

谨慎推荐（维持）

旅游行业 2019 年上半年投资策略

风险评级：中风险

旅游消费增速或放缓 精选个股把握确定性

2018 年 12 月 3 日

投资要点：

卢立亭

SAC 执业证书编号：

S0340518040001

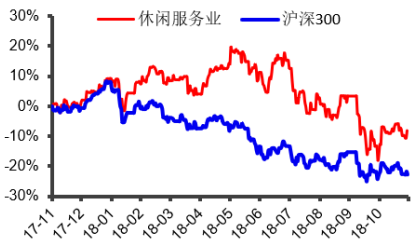
电话：0769-22110925

邮箱：luliting@dgzq.com.cn

细分行业评级

免税	谨慎推荐
人工景区	谨慎推荐
自然景区	中性
酒店	谨慎推荐
旅行社	谨慎推荐

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

■ **宏观经济面临压力，2019年上半年旅游增速或放缓。**无论是城镇居民还是农村居民，2018年上半年的国内游客和国内旅游收入增速同比均出现明显放缓。此外，2018Q3，我国国际航线客运量增速环比Q2明显放缓。国内、出境游客增速的放缓与宏观经济承压、居民可支配收入增速放缓、房贷挤占居民消费、家庭负债率升高、资产价格下降带来财富缩水、居民对未来收入预期转差、部分出境游目的地天灾人祸事件等有关。短期内，贸易战造成的出口压力给企业盈利带来负面影响，劳动者失业风险加大、居民收入下滑或增速放缓，贫富差距加大，这些因素都会导致消费萎缩，对享受型消费造成打击，不利于旅游消费的增长，预计2019年上半年旅游消费增速将保持稳定或略有下滑。

■ **消费升级和消费降级并存，关注两端消费。**消费升级方面，从内地奢侈品销售和离岛免税销售的情况来看，目前高端消费增长势头良好，消费升级逻辑具有一定数据基础。同时，作为发展享受型消费的指标，我国城镇居民在教育文化娱乐服务中的人均支出增速今年以来放缓迹象明显，且在人均消费性支出中的占比同比降低，表明消费结构优化步伐有所放缓，消费降级逻辑得到一定印证。在消费升级、消费降级现象同时出现时，我们认为社会贫富差距或在拉大，不利于社会总体消费的增长，但仍可关注富裕人群带动的高端消费和部分消费降级人群中口红效应导致的消费。具体到旅游板块，我们认为高端消费领域可关注免税板块的中国国旅；口红效应导致的消费可关注人工休闲类景区，因为若国内居民旅游消费降级，有可能从出境游转而进行国内游，而国内国有自然景区门票价格下调不利于上市公司业绩增长，推荐不受门票价格下降政策影响的人工民营景区，宋城演艺。

■ **投资建议。**宏观经济面临压力的情况下，口红效应在旅游消费中或有所表现，若居民旅游消费预算减少，则部分居民或从出境游转向国内游，国内游受到的冲击将小于出境游。国内游领域，自然景区受门票降价影响，业绩、估值承压，且盈利多元化进展较慢，短期建议保持谨慎；休闲人工民营景区则不受门票降价影响，且可进行异地复制扩张，利好业绩增长，推荐宋城演艺。离岛免税政策再放宽，有利于带动离岛免税购物人次和客单价的增长，中长期利好中国国旅业绩，建议关注。酒店和出境游旅行社部分龙头企业2018年上半年业绩表现较好，在宏观经济承压的背景下，2019年上半年业绩增速或放缓。

■ **风险提示。**宏观经济不景气抑制旅游消费，行业竞争加剧，天灾人祸等不可抗力事件发生。

目录

1. 消费升级和消费降级并存，关注两端消费	3
2. 景区：消费降级或导致旅游行业的口红效应，关注国内人工休闲景区	4
3. 免税：若出境游放缓将不利于机场免税增长，离岛免税成长性好	5
4. 酒店：房价增速下滑，宏观经济压力不利酒店业绩增长	9
5. 旅行社：宏观经济下行或对 2019 年出境游增速形成拖累	10
6. 复盘及策略	11
6.1 复盘：2018 年板块二级市场表现相对较好	11
6.2 2019 年上半年投资策略：推荐宋城演艺，建议关注中国国旅	12
7. 风险提示	13

插图目录

图 1：2013-2017 年以及 2017H1、2018H1 我国城镇和农村居民旅游人数增速	3
图 2：2013-2017 年以及 2017H1、2018H1 我国城镇和农村旅游收入增速	3
图 3：2018 年以来我国四大航空公司国际航线客运量增长情况	3
图 4：2007 年以来我国个人住房贷款余额一直保持两位数的增速增长	3
图 5：2014Q1-2018Q3 年城镇居民在教育文化娱乐服务方面的人均支出（累计值）同比增速	4
图 6：2014Q1-2018Q3 年城镇居民在教育文化娱乐服务方面的支出占比（累计占比）	4
图 7：2013-2017 年我国经济型连锁酒店客房数增长情况	10
图 8：2013-2017 年我国中端连锁酒店客房数增长情况	10
图 9：2013-2017 年我国中端连锁酒店客房数与经济型连锁酒店客房数的比例变化情况	10
图 10：2018 年我国中端连锁酒店 CR10 提高	10
图 11：截止 11 月 30 日，2018 年以来休闲服务业绝对估值水平变化	11
图 12：截止 11 月 30 日，2018 年以来休闲服务业相对沪深 300 指数估值水平变化	11
图 13：2018 年 1 月以来休闲服务业主要上市公司股价表现	12

