

兴业证券2009年度投资策略会

期待恢复 难待惊喜

——旅游行业2009年度投资策略

兴业证券研发中心

刘璐丹

2008年11月



投资要点

□ 行业中期面临随宏观回调的风险

- 旅游行业周期性研判：“可选”意味着随宏观经济回调
- 三大子行业展望：有相对增长、无井喷
- 在历史低点做行业股价、估值的实证研究
- 以安全边际为主要考虑要素，构造的旅游股组合

□ 重点推荐公司

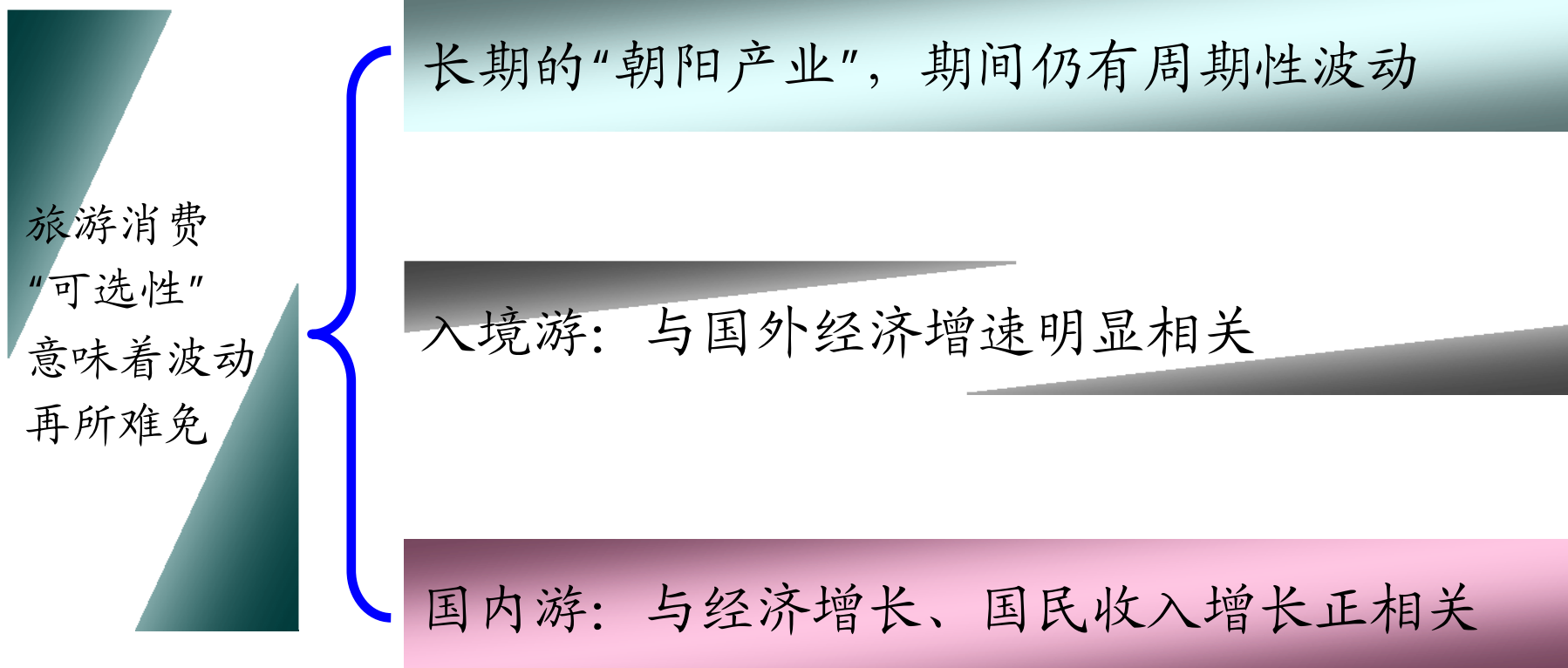
- 黄山旅游、桂林旅游、中青旅

分析框架

■ 旅游行业的周期性研判

- 2009年展望：有增长无井喷、有希望无惊喜
- 旅游股历史业绩和股价表现实证分析
- 构造旅游股投资组合：寻找安全边际

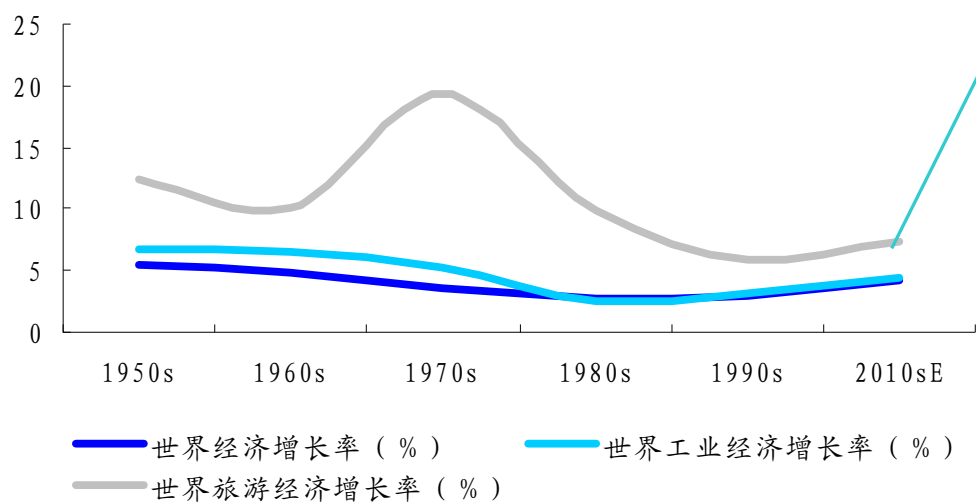
旅游行业的周期性判研



长期来看，“朝阳产业”的稳定增长前景未改变

长周期来看，旅游仍是“长期朝阳产业”

全球旅游经济增速超经济平均增速

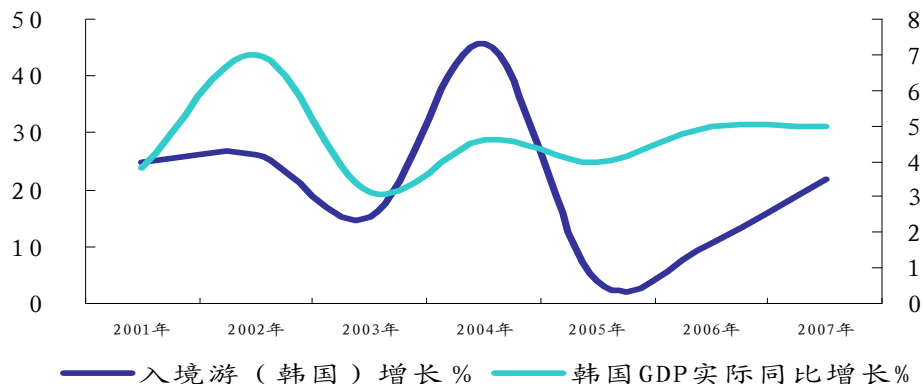


从长周期（10y）来看，旅游产业仍总收入增速是超越全球经济增长速度的“朝阳行业”。

经历了60~70年代的高速成长期后，进入21世纪后全球旅游经济有加速增长态势。

旅游消费周期确实随经济周期而动

我国的韩国游客入境游增速与其国家实际GDP增速相关度明显

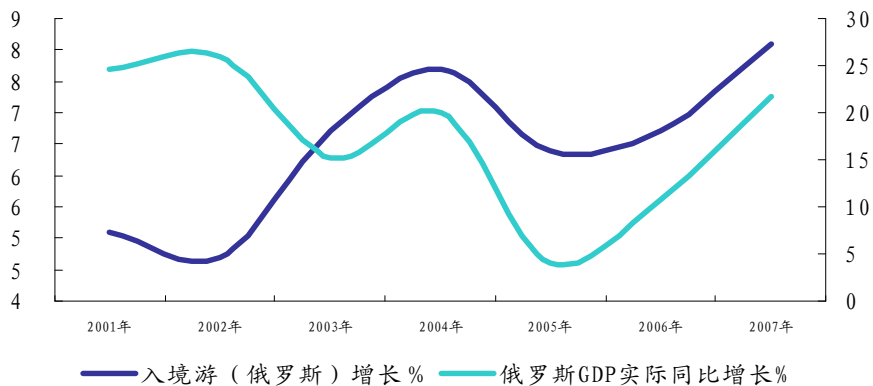


选取我国两大主要客源国进行分析：
韩国、俄罗斯，一直为前四大客源国之列，是我国主要的入境游客源国；
且该两国入境游相对日本等大客源国，受到政治等非经济因素影响较小。

可以明确看到，该两国的入境游收入增速与其国家当期的实际GDP增速变动高度相关。

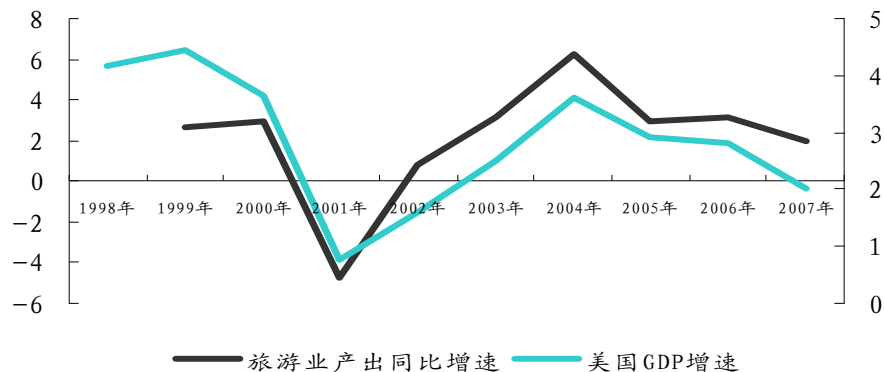
**经济确实对旅游消费有较大影响；
旅游消费周期将随经济周期同步而动
且一般调整幅度会更大。**

我国的俄罗斯游客入境游增速与其国家实际GDP增速相关度也较明显



入境游：周期性研判

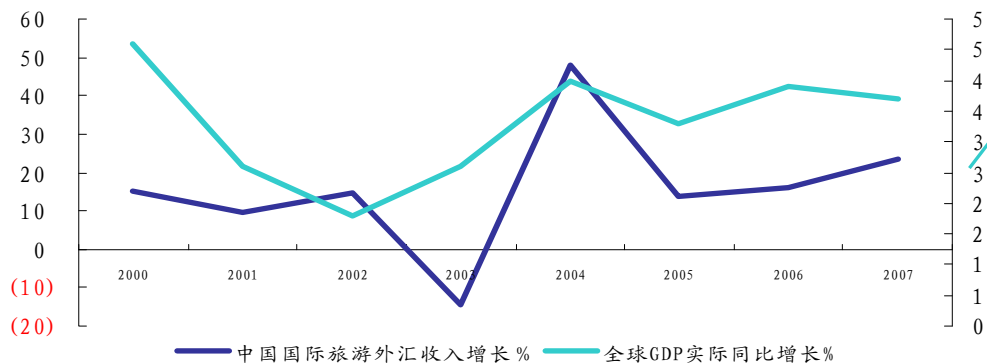
美国近年旅游业产出增长(%)与GDP增长(%)呈明显正相关



1998~2007年, 美国旅游行业产出与GDP实际增速成明显的正相关关系。

旅游行业产出变动较GDP增速更为剧烈; 经验数据为, GDP上升/下滑1个百分点, 旅游行业产出相对应上升/下滑3~4个百分点。

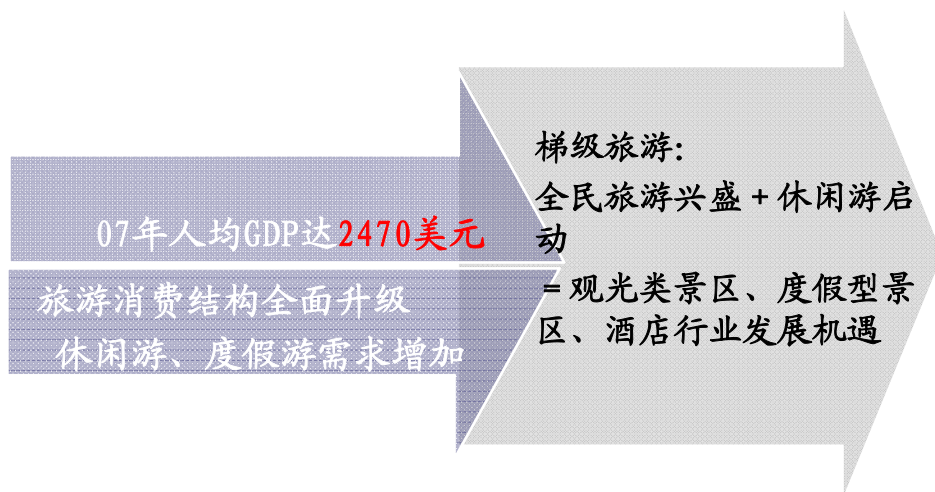
我国旅游外汇收入增长(%)与全球GDP增长(%)相关性明确



我国的外汇收入增长也与全球的GDP增速呈一定正相关关系。

国内游（1）：前景未变，路途有别

- 07人均GDP超2000美元，旅游需求量增、质高
- 国人将逐渐将旅游活动日常化

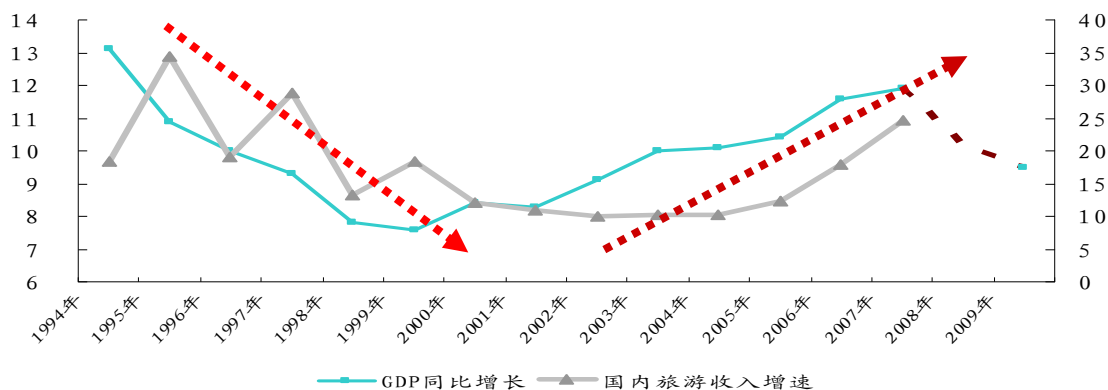


旅游发展三段论			
人均GDP水平	旅游行业阶段	阶段特征描述	代表旅游产品
\$ 1000 ~ \$ 2000	观光游	快餐式旅游；停留时间短；人均消费低	景区观光
\$ 2000 ~ \$ 3000	休闲游	停留时间在1~2周；人均消费较高	温泉、商务会议游、奖励旅游etc.
\$ 3000 以上	度假游	停留时间在1个月左右；人均消费水平高	分时度假类：旅游地产

资料来源：兴业证券研发中心

国内游（2）：与宏观经济呈大致正相关

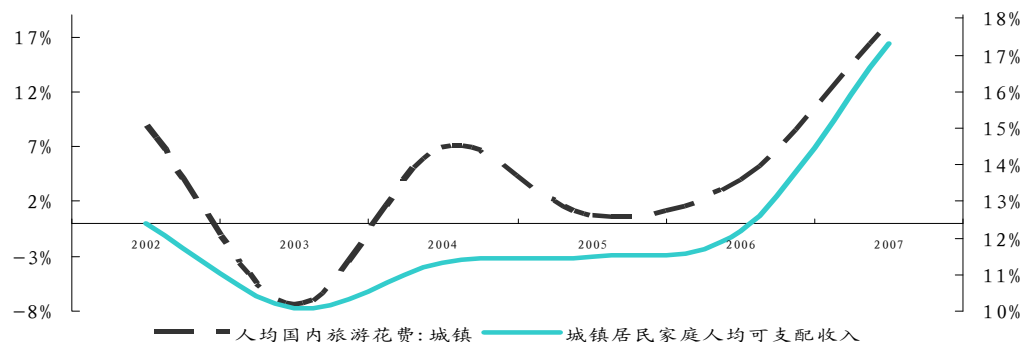
我国国内旅游收入增长与GDP增长呈正相关



长周期来看 (>3年)，我国国内旅游收入增速与GDP增长呈正相关。

兴业宏观预计09~10年中国宏观经济增速放缓，我们认为这将影响国内游收入增长。

城镇居民的人均旅游消费增速与人均可支配收入之间呈明显正相关

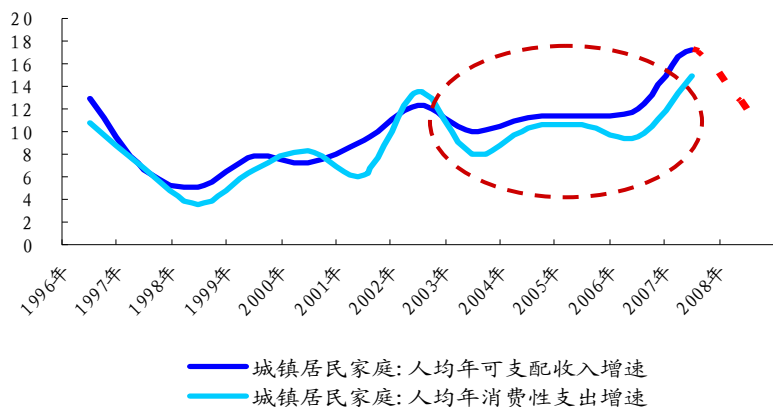


城镇居民人均旅游消费增长与人均可支配收入增长之间，呈明显正相关。

可支配收入增长放缓将同样影响旅游的人均消费增长。

国内游（3）：经济增长减速、居民收入增长放缓影响短期增长

城镇居民年均消费性支出直接由可支配收入决定



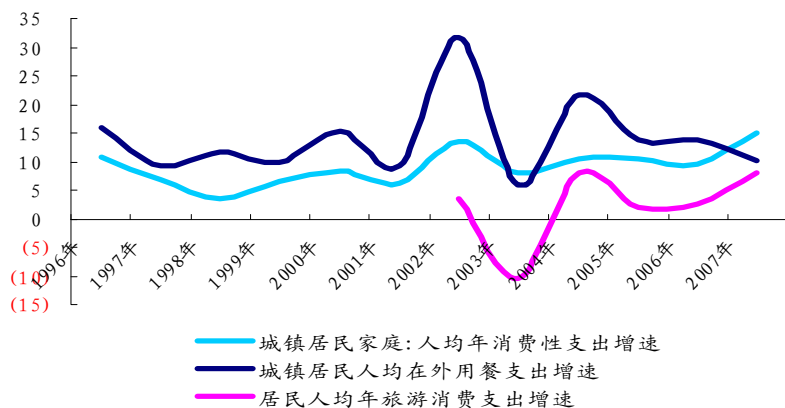
由于非典影响，03~04年数据异常，我们将数据做处理，消除非经常性影响；可以看出，旅游行业收入增长与居民可支配收入增长呈明显正相关关系。

