

2018-12-1

行业研究 | 行业周报

评级 **看好** 维持

社会服务行业

海南免税新政将带来市场空间几何？

报告要点

■ 本周核心观点及投资建议

11月27日，财政部、海关总署、税务总局发布关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告，年度累计免税限额提升至30000元，不限次数，岛内外居民一视同仁。值此之际，本文通过复盘离岛免税政策自2011年正式实施以来的历次调整，力图从定量角度分析政策调整所带来的行业发展变化，并对未来可能实施的港口离岛纳入免税范围，新开海口和博鳌（琼海）两个市内店带来的行业空间进行了测算，分析结论如下，若将港口离岛旅客纳入免税范围，预计2025年，将带来约100亿元的免税体量；届时，预计海口和琼海博鳌两家免税店的总规模将超过200亿元，两项政策合计带来的免税空间预计将达300亿元。本周继续推荐免税板块**中国国旅**，酒店板块龙头**首旅酒店**、**锦江股份**，景区板块演艺龙头**宋城演艺**、休闲景区稀缺标的**中青旅**，餐饮板块**广州酒家**。

■ 板块行情回顾

上周中信餐饮旅游指数上涨1.02%，分别跑赢上证综指和沪深300指数0.68、0.09个百分点。上周中证体育指数上涨1.03%，分别跑赢上证综指和沪深300指数0.70、0.10个百分点。旅游类标的号百控股(+6.17%)，中青旅(+3.66%)。

■ 行业重要新闻概览

(1) 旅游：同程艺龙于11月26日正式上市；财政部进一步调整海南省离岛旅客免税购物政策，免税额度有所提升，岛内外居民共享统一购物标准；五部委再次规范特色小镇建设，强调产业主导。**(2) 体育：**中国足协与卡塔尔足协签署五年合作协议；美高协与观澜湖达成多年合作，将在华设三所高尔夫学院；CBA正式宣布卡特彼勒成为官方赞助商。**(3) 教育：**教育部发文要求线上培训机构必须公示教师资格证号；覆盖7亿用户、链接3000所学校，百度要做最大的教育SaaS平台。**(4) 养老：**北京营利性与非营利性养老机构同享政府运营补贴；国务院要求部署进一步发展养老产业、推进医养结合，提高养老质量。

■ 公司重要公告盘点

中青旅(600138)：拟与嘉伟士杰组成联合体，参与受让京能集团公开转让的古北水镇10%股权；**锦江股份(600754)：**公布10月份部分经营数据，境内酒店的RevPAR、平均房价、出租率分别+6.52%/+8.62%/-1.56pct；境外酒店的RevPAR、平均房价、出租率分别+2.65%/+2.04%/+0.41pct；弘毅投资因自身财务安排拟于15个交易日后的6个月内减持公司股份不超47,896,822股（占总股本5%），2018年6月至11月弘毅投资曾减持1.57%、当前持股10.99%。

风险提示： 1. 旅游业突发事件（交通事故、恐怖袭击等），极端天气影响；
2. 项目推进不达预期。

分析师 赵刚

☎ (8621) 61118739

✉ zhaogang@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517020001

分析师 高超

☎ (8621) 61118739

✉ gaochao2@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490516080001

联系人 范晨昊

☎ (8621) 61118739

✉ fanch@cjsc.com.cn

联系人 杨会强

☎ (8621) 61118739

✉ yanghq@cjsc.com.cn

相关研究

《经济周期影响餐饮旅游行业表现，看好细分成长领域龙头公司》2018-11-24

《服务业巨头研究系列之 Sysco：食材供应链明星的崛起之路》2018-11-18

《咖啡帝国星巴克的“蜕变”与“重生”》2018-11-11

目录

复盘离岛免税政策变迁，看海南市场空间.....	4
千呼万唤始出来，海南离岛免税政策利好终落地.....	4
复盘行业发展史，看政策如何助力打开市场空间.....	5
未来政策仍具看点，定量分析行业又将受益几何.....	7
若将港口离岛纳入免税范围，将带来多少免税销售增量？.....	7
若新开设海口和博鳌两家免税店，各自的天花板在哪里？.....	9
本周观点及投资建议.....	12
板块行情回顾.....	13
行业主要数据回顾.....	14
行业重要新闻概览.....	14
公司重要公告盘点.....	16
板块历史估值.....	17
相关公司重点数据一览.....	17

图表目录

图 1：历年海棠湾及美兰机场免税销售额.....	5
图 2：历年海棠湾及美兰机场免税购物人次.....	5
图 3：历年海南省免税销售额及购物人次.....	5
图 4：历年海南省免税客单价情况.....	5
图 5：海棠湾及美兰机场免税消费客单价情况.....	7
图 6：历年海南省港口离港旅客和飞机离港旅客数量及同比.....	7
图 7：海南省离岛旅客构成（分为港口离港和飞机离港）.....	7
图 8：海口离岛免税店位于秀英区.....	10
图 9：琼海（博鳌）店位于海南岛东侧.....	10
图 10：琼海历年接待过夜游客人次.....	10
图 11：上周中信餐饮旅游指数跑赢上证综指 0.68 个百分点.....	13
图 12：上周中信餐饮旅游指数跑赢沪深 300 指数 0.09 个百分点.....	13
图 13：上周中证体育指数跑赢上证综指 0.70 个百分点.....	13
图 14：上周中证体育指数跑赢沪深 300 指数 0.10 个百分点.....	13
图 15：上周中证体育和中信餐饮旅游指数涨跌幅分列 3、25 位.....	14
图 16：中信餐饮旅游和中证体育板块市盈率(TTM)居中上游.....	14
图 17：2006 年至今中信餐饮旅游指数 PE 估值（TTM，剔除负值）.....	17
表 1：海南省离岛免税政策正式实施及调整文件.....	4
表 2：海南省离岛免税政策正式实施及调整细节.....	6

表 3: 铁路离岛旅客免税购买金额及购物人次	8
表 4: 2017 年海南省离岛免税购物人次及收入构成	8
表 5: 港口离岛旅客纳入免税范围将带来的市场空间测算	8
表 6: 海口新开免税店规模测算（不考虑离港纳入免税范围）	9
表 7: 博鳌新开免税店规模测算	10
表 8: 行业一周主要数据	14
表 9: 行业一周重点新闻	14
表 10: 上市公司一周重点公告	16
表 11: 相关公司重点数据一览	17

复盘离岛免税政策变迁，看海南市场空间

千呼万唤始出来，海南离岛免税政策利好终落地

免税限额提升至 30000 元，不限次，岛内外居民一视同仁。11 月 27 日，财政部、海关总署、税务总局发布关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策¹的公告，此次政策调整主要涉及购物限额和免税产品范围 2 个方面：（1）年度累计购物限额增至 3 万元，不限次数（此前非岛内居民不限次数，限额 1.6 万元；岛内居民 1 年 1 次且限额 8000 元）；（2）增加部分家用医疗器械商品，如视力训练仪、助听器、矫形固定器械、家用呼吸支持设备（非生命支持），每人每次限购 2 件。最新政策自 2018 年 12 月 1 日起执行。2011 年离岛免税政策实施以来，年度购物限额已经历多次提升调整，最初是 5000 元，2012 年 11 月提升至 8000 元，2016 年 2 月调整至 1.6 万元，如今提升至 3 万元，提升幅度接近翻番，且开始实施时间定在 12 月 1 日，政策推行效率维持了一贯的高水平。

值此之际，本文通过复盘离岛免税政策自 2011 年实施以来的历次调整，力图从定量的角度分析政策调整带来的行业发展变化，并对未来可能实施的港口离岛纳入免税范围，新开海口和博鳌（琼海）两个市内店带来的行业空间进行了测算，供各位投资者参考。

表 1：海南省离岛免税政策正式实施及调整文件

政策发布日期	政策推行日期	项目	文件名称	发布机构
2011 年 3 月 16 日	2011 年 4 月 20 日	正式实施	《财政部关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》	财政部（财政部经商商务部、海关总署和国家税务总局）
2012 年 10 月 22 日	2012 年 11 月 1 日	第一次调整	《财政部关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	财政部（财政部经商商务部、海关总署、国家税务总局、质检总局、食品药品监管局）
2015 年 2 月 16 日	2015 年 3 月 20 日	第二次调整	《财政部关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	财政部（财政部经商发展改革委、商务部、海关总署、税务总局、质检总局、食品药品监管总局，并报国务院批准）
2016 年 1 月 28 日	2016 年 2 月 1 日	第三次调整	《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	财政部（财政部经商发展改革委、商务部、海关总署、税务总局、质检总局、食品药品监管总局，并报国务院批准）
2017 年 1 月 10 日	2017 年 1 月 15 日	第四次调整	《关于将铁路离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告》	财政部（财政部经商发展改革委、商务部、海关总署、税务总局、质检总局、食品药品监管总局，并报国务院批准）
2018 年 11 月 27 日	2018 年 12 月 1 日	第五次调整	《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	财政部、海关总署、税务总局

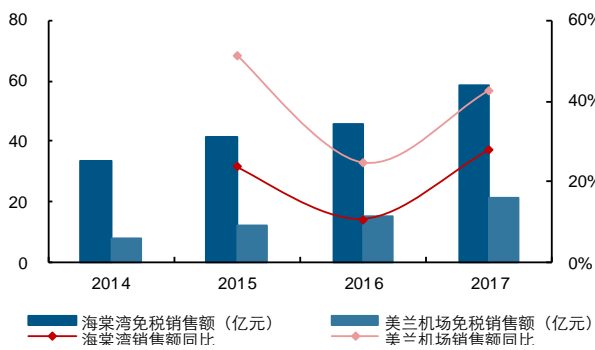
资料来源：财政部官网，长江证券研究所

¹离岛免税政策是指对乘火车、飞机离岛（但不离境）旅客实行的限次、限值、限量和限品种免进口税购物，在离岛免税店内付款，在机场、海口火车站隔离区提货离岛的税收优惠政策。其中，离岛免税店是指具有实施离岛免税政策资格并实行特许经营的免税商店。

复盘行业发展史，看政策如何助力打开市场空间

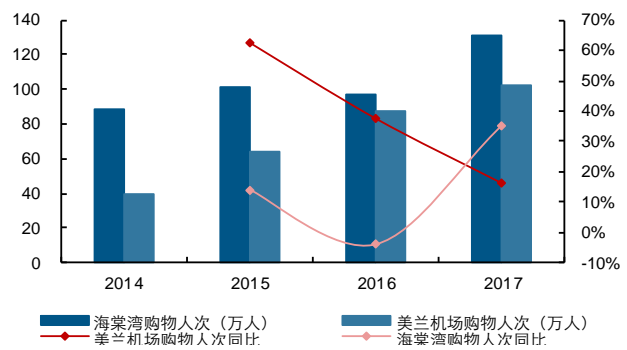
海南省离岛免税店目前有两家：三亚海棠湾免税店和海口美兰机场店，2017 年两店分别实现免税销售收入 59 亿元（+28%）和 22 亿元（+43%），分别约占 73%和 27%。

图 1：历年海棠湾及美兰机场免税销售额



资料来源：Wind,公司公告,长江证券研究所

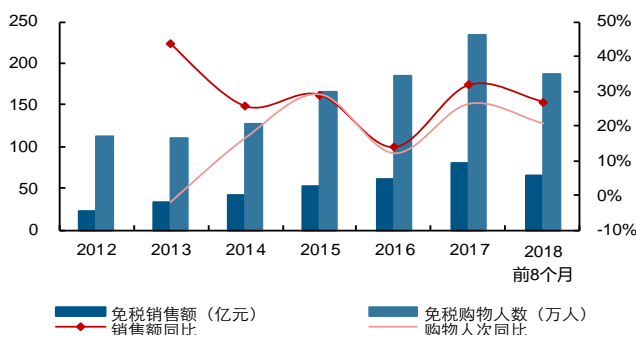
图 2：历年海棠湾及美兰机场免税购物人次



资料来源：Wind,公司公告,长江证券研究所

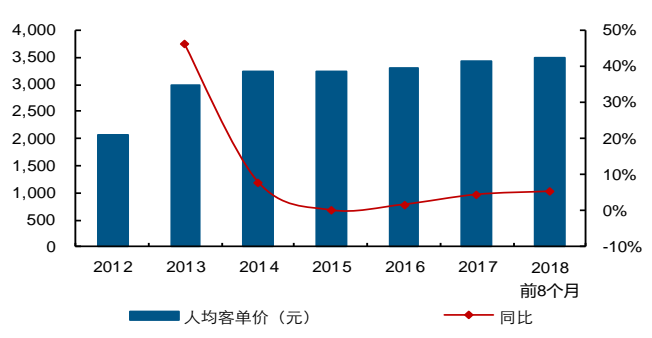
海南省离岛免税保持了较快增长水平，一方面是受益于行业自身处于发展的起步阶段，另一方面则是受益于政策的持续推动。从 2011 年 4 月 20 日离岛免税政策正式实施，到今年 10 月底，海南省离岛免税累计实现销售额 385 亿元，累计购物人次超过 1200 万。2017 年，海南离岛免税店实现免税品销售额 80.16 亿元，和 2016 年相比增长了 32%。今年的 1-10 月份，离岛免税实现销售额 79.49 亿元，比去年同期增长了 23%。

