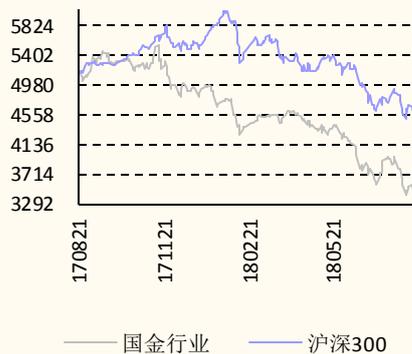


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金社会服务业指数	3291.81
沪深300指数	3229.62
上证指数	2668.97
深证成指	8357.04
中小板综指	8589.69



相关报告

1. 《服务消费沧海遗珠，逆势而行-行业角度盘点宏观消费系列一》，2018.8.14
2. 《旅游餐饮行业周报-中国国旅18年中报利润增长47.6%，出境...》，2018.8.12
3. 《2018教育行业周报第30期：民促法实施条例修订草案（送审稿...）》，2018.8.12
4. 《旅游餐饮行业周报-澳门博彩收入增速环比下滑，受人民币贬值影...》，2018.8.5
5. 《2018教育行业周报第29期：希望教育——高教龙头崭头角，厚...》，2018.8.5

楼枫焯

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

卞丽娟

联系人
bianlijuan@gjzq.com.cn

中免19年接手美兰机场免税采购业务，出境游18年增速反转得以验证

本周行情回顾

■ 本周沪深300指数下跌5.15%，CS餐饮旅游指数下跌6.69%至6783，成交额93.27亿，两市共成交1.38万亿元，跑输沪深300指数1.54pct，板块跌幅排名第二十七名。在细分子板块方面，免税板块跌幅为9.7%，出境游板块跌幅为6.1%，餐饮板块跌幅为2.9%，主题景区板块跌幅为2.9%，传统景区板块跌幅为3.6%，酒店板块跌幅为9.3%。个股中涨跌幅前三名的是：大连圣亚(-0.29%)、三湘印象(-0.94%)、华天酒店(-1.75%)。本周涨跌幅后三名个股为：西安旅游(-12.57%)、锦江股份(-12.48%)、大东海A(-11.88%)。

行业点评

■ **免税板块——中免集团19年将主导美兰机场免税店的采购团队：**免税零售专家公众号发布消息称海南免税与DFS之间的供应合同将于2019年1月19日到期，到期后所有新的供应合同和支付将由中免集团签署。2018年上半年美兰机场免税店销售额超过12亿元/+20%，DFS为主要的免税品供应商，19年1月19日后中免将接手美兰机场免税店的采购，中免在国内的版图进一步扩张。中免已覆盖了国内上海、首都及白云机场的机场免税店以及离岛免税板块中的三亚店和美兰机场免税店批发业务，国内规模较大的免税场景均由中免来进行经营。上半年中国游客在日本的购物消费达到39.82亿日元（约247.7亿人民币），韩国免税销售额约551亿元/+38%，从中国游客在日韩的游客人次和消费体量来看，随着内地免税场景和品类完善后逐渐实现中国居民海外消费回流国内。

■ **出境游板块——7月航司数据增长较高，日本及越南数据持续增长：**今年上半年出境游人次达到7131万/+15%。剔除港澳台的出境游人次来看出国游人次为3462.43万人次/+17.2%，相较于2017年出国游增速有所复苏。18年7月三大航国际运量437.5万人/+13.8%，四大航国际运量482.2万人/+13.7%，1-7月三大及四大航司国际运量增长15%。7月内地赴日本游客人次87.91万人/+12.6%，环比增速有所下滑；赴越南游客人次40.45万人/+22.8%，增速较为稳定。由于17年地缘政治影响下出国游低基数，18年日韩泰等权重目的地增速均实现一定的反转，韩国自4月起内地游客增长40%以上，18年出国游增速将得到复苏。

■ **酒店板块——华住4.6亿收购花间堂71.2%股权，丰富华住中高端领域布局：**华住以4.63亿人民币收购花间堂71.2%的股权。收购后，华住合计持有花间堂82.5%股权。花间堂2009年诞生于丽江，旗下酒店产品拓展成客栈与度假村两个系列，开业项目21个，房间总数575间，分别位于丽江、束河、香格里拉等热门旅游目的地。收购完成后将进一步整合会员体系和产业资源，收购花间堂间丰富华住中高端产业布局，构建大住宿生态圈。

推荐标的

■ 中国国旅、海昌海洋公园、宋城演艺

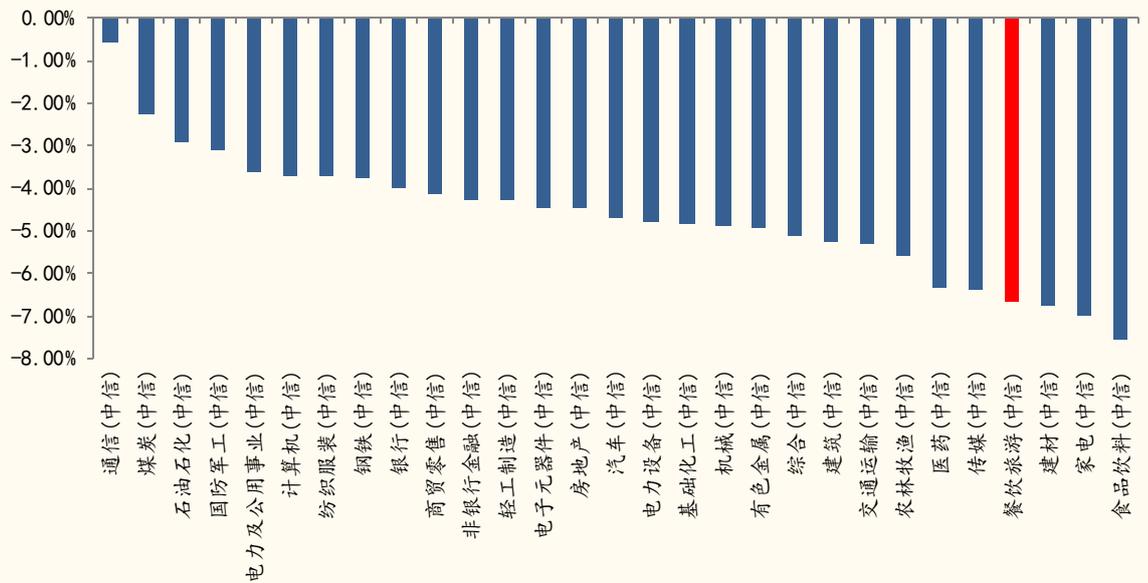
风险提示

■ 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 (2018.08.13-2018.08.19)

- **板块表现:** 本周沪深 300 指数下跌 5.15%，CS 餐饮旅游指数下跌 6.69% 至 6783，成交额 93.27 亿，两市共成交 1.38 万亿元，跑输沪深 300 指数 1.54pct，板块跌幅排名第二十七名。在细分子板块方面，免税板块跌幅为 9.7%，出境游板块跌幅为 6.1%，餐饮板块跌幅为 2.9%，主题景区板块跌幅为 2.9%，传统景区板块跌幅为 3.6%，酒店板块跌幅为 9.3%。

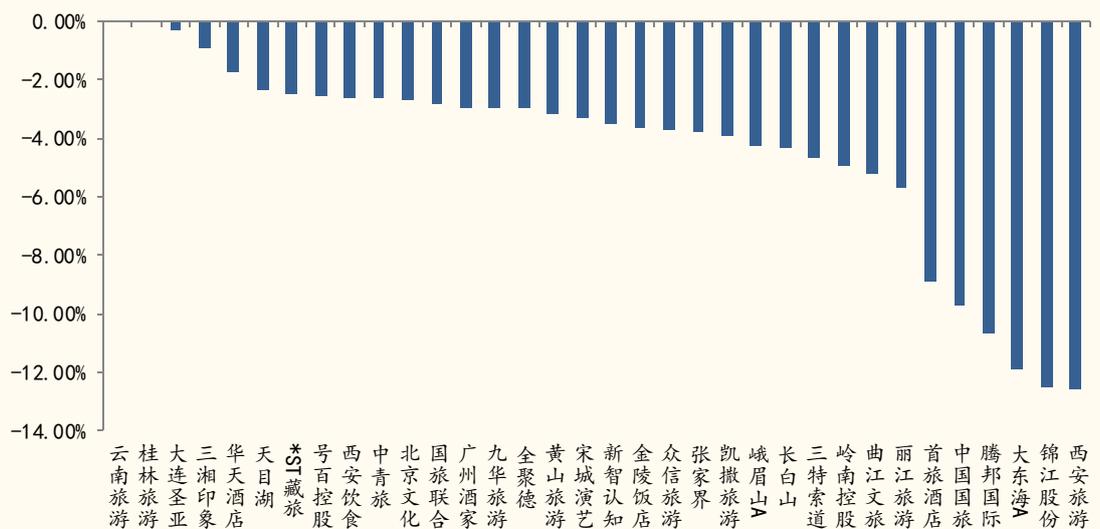
图表 1：本周各一级行业板块涨跌幅情况 (2018.08.13-2018.08.19)