可支配收入传导到旅游消费的流程为：

人均可支配收入 → 人均消费性支出

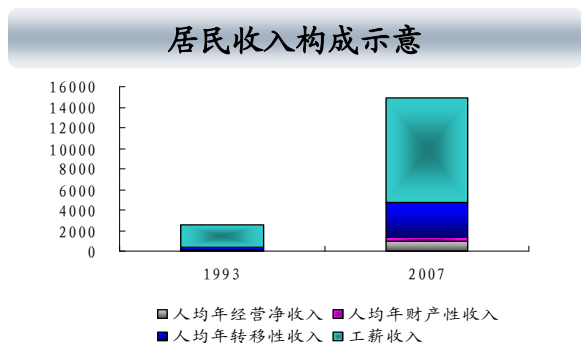
→ 居民休闲支出（外出就餐、旅游度假）

图 居民的休闲性质支出（外出就餐、旅游）与消费性支出显著正相关

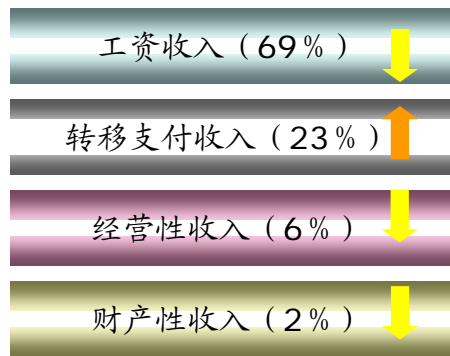


结论： 人均可支配收入增长放缓将直接影响休闲支出增长，旅游也将受到影响。

国内游（4）：居民可支配收入增长放缓趋势明确

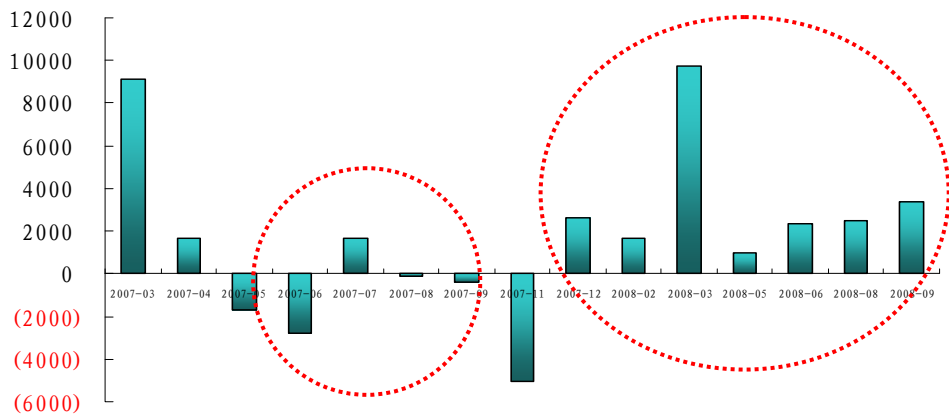


居民收入四部分构成



在不确定的经济前景下，08年同期储蓄额大增，挤占消费支出空间

同期新增居民户存款明显增加



我国居民收入仍以工资收入为主（工资收入占居民总收入7成）。

宏观经济向下，工资收入、经营性收入、财产性收入均将增速放缓，转移支付收入可能有所增加。但前三者加起来占居民收入的近8成，基本决定了居民收入下滑趋势。

分析框架

- 旅游行业的周期性判研
- 2009年展望：有增长无井喷、有希望无惊喜
- 旅游股历史业绩和股价表现实证分析
- 构造旅游股投资组合：寻找安全边际

三大子行业分析要点

景区子行业：
恢复增长为主，井喷难待

上市公司景区特点：成长性更好，抗风险能力一般

垄断资源型景区恢复能力更为突出

景区行业较全国旅游行业整体弹性更大

酒店子行业：
供需反转，经济添霜

经济型酒店：
小酒店的大市场

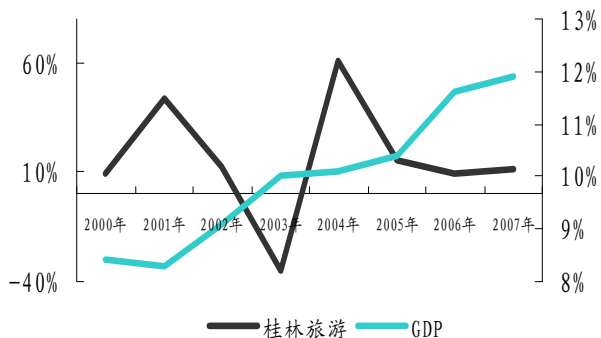
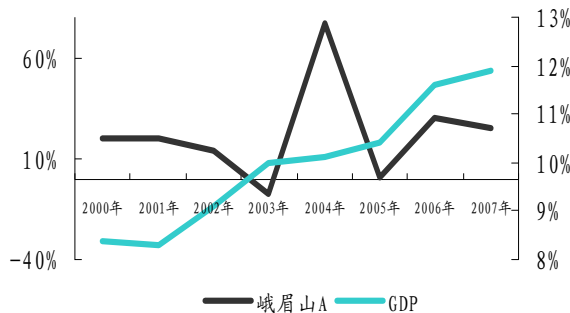
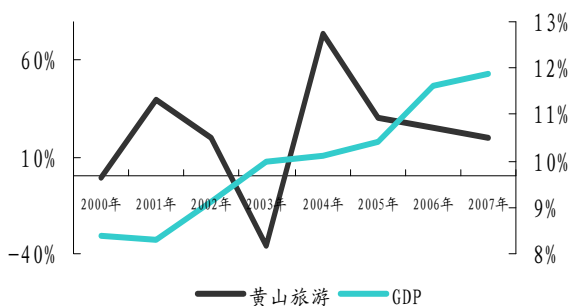
高星级酒店：
行业景气度可能面临拐点

