



社会服务行业旅游行业跟踪点 评：景气复苏预期确立 估值修 复料将先行



节后旅游板块相对收益显著,市场对板块受疫情影响边际减弱抱以积极态度。伴随各地防控更趋“人性化”,叠加对年内出行政策预期上的放松,行业整体迈出低谷可期。参照历史经验来看,受重大外部事件性因素影响,板块基本面和业绩看到实质性回升通常需较长的时间窗口,但一旦行业景气回升趋势确立、出行数据回暖加速人口流动预期背景下,估值将大概率先行于业绩表现,判断全年旅游板块修复行情将延续波动向上趋势。基于 2 年维度看,重点景区公司若对标 2019 年经营指标,绝对估值仍处于历史低位,安全边际较高。

各地防控渐趋“人性化”,预计疫情影响将逐渐弱化。虽然近期旅游数据表现仍相对平淡,但可以看到出行情况有显著改善(交通运输部数据显示春节假期全国预计发送旅客数量同比增长 31.7%),因为今年春节已非去年“就地过年”的政策思路,当前各地防控已越来越“人性化”“精细化”,且在实操中越来越避免“一刀切”现象。《“十四五”旅游业发展规划》中提到的适时启动入境旅游促进行动也可看作是政策层面的积极信号。因此我们认为,可以期待出行管控政策后续的适当放松,今年疫情影响减弱的趋势较明确,预计跨省游回暖有望为复苏贡献重要增量。

基本面恢复仍需较长时间周期,估值修复料提前兑现。历史经验看,景区公司基本面恢复的时间周期通常滞后于酒店、免税等高经营杠杆公司。我们以宋城演艺、中青旅、峨眉山 A、黄山旅游、复星旅游文化为例进行业绩弹性测算,中性假设条件下,判断 1 年期左右对应的业绩恢复程度约为

55%-70%之间,同时若基于 2 年完全恢复的前提假设下,当前股价对应 2023 年动态 PE 约为 20x 附近。截至疫情前,2019 年中信景区板块相对于全部 A 股估值倍数已处于历史最低水平。因此,即使后续板块经营指标能够在 1-2 年内回升至 2019 年的水平,绝对估值也并不显高,当前位置的风险收益比也较高。且在基本面边际向好的预期升温的背景下,市场对于板块估值的正反馈往往会大幅领先于业绩的实质性恢复。

多数公司动态估值落入历史中值以下,预计向下空间极为有限。我们将重点公司 2023 年动态 PE 与公司历史估值区间做比较,多数公司均处于历史低位。成长稳健、业绩复合增速和 ROE 水平相对较高的中国中免(26x)、宋城演艺(30x)处于历史中值附近。中青旅(16x)、黄山旅游(22x)、峨眉山 A(18x)仍处相对低位,该类公司旗下核心景区资产质地优异,疫情改善后的经营稳定性和现金流能力强,预计股价继续向下的空间非常有限。结合 DCF 估值法测算得黄山旅游(85 亿)、峨眉山 A(45 亿),因此从绝对估值法的思路看仍具备支撑,建议持续关注。

风险因素:局部疫情反复;自然灾害影响;政策管控收紧等。

投资策略。尽管当前受疫情影响,旅游总体数据表现仍然平淡,但景气度趋势回升确定情况下,判断市场将进一步放松对旅游板块短期估值的容忍度。近期板块股价回升(今年以来 CS 景区板块+18.97%vs.上证指数+0.17%)充分反映了市场对疫情影响趋弱及政策管控放松的预期,情绪传导至资金面均有明显的抢跑迹象。投资落地方面,建议重点关注业绩和成长性俱佳的休

闲景区稀缺标的(宋城演艺、中青旅、天目湖、复星旅游文化、海昌海洋公园)以及估值较低、具备明确安全边际的传统自然景区品种(黄山旅游、峨眉山 A 等)。展望 2022 全年,我们判断机会大于风险,疫情影响减弱的确定性较高,预计疫情修复投资主线将贯穿全年,对政策放松的预期升温之下股价表现望更先于基本面修复。

关键词: 疫情

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_37624

