

我国旅游业投资价值评价： 基于资本市场角度的研究

李红权¹, 黄先开²

(1. 湖南师范大学商学院金融系, 湖南长沙 410081; 2. 北京联合大学旅游学院, 北京 100101)

[摘要]文章借助于金融学的风险—收益理论及其经典的市场绩效评价指标,利用10年期的大样本数据,首次比较系统地分析了我国旅游业上市公司的投资价值,得出比较稳健的研究结论。研究结果表明,旅游业整体上获得了相对于市场平均水平的超额收益,旅游业的投资价值得到了投资者的肯定;从行业细分来看,市场表现最好的是景点类公司,其次是酒店类,综合类公司的市场表现一般;旅游企业的投资价值与公司质地、特别是盈利能力密切相关。

[关键词]旅游业;上市公司;投资价值;市场绩效

[中图分类号]F59

[文献标识码]A

[文章编号]1002-5006(2011)08-0012-05

1 引言

旅游业在我国是“朝阳产业”,有着巨大的需求潜力,在转变经济发展方式、刺激内需的国情下,大力发展旅游业无疑具有更加重要的现实意义。从宏观基本面来看,旅游业的发展前景有着极其优良的外部环境作为支撑,首先,我国经济持续保持稳定的高增长态势、居民可支配收入稳步增长,成为推动旅游业稳健增长的基本动力;其次,旅游业享有较大的

“政策红利”,2009年出台的《国务院关于加快发展旅游业的意见》是一个具有里程碑意义的重要文件,奠定了未来10年甚至更长时间内旅游业所享有的政策支持优势;最后,我国交通基础设施建设的高水平快速发展为旅游业发展提供了便利的客观条件。2010年上半年,实现国内旅游收入6055亿元,增长20.6%;旅游外汇收入215亿美元,同比增长14.5%,增幅超过此前10年的平均增幅14%(国内旅游收入)、12%(旅游外汇收入)。可以预期,在良好的基本面因素支撑条件下,国内旅游业将迎来一个新的快速发展时期。

经济基本面因素所决定的旅游业投资价值是毋庸置疑的,然而,我国旅游业本身却面临诸多挑战,如经营效益参差不齐、业绩增长缺乏可持续性、结构不合理、人才和科技的支撑作用不明显等,这都是影响旅游业投资价值的负面因素。作为一个既具有重大发展机遇又面临诸多挑战的朝阳产业,我国旅游业的投资价值到底如何?是否具有超额收益?投资价值或超额收益的主要来源是什么?这无论对于投资人还是旅游企业经营者来说都具有重要意义。

遗憾的是,对这些问题的回答和研究工作还比较缺乏。金融从业人士的非学术性工作侧重于对旅游业的行业发展前景评估与公司的财务分析;而学术界对于旅游业上市公司的研究则集中在发展现状分析与对策研究、经营绩效与竞争力评价方面(如戴学锋、刘亭立、唐霞、戴斌等、许春晓和叶莉等)^[1-5],这些研究工作对于改进旅游类上市公司经营绩效与制定旅游业发展对策具有重要价值,然而,从投资价值的角度对旅游业及其上市公司的系统性学术研究却是空白。

鉴于此,本文从资本市场的角度,运用金融学的

[基金项目]本研究受国家自然科学基金项目(71001036)、教育部人文社会科学研究青年项目(09YJC790084)和湖南师范大学社会科学青年学术骨干培养计划(09XGG27)资助。
[This study was supported by a grant from the National Natural Science Foundation of China (to Li Hong-quan) (No. 71001036) and a grant from the Humanities and Social Sciences Fund of Ministry of Education (to Li Hong-quan) (No. 09YJC790084)]

[收稿日期]2011-02-25; **[修订日期]**2011-06-04

[作者简介]李红权(1976-),男,河南南阳人,博士,副教授,研究方向为金融理论与实践, E-mail: Lhqun2000@126.com;黄先开(1964-),男,湖南人,博士,教授,院长, E-mail: xiankai@bnu.edu.cn。