旅游综合业：
整合产业链方有增长契机

行业进一步开放
关注具有向上游子行业扩张潜力的公司

景区（1）：相关上市公司的收入增长受经济影响较小

2000~2007年主要景区公司收入增速与当期GDP增速相关性不大



2000~2007年，主要景区公司的景区收入增速与GDP增速关联度不大。

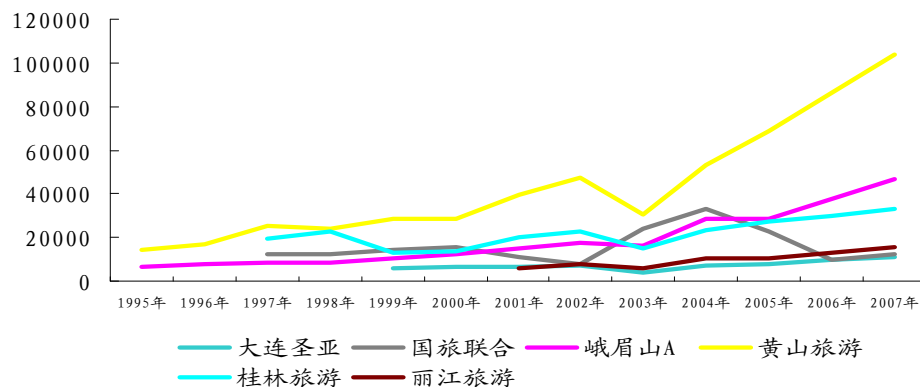
可能原因：

目前旅游消费整体仍处于观光游阶段，景区公司禀赋较好，需求弹性仍为刚性。

景区需求的相对刚性可使得GDP增速放缓的负面影响作用延迟。

景区（2）：垄断资源类公司增长态势优于其他

重点景区公司历年收入情况

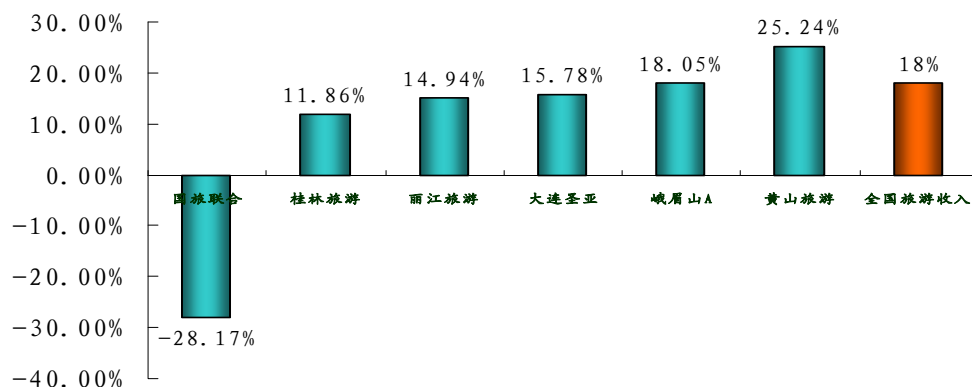


垄断资源型景区 - 黄山、峨眉山：
持续保持快速增长，也高于全国旅游收入的平均复合增速，属于景区中的第一梯队；

散点资源型景区 - 桂林旅游、丽江旅游：
收入亦保持较快增长，但增速低于垄断资源型景区，也低于全国平均；

人工资源类景区 - 面临较大竞争压力，收入增长一般。

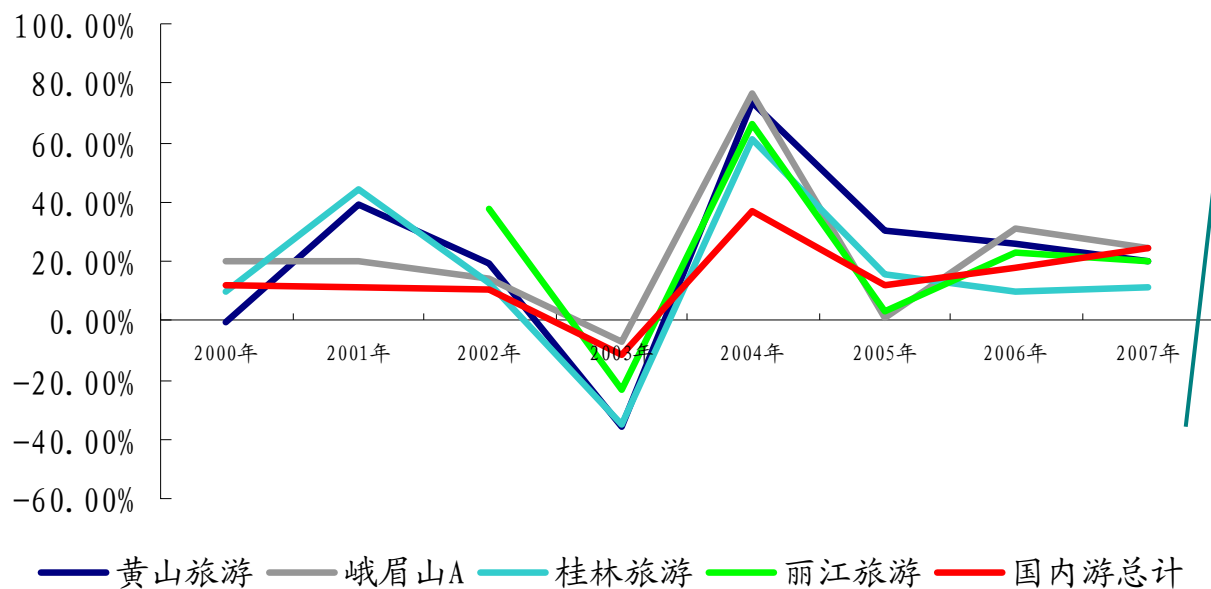
重点景区公司最近三年复合增长率对比



景区（3）：整体收入弹性较大，公司间有差异

景区公司收入弹性大于全国平均

重点景区公司收入增长与国内游收入增长对比



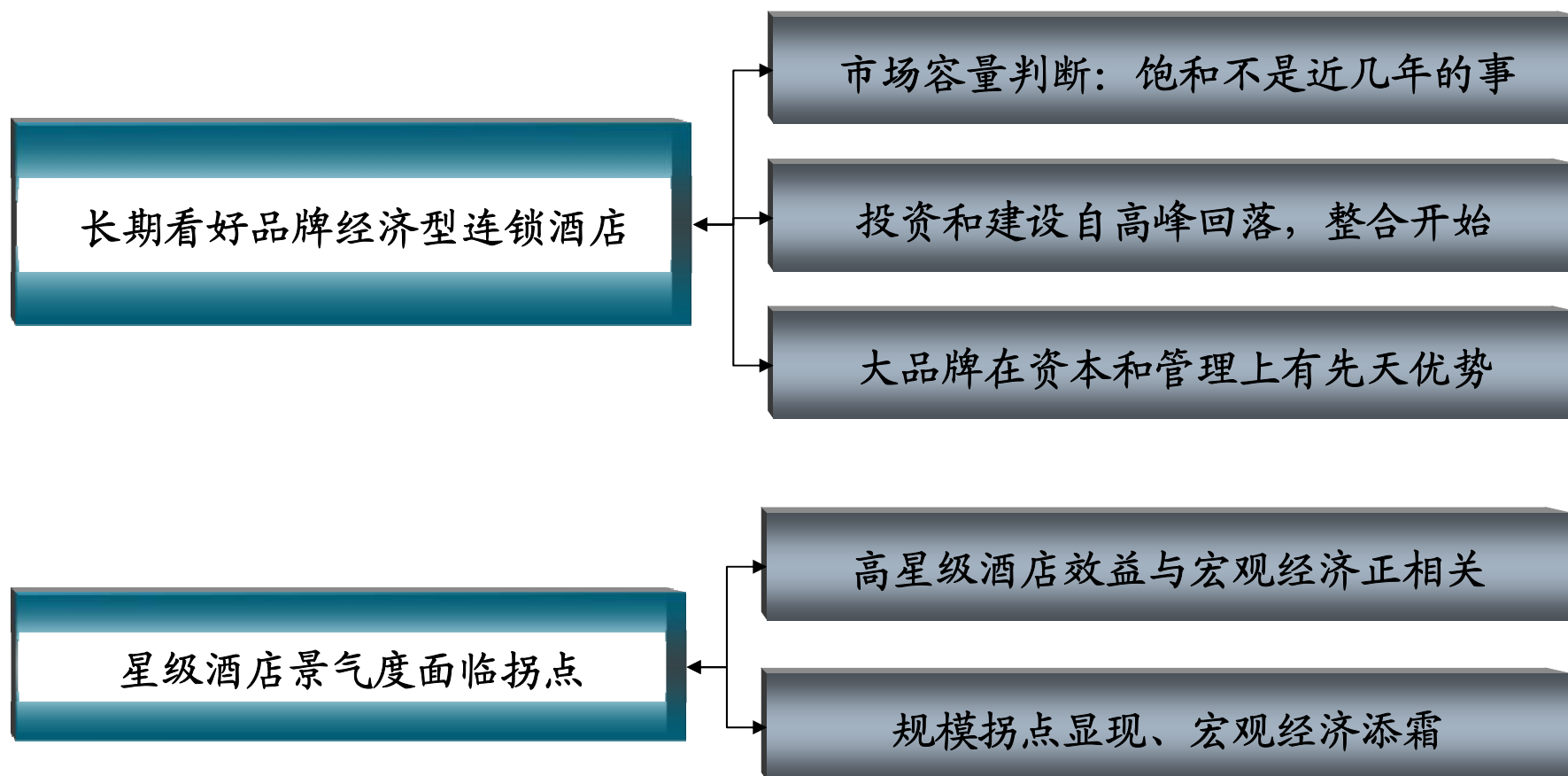
与全国平均水平相比，景区类公司主要有两大特点：

- 1、收入弹性较大；
- 2、复合增速高于全国平均

上市公司景区对于行业风险的抵御能力并不明显更强；但总体而言成长性更好

值得注意的是，在多年高速增长之后，2007年上市公司的景区收入增速普遍与全国平均水平靠拢

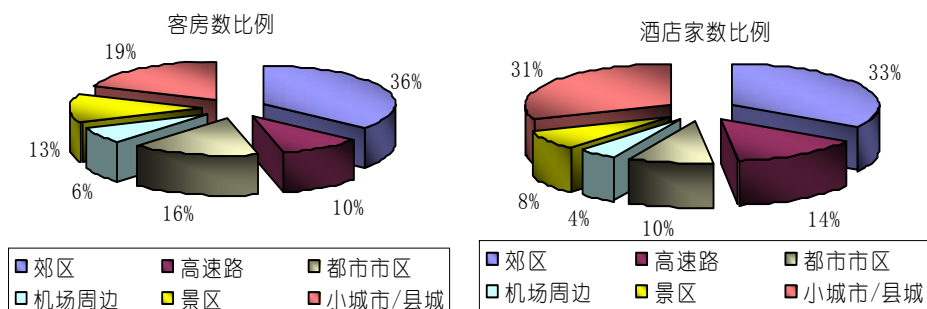
酒店行业分析框架：供应释放、经济添霜



经济型连锁酒店（1）：国际发展趋势

★美国酒店行业特征

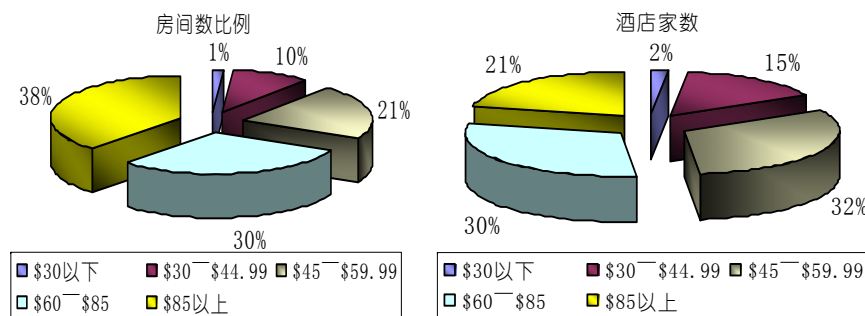
美国酒店区域分布



地区分布非常均衡

中低价位酒店占据2/3个江山：
85美元以上的占38%；
60~85美元占30%；
60美元以下的共计占比32%。
也就是说，美国的中低价位酒店占据了2/3的市场份额。

美国酒店价格分布



启示1: 随着我国道路交通状况的不断改善，景区酒店、汽车旅馆等业态还有很大的市场机遇。

启示2: 我国旅游的发展历程导致的酒店市场倾向星级酒店的不合理现状应该有所改变，中低端市场需求应得以满足。

经济型连锁酒店（2）：国际发展趋势

表 美国商旅客和度假客的基本特征

住客类别	个体特征	年龄段	职业类型	年收入	出行方式	是否预约	平均每晚住宿消费
商旅客	单身男性	35~54	管理人员 专业人士	8.59万 美元/年	租车或 其他	是	112美元/天
度假客	两位 成年人	35~54	不祥	7.71万 美金/年	自驾车	是	103美元/天

资料来源：《2007 Lodging Industry Profile》，兴业研发整理

表 美国十大酒店集团所含经济型品牌

连锁品牌（所属酒店集团）	中心城市	价格 (美元/天)	普通城市 房型	价格 (美元/天)
速8（温德姆酒店集团）	纽约市区	80~120	标间 商务大床 间	56.95 54.96
Hampton inn（希尔顿酒店集团）	纽约市区 纽约远郊	209~300 150~200	标间 商务套房	99~109 120
快捷假日（洲际集团）	纽约市区 纽约远郊	150~250 80~180	标间 商务套房	90~110 120~170
Red Roof Inn(Accor North America)	纽约市区 纽约远郊	150~180 115~160	标间 套间	40~50 40~55
Fairfield Inn(玛丽奥特集团)	纽约市区 纽约远郊	169 97~149	标间 套间	129~139 149~169
Comfort Inn(Choice Hotels)	纽约市区 纽约远郊	149~199 99~169	标间 套间	99~129 99~169
country Inn & suits (Carlson Hospitality Worldwide)	纽约市区	139~159	标间	90~120

美国知名经济型连锁酒店：“经济型”的涵义广，主要是定位为中端消费群

基本脱离了50美元以下的低端市场

经济型连锁酒店（3）：中国该市场的增量空间依然巨大

表11：中美对比，显示我国经济型酒店市场空间依然巨大

	中国	美国
人均出游率	101 %	400 %
国内游规模（亿人）	13.14	2.96
经济型酒店数量（家）	2517	60000
每人拥有经济型酒店数 （家/万人次）	0.02	2.03

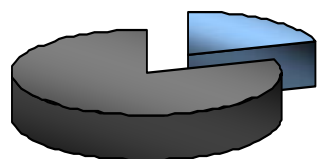
资料来源：兴业证券研发中心整理

以07年星级饭店客房数157万间为基准，对应可容纳经济型酒店客房数为630万间

与之对比的是，截至08年10月底，我国经济型酒店客房数为28万间

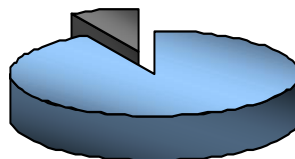
成熟旅游市场经济型酒店和星级酒店客房比例为4:1

成熟旅游市场星级、经济型酒店数量比



■ 星级酒店数量 ■ 经济型酒店数量

中国2006年星级、经济型酒店数量比



■ 星级酒店数量 ■ 经济型酒店数量

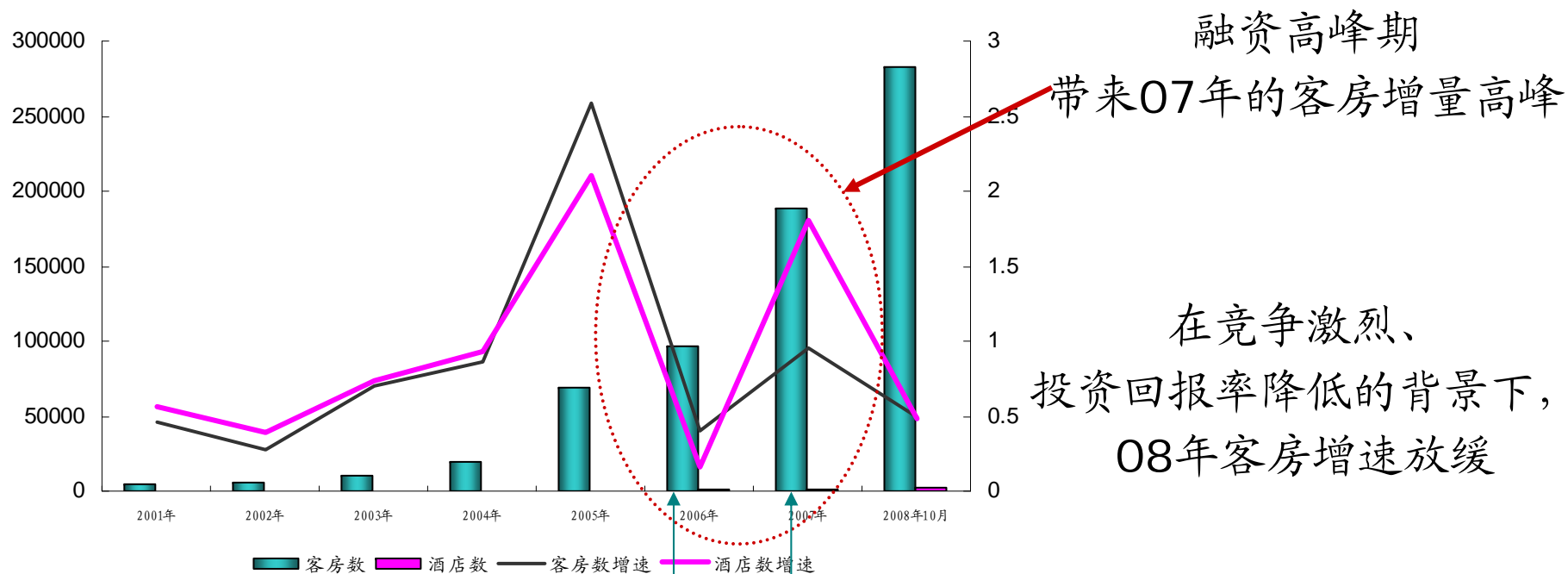
V
S

28万间 → 630万间

我们判断，
行业增量空间依然巨大

经济型连锁酒店（4）：前期融资、投资高峰暂告段落

客房和酒店建设增速08年以来趋缓



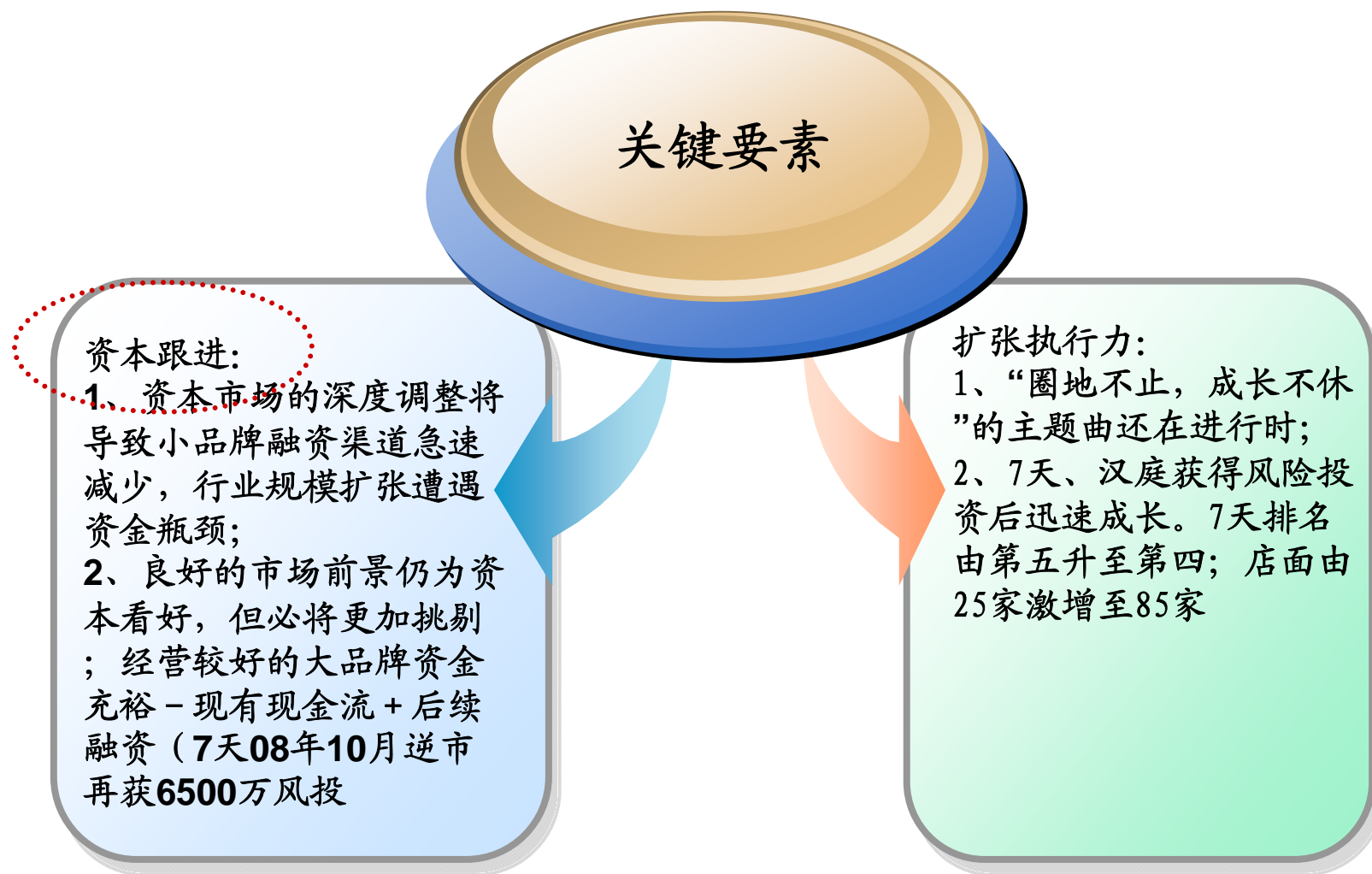
融资高峰期
带来07年的客房增量高峰

在竞争激烈、
投资回报率降低的背景下，
08年客房增速放缓

2006年：
如家赴纳斯达克上市；
锦江之星融资10亿元；
万好万家借壳ST庆丰
A股上市

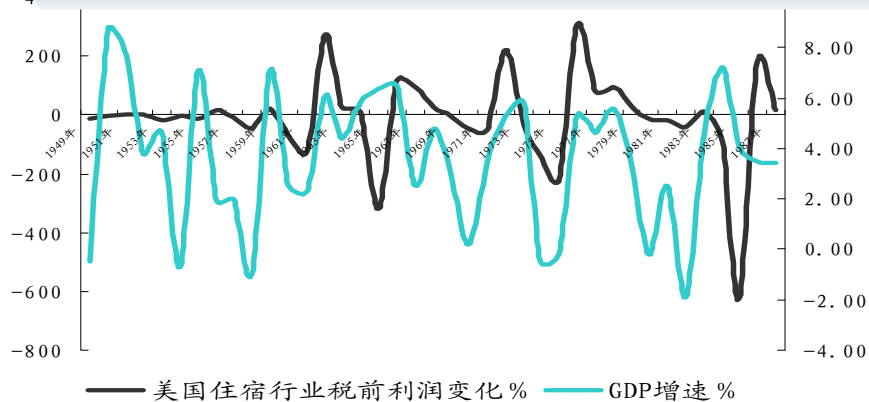
2007年：
中青旅山水融资4亿元；
华天酒店融资1.5亿元；
汉庭获得8500万美元风投

经济型连锁酒店（5）：关键竞争要素分析

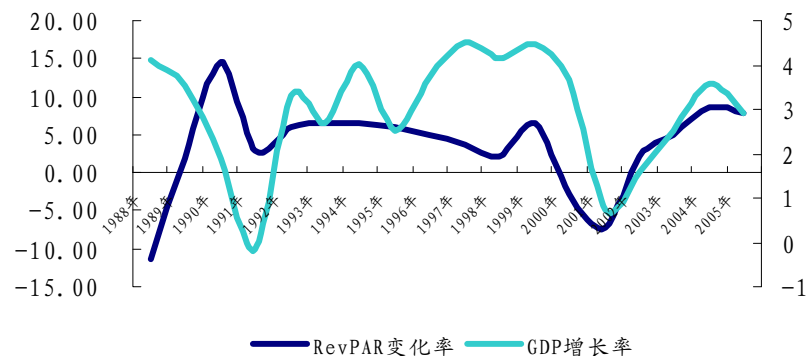


高星级酒店（1）：与宏观经济关联度大

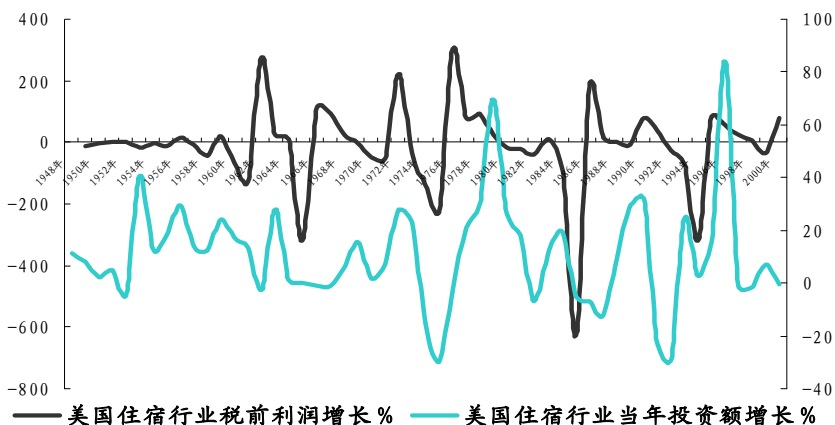
4 美国住宿行业利润变动与GDP变动有一定正相关性



美国酒店RevPAR变动%与GDP变动%



美国住宿行业利润变动%与当期投资额变动%



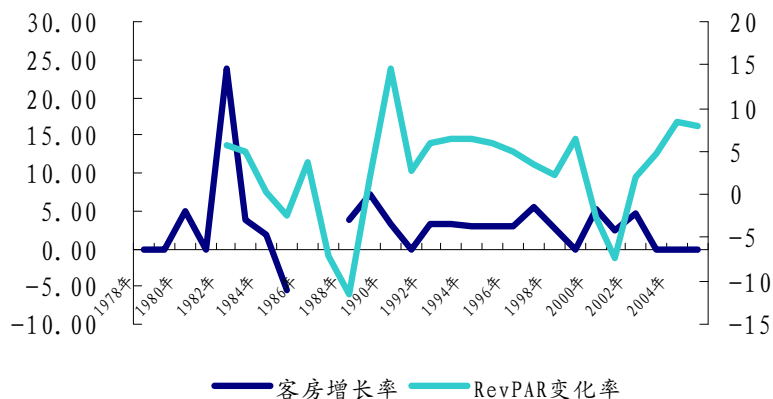
美国历史数据显示，星级酒店的RevPAR、住宿行业的税前利润率均与GDP呈一定的正相关性

结论：

星级酒店经营绩效将受到宏观经济状况影响

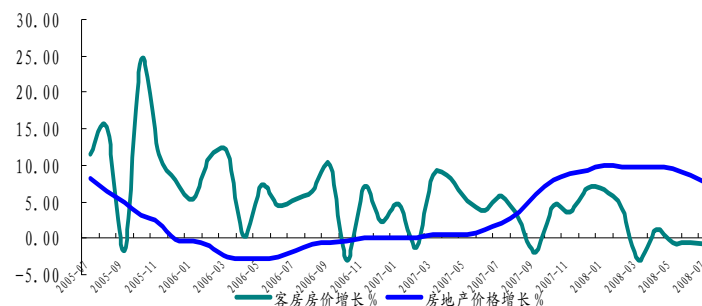
高星级酒店（2）：物业价值较难通过房价体现

一轮高扩张滞后

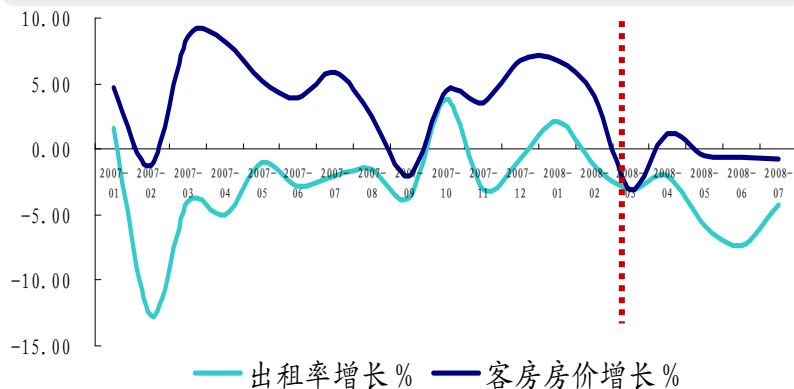


由于竞争激烈，高星级酒店物业价值尚无法通过房价体现

上海星级酒店客房与房地产价格变动基本没有关系



07~08年上海星级酒店出租率与房价变动%



08年3月以前，上海地区星级酒店房价同比增长，而出租率持续负增长；二者综合后，PevPAR仍有所增长；

以08年3月为拐点，星级酒店出租率房价双降，PevPAR加速下滑。

原因：

- 1、奥运等因素制约商务旅游、入境游等；
- 2、宏观经济景气下滑，直接对行业造成影响
- 3、激烈竞争令星级酒店不得不选择降价争取客源

高星级酒店（3）：一线城市率先过剩

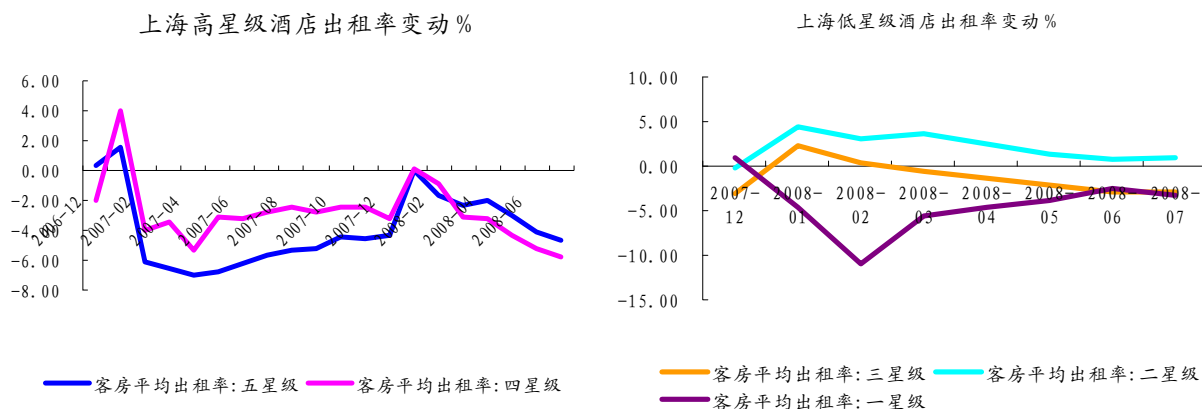
表：主要旅游城市/地区的星级酒店最新酒店数据一览

	时间段	平均房价	同比变化%	出租率%	同比变化%	PevPAR	同比变化
北京	1~9月	645.3	33.3	52.1	-8.8	336.20	21.57%
上海	1~7月	567.21	-0.05	57.50	-2.58	326.15	-2.63%
浙江	1~9月	292.97	4.37	61.79	-0.93	181.03	3.40%

资料来源：兴业研发整理

08年1~9月，北京市高星级酒店房价上涨带动RevPAR增长；

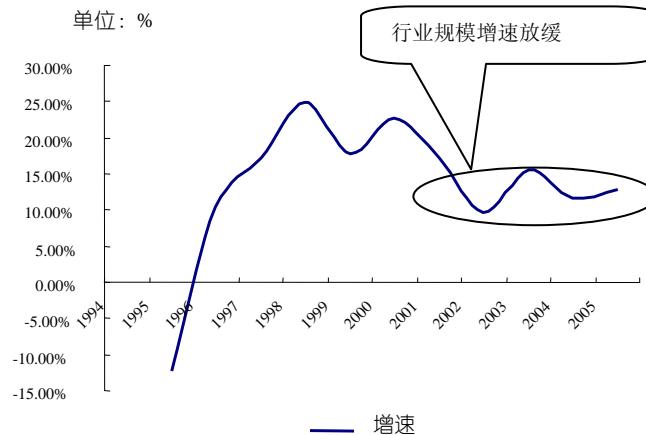
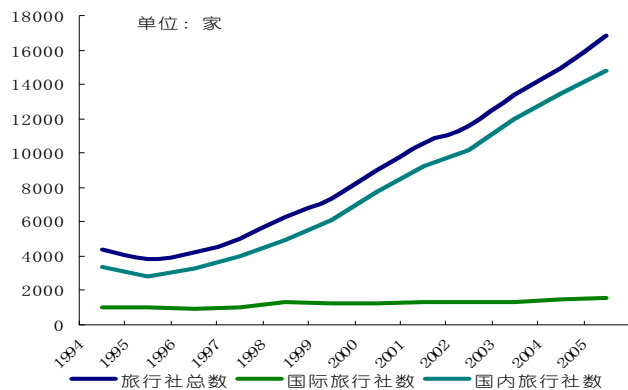
08年以来上海高星级、低星级酒店出租率变动情况



上海星级酒店供给增加，房价、出租率齐降；

二线省市星级酒店PevPAR普遍提高，增长相对稳健

旅行社行业：微利状态难以改变

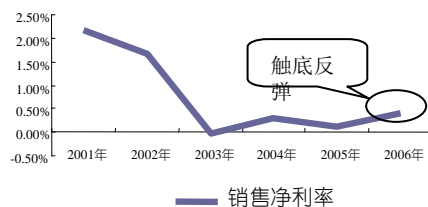


行业规模增速
放缓进入调整
期；

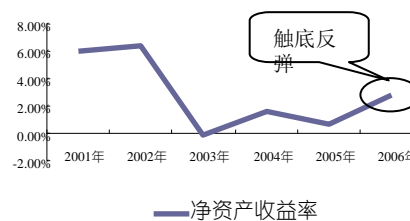
行业盈利能力
呈触底
反弹迹象

微利状态尚
未根本改变

旅行社行业2001 - 2006年销售净利率走势



旅行社行业2001 - 2006年净资产收益率走势

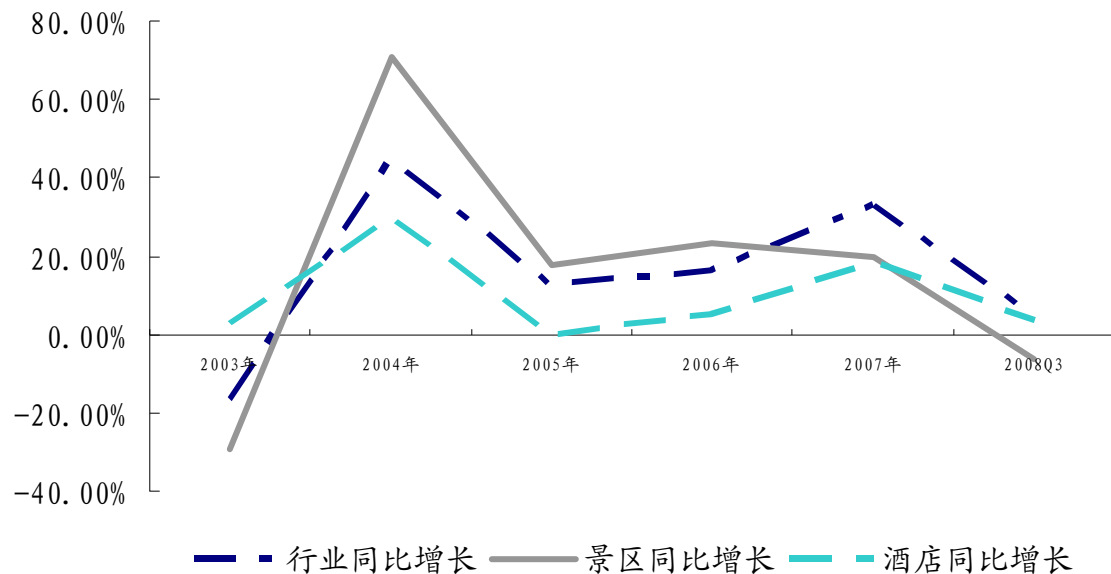


分析框架

- 旅游行业的周期性研判
- 2009年展望：有增长无井喷、有希望无惊喜
- 旅游股历史业绩和股价表现实证分析
- 构造旅游股投资组合：寻找安全边际

旅游类公司收入增长

景区子行业收入波动较大 08年表现堪忧



受行业特性影响，景区行业收入波动较大，在08年诸多非经常性因素的负面影响下，全年收入状况最不乐观；

酒店行业增速相对平稳
旅游综合类收入增速加速下滑

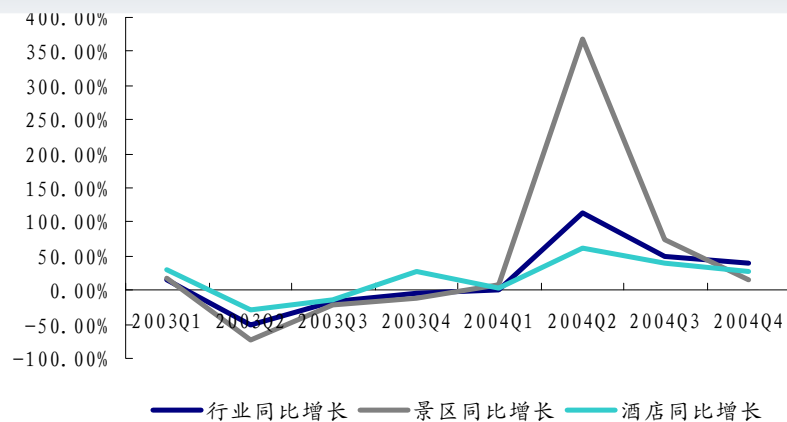
总体而言，旅游重点公司收入增速均由07年高点向下，但好于03年情况

说明：此处选择我们重点跟踪且历史数据连贯的9家旅游类公司
其中景区类包括-黄山旅游、桂林旅游、峨眉山A、丽江旅游
酒店类包括-锦江股份、金陵饭店、华天酒店、首旅股份

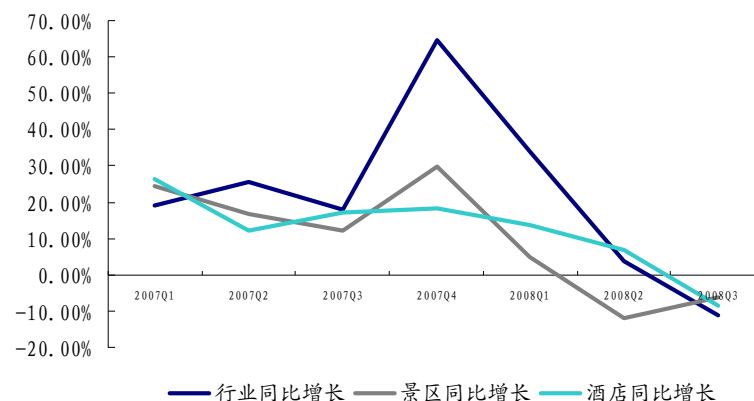
非经常性因素对行业的影响

- 今年下滑中除了地震和雪灾等非经常性因素，经济也起了部分作用；前三季度的收入增速逐季下滑
- 这与03年后两季度迅速反弹的情况不一样，宏观向下的阴影中，09年将以恢复为主，反弹难以期待04年的高度

