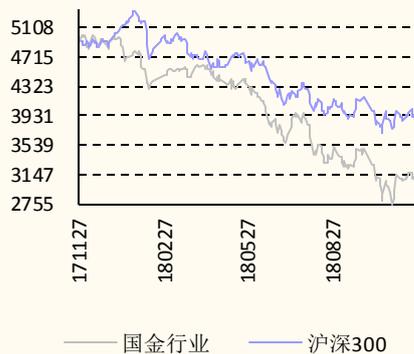


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金社会服务业指数	3018.82
沪深300指数	3143.48
上证指数	2579.48
深证成指	7636.70
中小板综指	7786.40



相关报告

1. 《旅游餐饮行业周报-华住 Q3 利润增长符合预期, 离岛免税调整方案...》, 2018.11.18
2. 《2018 教育行业周报第 43 期:《学前教育深化改革》发布, 或对...》, 2018.11.18
3. 《旅游餐饮行业周报-行业景气有所下滑, 建议关注成长确定性标的》, 2018.11.12
4. 《2018 教育行业周报第 42 期:送审稿不必过于悲观, 支持民企和...》, 2018.11.11
5. 《旅游餐饮行业周报-季报及行业数据论证旅游消费较为疲软, 建议关...》, 2018.11.4

中免与阿里战略合作, 海口市内免税店土地挂牌

本周行情回顾

■ 本周沪深 300 指数上涨-3.51%, CS 餐饮旅游-3.91%至 6283.94, 排名第六名。其中免税板块涨幅-1.2%, 出境游涨幅-5.9%, 餐饮板块涨幅-6.5%, 主题景区涨幅-5.0%, 传统景区涨幅-4.6%, 酒店板块涨幅-8.0%。

行业点评

■ 行业数据层面——消费疲软传导到旅游各个细分品类, 从博彩到景区均有所体现, 三季报细分板块中个股的表现与之符合。

1) 10 月出境游数据除泰国下降幅度扩大外, 日韩等几大目的地增速相较于 9 月有所反弹。内地赴澳门 230.68 万人次/+12.1%, 赴日本 71.53 万人次/+7.8%, 韩国 47.53 万人次/+37.6%, 赴泰国 64.61 万人次/-19.8%。泰国因沉船事件影响下降幅度逐月扩大, 日本增速转正(9 月-3.8%VS7.8%), 但仍弱于上半年表现, 韩国复苏表现维持。

2) 中免与阿里巴巴达成战略合作, 海口国际免税城的土地正式挂牌, 国旅或成唯一赢家。中免与阿里巴巴的合作将涉及飞猪(在线旅行平台)、阿里云(云系统)、支付宝(第三方支付)、菜鸟物流等多个业务线, 打造免税新零售、旅游购物领域新模式。同时根据《海口市国有建设用地使用权挂牌出让公告(2018)第 18 号》文件显示海口市国际免税城项目的商业配套用地正式挂牌, 竞买人(或其关联公司)须具有市内免税店经营资质且经国家机关批准具有实施离岛免税政策的功能, 并具备经营总建筑面积 10 万平方米以上单体免税店经验, 中免或成为唯一的赢家。总占地面积达到 27.36 万平方米, 位于海口临海西侧, 距美兰机场约 40 公里, 用地毗邻海口市新港海湾码头、南港(即粤海铁路南港)。预计后续将突破海口市“一市一店”限制, 同时有望放开海南离岛免税的购物人群限制。

3) 酒店方面房价提升幅度逐季下滑, 入住率持续下滑。从华住、首旅及锦江来看同店口径下不论是中端酒店及经济性酒店均出现平均房价增速放缓, 入住率维持下滑趋势。目前以提升平均房价来实现业绩增长, 提价过程中入住率下滑目前可控, 整体 Revpar 仍正向增长。从季报来看锦江、首旅及华住的业绩表现在 18 年将维持较高增长, 平均房价提升对于业绩弹性较大。

■ 估值层面——整体估值回落至历史低枢, 分板块来看, 酒店、免税板块及主题景区中的宋城演艺仍存在投资机会。

1) 出境游和酒店板块估值均回落至 15X。出境游行业增速 10%-15%的情况下, 估值相对合理。酒店板块估值或被低估, 首旅的估值已回归到收购如家之前的水平(2016/4 开始并表)。从酒店经济型向中端转型以及加盟比例的提升长逻辑角度来看, 酒店板块仍存在投资机会。

2) 景区外延拓展进展慢, 门票收入受政策抑制, 宋城通过异地复制和轻资产模式能够穿越周期。对照宋城演艺明年的新项目扩张节奏, 2019 年的业绩情况是投资的最好时段。

3) 中免将进一步整合海免 51%, 国内免税垄断地位加强, 三季报表现符合预期。短期因恐慌情绪和外资流出影响存在风险, 长期来看公司在市内免税店、国际化扩张以及国产品退税等方面均有望实现政策和业绩的高表现。

推荐标的

■ 中国国旅、锦江股份、宋城演艺

风险提示

■ 极端天气及不安全因素发生; 宏观经济增速放缓; 旅游行业负面政策出台; 业绩不及预期的情况出现。

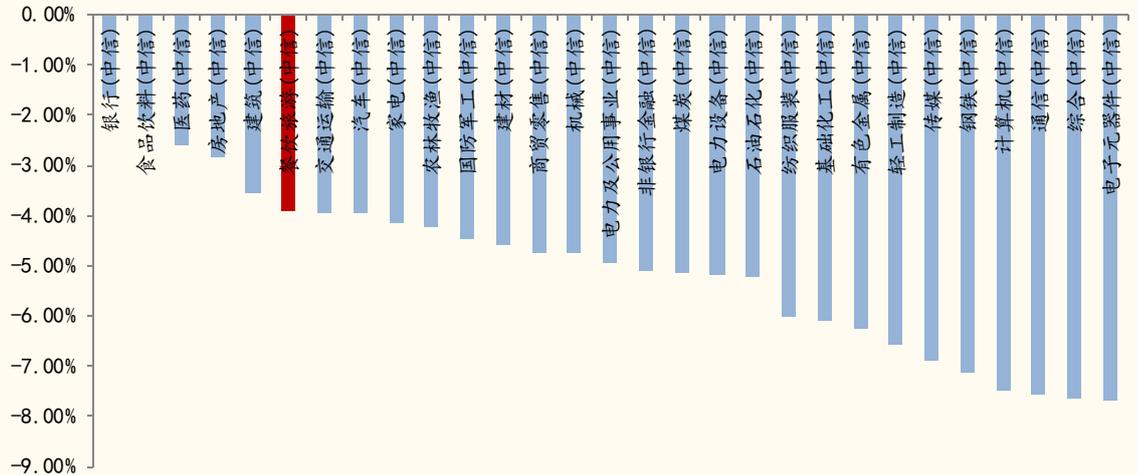
楼枫焯 分析师 SAC 执业编号: S1130517090005
(8621)60933978
louffy@gjzq.com.cn

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

1、本周旅游行业板块市场表现 (2018.11.19-2018.11.25)

- **板块表现：**本周沪深 300 指数上涨-3.51%，CS 餐饮旅游-3.91%至 6283.94，排名第六名。其中免税板块涨幅-1.2%，出境游涨幅-5.9%，餐饮板块涨幅-6.5%，主题景区涨幅-5.0%，传统景区涨幅-4.6%，酒店板块涨幅-8.0%。

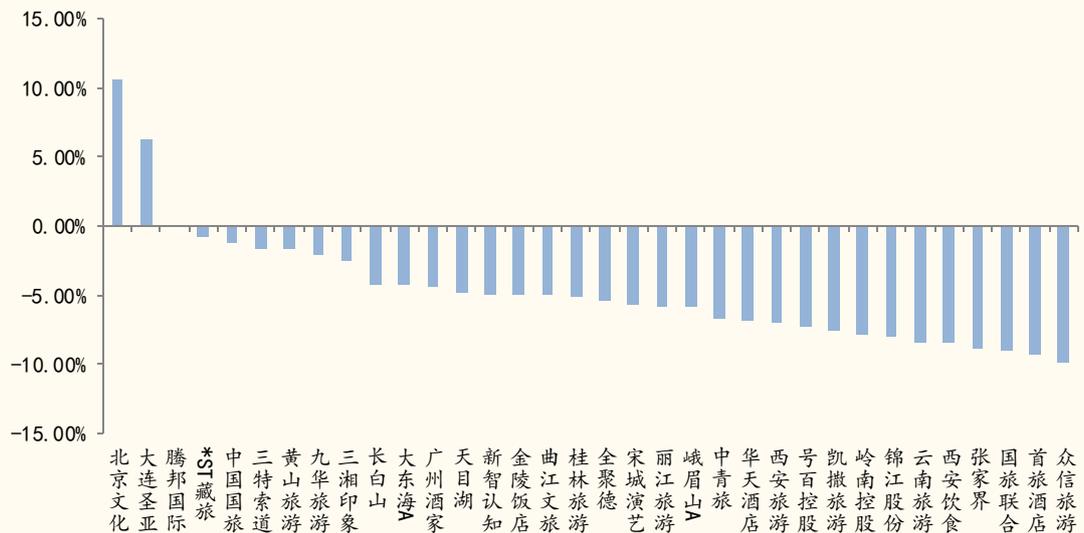
图表 1：本周各一级行业版块涨跌幅情况 (2018.11.19-2018.11.25)



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：北京文化（10.58%）、大连圣亚（6.35%）、腾邦国际（0.00%）。本周涨跌幅后三名个股为：众信旅游（-9.82%）、首旅酒店（-9.23%）、国旅联合（-8.98%）。

图表 2：本周餐饮旅游板块市场表现 (2018.11.19-2018.11.25)



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，同时预计离岛免税店的政策开放细则将能够尽快落地（免税额度、免税品种、适用客群等）。前三季度数据来看三亚免税店及上海北京机场的免税销售额增长较快，目前中国免税领域的起步较晚，同时国家对此逐步鼓励和完善制度规则，政策和需求较为强劲，能够收获较高的行业增长。
- **重要事件跟踪：中国国旅——中免集团和阿里巴巴集团签署了战略合作备忘录。**此次战略合作内容涉及阿里巴巴旗下飞猪、阿里云、支付宝、菜鸟物流等多个业务线，未来双方将建立长期稳定互利共赢的战略合作伙伴关系，通过资源共享和优势互补，携手打造免税新零售、旅游购物领域新模式。根据协议，未来 **1) 中免集团线下实体免税店运营将与阿里巴巴旗下飞猪在线旅行平台、支付宝第三方在线支付服务相结合，共同致力于构建线上线下融合的旅游新零售生态，实现消费体验的可洞察、可互动、可触达、可服务，全面提升商业运营效率以及客户体验。2) 组织开展营销合作。**打通双方会员体系，以双方会员为核心，共同推动线上线下的宣传推广及协同营销等事项，为消费者提供更多优惠。**3) 中免集团与阿里巴巴旗下的阿里云还将在全渠道业务建设以及全域营销等方面展开数字化合作，**吸纳借鉴阿里巴巴数字化运营的先进经验，共同打造面向全渠道的业务中台和数据中台，进一步改进提升数字化基础能力，引领消费升级。**4) 作为国内唯一拥有覆盖全国的海关监管物流网络的免税运营商，中免集团建有大连、青岛、上海、深圳、三亚、香港 6 大海关监管物流中心。为了更好地推进双方国际业务的融合发展，中免集团将与阿里巴巴旗下的菜鸟物流开展合作，积极挖掘国内外供应链链路上的合作机会，研究探索物流新模式。**
- **关注标的：**中国国旅

2.2 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 18E-20E 的供需模型，测算 2018E-2020E 有限服务型中端酒店入住率分别为 77%/78.6%/79.4%。三大酒店集团的入住率预计为 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。
- **数据跟踪：美团 18Q3 数据——18Q3，**美团营收 191 亿元/+97.2%，毛利总额 46 亿元/+33.2%，整体变现率由 17Q3 的 9.3%升至 18Q3 的 13.1%。18Q3 美团到店及酒旅业务实现收入 44 亿元/+46.8%，国内酒店间夜量达 7610 万/+34%。
- **关注标的：**锦江股份、首旅酒店、华住酒店

2.3 出境游板块：18 年出国游市场在消费疲软和外部不安全事件影响下预期增速为 10%-15%（增持评级）

- **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，而18年在宏观经济影响和不安事件影响下预期增速为10%-15%：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年上半年在负面事件影响减弱后行业高增长，而下半年由于外部不安事件影响增速出现换挡，预期18年出国游市场增速为10%-15%。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后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。

- **数据跟踪：10月出境游数据**——内地赴澳门230.68万人次/+12.1%，赴日本71.53万人次/+7.8%，韩国47.53万人次/+37.6%，赴泰国64.61万人次/-19.8%。
- **关注标的：**凯撒旅游、众信旅游

2.4 博彩板块：博彩受到内地经济下行影响，短期影响较大（增持评级）

- **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，内地经济下行将影响澳门VIP业务的增长，中端酒店长期来看因外部交通改善和酒店供给增加的影响存在结构性机会。
- **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。
- **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、一周公司重要公告

【首旅酒店】首旅酒店将其对首酒香港的境外放款以“债转股”转为对首酒香港的股权投资，债转股后，首旅酒店对首酒香港的注册资本从 1 港币增加至 75.93 亿元人民币，持股比例仍然为 100%。

【长白山】（公司全资子公司）吉林省天池企业管理咨询有限公司与（关联方）和平滑雪公司就和平滑雪场经营管理协议的相关事宜进行友好协商后，决定终止原协议，终止本次交易对公司的正常运营和经营发展无实质性影响。

【众信旅游】发行股份购买资产事项获得中国证监会核准批文，公司决定以 6.47 元/股回购已离职的 7 名激励对象所持 11.35 万股限制性股票，本次回购注销完成后，公司股本由 8.491 亿股减至 8.490 亿股。

【国旅联合】国旅联合拟将北京中关村科金技术有限公司 1.12% 的股权作价 6831.81 万元，转让给公司实际控制人或其指定的第三方以补充资金链。

【凯撒旅游】公司股东新余世嘉弘奇、新余柏鸣、新余世嘉元冠分别解除质押 800 万股、640 万股、530 万股，均占其所持公司股份的 100%，分别占公司总股本的 1.00%、0.80%、0.66%。

【西安旅游】公司将于 2018 年底前完成职工家属区“三供一业”的分离移交工作，公司需承担资金 367.35 万元，计入当期损益。

【银河娱乐】公司 2018 年 11 月 21 日授出①46.75 港元每股的认股权，共计 797.5 万股股份（认股权计划）；②200.39 万股股份的股份奖励（股份奖励计划）。

【*ST 藏旅】公司控股股东新奥控股将其持有的本公司 4615.87 万股（占总股本的 20.34%）股份进行质押，至此，其累计质押股份 4615.87 万股，占其持有公司股份的 94.78%，占公司总股本的 20.34%。

【大东海 A】公司收到三亚中级人民法院，关于公司拖欠中国信达资产管理（海分）本金及利息共 3431.17 万元的诉讼通知书。

【同程艺龙】同程艺龙的 IPO 发行价定在每股 9.80 港元，拟通过此次 IPO 筹资 1.8 亿美元。

【全聚德】公司持股 5% 以上股东 IDG 资本管理（香港）计划减持公司股份 1736.98 万股（即其持有的所有股份），占公司总股本的 5.63%。

【三湘印象】公司控股股东三湘控股将 2018 年 11 月 20 日质押到期的公司股份 1.268 亿股（占其所持股份的 44.79%）展期至 2019 年 11 月 20 日，同时解除质押 2300 万股（占其所持股份的 8.12%），至此，其累计质押 1.90 亿股，占其所持公司股份的 67.26%，占公司总股本的 13.88%。

【曲江文旅】①公司控股股东西安曲江旅游投资(集团)增持公司股份 44.87 万股/521.4 万元，增持数量占公司总股本的 0.25%，增持后其持股比例为 52.66%；②公司同意控股子公司曲江智造在全国中小企业股份转让系统挂牌。

【锦江股份】公司拟用现金收购控股子公司 Keystone 少数股东持有的 Keystone 3.04% 股权，交易价格为人民币 351.22 百万元。交易完成后，公司对 Keystone 的持股比例由 93.00% 上升至 96.50%。

【华天酒店】公司拟在北京金融资产交易所发行的债权融资计划获准备案，本次计划备案金额为人民币 1 亿元。

4、一周行业新闻

■ 华强方特将投资 60 亿元打造西南文旅产业园

11 月 18 日上午，美丽中国(昆明)文化科技旅游产业园项目启动仪式在宜良县举办。未来两年，华强方特文化科技集团股份有限公司(以下简称“华强方特集团”)将投资 60 亿元在宜良东城区打造云、贵、川地区最大的文化科技旅游产业园。(来源：环球旅讯)

■ 万达 3.2 亿元延庆拿地或建万达广场,拟在安康投资 50 亿建陕南最大万达广场

11 月 16 日，北京市规划和自然资源委员会公布一宗土地交易信息，大连万达商业管理集团股份有限公司以总价 3.2 亿元竞得北京延庆新城 03 街区地块。资料显示，该宗地为综合性商业金融服务业用地，规划建设用地面积 2.87 万平方米，规划建筑面积 7.18 万平方米。据招标文件显示，本次出让宗地地上建筑规模须由中标人自行持有并长期经营 20 年，20 年后如需分割或转让，须经延庆区政府批准后方可办理。有消息称，万达集团预计将在此建设延庆万达广场项目。

11 月 16 日，万达地产集团北区成功摘下陕西省安康市高新区“安康之眼”商业区 442 亩优质重资产地块，计划打造陕南最大规模的万达广场。项目计划总投资 50 亿，计划 2018 年底开工，2020 年底正式竣工投入运营。万达商业 MLL 总建筑面积约为 11 万^m至 15 万^m，涵盖休闲、娱乐、文化、餐饮、商业零售及服务等功能，将引进万达国际电影城、万达宝贝王、大玩家超乐场等万达集团独有特殊优势的主力店，以及众多国际一流品牌及国内餐饮品牌。(来源：新旅界)

■ 凯撒旅游“拼票票”业务全面上线

凯撒旅游升级了在线机票系统并新增拼票票频道，点击进去就能一目了然所有的航线及超值机票信息，极大的节约了客户的时间成本。凯撒旅游官网显示，目前已经可以购买到马尔代夫、日本、新加坡、泰国等多地的往返机票。凯撒旅游相关负责人表示：“相较于实时查询，在拼票票预定的机票将百分百保真、百分百出票。未来将全面覆盖凯撒旅游线路，为出行的客户网罗全球超值机票。”从即日起，公众还可通过凯撒旅游 APP 进行机票预定。点击进入拼票票页面，输入所想去的目的地，便能查询到航班班次、机位、票价信息等并实现购票，真正享受到动动手指购买全球超值机票的便捷服务。(来源：品橙旅游)

■ 韩大型旅游集团拟投海南:博鳌至首尔航线或开通

11 月 21 日，海南省旅游和文化广电体育厅与韩国旅游航空业界在韩国首尔达成了新的合作共识，双方就开展全面营销合作、在海南设立新的中外合资旅行社和开通首尔-博鳌航线进行签约。韩国第二大旅行社——模德旅游集团将与海南旅行社设立合资旅行社，为韩国游客提供海南旅游服务及产品。

韩国是海南第二大入境客源国，目前韩国与海南之间共执飞海口-首尔、三亚-首尔、三亚-釜山、三亚-大邱以及海口-广州-首尔等 5 条航线，每周达 22 个航班。今年前 10 个月，海南共接待韩国游客近 8 万人次。(来源：品橙旅游)

■ 继融创、碧桂园之后，富力地产日前于海南成立了文旅公司。

“富力是最早来海南的，其一直有文旅业务，但之前只是作为地产配套，更多是为助力项目销售。”海南一家中介服务机构负责人向财联社记者透露，此前富力的文旅业务是放在营销部门里，现在单独成立文旅公司，或是想独立做大。

但对富力而言，未来若大规模开发文旅项目，需要专业的设计规划、运营管理团队。与融创接手万达文旅集团核心业务及相关人员不同的是，富力在此方面资源较为匮乏。

此外，文旅项目普遍面临开发周期较长、前期耗费资金大以及收益慢等难题，这将考验富力的资金周转能力。

对于在海南成立文旅公司后的具体规划，截至发稿，富力方面未予置评。
(来源：品橙旅游)

■ 海天地悦旅赴港上市，中日韩为其主要客源

海天地悦旅集团有限公司(下称“海天地悦旅”)就是境外游的受益者之一。11月21日，其向港交所主板提交上市申请资料，交银国际为独家保荐人。

据了解，海天地悦旅为位于西太平洋地区的美属塞班及关岛热带岛屿(离香港约3500公里或5个飞行小时)的主要休闲旅游集团之一，注册地为开曼群岛。

受惠于政府推动旅游业政策以及签证及入境要求逐步放宽，塞班及关岛在2017年的旅游业收益接近25亿美元，两个地方已成为亚太区旅客海滩假期热门目的地。且2013年至2017年，到访塞班及关岛的游客分别以10.8%及3.9%的复合年增长率增长。

根据Frost & Sullivan的研究数据，2017年，海天地悦旅的市场占有率，按收益计为33.7%，按塞班酒店及度假村已售房间数目计为24.5%，市场占有率排名第一。(来源：新旅界)

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) 不考虑海免影响 18E-20E 业绩为 37/49/64 亿元，增速为 46%/32%/30%，EPS 分别为 1.9/2.5/3.3 元，PE 分别为 29/22/17 倍，维持买入评级。
- **锦江股份**：1) 中国酒店行业结构发生转变，以中产阶级为客户基础的中端酒店市场迎来发展黄金期；2) 锦江酒店布局全产业链，完成了对国内中端龙头维也纳酒店集团的并购以及铂涛集团的收购，将一部分经济型酒店升级为中端酒店。重点发展中高端酒店品牌为主，自 2016 年三季度开始经营数据较为乐观；3) 公司估值水平相对较低，PE (TTM) 低于首旅酒店，同时 EV/EBITDA 低于华住酒店水平。4) 测算 2018E/2019E/2020E 的业绩为 12/15/17 亿元，增长幅度为 38%/22%/16%，EPS 为 1.25/1.55/1.79 元，目前股价对应 PE 为 18/15/13 倍，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) 不考虑新开重资产项目 18E-20E 业绩为 13/17.8/14.6 亿元，增速 23%/36%/18%。从公司内生发展来看，不考虑六间房的业绩及投资收益并表情况下公司未来三年 18-20E 线下景区能够实现业绩为 9.2/13/16 亿元，增速为 19%/43%/20%，对应 PE 为 34/24/20 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	
11月27日	途牛(TOUR): 三季报预计披露日期

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