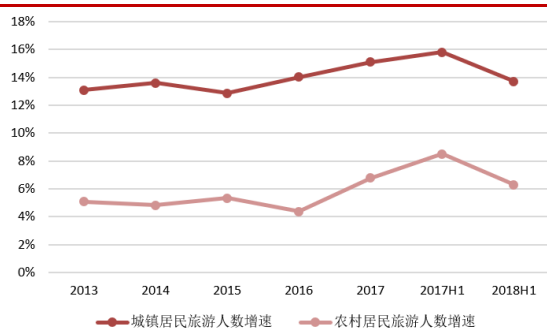
表格目录

表 1：离岛政策经历了五次调整，发展方向是逐步放宽	8
表 2：重点公司盈利预测（截至 11 月 30 日收盘价）	12

1. 消费升级和消费降级并存，关注两端消费

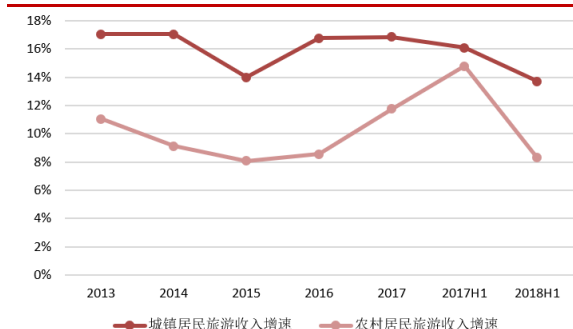
宏观经济压力、消费趋理性化情况下，2019 年上半年旅游消费增速或放缓。2018 年上半年，我国国内游客人数 28.26 亿人次，同比增长 11.4%，增速同比放缓 2.1 个百分点。其中，城镇居民 19.97 亿人次，同比增长 13.7%，增速同比放缓 2.1 个百分点；农村居民 8.29 亿人次，同比增长 6.3%，增速同比放缓 2.2 个百分点。国内旅游收入 2.45 万亿元，同比增长 12.5%，增速同比放缓 3.3 个百分点。其中，城镇居民花费 1.95 万亿元，同比增长 13.7%，增速同比放缓 2.4 个百分点；农村居民花费 0.5 万亿元，同比增长 8.3%，增速同比明显放缓 6.5 个百分点。无论是游客还是收入，无论是城镇居民还是农村居民，2018 年上半年的国内旅游增速同比都明显放缓。此外，2018Q3，我国国际航线客运量增速环比 Q2 明显放缓。国内、出境游客增速的放缓与宏观经济承压、居民可支配收入增速放缓、房贷挤占居民消费、家庭负债率升高、资产价格下降带来财富缩水、居民对未来收入预期转差、部分出境游目的地天灾人祸事件等有关。短期内，贸易战造成的出口压力给企业盈利带来负面影响，劳动者失业风险加大，居民收入下滑或增速放缓，贫富差距加大，这些因素都会导致消费萎缩，对享受型消费造成打击，不利于旅游消费的增长，预计 2019 年上半年旅游消费增速将保持稳定或略有下滑。

图 1：2013-2017 年以及 2017H1、2018H1 我国城镇和农村居民旅游人数增速



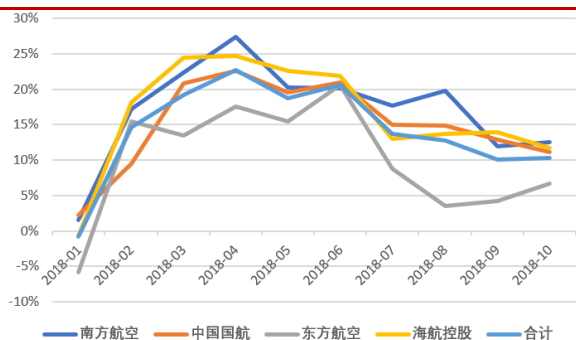
数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 2：2013-2017 年以及 2017H1、2018H1 我国城镇和农村旅游收入增速



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 3：2018 年以来我国四大航空公司国际航线客运量增长情况