03年非典导致Q2全行业大幅负增长，后逐季好转
04年出现报复性反弹



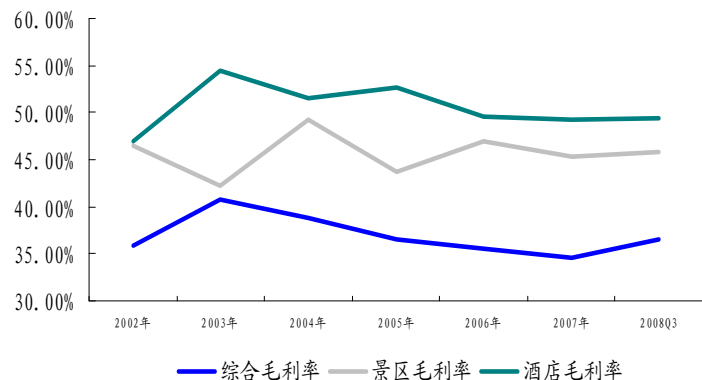
在非经常性因素和经济共同作用下
08年收入增速逐季度下滑



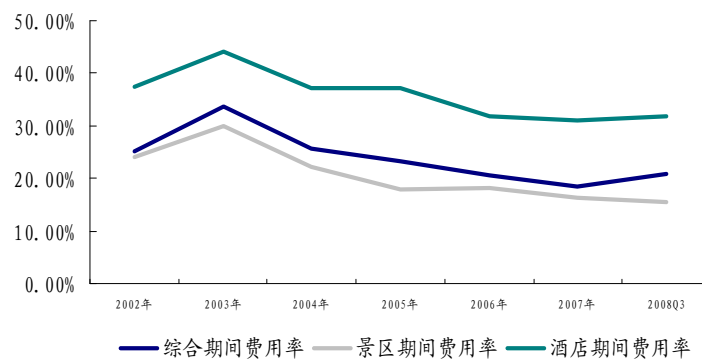
说明：此处选择我们重点跟踪且历史数据连贯的9家旅游类公司
其中景区类包括-黄山旅游、桂林旅游、峨眉山A、丽江旅游
酒店类包括-锦江股份、金陵饭店、华天酒店、首旅股份

行业经营面缓慢向好，投资收益影响利润变动

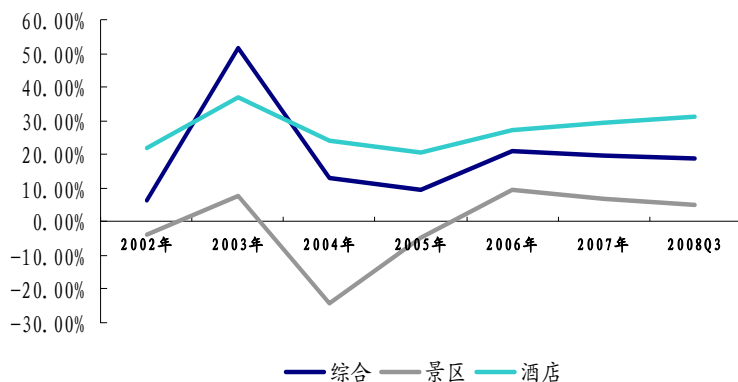
重点公司毛利率保持平稳



重点公司期间费用率稳步下降



投资收益/营业利润



重点公司管理水平有所提高，主要体现在费用率稳步下降中；由于旅游公司经营模式较稳定，毛利率基本平衡。

旅游类公司现金流普遍较好，而主业利润率偏低，因此多元投资现象突出。

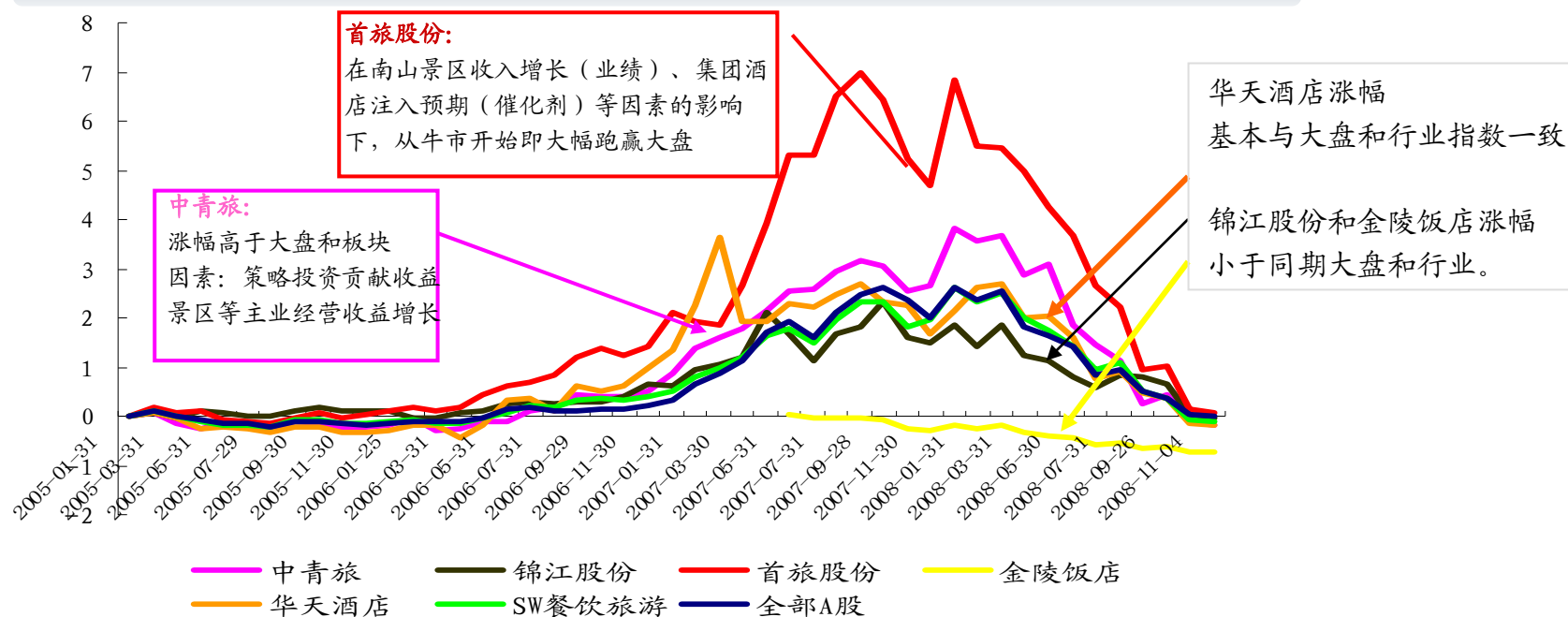
投资收益是影响利润增长的重要因素；近几个期间投资收益占利润的比例较为稳定。

回顾酒店、旅游综合类公司股价走势

酒店、旅游综合类公司：

- 容易在牛市中彪涨
- 在上一轮牛市中，涨幅跑赢同期大盘和餐饮旅游板块的公司的酒店、综合类旅游公司为：首旅股份、中青旅、华天酒店
- 涨幅落后大盘和行业的分别为：锦江股份、金陵饭店（金陵饭店07年4月上市）
- 涨幅跑赢大盘和板块的公司特点：牛市中有催化剂因素；业绩在某时间段有较好表现

酒店、旅游综合类公司在上一轮牛市中普遍跑赢行业指数和大盘

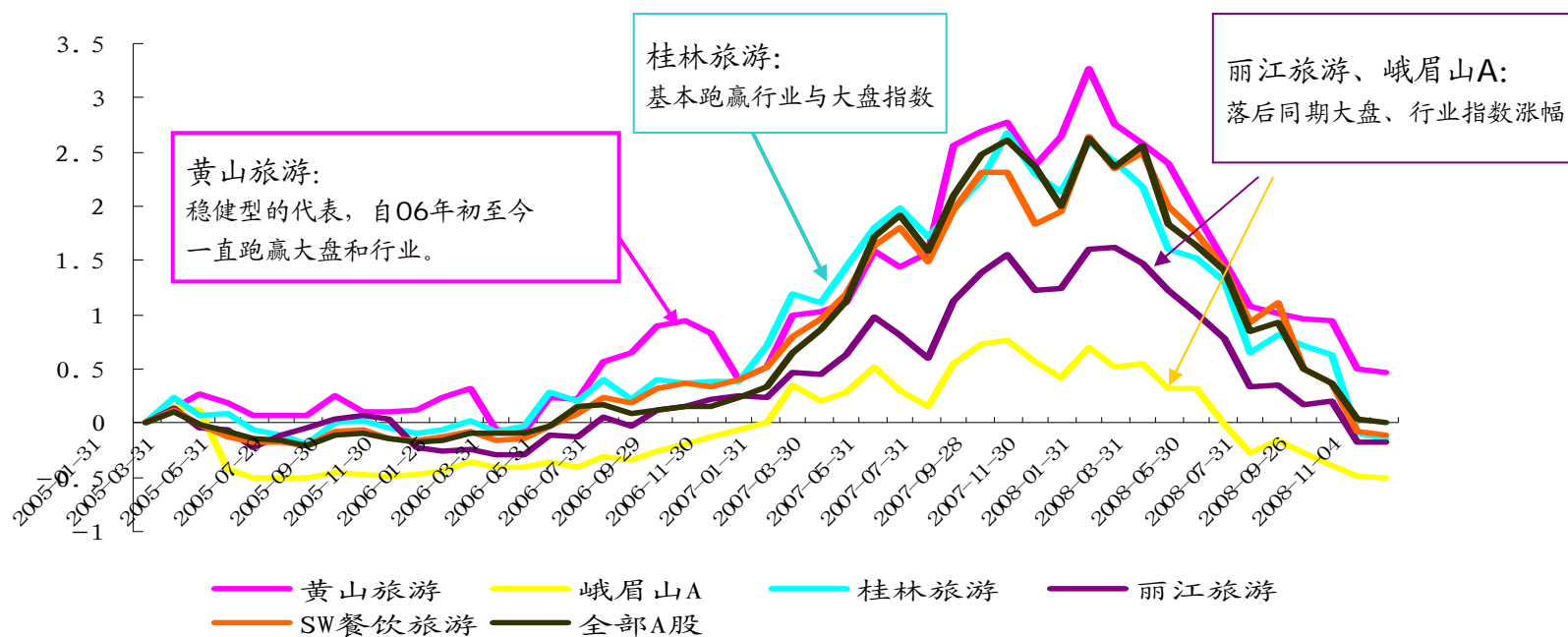


回顾景区类公司股价走势

景区类公司：

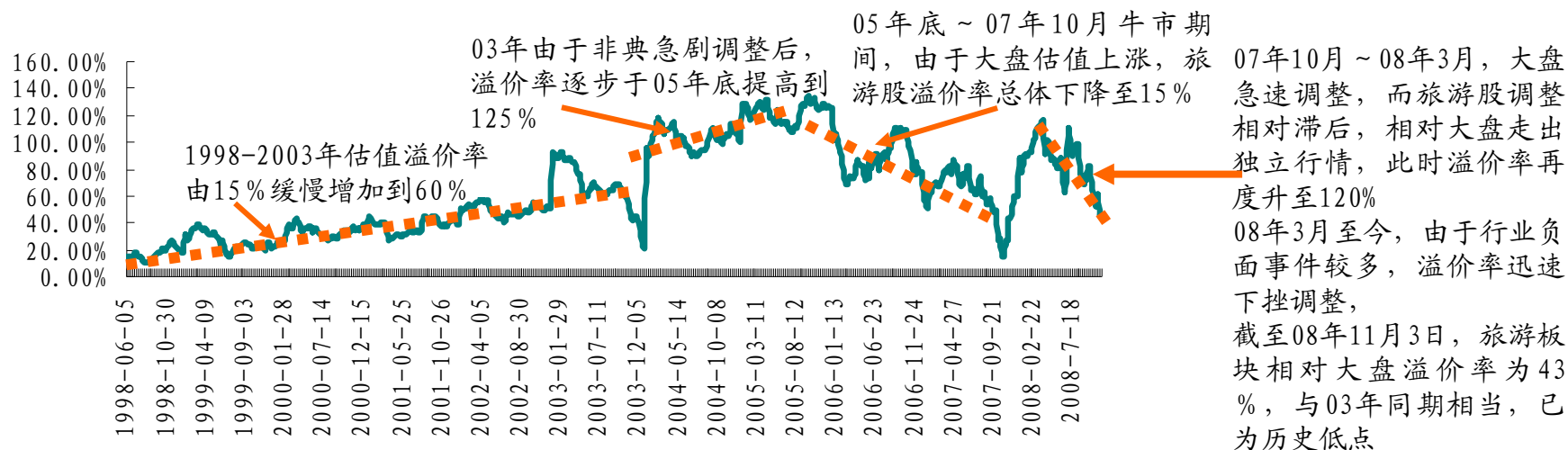
- 涨幅基本与大盘和行业保持一致；
- 涨幅超越同期大盘的景区类公司排名为：黄山旅游、桂林旅游
- 涨幅排名靠后的为：丽江旅游、峨眉山A

景区类公司普遍与大盘、行业指数涨幅一致



行业估值溢价率

1998年至今十年内
旅游股相对大盘的估值溢价率走势

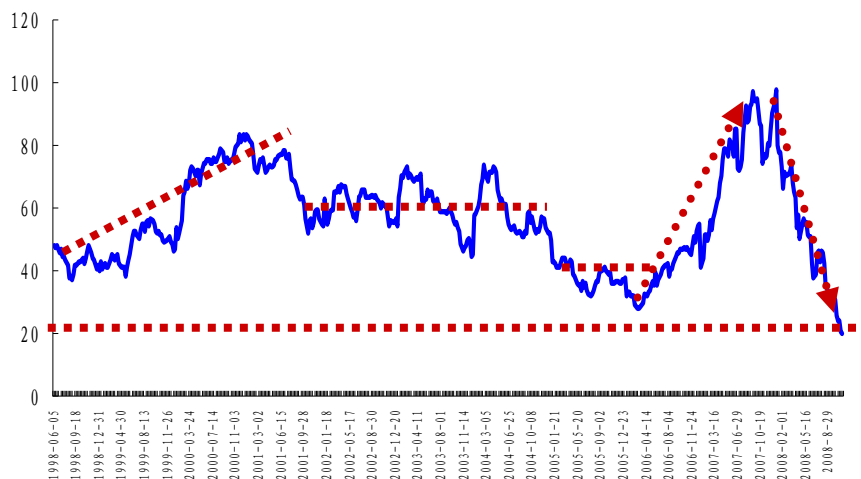


- 此处估值溢价率定义： $(\text{当期旅游板块PE} - \text{大盘同期PE}) / \text{大盘同期PE}$
- 溢价率的意义；判断短期内板块是否有估值层面的反弹因素；若板块相对于大盘调整过度，则短期内有反弹可能
- 旅游板块当前估值溢价率为43%，与03年(非典年)同期相当。该溢价率为十年内低点。

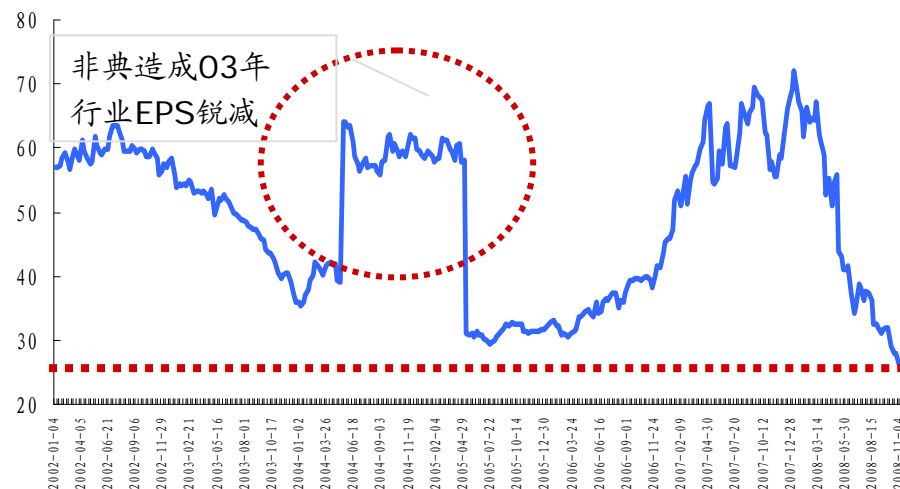
板块与重点跟踪公司的绝对估值已达6年最低

- 旅游股暴涨暴跌在本轮牛市以及之后的调整中表现得非常明显
- 可能的原因探讨：旅游公司催化剂因素较多 - 旅游地产（酒店、景区房地产等形势）、非主业投资、旅游主业在牛市财富效应中增长较好；
- 截至08年11月4日，SW餐饮旅游板块以及我们重点跟踪的9家旅游公司的绝对估值已达02年以来的最低水平。

餐饮旅游板块相对大盘的溢价率历史最低区间



餐饮旅游板块PE估值已处于历史最低区间



分析框架

- 旅游行业的周期性判研
- 2009年展望：有增长无井喷、有希望无惊喜
- 旅游股历史业绩和股价表现实证分析
- 构造旅游股投资组合：寻找安全边际

重点公司业绩预测与投资评级

上市公司	收盘价 (11月 4日)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
		2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E	
桂林旅游	5.6	0.3	0.18	0.38 (假设增发收购完成 并全年并表)	19	31	15	推荐
黄山旅游	10.85	0.33	0.38	0.49	33	29	22	推荐
中青旅	5.65	0.52	0.33	0.47	11	17	12	推荐
锦江酒店	6.96	0.44	0.44	0.41	16	16	17	推荐
峨眉山A	4.73	0.2	0.024	0.25	24	197	19	中性
金陵饭店	3.96	0.2	0.19	0.2	20	21	20	中性
丽江旅游	8.76	0.67	0.31	0.35	13	28	25	中性
华天酒店	4.46	0.47	0.55	0.39	9	8	11	中性

桂林旅游（000978） 价值低估的优秀景区经营者

- ❑ “珠三角后花园”地位稳固，大桂林旅游区进入历史最佳发展阶段。全年皆旺季，商务旅游大行其道。未来两年内交通条件大幅改善，公司所有景区（龙胜温泉、贺州温泉、银子岩、丰鱼岩、天门山等）通达型持续向好。
- ❑ 定向增发项目1：漓江大瀑布饭店和环城水系项目质地优良，由于是同一控制人下的收购，根据新会计准则，只要年内完成收购事项即将收购项目的全年利润并表。
- ❑ 定向增发项目2：天门山是交通便利、价值尚未体现的优质丹霞地貌景区；业绩简测：2~3年培育时间：100万人×500元/人=5亿收入。
- ❑ 定向增发项目3：天人谷项目：盈利能力很强的大型旅游地产项目，规模庞大，拟开发3738.亩土地以及1000余亩已规划的零星用地项目08年启动，分三期开发：三个别墅群落+一个高星级酒店+高尔夫球场。贡献利润时间很可能早于市场预期。
- ❑ 风险：1、弱市定向增发的风险；2、灾害天气、宏观风险。

	2007A	2008E	2009E
收入(万元)	33113	18820	589556
净利润(万元)	5312	3186	9386
EPS(元)	0.30	0.18	0.38
动态PE	19	31	15

资料来源：兴业证券研发中心（说明：假设增发7000万股，08~10年均全面摊薄后每股收益）

黄山旅游（600054） 市场风险小而收益高的龙头

- 景区质地好，溢价能力最强。
- 交通自07年起显著改善，背靠长三角，地理位置优越兼具观光、休闲度假双重概念，我们认为这样的景区最具备抵御行业系统性风险的能力。
- 09年旅游形势转好，有效票价提升，毛利率同比增长，利润增速较行业同类公司更有吸引力。
- 历史上来看，此类景区龙头公司最能代表子行业走势，跌不深，但涨幅大；最有可能跑赢行业指数以及同期大盘。
- 大股东承诺最低抛售价，给予弱市投资者以信心。
- 风险：1、公司费用控制不力风险；2、灾害天气、宏观风险。

	2007A	2008E	2009E
收入(万元)	104088	117644	136723
净利润(万元)	15118	17911	23096
EPS(元)	0.33	0.38	0.49
PE(X)	33	29	22

资料来源：兴业证券研发中心

中青旅（600138）：估值优势与主业增长

- 旅游主业构成已与06年完全不同：公司现旅游主业包括了旅行社、景区、酒店、旅游车辆等，是A股旅游类公司中产业链最为完善的。
- 乌镇和会展旅行社服务目前仍在快速发展阶段；08年上海会展公司、深圳会展公司刚刚成立，未来有对收入和利润的增量贡献。
- 即使完全剔除风采彩票业务与中青旅绿城房地产业务两项非持续性业务对估值的影响；以旅游主业以20X进行估值，将非持续性业务投资的净利润折现，我们认为公司安全价格在10元左右；目前绝对价格和估值均为历史低位，而公司主业构成已经大不相同，在旅游业务中找到了盈利主力，应予以充分认识。
- 风险：1、灾害天气、宏观风险；2、房地产销售低迷，拖累09年业绩；3、宏观经济增速放缓给乌镇、会展两项高端旅游业务增长带来压力。

	2007A	2008E	2009E
收入(万元)	453250	496,387	558,808
净利润(万元)	16272	13707	19521
EPS(元)	0.52	0.33	0.47
PE(X)	9	8	11

资料来源：兴业证券研发中心

欢迎交流

兴业证券研发中心 刘璐丹

liuld@xyzq.com.cn

(021) 68419393-1022

MSN: liu_lu_dan@hotmail.com