

# 旅游股为什么值得拥有：政策面+基本面+估值

## 核心观点：

### 社服板块今年领涨，验证行业向上的逻辑

自今年年初，社会服务行业指数就高居榜首，截至 7 月 18 日，涨幅达到 14.70%，超过第二位的医药生物行业 10.57pct。我们认为，社会服务行业的上涨是政策面+基本面+估值的三重促进，在现在的市场风格中兼具成长性与防御性，且在三季度旅游旺季来临之际，行业优势有望进一步延续，具备较高的配置价值。

### 政策面：国企改革步步推进，利好龙头企业

社会服务板块中，56%的上市公司都是国有控股，国企改革政策对其影响较大。在 7 月 17 日，国务院国资委主任肖亚庆在中央企业、地方国资委负责人视频会议中提出将“推动国有资本进一步向符合国家战略的重点行业、关键领域和优势企业集中”，社服行业中免税、景点、旅行社、酒店等已经形成巨大的优势的企业有望受益。

### 基本面：经营稳健防风险，部分改善促成长

**经营：**消费行业的盈利能力较为稳健，在目前的排名中靠前，社服行业公司经营具备消费行业经营稳健特点，尽管少有在短期爆发式增长，但具备穿越长期周期的成长趋势：1) 净利率达到 8.33%，在申万一级行业中排名第 8 位；2) 社服行业三年的归母净利润增速分别为 78%、19%、35%。

**防风险：**1) 由于现金流健康（社服行业销售商品提供劳务收到的现金/营业收入达 107%，排名第 7 位），社服行业具备较高的防风险能力，其速动比率和流动比率分别达到 1.25、1.65，排名均在第 5 位；2) 股票质押比例约 33.2%，处在中偏低的位置，风险相对较小。

**改善：**今年社服行业内的免税、酒店、出境游大环境均处于向上的趋势，而部分景区也由于前期低基数已经出现客流恢复性增长。预计今年行业整体的业绩增速有望进一步提升。

### 估值：部分标的已处于历史底部

由于消费行业整体估值水平相对其他领域较高，但从历史来看，社服行业的估值水平仍然有可提升的空间。同时，社服行业有 17 只标的的股价达到了 2015 年牛市结束后的最低水平，PF 也达到较低水平。

我们认为，社会服务行业具备较好的成长性，在目前的市场风格下，稳健的经营和良好的现金流情况将提升标的的抗风险能力，行业龙头标的的优质：1) 免税龙头中国国旅；2) 受益于酒店行业向好的龙头首旅酒店、锦江股份；3) 稳健的景区宋城演艺、中青旅、丽江旅游、长白山。

请参阅最后一页的重要声明

## 休闲服务

维持

买入

花小伟

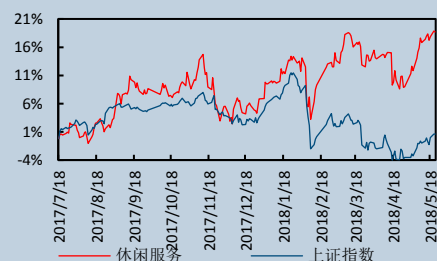
huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