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

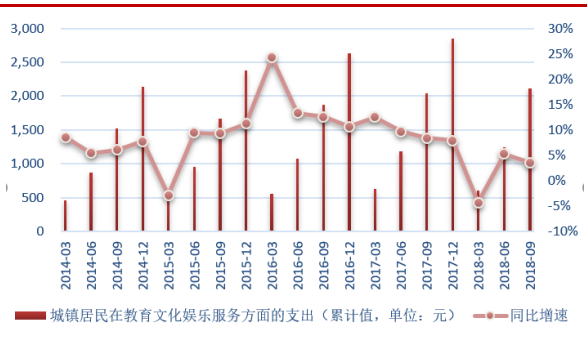
图 4：2007 年以来我国个人住房贷款余额一直保持两位数的增速



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

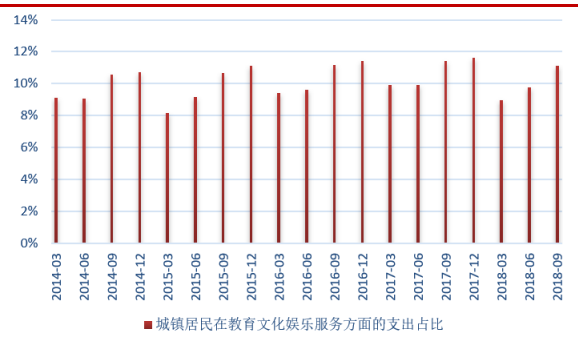
消费升级和消费降级并存，关注两端消费。消费升级方面，根据 LADYMAX 的报道，《2018 全球奢侈品行业报告》将于今年晚些时候发布，贝恩公司表示全球个人奢侈品消费增幅将放缓至 7%至 2800 亿欧元，但中国内地奢侈品消费仍处于加速复苏的阶段。其中，LVMH、Gucci 母公司开云集团和爱马仕三大奢侈品巨头的 2018Q3 业绩录得双位数的增长，这主要得益于中国消费者强劲购买力的推动。此外，2018Q3 中国国旅在三亚的离岛免税城销售额同比增长约 30%，增速较 Q2 有所加快，预计是进店游客购买率提升所致。从内地奢侈品销售和离岛免税销售的情况来看，目前高端消费增长势头良好，消费升级逻辑具有一定数据基础。相反，作为发展享受型消费的指标，我国城镇居民在教育文化娱乐服务中的人均支出增速今年以来放缓迹象明显，且在人均消费性支出中的占比同比降低，表明消费结构优化步伐有所放缓，消费降级逻辑得到一定印证。在消费升级、消费降级现象同时出现时，我们认为社会贫富差距或在拉大，不利于社会总体消费的增长，但仍可关注富裕人群带动的高端消费和部分消费降级人群中口红效应导致的消费。具体到旅游板块，我们认为高端消费领域可关注免税，具体公司是中国国旅；口红效应导致的消费可关注人工休闲类景区，因为若国内居民旅游消费降级，有可能从出境游转而进行国内游，而国内国有自然景区门票价格下调不利于上市公司业绩增长，建议关注不受门票价格下降政策影响的人工民营景区，宋城演艺。

图 5：2014Q1-2018Q3 年城镇居民在教育文化娱乐服务方面的人均支出（累计值）同比增速



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 6：2014Q1-2018Q3 年城镇居民在教育文化娱乐服务方面的支出占比（累计占比）



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

2. 景区：消费降级或导致旅游行业的口红效应，关注国内人工休闲景区

若从国内游和出境游的角度考虑，旅游消费降级背景下首当其冲的可能是出境游消费。而旅游越来越成为居民休闲生活的重要组成部分，口红效应在旅游消费中能发挥一定作用，即若旅游消费降级会使得部分居民从出境游转向国内游，国内景区板块有望受益。但是，在相关政策推动下，今年 3 月份以来，我国已有多家景区实施门票降价，降价幅度普遍在 10%以上，对部分自然景区类上市公司业绩产生负面影响，估值也受到压制。自然景区公司摆脱单一门票经济向多元化的休闲度假经济转型仍任重道远。另一方面，人工类景区则基本不受门票降价影响，认为可以关注国内旅游演艺龙头宋城演艺。

现金流足、负债率低，公司基本面优质。宋城演艺上市以来，经营性现金流量净额的年均增速快于同期净利润年均增速，表明公司业务经营回款快，现金流好。横向来看，公司经营性现金流量净额与营收的比值居旅游板块首位，经营性现金流量净额与净利润的比值在板块中排名靠前。公司自上市以来账上现金充足，除了 2013 年的 9.05 亿元外，其余各年货币资金均超过 10 亿元。负债率方面，公司上市之后，资产负债率维持在较低水平，除了 2015 年的 18.22%，其余年份均低于 15%。

重资产异地复制项目将陆续落地，公司业绩有望持续释放。桂林千古情项目 2018 年 7 月底开业以来经营表现良好，首月的游客体量是当年第一轮扩张项目开业当月的两倍，目前该项目每天演出两场，上座率 65%，表现超公司预期。西安千古情和张家界千古情预计将在 2019 年 4-5 月和 2019 年 6-8 月相继开业；上海千古情 2018 年 9 月举行启动仪式，预计 2019 年底或 2020 年初开业；澳洲项目的前期审批程序预计 2019 年上半年可基本完成。随着异地复制项目的相继落地，公司在一线旅游城市（桂林、张家界）、著名历史文化城市（西安）、一线大城市（上海）开启扩张模式，若在这些城市复制成功，将为日后进一步打开全国各类型市场积累宝贵经验，同时推动公司业绩持续释放。

轻资产输出落子不断，盈利能力强将增厚业绩。公司的宁乡项目开业一年多以来取得了优异的经营成绩，一揽子服务费收入的确认带动公司业绩增长。宜春明月山项目预计 2018 年 10 月开业、佛山听音湖项目预计 2020 年 3 月开业、黄帝千古情项目预计 2020 年 3 月开业，将陆续为公司带来一次性服务费收入和后续管理费收入。轻资产项目资金投入少，回款快，盈利能力强，有望进一步增厚公司业绩。