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：大连圣亚 (-0.29%)、三湘印象 (-0.94%)、华天酒店 (-1.75%)。本周涨跌幅后三名个股为：西安旅游 (-12.57%)、锦江股份 (-12.48%)、大东海 A (-11.88%)。

图表 2：本周餐饮旅游板块市场表现 (2018.08.13-2018.08.19)



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：**根据免税零售专家公众号推送，中国免税品（集团）有限公司与海南省免税品有限公司的发布联合公告，将深度合作经营美兰机场免税店，美兰机场所有新的供应合同和支付，将由中免集团签署。
- **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。
- **最新情况及数据跟踪：**1) 国家发改委在新闻发布会上表示，今年上半年出境游人次达到 7131 万/+15%。上半年内地居民因私出入境证件签发量再创新高，共签发因私普通护照 1641.6 万本/+21%。2) 腾邦国际——公司发布 2018 年半年报，营业收入为 25.52 亿元/+81.94%，净利润为 2.27 亿元/+39.73%。3) 航司数据：18 年 7 月三大航国际运量 437.5 万人/+13.8%，四大航国际运量 482.2 万人/+13.7%。4) 出境游数据：7 月内地赴日本游客人次 87.91 万人/+12.6%，赴越南游客人次 40.45 万人/+22.8%。
- **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。
- **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：**截止到 8 月 13 日，长白山景区接待游客数量突破 150 万人次，达到 152.1 万人次，较去年突破 150 万人次提前 6 天。预计 8 月份，景区接待游客 73 万人次，同比增长 4.3%。
- **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。
- **关注标的：**中青旅、宋城演艺、海昌海洋公园

3、一周行业重要公告

【云南旅游】①公司股票因重大资产重组事项继续停牌。②公司定于2018年8月31日召开2018年第二次临时股东大会。③公司同意其控股子公司云南旅游汽车有限公司使用不超过8,000万元闲置募集资金暂时补充流动资金，使用期限不超过6个月。④全资子公司云南世博园艺有限公司确定与云南远益园林工程有限公司、湖南建科园林有限公司联合为广南县省级园林县城创建项目设计、施工总承包（EPC），中标价格为27,036.09万元。

【新智认知】公司控股股东万丰锦源拟通过集中竞价、大宗交易方式减持公司股份不超过8,109,000股，即不超过公司总股本的2.32%。

【广州酒家】公司使用闲置自有资金购买三项理财产品，投资金额各10,000万元，投资期限90天，预期年收益率为4.45%/4.5%/4.85%。

【国旅联合】江西国资委同意江旅集团收购公司14.57%股份，本次受让完成后，江旅集团成为公司第一大股东和控股股东。

【华天酒店】公司股东大会通过《关于子公司与海通恒信租赁公司开展融资租赁业务并由公司提供担保的议案》、《关于子公司与上海龙融租赁公司开展融资租赁业务并由公司提供担保的议案》、《关于公司拟发行中期票据的议案》、《关于公司拟在北京金融资产交易所发行债权融资计划的议案》。

【锦江股份】截止本公告披露日，弘毅投资基金减持计划实施时间过半，2018年6月7日至2018年8月14日期间，弘毅投资基金通过上海证券交易所集中竞价交易系统累计减持公司股份2,311,600股，约占本公司总股本的0.2413%，减持价格区间为38.00元至40.10元。弘毅投资基金计划减持股份不超过19,158,728股，即不超过本公司总股本的2%。

【中青旅】公司为控股子公司北京中青旅创格科技有限公司提供3亿元人民币担保，已实际为其提供人民币16亿元担保（含本次担保）。

【腾邦国际】①公司定于2018年9月4日召开第三次临时股东大会。②公司对全资子公司腾邦差旅增资9,900万元，增资完成后注册资本增加至1亿元。③公司发布2018年半年报，营业收入为25.52亿元/+81.94%，归母净利润为2.27亿元/+39.73%。

【众信旅游】①公司完成部分限制性股票回购注销，本次回购注销共计542,500股，占回购注销前公司股本总额的0.06%。②公司将3.4亿元暂时补充募集资金全部归还至募集资金专户，使用期限未超过8个月。

【金陵饭店】公司控股股东金陵饭店集团被纳入国企改革“双百企业”名单。

4、一周行业新闻

■ 腾讯文旅正式上线 打造互联网“科技+文化”生态圈

腾讯公司推出的“腾讯文旅”品牌于8月15日正式上线，此品牌为适应数字中国建设和文旅产业融合发展的大趋势，践行腾讯公司“科技+文化”的战略定位而推出，将致力于连接数字经济时代美好生活新动能。

早在2016年腾讯文旅就做出了互联网+旅游的整体布局，以内容资讯和智慧旅游为起点，提供政府及用户移动化、主题化、功能化、互动化的精品服务。从龙门石窟到一部手机游云南，从香港到赫尔辛基，从秦始皇帝陵博物院到数字丝路威尼斯，在全球范围内积累了上百个创新案例和落地服务。

腾讯文旅上线之后将全面整合腾讯内部产品矩阵、先进技术、内容产业生态等，开放连接产业资源及海内外机构，聚焦科技+文化+旅游的融合创新及落地应用。通过全域智慧旅游服务体系，产业创新生态体系，腾讯文创及IP产品孵化体系，海外数字化应用四大体系，打通GtoBtoC，形成面向新时代的数字文旅综合服务能力。（来源：环球旅讯）

■ 2018 Q2 酒店价格监测：酒店均价较平稳，广州涨幅最大

2018年第二季度中国主要城市酒店均价约每间夜800元，中国主要城市的酒店均价基本保持平稳。

近日，全球酒店解决方案提供商HRS发布2018年第二季度酒店价格监测数据，为企业全球酒店采购提供数据参考及决策依据。根据数据显示，二季度中国主要城市的酒店均价相对平稳，变化幅度在-4.7%至+9.3%之间，但在全球范围内，变化则剧烈得多：巴西里约热内卢的酒店均价二季度同比下跌28.6%，而莫斯科却经历了全球最高的37.9%的涨幅。（来源：环球旅讯）

■ 2018 中国大住宿业发展报告：经济型酒店占比 87.3%，北上广客房数最多

国家旅游局历年发布的星级饭店统计数据连续时间长、指标全面、覆盖面广，是住宿业中质量最高的统计数据。然而，星级酒店市场在整个住宿业市场中占比很小。按照本年度《2018 中国大住宿业发展报告》（以下简称《大住宿业报告》或《报告》）的统计，这个比重大致在10%左右。因此，仅仅依靠星级饭店的统计数据，无法认识整个中国住宿业市场的全貌。

中国饭店协会和上海盈蝶企业管理咨询有限公司联合发布的《中国酒店连锁发展与投资报告》将非星级、连锁经营的住宿业态纳入了统计范畴。根据这一统计口径，2017年，全国连锁酒店的市场规模大致为320万间。尽管这一数字包含的规模比星级饭店大，但是仍然只是整个住宿业市场中较小的一部分（按照《报告》，大致占20%左右）。原因在于我国的大部分酒店都是单体酒店，连锁化的比重并不高。因此，根据这个数据来源，也无法很好认识住宿业市场的地区结构和档次结构。

在《全国经济普查年鉴》中，并没有对住宿业法人单位的客房总数进行汇总，因此也无从知道全国住宿业法人单位的总体供给规模有多大。部分省区市则提供了具体的数字。例如，2013年北京市一共有4,810个住宿业法人单位，客房总数352,045间。如果按照北京市的每个住宿业法人单位平均73间客房数匡算，全国住宿业法人单位的客房总数大约为538万间。由于无法估算个体户和其他形式的住宿设施的规模，我们仍无法很好地了解全国住宿业的总体状况。（来源：环球旅讯）

■ 里拉大跌土耳其旅游火爆 或将对旅游消费产生巨大刺激

8月10日，受美国对土耳其钢铁产品加征关税影响，土耳其法定货币里拉大幅贬值约17%。到8月13日，土耳其央行宣布增加本国银行流动性，采取下调里拉债务工具准备金率等措施，里拉有所回稳。

国内自由行交易平台蚂蜂窝提供的数据显示，里拉贬值的最近一周内，土耳其旅游关注度快速上涨超过30%。

蚂蜂窝旅游研究中心负责人冯饶表示，9至10月本是土耳其旅游旺季，汇率波动不仅让土耳其当地消费更加便宜，也让海外购物变得更加划算，这对于成本居高的欧洲游来说，有不小的吸引力，尤其会对奢侈品消费产生巨大刺激。

由于有更多的航班、较好的汇率和较少的签证限制，2017年中国前往土耳其的旅游人数大幅增长。而在今年一季度，据土耳其当地媒体 dailysabah.com 报道，中国游客在土耳其的消费达到1784万美元，同比增长了275%，并刺激了国外奢侈品牌继续在土耳其加大投入。

土耳其当地媒体 AA News 报道，土耳其旅游协会预测，今年土耳其的旅游有望同比增长30%，到年底前赚入320亿美元外汇，全年共4000万游客来访土耳其。土耳其旅游协会的负责人 Firuz Baglikaya 对媒体说，他们正在努力实现明年减少一半的土耳其汇率赤字。

中国游客前往土耳其旅游的人数在今年前7个月中同比增长了97%。Firuz Baglikaya 说，协会会致力于吸引中国游客来土耳其，预计今年来访土耳其的中国游客数量将达到50万人。

众信旅游澳美非事业部总监郭轩表示，今年上半年，土耳其在上半年逐步复苏并呈现出火爆趋势，从众信旅游机位采购情况来，相较2017年上半年同期成2倍增长，上半年整体赴土人数增长了约3倍。目前土耳其产品的整体价格已恢复到正常水平。（来源：环球旅讯）

■ 结束与亚航合营状态，Expedia 全资控股新加坡 OTAAAE Travel

Expedia 近日以6000万美元收购了亚航所持有的新加坡 OTA AAE Travel 的股权，结束了与亚航长达7年的合营状态。

2011年3月，Expedia 与亚航签署合资公司协议，成立 AAE Travel，提供 Expedia 库存酒店以及亚航的机票预订服务。此次股权交易完成后，Expedia 全资控股 AAE Travel。2015年截至交易前，亚洲航空拥有 AAE Travel 25%的股权。

Expedia 将继续运营 AAE Travel 的旅游预订平台亚航假日 (AirAsiaGo)，该平台提供亚航机票和 Expedia 酒店库存的预订服务，以及二者的打包服务。此外，亚航假日还接入了目的地旅游和活动、机场接送以及保险服务。亚洲航空利用亚航假日平台拓展了营销渠道，吸引了更多客源。亚航表示，此次交易是该航司最后一轮非核心投资项目的切割。（来源：环球旅讯）

■ 5年内斥资近26亿美元买买买，Booking 集团领跑元搜索整合

上月初，Booking Holdings（以下简称 Booking 集团）宣布收购澳洲酒店搜索引擎 HotelsCombined，归入 Booking 集团旗下旅游元搜索品牌 Kayak，当时双方并未公开交易细节。

8月9日晚间，Booking 集团公布了其截止6月30日的2018年第二季度财报。财报显示，“2018年7月，Booking 集团与一家酒店元搜索公司签署了最终协议，并将支付约1.4亿美元的现金用以完成收购。”

毫无疑问，这家公司所指的就是 HotelsCombined，预计 Booking 集团将在今年晚些时候完成收购。可能由于竞争原因，Booking 集团在宣布收购消息时并未公开收购价格，另外，该项收购的规模对于 Booking 集团而言的财务影响不大。

今年第二季度财报还显示，Booking 集团以2.5亿美元现金加股票的方式收购了美国目的地旅游和体验预订软件商 FareHarbor。今年4月，Booking 集团宣布收购 FareHarbor 时也未公开交易价格。Skift 此前报道称，FareHarbor 2017年营收达到5000万美元，TripAdvisor 曾提出以2亿美元收购该公司。（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 39/50/65 亿元，增速为 57%/48%/33%，EPS 分别为 2/2.6/3.36 元，PE 分别为 29/22/17 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 8 月试营业，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 13X。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 9X，升值空间较大。4) 18E-20E 预计归母净利润为 2.92/4.92/6.56 亿元，增速为 4.4%/68.4%/33.4%，18 年增速较低主要由于上海及三亚开办费用较高；EBITDA 为 11.63/15.78/18.19 亿元；EV/EBITDA 为 11/8/7X，PE 为 22/13/10X。目标价 2.7-2.76 港元，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) 六间房资产重组后消除商誉风险，18 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) 考虑轻资产和新开业项目 18E-20E 业绩为 17.86/14.16/16.76 亿元，增速 61.8%/20%/18.4%，EPS 为 1.23/0.97/1.15 元，对应 PE 为 20/26/22 倍。仅考虑线下项目(新+轻+存量)来看公司 18-20E 业绩约为 9.2/13.66/15.76 亿元，增速 19%/43%/20%。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	
08月20日	天目湖中报披露
08月21日	全聚德中报披露、美高梅中国分红除权
08月22日	大连圣亚中报披露、曲江文旅中报披露
08月23日	宋城演艺中报披露、云南旅游中报披露
08月24日	长白山中报披露、中青旅中报披露
08月25日	黄山旅游中报披露、号百控股中报披露

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的差异，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