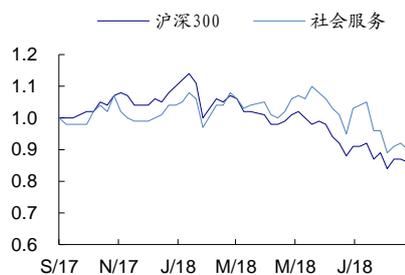


一年该行业与沪深300走势比较



相关研究报告:

《餐饮旅游 2018 年中报总结: 板块业绩持续高速增长, 龙头助力业绩提升》——2018-09-04  
 《餐饮旅游行业 8 月投资策略: 把握回调良机, 聚焦优质龙头》——2018-08-15  
 《18 年中报前瞻暨 7 月投资策略: 坚守优质龙头, 中报有望持续支撑》——2018-07-16  
 《2018 年中期投资策略: 迎接基本面投资最好时代, 坚守优质龙头》——2018-07-09  
 《餐饮旅游板块 6 月投资策略: 优选绩优标的, 布局旺季来临》——2018-06-15

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809  
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

电话: 0755-82132098  
 E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

联系人: 姜甜

电话: 0755-81981367  
 E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业投资策略

板块估值有所回调, 择机把握优质龙头

● 9月观点: 板块估值有所回调, 择机把握优质龙头

**维持板块“超配”评级。**结合目前市场风格, 首先仍关注竞争格局占优/商业模式可复制, 且业绩增长较确定的优质白马品种, 建议调整中逐步增配**中国国旅**(免税龙头, 国内外机场+市内免税店有望齐发力)、**宋城演艺**(演艺龙头, 新一轮项目扩张期+国内市场容量有望突破)、**锦江股份/首旅酒店**(酒店龙头, 加盟扩张支撑业绩, 目前处于估值的低位); **若后续市场风格相对灵活**, 可兼顾基本面改善较确定, 业绩弹性较大的:**腾邦国际**(出境游龙头, 布局新兴目的地&始发地)、**众信旅游**、**三特索道**(业绩改善, 布局二三四线城市周边休闲游)等。从中线发展趋势、短期业绩确定性、经营现金流和估值情况, 个股重点推荐**中国国旅**、**宋城演艺**、**锦江股份**、**首旅酒店**、**腾邦国际**、**众信旅游**、**三特索道**等。

● 8月行情: 大盘持续走弱, 旅游板块整体下跌 10.46%

8月, 大盘持续走弱, 旅游板块整体下跌 10.46%, 跑输大盘 5.21pct。三特相对防御良好, 而国旅(-9.78%)、宋城(-12.91%)短期略补跌, 酒店龙头锦江(-19.24%)、首旅(-19.42%)调整较为显著, 目前处于历史估值低位。

● 免税: 上半年离岛免税增 24%, 中免整合美兰机场采购渠道

**基本面:**上半年海南离岛免税销售额同增 24%, 转化率提升是核心。**动态跟踪:**中免整合美兰机场采购渠道, 有望直接增厚业绩并提升议价能力; 中免将其 83 家控股子公司划转至中免(海南)总部运营, 有望密切与海南政府合作且未来有望分享相应政策利好; 中标上海机场正式签约。

● 演艺: 重组方案微调影响有限, 新一轮扩张支撑主业

8月底, 公司公告对六间房与花椒重组方案进行调整, 调整为分两次完成股权交割, 18 年六间房将继续并表(预计 19 年上半年出表), 有助于重组方案推进, 无损主业推荐逻辑。公司旅游演艺主业 18-20 年有望保持每年 2-3 个项目落地速度; 且宁乡项目持续超预期彰显二三线演艺市场潜力。

● 酒店: Q2 RevPAR 增速表现分化, 加盟扩张维持高速

**RevPAR 方面,**华住、锦江和首旅 Q2 分别同增 13.2%、6.97%、5.6%, 房价与结构升级驱动是主因, 其中华住平稳、锦江相对 Q1 略有放缓, 首旅提升 1.6pct, 表现分化;**展店节奏方面,**三大龙头仍保持迅猛的加盟扩张态势。加盟扩张预计仍将为酒店龙头短期业绩增长提供支撑, 短期估值回调带来中线布局机会。

● 风险提示

自然灾害、疫情、政治事件等系统性风险; 政策风险; 收购整合低于预期等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
601888	中国国旅	买入	60.82	118,750	1.95	2.57	31.2	23.6
300144	宋城演艺	买入	21.48	31,202	0.85	1.13	25.2	19.0
600754	锦江股份	买入	22.78	21,822	1.14	1.36	20.0	16.7
600258	首旅酒店	买入	17.90	17,522	0.89	0.94	20.1	19.1
300178	腾邦国际	买入	11.60	7,151	0.62	0.85	18.8	13.6
002707	众信旅游	买入	8.35	70.90	0.39	0.48	21.4	17.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 9月：板块估值有所回调，择机把握优质龙头

表 1：2018 年 9 月投资策略：板块估值有所回调，择机把握优质龙头

<p><b>重点关注板块 投资看点</b></p>	<p><b>免税：</b>基本面，上半年海南离岛免税同比增长 24%，表现仍突出。免税动态，中免整合美兰机场采购渠道，有望直接增厚业绩并提升议价能力；中免将其直接持有的 83 家全资或控股子公司股权全部划转至中免（海南）总部运营，有望密切与海南省合作关系，且若未来海南对其总部有相关优惠扶持政策，中免海南总部也有望分享；中标上海机场正式签约。</p> <p><b>演艺：</b>8 月 30 日，公司公告对六间房与花椒的重组方案进行调整，调整为分两次完成股权交割，18 年六间房将继续并表（预计 19 年上半年出表），有助于重组方案推进，且无损主业推荐逻辑。公司 2018-2020 年有望保持每年 2-3 个项目的扩张节奏；与此同时，长沙宁乡项目持续超预期显示了国内二三四线城市“旅游演艺+主题公园”市场的巨大潜力（国内项目天花板有望打开）。</p> <p><b>酒店：</b>RevPAR 方面，华住、锦江和首旅 18Q2RevPAR 同比增长分别为 13.2%（估计剔除桔子公司提升 10%+）、6.97%、5.6%，房价与结构升级驱动是主因，其中华住、锦江相对 Q1 略有放缓，首旅如家则提升 1.6pct，表现略分化；展店节奏方面，三大龙头仍保持迅猛的加盟扩张态势，预计有望对上市公司业绩增长提供良好支撑。</p>
<p><b>风险因素</b></p>	<p>宏观经济波动，气候条件相对复杂等系统性风险；汇率风险。</p> <p>市场风格变化使得资金对小盘股的偏好也会有不确定性。</p> <p>国家出台相关政策不及预期；国企改革或者收购重组等进度不及预期。</p> <p>指导意见提出要切实降低现行价格偏高的 5A 级国有景区门票价格，中线有助于景区更重产业链延伸和休闲游等运营。</p>
<p><b>投资策略</b></p>	<p><b>维持板块“超配”评级。</b>结合目前市场风格，首先仍关注竞争格局占优/商业模式可复制，且业绩增长较确定的优质白马品种，建议调整中逐步增配<b>中国国旅</b>（免税龙头，国内外机场+市内免税店有望齐发力）、<b>宋城演艺</b>（演艺龙头，新一轮项目扩张期+国内市场容量有望突破）、<b>锦江股份/首旅酒店</b>（酒店龙头，加盟扩张支撑业绩，目前处于估值低位）；若后续市场风格相对灵活，可兼顾基本面改善较确定，业绩弹性较大的：<b>腾邦国际</b>（出境游龙头，大力布局新兴目的地&amp;始发地）、<b>众信旅游</b>、<b>三特索道</b>（业绩改善，布局二三四线城市周边休闲游）等。从中线发展趋势、短期业绩确定性、经营现金流和估值情况，个股重点推荐<b>中国国旅、宋城演艺、锦江股份、首旅酒店、腾邦国际、众信旅游、三特索道</b>等。</p>

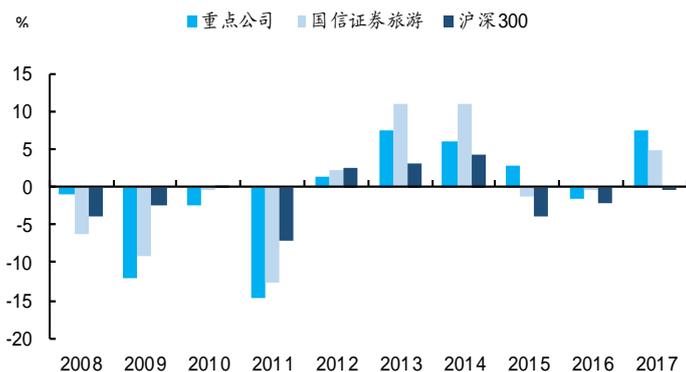
资料来源：Wind 资讯、国信证券经济研究所整理

### 近 5 年旅游板块 9 月倾向于跑赢大盘

#### 近 5 年旅游板块 9 月倾向于跑赢大盘

我们统计了 2008 年至 2017 年期间，旅游板块相对于沪深 300 指数 9 月份单月涨跌幅情况，结果发现，过去 10 年旅游板块 9 月表现相较于大盘涨跌不一，但近 5 年（2013 年至 2017 年）旅游板块均跑赢大盘。

图 1：旅游板块过去 10 年中 9 月表现与大盘相比较为稳定

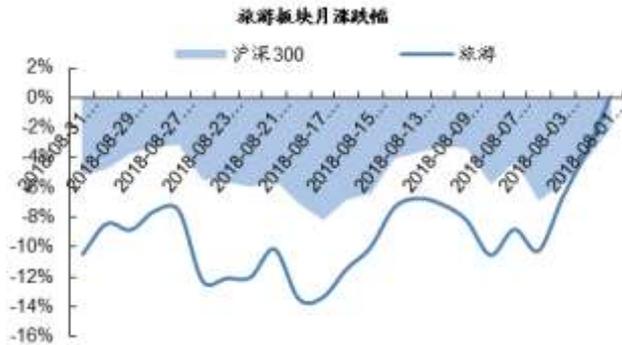


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

#### 大盘持续走弱下，8 月旅游板块整体下跌 10.46%

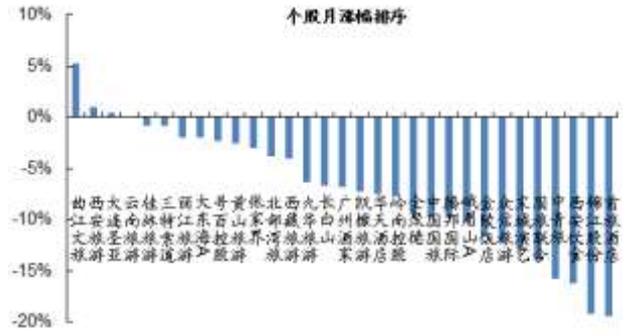
2018 年 8 月 1 日至 8 月 31 日，餐饮旅游板块伴随大盘走弱，整体下跌 10.46%，跑输大盘 5.52%（沪深 300 指数下跌 5.21%）。

图 2: 2018 年 8 月, 旅游板块跑输大盘 5.25%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 2018 年 8 月个股涨跌幅排名, 曲江文旅涨幅居首



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

具体来看, 8 月个股表现分化。部分题材股如曲江文旅、西安旅游相对领涨 (分别上涨 5.28%、0.94%)。同时我们一直持续提示的三特索道 (-0.90%) 在市场大幅调整下, 防御性较好。不过, 前期强势股如中国国旅 (-9.78%, 香港机场过渡期归母亏损拖累业绩)、宋城演艺 (-12.91%, 重组方案调整) 8 月有所补跌。同时, 有限服务酒店龙头锦江股份 (-19.24%)、首旅酒店 (-19.42%) 调整较显著, 领跌板块, 主要是由于 5-7 月 RevPAR 增速相对放缓, 叠加市场对后续宏观经济及消费预期不明朗担忧, 但考虑加盟扩张下, 公司业绩增长仍有支撑, 目前两家龙头 18 年动态 PE 仅 20 倍出头, 处于历史估值低位。

8 月重点公司 TTM 市盈率及相对估值较 7 月明显回落

2005 年 1 月 4 日至 2018 年 8 月 31 日, 国信旅游板块 TTM 市盈率均值为 44.71 倍, 波动区间为【21.12, 89.25】。旅游重点公司 TTM 市盈率均值为 39.20 倍, 波动区间为【19.88, 81.65】。2018 年 8 月 31 日, 旅游板块整体 TTM 市盈率为 30.11 倍, 明显低于上月同期 (36 倍), 处于历史较低水平; 旅游重点公司为 29.56 倍, 较上月同期也显著下降 (35.79 倍), 且低于历史平均。

图 4: 8 月旅游板块 TTM 市盈率低于上月同期



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
 注释: 重点公司样本包括中青旅、首旅股份、黄山旅游、锦江股份、桂林旅游、峨眉山 A、丽江旅游、三特索道、中国国旅、宋城股份、腾邦国际、众信旅游、凯撒旅游

图 5: 8 月旅游板块相对估值明显下降 (TTM 市盈率)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
 注释: 相对市盈率采用 TTM 市盈率, 整体法, 对比基准为沪深 300

2005 年 1 月 4 日至 2018 年 8 月 31 日, 旅游板块相对估值 (沪深 300, TTM 市盈率) 均值为 3.04 倍, 波动区间为【1.10, 5.26】。重点公司相对估值均值为 2.65 倍, 波动区间为【1.11, 4.54】。2018 年 8 月 31 日, 旅游板块相对估值为 2.72 倍, 低于上月同期 (3.02), 旅游重点公司相对估值为 2.67 倍 (上月同期 3.01 倍), 较上月同期均有所下调, 但重点公司相对估值目前仍略高于历史平均。

## 2018年8月行业数据及相关动态跟踪

根据我们对国内旅游行业的跟踪观察，我们汇总整理旅游行业近期数据表现如下所示。整体来看，上半年海南免税购物累计参购人次、销售额分别增长 22.6%、24.1%，虽 Q2 受季节因素及基本面影响，但表现仍突出；2018Q2 酒店 RevPAR 增速表现分化，但中端酒店加盟扩张态势仍良好；旅游市场方面，入境游、国内游增长平稳，民航客运方面 7 月份完成旅客运输量 5379.5 万人次，同比增长 10.7%；7 月餐饮增速 9.4%，相对 6 月下降 0.7pct，但仍高于 5 月；澳门博彩业收入 8 月同增 17.1%，较 5-7 月明显回升，已实现连续 25 个月的正增长。

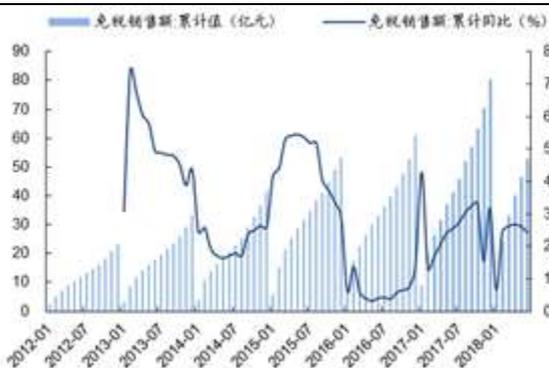
### 免税行业：上半年离岛免税增 24%，中免整合美兰机场采购渠道

#### 基本面：上半年离岛免税销售额同增 24%，购物环境不断改善

据流通业发展司数据，今年上半年海南免税购物累计参购 147.3 万人次、销售 703.4 万件、金额 52.5 亿元，分别增长 22.6%、32.2%和 24.1%，表现突出。其中三亚国际免税城作为海南唯一一家市内免税店，1-6 月份共接待进店人数达 309 万人次，同比增长 5%，成交人数 88 万，同比增长 30%，销售额同增 28.23%（Q2 同增 29%），转化率的大幅提升是助力三亚免税店高基数下持续高增长的重要推动！

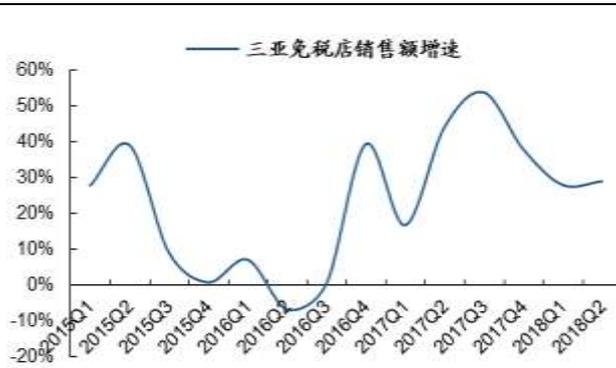
此外，自去年 1 月起推行离岛免税新政“乘火车离岛可免税购物”后，今年前 7 月乘火车离岛旅客提取免税品 3.58 万件，同比增长 23%；总金额 2012.66 万元，同比增长 11.8%。免税购物环境不断改善。

图 6：18 上半年海南离岛免税商品销售额同比增长 24%



资料来源：wind、国家商务部，国信证券经济研究所整理

图 7：三亚免税店 18Q2 销售额增长约 29%



资料来源：wind、国家商务部，国信证券经济研究所整理

### 动态跟踪：中免整合美兰机场采购渠道，下属子公司股权划转至中免海南

1、根据 DFE 最新报道，海免与 DFS 的采购合同将于 2019 年 1 月 19 日到期，未来不再续约。中免集团将主导美兰机场免税店的采购团队，双方的采购团队已经整合，形成统一的采购团队。中免整合海免批发，海南离岛免税采购渠道一统，叠加其京沪粤港澳枢纽机场及全国其他核心枢纽机场免税布局，中免已基本整合大陆+港澳区线下核心免税渠道，考虑大中华区目前在全球免税中的规模和增长潜力，中免整体议价能力有望持续显著提升。与此同时，中免整合海免批发渠道还有望增加其 19 年批发收入，助力公司 19 年及此后业绩提升。

2、中国国旅将中免公司直接持有的 83 家全资或控股子公司股权划转至中免（海南）总部运营。划转完成后，中免通过持有中免海南公司 100% 股权间接持有标的公司股权，不涉及合并报表范围变化。我们认为公司此举有望密切与海南省政府的合作关系，且若未来海南对其总部有相关优惠扶持政策，中免海南总部也有望分享（包括可能的税收优惠政策），进而巩固中免集团在海南离岛免税市场的优势地位，增强综合竞争力。

3、9月7日，中免正式签署浦东&虹桥机场进出境免税新合约。合同履行期限自2019.1.1日始至2025.12.31日止，其中浦东机场T1航站楼进出境免税场地自2022.1.1日零时起始，卫星厅自启用日起始。《合同》中明确，虹桥机场保底销售提成总额为20.71亿元，综合销售提成比例为42.5%；浦东机场保底销售提成总额为410亿元，综合销售提成比例为42.5%。在合同期内，机场实收费用按实际销售提成和保底销售提成两者取高。

我们7月23日报告《中国国旅-中标上海机场众望所归，中国免税龙头新使命新征程》已对此次中标进行了细致的分析：首先，上海机场租金扣点相对优于北京机场招标结果（首都机场T2、T3航站楼租金扣点分别为47.5%，43.5%），其次，从保底租金的角度，考虑上海机场国际游客有望保持稳健增长+招标后免税经营面积显著扩容+国产品退税等新政效应，我们预计上海机场免税2019-2025年仍有望持续保持10-12%的良好增长，在这种情况下保底销售租金完成仍有支撑。中标上海机场后，中免国内核心枢纽线下免税渠道优势明显强化。

**演艺：重组方案微调影响有限，新一轮扩张支撑主业**

2018年8月30日，公司公告对六间房与花椒的重组方案进行调整，原有重组方案调整为分两批交割，交割比例分别为19.96%、80.04%，且第二次交割需在完成业绩承诺的前提下进行。重组后集团估值仍为85亿元，且宋城在重组后集团公司的持股比例将低于30%。

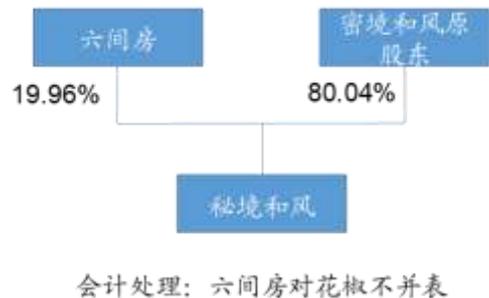
此次调整的影响如下：截止2018年12月31日，宋城演艺持有六间房53.87%股权且继续并表，适格投资者合计持有六间房23.09%股权，六间房对秘境和风不并表。由于六间房从原预计18Q4调整至19年4月30日前出表，故相应投资收益预计在19年确认（估算税前5亿元左右）。2018Q4六间房业绩公司持有53.87%股权对应的权益利润，其中六间房还包括对花椒19.96%股权带来的投资收益，不过，结合我们的持续跟踪，我们预计花椒18Q4不会对公司业绩形成明显拖累。

图 8：首次交割及库存股转让完成后六间房股权结构



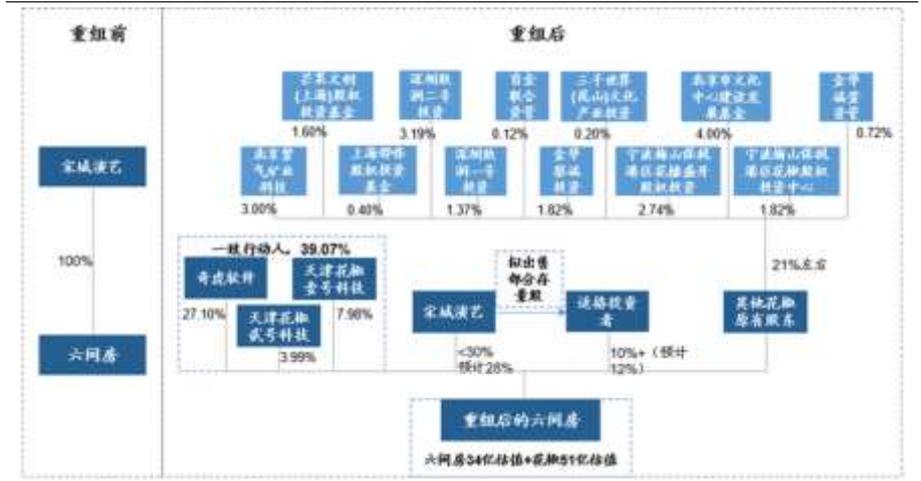
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 9：首次交割及库存股转让完成后花椒股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 10: 重组前后股权变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

本次方案微调, 有助于重组方案更好的推进, 也不损我们对公司旅游演艺主业的推荐逻辑。结合我们此前7月初公司深度报告《花房重组另启新征程, 演艺主业进入二次腾飞期》及我们中期策略报告《餐饮旅游行业中期策略-迎接基本面投资最好时代 坚守优质龙头》等的分析, 公司目前核心看点在于两个方面: 一方面, 长沙宁乡项目持续超预期显示了国内二三线城市“旅游演艺+主题公园”市场的巨大潜力, 另一方面, 公司 2018 年开始进入新一轮项目扩张周期(轻重结合的输出模式, 成本低、盈利快、可复制性强), 18-20 年公司预计至少 9 个项目有望先后落地, 未来 3-5 年公司业绩增长确定性强, 现金流优良。

**酒店行业: 升级提价&加盟扩张支撑业绩, 行业估值相对偏低**

**有限服务酒店行业: 2018Q2 RevPAR 增长分化, 中端加盟扩张保持迅猛**

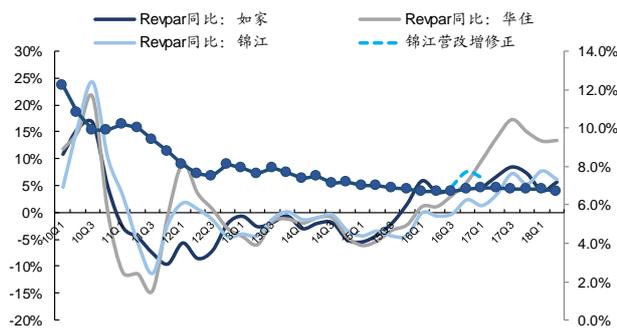
2018 年 Q2, 在房价驱动下, 行业龙头 RevPAR 增速表现分化, 锦江境内酒店略有放缓, 华住基本持平, 首旅如家增速则提升 1.6pct。

具体来看, 锦江境内酒店 Q2 RevPAR 同比增长 6.97%, 房价同增 10.08%, 出租率下降 0.03pct。其中中端酒店 RevPAR 同比增长 2.02%, 较 Q1 中端 2.31% 略微放缓, 与其中端品牌维也纳等快速扩张培育期影响有关; 经济型酒店 RevPAR 增速 0.28%与 Q1 增速 1.55%相比降幅较大(主要受经济型酒店改造影响)。

首旅如家 Q2RevPAR 同比增长 5.6%, 房价同增 8.9%, 出租率下降 2.6pct, 较 Q1 有所提升。

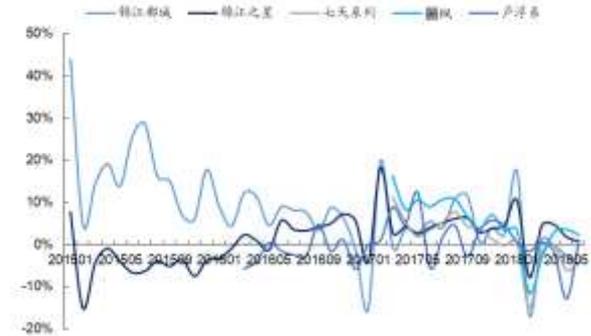
华住 Q2 整体 RevPAR 同比增长 13.2%(剔除桔子公司并表影响约同增 10%+), 房价同增 13.8%, 出租率下滑 0.50pct, 出租率的下滑主要受中端酒店占比提升影响, 房价提升继续是公司 18Q2RevPAR 提升的核心。

图 11: 龙头 RevPAR 同比增速: 18Q2 表现分化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 5、6 月锦江旗下部分品牌波动 (RevPAR 增速)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

并且, 我们此前酒店系列报告分析一再强调, **直营看 RevPAR, 加盟相对更看扩张数量。轻资产模式的特点决定持续加盟扩张有望对公司业绩增长提供良好支撑。**考虑目前三大酒店龙头加盟扩张仍保持良好趋势, 我们认为在上市公司积极主动谋发展的情况下, 有望对上市公司业绩良好增长带来持续支撑。

表 1: 三大有限服务酒店龙头 18H1 开店情况

	合计			净开店: 按酒店类型			净开店: 按经营模式分		18 年开店规划
	开店	关店	净增	中端	经济型	其他	加盟	直营	
华住	274	117	157	274	-117		155	2	全年计划新开 650-700 家, 中高端酒店占比 60-65% (390-455 家)
锦江	548	207	341	341	20		371	-30	全年计划新开 700 家, 中高端酒店占比 60-70% (420-490 家)
首旅	219	143	76	70	-19	25	100	-24	全年计划新开 450 家, 中高端酒店占比 50%+ (255 家)

资料来源: 公司官网, 公告, 财报等, 国信证券经济研究所整理

**星级酒店行业: 重点城市表现分化, 北京房价推动 RevPAR 持续上涨**

从重点省市来看, 根据目前公布的最新数据, 北京星级酒店 7 月平均房价 533.00 元, 同比上涨 8.14%, 平均出租率为 77.50%, 同比上升 2.50 个百分点。综合来看 7 月北京星级酒店 RevPAR 值 413.08 元, 同比上涨 11.74%。从 1-7 月累计值来看, 平均房价 529.10 元, 同比上涨 6.42%, 平均出租率为 69.10%, 较去年同期上升 3.50 个百分点。综合来看 1-7 月北京 RevPAR 值 365.61 元, 同比上涨 12.09%。

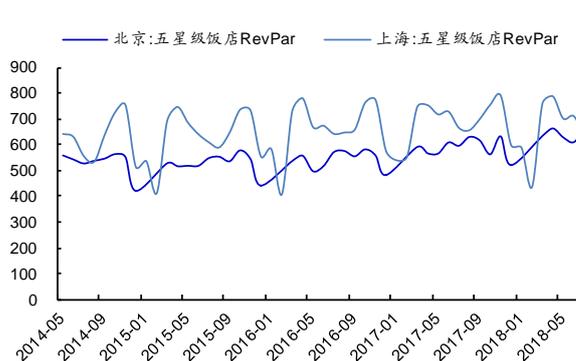
上海星级酒店 7 月平均房价 684.14 元, 同比下调 0.12%, 当月星级酒店平均出租率为 70.05%, 同比下滑 1.82 个百分点。综合来看 7 月上海星级酒店 RevPAR 值 479.24 元, 同比下降 2.65%。从 1-7 月累计值来看, 上海市星级酒店平均房价 732.46 元, 同比上涨 3.06%, 平均出租率为 66.03%, 同比下滑 1.34 个百分点。综合来看 1-7 月上海 RevPAR 值 483.64 元, 同比上涨 1.01%。

图 13: 北京及上海星级酒店 RevPAR 走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 北京及上海五星级酒店 RevPAR 走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

五星级酒店方面,北京五星级酒店 7 月平均房价 842.60 元,同比上涨 5.79%,对应出租率为 78.30%,较去年同期上升 3.60 个百分点。综合来看 7 月北京五星级酒店 RevPAR 值 659.76 元,同比上涨 10.89%。从 1-7 月累计值来看,平均房价 860.80 元,同比上涨 3.61%,对应出租率为 68.60%,较去年同期上升 1.10 个百分点。综合来看 1-7 月北京五星级酒店 RevPAR 值 590.51 元,同比上涨 5.30%。

上海五星级酒店 7 月平均房价 904.20 元,同比下调 1.15%,对应出租率为 70.45%,较去年同期下滑 2.34 个百分点。综合来看 7 月上海五星级酒店 RevPAR 值 637.01 元,同比下降 4.32%。从 1-7 月累计值来看,平均房价 964.44 元,同比上涨 0.98%,对应出租率为 68.74%,较去年同期下滑 1.74 个百分点。综合来看 1-7 月上海五星级酒店 RevPAR 值 662.96 元,同比下降 1.51%。

**出境游: 暑期放假推迟下国际航线客运量 7 月增速相对有所放缓**

航空客运方面,7 月仍保持两位数增长,7 月完成旅客运输量 5379.5 万人次,同比增长 10.7%。从国际航线整体客运量情况来看,我国国际航线整体客运量 7 月同比增速为 14.1%,同比增速环比略有放缓(4、5、6 月单月同比增长分别达到 25.1%、19.9%和 16.4%),预计与部分省份暑期房价推迟、世界杯等因素有关,但较前两年增速仍处于相对高位。消费升级及目的地&始发地的开拓助力出境游回升。

图 15: 国际航线客运量 7 月同比增长 14.1%



资料来源: Wind、中国民航局, 国信证券经济研究所整理

图 16: 国际航线客运量 18 年 2 月以来增速高于国内航线



资料来源: Wind、中国民航局, 国信证券经济研究所整理

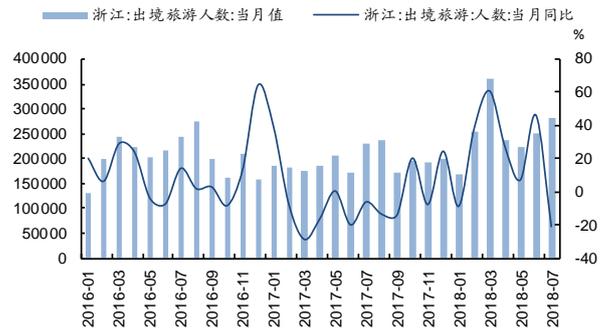
从各地来看,上海市 7 月旅行社组织出境游人数 44.28 万人次,环比下降 3.21%,同比下降 9.11%。其中,出国游 44.65 万人次,同比下滑 12.31%;香港游 1.49 万人次,同比下降 20.56%;澳门游 0.71 万人次,同比下滑 6.61%;

图 17: 上海 7 月出境游人数同比下降 7.11%



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 浙江 7 月出境游人数同比上涨 22.61%，其中出国游同增 29.76%



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

浙江省 7 月旅行社组织出境游人数 28.20 万人次，环比上涨 12.35%，同比上涨 22.61%。其中组织出国游 26.60 万人次，同比上升 29.76%；港澳游 1.40 万人次，同比下降 30.00%；台湾游 0.24 万人次，同比下滑 42.58%；**出国游增势良好**（2、3、4、6、7 月增速分别为 43%、74%、27.4%、46.4%、29.76%），5 月增速有所放缓，主要受季节性波动影响。

**国内游: 7 月各地国内游市场增长平稳，关注景区门票降价进展**

6 月 28 日，国家发改委印发《国家发展改革委员会关于完善国有景区门票价格形成机制 降低重点国有景区门票价格的指导意见》，提出加快工作进度，9 月底前降低国有景区门票价格。贵州、云南、湖南、桂林等陆续出台相关政策，确定降价景区名单及票价。**目前张家界武陵源核心景区、峨眉山和乌镇等已明确下调幅度与执行时间（详见下表）**。短期来看，市场对此已有一定预期，但仍需跟踪具体降价幅度，中长期来看，我们认为上述举措有望倒逼景区公司不断**夯实主业和积极转型，长期有望更加多元化谋发展，真正实现从观光到休闲度假的转型。**

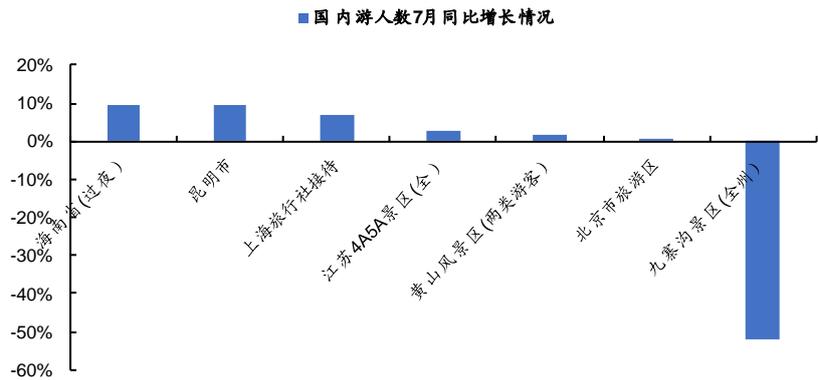
表 2: 目前已明确下调门票的景区

景区	执行时间	调整前		调整后	
		淡季(元)	旺季(元)	淡季(元)	旺季(元)
张家界武陵源核心景区	2018.9.22	136	245	115	225
峨眉山	2018.9.20	110	185	110	160
		东栅(元)	联票(元)	东栅(元)	联票(元)
乌镇	2018.9.20	120	200	110	190

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

7 月景区具体表现: 海南省接待过夜国内旅游者 451.26 万人次, 同比增长 9.60%; 昆明市接待国内游客 1333.41 万人次, 同比增长 9.55%; 上海旅行社接待接待国内游客 47.84 万人次, 同比增长 6.82%; 江苏 4A5A 景区(全)接待国内外游客 4594.80 万人次, 同比增长 3.00%; 黄山风景区接待国内外游客 30.64 万人次, 同比增长 1.90%; 北京市旅游区接待国内游客 3026.20 万人次, 同比增长 0.81%; 九寨沟景区(全州)接待国内外游客 282.36 万人次, 同比下降 51.95%。

图 19: 2018 年 7 月国内游市场同比增长情况

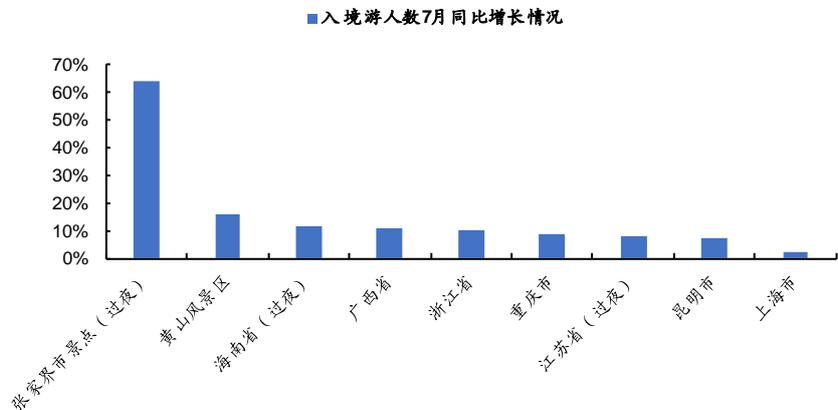


资料来源: 国家旅游局、各地旅游局, 国信证券经济研究所整理  
注: 江苏 4A5A 景区为国内外旅客数,

### 入境游: 各地入境旅游人数维持稳定增长

就各地区来看, 7 月单月, 张家界市景点接待入境过夜游客 75.91 万人次, 同比增长 64.57%; 黄山风景区接待入境游客 128.25 万人次, 同比增长 15.67%; 海南省接待入境过夜游客 10.41 万人次, 同比增长 11.90%; 广西省接待入境游客 54.10 万人次, 同比增长 11.00%; 浙江省接待入境游客 86.40 万人次, 同比增长 10.50%; 重庆市接待入境游客 43.12 万人次, 同比增长 8.92%; 江苏省接待入境过夜游客 31.77 万人次, 增长 8.10%; 昆明市接待入境游客 10.89 万人次, 同比增长 7.19%; 上海市接待入境游客 71.51 万人次, 同比增长 2.41%。

图 20: 2018 年 7 月入境游市场同比增长情况



资料来源: 国家旅游局、各地旅游局, 国信证券经济研究所整理  
注: 江苏 4A5A 景区为国内外旅客数,

### 餐饮: 7 月增速略有放缓, 大众消费仍是增长看点

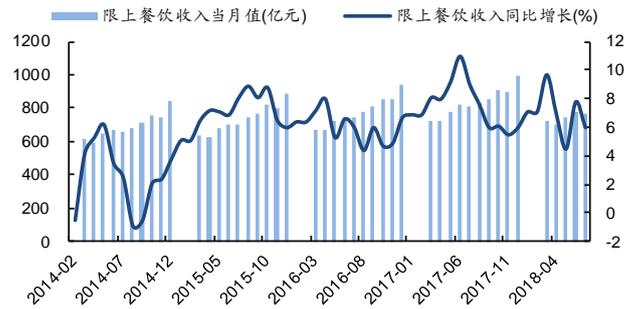
根据国家统计局公布的相关数据, 7 月社会消费品零售总额中餐饮收入为 3343 亿元, 同比增长 9.4%, 相比上月下降 0.7 个百分点; 限额以上企业餐饮收入为 764 亿元, 同比增长 6%, 相比上月下降 1.8 个百分点。1-7 月份全国社会消费品零售总额中餐饮累积收入为 22800 亿元, 同比增长 9.8%; 限额以上企业餐饮收入总额为 5146 亿元, 同比增长 7%。限额上餐饮增速相对 6 月明显放缓, 但略高于 5 月, 大众消费增长仍然是驱动餐饮收入增长的主力。

图 21: 7 月餐饮收入同比增长 9.4%，增速略放缓



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理  
 注释：1-2 月国家统计局合并计算增速，故图中 1 月、2 月增速用当年 1-2 月累计增速代替。

图 22: 7 月限额上餐饮收入同比增长 6%



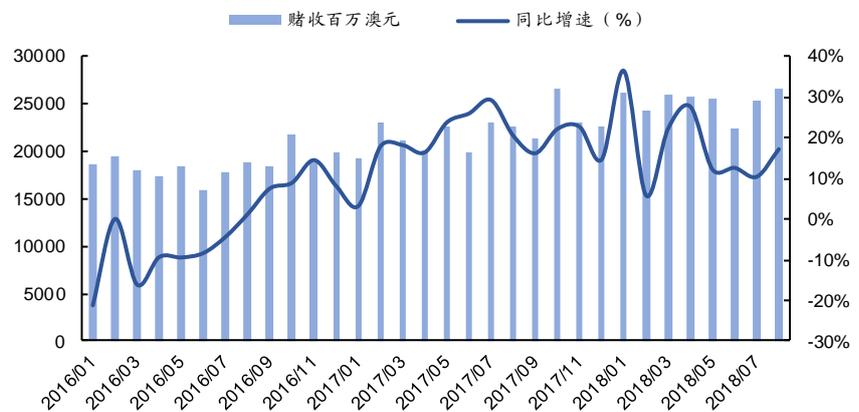
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理  
 注释：1-2 月国家统计局合并计算增速，故图中 1 月、2 月增速用当年 1-2 月累计增速代替。

### 博彩：8 月博彩收入同比增长 17.1%，回归高增长

2016 年 12 月，我们在年度投资策略《社会服务业 2017 年度投资策略-消费升级加速，迎接资本共荣》中开始提示澳门博彩数据出现触底反弹。具体来看，自 2016 年 8 月开始，澳门博彩已经实现连续 25 个月的正增长。目前最新数据，8 月澳门博彩取得收入 265.59 亿澳门元，同比增长 17.1%，较 5-7 月增速（5-7 月增速分别为 12.1%/12.5%/10.3%）开始反弹；1-8 月累计博彩收入为 2021.03 亿元，较去年同期上升 17.50%。

随着世界杯结束、8 月暑期旺季，博彩收入重回高增长，考虑下半年港珠澳大桥有望通车，交通及基础设施改善仍有利于澳门博彩的后续持续成长，预计后续澳门博彩收入仍有望维持增势。

图 23: 2018 年 8 月博彩赌收同比增长 17.1%



资料来源：澳门博彩监察协调局，国信证券经济研究所整理

**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB 2017
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
601888	中国国旅	买入	60.82	1.29	1.85	2.57	47.15	32.88	23.67	6.04
300144	宋城演艺	买入	21.48	0.73	1.07	0.86	29.42	20.07	24.98	3.70
600754	锦江股份	买入	22.78	0.92	1.14	1.24	24.76	19.98	18.37	2.38
600258	首旅酒店	买入	17.90	0.64	0.89	0.94	27.97	20.11	19.04	3.00
300178	腾邦国际	买入	11.60	0.46	0.62	0.85	25.22	18.71	13.65	3.08
002707	众信旅游	买入	8.35	0.26	0.39	0.48	32.12	21.41	17.40	4.14
002159	三特索道	买入	20.07	0.04	0.64	0.33	501.75	31.36	60.82	3.16
600138	中青旅	买入	14.84	0.78	0.89	1.01	19.03	16.67	14.69	2.70
000888	峨眉山 A	买入	6.55	0.37	0.45	0.51	17.70	14.56	12.84	2.57
000796	凯撒旅游	买入	8.70	0.27	0.50	0.62	32.22	17.40	14.03	5.61
000978	桂林旅游	买入	6.00	0.15	0.28	0.35	40.00	21.43	17.14	1.97
600054	黄山旅游	买入	10.80	0.55	0.55	0.56	19.64	19.64	19.29	2.58
002033	丽江旅游	增持	7.07	0.37	0.43	0.49	19.11	16.44	14.43	2.15

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032