六间房将出表，商誉减值风险解除。宋城演艺此次针对六间房的重组和交易，六间房估值 34 亿元，比收购时增值了 8 亿元。同时，预计公司向适格投资者转让 12% 的股权，本次重组、交易之后，公司将持有六间房 28% 的股权，由此将获得总计 5.8 亿元左右的投资收益。对于投资收益是分批确认还是一次确认仍存在不确定性，但总额不变。对于公司来说，此次重组和交易将导致六间房不再纳入公司合并报表，巨额商誉减值风险得以化解；股权转让交易使得公司获得长期股权收益，减少六间房出表给公司业绩带来的冲击，平滑年度业绩。长远来看，六间房的出表有利于公司集中精力发展现场演艺主业，充分发挥公司旅游演艺龙头的优势。

3. 免税：若出境游放缓将不利于机场免税增长，离岛免税成长性 好

若出境游放缓将打击机场免税业务。从南方航空、中国国航、东方航空和海航控股今年国际航线客运量增长情况来看，上半年增速加快，Q3 增速放缓，或受宏观经济不景气的负面影响。2019 年上半年，贸易战对经济带来的负面影响将逐渐显现，加之今年上半年出境游增速基数较高，明年上半年出境游增速或将继续放缓。而出境游增速的放缓导致的机场国际旅客的减少会影响机场免税业务的增长。就中国国旅来说，并表了北京首

都机场和上海机场免税业务之后，预计 2019 年机场免税业务在公司免税业务营收中的占比将上升到约 70%，机场免税业务对公司业绩影响程度将加大。

政策放宽落地，离岛免税成长性好。2018 年 11 月 28 日，财政部和海关总署发布《关于进一步调整离岛旅客免税购物政策的公告》。公告表示，为实施更加开放便利的离岛旅客免税购物政策，促进海南国际旅游消费中心建设，对海南离岛旅客免税购物政策部分内容进行了调整。调整内容包括：（1）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从 16000 元增加到 30000 元，不限次；（2）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；（3）本次调整自 2018 年 12 月 1 日起执行。

此次离岛免税额度从 16000 元增长接近 1 倍至 30000 元，有利于提高离岛免税购物的客单价。2012 年、2016 年，离岛免税购物额度分别提高到 8000 元和 16000 元，带来 2013 年和 2016 年离岛免税客单价分别提高约 45%和 15%。我们认为，此次离岛免税购物额度提高有望带来客单价的提高，但提高幅度相比之前两次调整可能会边际减小。此外，本次政策调整将岛内居民和岛外居民的离岛免税待遇相统一，有望带动岛内居民免税购物的热情。本次调整之前，岛内居民每人每年可购买 1 次离岛免税商品，总额度是 8000 元；本次调整之后，岛内居民离岛免税购买额度上升至 30000 元且不限次数，有望刺激岛内居民的消费。

离岛免税政策覆盖对象将扩大，新增免税店将继续带动离岛免税业务增长。2018 年 11 月 28 日下午，海南省财政厅厅长王惠平在出席的新闻发布会上表示，乘船旅客将享受海南离岛免税购物政策，离岛免税政策的覆盖范围进一步扩大，有望提升海南游客的免税购物渗透率，增加免税购物人次。同时，新闻发布会确认，海南将在海口和博鳌各开设一家市内免税店，相关前期工作已基本完成。结合此前海免将被无偿划转至中国旅游集团、后续海免有望注入中国国旅体内的事件，中免集团整合海南免税的路径较为清晰，新增的两家市内免税店由中免主导经营的可能性大，届时有望进一步增厚中国国旅离岛免税业务的业绩。

中国国旅前三季度业绩表现良好，未来仍有看点，静待利好政策落地。中国国旅前三季度实现营业收入 341.01 亿元，同比增长 64.39%；实现归母净利润 27.05 亿元，同比增长 41.79%；实现扣非净利润 26.93 亿元，同比增长 42.50%，业绩略低于预期。公司前三季度业绩保持高速增长，主要是由于 2017 年 4 月并表日上中国和 2018 年 3 月并表日上中国、以及离岛免税业务表现良好所致。Q3 归母净利润增长 29.34%，明显慢于收入端增速。投资净收益、财务费用、资产减值损失导致 Q3 归母净利润增速慢于营收增速。公司 Q3 实现营业收入 130.17 亿元，同比增长 59.19%；实现归母净利润 7.86 亿元，同比增长 29.34%；实现扣非归母净利 7.83 亿元，同比增长 29.83%。Q3 归母净利增速较 Q2 下降 1.13 个百分点，利润端增速低于预期。这主要由于（1）公司 Q3 无理财业务、参股公司收益下降导致投资净收益同比减少 2601 万元；（2）公司 Q3 资产减值损失增加 3482 万元；（3）Q3 财务费用大幅增加 1.4 亿元。总体来看，公司前三季度归母净利润增长 41.79%，略低于预期。

海免 51%股权有望注入公司，将增厚公司业绩。海南省国资委将其持有的海免公司 51%

股权无偿划转给中国旅游集团。同时，旅游集团承诺在本次无偿划转完成后，立即启动将所持海免公司 51% 股权注入公司的程序。海免公司目前负责运营海口机场免税店，持有其 51% 股权。2017 年海口机场实现营业收入约 21 亿元，同比增长超过 30%；2018 年上半年实现营业收入约 12 亿元，同比增长超过 20%。假设海口机场免税销售收入 2018 年同比增长 20%，净利率是 10%，则 2018 年将实现约 2.5 亿元净利润，按照 51% 股权注入比例计算，有望为公司增厚 6528 万元业绩，占公司 2017 年归母净利润的 2.58%。

深度整合海免，公司有望充分享受未来海南离岛政策放开红利。此前，中免代替 DFS 成为海口机场免税品采购商，中免旗下 80 多家公司股权划转至中免海南公司，公司在海南的一系列布局显示出深化合作的意图。若此次海免股权注入顺利，公司作为央企进一步整合海南免税资源，进一步打开离岛免税市场，有望充分享受未来离岛免税限额提升、品类增加、适用范围扩大等红利，进一步担当起促进海外消费回流的重任。

与澳博合作，拟在澳门打造大型市内免税店。根据中免集团官网，澳博是澳门博彩控股有限公司（在香港联合交易所主板上市，股份代号：880）的子公司。澳博植根澳门，是澳门顶级旅游、休闲娱乐及相关业务的经营者、拥有者和发展商。兴建中的上葡京是澳博在澳门路氹的全新综合度假村项目，将提供三个酒店品牌以及会展、购物、餐饮和休闲娱乐设施，预计上葡京将在 2019 年下半年开业。上葡京购物中心位于综合度假村的一楼及二楼，总面积达 53,000 平方米。而中免拟在“上葡京”开设的免税店是上葡京购物中心的重要商户，位处购物中心一楼的优越位置，占地约 7,500 平方米，将是中免集团开设于澳门的首家市内分店。中免公司表示，此次在上葡京综合度假村内开设澳门市内免税店，为中免集团的海外业务拓展迈出新一步。港澳市场是亚太区的旅游零售热点，其中，澳门作为粤港澳大湾区的重要组成部分，2017 年入境旅客人次达 3261 万，其中大中华地区的旅客比重高达 90.3%。近年来，中免集团通过中标香港机场、澳门机场以及开设澳门市内免税店，正在逐步完成对港澳市场的战略布局。

政策大力支持，离岛免税发展空间广阔。2018 年 11 月 28 日，离岛免税政策再放宽，年购物限额从 16000 元上升到 30000 元，岛内居民待遇向非岛内居民看齐，离岛免税政策将覆盖乘船旅客，在海口和博鳌分别新增一家市内免税店。这些调整将带来免税购物客单价的提高和购物人次的增长，带动离岛免税业务发展再上新台阶。公司有望整合海免，或成海南离岛免税发展的最大受益者，中长期业绩增长值得期待。

市内免税店政策或推进，发挥更大的消费回流功能。市内免税店通常指的是位于城市市内而非机场等离境口岸的免税店。顾客可凭护照和一定时间内出入境的交通凭证（一般是机票）在市内免税店购物，并在出入境口岸提货。由于市内免税店商品种类齐全，周边配套娱乐设施完善，交通便利，且购物时间不受限制，消费体验良好，故受欢迎程度高，是重要的免税销售渠道。对于全球免税销售额最大的韩国来说，市内免税店是最重要的销售渠道，销售额在韩国免税销售额中的占比约 80%。相比韩国，我国的市内免税渠道发展较为落后。目前我国共有 13 家市内免税店，其中 12 家由中出服经营、1 家由港中旅集团经营。其中，中出服经营的市内免税店的消费者适用范围是持有出入境护照、归国 180 天之内的归国人员。然而，为了刺激海外消费回流，上海市政府在 5 月 8 日的新闻发布会上提出要“向国家部委积极争取，争取更多吸引境外消费回流的免税政策在

上海先行先试”，“扩大购物离境退税商店规模，创建离境退税示范街区”。我们认为，上海市政府的表态或加速上海市内免税店推进，对于拥有上海、北京等地市内免税店牌照的中免集团是潜在利好。

表 1：离岛政策经历了五次调整，发展方向是逐步放宽

政策发展	政策实施时间	核心内容
政策正式实施	2011年4月20日	试运行离岛免税政策试点，额度为5000元。
政策首次调整	2012年11月1日	免税购物限额提高至8000元，免税商品种类拓宽，部分商品件数限制放宽，适用对象年龄从18岁降低到16岁等方面。
政策创新业务试点	2014年1月20日	三亚店试点实施“即购即提、先征后退”的创新业务
政策第二次调整	2015年3月20日	品类增加，件数增加
政策第三次调整	2016年2月1日	取消非岛内居民旅客购物次数限制，每人每年累计免税购物限额不超过16000元。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。
政策第四次小幅调整	2017年1月15日	把通过铁路离开海南岛的旅客纳入到离岛免税购物的适用范围（此前仅限航空离岛旅客）。
政策第五次调整	2018年12月1日	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从16000元增加到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。

资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

免税业务规模扩张，毛利率提升值得期待。随着公司中标的香港、首都机场、上海免税业务的相继并表，公司免税品销售规模将快速增长，预计到 2018 年年底免税业务规模将达到 300 亿元。业务规模的提升将会带来公司对上游免税品供应商议价能力的增强，从而提高毛利率。对公司毛利率提升的判断是基于对世界免税巨头 Dufry 的参考。2005-2017 年，Dufry 的营收规模从 6 亿欧元增长到 70 亿欧元，免税业务的毛利率从 56% 提升到 73%，提升了 17 个百分点。而公司目前规模扩张速度快，毛利率提升有望逐步显现。