发布日期：2018 年 07 月 19 日

### 市场表现

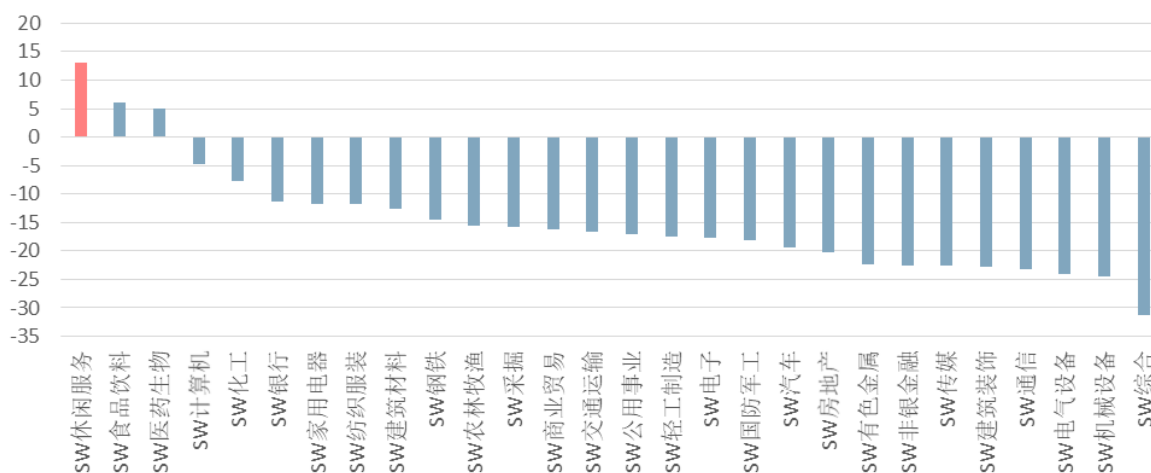


### 相关研究报告

## 社服板块涨幅第一，成长与防御兼备

自今年年初，社会服务行业指数就高居榜首，涨幅达到 14.71%，超过第二位的医药生物行业 10.57pct。我们认为，社会服务行业的上涨是政策面+基本面+估值的三重促进，在现在的市场风格中兼具成长性与防御性，具备配置价值。

图 1：社服板块年初至今涨幅第一

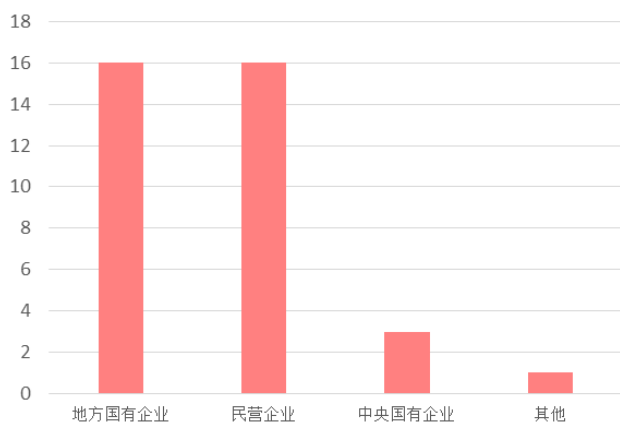


资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

### (一) 政策面：国企改革步步推进，利好龙头企业

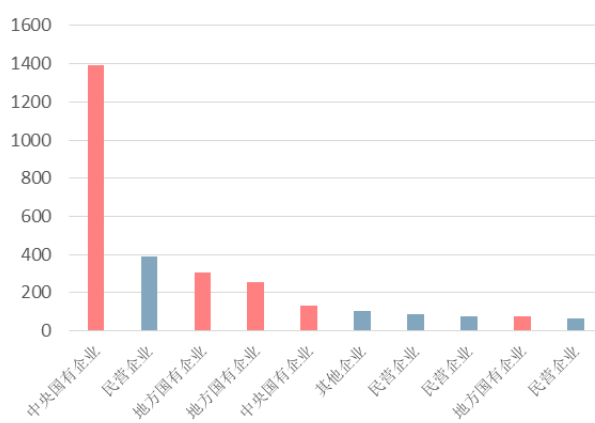
国企改革推进利好社会服务行业。7月17日，国务院国资委主任肖亚庆在中央企业、地方国资委负责人视频会议中提出将“推动国有资本进一步向符合国家战略的重点行业、关键领域和优势企业集中”，意味着央企、国企的合并重组将继续推动。社会服务板块中，56%的上市公司都是国有控股，国企改革政策对其影响较大。

图 2：板块内上市公司多为国资控股



资料来源: 中信建投证券研究发展部

图 3：国企体量占比在前十企业中较大



同时，从旅游资源的掌握上，国企具备先天发展条件，并已经在免税、景点、旅行社、酒店等重点旅游产业上形成巨大的优势。从市值排名来看，板块内排名前十的企业中，央企国企的数量占比达 50%，但在市值体量上的占比高达到 75%。表明行业内的龙头企业中，国资占据大部分。

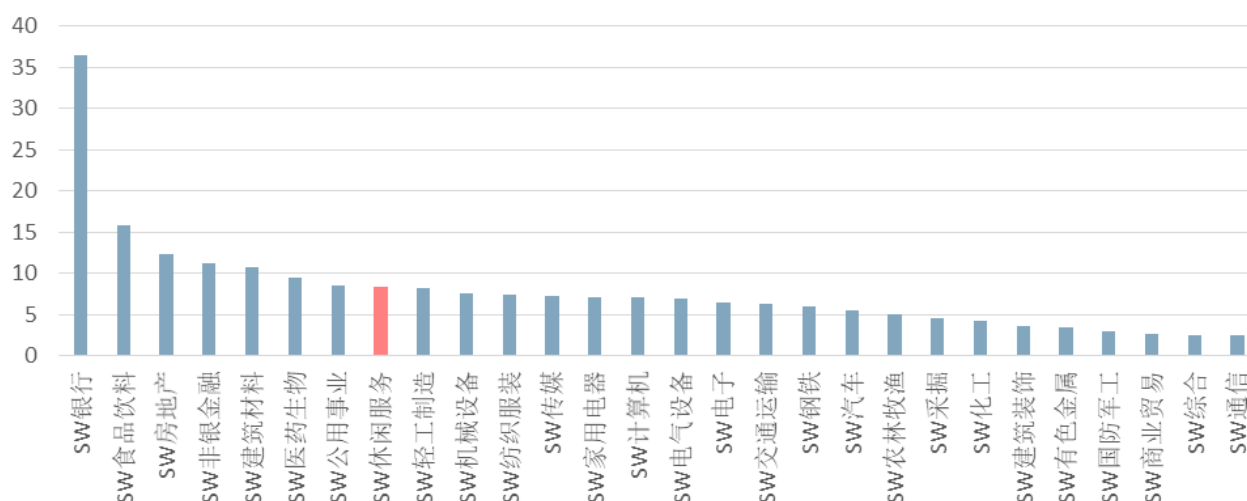
本次国企改革不仅有混合所有制的探索落地，还有业内企业的“强强联合”，在政策导向下，社会服务板块的龙头企业具有较大政策红利预期。

## （二）基本面：经营稳健防风险，部分改善促成长

消费行业的盈利能力较为稳健，在目前的排名中靠前，社服行业公司经营具备消费行业经营稳健特点，尽管少有在短期爆发式增长，但具备穿越长期周期的成长趋势：

1) 社服行业的盈利能力较好。社服整体的销售净利率水平在 2017 年时达到 8.33%，在申万一级行业中排名第 8 位，且与排名第五的行业净利率水平仅相差 2.4pct，且考虑到周期行业的盈利波动性，社服在长期的排名预计会更加靠前。

图 4：社服板块净利率排名第八（2017 年）



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

2) 归母净利润保持增长趋势。从 2015-2017 年的归母净利润成长性来看，在行业净利率排名前十的行业中，有 5 个行业在三年内的归母净利润有所下降，而社服行业三年的归母净利润增速分别为 78%、19%、35%，不仅保证了连续增长态势，同时还保持了较高的增长水平。

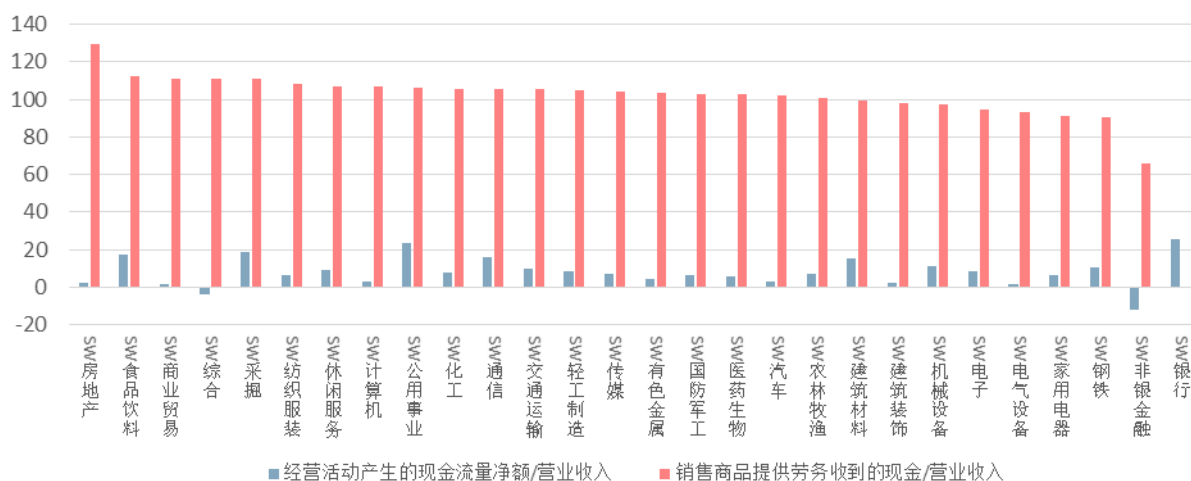
图 5：净利率前十的行业中社服的归母净利润维持持续增长（%）



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

3) 现金流情况较好, 保证经营健康持续。根据 2017 年报数据, 社服行业的现金流情况在申万行业中排名靠前, “销售商品提供劳务收到的现金/营业收入”一项中, 社服行业以 107%排名第 7 位, “经营活动产生的现金流量净额/营业收入”排名第 10 位, 达到 9.4%。