风险—收益理论及其经典的技术性指标,系统、科学地评价旅游业及其上市公司的投资价值,回答本文所提出的一系列问题,以期为旅游企业优化经营决策、提升自身投资价值以及监管部门制定旅游产业发展政策提供参考。此外,不同于已有关于旅游业上市公司研究中常用的短期分析,本文采用10年期(2000~2010)的大样本分析,以客观反映旅游板块的经营业绩与投资价值,规避短期分析可能存在的偏误,保证研究结论的稳健性。

2 研究设计与数据样本

按照证监会关于上市公司行业类型的划分标准,和“大旅游”概念比较相关的行业有旅游业、旅馆业、餐饮业(以上3个行业证券业界统称为“酒店旅游板块”)。截止到2010年8月份,在深、沪两市A股上市的酒店旅游板块有27家上市公司,其中,17家为旅游行业上市公司,7家归属于旅馆业,3家为餐饮业。为了保证分析结论的稳健性,本文采用10年期的大样本分析,选取2000年之前上市的公司,符合条件的样本公司有15家,从中剔除掉3个异常样本公司(均为ST公司),并考虑到锦江投资和锦江股份主营业务有重合,且其实际控制人相同(西安旅游和西安饮食也是类似情况),分别选取锦江股份和西安旅游作为代表,最终实际可比的有效样本公司为10家。根据旅游业的经营特点,这10个样本公司中属于旅游资源类(或称景点类)的公司有2家、酒店类4家、综合类4家。基本信息见表1,从股本规模看都不大,基本都属中小盘股票。

表1 旅游业上市公司基本信息

Tab.1 Basic information of listed tourism companies

类 型	股票简称	代 码	总股本(亿股)
景点类	峨眉山 A	000888	2.35
	黄山旅游	600054	4.71
酒店类	华天酒店	000428	5.53
	锦江股份	600754	6.03
	东方宾馆	000524	2.70
	新都酒店	000033	3.29
综合类	北京旅游	000802	1.37
	西安旅游	000610	1.97
	西藏旅游	600749	1.65
	中青旅	600138	4.15

数据来源:CSMAR数据库。

注:本表数据以2010年3月31日为准。

这10家上市公司及上证综指的每日交易数据来源于华泰联合证券专业版行情系统,数据区间为2000年1月1日至2010年8月16日,剔除“日历黑洞”等因素,每个个股的有效样本数约为2500左右。文中所用的财务数据来源于新浪财经数据库。

3 研究方法 with 实证结果分析

本节应用金融学的风险—收益理论与经典的评价指标如夏普比率、系数、相对收益率、标准差与风险价值 VaR 指标等,系统分析旅游业的投资价值,并回答在引言部分提出的问题。

3.1 旅游业是否具有超越市场平均水平的超额收益

判断某个行业是否具有较高的投资价值,最直接的方式就是考察行业本身是否具有超越市场平均水平的超额收益,也就是说,相对收益率是否为正。表2反映了旅游行业相对整个市场的收益水平。

从表2中看,旅游业上市公司整体上比较不错,获得了资本市场的青睐,10家公司中8家的收益率水平都远高于资本市场的平均收益率水平,其中,华天酒店、峨眉山 A 和锦江股份的超额收益率都在200%以上,这反映了旅游业整体上具有较高的投资价值。从行业内部细分来看,景点类的公司表现最好,酒店类次之,综合类表现一般,收益率水平略低于市场收益的2家公司中,酒店类与综合类各占一家,其中,新都酒店属于单体酒店、经营不善,西安旅游则是由于主营业务规模小、盈利不强等原因。