综合来看，中国国旅有望整合海免并主导海南离岛免税，同时离岛免税政策再放宽，公司离岛免税业务发展空间广阔；市内免税政策若放宽也将进一步打开公司业绩增长空间；公司免税规模的扩大有利于降低采购成本，毛利率净利率有望提升。但公司已于 2017、2018 年相继整合了北京首都机场和上海机场的免税经营权，业绩实现大幅增长，若 2019 年相关利好政策落地低于预期，则公司业绩增速或在 2018 年高基数基础上出现放缓。此外，公司股价 2017 年以来录得很大的涨幅，公司估值也有所提升，若 2019 年利好政策不落地、宏观经济下行拖累免税消费萎缩，则公司业绩增速将放缓，也会对公司估值造成拖累，建议密切关注免税相关利好政策的落地情况以及宏观经济发展趋势。

4. 酒店：房价增速下滑，宏观经济压力不利酒店业绩增长

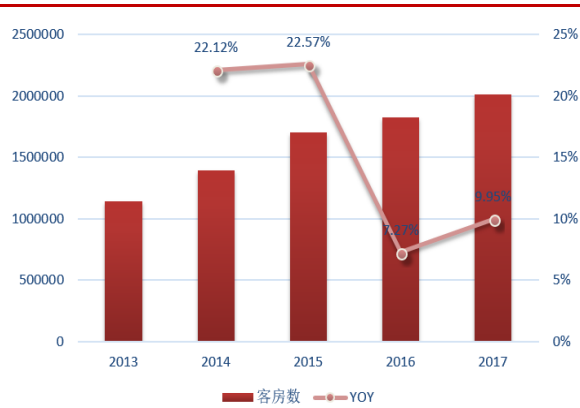
酒店行业本轮复苏开始于 2016 年年底，当年 12 月份的 RevPAR 值同比增长约 3%，告别了此前三年的负增长，而 RevPAR 值此后增速大致呈加速态势，表明酒店行业复苏持续。参照国内外酒店行业周期发展规律，复苏之初，RevPAR 值的增长由出租率提升所驱动，但由于平均出租率提升瓶颈明显，最高不能超过 100%，且一般达到很高的出租率后，酒店运营成本的增加将大于出租率提升带来的利润增长，因此酒店在运营上也会防止出租率上升到过高水平。2017 年，RevPAR 值的增长以出租率的提升贡献更多。进入 2018 年，出租率增长显疲态，一方面是由于出租率前期上升较多遇到瓶颈，另一方面也和酒店行业复苏以来开店增多导致供应增速略有加快有关。无论是行业数据还是锦江、首旅、华住三大连锁酒店龙头的经营数据，都显示出 RevPAR 值的增长更多的转向由平均房价的增长所驱动。

目前经过一年多的出租率提升，我国酒店行业目前的平均出租率已有较大程度的提高，继续提升空间较小。同时，各大龙头酒店集团持续进行加盟扩张，新开门店尚处于爬坡期，出租率较成熟门店低，拖累整体出租率下行。此外，宏观经济面临压力，企业盈利变差，或控制公务活动和下调员工公务活动住宿标准，不利于酒店行业发展。我们认为，目前我国酒店行业已进入繁荣阶段或是繁荣阶段后期，近期锦江股份、首旅酒店 Q3 出租率继续下降、平均房价增速下滑、RevPAR 值增速下滑或是此阶段的反映。

中端酒店占比提升，行业结构优化。根据中国饭店协会的数据，截止 2018 年 1 月 1 日，我国在营业的经济型连锁酒店有 32444 家，客房数 200.97 万间，客房数同比增长 9.95%，增速较 2016 年的 7.27%有所提升。同时，我国在营业的中端连锁酒店有 3519 家，客房数 40.33 万间，客房数同比快速增长 31.43%，增速较 2016 年的 15.73%明显加快。从经济型连锁酒店和中端连锁酒店的对比数据来看，我国中端连锁酒店客房数和经济型连锁酒店客房数的比值从 2013 年的 8.56%上升到 2017 年的 20.07%，可见我国中端连锁酒店房间数占比提高，酒店业结构改善趋势明显。

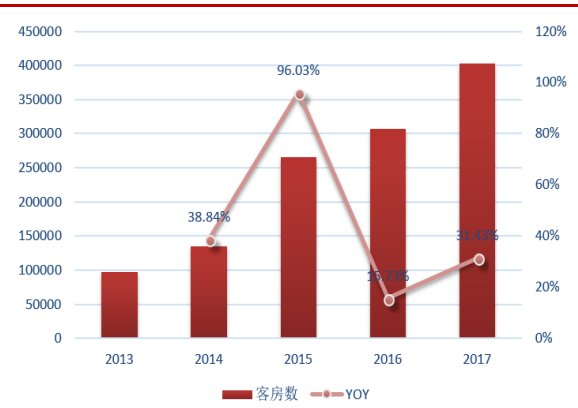
中长期来看，中端占比仍将提高，连锁化程度将加深，市场集中度将继续提高。根据麦肯锡的预测数据，到 2022 年，我国中产阶级数量将从 2012 年的 1.74 亿家庭增长至 2.71 亿家庭。未来，我国中端酒店市场的潜在消费人群有望以 10%左右的年均增速持续扩大。同时，欧美发达经济体酒店行业高端:中端:低端占比为 2:5:3，相比而言，我国中端酒店占比约 30%，未来仍有较大的提升空间。2017 年，我国酒店行业连锁化率不足 20%。但随着消费升级和品牌经济的发展，消费者对酒店品牌、服务质量和性价比等更加重视；而连锁化酒店在品牌打造、服务质量控制和管理、规模效应、成本费用管控等方面相比单体酒店具有无可比拟的优势，预计我国酒店行业连锁化率还有很大的提升空间。市场集中度方面，我国中端连锁酒店 CR10 从 2017 年的 64.78%上升到 2018 年的 66.89%，行业集中度进一步提高。我们认为，伴随着连锁化率的提高，我国酒店行业市场集中度将继续提升，酒店集团龙头市占率有望扩大。

图 7：2013-2017 年我国经济型连锁酒店客房数增长情况



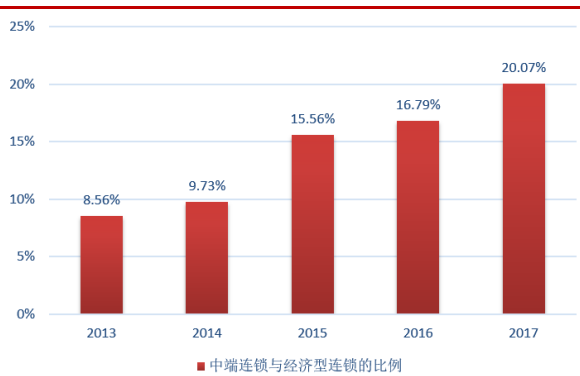
数据来源：《2018 中国酒店连锁发展与投资报告》，东莞证券研究所

图 8：2013-2017 年我国中端连锁酒店客房数增长情况



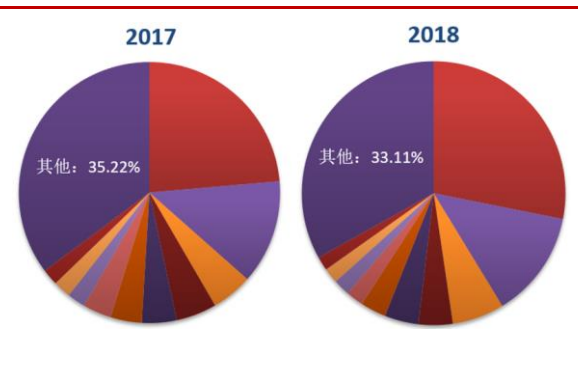
数据来源：《2018 中国酒店连锁发展与投资报告》，东莞证券研究所

图 9：2013-2017 年我国中端连锁酒店客房数与经济型连锁酒店客房数的比例变化情况



数据来源：《2018 中国酒店连锁发展与投资报告》，东莞证券研究所

图 10：2018 年我国中端连锁酒店 CR10 提高



数据来源：《2018 中国酒店连锁发展与投资报告》，东莞证券研究所

5. 旅行社：宏观经济下行或对 2019 年出境游增速形成拖累

今年上半年出境游数据表现良好，从去年、前年的个位数增长重回两位数增长。国家发改委的数据显示，2018 年上半年我国出境游人次达到 7131 万，同比增长 15%。此外，国家移民管理局早前发布的消息显示，2018 年上半年我国公安机关出入境管理部门共签发因私普通护照 1641.6 万，同比增长 21%。同时，《2018 上半年中欧旅游大数据报告》显示，我国 2018 年第二季度预订欧洲游的人数同比增长超过一倍。

2018Q3 受部分目的地天灾人祸事件影响，出境游增速回落。2018Q3，两个重要的出境游目的地泰国和日本的中国游客量均出现下跌。其中，泰国受到普吉岛沉船的影响，Q3 中国游客同比下降 10% 左右；日本受地震、台风等极端天气影响，Q3 中国游客增速有所放缓。两个重要目的地出境游客增速的下滑导致我国 Q3 出境游增速放缓。我国四大航空公司 2018Q3 国际航线客运量增速较前几个月有所放缓，但仍维持在 10% 左右。A

股上市的旅行社公司 2018Q3 均出现业绩增速放缓的情况，其中众信旅游 Q3 营收、归母净利润分别同比下降 13.65% 和下降 18.25%，相比上半年 15.03% 和 45.18% 的增速明显转差；腾邦国际 Q3 营收、归母净利润同比增长 38.36% 和 29.71%，相比上半年 81.94% 和 39.73% 增速明显放缓。

我国出境游经过多年的快速增长，目前一二线城市增速趋缓，出国游渗透率已达到较高水平，后续我国出境游增长的驱动力应该是目前出国游渗透率较低的三四线城市。考虑到宏观经济存在下行压力，居民对未来收入增长预期较差，家庭部门负债率高，消费趋理性化，消费升级和消费降级并存，社会贫富差距或有所加大，因此不利于我国低线城市出境游增长，预计 2019 年全年出境游增速或放缓。

行业竞争激烈，市场集中度低。我国的旅行社行业进入壁垒低，盈利能力弱，行业竞争激烈，市场集中度低。作为行业领先企业的众信旅游和凯撒旅游市占率分别约为 5% 和 3%，市场份额较小。虽然旅行社行业集中度提升是未来发展趋势，但是短期行业受宏观经济影响增速或放缓，行业竞争激烈程度或加剧，旅行社企业业绩或受影响

