

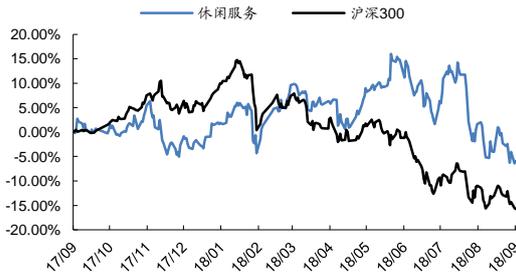
研究所

证券分析师: 周五华 S0350513110001
0755-83716906 zhouyh@ghzq.com.cn

板块经营稳中有升, 建议关注节前行情

——休闲服务行业事件点评报告

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
休闲服务	-7.4	-17.5	-5.6
沪深300	-5.3	-14.7	-15.7

相关报告

《休闲服务行业2018年下半年投资策略: 免税酒店板块蒸蒸日上, 景区和餐饮重焕新机》——2018-07-09

《物业服务行业动态研究报告: 行业逻辑持续验证, 关注近期事件催化行情》——2018-06-12

《休闲服务行业事件点评报告: 海南获政策大力支持, 旅游相关公司有望受益》——2018-04-16

《物业管理行业专题报告二: 行业加速成长, 龙头示范先行》——2018-01-29

《物业管理服务行业事件点评报告: 物管第一股本周登陆A股, 关注港股优质稀缺资产投资机会》——2018-01-22

投资要点:

■**板块经营稳中有升, 上半年营收和归母净利润同比增速均高于去年同期水平。**2018年上半年, 板块32家上市公司共实现营收634.6亿元, 同比增30.6%; 合计实现归母净利润52.1亿元, 同比增33.1%; 合计实现扣非后归母净利润44.7亿元, 同比增33.6%。对比看, 2017年上半年板块合计营收同比增速为20.9%; 合计实现归母净利润同比增速为32%。2018年板块营收和归母净利润增速水平均高于2017年上半年增速水平, 板块整体呈加速增长态势。分拆看, 免税子板块因为业绩占板块比重接近40%, 近两年其营收和净利润同比增速快速上涨, 是带动板块整体营收和归母净利润同比快速增长的重要因素。

■**分子板块看, 免税、旅行社和酒店板块成长性相对较优, 景区和餐饮相对平稳。**按照营收同比增速排序, 子板块上半年营收增速由高到低排序为免税(+67.8%)>旅行社(+22.6%)>旅游综合(+18%)>景区(+10.7%)>酒店(+7.7%)>餐饮(+5.9%); 按照扣非后归母净利润同比增速排序, 子板块上半年扣非后归母净利润增速由高到低排序为免税(+48.4%)>酒店(+35.2%)>旅行社(+31.6%)>旅游综合(+29.6%)>餐饮(+13.4%)>景区(+3.5%)。

免税子板块表现优异, 主要源于板块在政策推动下, 行业进行了较大规模的并购整合。中国国旅在去年和今年分别对日上中国和日上上海进行收购, 获取了北京和上海机场免税店的经营权, 此外还获得了香港机场烟酒段经营权, 及参股澳门机场免税店经营等。除了并购整合带来的业务增量, 公司原有的免税和三亚离岛免税业务均稳健快速增长。

历经近两年整合, 酒店板块在2017年高基数基础上, 持续增长。酒店板块经营持续向好, 主要源于行业中高端需求稳中提升, 供给收缩, 连锁加盟占比提升等要素。旅行社板块因为新增个股腾邦国际, 板块营收和净利润同比增速均平稳增长。上半年国内出境游人数同比增15%, 出境游显现回暖趋势, 长期看好其趋势。景区板块经营相对平稳, 餐饮板块因为新增了盈利能力较强的广州酒家, 拉动并平滑了板块整体业绩水平。

■**板块上半年整体毛利率和净利率小幅提升。**盈利能力角度看, 板块32家公司上半年经营整体毛利率为43.2%, 同比提升0.87PCT; 其中, 免税、酒店、旅行社、旅游综合、餐饮和景区子板块毛利率分别为41.2%、73.8%、14.6%、34.2%、51.9%和42.2%, 同比分别升11.69、降1.47、升0.14、降1.72、降0.74和降2.69PCT。销售净利率角度看, 板块32家公司上半年整体销售净利率为9.4%, 同比升0.58PCT; 其中免税、酒店、旅行

社、旅游综合、餐饮和景区子板块销售净利率分别为 10.9%、6.1%、4.3%、16.2%、6.6%和 16.3%，同比分别降 0.87、升 0.96、降 0.07、升 0.55、升 0.41 和升 3.3PCT。

■板块估值处于历史相对低位。年初至 9 月 7 日，板块整体跌幅 1.61%，分别跑赢大盘和沪深 300 指数 17.7 和 18.2PCT。板块 TTM 整体法市盈率（剔除负值）为 29.4 倍，对应 2018 和 2019 年的预测市盈率（剔除负值）分别为 25 和 20.8 倍。其中，免税、酒店、旅行社、旅游综合、餐饮和景区对应的 TTM 整体法市盈率（剔除负值）分别为 38.4、25.5、27、23、28.7 和 27 倍，对应 2018 年预测市盈率分别为 32.5、20.7、20.5、19.9、24.8 和 25.6 倍。板块整体估值处于历史相对低位。

■公司经营分化，免税最为突出，景区相对保守。32 家公司中，营收增速排名靠前的为腾邦国际、国旅联合和中国国旅，其上半年营收增速分别达 81.9%、74.9%和 67.8%，三家公司均在去年较高基数基础上实现持续快速增长。再参照扣非后归母净利润指标，我们重点跟踪公司中，扣非后归母净利润增速在 20%以上的公司包括中国国旅（+67.8%，+48.4%）、中青旅（+16.9%，+39.4%）、广州酒家（+15.1%，+33.8%）、首旅酒店（+0.4%，+32.1%）、众信旅游（+15%，+24.1%）、宋城演艺（+8.5%，+21.5%）和桂林旅游（-1.7%，+21.3%），以上几家公司上半年营收和扣非后归母净利润增速相对良好，且公司主业经营相对稳健。

■看好行业长期发展趋势，建议关注板块节前行情。整体看，旅游产业向上发展趋势明确，未来随着收入和需求提升、交通条件不断完善、产品愈发丰富，行业将持续稳健发展。三季度为传统旅游行业经营旺季，本月和下月将分别迎来中秋小长假和国庆长假，板块有望迎来小长假行情，建议积极关注，维持行业“推荐”评级。

■建议关注免税、酒店和出境游子板块。免税子板块在消费升级、政策支持及鼓励消费回流大背景下，龙头公司有望在新一轮的发展中获得优势；酒店板块目前处于向上拐点期，供给紧张、连锁加盟占比提升、中高端需求提升，将带动板块经营持续好转。龙头公司未来在市场份额、模式创新上依然有较大空间；出境游子板块在经历 2016 和 2017 两年的低迷期后，不改向上发展趋势，未来在经营模式和市场份额上依然存在拓展空间，而其龙头公司有望获得溢价成长。

■建议重点关注板块龙头和低估值公司。建议两个角度甄选公司，成长性角度，建议重点关注龙头公司，包括中国国旅（行业龙头&规模效应持续提升）、首旅酒店（行业处于向上拐点周期&龙头）、宋城演艺（六间房风险解除&模式优）及众信旅游&凯撒旅游（出境游龙头）；低估值角度，建议关注前期跌幅较多，现金流充沛的景区个股，包括黄山旅游（高铁开通&外延拓展）、峨眉山（人事变动为公司带来经营改善和外延发展预期）及桂林旅游（业绩改善&转型预期）等。

■风险提示：突发事件或不可控灾害；宏观经济低迷；行业重大政策变化；相关公司项目进度不确定

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2018-09-10 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
000796.SZ	凯撒旅游	8.78	0.41	0.48	0.62	21.41	18.29	14.16	买入
000888.SZ	峨眉山 A	6.51	0.37	0.45	0.5	17.59	14.47	13.02	增持
000978.SZ	桂林旅游	5.96	0.23	0.27	0.33	25.91	22.07	18.06	增持
002033.SZ	丽江旅游	7.01	0.38	0.43	0.5	18.45	16.3	14.02	增持
002707.SZ	众信旅游	8.23	0.27	0.36	0.46	30.48	22.86	17.89	买入
300144.SZ	宋城演艺	21.1	0.73	0.88	1.05	28.9	23.98	20.1	买入
600054.SH	黄山旅游	10.83	0.55	0.58	0.64	19.69	18.67	16.92	买入
600138.SH	中青旅	14.58	0.79	0.9	1.01	18.46	16.2	14.44	买入
600258.SH	首旅酒店	17.39	0.77	1.04	1.23	22.58	16.72	14.14	增持
601888.SH	中国国旅	61.42	1.3	1.94	2.47	47.25	31.66	24.87	买入
603043.SH	广州酒家	25.09	0.84	1.03	1.2	29.87	24.36	20.91	增持

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

目录

1、板块中报经营分析：稳中有升，免税独占鳌头.....	5
2、近期观点：建议关注板块节前行情	13
3、近期重点推荐个股及逻辑	13
4、风险提示	15

图表目录

图 1：餐饮旅游板块营收同比增速呈加速上升态势.....	5
图 2： 餐饮旅游板块近四年营收同比增速情况.....	5
图 3： 餐饮旅游板块归母净利润同比增速情况.....	6
图 4： 餐饮旅游板块单季度毛利率变化情况.....	6
图 5： 免税子板块各季度营收同比增速.....	7
图 6： 免税子板块毛利率不断提升.....	7
图 7： 酒店子板块各季度营收同比增速.....	7
图 8： 酒店子板块毛利率逐渐趋稳.....	7
图 9： 旅行社子板块季度营收同比增速情况.....	8
图 10： 旅行社子板块毛利率相对趋稳.....	8
图 11： 景区子板块近四年营收同比增速情况.....	8
图 12： 景区子板块毛利率季度差异较大.....	8
图 13： 餐饮子板块季度营收同比增速情况.....	9
图 14： 餐饮子板块毛利率季度差异较大.....	9
图 15： 板块 TTM 估值处于相对底部位置.....	10
图 16： 板块各公司 2018 中报经营情况.....	11
表 1 子板块划分及包含的个股情况	5
表 2 2018 上半年各个子板块营收及归母净利润同比增速情况，免税子板块表现出色	6
表 3 2018 上半年各个子板块经营毛利率、净利率及同比	9
表 4 板块 TTM 整体法市盈率为 30.6 倍	10
表 5 板块主要景区类上市公司 2018 上半年客流及同比情况	12

1、板块中报经营分析：稳中有升，免税独占鳌头

我们以中信一级行业指数为参考，将板块 32 家公司进行梳理，按照公司主营业务实际贡献情况，将 32 家公司划分为旅行社、酒店、景区、餐饮、免税和旅游综合六个子板块，详细划分标准参见表 1。

表 1 子板块划分及包含的个股情况

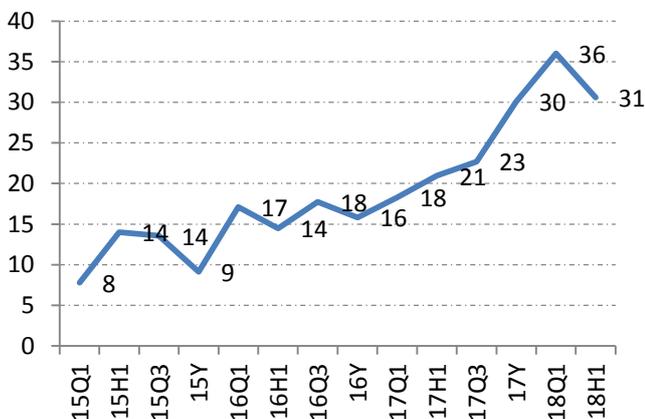
子板块名称	包含个股名称及数量
旅行社	众信旅游、凯撒旅游、西安旅游、腾邦国际 4
酒店	锦江股份、金陵饭店、岭南控股、首旅酒店、华天酒店、大东海 A、6
景区	张家界、桂林旅游、丽江旅游、黄山旅游、峨眉山、三特索道、云南旅游、九华旅游、长白山、大连圣亚、曲江文旅、ST 藏旅、天目湖 13
餐饮	西安饮食、全聚德、ST 云网、广州酒家 4
免税	中国国旅 1
旅游综合	中青旅、宋城演艺、新智认知 国旅联合 4

资料来源：wind，国海证券研究所

板块上半年营收和归母净利润同比增速均高于去年同期水平。2018 年上半年，板块 32 家上市公司共实现营收 634.6 亿元，同比增 30.6%；合计实现归母净利润 52.1 亿元，同比增 33.1%；合计实现扣非后归母净利润 44.7 亿元，同比增 33.6%。对比看，2017 年上半年板块合计营收同比增速为 20.9%；合计实现归母净利润同比增速为 32%。2017 年板块营收和归母净利润增速水平平均低于 2018 年上半年增速水平，板块整体呈加速成长态势。其中，免税子板块因为业绩占板块比重接近 40%，近两年其营收和净利润同比增速快速上涨，是带动板块整体营收和归母净利润同比增速快速增长的重要因素。

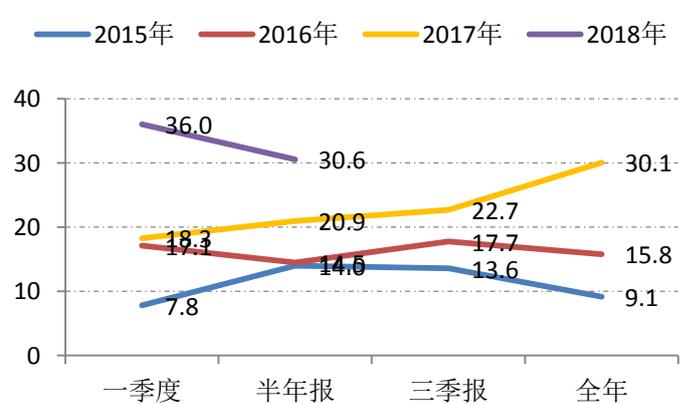
算术平均角度看，32 家公司上半年的平均营收规模为 19.8 亿元，而 2017 年上半年板块公司平均营收规模为 15.5 亿元；32 家公司上半年归母净利润均值为 1.6 亿元，扣非后归母净利润均值为 1.4 亿元，均较 2017 年上半年 1.2 亿元归母净利润及 1 亿元扣非后归母净利润规模同比大幅提升。

图 1：餐饮旅游板块营收同比增速呈加速上升态势



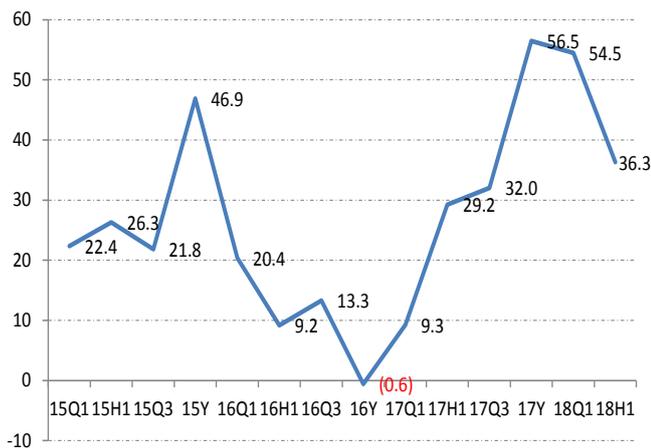
资料来源：wind,国海证券研究所

图 2：餐饮旅游板块近四年营收同比增速情况



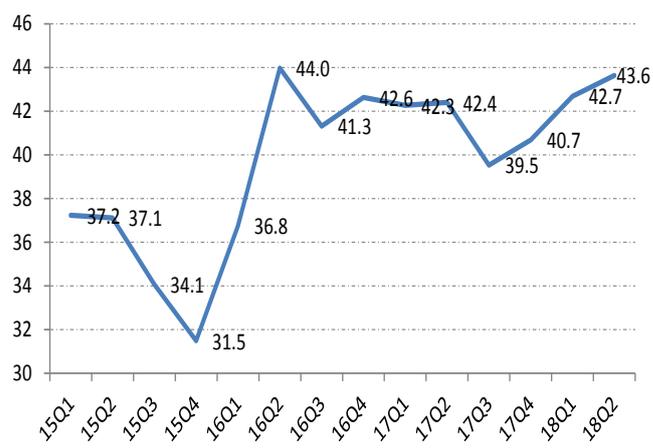
资料来源：wind,国海证券研究所

图 3: 餐饮旅游板块归母净利润同比增速情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 4: 餐饮旅游板块单季度毛利率变化情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

分子板块看, 按照营收同比增速排序, 子板块上半年营收增速由高到低排序为免税 (+67.8%) > 旅行社 (+22.6%) > 旅游综合 (+18%) > 景区 (+10.7%) > 酒店 (+7.7%) > 餐饮 (+5.9%); 按照归母净利润同比增速排序, 子板块上半年归母净利润增速由高到低排序为免税 (+47.6%) > 景区 (+38%) > 旅游综合 (+27.9%) > 酒店 (+23.6%) > 餐饮 (+13.9%) > 旅行社 (+13%); 按照扣非后归母净利润同比增速排序, 子板块上半年扣非后归母净利润增速由高到低排序为免税 (+48.4%) > 酒店 (+35.2%) > 旅行社 (+31.6%) > 旅游综合 (+29.6%) > 餐饮 (+13.4%) > 景区 (+3.5%)。

表 2 2018 上半年各个子板块营收及归母净利润同比增速情况, 免税子板块表现出色

板块名称	营业总收入, 亿元	同比增速, %	合计归母净利润, 亿元	同比增速, %	扣非后合计归母净利润, 亿元	同比增速, %	算术平均营业收入, 亿元	算术平均归母净利润, 亿元	扣非后算术平均归母净利润, 亿元
餐饮旅游	634.6	30.6	52.1	33.1	44.7	33.6	19.8	1.6	1.4
免税	210.8	67.8	19.2	47.6	19.1	48.4	210.8	19.2	19.1
酒店	150.7	7.7	8.5	23.6	6	35.2	25.1	1.4	1
旅行社	124.7	22.6	4.4	13.1	3.2	31.6	31.2	1.1	0.8
旅游综合	84.2	18	12	27.9	10.4	29.6	21.1	3	2.6
餐饮	19.6	5.9	1.2	13.9	1.2	13.4	4.9	0.3	0.3
景区	44.5	10.7	6.9	38	4.8	3.5	3.4	0.5	0.4

