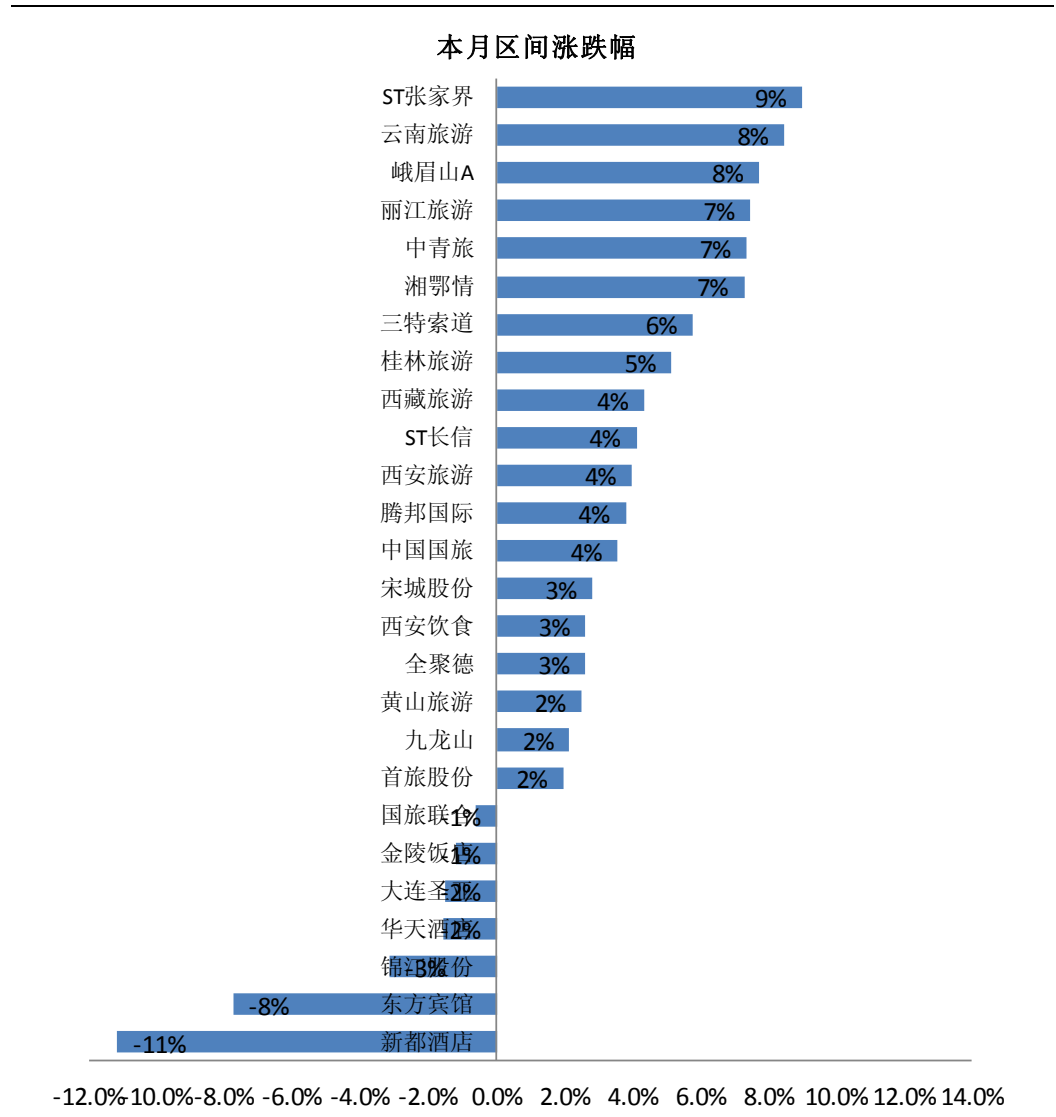
图 2 今年“十一”黄金周游客接待量在去年世博会高基数上继续增长 18.9%



数据来源：国家旅游局，安信证券研究中心

景区类公司涨幅居前，酒店子行业相关公司跌幅较大。11 月份，板块涨幅榜前五位的公司有 ST 张家界、云南旅游、峨眉山 A、丽江旅游、中青旅，均为景区类上市公司。后五位的公司分别是新都酒店、东方宾馆、锦江股份、华天酒店、大连圣亚，除大连圣亚外均为酒店子行业相关公司。子行业走势分化表明基本面强劲的景区子行业受到资本市场青睐；而酒店子行业的经营由于宏观经济波动高度关联，经济减速预期已经影响到资本市场对于相关公司盈利前景的判断。

图 3 11 月份餐饮旅游板块个股涨跌幅排行榜



数据来源：WIND，安信证券研究中心

3. 展望：看好年底至明年一季度旅游板块估值反弹行情

我们强烈看好旅游板块今年年底至明年一季度的市场表现，并认为一季度是旅游板块估值反弹的重要时间节点。判断的依据如下：（1）流动性好转对旅游板块估值构成支撑。随着宏观经济放缓、CPI 下行以及明年年初银行重启信贷投放，流动性好转对旅游板块估值构成支撑。（2）产业政策有望于一季度出台，成为旅游板块估值反弹的催化剂。从板块历史表现看，产业政策是旅游板块短期估值提升的重要催化剂。《旅游行业“十二五”规划》及《国民休闲纲要》可能在一季度出台，从而有效提升板块估值。（3）概率统计支持一季度获得超额收益的推断。历史统计表明，旅游板块的市场

表现具有明显的季节性特征。2002 年-2010 年间，旅游板块一季度获得正向超额收益的概率高达 78%，对应春节黄金周行情。

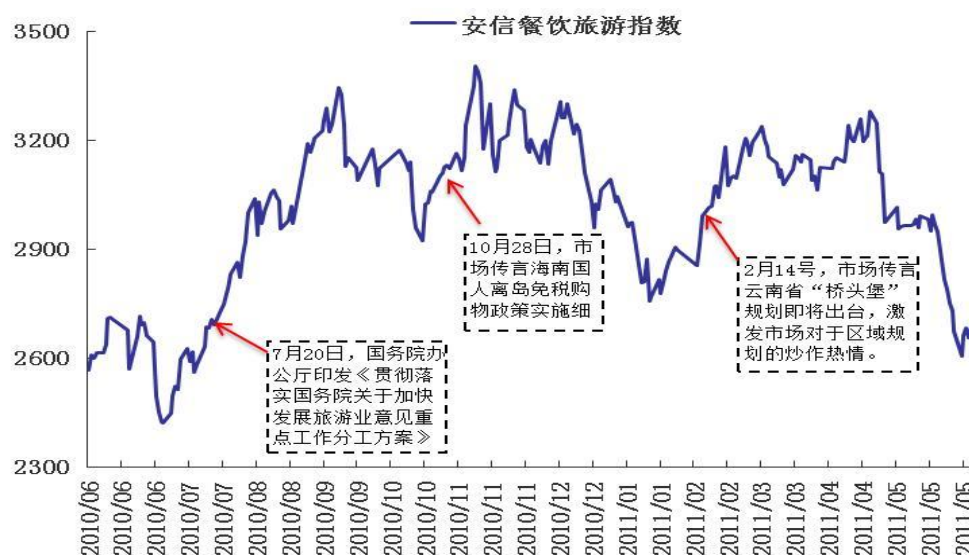
3.1. 流动性好转对旅游板块估值构成强有力支撑

随着宏观经济减速、CPI 下行，实体经济对于流动性的需求下降，这有助于金融市场利率重置。而明年年初银行信贷投放规模增大对短期市场流动性构成利好。旅游板块相关个股市值小，对流动性改善更为敏感。流动性好转将对旅游板块估值构成强有力的支撑。

3.2. 产业政策有望于一季度出台，成为板块短期估值反弹催化剂

从板块历史表现看，产业政策是旅游板块短期估值提升的重要催化剂。我们预计《旅游行业“十二五”规划》及《国民休闲纲要》将在一季度出台，两大政策直指提高居民收入、改善闲暇时间，利好行业中长期发展，可能成为旅游板块短期估值反弹的催化剂。

图 4 产业政策是旅游板块短期估值反弹催化剂



数据来源：WIND，安信证券研究中心

3.3. 概率统计支持一季度获得超额收益的推断

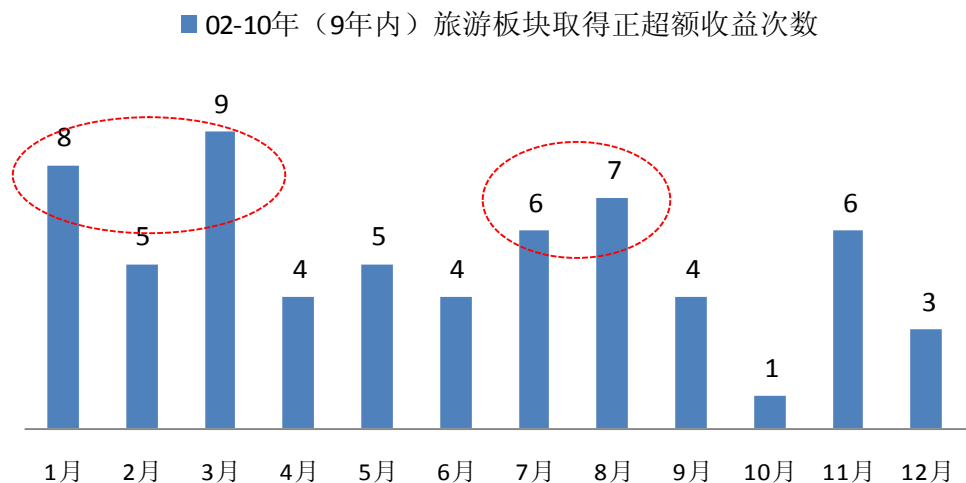
旅游板块具有明显的季节性特征，一季度为超额收益主要时点。我们研究了 2002-2010 年间餐饮旅游板块重点公司股价相对于沪深 300 的表现，发现板块具有非常明显的季节效益。其中，一、三季度板块取得正向超额收益的概率为 78%。具体到每个月，我们发现：一季度的 1 月和 3 月、三季度的 7 月和 8 月是一年中取得超额收益的主要时间节点，对应全年旅游旺季以及“春节”和“十一”黄金周行情。

表 1 餐饮旅游板块 02-10 年间超额收益的季节性分布

	1季度	2季度	3季度	4季度
2002	4.8	-4.1	9.9	-1.7
2003	-1.1	-8.9	-1.3	-26.9
2004	24.5	-3.0	10.2	7.0
2005	6.5	-0.4	9.2	-1.1
2006	-3.0	24.5	16.4	-18.5
2007	19.3	-13.0	-16.5	11.0
2008	6.1	-0.9	2.4	2.4
2009	10.2	-15.9	1.1	12.7
2010	15.4	10.0	12.4	-1.2
超额收益概率	77.8%	22.2%	77.8%	44.4%

数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 5 餐饮旅游板块 02-10 年间超额收益的月度分布



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

4. 投资策略

估值反弹行情中, 我们建议投资者重点关注估值弹性大的景区类公司, 推荐具有外延式扩张预期的中青旅、西藏旅游; 推荐具有提价预期的峨眉山、st 张家界、丽江旅游; 推荐可能存在事件性冲击的桂林旅游、st 长信。其次, 位于产业链优势地位的子行业龙头同样值得关注, 推荐锦江股份、湘鄂情、中国国旅。

中青旅 (600138): 业务多元化导致中青旅过去几年间 PE 估值较旅游板块存在显著折价。随着公司类乌镇模式对外复制第一单——北京密云县古北水镇项目 2012 年投入运营, 景区属性增强有望提升公司估值。预计公司 2011~2013 年 EPS 分别为 0.83 元、0.95 元、0.99 元, 剔除房地产后 EPS 分别为 0.58 元、0.7 元、0.86 元, 当前股价对应动态市盈率为 28x、23x、18x (剔除房地产之后)。由于公司业务多元化、古北水镇尚处建设期, PE 估值法无法反映公司内在价值。我们选取分业务估值法对公司价值进行评估, 得到每股价值 18.5 元。当前股价未能充分反映景区业务成长性及对外复制能力, 给予买入-A 投资评级, 6 个月目标价 18.5 元。

西藏旅游 (600749) 作为西藏旅游业龙头, 公司拥有西藏东西旅游环线最核心的目的

地景区资源——雅鲁藏布大峡谷、巴松错、阿里神山圣湖风景区。其中，雅鲁藏布江大峡谷景区自 2008 年 7 月正式运营以来，一直保持着良好的增长态势，过去两年间游客人数增长 30%以上。阿里神山圣湖风景区为公司今年公开增发募集资金项目，有望于 2012 年投入运营。中长期来看，公司有望成为西藏旅游资源的整合平台。当前股价未能反映公司资源获取能力以及阿里景区成长性，给予“买入-B”投资评级，6 个月目标价 17 元。

湘鄂情 (002306): 随着明年开店速度放缓、新开门店度过培育期开始贡献利润，公司进入盈利释放期。而公司今年以来着力培育的大众餐饮业态“湘鄂情·源”初步取得成功，明年扩张加速，有望成为公司新的增长点。预计 2012 年、2013 年 EPS0.75 元、0.95 元，当前股价对应动态市盈率 26x、21x，给予“买入-B”的投资评级，6 个月目标价 25 元。需要注意的是，公司多次表示希望通过并购实现跨越式增长，我们并不排除并购可能性。如果并购落地，可能对股价有一定的催化作用。

桂林旅游 (000978): 随着区域旅游市场复苏、交通环境改善，桂林旅游下属各景点的游客增长和经营业绩有望持续超预期。而《桂林国家旅游综合改革试验区总体方案及规划纲要》有望在近期获批，公司作为桂林旅游市场的排头兵将全面参与桂林国家级旅游综改试验区建设，新业务拓展有助提升公司潜在价值并构成股价表现催化剂。我们对于《总体方案及规划纲要》获批持积极乐观态度，给予公司“买入-B”的投资评级，6 个月目标价 16 元。

中国国旅 (601888): 随着商品供应和上架频次改善，三亚店营收增长有望持续超出市场预期，当前股价对应 2012、2013 年动态市盈率 25x、20x。免税购物政策调整、新开离岛免税店铺均可能成为公司股价表现催化剂，给予“买入-A”投资评级，6 个月目标价 35 元。

锦江股份 (600754): 经济型酒店行业将充分受益于旅游大众化趋势，行业增长空间广阔。锦江股份下属的锦江之星作为中国经济型酒店业的开拓者，未来三年预计每年新增门店 100~120 间，收入年均复合增长 25%，净利润年均复合增长 30%~35%。当前市值扣除餐饮业务、低星级酒店和可供出售金融资产外，锦江之星估值 65 亿元，相当于锦江之星 2012 年预估净利润的 22 倍。当前股价未能充分反映锦江之星成长性，给予“买入-B”投资评级，6 个月目标价 25 元。

分析师简介

赵志成，首席行业分析师。毕业于南开大学，经济学硕士。7 年证券研究经历。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

赵志成声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
 B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034