6. 复盘及策略

6.1 复盘：2018 年板块二级市场表现相对较好

受绩优权重股带动，旅游板块今年以来股价表现优异。截止 2018 年 11 月 30 日，申万休闲服务板块 2018 年年初以来下跌了 10.66%，在所有 28 个申万一级行业中排名第二。板块内部行情分化明显，权重股中国国旅、宋城演艺年初以来分别上涨 28.23% 和 18.53%，对板块指数起到支撑作用。此外，板块中的自然景区类个股年初以来均录得不同程度的下跌，峨眉山 A、曲江文旅、西安旅游、张家界、桂林旅游、丽江旅游、黄山旅游均录得大幅度的下跌，年初以来的涨幅分别是 -44.62%、-42.53%、-37.54%、-36.84%、-32.97%、-33.37% 和 -26.87%，反映了自然景区个股整体业绩增长平淡，以及门票价格下降对估值的压制。旅行社板块也录得大幅下跌，凯撒旅游、众信旅游和腾邦国际今年以来分别下跌 46.66%、下跌 38.36% 和下跌 26.85%。

图 11：截止 11 月 30 日，2018 年以来休闲服务业绝对估值水平变化



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

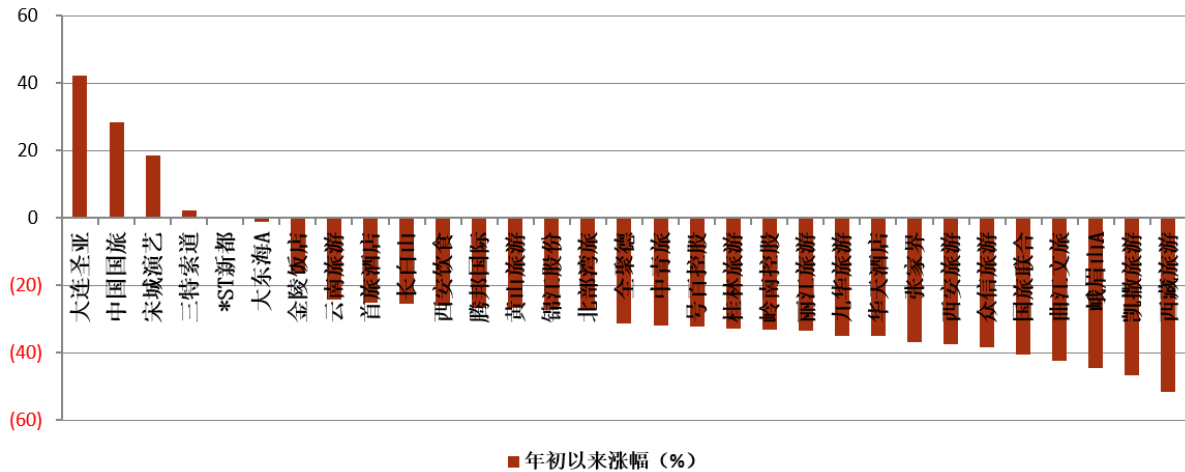
图 12：截止 11 月 30 日，2018 年以来休闲服务业相对沪深 300 指数估值水平变化



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

在市盈率方面，今年以来，休闲服务业的平均动态市盈率是 34 倍，波动区间是[24, 39]。截至 2018 年 11 月 30 日，行业的动态市盈率是 26 倍，明显低于行业近十年来的平均水平（40 倍）。在相对估值方面，今年以来，行业相对于沪深 300 指数的平均动态市盈率是 2.73 倍，波动区间是[2.28, 3.32]。截至 2018 年 11 月 30 日，行业相对于沪深 300 指数的估值是 2.47 倍，明显低于行业近十年来的平均水平（3.2 倍）。

图 13：2018 年 1 月以来休闲服务业主要上市公司股价表现



数据来源：wind 资讯，东莞证券研究所

6.2 2019 年上半年投资策略：推荐宋城演艺，建议关注中国国旅

宏观经济面临压力的情况下，口红效应在旅游消费中或有所表现，若居民旅游消费预算减少，则部分居民或从出境游转向国内游，国内游受到的冲击将小于出境游。国内游领域，自然景区受门票降价影响，业绩、估值承压，且盈利多元化进展较慢，短期建议保持谨慎；休闲人工民营景区则不受门票降价影响，且可进行异地复制扩张，利好业绩增长，推荐**宋城演艺**。离岛免税政策再放宽，有利于带动离岛免税购物人次和客单价的增长，中长期利好**中国国旅**业绩，建议关注。酒店和出境游旅行社部分龙头企业 2018 年上半年业绩表现较好，在宏观经济承压的背景下，2019 年上半年业绩增速或放缓。

表 2：重点公司盈利预测（截至 11 月 30 日收盘价）

代码	个股名称	股价	EPS			PE		
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
300144	宋城演艺	21.99	0.73	0.88	1.08	30	25	20
601888	中国国旅	55.21	1.28	1.87	2.25	43	30	24
600754	锦江股份	23.09	0.93	1.13	1.29	25	20	18
002707	众信旅游	6.69	0.27	0.32	0.41	25	21	16
300178	腾邦国际	9.70	0.46	0.57	0.74	21	17	13

资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

7. 风险提示

宏观经济不景气抑制旅游消费，行业竞争加剧，天灾人祸等不可抗力事件发生。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn