

社会服务

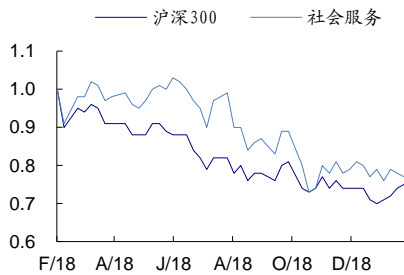
1月投资策略

超配

(维持评级)

2019年01月29日

一年该行业与沪深300走势比较



相关研究报告:

《社会服务业 2019 年投资策略: 复盘牛熊成长, 拥抱龙头待花开》——2018-12-25  
 《餐饮旅游行业 12 月投资策略: 短期稳健防御, 优选龙头着眼跨年布局》——2018-12-13  
 《行社会服务行业商誉专题: 板块商誉来源较为集中, 实际风险相对可控》——2018-11-20  
 《餐饮旅游行业 11 月投资策略: 短期或受市场风格影响, 中线依旧紧握优质龙头》——2018-11-14  
 《餐饮旅游 2018 年三季报总结: 板块高基数下健康增长, 免税、演艺表现突出》——2018-11-06

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809  
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

电话: 0755-82132098  
 E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

联系人: 姜甜

电话: 0755-81981367  
 E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn

行业投资策略

短守业绩确定性, 跟踪宏观走势

● 1月观点: 短守业绩确定性, 跟踪宏观走势

维持板块中长线“超配”评级, 短期有不确定性。总体来看, 短期考虑宏观经济及基数压力, 我们主要从行业相对弱周期或自身有外延或政策对冲+外资资金选股偏好双维度相对选股, 建议配置: 中国国旅、科锐国际、广州酒家、宋城演艺(关注六间房出表进度)等。中线来看, 结合经济形势变化, 若后续经济企稳且市场风格相对灵活, 可择机兼顾有一定估值和业绩弹性的: 如景区、连锁酒店和出境游龙头等。从中线趋势、短期业绩确定性、经营现金流和估值情况, 重点推荐: 中国国旅、科锐国际、广州酒家、宋城演艺、三特索道、锦江股份、首旅酒店、中青旅、众信旅游、凯撒旅游、黄山旅游、峨眉山 A、天目湖等。

● 业绩前瞻: 预计 18 年业绩同增约 24%, 多因素致 Q4 增长放缓

我们预计板块重点公司 18 年业绩增 24%, 高基数外围环境欠佳下表现仍突出。环比来看, 估算相比三季报 30%的增速略放缓, 预计主要受部分权重股中国国旅、宋城演艺(预计 Q4 原有主业增长稳定, 轻资产确认节奏或有季度差异)、广州酒家(所得税调整和中秋时间差异带来基数差异)等影响。

● 基金持仓: 基金重仓持股比例提升, 沪股通增持中国国旅

2018Q4, 社服板块基金重仓持股比为 1.44%, 环比提升 0.03pct。行业前五大基金重仓股分别为中国国旅、宋城演艺、广州酒家、中青旅和首旅酒店, 其中广州酒家增持明显。沪/深股通增持中国国旅、宋城演艺等重仓股。

● 12 月行情: 旅游板块跑赢大盘 5.7pct, 优质龙头涨幅居前

12 月, 大盘仍然承压, 整体下跌 5.11%, 但餐饮旅游板块则逆势微涨 0.54%, 跑赢大盘 5.65pct, 主要受广州酒家(+10.53)、中国国旅(+9.04%)等基本面向好等推动, 其中广州酒家预计与股权激励授予及主业扩张业绩确定性相对较好相关, 中国国旅则受主要受离岛免税利好政策、三亚店经营持续向好等影响。

● 子行业: 免税增势良好, 海口店开业, 宋城演艺花房首次交割完成

免税: 海南免税销售额 11/12 月同增约 21%/16%, 元旦+19% (三亚+41%, 海免-47%), 三亚店增势持续良好; 轮渡离岛提货放开, 拟剥离国旅总社聚焦免税, 海口、博鳌市内免税店开业。演艺: 宋城佛山项目由轻资产转自建, 西塘项目调整; 花房重组首次换股交割完成, 公司表示 19 年交割完成后六间房将不再并表。

● 风险提示

自然灾害、疫情、政治事件等系统性风险; 政策风险; 收购整合低于预期等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
601888	中国国旅	买入	55.00	1073.86	1.61	2.06	34.12	26.67
300662	科锐国际	买入	29.00	52.20	0.62	0.78	46.77	37.18
603043	广州酒家	买入	28.66	115.79	1.05	1.26	27.30	22.75
300144	宋城演艺	买入	19.66	285.58	0.87	1.06	22.60	18.55
002159	三特索道	买入	18.10	25.10	0.95	0.31	19.05	58.39

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

## 短守业绩确定性，跟踪宏观走势

**表 1：2019 年 1 月投资策略：短守业绩确定性，跟踪宏观走势**

<b>重点关注板块 投资看点</b>	<p><b>免税：</b>基本面，海南免税销售额 11、12 月同增 21%/16%，元旦小长假增 19%（三亚店增 41%，海免下滑 47%），预计短期海免受供应商更换销售承压，拖累海南免税整体增速，而三亚免税店则增势良好，尤其 12 月新政后预计增长有望相对提速。免税动态：继海南岛内外居民购物额度提高后，12 月海南离岛免税轮渡离岛提货政策放开；中国国旅拟剥离国旅总社聚焦免税；海口、博鳌市内免税店于 1 月 19 日正式开业；北京市内店（针对外国人）有望今年落地。</p> <p><b>演艺：</b>宋城演艺公告佛山项目由轻资产转为自建，更好地分享珠三角演艺市场成长；西塘项目推进，选址紧邻西塘古镇位置更优，客源支撑未来演艺形式更加丰富；轻资产宜春项目 12 月底正式开业；六间房花椒重组第一步换股落地，老股转让仍在积极推进中，公司表示 19 年待花房交割完成后，六间房将不再并表。</p> <p><b>酒店：</b>酒店龙头预计 10 月 RevPAR 增速较 9 月明显回升，11 月上海进口博览会将对上海区域酒店带来阶段支撑，锦江 11 月 RevPAR 同增 5.7%，虽略逊于 10 月，相对增势较好。展店节奏上，锦江 11 月新增酒店 88 家，重回高速增长；净签约门店 90 家，进一步放缓，预计受宏观经济等多因素影响。</p>
<b>风险因素</b>	<p>宏观经济系统性风险、汇率风险，重大自然灾害及大规模传染疫情等。</p> <p>市场风格变化使得资金对小盘股的偏好也会有不确定性。</p> <p>国家出台相关政策不及预期；国企改革或者收购重组等进度不及预期。</p> <p>商誉风险等</p>
<b>投资策略</b>	<p><b>维持板块中长线“超配”评级，短期有不确定性。</b>总体来看，短期考虑宏观经济及基数压力，我们主要从行业相对弱周期或自身有外延或政策对冲+外资资金选股偏好双维度相对选股，建议配置：<b>中国国旅、科锐国际、广州酒家、宋城演艺</b>（关注六间房出表进度）等。中线来看，结合经济形势变化，若后续经济企稳且市场风格相对灵活，可择机兼顾有一定估值和业绩弹性的标的：如景区龙头、连锁酒店龙头、出境游龙头等。从中线趋势、短期业绩确定性、经营现金流和估值情况，个股重点推荐：<b>中国国旅、科锐国际、广州酒家、宋城演艺、三特索道、锦江股份、首旅酒店、中青旅、众信旅游、凯撒旅游、黄山旅游、峨眉山 A、天目湖等。</b></p>

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 预计 18 年板块业绩同增约 24%，增势较好

结合我们对行业的跟踪分析以及重点公司研判，我们初步预计旅游板块重点公司 2018 年年报情况如下表所示。

**表 2：2018 年社会服务行业重点公司年报前瞻**

证券简称	2017 (亿元)	2018Q1-3 (亿元)	18Q1-3 业 绩增速	2018Q4E (亿元)	Q4 业绩增 速预计	2018E (亿元)	18 年业绩 增速预计	说明
中国国旅	25.31	27.05	42%	4.40	-29%	31.45	24%	业绩快报已披露
宋城演艺	10.68	11.47	25%	1.39	-7%	12.86	21%	公司预计业绩约 12.28 亿元~13.88 亿元,增长 15%~30%,我们预计轻资产确认进度差异带来 Q4 业绩增长差异,原有主业预计稳定增长 17Q4 所得税调整并追溯调整全年,实际 18 前三季度利润总额增约 36%,且 17-18 年中秋放假时间差异可能带来一定季度波动
广州酒家	3.40	2.98	50%	1.33	-6%	4.31	27%	公司业绩预告预增 35%-60%,预计盈利 10,035.73 万元-11,894.20 万元
科锐国际	0.74	0.92	62%	0.19	8%	1.11	49%	18Q4 处置长江证券等带来税前投资收益 1.30 亿元,17Q4 未处置但主业表现良好
锦江股份	8.82	8.72	23%	2.35	38%	11.07	26%	17Q4 有 3000 万的非经常损益,我们预计 18Q4 扣非增长约 20%。此外,公司 18 年有处置燕京饭店 20%股权带来税前投资收益 1.26 亿元。
首旅酒店	6.31	8.01	46%	0.62	-24%	8.63	37%	
中青旅	5.72	5.47	9%	0.79	13%	6.26	9%	
众信旅游	2.33	2.09	15%	0.36	-29%	2.45	5%	公司预计业绩 18610 万元~27915 万元,增长 -20%~20%
凯撒旅游	2.21	3.12	-8%	-0.42	-65%	2.70	22%	17Q4 航食业务扰动带来单季扣非亏损 1.40 亿
三特索道	0.06	1.59	1032%	-0.19	-121%	1.40	2445%	公司预计业绩约 12000 万元~15000 万元,增长 2081.26%~2626.58%
黄山旅游	4.14	4.21	23%	0.66	-8%	4.87	18%	17Q4 扣非盈亏打平,综合考虑淡季且门票降价以及 18Q4 处置华安证券带来税前投资收益 1.1 亿+的影响
峨眉山 A	1.97	1.69	11%	0.41	-9%	2.10	7%	预计淡季且门票降价略有影响
桂林旅游	0.53	0.79	14%	-0.16	-3%	0.63	19%	
丽江旅游	2.04	2.03	10%	0.08	-61%	2.11	3%	公司预计业绩约 18379 万元~24505 万元,增长 -10%~20%
汇总	77.75			12.48		96.10	24%	
汇总(不含国旅)	52.44					64.65	23%	

资料来源：公司财报、Wind，国信证券经济研究所预测

总体来看，结合我们的持续跟踪及最新业绩预告及业绩快报情况，我们预计旅游板块重点公司 18 年业绩增长约 24%，在外围环境欠佳及相对高基数下表现仍然可圈可点。环比来看，我们预计 18 年重点公司业绩增速相比三季报 30% 的增速略有放缓，预计主要受部分权重股中国国旅（Q4 业绩快报预减 29%，或与费用扰动有关）、宋城演艺（预计 Q4 原有主业增长稳定，轻资产确认节奏或有季度差异）、广州酒家（17Q4 所得税调整并追溯全年带来基数较高，中秋时间差异带来季节波动）等影响。

## 基金持仓：基金重仓持股比提升，沪/深股通增持

### 主动型基金重仓持股比上升，环比增加 0.03pct

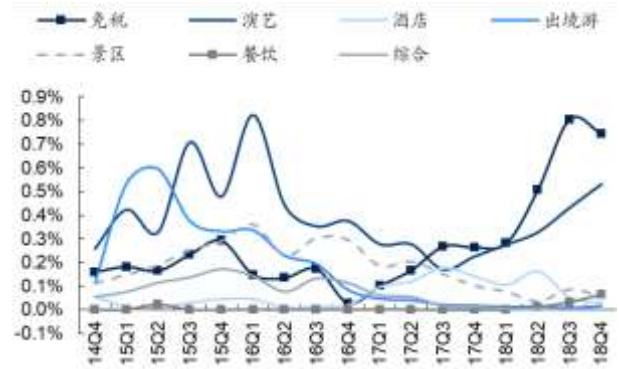
2018 年 Q4，国信社会服务板块基金重仓持股比例为 **1.44%**（社服板块重仓股票市值/所有重仓股票市值，此处均选取开放式主动管理型股票基金），**环比增加 0.03pct**，主要得益于演艺与餐饮板块持仓比例的提升。具体从细分板块来看，**免税**持仓比 0.74%，环比降低 0.06pct；**演艺**持仓比 0.53%，环比增加 0.10pct；**酒店**持仓比 0.03%，环比降低 0.02pct；**出境游**持仓比 0.02%，环比增加 0.01pct；**景区**持仓比 0.06%，环比降低 0.03pct；**餐饮**持仓比 0.06%，环比增加 0.03pct。

图 1：社服板块基金重仓持股比及超配比例



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：社服子行业基金重仓持股市值比

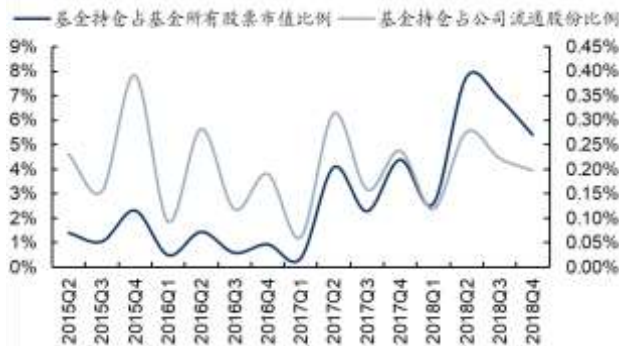


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 前五大基金重仓股略有调整，广州酒家重仓比例明显提升

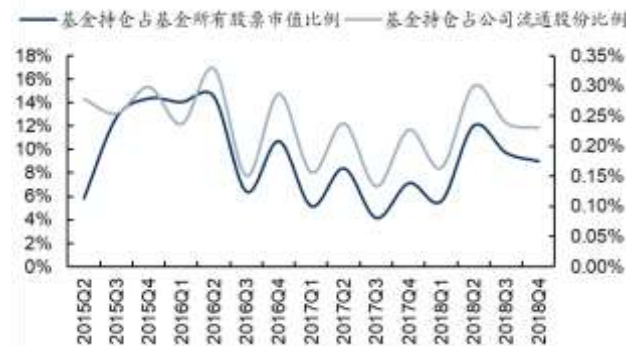
2018Q4，社会服务板块的基金（全部基金）前五大重仓股分别为**中国国旅**、**宋城演艺**、**广州酒家**、**中青旅**和**首旅酒店**。其中持有**中国国旅**的基金数量为 213 个，持仓市值为 46.62 亿元，占公司流通股的 3.97%，环比下降 0.5pct；持有**宋城演艺**的基金数量为 104 个，持仓市值为 29.97 亿元，占公司流通股的 11.86%，环比下降 0.42pct；**广州酒家**自 18 年 Q2 以来开始受机构关注，Q4 持股基金数量为 32 个，持仓市值为 3.48 亿元，占公司流通股的 10.24%，环比上升 3.30pct；**中青旅**和**首旅酒店**的基金持仓占公司流通股份比例分别为 2.89%、1.32%，分别环比下降 0.47pct、0.34pct。