资料来源: wind, 国海证券研究所

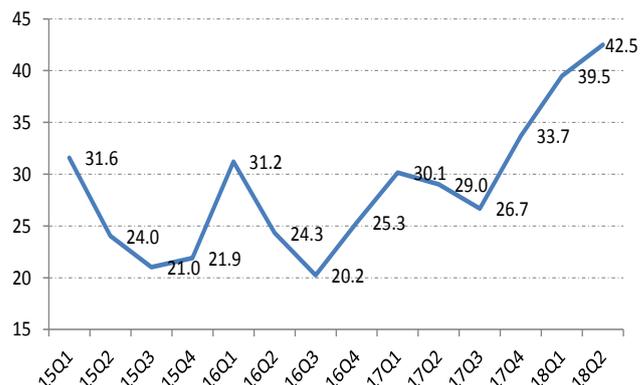
整体看, 今年上半年免税子板块表现最优, 收入和利润增速均领先其他板块。免税子板块表现优异, 主要源于板块在政策推动下, 行业进行了较大规模的并购整合。中国国旅在去年和今年分别对日上中国和日上上海进行收购, 获取了北京和上海机场免税店的经营权, 此外还获得了香港机场烟酒段经营权, 及参股澳门机场免税店经营等。除了并购整合带来的业务增量, 公司原有的机场免税和三亚离岛面免税业务均稳健增长。内生外延齐发力, 带动板块收入和利润规模快速增长。

图 5: 免税子板块各季度营收同比增速



资料来源: wind,国海证券研究所

图 6: 免税子板块毛利率不断提升



资料来源: wind,国海证券研究所

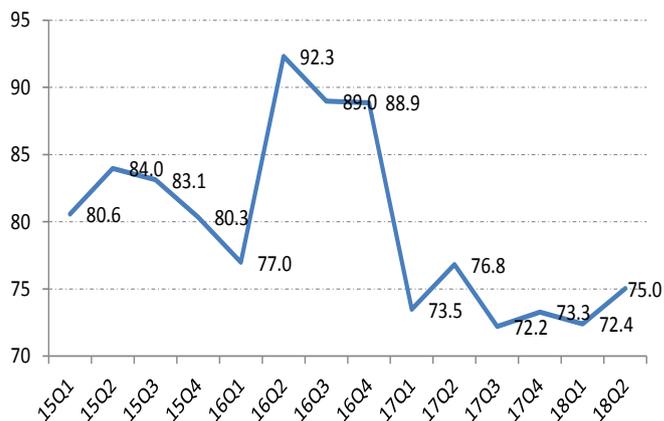
酒店板块持续高增长。2017 年,酒店子板块收入和归母净利润的同比增速分别为 37.5%和 118.2%,主要源于酒店行业整体经营趋暖,此外行业并购整合为板块龙头公司首旅酒店和锦江股份带来新增合并报表,大幅带动板块业绩快速增长。历经近两年的整合,2018 年上半年酒店子板块收入和归母净利润增速分别为 7.7%和 23.6%,在 2017 年高基数基础上,持续增长。酒店板块经营持续向好,主要源于行业中高端需求稳中提升,供给收缩,行业连锁加盟占比提升等要素。

图 7: 酒店子板块各季度营收同比增速



资料来源: wind,国海证券研究所

图 8: 酒店子板块毛利率逐渐趋稳



资料来源: wind,国海证券研究所

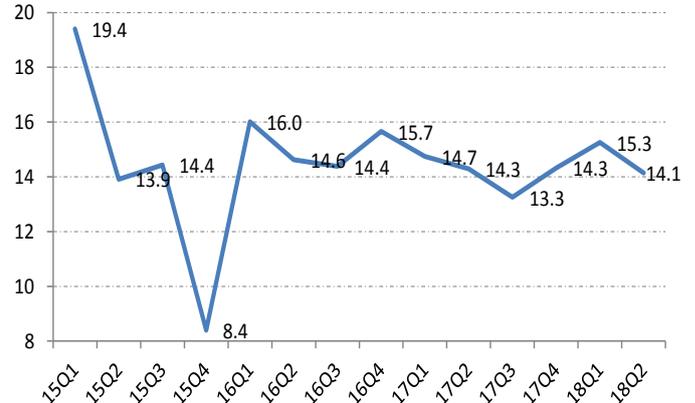
旅行社和旅游综合经营稳中有升。旅行社板块相较于 2017 年同期较大的一个变化是,新增加了个股腾邦国际,板块营收和净利润同比增速均平稳增长。整体看,今年上半年板块营收同比增速达 22.6%,归母净利润同比增速为 13.1%,经营稳中有升。上半年国内出境游人数同比增 15%,出境游显现回暖趋势,长期看好其趋势。旅游综合板块上半年营收和归母净利润同比增速分别为 18%和 27%,因为板块包含了宋城演艺和中青旅等个股,所以整体借鉴意义不大。

图 9: 旅行社子板块季度营收同比增速情况



资料来源: wind,国海证券研究所

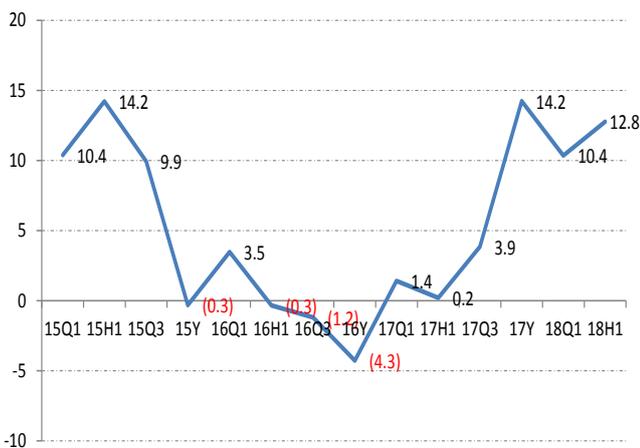
图 10: 旅行社子板块毛利率相对趋稳



资料来源: wind,国海证券研究所

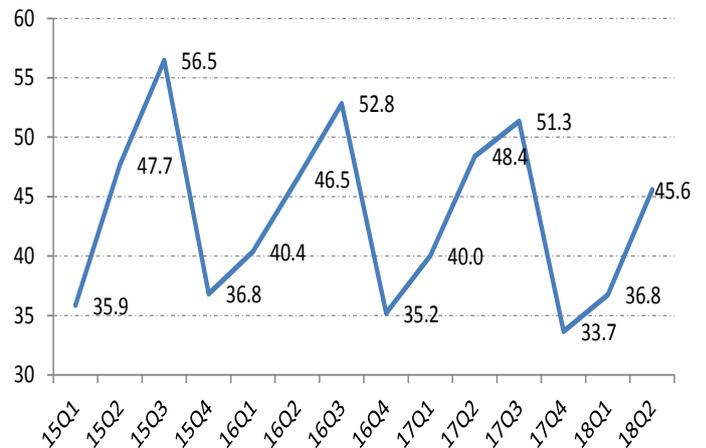
景区和餐饮经营相对平稳。上半年景区板块营收和归母净利润同比增速分别为 10.7%和 38%，扣非后归母净利润同比增速为 3.5%。整体看，景区板块上半年客流增速普遍乏力，除峨眉山游客量同比增 7%外，其余均出现下跌。我们分析认为，一方面，因为景区板块上市公司供给产品相对有限，且以门票类产品为主，其产品形式已经不能完全满足游客休闲游的需求；另一方面，景区板块上市公司经营相对僵化，效率有待提升；此外上半年黄山、乌镇等景区雨水相对较多，亦对公司景区经营造成一定负面影响。餐饮板块上半年收入同比增速 5.9%，归母净利润同比增速 13.9%，经营相对平稳。板块新增个股广州酒家，其盈利能力相对较强，拉动并平滑了板块整体业绩水平。

图 11: 景区子板块近四年营收同比增速情况



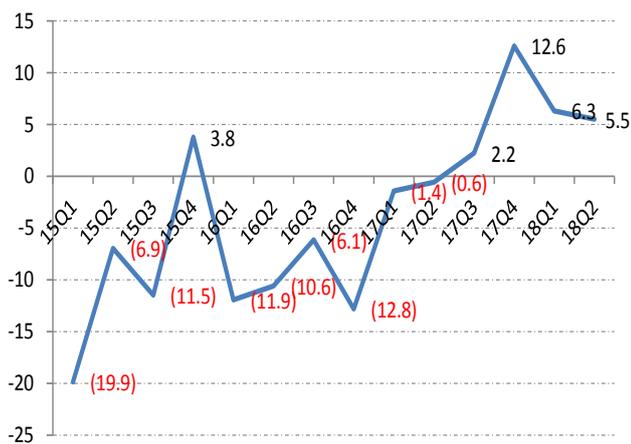
资料来源: wind,国海证券研究所

图 12: 景区子板块毛利率季度差异较大



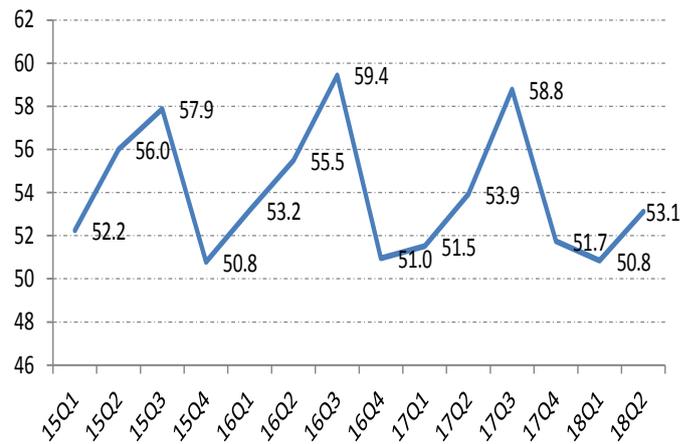
资料来源: wind,国海证券研究所

图 13: 餐饮子板块季度营收同比增速情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 餐饮子板块毛利率季度差异较大



资料来源: wind, 国海证券研究所

板块上半年整体毛利率和净利率小幅提升。盈利能力角度看, 板块 32 家公司上半年经营整体毛利率为 43.2%, 同比提升 0.87PCT; 其中, 免税、酒店、旅行社、旅游综合、餐饮和景区子板块毛利率分别为 41.2%、73.8%、14.6%、34.2%、51.9%和 42.2%, 同比分别升 11.69、降 1.47、升 0.14、降 1.72、降 0.74 和降 2.69PCT。销售净利率角度看, 板块 32 家公司上半年整体销售净利率为 9.4%, 同比升 0.58PCT; 其中免税、酒店、旅行社、旅游综合、餐饮和景区子板块销售净利率分别为 10.9%、6.1%、4.3%、16.2%、6.6%和 16.3%, 同比分别降 0.87、升 0.96、降 0.07、升 0.55、升 0.41 和升 3.3PCT。

表 3 2018 上半年各个子板块经营毛利率、净利率及同比

板块名称	销售毛利率(整体法, %)	同比变动, PCT	销售净利率(整体法, %)	同比变动, PCT	销售费用率(整体法, %)	同比变动, PCT	管理费用率(整体法, %)	同比变动, PCT	财务费用率(整体法, %)	同比变动, PCT
餐饮旅游	43.21	0.87	9.41	0.58	22.15	1.23	8.29	-1.09	1.19	-0.24
免税	41.22	11.69	10.92	-0.87	23.05	12.17	2.71	-0.44	-0.06	0.16
酒店	73.76	-1.47	6.06	0.96	44.76	-3.30	18.98	0.91	2.91	-0.33
旅行社	14.63	0.14	4.26	-0.07	6.32	0.05	2.69	-0.53	1.2	0.28
旅游综合	34.23	-1.72	16.19	0.55	9.12	-2.48	6.80	0.05	0.82	-0.08
餐饮	51.92	-0.75	6.63	0.41	33.14	0.40	11.15	-0.97	-0.68	-0.53
景区	42.2	-2.69	16.29	3.3	5.50	-0.49	15.74	-1.79	2.75	-0.5

资料来源: wind, 国海证券研究所

板块估值处于历史相对低位。年初至 9 月 7 日, 板块整体跌幅 1.61%, 分别跑赢大盘和沪深 300 指数 17.7 和 18.2PCT。板块 TTM 整体法市盈率(剔除负值)为 29.4 倍, 对应 2018 和 2019 年的预测市盈率(剔除负值)分别为 25 和 20.8 倍。其中, 免税、酒店、旅行社、旅游综合、餐饮和景区对应的 TTM 整体法市盈率(剔除负值)分别为 38.4、25.5、27、23、28.7 和 27 倍, 对应 2018 年预

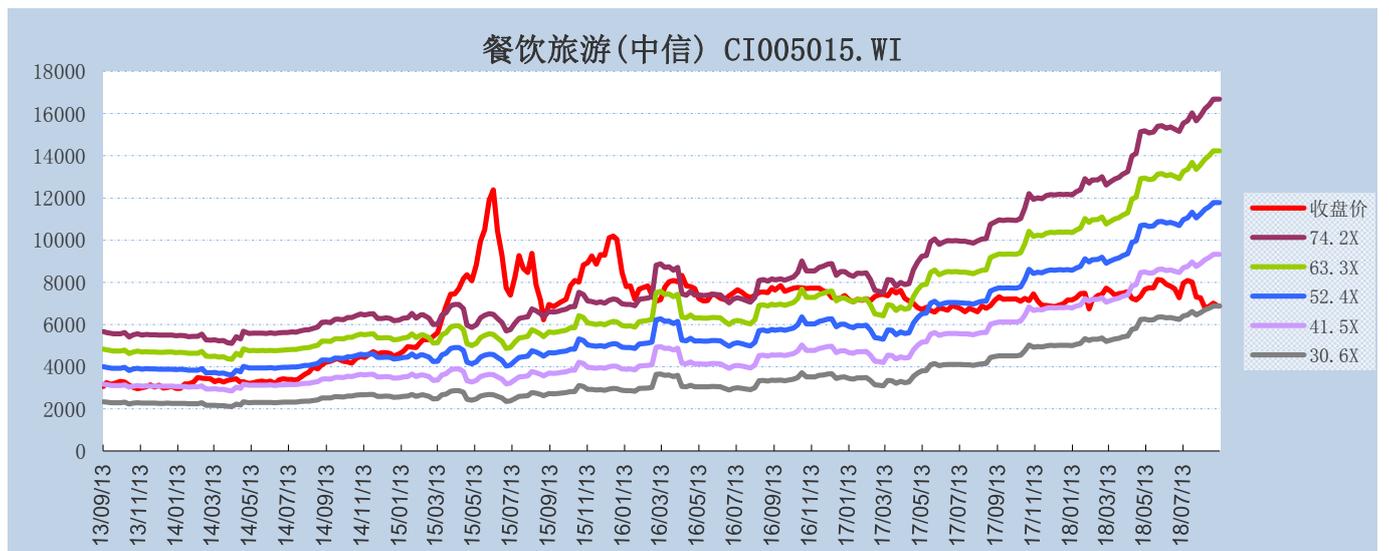
测市盈率分别为 32.5、20.7、20.5、19.9、24.8 和 25.6 倍。板块整体估值处于历史相对低位。

表 4 板块 TTM 整体法市盈率为 30.6 倍

子板块	9月7日总市值, 亿元	9月7日算术平均总市值, 亿元	TTM 整体法市盈率	TTM 整体法市盈率, 剔除负值	2018 年预测市盈率, 剔除负值	2019 年预测市盈率, 剔除负值	2020 年预测市盈率, 剔除负值	市净率, 剔除负值
餐饮旅游	3,076	96	30.60	29.43	25.04	20.75	17.36	3.08
免税	1,210	1,210	38.43	38.43	32.49	25.91	21.31	7.72
酒店	511	85	25.51	25.51	20.65	16.87	14.19	1.69
旅行社	228	57	29.69	27.01	20.52	16.16	13.11	2.62
旅游综合	507	127	23.00	23.00	19.67	17.92	15.09	2.50
餐饮	188	47	40.67	28.68	24.80	20.98	17.65	4.50
景区	432	33	29.69	27.00	25.64	21.24	18.51	2.14

资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 板块 TTM 估值处于相对底部位置



资料来源: wind, 国海证券研究所

公司经营差异较大, 免税最为突出, 酒店相对稳健。32 家公司中, 营收增速排名靠前的为腾邦国际、国旅联合和中国国旅, 其上半年营收增速分别达 81.9%、74.9%和 67.8%, 对应 2017 年上半年营收同比增速分别为 166.8%、93.1%和 22.5%, 三家公司均在去年较高基数基础上实现持续快速增长。尤其是腾邦国际, 去年上半年和今年上半年营收同比增速均居于板块第一名, 公司积极介入旅行社市场, 大力拓展包机线路, 带动营收和利润规模均出现快速增长; 营收增速超过 30%的公司还包括云南旅游(+47.5%)、长白山(+43.4%)和新智认知(+33.4%); 营收增速在 15%~30%之间的公司为曲江文旅(+25.5%)、三特索道(+24.2%)、中青旅(+16.9%)、金陵饭店(+16.1%)、广州酒家(+15.1%)和众信旅游(+15%)

等公司。再参照扣非后归母净利润指标，我们重点跟踪公司中，扣非后归母净利润增速在20%以上的公司包括中国国旅(+67.8%，+48.4%)、中青旅(+16.9%，+39.4%)、广州酒家(+15.1%，+33.8%)、首旅酒店(+0.4%，+32.1%)、众信旅游(+15%，+24.1%)、宋城演艺(+8.5%，+21.5%)和桂林旅游(-1.7%，+21.3%)，以上几家公司上半年营收和扣非后归母净利润增速相对良好，且公司主业经营各项指标相对稳健。

图 16: 板块各公司 2018 中报经营情况

公司	营收, 亿元	营收同比增速, %	2017H1营收同比增速, %	归母净利润, 百万元	归母净利润同比, %	扣非后归母净利润同比, %	2017H1扣非后归母净利润同比, %	毛利率, %	净利率, %	期间费用率, %	总市值, 亿元	TTM市盈率	预测市盈率, 2018	预测市盈率, 2019
腾邦国际	26	81.9	166.8	227	39.7	55.7	13.2	19.4	10.9	9.6	72	21	19	15
国旅联合	1	74.9	93.1	-10	58.4	54.2	29.2	20.6	-3.2	20.7	21	47		
中国国旅	211	67.8	22.5	1,919	47.6	48.4	16.8	41.2	10.9	25.7	1,149	36	31	25
云南旅游	8	47.5	-17.4	3	-80.5	-96.6	-52.9	25.5	2.9	15.9	53	95	55	25
长白山	1	43.4	18.0	-42	-10.7	-8.6	-657.7	-10.2	-38.3	24.1	27	41	35	29
新智认知	12	33.4	420.7	135	54.8	29.7	217.4	38.8	9.9	27.1	62	20	17	13
曲江文旅	6	25.5	4.9	71	40.8	38.1	23.5	30.7	11.3	16.2	23	27	28	24
*ST藏旅	1	24.5	22.8	-16	37.7	42.1	42.2	32.4	-21.5	52.5	21	-30		
三特索道	3	24.2	6.6	97	387.6	22.2	-22.1	49.3	36.8	45.6	29	21	40	55
中青旅	56	16.9	-4.3	405	16.7	39.4	-0.3	24.5	10.6	14.4	109	17	16	14
金陵饭店	5	16.1	9.0	47	-3.3	-5.6	518.9	64.4	13.5	49.2	26	26	25	22
广州酒家	8	15.1	18.2	58	42.1	33.8	55.4	47.7	7.5	38.8	98	27	23	19
众信旅游	58	15.0	13.4	138	45.2	24.1	26.9	10.6	2.7	8.1	73	26	23	17
岭南控股	31	11.5	9.3	100	24.4	11.1	156.4	15.8	3.3	12.0	52	26	23	19
凯撒旅游	38	10.7	30.8	77	-43.0	2.2	20.7	18.3	2.7	14.1	66	40	19	16
锦江股份	69	10.3	44.0	503	22.1	58.2	96.2	89.9	8.3	82.4	217	22	20	16
宋城演艺	15	8.5	17.4	665	27.0	21.8	22.4	67.9	43.6	16.8	310	26	22	21
大连圣亚	1	7.9	15.2	8	35.2	29.0	32.4	51.2	4.9	43.3	32	55	46	38
西安旅游	3	7.5	-13.5	-7	7.7	21.5	-17.6	6.5	-2.1	9.6	15	-85		
丽江旅游	3	7.4	-11.4	119	19.0	14.4	-14.1	72.1	36.5	25.9	39	18	16	14
大东海A	0	7.1	25.1	1	-25.4	-25.4	1,715.2	62.9	7.9	50.5	27	1,132		
华天酒店	5	4.9	-9.0	-143	-46.8	-39.0	-17.9	53.0	-41.5	90.0	28	44	27	23
天目湖	2	2.3		49	11.1	3.0	31.3	64.1	26.1	30.3	24	26	24	20
全聚德	9	1.4	-1.1	78	1.3	0.3	8.3	61.1	9.6	49.6	41	30	27	25
西安饮食	3	1.1	0.4	-2	-88.2	60.0	71.0	34.7	-1.0	33.9	21	-173		
九华旅游	2	0.8	12.2	60	1.2	0.7	16.9	51.6	24.4	17.9	25	29	27	24
首旅酒店	40	0.4	71.3	340	41.2	32.1	663.0	94.9	9.2	81.6	173	24	20	16
峨眉山A	5	0.2	8.6	70	11.6	11.8	7.9	39.9	13.3	21.2	35	17	15	13
桂林旅游	3	-1.7	28.5	29	0.6	21.3	480.1	46.8	8.8	40.7	22	41	29	22
黄山旅游	7	-6.0	-0.9	219	17.0	-16.2	9.9	53.5	33.7	20.3	82	18	19	17
张家界	2	-16.9	-5.5	20	-47.9	1.7	-60.0	33.5	10.5	21.9	26	53	59	50
*ST云网	0	-19.3	-5.3	-11	-26.3	-22.8	26.0	43.4	-27.3	70.2	23	-114		

资料来源: wind, 国海证券研究所

此外，我们还对部分重点景区类公司的客流进行梳理。从我们梳理的6家景区类上市公司看，上半年客流增速出现分化。其中峨眉山景区和丽江旅游的索道业务客流同比分别增7.1%和3.9%，张家界、桂林旅游和黄山旅游客流同比分别降8.6%、4.5%和9.9%。峨眉山客流同比增7%，我们分析主要受益于2017年底西成高铁开通影响，而丽江旅游索道业务则在去年低基数基础上有所回暖。在客流下跌的景区中，桂林旅游主要源于2017年上半年客流的高基数（受春晚分会场影响），黄山景区部分源于天气因素。

值得注意的是三特索道的几家体量较大景区中，除庐山索道客流同比出现跌幅外，其余景区客流同比均是正增长。其中华山和梵净山的客流同比增速分别达39%和35%，增幅相对较大。我们分析认为，黄山、峨眉山和张家界等传统景区，其发展历史更早，客流基数相对较大，知名度更高，而梵净山客流基数相对较小，因此客流增速相对更快。

表 5 板块主要景区类上市公司 2018 上半年客流及同比情况

公司	景区	2018H1 游客接待量 (万人次)	同比增速, %	2017 年同期客流 (万人次) 及同比增速	2016 年同期客流 (万人次) 及同比增速	2018 年 H1 重点细分景区
张家界	景区合计	253.52	-8.55	277.21, -6.04%	295, -3.35%	环保车 (145 万人, -9%)、十里画廊 (52 万人, +6.2%)、宝峰湖 (30 万人, -4.6%)、杨家界索道 (22 万人, -25.2%)
丽江旅游	索道	172.38	3.88	165.93, -8.13%	181, +9.97%	大索道 (133 万人次, +13.3%)、云杉坪 (32 万人次, -26%)；牦牛坪 (7.7 万人次, +38.9%)
	印象丽江			50.95, -32.65%	75.7, -24.9%	
桂林旅游	景区合计	416.88	-4.54	436.7, +24%	352.2, -3.7%; 七大景区 138.5, +0.18%	七大景区 (216 万人次, +3.8%)；银子岩 (128 万人次, +14.9%)；两江四湖 (60 万人次, -11.8%)；漓江游船 (26 万人次, -0.9%)、瀑布饭店 (15 万人次, -8.3%)
黄山旅游	进山游客	148.14	-9.94	164.5 (含 20 万免票), +6.5%	141.5 (不含免票), +8.83%	
	索道			303.5, +8.3%		
峨眉山 A	景区	160.01	7.07	149.5, +5.8%	141.3, -4.6%	
三特索道	华山索道	85.31	39.19	61.29, +4.55%	58.62	
	海南三特	63.91	11.93	57.1, -4.1%	59.54	
	梵净山	40.47	35.08	29.96, +21.99%	24.56	
	千岛湖			38.93, +12.35%	34.65	
	庐山索道	15.95	-7.91	17.32, +29.16%	13.41	
	珠海索道	12.95	1.17			

资料来源：公司半年报，国海证券研究所

2、近期观点：建议关注板块节前行情

看好行业长期发展趋势，建议关注板块节前行情。整体看，旅游产业向上发展趋势明确，未来随着收入和需求提升、交通条件不断完善、产品不断丰富，行业将持续稳健发展。三季度为传统旅游行业经营旺季，本月和下月将分别迎来中秋小长假和国庆长假，板块有望迎来小长假行情，建议积极关注，维持行业“推荐”评级。

建议关注免税、酒店和出境游子板块。分子板块看，免税子板块在消费升级、政策支持及鼓励消费回流大背景下，龙头公司有望在新一轮的发展中获得优势；酒店板块目前处于向上拐点期，供给紧张、连锁加盟占比提升、中高级需求提升，将带动板块经营持续好转。龙头公司未来在市场份额、模式创新上依然有较大空间；出境游子板块在经历 2016 和 2017 两年的低迷期后，不改向上发展趋势，未来在经营模式和市场份额上依然存在拓展空间，而其龙头公司有望获得溢价成长。

3、近期重点推荐个股及逻辑

建议重点关注板块龙头和低估值公司。建议两个角度甄选公司，成长性角度，建议重点关注龙头公司，包括中国国旅（行业龙头&规模效应持续提升）、首旅酒店（行业处于向上拐点周期&龙头）、宋城演艺（六间房风险解除&模式优）及众信旅游&凯撒旅游（出境游龙头）；低估值角度，建议关注前期跌幅较多，现金流充沛的景区个股，包括黄山旅游（高铁开通&外延拓展）、峨眉山（人事变动为公司带来经营改善和外延发展预期）及桂林旅游（业绩改善&转型预期）等。

中国国旅（601888）：免税行业龙头，规模效应渐显，运营效率存在提升空间。
①管理层具备优秀免税行业经营背景；②新增北京/香港/上海/澳门等机场免税店经营为公司带来协同效应和规模效应；③三亚旅游市场回暖，海棠湾周边设施不断完善有利于公司业务发展；④消费回流大背景下，政府对行业给予较多政策支持。

宋城演艺（300144）：模式优&业绩稳&团队强。①经营稳健，营收对应的3年和5年复合增长率分别为48%和39%；扣非后归母净利润对应的3年和5年复合增长率分别为47%和38%。②桂林、张家界、上海、西安等国内新项目及澳洲项目有序推动，今年新签订西塘演艺小镇项目，为持续增长提供保证；③轻资产订单项目添新翼；④团队市场意识强，在营销和渠道方面具备超出同行的执行力；⑤六间房风险逐渐解除，长期看好公司模式和团队能力。

首旅酒店（600258）：行业拐点&经营改善。①供需改善，中高端需求提升、加盟连锁比例提升等要素推动酒店板块进入向上拐点期周期，公司作为龙头将直接受益行业发展；②引入原如家管理团队，弹性薪酬制度有望带来经营效率提升。

众信旅游（002707）：行业龙头&民营机制&估值历史低位。①出境游行业受益于消费升级，放长周期看其向上增速趋势确定无疑。在历经2016和2017年两年行业低迷期后，出境游行业逐渐复苏，公司作为行业龙头有望享受溢价成长；②公司为民营机制，创始人团队及核心管理层均持股，团队稳定性强，对行业发展方向认知透彻。

黄山旅游（600054）：传统龙头&外延发展&管理层积极&高铁通车。①景区资源独特，对资源掌控力强；②管理层积极进取，在薪酬和经营体系方面采取了系列有效的考核和激励机制，公司费用率近几年持续下降，由2013年的24%下降到2017年的18.6%；③除太平湖和宏村项目外，公司与蓝城集团签订战略合作协议，并成立投资公司，探索“旅游+小镇”发展模式，东黄山开发亦有序推动中；④杭黄高铁预计10月通车，杭州至黄山车程缩短至1.5小时，将有效提升客流；⑤持有9000万股华安证券股份，未来存在较好的投资收益预期；⑥现金流充沛，2017年经营现金净流量6.1亿元。

峨眉山（000888）：重点关注人事变动影响。①经营稳健；②管理层变更较多，期间费用率不断下降，公司经营效率存在改善预期；③景区交通条件不断改善；④作为四川唯一的旅游上市公司，存在国企改革预期；⑤现金流充沛。

桂林旅游 (000978): 关注转型。①积极致力于剥离亏损资产, 并寻求转型; ②2016 年计提较大额度减值准备, 未来有望轻装前行; ③桂林市唯一旅游上市平台, 存在资产整合空间; ④PB 跌至 1.3 倍, 公司价值凸显。

4、 风险提示

- 1) 突发事件或不可控灾害;
- 2) 宏观经济低迷影响需求;
- 3) 行业重大政策变化
- 4) 相关公司项目进度不确定性

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2018-09-10 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
000796.SZ	凯撒旅游	8.78	0.41	0.48	0.62	21.41	18.29	14.16	买入
000888.SZ	峨眉山 A	6.51	0.37	0.45	0.5	17.59	14.47	13.02	增持
000978.SZ	桂林旅游	5.96	0.23	0.27	0.33	25.91	22.07	18.06	增持
002033.SZ	丽江旅游	7.01	0.38	0.43	0.5	18.45	16.3	14.02	增持
002707.SZ	众信旅游	8.23	0.27	0.36	0.46	30.48	22.86	17.89	买入
300144.SZ	宋城演艺	21.1	0.73	0.88	1.05	28.9	23.98	20.1	买入
600054.SH	黄山旅游	10.83	0.55	0.58	0.64	19.69	18.67	16.92	买入
600138.SH	中青旅	14.58	0.79	0.9	1.01	18.46	16.2	14.44	买入
600258.SH	首旅酒店	17.39	0.77	1.04	1.23	22.58	16.72	14.14	增持
601888.SH	中国国旅	61.42	1.3	1.94	2.47	47.25	31.66	24.87	买入
603043.SH	广州酒家	25.09	0.84	1.03	1.2	29.87	24.36	20.91	增持

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

【分析师承诺】

周玉华，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。