图 3：历年海南省免税销售额及购物人次



资料来源：Wind,长江证券研究所

图 4：历年海南省免税客单价情况



资料来源：Wind,长江证券研究所

离岛免税政策自 2011 年实施以来，已经历五次政策调整优化。五次离岛免税政策调整分别对政策惠及消费者的年龄、离岛免税商品范围、免税购物额度、购物次数、销售方式等进行合理优化。截至目前，离岛免税政策适用对象是年满 16 周岁的铁路或飞机离岛的境内外旅客以及海南本地居民；购物限额为累计 3 万元/年，不限购物次数；离岛免税品种在原有 38 种的基础之上，新增部分家用医疗器械商品，如视力训练仪、助听器、矫形固定器械、家用呼吸支持设备(非生命支持)，且对各品类都有相应的件数限制。

表 2：海南省离岛免税政策正式实施及调整细节

项目	年龄	范围	离岛方式	限额（元）	行邮税起征点（元）	限次	品类	限量（每人每次） ²
2011年4月 正式实施	18 周岁	离岛但不离境 的国内外旅客， 包括岛内居民	乘飞机	5000	5000	非岛内居民 1 年 2 次；岛内居 民 1 年 1 次	共 18 种：首饰、工 艺术品、手表、香水、 化妆品、箱包等	手表 2，香水 2，化 妆品 5，箱包 2 等
2012年11月 第一次调整	16 周岁	维持	维持	8000	8000	维持	扩大至 21 种：增加 美容及保健器材、餐 具及厨房用品、玩具	手表 4，香水 5，化 妆品 8，箱包 4 等
2015年3月 第二次调整	维持	维持	维持	维持	维持	维持	扩大至 38 种：新增 零售包装婴儿配方 奶粉等 17 种消费品	手表 6，香水 8，化 妆品 12 等
2016年2月 第三次调整 ³	维持	维持	维持	16000	维持	非岛内居民旅 客取消购物次 数限制；岛内居 民 1 年 1 次	维持	维持
2017年1月 第四次调整	维持	维持	飞机&铁路	16000	维持	维持	维持	维持
2018年12月 第五次调整	维持	维持	维持	30000	维持	非岛内和岛内 均不限次	增加家用医疗器械 商品视力训练仪、助 听器、矫形固定器等	原 38 个品类件数维 持，新增品类每人 每次限购 2 件

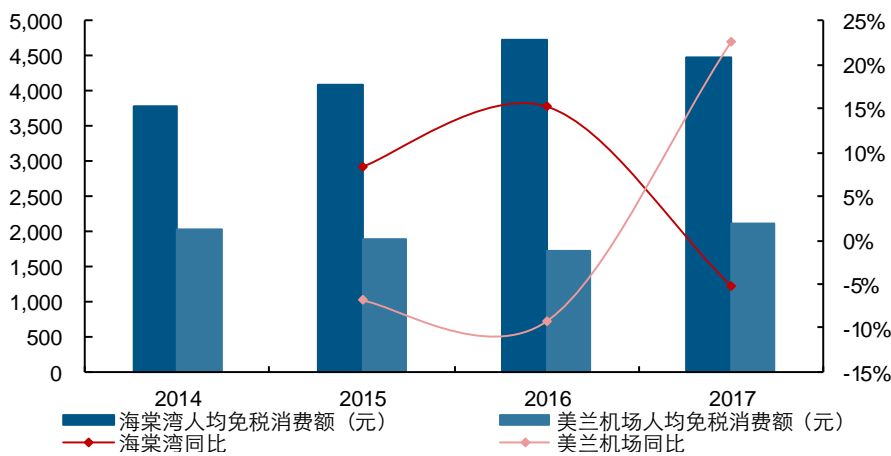
资料来源：财政部官网，长江证券研究所

复盘海南离岛免税历年的增长表现，可以发现政策带来的直接推动作用。以海棠湾为例，看限额提升对客单价的影响：2016 年，购物限额提升至 1.6 万元/每人，当年，海棠湾消费者客单价提升 15.38% 达到 4851 元，实现销售收入 47.05 亿元(+10.80%)，实现净利润 5.34 亿元(+13.14%)。今年购物限额提升幅度和 2016 年相近，在假设 2018 年购物人次提升 28%，客单价持平的基础上，综合考虑基数和行邮税因素，假设 2019 年海棠客单价提升 10%，购物人次提升 15%，则预计 2018-2019 年海棠湾将实现营收 78 亿元(+28%)和 98 亿元(+27%)。在以上假设的基础之上，若假设 2019 年海棠湾免税店的净利率为 16%，则相对购物限额提升之前，2019 年中国国旅业绩预计可以增厚约 1%。

² 件数限制是指每人每次，即如果分多次购买，每次都按照统一的件数限制标准

³ 2016 年政策调整同意三亚海棠湾免税店和海口美兰机场免税店开设网上销售窗口

图 5：海棠湾及美兰机场免税消费客单价情况



资料来源：公司公告, Wind, 长江证券研究所

未来政策仍具看点，定量分析行业又将受益几何

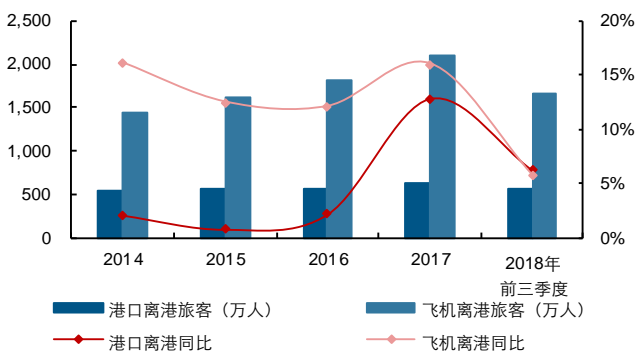
11月28日下午，海南省财政厅召开“调整海南离岛旅客免税购物政策解读和落实”新闻发布会，会上提出，未来，乘船旅客也将享受免税购物政策，同时海南还将新增两家免税店。目前，关于乘船旅客享受免税购物政策和新增海口和琼海免税店两项政策，海南省的前期工作已经完成（包括海关和企业信息系统的升级和联接、免税商品种类的更新、销售人员的招聘和培训等），待中央部委实地检验通过后，将正式发布实施和开业。

若将港口离岛纳入免税范围，将带来多少免税销售增量？

从量价角度来测算，参照公式： $\text{港口离岛旅客数量} \times \text{购物渗透率} \times \text{客单价} = \text{销售规模}$ 。

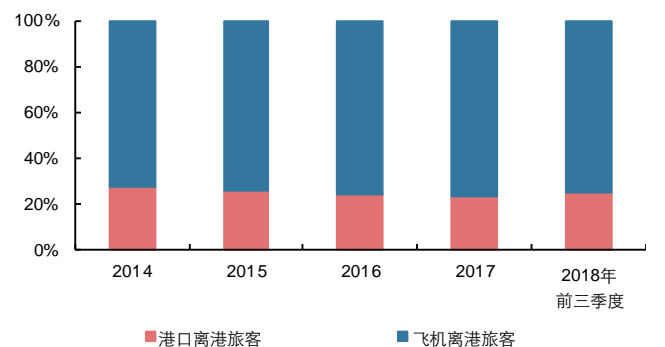
首先，我们看下每年有多少游客是从港口离开海南岛的。海南省统计局统计离港旅客包括港口离港和飞机离港，2017年港口离港旅客为639.80万人次（+12.80%），占离港旅客总量的23%。参考2018前三季度，港口离岛旅客同增6.2%的表现，假设2018-2025年港口离岛旅客年度同增8%，预计2025年，港口离岛旅客数量将达到1015万人次。

图 6：历年海南省港口离港旅客和飞机离港旅客数量及同比



资料来源：海南省统计局, 长江证券研究所

图 7：海南省离岛旅客构成（分为港口离港和飞机离港）



资料来源：海南省统计局, 长江证券研究所

需要指出的是，由于粤港铁路离岛旅客也是通过港口离港，因此海南省统计局公布的港口离港旅客数量可能包括铁路离岛的乘客⁴。如果港口离港旅客包括铁路旅客，是否有方法剔除，其影响程度又有多少呢？分析结论如下，2017 年铁路离岛免税购物人次和销售额占全岛的比例约为 0.3%，影响微弱。2017 年 1 月 15 日起，铁路离岛旅客被纳入离岛免税适用范围，政策实施的第一个月（2017.1.15-2017.2.15）购物人次为 1816 人，销售额 724.6 万元，客单价 3990 元；2017 年全年，海南省铁路离岛免税品全年销售 41877 件，购买人数为 7429 人次，销售金额为 2540.2 万元，客单价约为 3419 元。

表 3：铁路离岛旅客免税购买金额及购物人次

铁路离岛客户	销售额（万元）	购物人次（人）	客单价（元）
政策首月 (2017.1.15-2.15)	724.6	1816	3990
2017 年全年	2540.2	7429	3419

资料来源：人民网，长江证券研究所

表 4：2017 年海南省离岛免税购物人次及收入构成

离岛方式	购物人次（万人）	占比	销售额（万元）	占比
铁路	0.74	0.32%	2540.20	0.32%
飞机	232.66	99.68%	799459.80	99.68%

资料来源：人民网，长江证券研究所

其次，我们看下决定购物人次的第二个关键要素，渗透率：参考飞机离岛旅客购物渗透率⁵，2014 年至 2017 年飞机离岛旅客购物渗透率不断提升，2017 年超过 11%。假设港口离岛旅客购物渗透率会延续之前的增长趋势，至 2025 年提升至 16%，对应前文提及的预计 2025 年港口离岛旅客人次约 1015 万人次，则离港购物人次将达到 162 万人次。

最后，关于客单价水平，假设港口离岛旅客的客单价水平和海棠湾相近，由于 2018 年 12 月 1 日起购物限额提升至 30000 元且岛内外居民均不限次数，假设 2019 年客单价提升 10%，此后，每年稳健增长约 3-5%，预计 2025 年客单价水平将超过 6000 元。

基于以上假设，我们认为，若将港口离岛旅客纳入免税范围，预计 2025 年将带来免税销售额接近 100 亿元。

表 5：港口离岛旅客纳入免税范围将带来的市场空间测算

项目	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
港口离港旅客人次（万人）	639.80	690.98	746.26	805.96	805.96	870.44	940.08	940.08	1015.28
YOY	12.80%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
离港旅客购物渗透率				14.0%	15.0%	15.0%	15.0%	16.0%	16.0%
离港购物人次（万人）				113	121	131	141	150	162
YOY				16%	7%	8%	8%	7%	8%
离港购物客单价（元）				5198	5457	5621	5790	5963	6142
YOY				5%	5%	3%	3%	3%	3%

⁴ 海南省公布的统计数据中，离港旅客分为两类，一类是港口离港，一类是飞机离港，因此本文认为港口离港数据可能包括了铁路离港，但鉴于铁路旅客免税消费额度较低，而忽略之。

⁵ 因岛内居民购买免税商品也需要离岛，因此该口径是包括了海南岛居民和非岛内居民

港口离港免税规模 (亿元)				58.65	65.98	73.39	81.64	89.70	99.78
YOY				22%	13%	11%	11%	10%	11%

资料来源：海南省统计局，长江证券研究所 注：购物渗透率参照飞机离港购物渗透率，客单价参考 2017 年海棠湾店的水平，2018 年 12 月 1 日购物限额提升至 3 万元，因此假设 2019 年客单价提升 10%，此后，每年稳健提升 3-5%

若新开设海口和博鳌两家免税店，各自的天花板在哪里？

2018 年 11 月 28 日，海南自由贸易试验区建设项目（第一批）集中开工和签约仪式宣布海口市免税店项目，即总投资 110 亿元的中旅免税城项目，建设地点为海口市秀英区，项目用地 675 亩，位于原华侨城展示区南部地块、新海棚改范围内，竣工日期待定。

根据控制变量法，当前仅考虑飞机离岛的情况下，（铁路离岛体量甚微，暂且忽略不计），进行测算。购物人次，按照“美兰机场旅客离港人次 x 购物渗透率”计算，其中，购物渗透率在参考海棠湾免税店水平的同时，考虑美兰机场免税店对海口秀英区免税店的分流，预计海口免税店购物渗透率会低于海棠湾；客单价方面，参考海棠湾店和美兰店的客单价水平，取中间水平，计算得海口店的免税规模，预计 2025 年有望超过 140 亿元。

表 6：海口新开免税店规模测算（不考虑离港纳入免税范围）

指标名称	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
美兰机场出港旅客 (万人)	1129	1355.09	1626.11	1918.80	2264.19	2671.74	3072.51	3533.38	4063.39
YOY	20.11%	20%	20%	18%	18%	18%	15%	15%	15%
渗透率				7.20%	7.30%	7.40%	7.50%	7.60%	7.70%
购物人次 (万人)				138.15	165.29	197.71	230.44	268.54	312.88
YOY				19.66%	19.64%	19.62%	16.55%	16.53%	16.51%
客单价				3801	3991	4111	4234	4361	4492
YOY				5%	5%	3%	3%	3%	3%
海口免税店规模 (亿元)				53	66	81	98	117	141
YOY				25.65%	25.62%	23.20%	20.05%	20.03%	20.01%

资料来源：海南省统计局，Wind，长江证券研究所。注：海棠湾 2017 年购物人次 131 万，凤凰机场旅客离港人次 967 万，对应渗透率为 13.55%，考虑到美兰机场可能对海口店有一定分流效应，因此假设海口秀英区的飞机离岛购物渗透率低于海棠湾，但呈现稳步上升态势；客单价综合考虑美兰机场的分流效应和目前两店的客单价水平（2017 年海棠湾免税客单价 4479 元，美兰机场 2103 元），假设海口免税店客单价将位于两店的中间水平。

此外，考虑到秀英区临近海口新海港（秀英港），未来若将海南省港口离港旅客纳入免税范围，参照前文测算海港离岛旅客带来的免税销售体量（2025 年约 100 亿元），海口秀英区免税店将直接受益。

图 8：海口离岛免税店位于秀英区



资料来源：必应地图,长江证券研究所

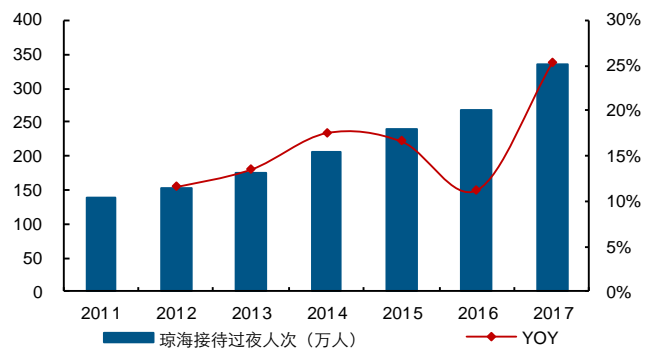
琼海（博鳌）免税店项目，地处海南岛东侧，相对西侧而言，远离大陆地区，因此其免税销售测算从飞机⁶离岛角度出发。购物人次，按照“琼海接待过夜旅客人次 x 购物渗透率”的公式计算，购物渗透率参照海棠湾免税店水平，客单价也参考海棠湾免税店水平，进而计算出琼海（博鳌）店免税规模的天花板，预计 2025 年，有望超过 60 亿元。

图 9：琼海（博鳌）店位于海南岛东侧



资料来源：必应地图，长江证券研究所

图 10：琼海历年接待过夜游客人次



资料来源：Wind,海南省统计局，长江证券研究所

表 7：博鳌新开免税店规模测算

指标名称	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
琼海接待过夜游客 (万人)	335.03	402.04	482.45	578.93	683.14	806.11	927.02	1066.08	1225.99
YOY	25%	20%	20%	20%	18%	18%	15%	15%	15%
购物渗透率				7.0%	7.5%	7.5%	7.5%	8%	8%

⁶ 博鳌机场是博鳌亚洲论坛的重点配套项目，自 2015 年 3 月份开始施工起，不到 10 个月的时间完成了一期工程的建设，于 2016 年 3 月 17 日正式投入运行。2017 年，博鳌机场年旅客吞吐量首次突破 30 万人次。机场近期（2020 年）将满足旅客吞吐量 48 万人，货邮吞吐量 1440 吨，飞机起降 4923 架次，飞行区等级指标为 4C，航站楼 6000 平方米，站坪机位 26 个，有 15 个机位的专机停机坪及公务机轻型停机坪；远期（2040 年）将满足旅客吞吐量 350 万人，货邮吞吐量 2.6 万吨，飞机起降 34526 架次，飞行区等级指标为 4D。

购物人次 (万人)				40.53	51.24	60.46	69.53	85.29	98.08
YOY				20%	26%	18%	15%	23%	15%
购物客单价 (元)				5198	5457	5621	5790	5963	6142
YOY				5%	5%	3%	3%	3%	3%
博鳌免税店销售额 (亿元)				21.06	27.96	33.98	40.25	50.86	60.24
YOY				26%	33%	22%	18%	26%	18%

资料来源：海南省统计局，长江证券研究所 注：购物渗透率参考三亚免税店购物人次/过夜旅客的渗透率，考虑博鳌远离大陆地区，飞机离岛将为主要离岛方式，因此，综合博鳌机场的旅客吞吐能力对购物人次进行假设；客单价参考 2017 年海棠湾店水平，2018 年 12 月 1 日购物限额提升至 3 万元，因此假设 2019 年客单价提升 10%，此后每年稳健提升 3-5%

综上，海南省离岛免税受益于行业处于发展起步期、自然增速较高以及离岛免税政策连年释放利好，自 2011 年正式启动以来保持了快速增长的势头，2018 年正值海南省建省 30 周年，市场对海南免税政策进一步放宽充满了期待，但 11 月 28 日之前，因种种原因⁷，政策迟迟未能落地，一度引发市场担忧。终于 11 月 28 日，海南离岛免税利好政策出台：免税限额提升至 30000 元/人，且岛内和岛外居民一视同仁，购物次数不限。当日，海南省财政厅召开新闻发布会，会上提出，未来，乘船旅客也将享受免税购物政策，同时海南还将新增海口和琼海（博鳌）两家免税店。经测算，若港口离岛旅客纳入免税范围，预计 2025 年将带来约 100 亿的免税销售增量；而海口和琼海博鳌店免税销售规模预计将有望超过 200 亿元，则两项政策合计带来的免税空间预计将达 300 亿元。

⁷ 免税行业本身处于严监管范围，新开店实行一店一批制度，免税政策涉及审批部门较多（曾涉及财政部、发展改革委、商务部、海关总署、税务总局、质检总局、食品药品监管总局等，并报国务院批准），审批流程复杂，因此海南免税政策出台耗时良久。

本周观点及投资建议

免税板块推荐中国国旅，国内业务方面，今年6月中免开始整合日上批发业务，预计1年内完成；广州机场免税店8月份全面开业；叠加海免51%股权有望注入中国国旅，行业整合加速；规模效应和经营改善并进，毛利率提升有望持续。国际业务方面，继联合拉加代尔成功竞标香港机场烟酒标段后，中免联合皇权(香港)成功获得澳门机场5年免税经营权，验证了联合竞标的可行性。期待未来，公司继续和国际领先免税运营商拓展在新加坡等地区的国际业务，向着全球第一免税运营商的目标更进一步。短期看，(1) 18年业绩稳健，(2) 离岛免税政策继续放宽(新开海口店等)，(3) 批发业务整合、运营效率提升带动毛利率提升，(4) 北京&上海市内免税店或有所突破；中长期看国际拓展和规模效应增厚业绩。

酒店板块看好中端酒店细分领域，根据美国酒店周期我们判断我国酒店行业有望自17年进入3-5年上升周期且18年开始有望进入提价通道，通过比较美国三轮周期酒店龙头价格提升区间以及中美消费品价差，我们判断酒店提价尚有30~50%空间。**重点推荐首旅酒店**，看好公司受益于行业发展和自身结构调整、逐步释放业绩，看好公司在本轮国内酒店上升周期中，实现业绩与估值提升的戴维斯双击。**锦江股份**，未来公司将继续践行“全球布局、跨国经营”的发展战略，受益于规模效应、中高端品牌效应以及经营效率的提升，业绩有望持续释放。

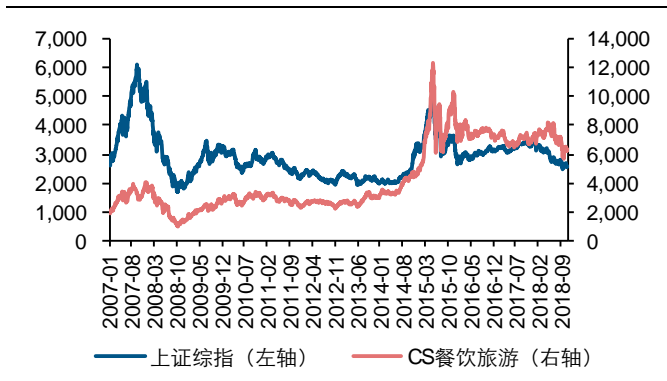
景区板块看好休闲景区，观光游转型休闲游行业趋势下，优质休闲景区供不应求，从而实现客流量和客单价的双重提升。**重点推荐宋城演艺**，异地复制第二轮阳朔项目于2018年开业，张家界、西安项目有望于2019年开业；轻资产项目持续落地；打造4.0产品版本西塘演艺小镇夯实宋城行业龙头地位。此外，六间房整合重组有利于优化股权结构，直接增厚宋城演艺盈利和现金流。**中青旅**，低估值休闲景区稀缺标的，18年乌镇景区提价全年受益，古北水镇有望通过完善配套设施和服务带动客单价提升，进而驱动业绩增长；控股股东划转光大后，公司有望借助光大集团金融产业背景，以及在旅游、体育、教育、养老等产业的布局实现业务的扩展。

餐饮板块推荐广州酒家。公司主营业务包括餐饮服务和食品生产经营，多元发展潜力十足。产能扩张和市场拓展双管齐下，2018年业绩增长具备坚实基础。(1) 产能扩张方面，通过技术改进保持持续性增长，未来主要看点还是募投项目新增产能、合资公司粮丰园贡献产能以及湘潭、梅州两大生产基地贡献3.2万吨食品产能，预计1-2年后产能会有大的提升。(2) 市场拓展方面，省内外重点拓展区域营销力度会加大，广告费随销售额保持正常增长。

板块行情回顾

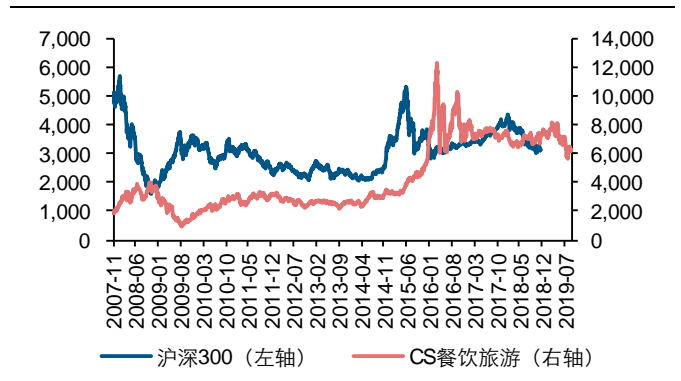
上周中信餐饮旅游指数上涨 1.02%，分别跑赢上证综指和沪深 300 指数 0.68、0.09 个百分点。上周中证体育指数上涨 1.03%，分别跑赢上证综指和沪深 300 指数 0.70、0.10 个百分点。旅游类标的号百控股(+6.17%)，中青旅(+3.66%)

图 11：上周中信餐饮旅游指数跑赢上证综指 0.68 个百分点



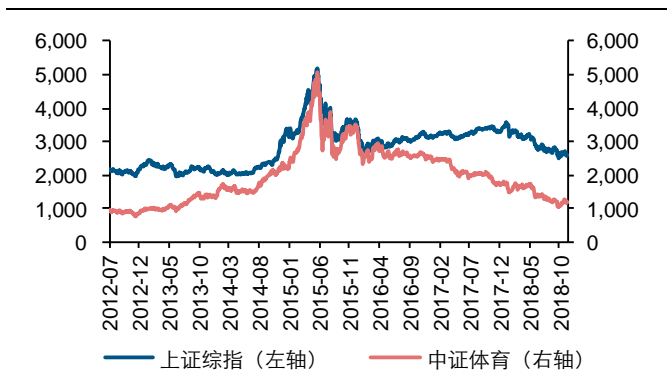
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：上周中信餐饮旅游指数跑赢沪深 300 指数 0.09 个百分点



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 13：上周中证体育指数跑赢上证综指 0.70 个百分点



资料来源：Wind，长江证券研究所

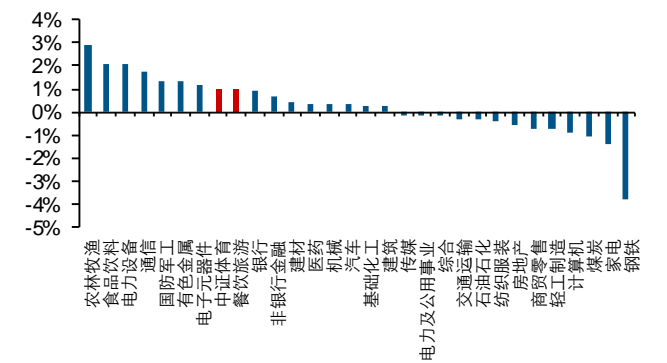
图 14：上周中证体育指数跑赢沪深 300 指数 0.10 个百分点



资料来源：Wind，长江证券研究所

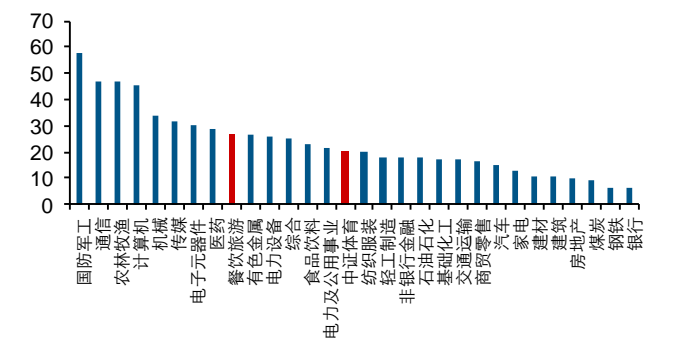
上周中信餐饮旅游指数居涨跌幅排行榜第 9 位，中证体育指数居第 8 位。截至上周末，餐饮旅游板块和体育板块的市盈率(TTM)分别为 27.0X 和 20.4X，在全行业中居中上游。

图 15: 上周中证体育和中信餐饮旅游指数涨跌幅分列 3、25 位



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 16: 中信餐饮旅游和中证体育板块市盈率(TTM)居中上游



资料来源: Wind, 长江证券研究所

旅游类标的中, 涨幅前三标的分别是号百控股(+6.17%)、中青旅(+3.66%)以及首旅酒店(+2.63%); 跌幅最大标的是西安旅游(-7.58%)。

体育类标的中, 涨幅前三标的分别是莱茵体育(+7.21%)、姚记扑克(+5.58%)以及国旅联合(+3.73%); 跌幅最大标的是天音控股(-10.28%)。

美股消费类标的中, 涨幅前三标的分别是 Empire Resorts 股份有限公司(+62.03%)、Smart & Final Stores 股份有限公司(+33.99%)、伊士曼柯达(+31.07%); 跌幅前三标的分别是 Orchids 纸业产品公司(-48.09%)、Horizon 国际公司(-30.08%)和 GNC 控股公司(-24.48%)。

港股消费类标的中, 涨幅前三标的分别是阿贝克隆比&费奇公司(+30.44%)、埃尔多拉多度假村股份有限公司(+22.68%)、Luby's 公司(+22.58%); 跌幅前三标的分别是奇可思女装店公司(-23.94%)、兰亭集势(-24.00%)和 Tilly's 公司(-24.72%)。

行业主要数据回顾

表 8: 行业一周主要数据

主体	概要	内容
出境游	第三季度中国出境游 4300 万人次, 奢侈品消费持续降温	中国出境旅游研究所 (COTRI) 最新数据显示, 2018 年第三季度中国公民出境达到了 4300 万人次, 而且仍在增长, 另外, 中国游客对奢侈品购物的热情已经开始减弱。(环球旅讯)
文体投资	1-10 月全国文化、体育和娱乐投资增长 19.2%	国家统计局发布 2018 年 1-10 月份投资数据。其中, 1-10 月份, 文化、体育和娱乐投资增长 19.2%。(体育大生意)

资料来源: 长江证券研究所整理

行业重要新闻概览

表 9: 行业一周重点新闻

旅游行业		
OTA	同程艺龙于 11 月 26 日正式上市, 股价上涨 26.53%	同程艺龙上市首日收盘价 12.4 港元, 较发行价 9.80 港元上涨 26.53%。按收盘价计算, 同程艺龙市值达到 254.8 亿港元。(TechWeb)

特色小镇	五部委再次规范特色小镇建设, 强调产业主导	发改委、自然资源部、住房城乡建设部等五部委日前专门举行会议与 5 个省 11 个市会谈特色小镇问题。会议要求各地未来要严格规范建设特色小镇建设, 进一步落实国家关于特色小镇建设的各项政策, 并以此为基础制定本地区高质量推进特色小镇建设的政策措施。(环球旅讯)
免税	财政部进一步调整海南离岛旅客免税购物政策, 免税额度将提升	财政部等三部委发布关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告。将离岛旅客(包括岛内居民旅客) 每人每年累计免税购物限额增加到 30000 元, 不限次。增加部分家用医疗器械商品, 在离岛免税商品清单中增加视力训练仪、助听器、矫形固定器械、家用呼吸支持设备(非生命支持), 每人每次限购 2 件, 自 2018 年 12 月 1 日起执行。(环球旅讯)
体育行业		
CBA	CBA 正式宣布卡特彼勒成为官方赞助商, 姚明上演“实干家大灌篮”	中篮联(北京)体育有限公司正式宣布全球 500 强企业卡特彼勒成为中国男子篮球职业联赛的官方赞助商。(体育大生意)
足球	中国足协与卡塔尔足协签署五年合作协议	卡塔尔足协中国足协签署了为期五年的合作协议, 双方将在青少年足球发展方面进行全面的合作, 包括各个年龄段之间青少年球员的交流合作项目。(体育大生意)
高尔夫	美高协与观澜湖达成多年合作, 将在华设三所高尔夫学院	美国 PGA 职业高尔夫球协会宣布和中国观澜湖集团以及太平洋松体育集团达成多年合作协议, 将在中国开设三所美国 PGA 高尔夫学院。其中前两所将开在深圳观澜湖, 第三家学院将设立在海口观澜湖。这也是 PGA 在中国首度开设高尔夫学院。(体育大生意)
教育行业		
在线教育	教育部发文要求线上培训机构必须公示教师资格证号	教育部发布《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》, 明确了在线培训的规范方法, 包括培训机构的基本培训信息公示, 以及教师信息需要公示。(芥末堆)
教育 SaaS	覆盖 7 亿用户、链接 3000 所学校, 百度要做最大的教育 SaaS 平台	“百度教育大脑 3.0” 是智能技术与实际应用有效融合的产物, 它将带动学习及教学效率的提升, 并通过百度教育 SaaS 服务平台, 和广大的合作伙伴一起推动实现教育公平和个性化教育的目标。(芥末堆)
STEAM	自研教具+测评系统+赛事, 昂立 STEAM 欲打通 STEAM 产业链上下游	昂立 STEAM 是一家线下 STEAM 教育机构, 目前已有近 40 家连锁店, 学生总数达 16000 人, 续课率达 70%, 公司计划通过自研教具+测评系统+赛事打通 STEAM 产业链上下游。(芥末堆)
养老行业		
政府补贴	北京营利性养老机构与非营利性机构同享政府运营补贴	北京市民政局召开新闻发布会解读最新发布的《北京市养老机构运营补贴管理办法》, 为进一步鼓励和引导民间资本投资养老服务业, 今后, 北京市营利性与非营利养老机构将享受同等运营补贴政策。(央广网)
社区养老	上海刷新社区养老模式, 拟建设认知症早期评估体系	上海明年拟建设认知症早期评估体系, 对表现出认知症病症的老年人提前判断、干预, 让更多老年人避免成为重度认知症患者, 提高老年人晚年生活质量。(凤凰网)
养老政策	国务院要求部署进一步发展养老产业、推进医养结合, 提高老有所养质量	国务院会议指出, 适应庞大老年群体多样化多层次养老需求, 促进养老服务增加供给、改善质量, 是践行以人民为中心的发展思想、保障改善民生的重要举措, 也有利于扩大就业、提升服务业水平。(中国地产网)
其他行业		
人力资源	中国合肥人力资源产业园运营项目正式签约	11 月 29 日, 合肥海恒投资控股集团有限公司与中国国际技术智力合作有限公司就“中国合肥人力资源产业园运营项目”合作举行签约仪式。(新华网)

资料来源: 长江证券研究所整理

公司重要公告盘点

表 10: 上市公司一周重点公告

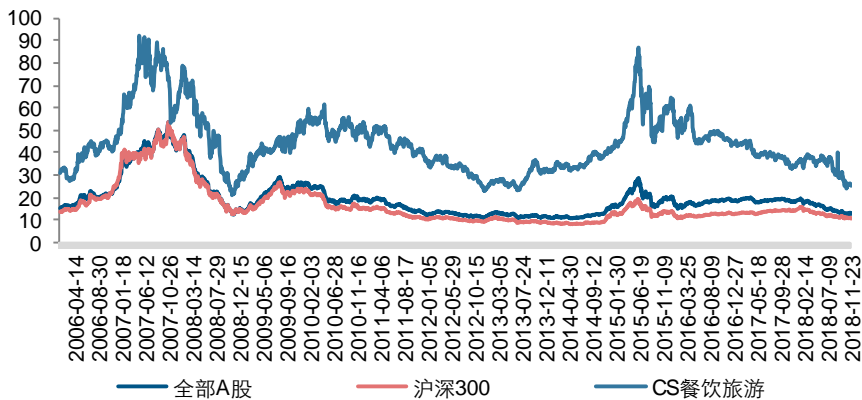
旅游上市公司公告		
11.26	首旅酒店	公布 2018 年限制性股票激励计划 (草案), 拟授予不超过 9,711,095 股限制性股票, 价格为 8.63 元/股; 三个解除限售期分别要求 19-21 年净利润相对 17 年增长不低于 20%、30%和 40%。
11.26	丽江旅游	决定将丽江 5596 旅游文化休闲街项目物业整体出租给深圳市益田旅游商业集团股份有限公司游, 租期 20 年。
11.27	腾邦国际	因交易标的九州风行财务投资方较多、各方利益追求不一, 公司决定终止筹划九州风行重大资产重组事项。
11.28	中青旅	拟与嘉伟士杰组成联合体, 参与受让京能集团公开转让的古北水镇 10%股权。
11.29	锦江股份	公布 10 月部分经营数据, 境内酒店 RevPAR、平均房价、出租率分别+6.52%/+8.62%/-1.56pct; 境外酒店 RevPAR、平均房价、出租率分别+2.65%/+2.04%/+0.41pct。
11.30	锦江股份	弘毅投资因自身财务安排拟于 15 个交易日后的 6 个月内减持公司股份不超 47,896,822 股 (占总股本 5%), 18 年 6 月至 11 月弘毅投资曾减持 1.57%、当前持股 10.99%。
体育上市公司公告		
11.27	星辉娱乐	鉴于环境变化及项目已大部分施完毕, 公司决定终止 2017 年度配股; 调整第二期股票期权激励计划激励对象名单。
11.27	中路股份	公布重组草案, 拟以发行股份和支付现金相结合的方式购买护肤品公司上海悦目 100%股权, 金额 400,000 万元, 同时募集配套资金不超过 148,215 万元。
11.28	当代明诚	公布新英体育盈利预测, 预计 2018-2019 年分别实现营业收入 9.46/12.23 亿, 归母净利-1.60/3.15 亿。
教育上市公司公告		
11.27	盛通教育	大股东贾则平拟通过协议转让方式将其所持有的公司 22,473,000 股股份 (占比 6.92%) 转让给时代出版传媒股份有限公司; 非公开发行股票申请获得中国证监会受理。
11.28	三垒股份	拟使用自有资金和前次募集资金 (变更用途后) 合计约 7.10 亿元用于美杰姆的现金收购, 其中前次募集资金约 6.6 亿元已于 11 月 28 日完成支付。
养老上市公司公告		
11.26	宜华健康	拟公开发行面值不超过 2 亿元的公司债券, 募集资金拟用于偿还金融机构借款。

资料来源: Wind, 长江证券研究所整理

板块历史估值

截至 2018 年 11 月 30 日, 中信餐饮旅游行业 PE(历史 TTM, 整体法, 剔除负值) 为 25.7X, 相较于 2006 至今的历史平均 PE(43.9X) 折价 41.5%。中信餐饮旅游指数目前相对全部 A 股溢价率为 202%, 2006 年至今均值为 234%; 相对沪深 300 溢价率为 247%, 2006 年至今均值为 298%。

图 17: 2006 年至今中信餐饮旅游指数 PE 估值 (TTM, 剔除负值)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

相关公司重点数据一览

表 11: 相关公司重点数据一览

股票代码	公司简称	2018/11/30 收盘价	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E
601888.SH	中国国旅	55.21	1,078	1.30	1.87	2.33	3.04	42	30	24	18
600138.SH	中青旅	14.16	102	0.79	0.91	1.03	1.14	18	16	14	12
600258.SH	首旅酒店	16.76	164	0.77	0.95	1.06	1.25	22	18	16	13
600754.SH	锦江股份	23.09	208	0.92	1.21	1.38	1.66	25	19	17	14
000888.SZ	峨眉山 A	5.90	31	0.37	0.40	0.43	0.48	16	15	14	12
600054.SH	黄山旅游	10.22	72	0.55	0.55	0.58	0.63	19	19	18	16
002159.SZ	三特索道	19.23	27	0.04	1.15	0.39	0.56	481	17	49	34
300144.SZ	宋城演艺	21.99	319	0.73	0.88	1.25	1.15	30	25	18	19
000524.SZ	岭南控股	7.41	50	0.28	0.36	0.45	0.50	26	21	16	15
000430.SZ	张家界	5.40	22	0.19	0.11	0.14	0.18	28	49	39	30
000978.SZ	桂林旅游	5.50	20	0.15	0.19	0.23	0.27	37	29	24	20
603869.SH	新智认知	15.20	53	0.77	1.07	1.38	1.74	20	14	11	9
000796.SZ	凯撒旅游	7.51	60	0.27	0.41	0.51	0.60	28	18	15	13
000802.SZ	北京文化	10.69	77	0.43	0.57	0.71	0.85	25	19	15	13
600593.SH	大连圣亚	28.17	36	0.60	0.55	0.67	0.75	47	51	42	38

600749.SH	*ST 藏旅	9.54	22	-0.42	0.03	0.03	0.03	-23	318	318	318
603043.SH	广州酒家	24.50	99	0.90	1.06	1.28	1.68	27	23	19	15
002033.SZ	丽江旅游	5.95	33	0.37	0.43	0.47	0.51	16	14	13	12
002059.SZ	云南旅游	5.62	41	0.10	0.13	0.30	0.34	56	43	19	17
601007.SH	金陵饭店	8.74	26	0.35	0.35	0.40	0.45	25	25	22	19
002186.SZ	全聚德	11.88	37	0.44	0.46	0.51	0.58	27	26	23	20
002707.SZ	众信旅游	6.69	57	0.28	0.32	0.41	0.51	24	21	16	13
603099.SH	长白山	8.91	24	0.27	0.31	0.39	0.49	33	29	23	18
300178.SZ	腾邦国际	9.70	60	0.50	0.64	0.84	1.00	19	15	12	10
600706.SH	曲江文旅	11.00	20	0.35	0.57	0.63	0.71	31	19	17	15
000863.SZ	三湘印象	4.01	55	0.19	0.26	0.31	0.39	21	15	13	10
603136.SH	天目湖	30.16	24	1.30	1.26	1.47	1.77	23	24	21	17

资料来源：Wind，长江证券研究所

注：部分上市公司 18-20 年 EPS 为 Wind 一致预期

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

分析师声明

作者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。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (以下简称: 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。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。