表2 旅游业上市公司的相对收益率

Tab.2 Relative return of listed tourism companies

类 型	股票简称	区间收益率(%)	区间相对收益率(%)
景点类	峨眉山 A	365	270
	黄山旅游	275	180
酒店类	华天酒店	485	390
	锦江股份	319	224
	东方宾馆	203	108
	新都酒店	64	-31
综合类	北京旅游	124	29
	西安旅游	70	-25
	西藏旅游	122	27
	中青旅	161	66

注:本表中的时间区间为2000年1月1日至2010年8月16日;市场基准选取上证综合指数,其区间收益率为95%。

3.2 旅游业上市公司的风险—收益综合评价

虽然基于收益率的评价简洁直观,但并不全面,考察上市公司的投资价值需要同时关注收益和风险

两个要素,理性投资者最偏好的是高收益、低风险。关于风险的度量指标有标准差、VaR值^[6]、 β 系数^[7]等,对风险—收益做出综合评价的指标有夏普指数(Sharpe Ratio)^[8]等。

其中,风险价值 VaR 是评价风险状况的常用指标,它反映的是资产或资产组合在一定持有期内的最坏预期损失。在数学上,它表示为投资工具或组合的损益分布(P&L distribution)的分位数(α -quantile),其表达式为:

$$\Pr(\Delta P \Delta t \leq -VaR) = \alpha \quad (1)$$

β 系数代表的是股票资产的系统性风险,用以度量一种证券或一个投资证券组合相对总体市场的波动性。 β 系数越高,系统性风险越大,个股相对于市场整体的变动幅度就越大。在实际操作中,可以通过回归方程得到 β 的估计值:

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha + \beta \times (R_{m,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_t \quad (2)$$

综合评价指标夏普指数(记为 S_p)反映的是单位风险所带来的超额回报率,公式如下:

$$S_p = (E(R_p) - R_f) / \sigma_p \quad (3)$$

其中, $E(R_p)$ 为资产组合的期望回报率, R_f 为无风险利率, σ_p 为标准差。

本文运用以上方法通过风险—收益的综合评价以全面分析旅游业上市公司的投资价值,结果见表3。

表3 旅游业上市公司的风险—收益特征评价

Tab.3 Risk-earning characteristic of listed tourism companies

股票简称	期望收益 率(%)	标准差 (%)	β 系数	VaR 值 (%)	夏普 比率	排名
峨眉山 A	0.62	2.75	0.97	4.43	2.05	1
黄山旅游	0.53	2.48	0.89	4.03	1.91	3
华天酒店	0.71	5.02	1.55	7.43	1.30	4
锦江股份	0.58	2.68	0.44	4.28	1.96	2
东方宾馆	0.44	3.23	1.11	5.35	1.19	5
新都酒店	0.20	3.39	1.12	5.42	0.43	9
北京旅游	0.33	4.08	1.30	6.95	0.67	8
西安旅游	0.21	3.74	1.36	6.32	0.41	10
西藏旅游	0.32	3.21	1.03	5.22	0.82	7
中青旅	0.38	3.68	1.32	6.31	0.88	6

注:收益率为日收益率;排名依据夏普比率的大小排序;表中的夏普比率数值为实际值 $\times 100$ 。

首先,从不同的风险评价指标来看,高波动率风险对应于较高的 VaR 风险损失值,也对应于较大的 β 系数,这说明风险测度趋于一致。从夏普比率的

综合评价角度来分析,收益率高同时风险较低的公司获得了较好的评价,单位风险获得报酬率排名前5位的公司依次是峨眉山 A、锦江股份、黄山旅游、华天酒店和东方宾馆,都是景点类和酒店类的上市公司,综合类旅游企业的排名在后5位,这和表2中的分析结论相似。此外,夏普比率序列和收益率序列的 spearman 秩相关系数为 0.90(p 值为 0.00),这一方面说明投资人关注收益率排名有一定的合理性,同时也说明了单纯关注收益率排名不够科学,毕竟收益—风险的综合评价排序和单纯按收益率排名并不完全一致,例如表3中华天酒店的收益率最高,但风险也最高,综合绩效排名第4。

3.3 旅游企业投资价值的来源考察

前述的分析表明,旅游业整体上获得了相对于市场平均水平的超额收益,具有较高的投资价值,进一步的问题则是投资价值或超额收益是否反映了公司的内在质量,是否和公司的盈利能力或者经营成长能力密切相关?表4和表5给出了超额收益来源考察的结论。

表4 旅游业上市公司的超额收益与盈利能力(ROE)关系考察

Tab.4 Relationship between listed tourism company's excess earning and its earning ability (ROE)

股票简称	相对收益 率(%)	排名	ROE 均 值(%)	排名	ROE 最 大值(%)	ROE 最 小值(%)
峨眉山 A	270	2	7.54	5	12.16	3.36
黄山旅游	180	4	7.63	3	16.71	-6.15
华天酒店	390	1	9.08	1	22.51	2.15
锦江股份	224	3	7.65	2	12.68	2.22
东方宾馆	108	5	-1.68	7	6.28	-17.81
新都酒店	-31	10	-5.12	10	1.5	-45.59
北京旅游	29	7	-3.77	9	8.73	-32.94
西安旅游	-25	9	2.70	6	6.85	-0.73
西藏旅游	27	8	-1.85	8	13.73	-32.16
中青旅	66	6	7.62	4	11.83	2.79

注:相对收益率来源于表2;ROE为年度净资产收益率;表中的ROE均值为2000~2009年10年间的净资产收益率算术平均值。

在表4中相对收益率的值代表超额收益的大小,净资产收益(ROE)则是衡量公司盈利能力的最重要指标。从表4可知,按照相对收益率大小的排序结果和按净资产收益率高低对公司的排名顺序非常相似,事实上,两者之间的 spearman 秩相关系数为 0.81(p 值为 0.01),属于高度相关,也即 ROE 越

高的公司在资本市场上获得的超额收益越大。这表明旅游类公司的资本市场投资价值 and 公司的盈利能力紧密相关。另外,单从 ROE 均值的大小来看,排名前 5 位的依次为华天酒店、锦江股份、黄山旅游、中青旅和峨眉山 A,酒店类和景点类的公司进入前 5 位,这和以前的分析结果一致,比较不寻常的是,属于综合类的中青旅排名第 4 位,这说明中青旅的经营能力不错、旅行社盈利能力相对较强;ROE 均值排名靠后的 5 家公司中,除了综合类的 3 家外,还有 2 家酒店类企业:东方宾馆和新都酒店,这两家酒店都属于单体式酒店,盈利性不够。从 ROE 的最大值、最小值来分析,峨眉山 A、华天酒店、锦江股份、中青旅的 ROE 历年来均为正,说明这些企业的盈利能力比较稳定,具有较强的可持续发展能力。

表 5 旅游业上市公司的超额收益与其营运成长能力关系考察

Tab.5 Relationship between listed tourism company's excess earning and its management ability or growth rate

股票简称	相对收益率(%)	排名	营运能力	排名	成长能力(%)	排名
峨眉山 A	270	2	61.089	1	21.64	4
黄山旅游	180	4	25.28	4	17.31	6
华天酒店	390	1	22.47	5	25.29	2
锦江股份	224	3	26.64	3	3.63	7
东方宾馆	108	5	17.70	6	3.49	8
新都酒店	-31	10	13.48	8	-4.42	10
北京旅游	29	7	29.99	2	-1.34	9
西安旅游	-25	9	14.64	7	19.07	5
西藏旅游	27	8	3.21	10	32.66	1
中青旅	66	6	10.09	9	25.14	3

注:相对收益率来源于表 2;表中的营运能力用应收账款周转次数表示,成长能力用主营业务收入增长率度量,数值均为 2000 ~ 2009 年 10 年间的指标算术平均值。

表 5 列示了超额收益与其营运成长能力的考察结果。首先从超额收益和营运能力关系的角度考察,两者的 spearman 秩相关系数为 0.61,属于中度相关,但其 p 值仅为 0.07,说明这一结果的可靠性仅为 93%,没有达到严格意义上 95% ~ 99% 的可信度。超额收益与成长能力两者之间的 spearman 秩相关系数更低,只有 0.32 (p 值为 0.36),说明两者之间的相关性微乎其微,也即超额收益大小与其成长能力无关,这和表 4 中得出的结论差异较大。

总体而言,研究结果表明,旅游业上市公司的市场溢价更多是反映公司的盈利能力,而与公司的成

长性基本无关,这说明旅游业上市公司若想提高自身的投资价值,应该走发展内涵、提高资产盈利能力的道路,而不是盲目扩大市场份额甚至追求业务的多元化。

4 研究结论

本文从资本市场的视角,运用金融学的风险—收益理论与经典的市场绩效评价指标,利用 2000 ~ 2010 年间的大样本数据,首次比较系统地分析了我国旅游业的市場投资价值,主要结论如下:

(1)旅游业上市公司整体上获得了高于市场总体水平的超额收益,这表明资本市场青睐旅游业这个“朝阳产业”,旅游业的投资价值获得了投资者的充分肯定,这对于旅游业的发展和资本运营来说是一个利好消息。就旅游业内部细分市场而言,无论是从收益率水平还是从风险—收益的综合绩效评价角度,景点类和非单体型酒店类表现比较出众,综合类旅游公司业绩平平。酒店类中连锁类、非单体酒店表现抢眼,而单体类酒店业绩堪忧;综合类旅游公司整体上表现一般,但其中的旅行社表现相对较好。

(2)旅游类上市公司的投资价值与公司的内在质量如盈利能力等密切相关。经营与盈利越强的公司更容易在资本市场上获得超额收益。这说明旅游类企业应进一步苦练内功,加强经营管理能力,提升盈利能力,这样才能获得投资者与资本市场的青睐,才有可能借助于资本市场的平台获得更大的发展空间。

(3)从市场绩效和盈利能力排名看,酒店进行连锁经营、综合经营是未来的趋势,单体酒店面临转型的压力;景点类公司依托自然资源的垄断优势,仍将获得高于行业平均水平的收益;旅行社经营稳健、发展可持续性比较强,未来还会有较大的增长空间;经营压力最大的是一般的综合类旅游公司,需要寻找利润增长点、提升综合经营管理能力,稳健经营、实现企业可持续发展,最终达到提升公司价值的目的。

【参考文献】

- [1] Dai Xuefeng. An analysis of the management of the tourism listed companies in China [J]. *Tourism Tribune*, 2000, (1): 15 ~ 21. [戴学锋. 旅游上市公司经营情况分析[J]. 旅游学刊, 2000, (1): 15 ~ 21.]
- [2] Liu Tingli. An analysis and evaluation on operational performance of listed tourism companies [J]. *Tourism Tribune*, 2005, (4): 92 ~ 96. [刘亭立. 旅游业上市公司经营业绩分析与评价[J]. 旅游学刊, 2005, (4): 92 ~ 96.]

- [3] Tang Xia. An empirical analysis on stock ownership structure and operational performance of China's listed tourism companies [J]. *Tourism Science*, 2006, (2): 47-53. [唐霞. 我国旅游上市公司股权结构与经营绩效的实证分析[J]. 旅游科学, 2006, (2): 47-53.]
- [4] Dai Bin, Qin Yu, Xia Li, Shu Biao. Study on the development indexes of China's tourism listed companies: 2002-2006 [J]. *Tourism Tribune*, 2008, (6): 12-17. [戴斌, 秦宇, 夏莉, 舒标. 我国旅游业上市公司发展指数研究: 2002-2006[J]. 旅游学刊, 2008, (6): 12-17.]
- [5] Xu Chunxiao, Ye Li. An empirical analysis on the comparison of dynamic competitiveness in China's listed tourism companies [J]. *Tourism Tribune*, 2008, (5): 28-32. [许春晓, 叶莉. 我国旅游上市公司动态竞争力比较的实证分析[J]. 旅游学刊, 2008, (5): 28-32.]
- [6] Jorion P. Risk: Measuring the risk in value at risk [J]. *Financial Analysts Journal*, 1996, (Nov/Dec): 37-45.
- [7] Sharpe W F. Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk [J]. *Journal of Finance*, 1964, 19(9): 425-442.
- [8] Sharpe W F. The sharpe ratio [J]. *Journal of Portfolio Management*, 1994, (Fall): 49-58.

Evaluation on the Investment Value of China's Tourism Industry: Based on the Perspective of Capital Market

LI Hong-quan¹, HUANG Xian-kai²

(1. School of Business, Hunan Normal University, Changsha 410081, China; 2. Institute of Tourism, Beijing Union University, Beijing 100101, China)

Abstract: With the help of risk-return theory in finance science and its classical evaluation index of market performance, the paper for the first time more systematically analyzes the investment value of listed tourism companies based on large sample date as long as ten years and obtains more sound study conclusions. The study results show that as a whole, tourism industry gains an excessive return as compared with average market return and investment value of China's tourism industry wins confirmation from the investors. Viewing from industrial segment, companies focusing on landscapes and scenic spots gain the best performance, followed by hotel companies and comprehensive-type companies are just so so in terms of market performance. The investment value of tourism businesses is closely related with their quality and ability for gaining profits.

Key words: tourism industry; listed company; investment value; market performance

[责任编辑:宋志伟;责任校对:廉月娟]

时空思维之旅游研究应用与启示

马耀峰, 高 军, 李创新

(陕西师范大学旅游与环境学院, 陕西 西安 710062)

[摘 要] 时空思维对于多学科、综合性的旅游研究具有普遍意义, 且具有横断特征的学术探讨价值。文章在进行时空思维概念与内涵理论分析的基础上, 结合国内外的旅游实践研究, 经归纳提炼, 提出了几种时空思维的旅游研究应用模式。认为从时空角度研究旅游是旅游研究的关键思维路径; 时空思维方法可望解决旅游研究的一些重大问题; 旅游研究中的“时空思维自觉”将会提高研究的深度与科学性; 时空思维分析的技术手段越来越成熟。

[关键词] 时空思维; 旅游研究; 应用; 启示

[中图分类号] F59

[文献标识码] A

[文章编号] 1002-5006(2011)08-0016-10

思维是人们认识世界的必然方式, 对科学研究具有重要的意义。人类为了求得生存与发展, 就需要了解和掌握客观世界中万事万物的基本性质及其相互联系的基本规律, 而思维就是人类为实现这一目的所不可缺少的智力机能^[1]。科学研究目的在于对事物和现象更加客观准确、深入全面的认识, 而达到此目的的顶层方式, 首先必经人的高级思维, 科学认识是科学思维的产物。

[基金项目] 本研究受国家自然科学基金项目(40771058/40901077)资助。[This study was supported by a grant from the National Natural Science Foundation of China (to MA Yao-feng) (No. 40771058 and No. 40901077).]

[收稿日期] 2011-03-10; **[修订日期]** 2011-06-09

[作者简介] 马耀峰(1949-), 男, 陕西兴平人, 教授, 博士生导师, 主要研究方向为旅游开发与市场、地理信息系统等, E-mail: myfmx@snnu.edu.cn; 高军(1981-), 男, 山东菏泽人, 博士生, 研究方向为旅游市场开发与城市游憩, E-mail: gaojun1982330@163.com; 李创新(1983-), 男, 河南洛阳人, 博士生, 研究方向为旅游市场与开发, E-mail: Lcx2008@stu.snnu.edu.cn.