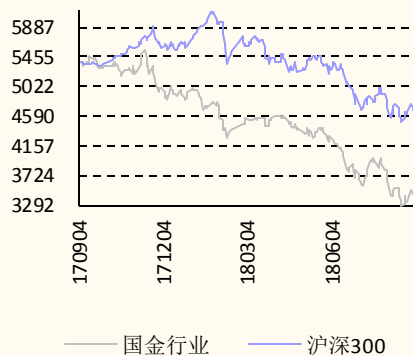


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金社会服务业指数	3396.88
沪深300指数	3334.50
上证指数	2725.25
深证成指	8465.47
中小板综指	8640.98



## 相关报告

1. 《国务院办公厅印发《意见》，明确提出积极扩大教育经费中的社会投...》，2018.8.27
2. 《旅游餐饮行业周报-华住 Q2 业绩符合预期，18H1 景区板块业绩...》，2018.8.26
3. 《2018 教育行业周报第 32 期：送审稿本意在于规范而非禁止限制...》，2018.8.26
4. 《行业角度盘点宏观消费系列二-高端消费受制于国内信贷，博彩中场...》，2018.8.22
5. 《民生教育公告拟收购云南滇池学院，自证高校外延并购逻辑持续！《...》，2018.8.21

## 楼枫桦

分析师 SAC 执业编号: S1130517090005  
(8621)60933978  
loufy@gjzq.com.cn

## 卞丽娟

分析师 SAC 执业编号: S1130518080001  
bianlijuan@gjzq.com.cn

免税、酒店中报业绩表现优异，门票降价影响景区估值压制  
本周行情回顾

■ 本周沪深 300 指数上涨 0.28%，CS 餐饮旅游上涨 2.08%至 7012，板块跌幅排名第三名。细分子板块中免税板块涨幅 6.1%，出境游板块涨幅 0.9%，餐饮板块跌幅 1.5%，主题景区板块跌幅 2.5%，传统景区板块涨幅 0.1%，酒店板块跌幅 0.1%。个股中涨跌幅前三名的是：三特索道（6.83%）、中国国旅（6.13%）、广州酒家（4.83%）。

## 行业点评

- **免税板块——免税板块毛利率提升明显，新并表机场实现业绩高增长：**上半年免税毛利率为 52.5%/+8pct。细分项目来看 Q1 因首都机场并表影响，Q2 上海机场并表，剔除并表影响下上半年三亚免税及传统免税收入增速分别为 28%及 3.4%，利润增长为 69%及 22.6%，内生业绩增长动力强劲。新并表部分日上中国（首都机场 T3 标段）贡献利润 0.55 亿元，执行新合同后净利润受机场提成稀释；上海机场从 3 月份并表增厚利润 2.15 亿元；香港机场去年 11 月部分开业，7 月正式开业，上半年实现收入 9.52 亿元，约亏损 1.2 亿元；澳门机场 6 月并表，实现收入和利润 0.32 及 -0.11 亿元。
- **酒店板块——酒店平均房价提升明显，业绩增长弹性较高：**18H1 三大酒店品牌（华住、锦江、如家）RevPar 提升速度较快，同时经济型酒店升级改造后提价幅度超过中端酒店。从净开店数量来看锦江扩张速度较快，上半年净开店 341 家，中端酒店增加 371 家，其中新开业 548 家，关店 207 家；首旅净开业 76 家，其中新开业 219 家，关店 143 家；华住净开业 157 家，其中新开业 274 家，关店 117 家。整体来看华住酒店能够实现房价提升下入住率较为平稳，锦江股份凭借其全品类布局及酒店内部结构的升级实现收入及业绩高成长，首旅如家的经济型酒店表现优异带动业绩增长 32%。
- **出境游板块——上半年行业复苏得到验证，众信旅游表现较为优异：**18H1 出境游人次达到 7131 万/+15%。剔除港澳台出国游为 3462.43 万人次/+17.2%，增速有所复苏。17 年地缘政治影响下出国游低基数，18 年实现一定的反转，韩国自 4 月起内地游客增长 40%以上，1-7 月内地赴日本游客人次 493.56 万人/+21.5%，越南 297.33 万人/+34%，泰国 686.09 万人/21.4%，欧洲增速约为 15%水平。众信上半年营收增长 15%，批发及零售收入增长 14.6%及 16.87%，零售端毛利率上升 2.25pct。凯撒旅游零售端增速平稳，实现收入 21.8 亿元/+10.97%，批发业务 5.27 亿元/-8.46%。毛利率下滑 0.49pct，零售及批发业务毛利率均有所下滑，扣非后净利润增速约为 2.2%，上半年销售费用率为 9.3%/+0.7pct。
- **景区板块——部分景区客流表现较为疲软，受门票降价影响估值受到压制：**景区板块中重点上市公司景区客流表现疲软，18H1 黄山下滑 10%，乌镇及古北水镇分别下滑 17%/8%，归因于高铁及景气度回升峨眉山及丽江旅游客流提升 7%/13%，景区受外在环境影响较大。6 月发改委发布景区降价的指导意见，多个景区（乌镇、峨眉山等）进行门票下调，短期来看对于业绩和情绪影响较为负面，估值受到一定的压制，中长期来看倒逼景区公司转型，降价实现客流增长带动产业链其他业务板块业绩增长，摆脱门票经济。

## 推荐标的

- 中国国旅、海昌海洋公园、宋城演艺

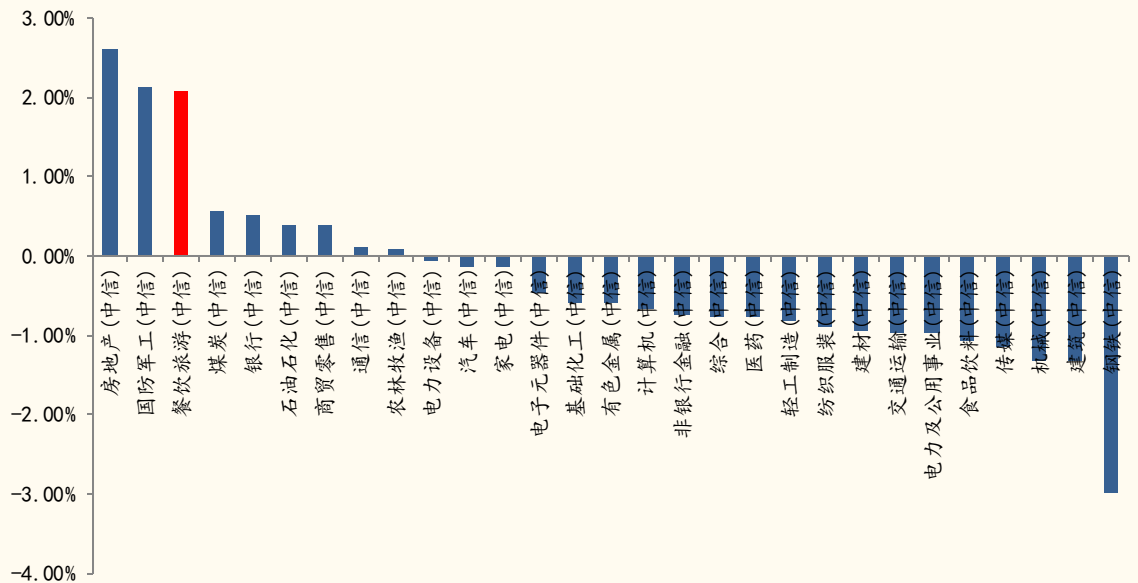
## 风险提示

- 极端天气及不安全因素的发生；宏观经济增速放缓；影响旅游行业的负面政策出台；业绩不及预期的情况出现。

### 1、本周旅游行业板块市场表现 (2018.08.27-2018.09.02)

- **板块表现:** 本周沪深 300 指数上涨 0.28%，CS 餐饮旅游指数上涨 2.08% 至 7012，成交额 110.94 亿，两市共成交 1.36 万亿元，跑赢沪深 300 指数 1.80pct，板块跌幅排名第三名。在细分子板块方面，免税板块涨幅为 6.1%，出境游板块涨幅为 0.9%，餐饮板块跌幅为 1.5%，主题景区板块跌幅为 2.5%，传统景区板块涨幅为 0.1%，酒店板块跌幅为 0.1%。

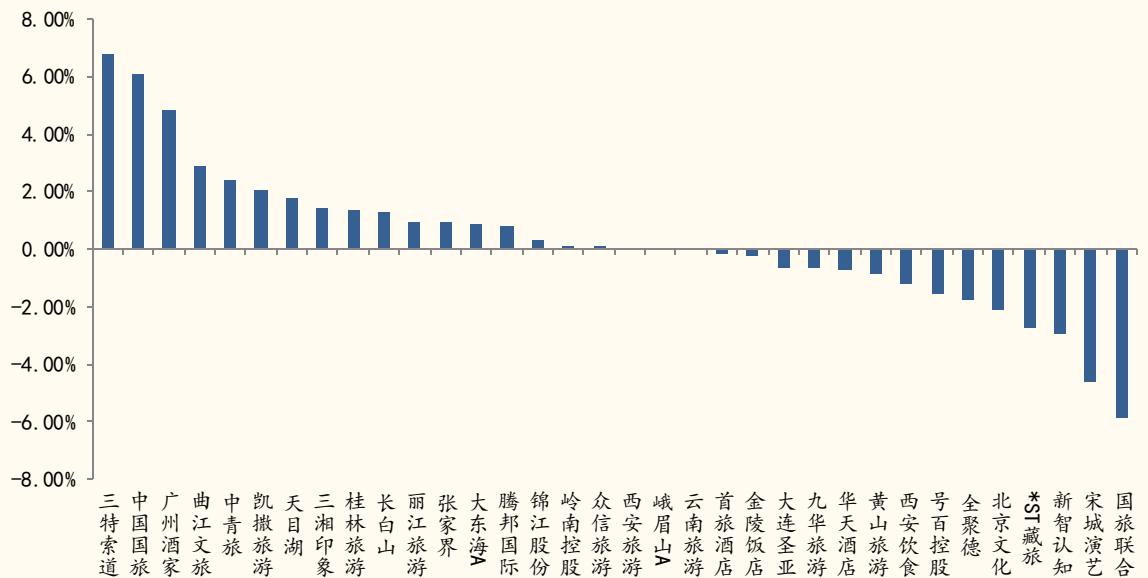
图表 1：本周各一级行业板块涨跌幅情况 (2018.08.27-2018.09.02)



来源：wind、国金证券研究所

- **个股表现:** 个股中涨跌幅前三名的是：三特索道 (6.83%)、中国国旅 (6.13%)、广州酒家 (4.83%)。本周涨跌幅后三名个股为：国旅联合 (-5.84%)、宋城演艺 (-4.59%)、新智认知 (-2.93%)。

图表 2：本周餐饮旅游板块市场表现 (2018.08.27-2018.09.02)



来源：wind、国金证券研究所

## 2、各细分板块的观点分享及数据跟踪

### 2.1 免税板块：迈入千亿市值，迎接增量免税空间（买入评级）

- **行业核心观点：**免税行业当下所面临的主要是政策的受限、区域布局的不充分以及机场店的高成本问题，这一系列问题均可随着未来政策的预期开放和后续发展市内免税店等动作所解决。国内目前免税布局主要集中在机场免税店和离岛免税店，充分挖掘游客在机场的消费能力，还未打造市内游玩消费中的购物需求，预计未来离岛免税店因海南建省 30 周年有开放免税政策的可能（免税额度和免税品种类），同时市内免税店的政策变化和布局加快。
- **最新情况及数据跟踪：中国国旅——**①2018 上半年经营数据：营业收入 210.85 亿元/+67.77%，归母净利润 19.19 亿元/+47.6%。②公司将中免公司所持标的公司股权划转至中免海南公司。③中免公司以自有资金在香港设立全资子公司中免集团邮轮服务有限公司，注册资本为 6,000 万港元。
- **个股点评：**上半年收入及利润增速分别为 68%/48%，毛利率为 41.22%/+11.69pct，其中免税毛利率为 52.5%/+8pct。单季度来看 Q1/Q2 收入增速为 53%/80%，利润增速分别为 61.48%/30.47%，毛利率分别为 39.47%/42.49%，分别提升 9.33/13.48pct。细分来看 Q1 因首都机场并表影响，Q2 上海机场并表，剔除并表影响下上半年三亚免税及传统免税收入增速分别为 28%及 3.4%，利润增长为 69%及 22.6%，内生业绩增长动力强劲：新并表部分日上中国（首都机场 T3 标段）贡献利润 0.55 亿元，执行新合同后净利润受机场提成稀释；上海机场从 3 月份并表增厚利润 2.15 亿元；香港机场去年 11 月部分开业，7 月正式开业，上半年实现收入 9.52 亿元，约亏损 1.2 亿元；澳门机场 6 月并表，分别实现收入和利润 0.32 及 -0.11 亿元。
- **关注标的：**中国国旅

### 2.2 出境游板块：17 年港澳游客强势复苏，出国游有望 18 年复苏（买入评级）

- **行业核心观点：**1) 17 年出国游 6117.02 万人次/+10.7%，港澳增速强势反弹：2017 年出境游人数为 1.30 亿人次/+7%，其中赴港澳台人数为 6933.98 万人次/+3.9%，剔除港澳台游客人次的出国游人数为 6117.02 万人次/+10.7%。2017 年赴澳门及香港的内地游客高增长（8.5%/4%），香港实现 15 年以来首年正向增长，内地赴澳门游客人次自 17 年 10 月起保持两位数增长。2) 17 年出国游相对低基数，18 年有望在负面影响减弱后实现复苏：出境游自 16 年开始出现 L 拐点，出国游保持两位数增长。17 年的出国游遭遇了韩国萨德事件、马来西亚沉船事件等负面影响下出国游出现历史最低增速。从数据上来看 2017 年下半年出国游增速有所复苏，权重较高的日本、东南亚分别在 17 年 8 月和 10 月出现了两位数增长（日本 2017 年 8 月增速 21%，泰国 10 月增速 70%）。18 年有望在 17 年低基数和负面影响减弱的情况下实现出国游增速的复苏。3) 随着行业的市场增速回归正常和规模提升后对于利润率的追求，旅行社从批发业务往零售业务拓展实现批零一体化是必然趋势。在 C 端的客流培养同时，对于上游的延伸也是提升利润率和产品议价的主流方式。市场从过去的高景气度回落龙头企业的市占率将逐步提升，通过掌握上下游资源来提高盈利性和议价能力，服务和品牌溢价进而显现。
- **核心数据跟踪：**凯撒旅游 2018H1 经营数据：营收 37.67 亿元/+10.66%，归母净利润 0.77 亿元/-42.99%，扣非净利润 0.75 亿元/+2.20%。
- **个股点评：**凯撒旅游——公司上半年收入增速达到 10.66%，其中旅游服务收入为 31.99 亿元/+9.54%，配餐业务为 5.6 亿元/+17.68%。细分来看旅游服务中公司零售端增速平稳，实现收入 21.8 亿元/+10.97%，批发业务 5.27 亿元/-8.46%，目前批发业务达到公司旅游服务业务的 16%。毛利率方面旅游服务毛利率下滑 0.49pct，零售及批发业务毛利率均有所下滑，配餐业务毛利率提升 1.5pct。地区表现来看收入体量较大的北京、东北、西南区域收入增速较高。旅游服务利润增速约为 10%，受到去年同期投资



收益影响下公司整体归母净利润下滑 43%，扣非后增速约为 2.2%：上半年凯撒同盛实现净利润 0.76 亿元/+10%，收入及利润增速相一致。公司整体归母净利润下滑 43%主要是由于去年上半年转让嘉兴股权实现投资收益 0.59 亿元，扣非后净利润增速约为 2.2%。公司扣非后利润增速较低的原因在于销售费用的增加，上半年销售费用率为 9.3%/+0.7pct，其中费用段占 50%以上的人工费用增加较多，毛销率（毛利率-销售费用率）下降。

- 关注标的：凯撒旅游、众信旅游

### 2.3 酒店板块：中端酒店景气度有望持续，2018 年是平均房价提升的逻辑（买入评级）

- **核心观点：**中端酒店的景气度有望持续，2018 年将是平均房价的提升周期。中端酒店品牌化和集中度较高，CR3（锦江、首旅如家和华住）为 65%。聚焦于有限服务中端连锁酒店，17-20E 由于住宿需求强劲和酒店需求结构性转变入住率将维持相对高位。通过分析三大上市公司的供给和入住率情况测算 17E-20E 的供需模型，测算 2017E-2020E 有限服务型中端酒店入住率分别为 76.7%/77%/78.6%/79.4%。三大酒店集团的入住率预计为 80.9%/81.3%/82%/81.57%。当中端酒店入住率达到 85%后平均房价将步入提升强周期，提价空间 20%以上。
- **核心数据跟踪：**1) 华天酒店 2018H1 经营数据：营收 4.78 亿元/+4.92%，归母净利润-1.43 亿元/-46.81%。2) 首旅酒店 2018 H1 经营数据：营收 40.02 亿元/+0.35%，归母净利润 3.40 亿元/+41.23%，扣非净利润 3.16 亿元/+32.09%。3) 岭南控股 2018 H1 经营数据：营收 31.37 亿元/+11.47%，归母净利润 1.00 亿元/+24.39%，扣非净利润 0.80 亿元/+11.11%。4) 锦江股份——①2018 H1 业绩：营收 69.39 亿元/+10.34%，归母净利润 5.03 亿元/+22.05%，扣非净利润 3.16 亿元/+58.22%。②2018 年 7 月经营数据：中端酒店平均房价为 267.34（元/间）/+4.82%，出租率 86.97%/-4.03pct，RevPar 为 232.51（元/间）/+0.2%；经济型酒店平均房价为 166.66（元/间）/+1.1%，出租率 84.40%/-3.56pct，RevPar 为 140.66（元/间）/-2.99%；中端酒店 7 月净开业 67 家，经济型酒店净开业-34 家，合计净开业为 33 家酒店。5) 金陵饭店 2018 H1 经营数据：营收 4.96 亿元/+16.06%，归母净利润 0.47 亿元/-3.26%，扣非净利润 0.38 亿元/-5.55%。

- 关注标的：锦江股份、首旅酒店、华住酒店

### 2.4 博彩板块：18 年 6 月数据平稳增长，持续看好澳门博彩复苏（买入评级）

- **核心观点：**1) 从澳门政策及交通改善和公司基本面的角度来看，中场业务与访澳过夜游客之间的关联性较强，随着澳门交通设施的完善（1、氹仔码头 2017 年 6 月 1 日正式启动；2、港珠澳大桥达到通车条件，预计 2018 年通行。3、广珠城轨横琴延长线预计 2018 年完工。未来横琴站将与澳门轻轨对接，实现珠海与澳门之间的无缝换乘。4、澳门本地轻轨 2008 年开始动工，预计 2019 年完工。5、青茂口岸（粤澳新通道）预计在 2019 年完成建设。）将带动游客人次的增长，同时澳门多家高端酒店的开业能够满足游客的过夜需求，过夜游客人次的高增长能够对冲资本管制对于中场业务的影响。2) 高端中场以及 VIP 业务与内地的经济尤其是大宗商品和房地产的发展关联性较强，内地经济的高增长能够支撑澳门 VIP 业务的高增长，同时 19 年为澳门回归 20 周年，政策性风险相对较弱。
- 关注标的：银河娱乐、金沙中国、新濠国际发展。

### 2.5 传统景区板块：高铁开通及费用管控是内生业绩提升的源动力（增持评级）

- **核心观点：**传统景区背靠优质资源，在旅游需求升级的情况下积极改革求变的标的将是未来的布局重点：旅游需求发展至今，节假日制度和景区容量受限影响到游客的体验，旅游需求逐步个性化。传统景区的接待能力瓶颈和淡旺季的差异明显导致增速放缓明显，在这样的前提下短期来看从内部经营着手来实现业绩增长的公司存在投资价值，长期来看从内部经营和外延扩张两者同时着手的公司更具有长期投资属性。

- **核心数据跟踪：** 1) 峨眉山 A2018 H1 经营数据：营收 5.25 亿元/+0.17%，归母净利润 0.7 亿元/+11.56%。2) 三特索道公司 2018 H1 经营数据：营业收入 2.67 亿元/+24.18%，归母净利润 0.97 亿元/+387.56%，扣非净利润-0.27 亿元/+22.21%。3) 桂林旅游 2018H1 经营数据：营收 2.57 亿元/-1.69%，归母净利润 0.29 亿元/+0.60%，扣非净利润 0.27 亿元/+21.3%。4) 西安旅游 2018H1 经营数据：营收 33,583 万元/+7.51%，归母净利润-671 万元/+7.71%，扣非净利润-1,097 万元/+21.50%。5) \*ST藏旅 2018H1 经营数据：营收 7,512 万元/+24.54%，归母净利润-1,590 万元/+37.68%。
- **个股点评：** 1) 峨眉山 A——18 年上半年峨眉山景区接待游客 160 万人次/+7.07%，实现营收 2.34 亿元/+8.69%，客单价提升 2%。索道收入为 1.43 亿元/+4.24%，酒店收入为 0.92 亿元/-2.59%。景区门票及索道毛利率分别下滑 8.83pct/5.72pct，酒店毛利率提升 8.92pct，整体公司毛利率下降 2pct。费用率下降明显，新管理层控费能力较强，利润增长主要源于费用下滑：上半年公司整体费用率为 21.2%/-5.3pct，其中管理费用率为 16.3%/-2.3pct，销售费用率为 4.6%/-2.6pct。管理及销售费用率的下滑主要源于公司销售转型加强网络宣传同时实施绩效考核管理，实现公司管理费用率的合理化。2) 三特索道——公司收入增速 24.18%，主要受益于成熟景区及培育景区经营向好，实现接待人次及收入高速增长（成熟景区中梵净山、华山索道接待人次增长 35%/39%，收入增速分别为 46%/48%）；成长和培育期通过营销和产品丰富度提高实现收入增长。上半年业绩增长达到 387.56%，投资收益贡献较大，转让咸丰坪坝营公司股权取得投资收益 13,171 万元，扣非后净利润为-0.27 亿元，亏损收窄。公司五大成熟景区（梵净山、海南、千岛湖、庐山以及华山）接待游客人次 218.59 万人次/+22.5%，营业收入 2.22 亿元/+33.5%，贡献公司营收 83%。净利润为 0.88 亿元/+46.3%，成熟景区的资源优势和经营能力得到验证，除庐山三叠泉受大雪封山影响导致游客人次及收入下滑外其他景区均实现正向增长，梵净山及华山表现优异。处在成长和培育期项目虽体量较小持续亏损，但接待人次及收入增长可观。上半年整体毛利率为 49.3%，上升 1.9pct，费用率为 45.6%/-6.4pct，其中管理费用率为 25.8%/-6pct，销售费用率为 4.7%/-1pct。财务费用率为 15.1%/+0.6%。有息负债相对较高，短期借款 4.4 亿，长期借款 5.11 亿元，一年内到期的非流动负债 2.4 亿。在资金成本不断提升的背景下大股东全额认购定增项目以偿还银行借款补充现金流的做法，降低财务费用，在景区培育成熟的同时财务费用的减少对于公司业绩增厚影响更为明显。
- **关注标的：** 黄山旅游、峨眉山 A

## 2.6 主题景区板块：从传统景区向休闲景区是未来的必然趋势（增持评级）

- **核心观点：** 上市公司内生业绩良好，景气度和增长能力值得肯定，但需要提示一些经营层面以外的风险：从目的地产品特点上来看上市公司的主题公园可以分成两类：第一类是以中青旅的古北水镇和乌镇、宋城演艺的千古情为主的项目，围绕自然景区和人文景区，打造特色度假产品、旅游演艺等产品类型；另一类是以海洋主题公园为核心的大连圣亚和海昌海洋公园。主题公园的打造要经历从无到有的过程，能够上市的主题公园项目的景气度和 IP 属性相对较强，具备异地扩张的能力，同时国内的主题公园消费需求强劲，拥有强 IP 属性的主题公园能够有集聚效应。但是在经营层面之外，主题公园景区出现一定的风险：宋城演艺的线上产品存在商誉减值的可能、大连圣亚在异地扩张过程中由于资金缺口较大，财务压力明显。
- **最新情况：** 1) 宋城演艺对六间房与密境和风重组方案进行调整：2018 年，密境和风现有股东花椒壹号和花椒贰号先行以持有的密境和风的 19.96%股权对六间房进行增资，同时六间房取得密境和风 19.96%股权；2019 年，密境和风除花椒壹号和花椒贰号之外的现有股东以其持有的密境和风的 80.04%股权对六间房新进行增资，同时六间房取得密境和风 80.04%股权。六间房的整体估值为 34 亿元，密境和风的整体估值为 51 亿元，重组后集团公司的整体估值为 85 亿元人民币，存量股转让完成后宋城演艺在重组后集团公司的持股比例仍将低于 30%。2) 海昌海洋公园 2018 上半年业绩：

公园收入 6.15 亿元/+5.8%，门票收入 4.46 亿元/+7.4%，利润 0.81 亿元/+41.2%。

- **个股点评：** 1) **宋城演艺**——目前方案调整对于公司的投资收益影响不大，核算时间点发生变化，18 年将全年并表六间房的业绩并遵循业绩承诺，19 年业绩承诺期后将全面剥离，因重组产生约 5.7 亿元投资收益将核算在 19 年。18 年六间房完成业绩承诺概率较大，此次方案变更除核算变化扰动 18-19 年的业绩外本质不变，商誉减值风险消除：18H1 六间房实现收入 6.2 亿元/+1.3%，利润 1.88 亿元/+33.2%，完成 18 年业绩承诺的一半水平，完成业绩承诺概率较大，商誉减值风险较小。2) **海昌海洋公园**——18H1 公司实现公园收入 6.15 亿元/+5.8%，其中门票收入为 4.46 亿元/+7.4%，占比达到 72.6%，非门票收入占比为 27.4%，相较于去年同期有所下降。上半年公园收入和非门票收入占比下滑主要由于青岛上合峰会交通和旅行社的管制影响（约影响 7 万人次，收入影响 1000 万元）以及公司上半年终止了天津和武汉项目中表现较差的合作项目（收入影响达到 1020 万元），剔除特殊因素影响下公司公园收入增长约为 10%。配套物业销售收入为 0.44 亿元/-29.5%，受到结算周期影响。景区的团散比比例优化，景区客单价有所提升，2018H1 散客及网络游客占比达到 65.8%/+5.5pct，人均客单价为 167 元/+5.7%，存量项目升级改造及团散比优化带动人均客单价持续提升。公司今年重点在上海及三亚项目开业，上半年银行借款增加约 15 亿元，主要为上海及三亚项目资本开支，营业成本中包含了因上海和三亚筹备开业的动物及人工成本部分。同时三亚项目因物业租约签署将物业性质分类为投资性物业重新评估产生了 1.37 亿元投资收益。上海项目确定门票价格：平日门票价格为 330 元/张，高峰日门票价格为 399 元/张；18 年分别为 299 元和 360 元/张，票价超预期。目前上海项目团队招聘到岗率达到 90%，三亚项目招聘到岗率达到 65%，招商完成率 70%。郑州项目被列为河南省重点项目，计划 2020 年投入运营。
- **关注标的：** 中青旅、宋城演艺、海昌海洋公园



### 3、一周公司重要公告

【宋城演艺】为达成资源共享、利益互赢，公司与浙江省新华书店将于商业开发等方面合作。

【云南旅游】公司因重大资产重组继续停牌。

【海昌海洋公园】公司 2018 上半年业绩，公园收入 6.15 亿元/+5.8%，门票收入 4.46 亿元/+7.4%，利润 0.81 亿元/+41.2%。

【三湘印象】2018H1 营收 8.94 亿元/+1.83%，归母净利润 0.37 亿元/-60%。

【峨眉山 A】①公司拟与双禾科技共同投资 500 万元成立控股子公司，其中公司出资 350 万元，持股比例 70%。②公司 2018 上半年业绩，营收 5.25 亿元/+0.17%，归母净利润 0.7 亿元/+11.56%。

【三特索道】①公司 2018 上半年业绩，营业收入 2.67 亿元/+24.18%，归母净利润 0.97 亿元/+387.56%，扣非净利润-0.27 亿元/+22.21%。②公司董事会同意全资子公司武汉三特木兰川旅游开发有限公司将所持武汉木兰生态置业 70% 股权以 1,988 万元转让克什克腾旗鑫泰投资管理公司。③公司定于 2018 年 9 月 14 日召开第四次临时股东大会。

【华天酒店】①公司 2018 上半年业绩，营收 4.78 亿元/+4.92%，归母净利润-1.43 亿元/-46.81%。②公司董事会同意设立湖南华天大酒店分公司。③公司定于 2018 年 9 月 14 日召开第六次临时股东大会。

【大东海 A】公司股东潘国平先生共计减持无限售流通 B 股 12,674,891 股，占公司总股本 3.48%，本次减持后，其所持有公司股份共 18,204,900 股，占总股本比例的 5.0%。

【首旅酒店】①公司定于 2018 年 9 月 26 日召开第一次临时股东大会。②公司 2018 上半年业绩，营收 40.02 亿元/+0.35%，归母净利润 3.40 亿元/+41.23%，扣非净利润 3.16 亿元/+32.09%。

【中国国旅】①公司 2018 上半年业绩，营业收入 210.85 亿元/+67.77%，归母净利润 19.19 亿元/+47.6%。②公司将中免公司所持标的公司股权划转至中免海南公司。③公司董事会同意中免公司以自有资金在香港设立全资子公司中免集团邮轮服务有限公司，注册资本为 6,000 万港元。

【广州酒家】公司 2018 上半年业绩，营收 7.91 亿元/+15.14%，归母净利润 0.58 亿元/+42.09%，扣非净利润 0.54 亿元/+33.78%。

【桂林旅游】公司 2018 上半年业绩，营收 2.57 亿元/-1.69%，归母净利润 0.29 亿元/+0.60%，扣非净利润 0.27 亿元/+21.3%。

【宋城演艺】①公司定于 2018 年 9 月 17 日召开第一次临时股东大会。②公司对六间房与密境和风重组方案进行调整：2018 年，密境和风现有股东花椒壹号 and 花椒贰号先行以持有的密境和风的 19.96% 股权对六间房进行增资，同时六间房取得密境和风 19.96% 股权；2019 年，密境和风除花椒壹号和花椒贰号之外的现有股东以其持有的密境和风的 80.04% 股权对六间房新进行增资，同时六间房取得密境和风 80.04% 股权。六间房的整体估值为 34 亿元，密境和风的整体估值为 51 亿元，重组后集团公司的整体估值为 85 亿元人民币，存量股转让完成后宋城演艺在重组后集团公司的持股比例仍将低于 30%。

【岭南控股】公司 2018 上半年业绩，营收 31.37 亿元/+11.47%，归母净利润 1.00 亿元/+24.39%，扣非净利润 0.80 亿元/+11.11%。

【锦江股份】①公司 2018 上半年业绩，营收 69.39 亿元/+10.34%，归母净利润 5.03 亿元/+22.05%，扣非净利润 3.16 亿元/+58.22%。②2018 年 7 月经营数据：中端酒店平均房价为 267.34 (元/间) /+4.82%，出租率 86.97%/-4.03pct，RevPar 为 232.51 (元/间) /+0.2%；经济型酒店平均房价为 166.66 (元/间) /+1.1%，出租率 84.40%/-3.56pct，RevPar 为 140.66 (元/间) /-2.99%；中端酒店 7 月净开业 67 家，经济型酒店净开业-34 家，合计净开业为 33 家酒店。

【金陵饭店】公司 2018 上半年业绩，营收 4.96 亿元/+16.06%，归母净利润 0.47 亿元/-3.26%，扣非净利润 0.38 亿元/-5.55%。

【凯撒旅游】公司 2018 上半年业绩，营收 37.67 亿元/+10.66%，归母净利润 0.77 亿元/-42.99%，扣非净利润 0.75 亿元/+2.20%。

【西安旅游】①公司 2018 上半年业绩，营收 33,583 万元/+7.51%，归母净利润 -671 万元/+7.71%，扣非净利润-1,097 万元/+21.50%。②公司定于 2018 年 9 月 17 日召开第一次临时股东大会。

【\*ST 藏旅】①公司 2018 上半年业绩，营收 7,512 万元/+24.54%，归母净利润 -1,590 万元/+37.68%。②公司于 2018 年 7 月 20 日到期赎回使用闲置自有资金购买的第一笔结构性存款，实际年化收益率为 3.60%，收回本金人民币 2,000 万元，获得收益人民币 6.90 万元；公司于 2018 年 7 月 31 日使用前述到期赎回的结构性存款本金 2,000 万元，购买中国民生银行人民币结构性存款 D 款，投资期限为 41 天，预计年化收益 3.95%。

【途牛】2018 二季度业绩，净收入 5.25 亿元/+14.2%，其中打包旅游收入 4.38 亿元/+29%，non-GAAP 净亏损 2,260 万元，去年同期净亏损为 2.126 亿元。

【众信旅游】①兴全睿众资管计划因到期减持公司股份数量 3,115,141 股，占公司股本总额的 0.37%，本次减持完成后不再持有公司股份。②公司股东冯滨先生将其所持有 36,202,689 股办理质押，将原质押股份 29,500,000 股解除质押。本次股份质押及解除质押办理完成后，冯滨先生累计质押股份 101,988,314 股，占公司总股本的 12.01%，占其个人持有公司股份的 38.34%。

【腾邦国际】公司股东段乃琦女士将其所持 13,787,900 股办理质押，占其所持有本公司股份的 100%，占本公司股份总数的 2.24%。



## 4、一周行业新闻

### ■ 桂林市要求旅行社暂停组织游客赴旅游购物场所

为规范旅游市场秩序，目前桂林已要求全市旅行社暂停组织游客赴旅游购物场所。

根据广西壮族自治区旅游市场突出问题综合治理工作督查组对桂林市旅游市场明察暗访的情况反馈，发现桂林存在“包厢式、封闭式”旅游购物销售模式。为进一步规范旅游市场秩序，维护旅游者合法权益，桂林市旅游发展改革委员会要求全市所有旅行社、导游从 8 月 24 日起，暂停组织游客赴桂林市所有旅游消费购物场所，要求各旅行社、导游加强管理，合法经营，自觉抵制组织游客赴旅游消费购物场所行为。

桂林市旅游质量监督管理局将加大对旅游购物场所巡查力度，加强对旅行社和导游的检查，一经发现旅行社、导游擅自组织游客赴旅游购物场所的，将依据有关法律法规给予严惩。（来源：新旅界）

### ■ 中国旅游景区协会回应取消去哪儿网会员资格

8 月 30 日，中国旅游景区协会就取消去哪儿网会员资格回复，表示不是因为去哪儿网存在资质问题，而是因其未能履行参加协会活动、交纳会费等会员义务。

8 月 29 日，中国旅游景区协会通过官方公众号发布一则公告。公告显示，贵阳青岩古镇景区管理有限公司等 54 家企事业单位获中国旅游景区协会会员资格；同时，因未能履行会员义务，去哪儿网(北京趣拿软件科技有限公司)、红伟邦达(北京)工艺品有限公司等 33 家单位被取消会员资格。

中国旅游景区协会告诉新京报记者，去哪儿网资质方面没有问题；但根据协会章程，会员需履行积极参加并支持团体各项活动、按规定交纳会费等义务。因去哪儿网入会后未能履行上述义务，视为自动退会。（来源：新旅界）

### ■ 华住旗下酒店近 5 亿条信息外泄

8 月 28 日上午，暗网中文论坛中出现一个帖子，声称售卖华住旗下所有酒店数据，汉庭酒店、美爵、禧玥、漫心、诺富特、美居、CitiGO、桔子、全季、星程、宜必思、怡莱、海友等多家酒店都包含在内。

售卖的数据分为三个部分：华住官网注册资料、酒店入住登记身份信息、酒店开房记录。

FreeBuf 联系测试人员进行测试发现，最近离店时间是 8 月 13 日，与发帖人声称 8 月 14 日脱库时间相符，很多数据为新数据。同时，测试结果显示数据真实，所有信息通过哈希加密存储，且测试数据都清晰无码。

28 日下午 3 时左右，华住酒店集团发布声明称，已在内部迅速开展核查，确保客人信息安全；集团已第一时间报警，公安机关正在开展调查；也已聘请专业技术公司对网上兜售的“相关个人信息”是否来源于华住集团进行核实。

据了解，早在 2013 年，汉庭等酒店就出现过数据泄露，当时是因为酒店所使用的 WiFi 管理和认证管理系统存在漏洞，数据在传输过程并未加密，导致数据泄漏。（来源：新旅界）

### ■ 中国航空客运量或将突破 6 亿人次

中国航空业正在迅速发展，目前已成为全球第二大市场，预计将于 2022 年赶超美国，成为全球第一大市场，比早前预测的 2024 年提前了 2 年时间。

Sabre Market Intelligence 的数据分析显示，2017 年，持有中国民航局 Civil Aviation Administration of China 航空运营商许可证的航司共搭载乘客 5.89 亿人次，该数字较 2013 年大幅增长近 42%。

据初步统计，2018 年上半年，在中国注册的航空公司在国内外航线上的客运量已达 3.04 亿人次，该数据在 2017 年上半年为 2.78 亿人次。这意味着，2018 年中国航空公司的客运总量将突破 6 亿人次大关。

过去 5 年间，中国航空公司的客运总量以惊人的速度不断增长。2013 年，航空公司客运总量为 4.135 亿人次，2014 年上升了 6.6%，达到 4.407 亿人次，2015 年增长了 9.8%，于 2016 年再度增长 8.7%，而在 2017 年，客运总量达到 5.89 亿人次，相比去年增长了 12%。

蓬勃发展的国内市场一直是客流量增长的主要来源，2013 年至 2017 年，从中国大陆起止的旅客数量增长了 45%，达到 5.23 亿人次。与此同时，海外航线的增长也将国际旅客总数抬高了 25%。

中国民航局计划适当放宽“一条远程航线，一家承运人”政策，以助力中国航空业“适应新的发展阶段”，同时也希望随着这一政策的方框，将有利于推动北京全新的大兴国际机场的发展，这座斥资 120 亿美元的机场将于 2019 年正式投入运营。投入运营后，大兴国际机场的年客运量预计将在 2025 年达到 7.200 万人次。

今年的长途航空业务主要增长将来自西欧市场，新开通的航线包括中国南方航空武汉-伦敦希思罗机场航线和天津航空西安-伦敦盖特威克机场航线。（来源：环球旅讯）

### ■ 携程发布 2018 上半年非洲旅游大数据报告：赴非旅游人数创新高

携程发布《2018 上半年非洲旅游大数据报告》，报告显示，近三年赴非游客人数逐年递增，中国游客赴非洲旅游呈明显增长趋势。携程旅游预测，2018 年非洲将成为接待中国游客人数增长最多的大洲之一。

携程旅游专家分析，中国赴非洲旅游呈现明显增长趋势，主要有两大因素。一是很多游客已经去过日本、欧洲、美国等主流目的地，想寻找更小众、更新奇的目的地，而非洲正好有丰富的旅游资源和特色文化。二是前几年非洲因埃博拉、治安问题等影响较大，而近三年形势趋于稳定，故需求急剧上升。

一批新晋免签、落地签目的地国家成为中国游客赴非旅行的新选择，“说走就走”的目的地越来越多。携程出境游负责人表示，自 2016 年 6 月北非摩洛哥对中国公民实施免签政策后，中国赴摩旅游人数迅速攀升，据摩洛哥国家旅游局中国代表处统计，2017 年中国赴摩游客数量近 12 万人次，而仅今年 1 至 5 月，中国赴摩游客数量已经达到 10 万人次。其他非洲国家也给了中国游客非常便利的签证政策，譬如埃及旅游个人和团队均可办理落地签，突尼斯免签，肯尼亚电子签，坦桑尼亚落地签等。

今年 8 月因国内多地持续高温，带旺“避暑航班”，8 月赴非洲机票订单增长 4 倍，非洲成为新晋“网红避暑胜地”。携程出境游数据显示，开罗、毛里求斯、卡萨布兰卡、约翰内斯堡、卢克索、马埃岛、阿斯旺、内罗毕、开普敦、赫尔格达是今年上半年我国游客赴非旅行的十大热门目的地城市。（来源：环球旅讯）

### ■ 去年中国游客境外消费 2577 亿美元，保持世界第一

联合国世界旅游组织(UNWTO)27 日公布报告显示，中国游客 2017 年在出境游上花费 2577 亿美元，继续保持世界第一。

UNWTO 当天发布《世界旅游组织旅游亮点 2018 年版》。2017 年世界旅游总收入为 1.34 万亿美元，比 2016 年增加了约 940 亿美元，中国游客的消费接近全球总收入的五分之一。2017 年国际游客总数达到 13.23 亿人次，比上一年增加约 8400 万人次，增长 7%，为 2010 年以来的最大增幅。2017 年国际旅游收入增长了 5%。除了 1.34 万亿美元旅游收入外，国际旅游中非居民进行的国际客运还带来 2400 亿美元收入，这使旅游业创造的出口额增加到 1.58 万亿美元，相当于每天 40 亿美元，占世界总出口额的 7%。

报告显示，在世界最大的旅游市场和目的地中，法国位居世界第一，西班牙上升为第二位，美国和中国分列第三、第四位；2017 年欧洲和非洲的入境人数增速名列前茅，分别增长了 8%和 9%。在旅游收入方面，美国以 2107 亿美元的成绩遥遥领先，远超第二名西班牙的 680 亿美元；亚洲国家和地区中，泰国、中国澳门和日本进入了旅游收入的前十名。

2017 年全球各地对旅游的需求持续走强，推动了全球旅游业的增长。包括俄罗斯、巴西等新兴经济体在内，几乎所有旅游来源市场的出境游需求均强劲反弹，这使得许多旅游目的地国家受益。现有数据显示，2018 年 1 月至 4 月间国际游客抵达人数同比增长 6%，国际旅游业保持了去年的良好态势。（来源：环球旅讯）



## 5、投资策略组合

- **中国国旅**：公司内生业绩将受益于三亚海棠湾免税店的内生业绩增长毛利率的提升，行业方面将受益于离岛免税额度的开放以及未来在市内免税店领域的布局：1) 三亚海棠湾免税店的业绩提升：三亚旅游市场因环境优势及市场整顿成效显著，景气度不断提升。同时海棠湾地区的高端酒店及娱乐设施将在 2017-2019 年集中爆发，海棠湾地区的娱乐设施的完善将提高免税店的人次。2) 毛利率的提升：公司竞标获得了多个机场(首都机场、香港机场、白云机场、上海机场等)的免税店经营权，规模提升实现毛利率的提升。同时参股日上能够改善公司的采购渠道，受到品类毛利率不同的影响，免税业务有望在未来三年毛利率从 45%提升到 55%。3) 市内免税店牌照的运用：中免集团拥有北京、上海、大连、青岛和厦门的五个市内免税店牌照，开设市内免税店有望延续三亚免税店的经营模式。同时能够捕捉境外游客以及内地待出国游客，符合国内促进消费的政策倾向。4) 考虑上海和北京的并表影响，18E-20E 的业绩为 37/49/64 亿元，增速为 49%/32%/31%，EPS 分别为 1.9/2.5/3.3 元，PE 分别为 33/25/20 倍，维持买入评级。
- **海昌海洋公园**：1) 公司存量的主题项目均已处在成熟阶段或者成长向成熟迈入的阶段，园区的接待瓶颈显现，通过存量项目的项目升级来实现新增客流，同时客单价角度公司通过自由 IP 产品和二次消费项目来提升，票价随着散客和网络散客比例提升能够有逐步上升过程。2) 增量项目能够实现 2019 年业绩翻番，上海项目 18 年 11 月正式营业，第二年预计盈利 1.5 亿元。3) 从 PE 估值角度来看公司存量业务的估值水平相对于同行业来看相对较高，叠加上海和三亚的业绩增厚能够实现 19 年 PE 为 12X。同时由于考虑到重资产模式，采用 EV/EBITDA 估值来看，19 年能够实现 EV/EBITDA 为 8X，升值空间较大。4) 18E-20E 业绩为 2.86/4.86/6.54 亿元，增速为 2.3%/67%/33.6%，18 年增速较低由于新开业开办费用较高，EV/EBITDA 为 11.04/8.22/6.92X，PE 为 21/12/9 X，维持买入评级。
- **宋城演艺**：1) 线下存量景区培育成熟，仍能维持 10%的客流增速，依赖团散比改善和票价提价改善景区业绩。2) 增量轻资产输出兑现公司品牌溢价能力。目前公司共有四个轻资产项目，每单一次性管理费兑现都超过 2 亿，这部分服务收入和景区经营收入 20%的管理收入能够为公司带来新的业绩增长点。3) 六间房分配交割资产重组后消除商誉风险，19 年能够通过资产重组获得约 5.7 亿元投资收益，重组后公司持有六间房和花椒重组的新公司 30%股权。4) 18-20 年将开业桂林、西安、上海、张家界和澳洲项目，新开业项目体量能够实现公司利润翻番。5) 考虑轻资产和新开重资产项目 18E-20E 业绩为 12.7/20/16.8 亿元，增速 15.6%/55%/15.3%，不考虑六间房影响下公司线下景区 18-20E 业绩为 9/13/16 亿元，对应 PE 为 32/23/19 倍，维持买入评级。

## 6、未来一周大事提醒

图表 3：未来一周大事提醒

具体内容	
09月04日	腾邦国际股东大会召开
09月05日	携程网中报披露
09月06日	大连圣亚股东大会召开

来源：wind，国金证券研究所

## 7、风险提示

- **极端天气及不安全因素发生**：从景区角度来看，交通利好是带动客流量的主要因素，而极端天气和不安全因素则是影响游客意愿的主要负面影响。2016年厄尔尼诺现象的产生导致整个旅游板块尤其是景区细分领域的业绩表现较弱。
- **宏观经济增速放缓**：旅游活动作为基本需求满足后的精神需求层面，需要在经济达到一定水平的情况下才会发生，当经济放缓会导致居民的出境需求和意愿下降。
- **影响旅游行业的负面政策出台**：旅游行业的政策指导性较强，尤其在免税及出境游板块。负面政策的出台对板块存在限制发展的可能。
- **业绩不及预期的情况出现**：旅游板块发展至今跟行业的长期趋势产生一二级差异，16-17年的业绩尤其是景区板块的业绩存在一定的低预期情形。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH