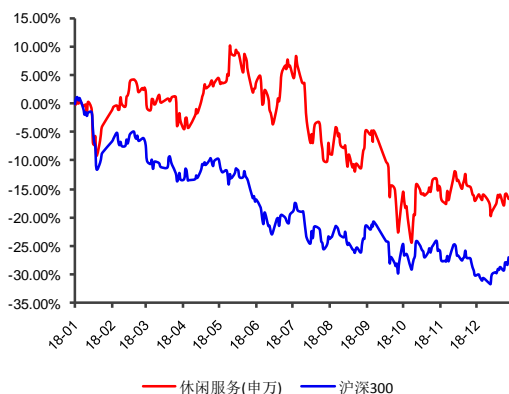


2019年1月21日

机遇与挑战并存，优选优质标的

休闲服务
行业评级：中性（下调）
市场表现

指数/板块	过去一周涨跌幅 (%)	过去一月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
上证综指	1.65	3.17	4.09
深证成指	1.44	3.32	4.72
创业板指	0.63	-0.06	1.52
沪深300	2.37	4.58	5.23
人工景点	-2.32	-2.93	-8.44
自然景点	1.12	3.81	5.48
酒店III	2.45	-2.39	-1.13
旅游综合III	-1.49	1.27	-0.21
餐饮III	-0.19	-1.06	2.18

指数表现（最近一年）


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师：汤峰

执业证书编号：S1050513090001

电话：021-54967580

邮箱：tangfeng@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编：200030

电话：(86 21) 64339000

 网址：<http://www.cfsc.com.cn>

● **上周行情回顾：**上周（1月14-18日）上证综指、深证成指和创业板指分别上涨1.65%、1.44%和0.63%；两市周成交1891.50亿股，环比减少6.52%；成交1.53万亿元，环比减少6.58%。上周全部28个申万一级行业指数中涨幅前3位的分别是食品饮料、采掘和钢铁，分别上涨5.64%、4.35%和4.27%；跌幅前3位的分别是通信、国防军工和电子，分别下跌2.13%、1.90%和0.94%。上周休闲服务板块涨幅居行业排名第25名，下跌0.86%，跑输沪深300指数3.24个百分点。

● **行业及公司动态回顾：**1) 海南建新免税店调和“北冷南热”旅游热度差；2) 云南城投1.2亿与西双版纳国资委成立版纳旅投；3) 海免51%股权已登记过户至中国旅游集团名下；4) 锦江旅游拟竞购上海中旅50%股权；5) 三亚将开展邮轮公海游试点，进一步放活免税购物政策；6) 长三角地区一年旅游收入占全球近9%；7) 2018全球旅游人次达121亿，旅游投资增速显著放缓；8) 2019春节全国出游人次预计将超4亿，家庭客群成主力军。

● **本周观点：**目前受全球经济放缓，旅游投资增速明显放缓，同时我国经济正处换挡期，将一定程度上影响到我国的旅游业消费，从而使我国旅游业现阶段将面临多重机遇和挑战。目前行业估值已是近年来的低位，相对其他板块具备了一定的配置优势，因此我们一直强调在出现阶段性大幅回调的同时也是配置的最好时机。中长期我们依旧看好周边游市场（中青旅、宋城演艺）、自然景区龙头（黄山旅游）及免税龙头（中国国旅）等。

● **风险提示：**宏观经济意外下滑、相关行业政策低于预期、客流增速低于预期、自然灾害及安全事故等。

目录

1. 市场行情回顾	3
1.1 上周申万休闲服务跑输沪深 300 指数收益	3
1.2 休闲服务年度表现	4
2. 行业及公司动态回顾	5
2.1 海南建新免税店调和“北冷南热”旅游热度差	5
2.2 云南城投 1.2 亿与西双版纳国资委成立版纳旅投	5
2.3 海免 51%股权已登记过户至中国旅游集团名下	6
2.4 锦江旅游拟竞购上海中旅 50%股权	6
2.5 三亚将开展邮轮公海游试点，进一步放活免税购物政策	7
2.6 长三角地区一年旅游收入占全球近 9%	7
2.7 2018 全球旅游人次达 121 亿，旅游投资增速显著放缓	7
2.8 2019 春节全国出游人次预计将超 4 亿，家庭客群成主力军	8
3. 本周观点	9
4. 风险提示	9

图表目录

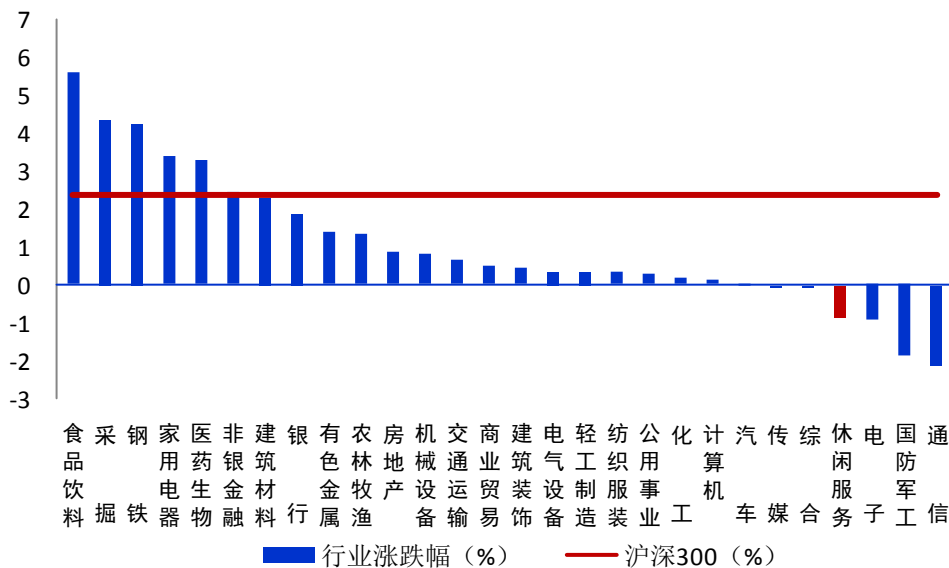
图表 1: 上周 28 个申万一级行业指数排名（单位：%）	3
图表 2: 上周休闲服务子板块涨跌幅(单位：%）	3
图表 3: 2019 年休闲服务子板块涨跌幅(单位：%）	3
图表 4: 2018 年至今 SW 休闲服务指数排名（单位：%）	4
图表 5: 申万一级行业估值水平（单位：倍）	4
图表 6: SW 休闲服务历史静态估值（PE/TTM）	4

1. 市场行情回顾

1.1 上周申万休闲服务跑输沪深 300 指数收益

上周（1月14-18日）上证综指、深证成指和创业板指分别上涨1.65%、1.44%和0.63%；两市周成交1891.50亿股，环比减少6.52%；成交1.53万亿元，环比减少6.58%。上周全部28个申万一级行业指数中涨幅前3位的分别是食品饮料、采掘和钢铁，分别上涨5.64%、4.35%和4.27%；跌幅前3位的分别是通信、国防军工和电子，分别下跌2.13%、1.90%和0.94%。上周休闲服务板块涨幅居行业排名第25名，下跌0.86%，跑输沪深300指数3.24个百分点。

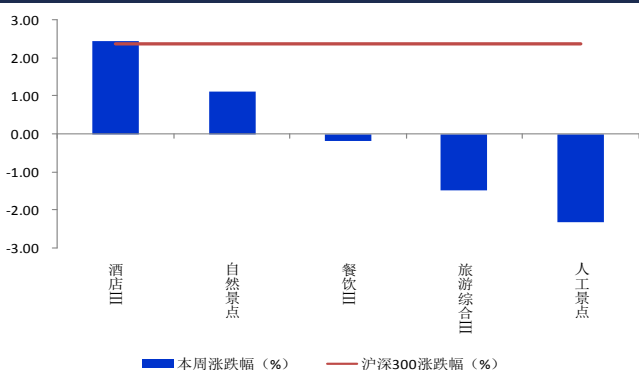
图表 1：上周 28 个申万一级行业指数排名（单位：%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

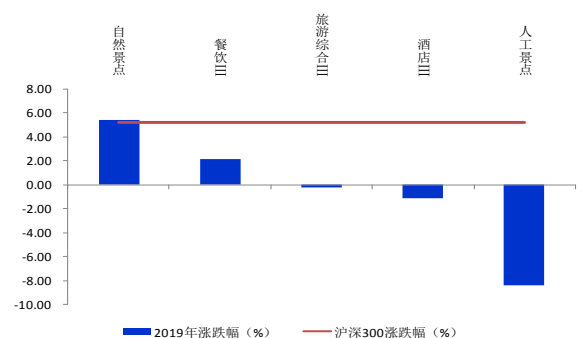
上周申万休闲服务的三级子板块涨跌不一，其中酒店III和自然景点分别上涨2.45%和1.12%，餐饮III、旅游综合III和人工景点则分别下跌0.19%、1.49%和2.32%。但上周除了酒店III跑赢沪深300指数0.08个百分点外，其余子板块自然景点、餐饮III、旅游综合III和人工景点则分别跑输沪深300指数1.25、2.56、3.87和4.69个百分点。

图表 2：上周休闲服务子板块涨跌幅(单位：%)



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 3：2019 年休闲服务子板块涨跌幅(单位：%)

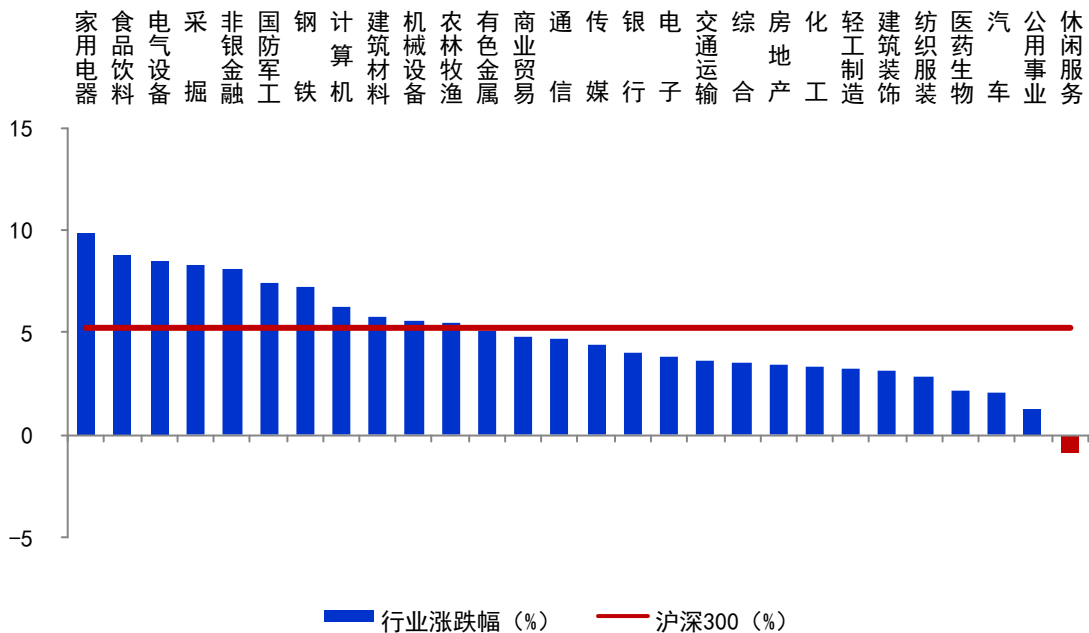


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

1.2 休闲服务年度表现

截止 19 年 1 月 18 日，19 年休闲服务板块累计收益-0.92%，累计收益排名居 28 个申万一级行业指数倒数第一。目前休闲服务板块累计收益较排名第一的家用电器累计收益相差 10.80 个百分点，跑输沪深 300 指数收益 6.16 个百分点。

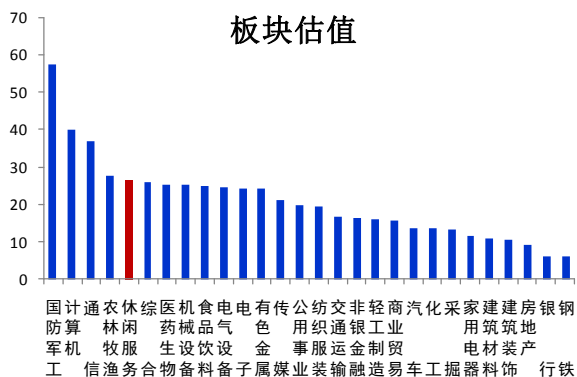
图表 4：2018 年至今 SW 休闲服务指数排名（单位：%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

从子板块上看，截止 2019 年 1 月 18 日，2019 年自然景点和餐饮 III 分别实现 5.48% 和 2.18% 的正收益，旅游综合 III、酒店 III 和人工景点分别实现 0.21%、1.13% 和 8.44% 的负收益。目前仅有自然景点跑赢沪深 300 指数 0.25 个百分点，其余子板块，餐饮 III、旅游综合 III、酒店 III 和人工景点分别跑输沪深 300 指数 3.05、5.44、6.36 和 13.67 个百分点。

图表 5：申万一级行业估值水平（单位：倍）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 6：SW 休闲服务历史静态估值（PE/TTM）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

从估值方面来看，截止 2019 年 1 月 11 日 SW 休闲服务指数历史 TTM 整体法估值为 26.45X，居 28 个申万一级指数排名第 5 位，其估值仍处近年来的历史最低位。目前估值最高的依旧是国防军工板块（57.33 倍），钢铁板块则为最低（6.20 倍）。

2. 行业及公司动态回顾

2.1 海南建新免税店调和“北冷南热”旅游热度差

随着海口市免税店和琼海博鳌免税店正式开业运营，海南省内离岛免税店总数将直接由 2 家增至 4 家。本次海南新设的两家免税店经营涵盖香水、化妆品、箱包、首饰等 38 类免税商品，均由中国旅游集团旗下海南省免税品有限公司（以下简称“海免”）统一运营。有业内分析指出，海南同时新开设两家离岛免税店除了显示出海南和中国旅游集团准备加速免税业务扩张节奏的用意外，还可能被赋予了改善海南旅游“北冷南热”局面的作用。

按照目前海南实行的离岛免税政策，年满 16 周岁乘坐飞机、火车、轮渡前往中国内地地区但不离境的国内外旅客，包括海南省居民，手持飞机票、火车票、船票均可到免税店购物，至提货点提货，其中乘坐飞机离岛的旅客可根据商品缴纳一定的税款担保金，选择即购即提。而选择先购物再提货的消费者，可在海口美兰机场、三亚凤凰机场、博鳌机场、秀英港码头、新海港码头 5 个提货点提货。

数据显示，我国离岛免税政策自 2011 年实施至今，先后经历 6 次调整完善，购物人数超过 1200 万人次，累计销售金额近 400 亿元。业内有机构预测，在海南离岛旅客免税购物限额提高和新免税店开业的双重刺激下，春节海南免税品销售额或将大幅提升。

“海南和中国国旅集团同日新开两家离岛免税店，就是要充分释放国内外游客的免税购物需求，并以此来带动全省旅游市场更均衡地发展。”资深旅游专家王兴斌表示。根据海南省统计局发布的数据显示，去年前三季度，海南免税类商品零售额 73.37 亿元，同比增长 25.8%，实现旅游收入 642.22 亿元，同比增长 15.8%。不过海南省统计局也表示，去年前 9 个月，海南东部地区仍是游客集中地。

作为海南旅游业的缩影，新免税店的开业，也让海南免税行业的格局变得愈发清晰起来。本次两家新开设免税店的“东家”——海免的控股股东去年已从海南省国资委调整为拥有中免、日上等多个免税品牌的中国旅游集团，一个拥有新“背景”的海免应运而生。“目前，海免和中免虽然在一定程度上形成了‘你中有我、我中有你’的关系，但整体来看，这两家企业还是相对独立的，本次两家新开业的免税店全部纳入海免系统，而没有一股脑地被中免收编，证明中国旅游集团对于海免强化自己的免税购物品牌还是比较有信心的。”王兴斌表示。（来源：北京商报）

2.2 云南城投 1.2 亿与西双版纳国资委成立版纳旅投

1 月 18 日，云南城投置业股份有限公司发布公告称，拟现金出资 1.2 亿元与西双版纳州人民政府国有资产监督管理委员会在云南省西双版纳傣族自治州共同设立西双版纳

版纳旅游投资开发有限公司，云南城投将持有合资公司 60%的股权。

据公告披露，拟设立的西双版纳旅游投资开发有限公司注册资本 2 亿元，其中云南城投出资 1.2 亿元，持股 60%；西双版纳州国资委出资 8000 万元，持股 40%，并以该公司为投融资平台与载体，全力打造“西双版纳旅投”、“西双版纳旅游”两个品牌。

云南城投方面表示，合资公司的成立，有利于公司推进文化旅游及康养产业的转型升级，增强产业发展内生动力，整合优势资源，获取西双版纳傣族自治州范围内潜在项目机会。（来源：观点地产网）

2.3 海免 51%股权已登记过户至中国旅游集团名下

2018 年 10 月 22 日，中国国旅宣布，海南省国有资产监督管理委员会拟将其持有的海免公司 51%股权无偿划转给中国旅游集团有限公司。因海免 51%股权的无偿划转涉及经营者集中反垄断审查，需经国家市场监督管理总局审核。中国国旅在公告中表示，中旅集团已于近日收到审核结果：国家市场监督管理总局对此次股权的无偿划转作出不予禁止的决定。在反垄断审查的确认以及工商过户登记手续完成后，中国旅游集团持有海免 51%股权，成为海免公司的控股股东。

因海免公司与中免存在实质性同业竞争，中旅集团已启动与中国国旅签订托管协议的相关工作，尚待履行相关决策程序。公告显示，后续中旅集团会尽快启动将其所持海免公司 51%股权注入中国国旅的程序。如中国国旅决定不予收购，则中旅集团将在公司作出不予收购的有效决定后 1 年内通过出售等方式处置所持有的海免公司 51%股权，中国国旅享有优先购买权。（来源：新京报）

2.4 锦江旅游拟竞购上海中旅 50%股权

1 月 18 日晚间，上海锦江国际旅游股份有限公司宣布，拟竞价收购上海中旅国际旅行社有限公司 50%股权。

2018 年 12 月 27 日，中国旅行社总社有限公司在上海产权交易所挂牌转让上海中旅 50%的股权，转让底价约 8478.40 万元。据公告，上海中旅（集团）有限公司持有上海中旅另外 50%股权，且上海中旅集团暂不放弃优先认购权。

锦江旅游今天在公告中表示，上海中旅集团与锦江旅游具有同一实际控制人，且锦江旅游首席运营官在上海中旅集团任董事长，根据《上海证券交易所股票上市规则》《上海证券交易所上市公司关联交易实施指引》等相关规定，上海中旅集团为锦江旅游关联方，若上海中旅集团放弃对上海中旅 50%股权的优先受让权，则本次交易构成关联交易。

官网资料显示，上海中旅由原上海市中国旅行社改制而来，主要经营出入境旅游、国内旅游、商务会展及奖励旅游、企业客户商务差旅管理等。2017 年，上海中旅实现营业收入 100077.25 万元、营业利润 536.69 万元、净利润 550.69 万元；截止到 2018 年 10 月 31 日，实现营业收入 43454.14 万元、营业利润-19.21 万元、净利润 107.91 万元。上海东洲资产评估有限公司以 2017 年 12 月 31 日为评估基准日的评估情况显示，

转让标的对应评估值为 8374.435 万元。（来源：新京报）

2.5 三亚将开展邮轮公海游试点，进一步放活免税购物政策

2019 年，海南省三亚市在海南自由贸易试验区和中国特色自由贸易港建设中有新动作，将加快发展更高层次、更高水平的开放型经济，积极开展邮轮公海游试点，探索发展竞猜型体育彩票和大型国际赛事即开彩票，培育丰富多彩的旅游消费新业态。

从正在举行的三亚市第七届人民代表大会第五次会议《政府工作报告》中获悉，三亚市将加快国际邮轮母港建设，积极开展邮轮公海游试点，开发环海南岛邮轮航线和面向太平洋、印度洋的跨国邮轮旅游航线；简化游艇出入境手续，推进琼港澳游艇自由行。

为加快旅游消费提质升级，在建设国际旅游消费中心方面创新先行，三亚还将探索发展竞猜型体育彩票和大型国际赛事即开彩票；进一步放活免税购物政策，引进国际品牌免税店；引入 3 至 5 家中外合资旅行社；推进海棠湾国家海岸、亚龙湾国际旅游度假区开发建设。（来源：新华网）

2.6 长三角地区一年旅游收入占全球近 9%

一年旅游收入达 3.16 万亿元、占全球近 9% 的长三角区域，随着去年底杭昌高铁杭黄段（下称“杭黄高铁”）的开通，旅游一体化发展预计进入纵深化的发展态势。

这段新开通运营的高铁，打通了浙江西部至安徽南部间山水相隔的天堑，杭州、上海、南京至黄山的时空距离大大缩短，分别只需要 1 小时 26 分、2 小时 26 分、3 小时 24 分可达，其沿线共有 7 个 5A 级、50 多个 4A 级旅游景区，是一条串起了“名城、名湖、名江、名山”的世界级黄金旅游线。

浙皖两省和东部高铁网络结构的完善，极大地推动了长三角区域经济协调发展，促进沿线旅游资源开发。在纵深发展的格局下，长三角亦开始发力高端旅游市场，沪苏浙皖四地旅游局早在去年 8 月共同签署战略合作协议，进一步深化长三角区域旅游合作协调机制，欲在全国率先构建高品质的世界著名旅游目的地。

长三角城市经济协调会旅游专委会秘书长唐文举告诉记者，“我国文旅产业正进入黄金发展期，文旅产业应向更高能级发展转变，尤其要注重文化赋能、增强知识产权意识、提升管理理念、加强生态环境保护等。”（来源：第一财经）

2.7 2018 全球旅游人次达 121 亿，旅游投资增速显著放缓

1 月 16 日，世界旅游城市联合会与中国社会科学院旅游研究中心共同发布了《世界旅游经济趋势报告（2019）》（以下简称报告）。报告提到，2018 年全年全球旅游总人次达 121 亿，较上年增加 5.8 亿人次，增速为 5%，与 2017 年相比，增速下降 0.7 个百分点。

与之相对应的是，全球旅游投资理性攀升。2018 年，全球旅游投资达 9648 亿美元。长期来看，全球旅游投资增速显著放缓，2005 年为 13.1%，2018 年则回落到 4.8%。

报告称，2018年，全球旅游总收入达5.34万亿美元，相当于全球GDP的6.1%，较上年下降0.4%。预计2019年全球旅游总人次将达到127.6亿人次，增速为5.5%，增速较2018年回升0.5个百分点，全球旅游总收入将达5.54万亿美元，相当于全球GDP的6%。

报告总结了以下七大特点：一是2019年全球经济增长趋缓，但旅游经济稳步上涨。二是全球五大区域旅游发展渐趋明显，亚洲增长、欧洲下滑。三是亚太旅游投资规模、增速均列各大洲前茅。四是创新性提出“T20”国家概念，T20国家创造全球旅游八成收益。五是支付手段变革助推旅游消费升级。城市仍是入境旅游者的主要目的地，95%的国际城市来自于亚太、欧洲和美洲；六是以虚拟技术、全产业链合作等为代表的6大营销创新打造旅游新体验。七是城市仍是入境旅游者的主要目的地。（来源：新华网）

2.8 2019 春节全国出游人次预计将超 4 亿，家庭客群成主力军

离春节不到一个月，除了回家乡探亲的，准备趁难得的长假合家出游的人也加入了抢票大军。近年来，“旅游过年”逐渐成为春节新民俗，综合几大OTA平台的数据，预计今年春节长假全国出游人次将超4亿，出境游约700万人次，出境游覆盖范围包括96个国家、地区的900多个旅游目的地，全球将迎来“中国春节时间”。

为避免扎堆拥堵，大部分游客选择提前出发或者延后返回的拼假出行方式。据携程、途牛、驴妈妈三家OTA平台对春节出游趋势的预测，从1月31日期，出游人数就逐渐攀升进入出行高峰，而最高峰出现在大年初一、初二（2月5日、6日）。春节出游最大的客源地分别是上海、北京、深圳、成都、广州、南京、武汉、苏州、杭州、重庆。

从出游人群来看，家庭客群成为春节出游的主力军。途牛数据显示，在办理春节签证的客群中，家庭组团出游的特征尤为明显，家庭签证办理量占比高达55%。“80后”、“90后”是携全家出游的中坚力量，带孩子出游的“80后”签证办理人次占比达42%，“90后”占比27%。

同时，“00后”成为春节出游中的新兴群体。据携程网对春节出行游客的统计分析，旅游过年的“00后”中，一半以上是新晋大学生。从途牛办理的签证数据来看，“10后”签证办理人次增长迅速，2018年12月办理人次同比上升136%。

国内游热度明显超过去年同期，预计增速将比出境游更快。各大OTA平台预订数据显示，最热门国内旅游城市是三亚、北京、广州、厦门、昆明、丽江、哈尔滨、成都、上海、桂林、西安、珠海、西双版纳、重庆、北海。南下避寒，北上赏雪成为热点。

2019年春节前夕有74国对中国公民免签或落地签，利好春节出境游。驴妈妈数据显示，7天以上出境游人次占比高达42%。各大OTA目前正处于长线预订的预订高峰，中短途出境游将在节前进一步增长。

综合携程、途牛、驴妈妈等OTA平台预订大数据，春节最受中国游客青睐的旅游目的地国家中，泰国、新加坡、马来西亚、越南、印度尼西亚、菲律宾等东南亚国家名列前茅，可以看出，签证便利、飞行时间短等有利因素使得出境短线国家仍然占较大比重。此外，日元升值以及日本征收“国际观光旅客税”并未对赴日旅游产生明显影

响，据悉日本旅游签证已于 2019 年 1 月 4 日起进一步简化，预计中国游客春节期间赴日赏雪、泡温泉、赏早樱将迎来小高峰。

长线方面，澳大利亚、新西兰热度上升，南半球正值春夏之交，迎来最佳游览季节，澳大利亚、新西兰等目的地也将迎来较多热衷“反季游”的中国游客。此外，中东非的迪拜、阿联酋、埃及，欧洲的北欧、意大利、西班牙、土耳其等长线目的地是黑马。据携程负责人介绍，包括马代、澳新等目的地价格还比往年下调了 5%到 10%，在性价比上有较大提升。（来源：人民网）

3. 本周观点

目前受全球经济放缓，旅游投资增速明显放缓，同时我国经济正处换挡期，将一定程度上影响到我国的旅游业消费，从而使我国旅游业现阶段将面临多重机遇和挑战。目前行业估值已是近年来的低位，相对其他板块具备了一定的配置优势，因此我们一直强调在出现阶段性大幅回调的同时也是配置的最好时机。中长期我们依旧看好周边游市场（中青旅、宋城演艺）、自然景区龙头（黄山旅游）及免税龙头（中国国旅）等。

4. 风险提示

宏观经济意外下滑、相关行业政策低于预期、客流增速低于预期、自然灾害及安全事故等。

分析师简介

汤 峰：英国伦敦大学伯贝克学院，金融学硕士，主要研究和跟踪大消费行业。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>