图 3：中国国旅(601888)基金重仓持股情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

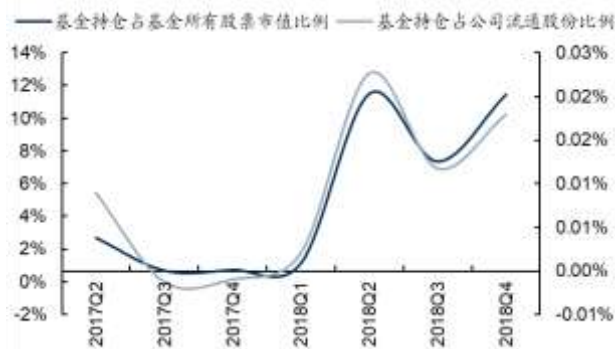
图 4：宋城演艺(300144)基金重仓持股情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

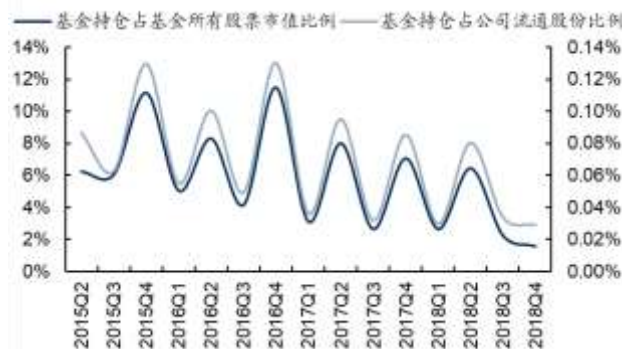


图 5: 广州酒家(603043)基金重仓持股情况



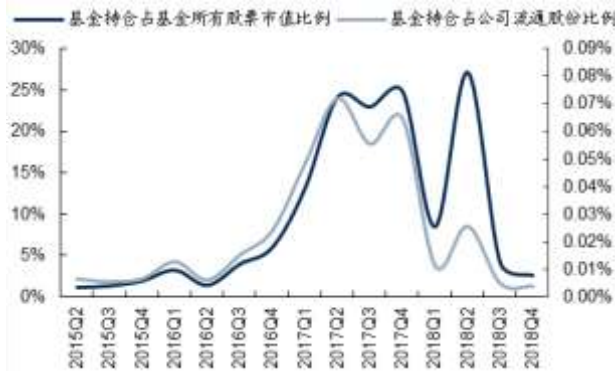
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 中青旅(600138)基金重仓持股情况



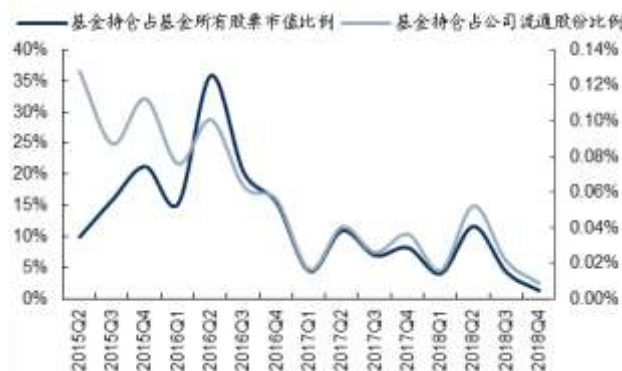
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 首旅酒店(600258)基金重仓持股情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 众信旅游(002707)基金重仓持股情况

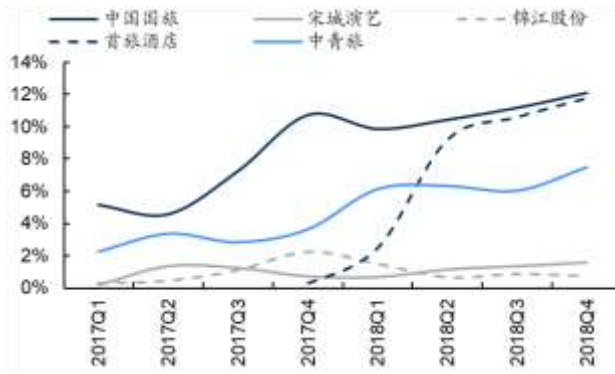


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

沪/深股通增持重仓股，中国国旅持仓比例环比提升 0.93pct

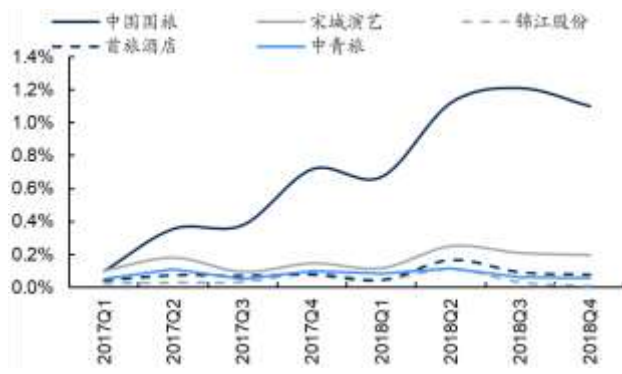
2018Q4，中国国旅的沪股通持仓占比为 12.10%，环比增长 0.93pct；宋城演艺也被深股通增持，持仓比为 1.56%，环比增长 0.22pct；首旅酒店和中青旅的沪股通持仓占比分别为 11.78%和 7.48%，分别环比增长 1.17pct 和 1.45pct；锦江股份的沪股通持仓比例略有下降，为 0.74%，环比下降 0.12pct；广州酒家的沪股通持仓比例为 0.15%。整体来看，Q4 沪/深股通对社服板块的几大重仓股呈现增持状态。

图 9: 沪/深股通持仓占公司流通 A 股比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: 基金持仓占基金所有股票市值比例(含沪/深股通)



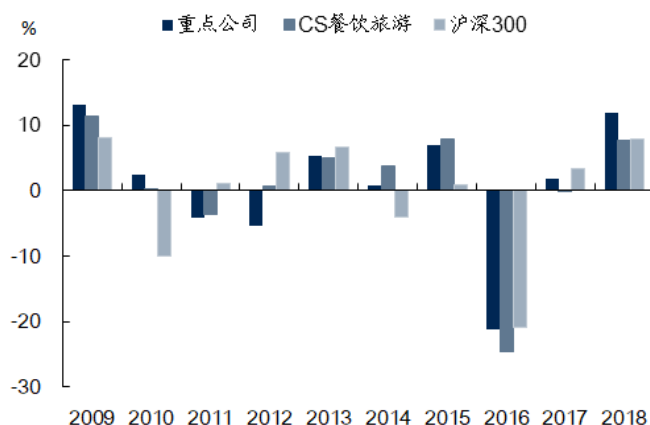
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 历史上旅游板块 1 月表现相对弱于大盘

### 近十年旅游板块 1 月表现相对弱于大盘

我们统计了 2009 年至 2018 年十年间，旅游板块相对于沪深 300 指数 1 月单月涨跌幅情况，结果发现，过去 10 年旅游板块 1 月表现略弱于大盘（6 次跑输，即 2011-2013、2016-2018 年跑输）。由于 1 月春节前通常系旅游行业淡季，我们建议投资者从市场风格、业绩确定性以及布局 2019 年角度择机逢低配置优质股票，把握个股行情。

图 11：旅游板块整体过去 10 年中 1 月表现相对弱于大盘

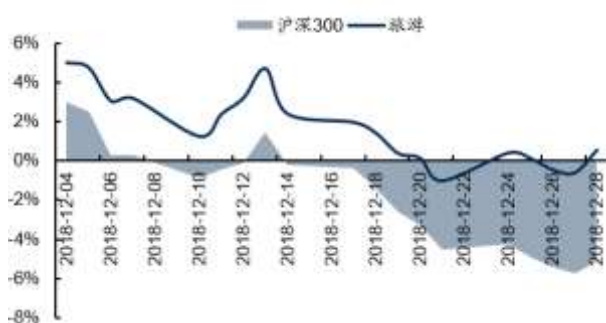


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 旅游板块整体跑赢大盘 5.7pct，优质龙头涨幅居前

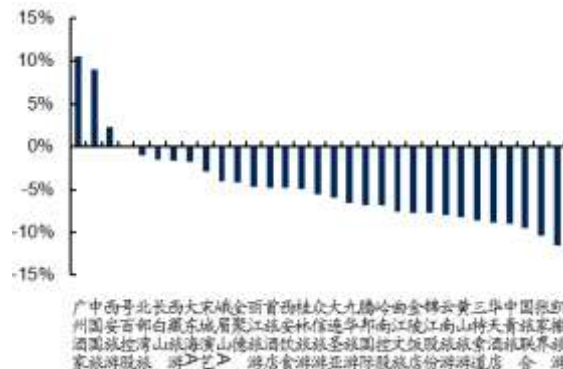
2018 年 12 月，受贸易战、宏观经济后续预期相对承压及年底资金面压力等因素影响，沪深 300 指数在经历月初的震荡后在 12 月中下旬开始下跌，截至月底跌幅为 5.11%。但受利好政策及基本面支持等因素推动，餐饮旅游板块则逆势上涨 0.54%，跑赢大盘 5.65pct，表现相对突出。其中个股层面主要受广州酒家和中国国旅推动。

图 12：2018 年 12 月，旅游板块跑赢大盘 5.7pct



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 13：2018 年 12 月个股涨跌幅排名

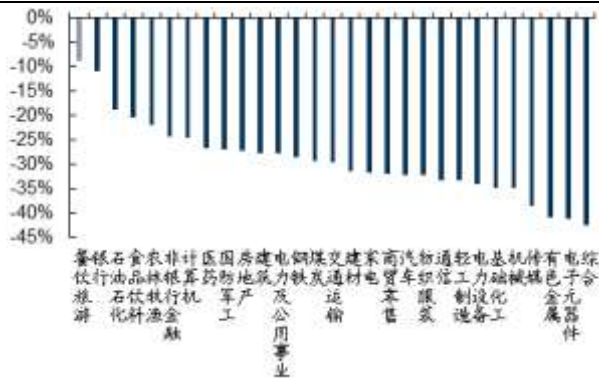


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

具体来看，12 月广州酒家以 10.53% 的涨幅位居首位，一方面是限制性股票激励积极推进，第一期授予完成，有助于调动老牌国企主观动能，另一方面是公司食品业务多品类跨区域扩张有望持续支撑收入盈利成长；中国国旅 12 月以 9.04% 的涨幅紧随其后，主要受 11.28 海南离岛免税额度放开落地、12.24 公告拟剥离国旅总社聚焦免税业务、三亚免税店有望持续维持良好增长等利好推动。

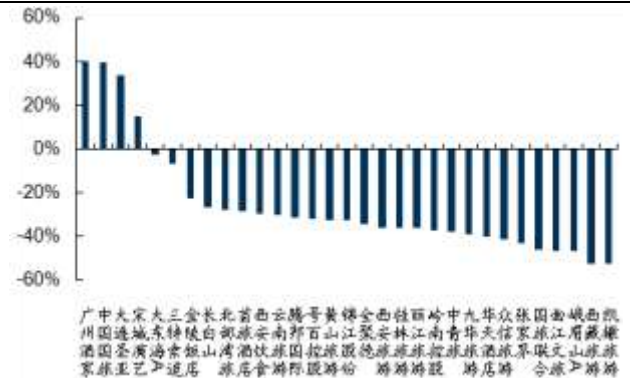
2018 年全年，沪深 300 整体下跌 25.31%，餐饮旅游板块下跌 8.69%，跑赢大盘 16.62cpt，在中信行业分类中排名第一。其中涨幅排名前三的分别是广州酒家 (+40.30%)、中国国旅 (+39.82%) 和大连圣亚 (33.69%)，宋城演艺以 15.08% 的涨幅位列第四；跌幅后三名分别为凯撒旅游 (-52.84%)、西藏旅游 (-52.55%) 和峨眉山 A (-46.87%)。

图 14: 2018 年餐饮旅游板块全年涨跌幅排名第一



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 2018 年板块个股涨跌幅排序



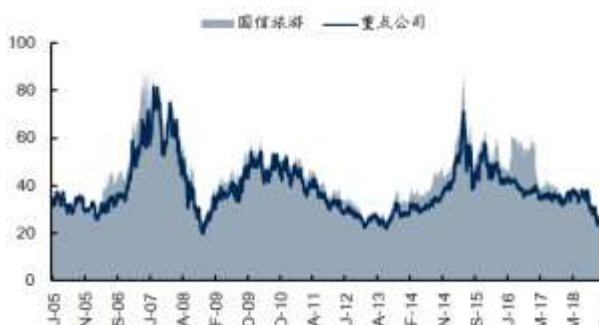
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 12 月重点公司 TTM 市盈率和相对估值较 11 月有所回升

2005 年 1 月 4 日至 2018 年 12 月 28 日，国信旅游板块 TTM 市盈率均值为 44.3 倍，波动区间为【21.12, 89.25】。旅游重点公司 TTM 市盈率均值为 38.90 倍，波动区间为【19.88, 81.65】。2018 年 12 月 28 日，旅游板块整体 TTM 市盈率为 25.81 倍，略高于上月同期 (25.66 倍)，但仍低于历史平均；旅游重点公司市盈率为 25.02 倍，较上月同期略有上升 (24.74 倍)，但低于历史平均水平。

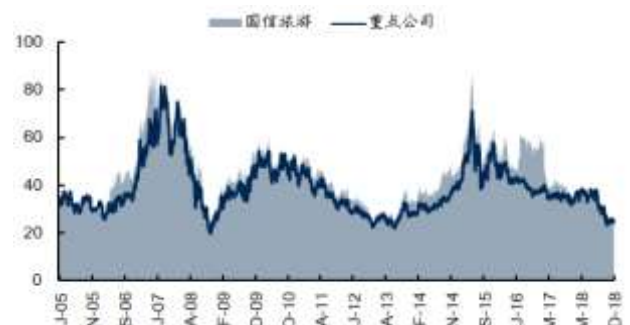
2005 年 1 月 4 日至 2018 年 12 月 28 日，旅游板块相对估值 (沪深 300, TTM 市盈率) 均值为 3.03 倍，波动区间为【1.10, 5.26】。重点公司相对估值均值为 2.65 倍，波动区间为【1.11, 4.54】。2018 年 12 月 28 日，旅游板块相对估值为 2.56 倍，高于上月同期 (2.47 倍)，旅游重点公司相对估值为 2.48 倍 (上月同期 2.38 倍)，也高于上月同期，但低于历史平均水平。

图 16: 12 月旅游板块 TTM 市盈率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
 注释: 重点公司样本包括中青旅、首旅酒店、黄山旅游、锦江股份、桂林旅游、峨眉山 A、丽江旅游、三特索道、中国国旅、宋城演艺、众信旅游、凯撒旅游

图 17: 12 月旅游板块相对估值 (TTM 市盈率)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
 注释: 相对市盈率采用 TTM 市盈率，整体法，对比基准为沪深 300



## 2018年11-12月行业数据及相关动态跟踪

根据我们对国内旅游行业的跟踪观察，汇总整理旅游行业近期数据如下。**海南免税**销售额11、12月同增21%/16%，元旦小长假增19%（三亚店增41%，海免下滑47%），预计短期海免受供应商更换销售承压，拖累海南免税整体增速，而三亚免税店则增势良好，尤其12月政策放宽后预计增长有望提速。免税动态：继海南岛内外居民购物额度提高后，12月海南离岛免税轮渡离岛提货政策放开；中国国旅拟剥离国旅总社聚焦免税；海口、博鳌市内免税店1月19日正式开业；北京市内免税店（针对外国人）有望今年落地。**酒店龙头** RevPAR 10月 RevPAR增速较9月明显回升（节假日扰动），11月进博会短期支撑上海地区酒店；11月锦江开店速度重回高位，但多因素影响下，净签约速度放缓。11月**餐饮**增速8.6%，相对10月放缓0.2pct。**澳门博彩**业收入12月同增16.6%，预计受圣诞及港珠澳大桥开通提振影响。**旅游**方面，11月入境游、国内游表现平稳；出境游方面，我国国际航线整体客运量10月同比增速为12.4%，增速有所回升；元旦因寒冷雨雪天气影响，出游人数略受抑制。

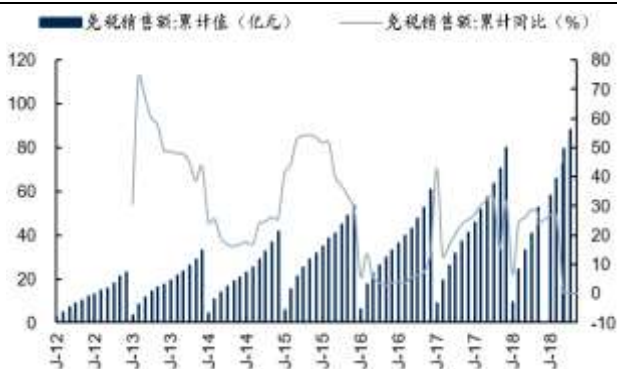
### 免税：离岛免税持续高增长，政策持续催化支撑免税销售

#### 基本面：预计2018Q4三亚免税店收入仍维持良好增长

根据流通发展司披露数据，2018年11月，海南离岛免税销售额同比增长**20.73%**，仍处于高速增长态势；1-11月，海南离岛免税销售额累计同比增长约25%，表现靓丽。同时，根据中国海关报报道，自免税额度第五次调整1个月以来（至1月2日0时），即12月以来至元月1日，海南共销售离岛免税品138.9万件，同比增长11.39%；**销售金额11.13亿元，同比增长16.12%**；购买旅客21.91万人次，同比增长12.04%。

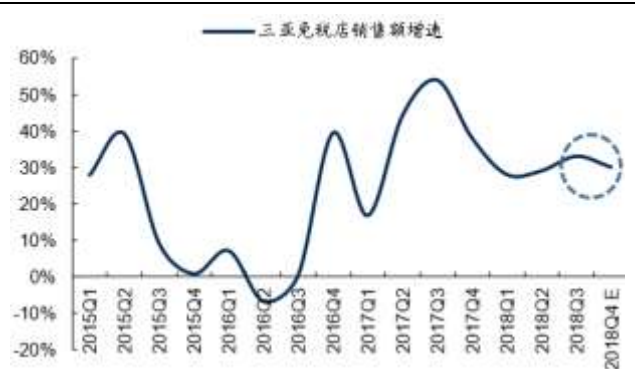
虽然12月海南离岛免税销售额整体增速有所放缓，但参考元旦数据，元旦期间三亚、海口两家免税店销售额共计1.29亿元人民币，同比增长**19.44%**，其中海口免税店实现销售额1804.54万元，同比减少46.85%；三亚免税店实现**销售额10531万元，同比增长41.36%**。据此我们推断12月三亚免税店销售额仍增长良好，且参考元旦数据较此前增长进一步加速，显示政策放宽后效应有所显现，而海南离岛免税整体销售额增速预计主要受海免销售承压拖累（12月-1月系海免供应商更换期，预计畅销品受制）。但我们预计随着2019年1月19日中免正式成为海免供应商，供货逐步改善后，海免销售情况将有望持续改善。

图 18：海南离岛免税商品销售额同比增长情况



资料来源：Wind、发展流通司，国信证券经济研究所整理

图 19：预计三亚免税店收入2018Q4维持较快增长



资料来源：Wind、国家商务部、公司公告，国信证券经济研究所整理

### 近期动态：轮渡提货放开，拟剥离国旅总社聚焦免税

**1、离岛免税轮渡提货渠道18年底正式放开。**根据财政部官网消息，财政部、海关总署、税务总局将会同有关部门将乘轮船离岛旅客纳入离岛旅客免税购物政策适用对象范围。旅客购物后可凭有效证件在海口秀英港、新海港提货点提



货，南港码头在条件成熟后再设立提货点，新政策于 12 月 28 日起执行。轮渡提货政策落地符合预期，结合此前免税额度放宽至 3 万，我们认为免税政策利好持续释放有助于提振市场信心。后续若伴随增设免税店落地，尤其海口市内免税店正式落地，相关政策效应有望持续显现，海南离岛免税中长期空间有望持续打开。

**2、拟剥离国旅总社，有助于解决同业竞争，更好地聚焦免税主业积极谋发展。** 12 月 24 日公司发布公告，公司董事会同意将公司全资子公司中国国际旅行社总社 100%股权转让给控股股东中国旅游集团，转让价格为人民币 18.31 亿元。

图 20：中国国旅收入拆分：17 年后，免税收入占主导



资料来源：公司公告等，国信证券经济研究所整理

图 21：中国国旅盈利拆分：国旅总社贡献甚微



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

针对此次结构调整，我们认为 1) 本次剥离国旅总社符合预期，有助于公司聚焦免税核心业务，加快免税专业化整合积极谋发展。2) 国旅总社 100%股权转让价 18.31 亿元，PE 估值相对不低，且转让后有助于提升上市公司盈利能力。3) 结合公司此前公告及免税专业化整合预期，未来海免注入上市公司有望加快。

**3、海口、博鳌市内免税店开业。**据海南免税官方微信号报道，海南省免税旗下海口免税店、博鳌免税店已于 1 月 19 日正式开业。海口免税店位于海南省海口市 CBD 核心区域日月广场射手座、双子座 L 层，经营面积 2.2 万平方米，首期开业面积 1.3 万平方米。博鳌免税店位于琼海市博鳌亚洲论坛景区内，经营面积 4200 平方米。两店均由中国旅游集团旗下的海南省免税品有限公司统一运营，所有货品由中国免税品(集团)有限公司统一从原产地直接采购。海口、博鳌市内免税店的开业，有望拓宽海南免税市场中长期成长空间。考虑到海免已正式划入集团，且公司明确表示将尽快启动海免注入的程序，我们认为中国国旅未来有望分享海口、博鳌免税店带来的增量空间。

**4、媒体报道北京市内店有望今年落地。**根据北京市文化和旅游局副局长曹鹏程透露，今年北京将积极推进国内首家市内免税店在朝阳区落地，主要面向来京的入境游客，从空间上进一步将机场免税店延伸至市区，价格与机场保持一致，可能会采取市内购买+机场提货的经营模式。我们认为，虽然目前媒体报道仅涉及外国人，但随着相关市内店逐步落地后，后续国人离境市内免税仍有持续放宽。相比机场免税店，市内免税店依托牌照优势，租金议价能力更强，交通便利、购物时间充裕上优势更加显著，后续有望成为新的增长看点。

**5、中免杭州萧山国际机场免税店正式开业。**据中免集团官网报道，上海虹桥机场进境免税店于 12 月 19 日正式开业，实现了进出境一体化经营。进境店开业面积约 1000+平方米，商品品类包括国产烟酒、进口烟酒、进口香化、进口精品、进口食品及百货在内的共 240 多个国际知名品牌。

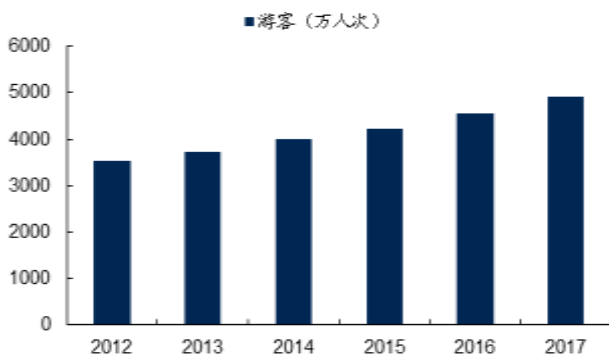
**演艺：宋城演艺项目调整，六间房花椒重组首次换股交割完成**  
演艺项目进一步调整，区域、内容持续突破

1、佛山千古情项目：公司公告拟以 4.49 亿元受让佛山项目公司 100% 股权，并后续自主打造“宋城·西樵山岭南/佛山千古情景区项目”。政府额外给予项目公司 3.7 亿元的补贴支持。

本次公司项目由轻资产转为自建模式，一是 100% 自有产权可以更好地分享宁乡类项目后续长期成长收益；二是可填补公司此前自建项目在珠三角区域（周边旅游演艺市场较广阔）的空白。

2、西塘演艺谷项目：公司公告在西塘镇首期投资 10 亿建设西塘·宋城演艺谷项目，项目总占地面积约 350 亩，首期投资规模预计 10 亿元。该项目已于 2018.12.30 正式动工，预计 2019 年底-2020 年初有望逐步推出。此次调整后，项目位置更优，紧邻西塘古镇，上市公司投资规模变化不大。从内容上来看，西塘项目既包括公司核心的千古情形式，同时还预计包括 4-5 台剧院，除千古情之外还包括部分针对年轻人的演艺秀场，形式可以更加灵活多变，通过多种演艺业态尝试，公司希望持续拓宽宋城演艺后续成长空间。

图 22：佛山市客流



资料来源：佛山旅游政务网，国信证券经济研究所整理

图 23：西塘演艺谷地处长三角腹地，紧邻古镇，位置卓越



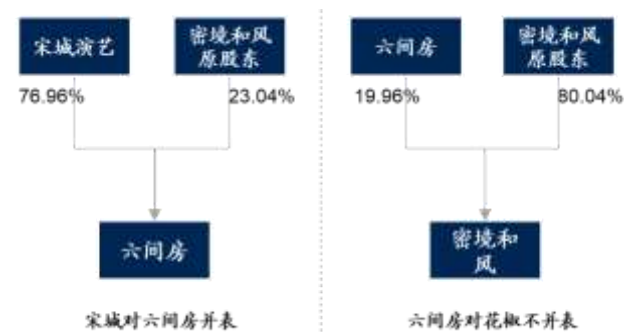
资料来源：浙江省土地使用权网上交易系统，百度地图，国信证券经济研究所整理

3、宜春项目成功开业，轻资产项目再下一城。12 月 28 日，宜春《明月千古情》成功首演，明月千古情景区正式开园迎客。

六间房花椒重组首次交割完成，公司表明 19 年花房重组完成后将不再并表

12 月 28 日晚，公司公告本次重组花椒对六间房的首次增资已经完成。截至 2018 年底，宋城演艺持有六间房 76.96% 股权，花椒壹号持股比例为 15.36%，花椒贰号持股比例为 7.68%。同时，六间房取得密境和风 19.96% 股权。分红款也已与 12 月 27 日到账。与此同时，公司部分六间房存量股老股转让事宜正处于与潜在投资者磋商过程中。

图 24：花椒第一步增资后的股权结构(不考虑老股转让背景下)



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图 25：第二步：截至 19.4.30，重组后六间房股权结构(考虑老股转让)



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

公司表示，2019年，待公司聘请会计师事务所对六间房2015-2018年承诺业绩实现情况出具专项审核报告后，密境和风除六间房之外的现有股东以其持有的密境和风的80.04%股权对六间房进行增资，同时六间房取得密境和风80.04%股权，届时与密境和风进行重组后的六间房将不再作为公司的并表子公司。

总体来看，花椒增资第一步已如期完成，存量老股转让尚在推进中，但从公司的积极表态来看，等六间房15-18年业绩对赌专项审核完成后，花房将正式全面重组，新花房将不再并表，在这种情况下，我们认为届时市场此前相关担忧有望明显解除。

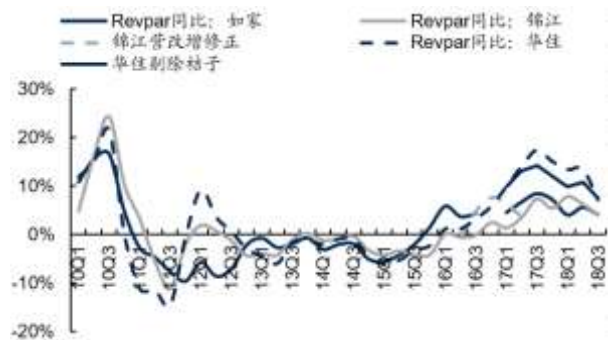
**酒店行业：进博会短期支撑酒店龙头11月RevPAR增长**

**有限服务酒店行业：11月锦江RevPAR同增5.7%，开店进度重回高速**

2018 Q3，行业龙头RevPAR同比增速较上半年有所放缓，我们认为主要受宏观经济增速放缓影响，同时与其门店二三线加盟连锁扩张渠道下沉等因素相关。从2018Q4来看，结合我们对酒店龙头的持续跟踪，在宏观经济放缓的背景下，考虑到酒店升级提升、结构改善，同时考虑中秋放假影响（去年与今年中秋放假时间不同，从而造成9、10月基数差异），我们预计10月行业龙头RevPAR增速有所回升（锦江10月RevPAR同比增长6.52%，较9月提升4.74pct）。11月上海进出口博览会预计对上海区域酒店带来了阶段有利支撑，锦江11月RevPAR同比增长5.7%，虽略逊于10月，但相对良好。

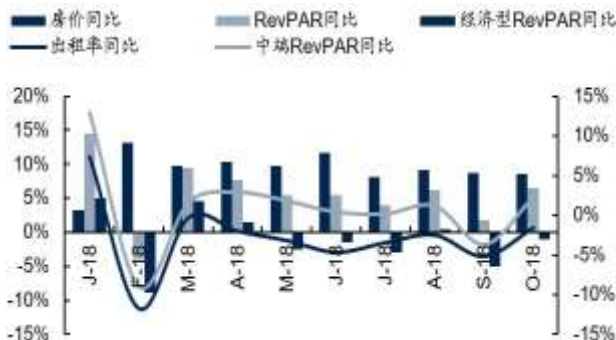
另一方面，从展店节奏来看，锦江11月净增酒店88家，相比10月明显加快，主要与10月国庆相关；净签约门店数为90家（10月为98家），签约速度进一步放缓，可能受宏观经济等多因素影响。

图 26：龙头 RevPAR 同比增速：18Q3 增速有所放缓



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图 27：11月锦江 RevPAR 同比增长 5.7%



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

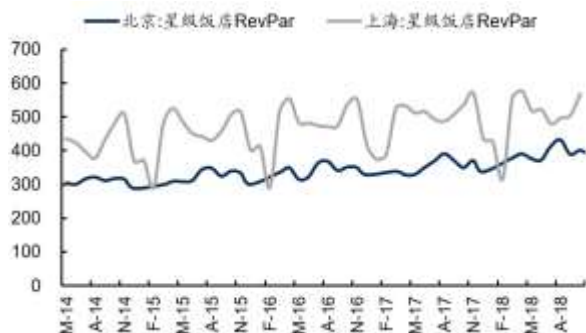
**星级酒店行业：11月北京 RevPAR 同比增长 4.7%，房价提升驱动**

从重点省市来看，根据目前公布的最新数据，北京星级饭店11月平均房价544.20元，同比上涨5.10%，平均出租率为71.40%，同比下滑0.30个百分点。综合来看11月北京星级酒店RevPAR值388.56元，同比上涨4.70%。从1-11月累计值来看，平均房价536.40元，同比上涨6.30%，平均出租率为70.70%，较去年同期上升2.70个百分点。综合来看1-11月北京RevPAR值379.23元，同比上涨10.50%。

上海星级饭店10月平均房价799.45元，同比上涨6.98%，当月星级饭店平均出租率为71.05%，同比下调0.79个百分点。综合来看11月上海星级酒店RevPAR值568.01元，同比上涨5.80%。从1-11月累计值来看，上海市星级饭店平均房价738.51元，同比上涨3.73%，平均出租率为67.11%，同比下调1.45个百分点。综合来看1-11月上海RevPAR值495.61元，同比上涨1.54%。

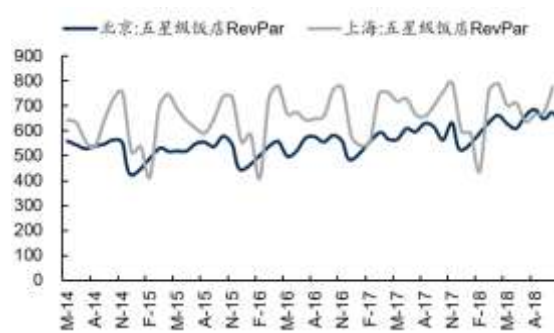


图 28: 北京及上海星级酒店 RevPAR 走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 29: 北京及上海五星级饭店 RevPAR 走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

五星级酒店方面,北京五星级饭店 11 月平均房价 881.30 元,同比上涨 1.23%,对应出租率为 70.20%,同比下调 2.30 个百分点。综合来看 11 月北京五星级 RevPAR 值 618.67 元,同比下调 1.98%。从 1-11 月累计值来看,平均房价 882.10 元,同比上涨 5.35%,对应出租率为 70.30%,同比上涨 1.20 个百分点。综合来看 1-11 月北京五星级酒店 RevPAR 值 620.12 元,同比上涨 7.18%。

上海五星级饭店 10 月平均房价 1052.69 元,同比上涨 2.99%,对应出租率为 73.76%,同比下调 0.11 个百分点。综合来看 11 月上海五星级 RevPAR 值 776.46 元,同比上涨 2.84%。从 1-11 月累计值来看,平均房价 971.44 元,同比上涨 1.31%,对应出租率为 69.57%,同比下调 1.63 个百分点。综合来看 1-11 月上海五星级酒店 RevPAR 值 675.83 元,同比下调 1.01%。

**出境游: 民航国际航线客运量 10 月增速有所回升, 同增 12.4%**

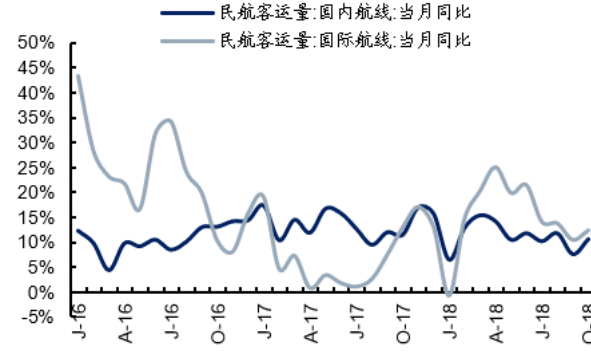
航空客运方面,10 月全行业共完成旅客运输量 5408 万人次,同比增长 10.7%,增速较 9 月有所回升。从国际航线整体客运量情况来看,我国国际航线整体客运量 10 月同比增速为 12.4%,较 9 月有所回升(9 月为 10.5%),但相比上半年 20%+ (除 1、2 月因春节影响增速较低),增势仍是趋缓,预计主要与宏观经济增长放缓有关。7 月泰国沉船事件致 7-10 月东南亚出境游承压,预计随着事件影响的消除及泰国落地签免签证费政策(18.11.15-19.1.13,申请泰国落地签证无需缴纳签证费)的落地,11 月之后东南亚出境游将有所改善。

图 30: 国际航线客运量 10 月同比增长 12.4%



资料来源: Wind、中国民航局, 国信证券经济研究所整理

图 31: 国际航线客运量 18 年 2 月以来增速高于国内航线

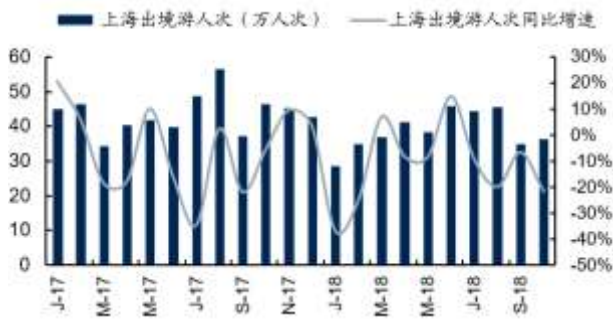


资料来源: Wind、中国民航局, 国信证券经济研究所整理

从各地来看,上海旅行社组织的出境游人数出现明显下滑,浙江在高基数基础上增速放缓,预计一方面与出境游的始发地下沉有关,另一方面或许受淡季及宏观经济增长放缓影响。



图 32: 上海 10 月出境游人数同比下降 21.5%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 33: 浙江 11 月出境游人数同比上涨 1.8%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

上海市 10 月旅行社组织出境游人数 36.4 万人次, 同比下降 21.5%。其中, 出国游 36.8 万人次, 同比下滑 18.1%; 香港游 1.22 万人次, 同比下降 63.7%; 澳门游 0.77 万人次, 同比上升 21.1%; 台湾游 0.70 万人次, 同比下降 22.3%。

浙江省 11 月旅行社组织出境游人数 19.7 万人次, 同比上涨 1.8%。其中组织出国游 18.1 万人次, 同比上升 3.3%; 港澳游 1.4 万人次, 同比下降 14.9%; 台湾游 1410 人次, 同比下滑 61.3%。

### 国内游: 元旦天气抑制出游, 11 月各地国内游市场增长平稳

2019 年元旦期间全国大部分气温偏低, 南方多雨雪天气, 对整体出游情况有一定抑制。重点景区中, 南部地区如三亚八大景区的元旦客流为 25.99 万人次, 同比增长 5.44%, 表现平稳。而在低温和阴雨天气影响下, 黄山、峨眉山等地客流下降明显, 分别同比下降 16.23%、26.85%。具体客流表现如下表所示。

表 3: 元旦假期重点景区客流情况

景区名称	游客人数 (万人次)	人数增速
黄山景区	2.6	-16.2%
九华山景区	4.3	-39.6%
峨眉山景区	4.7	-19.8%
古北水镇	1.4	-30.0%
南山景区	5.3	9.2%
天涯海角	4.3	-1.5%
亚龙湾森林公园	3.2	24.0%
蜈支洲岛	2.7	2.2%
鹿回头	1.3	31.3%
大小洞天	1.1	20.6%
西岛	0.8	25.4%
三亚千古情	7.2	17.0%

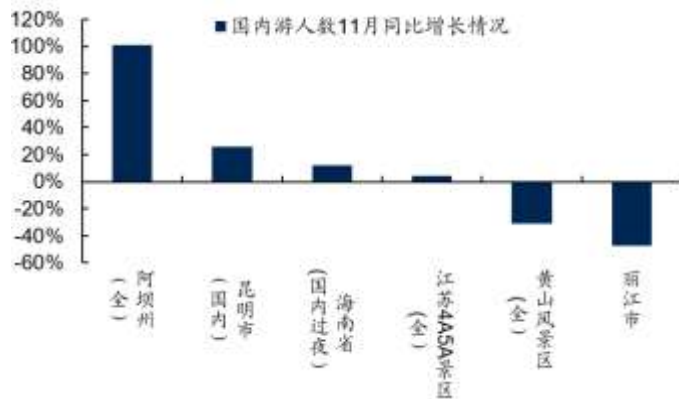
资料来源: 各地旅游局、国信证券经济研究所整理

**11 月国内游具体表现:** 单月, 阿坝州接待国内外游客 94.65 万人次, 同比增长 101.21%; 昆明市接待国内游客 1281.46 万人次, 同比增长 25.77%; 海南省接待国内过夜游客 638.32 万人次, 同比增长 11.90%; 江苏 4A5A 景区接待国内外游客 4403.65 万人次, 同比增长 4.50%; 张家界市景区接待国内外游客 619.40 万人次; 黄山风景区接待国内外游客 20.45 万人次, 同比下降 31.35% (主要受阴雨天气影响); 丽江市接待国内游客 137.40 万人次, 同比下降 47.15%。

**1-11 月国内游累计表现:** 从 1-11 月的累计变化来看, 昆明市接待国内游客 14445.90 万人次, 累计同比增长 19.70%; 丽江市接待国内游客 4400.97 万人次, 累计同比增长 19.81%; 张家界市景区接待国内外游客 8422.54 万人次, 累计同比增长 18.20%; 海南省接待国内过夜游客 5517.85 万人次, 累计同比增长 11.90%; 江苏 4A5A 景区接待国内外游客 57210.72 万人次, 累计同比增长 3.90%; 黄山风景区接待国内外游客 321.96 万人次, 累计同比下降 3.00%;

阿坝州接待国内外游客 2302.91 万人次，累计同比下降 19.84%。

图 34: 2018 年 11 月国内游市场同比增长情况



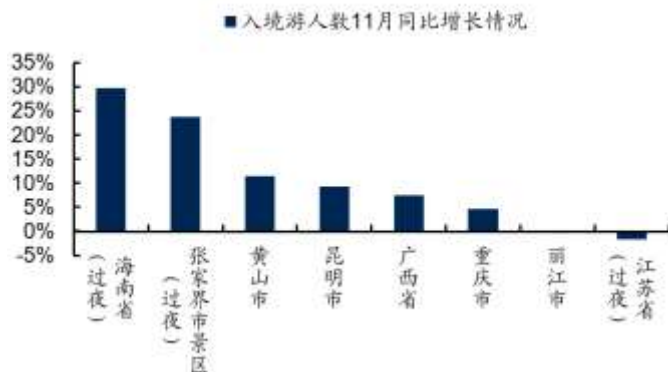
资料来源：国家旅游局、各地旅游局，国信证券经济研究所整理  
注释：阿坝州、江苏 4A5A 景区、黄山风景区为国内外旅客数

**入境游：各地入境旅游人数增长稳定，张家界持续高增长**

**11 月入境游表现：**就各地区来看，11 月单月，海南省市接待入境过夜游客 13.47 万人次，同比增长 29.80%；张家界市景区接待入境过夜游客 44.20 万人次，同比增长 23.80%；黄山市接待入境游客 19.65 万人次，同比增长 11.50%；昆明市接待入境游客 17.45 万人次，同比增长 9.26%；广西省接待入境游客 35.71 万人次，同比增长 7.50%；重庆市接待入境游客 28.13 万人次，同比增长 4.68%；丽江市接待入境游客 9.87 万人次，下降 0.41%；江苏省接待入境过夜游客 35.13 万人次，同比下降 1.70%；浙江省接待入境游客 101.20 万人次，同比下降 6.40%。

**1-11 月入境游累计表现：**从 1-11 月的累计变化来看，张家界市景区接待入境过夜游客 528.72 万人次，累计同比增长 57.50%；海南省市接待入境过夜游客 111.68 万人次，累计同比增长 12.60%；黄山市接待入境游客 245.20 万人次，累计同比增长 10.70%；广西省接待入境游客 535.55 万人次，累计同比增长 10.20%；江苏省接待入境过夜游客 369.72 万人次，累计同比增长 9.70%；重庆市接待入境游客 361.27 万人次，累计同比增长 8.22%；昆明市接待入境游客 125.71 万人次，累计同比增长 8.00%；丽江市接待入境游客 110.71 万人次，累计同比增长 1.88%；浙江省接待入境游客 952.00 万人次，累计同比下降 6.90%。

图 35: 2018 年 11 月入境游市场同比增长情况

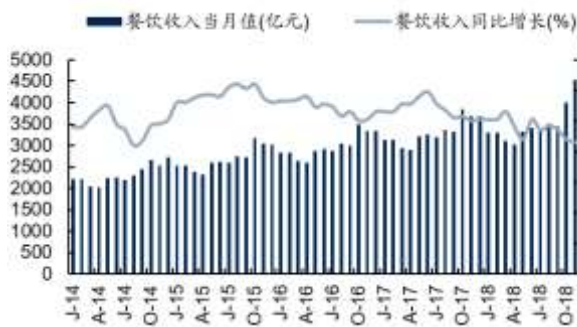


资料来源：国家旅游局、各地旅游局，国信证券经济研究所整理  
注释：海南、江苏、张家界景区为入境过夜游客数

**餐饮：11月餐饮收入同增8.6%，较10月进一步放缓**

根据国家统计局公布的相关数据，11月社会消费品零售总额中餐饮收入为4525亿元，同比增长8.6%，增速相比上月放缓0.2个百分点，进一步呈现放缓趋势；限额以上企业餐饮收入为816.7亿元，同比增长4%（10月为5%）。1-11月份全国社会消费品零售总额中餐饮累积收入为38294.3亿元，同比增长9.5%；限额以上企业餐饮收入总额为8356.8亿元，同比增长6.5%。大众消费增速仍好于限额以上增长情况。

图 36： 11月餐饮收入同比增长8.6%



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理  
 注释：1-2月国家统计局合并计算增速，故图中1月、2月增速用当年1-2月累计增速代替。

图 37： 11月限额以上餐饮收入同比增长4%



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理  
 注释：1-2月国家统计局合并计算增速，故图中1月、2月增速用当年1-2月累计增速代替。

**博彩：12月博彩收入同比增长16.6%，较前三个月有明显回升**

自2016年8月开始，澳门博彩已经实现连续29个月的正增长。2018年12月，澳门博彩取得收入264.68亿澳门元，同比增长16.6%，较前三个月的低增速增长（9、10、11月分别同增2.8%、2.6%、8.7%）有明显回升。预计与圣诞节期间（12月22日-12月26日）访澳游客增加（60.7万人次，+15.23%）有关，港珠大桥通车也为澳门游客数量提供支撑。2018全年累计博彩收入为3028.46亿澳门元，较去年同比增长约14%。

图 38： 2018年12月博彩赌收同比增长16.6%



资料来源：澳门博彩监察协调局，国信证券经济研究所整理

**风险提示**

宏观经济、恶劣天气、重大自然灾害、传染疫情等系统性风险；  
 国企改革进度可能低于预期；

收购整合可能低于预期及商誉减值风险。



**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 19-1-28	EPS			PE			PB
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017
601888	中国国旅	买入	55.00	1.29	1.61	2.06	42.64	34.12	26.67	6.04
300662	科锐国际	买入	29.00	0.47	0.62	0.78	61.70	46.77	37.18	7.14
603043	广州酒家	买入	28.66	0.90	1.05	1.26	31.84	27.30	22.75	4.64
300144	宋城演艺	买入	19.66	0.73	0.87	1.06	26.93	22.60	18.55	3.70
002159	三特索道	买入	18.10	0.04	0.95	0.31	452.50	19.05	58.39	3.16
600754	锦江股份	买入	21.20	0.92	1.10	1.16	23.04	19.27	18.28	2.38
600258	首旅酒店	买入	15.23	0.64	0.88	0.90	23.80	17.31	16.92	3.00
600138	中青旅	买入	13.13	0.79	0.86	0.98	16.62	15.25	13.35	2.70
002707	众信旅游	增持	5.70	0.26	0.29	0.35	21.92	19.66	16.29	4.14
000796	凯撒旅游	增持	6.60	0.27	0.32	0.35	24.44	20.63	18.86	5.61
600054	黄山旅游	增持	9.50	0.55	0.56	0.44	17.27	16.96	21.59	2.58
000888	峨眉山A	增持	6.18	0.37	0.39	0.38	16.70	15.85	16.26	2.57
000978	桂林旅游	增持	5.41	0.15	0.28	0.35	36.07	19.32	15.46	1.97
002033	丽江旅游	增持	5.92	0.37	0.43	0.49	16.00	13.77	12.08	2.15
603136	天目湖	增持	29.90	1.06	1.26	1.47	28.21	23.73	20.34	4.48

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032