

Is there golden opportunity in the “Golden Week”?

HK Stock Market Strategy Comments

- **Where is the opportunity?** The essence of the “Golden Week” factor is based on the market’s consensus of the seasonal fluctuations in the revenue of related sectors, boosted by a surge in tourists. Government statistics show clear evidence that related sectors in mainland China have been affected by the “Super Golden Week” factor. However, we can’t find the same clear evidence in Hong Kong retail and Macau gaming sectors. Different sub-industries show different levels of sensitivity to the holiday factor. The revenue of these sectors are also significantly affected by cyclical and policy factors.
- **How much gold is in store for the Golden Week?** The gaming sector is the most heavily-weighted among all sectors related to the holiday factor. Historical data show that the gaming sector has been affected significantly. Among all 6 related sub-industries (Macau gaming, local retail, jewelry & watch, mainland Chinese retail, and transportation), statistics show that the gaming sector and China’s transportation sector have the most potential to benefit from the holiday factor.
- **Investment advice:** The “Golden Week” factor usually prompts short-term rallies, which reflect market consensus, within 1-2 weeks before or after the holiday. Sectors with stronger consensus tend to have more potential. For the “Super Golden Week” this year, we recommend focusing on the gaming sector and China’s transportation industry as they are more sensitive to the influx of mainland China’s tourists.

Macro Analysis & Strategy Team
Research Department
CMS (HK)

Zhizhong CHEN
(86-755) 83074302
chenzz@cmschina.com.cn

Dr. Cliff ZHAO, CFA
Chief Strategist
(852) 31896126
wenzhao@cmschina.com.cn

Sept. 18, 2013

淘金“超级黄金周”？

香港股票市场投资策略短评

- **“超级黄金周”藏金何处：**“黄金周”概念的本质是市场对于节日期间游客集中出行带来相关行业收入季节性波动的一致预期。我们从内地黄金周相关统计数据中可以明显发现“超级黄金周”的影响，但在港股市场更多关注的本港零售和澳门博彩行业中，我们仅能在细分行业层面发现“超级黄金周”因素的作用。各细分行业对内地客流的季节性波动敏感程度不一。其他周期性因素以及政策因素都会显著异化港澳零售、博彩行业的收入波动。
- **“超近黄金周”含金几何：**从市值权重的角度来看，澳门博彩业是节日概念相关行业中权重最大的行业板块。这一板块也在市场历史表现中体现出了节日因素的影响。而对包括澳门博彩、本港零售、珠宝钟表、内地商业、内地交运等相关板块（其中两个内地板块是港股市场过去不太与节日因素联想在一起的）的历史数据分析表明，澳门博彩和内地交运是最容易体现节日因素的行业板块。
- **投资建议：**“黄金周”因素一般推动市场在节日前后1-2周内以较短的行情体现市场的一致预期。预期越明确的行业越有可能走出显著行情。结合本次“超级黄金周”的情形，我们推荐关注受内地游客潮影响更为明显的澳门博彩和内地交通行业。介入时机应为节前，并在节后密切关注短线走势，随时获利了结。

招商证券（香港）研究部
宏观策略研究团队

联系人：

陈治中

(86-755) 83074302

chenzz@cmschina.com.cn

赵文利 博士 CFA

首席策略师

(852) 31896126

wenzhao@cmschina.com.cn

2013年9月18日

一、“超级黄金周”藏金何处？

在自由行政策普及后，“黄金周”因素对以本港零售、澳门博彩娱乐、酒店餐饮服务等行业板块的促进作用日渐明显，节日消费概念已经逐渐成为一个相对固定的季节性投资机会。而今年的中秋节假期和国庆节“黄金周”仅相隔一周左右的时间，从而使得内地居民可以将两个假期“连休”后获得最长超过 20 天的超长假期。这一次的“超级黄金周”能否给消费股板块带来额外的惊喜呢？

上一次的“超级黄金周”出现在 2010 年，当年的中秋节假期为 9 月 22-24 日，内地居民如果申请 6 日的年假，则可以获得 16 日的连休假期。在这个当年被戏称为“史上最折腾”的双节假期中，内地旅游业录得了十分明显的规模增长，当年的游客总数和“黄金周”旅游总收入均创下多年高点纪录。该纪录直到 2012 年内地推出节气期间公路免费政策后才被刷新。如果再考虑到内地“黄金周”旅游专项统计数据并不涵盖法定假期前后的时期，上一个“超级黄金周”的相关数据可能更加靓丽。

表 1：2008 年以来内地各个“黄金周”的统计数据（年同比-%）

	总规模		交通运输收入		重点旅游城市收入	
	游客总数	总收入	民航客运	铁路客运	商业	餐饮
2008-02	-5.20	-6.20	0.00	--	25.80	14.10
2008-10	22.10	24.20	33.80	35.00	21.10	13.80
2009-02	24.70	23.10	26.25	--	6.50	11.90
2009-10	12.40	10.60	10.44	9.82	--	--
2010-02	14.80	26.90	21.05	25.22	21.80	12.70
2010-10	27.10	32.40	27.27	13.51	19.00	14.00
2011-02	22.70	27.00	13.04	9.89	11.20	17.10
2011-10	18.80	25.10	16.07	9.13	15.30	17.20
2012-02	14.90	23.60	5.77	-1.93	17.20	13.30
2012-10	40.90	44.40	25.54	20.73	--	--
2013-02	15.10	15.40	4.00	-10.49	--	--

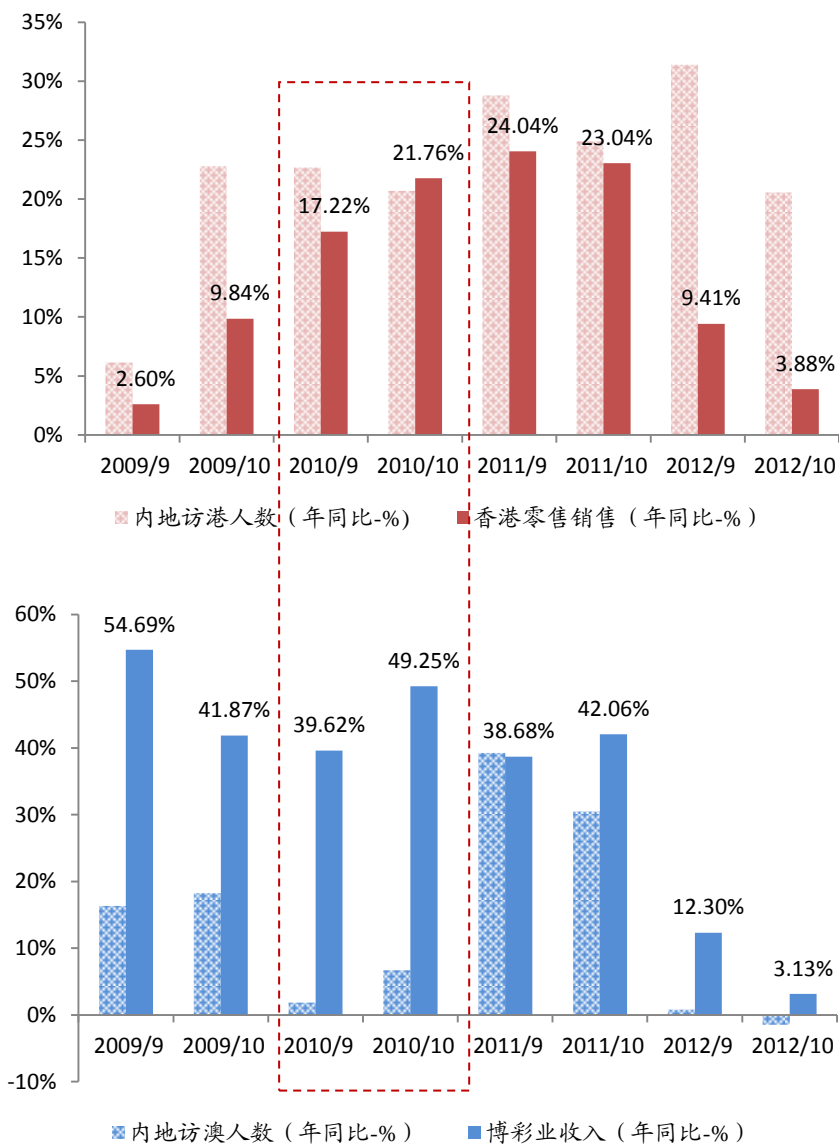
数据来源：Wind EDB，招商证券（香港）

“黄金周”概念的本质是市场对于节日期间游客集中出行带来相关行业收入季节性波动的一致预期。在内地 A 股市场，“黄金周”概念主要集中于餐饮旅游、交通运输等行业板块；而港股市场则更多关注于本港零售和澳门博彩行业板块。但是，港澳两地的相关统计数据却未明显体现出上一次“超级黄金周”带来的影响。

数据显示，2010 年 9 月和 10 月，香港本地零售业销售收入同比增幅分别为 17.22% 和 21.76%，虽然增速大幅高于 09 年同期，但纪录很快在 11 年被刷新。而澳门博彩行业 10 年 9 月和 10 月的收入同比增幅分别为 39.62% 和 49.25%。这一增速虽然可观，但和 09 年和 11 年同期相当，也未体现出“超级黄金周”带来的影响。而且，相关数据还进一步表明，

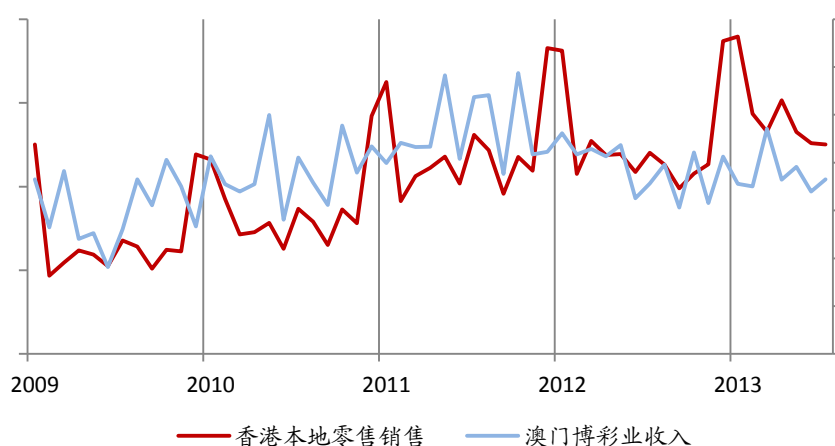
国庆节假期并非港澳两地消费行业的业绩高点。尤其是本港零售业的业绩高峰还是主要受年底的双节（圣诞节、春节）因素的主导（如图 2）。

图 1：“超级黄金周”对港澳两地的推动作用不十分显著



数据来源：CEIC，招商证券（香港）

图 2: 国庆假期对香港零售业的影響力不及年终双节



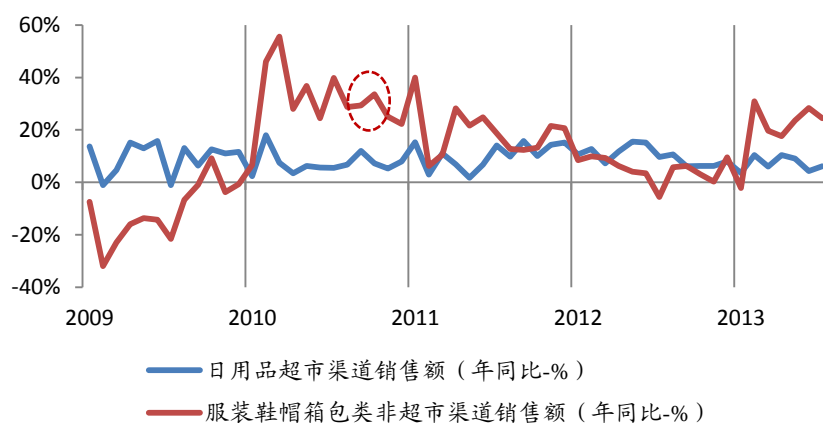
澳门博彩业收入全年分布大体平衡，但 10 月的表现仍比较突出。但香港零售业则表现出非常鲜明的年终和年初高点的特性，这明显是受到了圣诞节和春节因素的影响。

数据来源：CEIC，招商证券（香港）

“超级黄金周”对港澳两地的消费行业收入影响主要体现在内地长途旅客客流（有别于频繁访港的广东省内短途客流）方面。因此，如果我们进一步细分消费领域，依然还是可以发现内地长途旅客客流的踪迹。

选取香港本地超市渠道日用品（包括化妆品、日用化学品和家居用品）销售额——主要代表短途旅客的日常采购，以及香港本地非超市渠道的服装鞋帽箱包产品的销售额——更能代表长途旅客的采购习惯，对比之后可以发现，2010 年 9-10 月，香港本地非超市渠道（专卖店和百货公司为主）的服饰类零售收入同比增速要显著高于其他年份，这一数据在很大程度上体现了“超级黄金周”因素和内地长途客流的作用。

图 3: 从细分领域的销售数据可以发现内地长途客流波动的影响

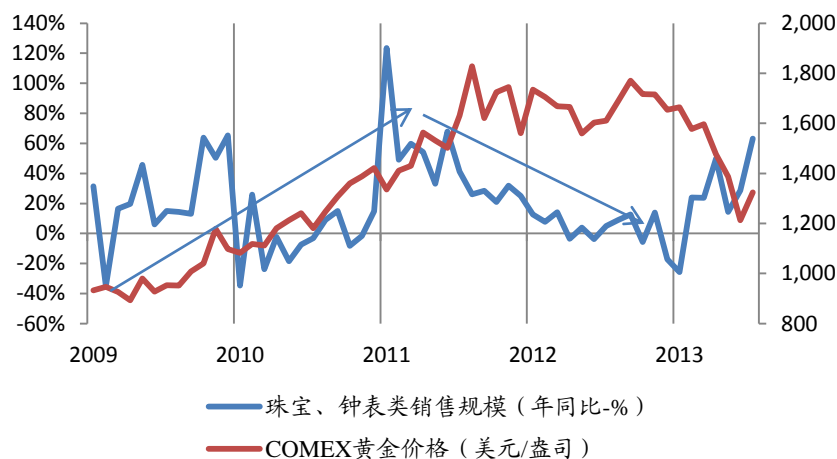


2010 年 9-10 月，香港本地非超市渠道（专卖店和百货公司为主）的服饰类零售收入同比增速要显著高于其他年份，部分体现了“超级黄金周”因素和内地长途客流的促进作用。

数据来源：CEIC，招商证券（香港）

另外，其他周期性因素对特定细分领域的消费行业收入也有显著影响，从而影响“黄金周”因素的表现。香港本地的珠宝钟表销售行业销售收入年同比增速在 2011~2012 年黄金价格高位盘整期间不断下滑，但在 2009~2011 年黄金价格快速上涨期间和 2013 年黄金价格快速回落期间都有很高速的增长。

图 4：国际黄金价格对香港本地珠宝钟表类零售额有显著影响

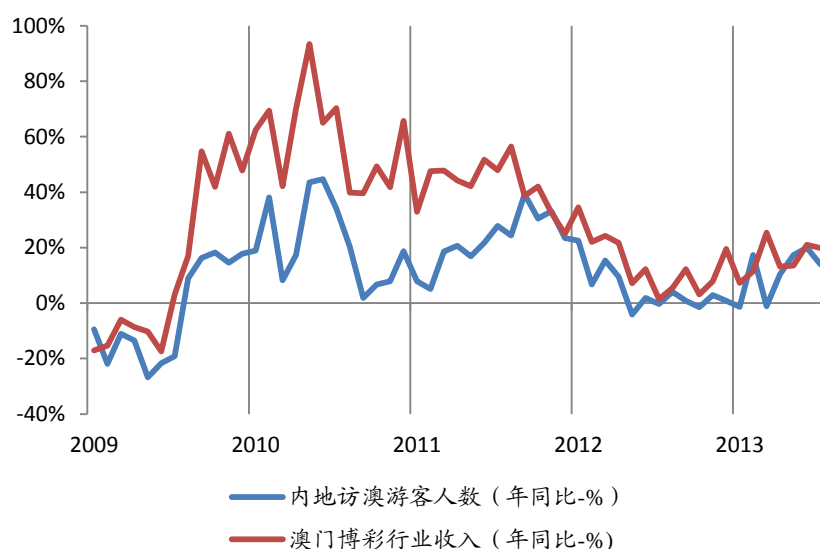


香港本地的珠宝钟表销售行业销售收入年同比增速在 2011~2012 年黄金价格高位盘整期间不断下滑，但在 2009~2011 年黄金价格快速上涨期间和 2013 年黄金价格快速回落期间都有很高速的增长。

数据来源：CEIC，招商证券（香港）

最后，政策因素的干扰也会异化特点行业的收入波动。澳门博彩行业在 2012 年内地强化反腐以及约束公款消费后大幅下降。如图 4 可见，2009-2011 年期间，内地访澳旅游人数和博彩行业收入都保持很高的增长速度，但在 2012 年后就剧烈下滑。

图 5：2012 年新领导层上台后，澳门博彩收入增速大降



2009-2011 年期间，内地访澳旅游人数和博彩行业收入都保持很高的增长速度，但在 2012 年后就剧烈下滑。

数据来源：CEIC，招商证券（香港）

因此，综上所述，虽然港股市场更多关注节日因素对本港零售、澳门博彩等行业板块的影响，但“超级黄金周”因素对内地旅游客流量的明显影响对港澳地区相关行业的影响力并不显著，仅在特定细分行业层面有所体现。另外，其他周期性因素以及政策因素都会显著异化港澳零售、博彩行业的收入波动。

二、“超级黄金周”含金几何？

虽然我们在前文中发现，港股市场习惯关注的本港零售和澳门博彩行业受国庆节假日因素的影响并不显著。那么这是否意味着市场对“黄金周”概念形成了误读？或者说，实际上我们应该在“黄金周”前后关注内地消费概念股（商业、餐饮、交运）呢？

表 2: 2000 年以来各“黄金周”前后恒生消费者服务指数的涨跌情况(%)

	节前 3 周	节前 2 周	节前 1 周	节后 1 周	节后 2 周	节后 3 周
2000	-5.72%	-1.99%	6.63%	-1.51%	-8.74%	-7.38%
2001	-11.43%	0.52%	8.00%	5.27%	4.51%	3.18%
2002	-3.40%	-3.60%	-1.31%	-2.05%	-4.54%	2.28%
2003	-0.79%	1.59%	3.99%	3.47%	4.23%	7.37%
2004	3.44%	0.37%	1.85%	0.65%	-1.51%	-1.82%
2005	-0.45%	1.85%	2.83%	-2.82%	-6.34%	-8.98%
2006	1.13%	0.97%	-0.24%	0.21%	0.15%	0.94%
2007	9.34%	8.04%	3.61%	1.07%	4.46%	4.98%
2008	-14.83%	-11.18%	-6.74%	-5.16%	-25.33%	-27.12%
2009	2.36%	-0.51%	-1.21%	-2.46%	3.97%	4.53%
2010	5.65%	1.98%	1.41%	1.89%	4.48%	5.54%
2011	-19.41%	-15.30%	-3.71%	2.78%	8.79%	4.77%
2012	5.82%	0.37%	0.61%	0.82%	0.58%	3.74%
平均值*	0.54%	0.87%	2.38%	0.61%	0.84%	1.60%
涨/跌	8/5	10/3	10/3	9/4	9/4	10/3

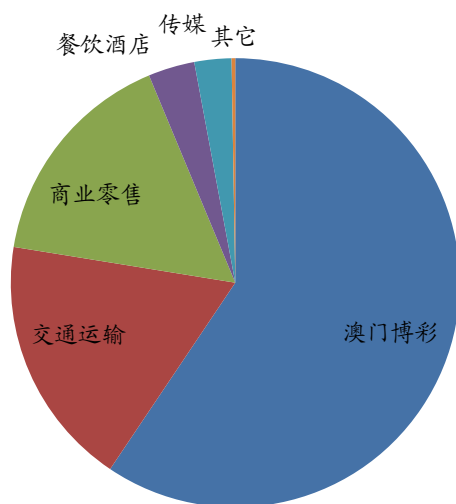
数据来源：Wind，招商证券（香港）

如表 2，我们统计了港股恒生消费者服务行业综合指数在 2000 年以来各黄金周前后的涨跌幅(节前 3 周代表从节日前 3 周至节日的期间涨跌幅，其余类推)。在去除 Outlier 值(2008 年金融危机和 2011 中资股危机)以后，得出的平均涨跌幅均为正数。数据表明，港股市场的消费股在国庆节前后出现上涨的概率较高，而且节前最后一周似乎是概念行情表现最为突出的时候。

不过，恒生消费者服务业指数并不能完全代表港股的节日行情板块。审视该指数的权重结构，我们发现市值权重前三的行业板块分别是澳门博彩(59.41%)、交通运输(18.13%)和商业零售(16.17%)，其中代表本港零售的只有利福国际一家，市值权重不及 1.8%)，剩余的餐饮酒店、

传媒行业权重均在 4% 以下。因此，可以认为恒生消费者服务指数走势符合节日概念规律的主要原因是博彩股的影响。

图 6: 恒生消费者服务行业指数未能反映本港零售业走势



2009-2011 年期间，内地访澳旅游人数和博彩行业收入都保持很高的增长速度，但在 2012 年后就剧烈下滑。

数据来源: Wind, 招商证券 (香港)

为了更全面展示节日消费各子板块的实际市场走势，我们对各相关行业子板块进行等权重的平均涨跌幅分析。如表 3 我们列出了各子板块中较有代表性的前 5 只个股。综合结果 (如表 4) 显示，在节前 1 周买入并持有至节后第 2 周末，本港零售的超市及百货公司类、澳门博彩和内地交运类个股获得正回报的概率较大。

表 3: 节日消费概念各子板块构成

港澳:	
本港零售-超市百货	(0244.HK)先施、(1212.HK)利福国际、(0289.HK)WING ON CO、(0178.HK)莎莎国际、(0653.HK)卓悦控股
本港零售-珠宝钟表	(0116.HK)周生生、(0398.HK)东方表行集团、(0417.HK)谢瑞麟、(0590.HK)六福集团、(1929.HK)周大福
澳门博彩	(0027.HK)银河娱乐、(0880.HK)澳博控股、(2282.HK)美高梅中国、(1928.HK)金沙中国有限公司、(1128.HK)永利澳门
内地:	
内地零售	(3308.HK)金鹰商贸集团、(1833.HK)银泰商业、(6808.HK)高鑫零售、(0980.HK)联华超市、(0493.HK)国美电器
内地交通	(0525.HK)广深铁路股份、(0670.HK)中国东方航空股份、(0753.HK)中国国航、(1055.HK)中国南方航空股份、(0694.HK)北京首都机场股份

数据来源: 招商证券 (香港)

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表 4: 各子板块的过往节日期间涨跌表现

	本港零售 -超市及百货	本港零售 -珠宝钟表	澳门博彩	内地零售	内地交通
	节前 1 周-节日前				
2009	-1.81%	0.13%	1.77%	-0.20%	-1.61%
2010	-3.13%	-1.73%	2.58%	2.84%	3.22%
2011	-1.41%	-10.53%	-8.15%	-7.53%	-3.73%
2012	11.82%	0.36%	2.04%	0.83%	0.49%
	节前 1 周-节后 1 周				
2009	-2.56%	-2.25%	-0.72%	1.74%	-6.80%
2010	-4.44%	-5.67%	6.90%	0.69%	4.80%
2011	-4.74%	-4.11%	-6.00%	-0.71%	-2.19%
2012	10.22%	-6.19%	0.35%	5.14%	3.74%
	节前 1 周-节后 2 周				
2009	1.23%	2.60%	7.17%	7.02%	-0.62%
2010	-3.04%	-0.23%	14.05%	5.72%	11.11%
2011	2.83%	7.69%	0.80%	4.77%	5.82%
2012	9.45%	-13.51%	-0.87%	3.84%	6.68%

数据来源: Wind, 招商证券(香港)

相关个股的历史走势当然仅有十分有限的参考作用。不过,其结论和上文对各子行业基本面情况分析的结果较为一致,一定程度上也支持了我们的论断,即“黄金周”因素一般推动市场在节日前后 1-2 周内以较短的行情体现市场的一致预期。预期越明确的行业越有可能走出显著行情。

结合本次“超级黄金周”的情形,我们推荐关注受内地游客潮影响更为明显的澳门博彩和内地交通行业。介入时机应为节前,并在节后密切关注短线走势,随时获利了结。

投资评级定义及免责条款

行业投资评级	定义
推荐	预期股价在未来12个月较市场指数上升10%以上
中性	预期股价在未来12个月较市场指数上升或下跌10%以内
回避	预期股价在未来12个月较市场指数下跌10%以上

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来12个月较市场指数上升10%以上
中性	预期股价在未来12个月较市场指数上升或下跌10%以内
卖出	预期股价在未来12个月较市场指数下跌10%以上

免责条款:

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期48楼
公司网址: <http://www.newone.com.hk>
电话: (852) 31896888 传真: (852) 31010828