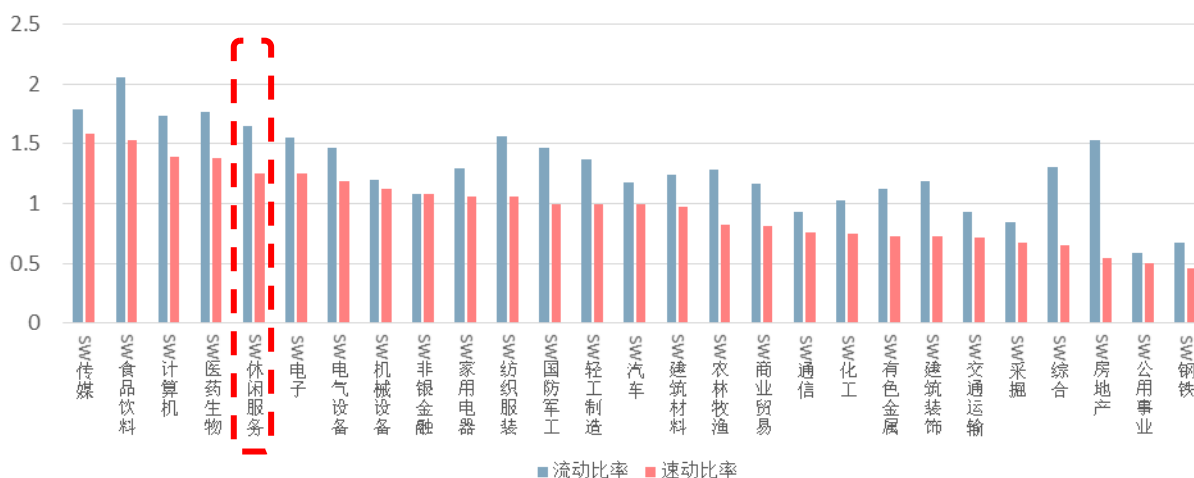
图 6：社服行业的现金流指标排名靠前（%）



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

4) 良好的现金流保证公司的偿债能力, 防止经营风险。社服行业的速动比率和流动比率在 2017 年度分别达到 1.25、1.65, 排名均在第 5 位。在债务违约事件频频爆发的情况下, 社服行业优质的偿债能力有助于整体的风险防范。

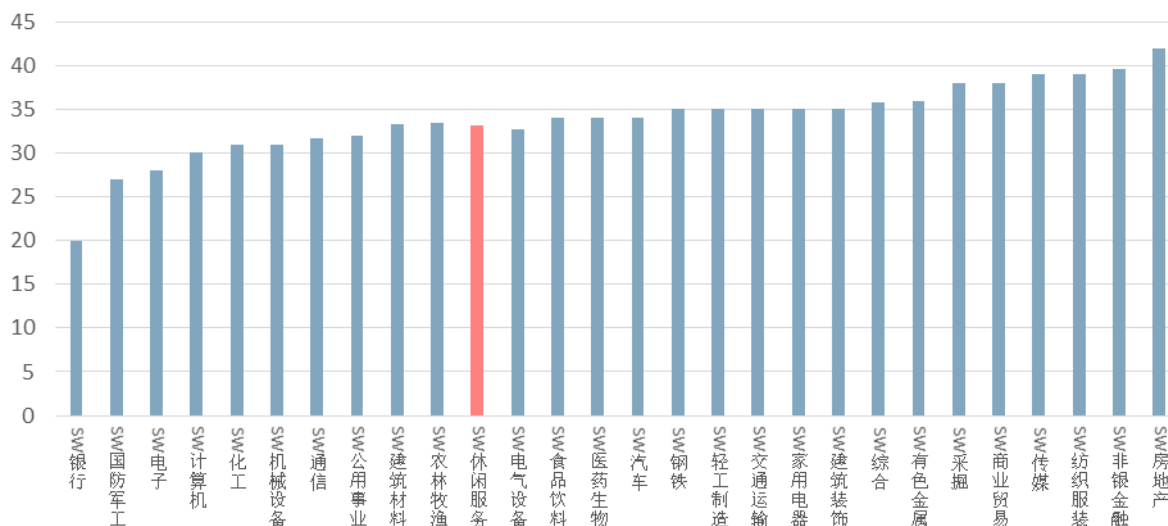
图 7：社服行业的现金流保证偿债能力较好（%）



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

5) 股票质押率在中偏低的位置, 风险相对较小。在最新的股权质押比例中, 社会服务行业的加权平均质押比例约为 33.2%, 在申万一级行业中排第 11 位, 处于中间偏低的位置。

图 8：社服行业的现金流指标排名靠前（%）



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

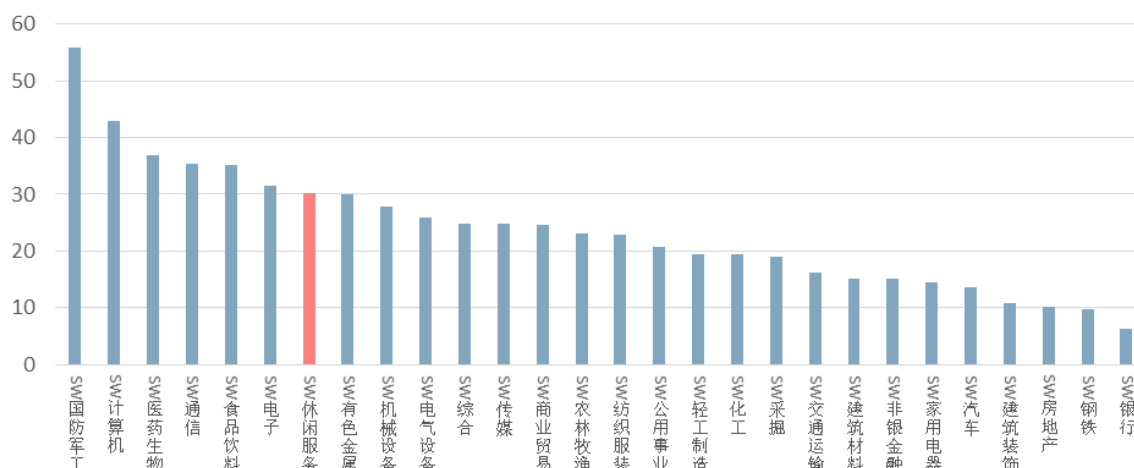
除上述经营情况外, 部分社服行业的上市公司还在基本上出现了一定改善, 进一步促进了公司的成长性。

- 1) 免税: 今年中免收购日上上海 51% 股权, 扩大市场份额;
- 2) 酒店行业: 提价促进 RevPAR 提升, 行业上涨周期延续;
- 3) 出境游: 出国客流量持续增长。
- 4) 景区: 交通持续改善, 上市公司也有部分出现客流恢复性增长趋势。

### (三) 估值：部分标的已处于历史底部

社服行业估值水平在所有行业板块中并不低，在最新收盘价下的 PE 达到 30 倍，在申万一级行业中排名第 7 位。这个主要由于消费行业整体估值水平相对其他领域较高，但从历史来看，社服行业的估值水平仍然有可提升的空间。

图 9：社服行业 PE 水平排名第 7 位



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图 10：社服行业 PE 在历史偏低位置



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

同时，部分行业内个股已经在近期达到 2015 年以来的最低位，估值也回落的底部区域。今年不少标的的回调，通过梳理，我们发现在 Q1 后，整个行业有 17 只标的的股价达到了 2015 年牛市结束后的最低水平，同时，PE

估值水平也达到较低水平。

**表 1：今年 5 月以来股价处于底部的标的达 17 家**

证券代码	证券简称	区间最低收盘价日	区间最低 PE	当前 PE 水平
002033.SZ	丽江旅游	2018-07-11	18.39	20.42
000524.SZ	岭南控股	2018-07-11	29.62	30.81
002186.SZ	全聚德	2018-07-11	30.30	31.82
000888.SZ	峨眉山 A	2018-07-11	20.55	21.45
603099.SH	长白山	2018-07-11	36.86	43.01
000721.SZ	西安饮食	2018-07-11	199.22	-176.67
002707.SZ	众信旅游	2018-07-06	29.51	36.05
000430.SZ	张家界	2018-07-05	25.59	65.70
000978.SZ	桂林旅游	2018-07-05	38.93	40.93
600706.SH	曲江文旅	2018-07-05	30.03	33.00
600358.SH	国旅联合	2018-07-04	58.48	60.90
600749.SH	*ST 藏旅	2018-06-26	343.69	-28.96
000428.SZ	华天酒店	2018-06-25	27.84	28.65
603199.SH	九华旅游	2018-06-25	31.74	32.17
000863.SZ	三湘印象	2018-06-21	15.01	60.32
000610.SZ	西安旅游	2018-06-21	131.83	-75.03
002306.SZ	*ST 云网	2018-05-14	26.17	-145.58

资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

## 分析师介绍

**花小伟：**中信建投轻工制造消费行业分析师，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

## 报告贡献人

**贺燕青** 010-85159268 heyanning@csc.com.cn

## 研究服务

### 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

### 北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

### 私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

### 上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

### 深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859