

社会服务行业 2018 年年报业绩前瞻

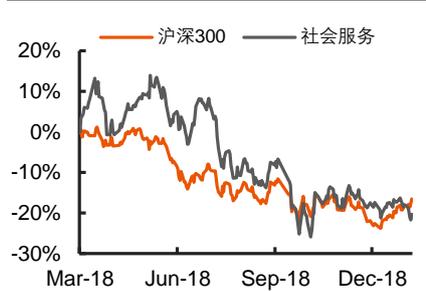
2019 年 02 月 10 日

龙头业绩相对稳健，资产转让和减值事项较多

中性（维持）

投资要点

行情走势图



相关研究报告

《行业周报*社会服务*中国国旅业绩预告低于预期，新智认知计划回购股份》 2019-01-27

《行业周报*社会服务*海免股权划转完成&海口、琼海市内免税店开业，利好中国国旅免税业务》 2019-01-20

《行业周报*社会服务*泰国落地签免费政策将延期，张家界终止可转债发行计划》 2019-01-13

《行业周报*社会服务*受经济悲观预期影响，旅游酒店龙头出现较大幅度下调》 2019-01-07

《行业周报*社会服务*中国国旅剥离国旅总社，宋城演艺宜春轻资产项目开业》 2019-01-01

证券分析师

陈雯 投资咨询资格编号
S1060515040001
0755-33547327
CHENWEN567@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- 2018 年回顾：**行业景气度下降，若干重大政策出台。免税行业龙头合并，离岛免税政策松绑；酒店行业出租率下降，平均房价上涨推动 RevPAR 提升；出境游上半年回暖，下半年遇冷；景区遭遇国有重点景区门票普降政策，但对客流量影响有限。
- 2018 年业绩前瞻：**龙头业绩相对稳健，资产转让和减值事项较多。截至目前，32 家上市公司中，已经有 20 家上市公司披露了 2018 年业绩预告。从业绩增长情况看，12 家业绩确定增长，占比 60%；7 家确定下降，占比 35%；还有 1 家业绩增长或下降不确定。从业绩盈亏情况看，有 3 家出现亏损，其他 17 家均为盈利。从细分子行业来看，各行业表现不一，龙头业绩相对稳健；免税、景区、人力业绩表现相对较好，出境游上市公司业绩分化，餐饮行业上市公司业绩表现较差，酒店行业龙头锦江股份、首旅酒店未披露 2018 年业绩预告，但预计 2018 年均能实现业绩增长。从业绩影响因素来看：只有 40%上市公司通过主营业务增长实现业绩增长，有 20%的上市公司通过资产转让等方式实现业绩增长，有 30%的上市公司计提了资产减值并对业绩造成负面影响。
- 投资建议：**受经济增速下降影响，社服行业盈利增速也下降且预期不乐观，其中：酒店行业入住率下降，预计 2019 年将传导至 RevPAR；景区客流量下降，叠加国有景区门票下调的影响，2019 年难见起色；出境游整体降温，静待回暖。据此，维持行业“中性”投资评级。在经济增速下行背景下，我们建议投资以防守为主，重点关注行业受经济周期影响不大、经营稳健、财务健康的企业；对于具备较好成长型的企业，可能穿越周期，我们建议跟踪并关注其风险的释放带来的投资机会。从稳健角度，推荐中国国旅。从成长角度，关注宋城演艺、腾邦国际、新智认知。
- 风险提示：**1、政策风险。主要包括免税专营政策变化、签证政策变化风险。口岸进境免税店通过招标方式确定经营主体，进境免税业务的争夺进入了市场化阶段，免税行业面临国家免税专营政策逐步放开的风险、签证政策变化的风险，给免税企业预期经营收益带来不确定性。如果签证政策收紧，可能影响免税和出境游业务。2、汇率风险。主要影响免税行业和出境游行业。免税行业大量商品为进口商品，如果人民币贬值，则免税企业采购成本就相应增加，对企业盈利造成不利影响。汇率变动也对出境游业务造成影响，如果人民币相对主要目的地国货币贬值，则出境游成本会增加，从而降低游客出境游意愿。3、商誉减值风险。在经济不景气阶段，被收购的企业盈利能力可能相应下降，现金流或经营利润持续恶化或明显低于形成商誉时的预期，特别是被收购方未实现承诺的业绩，从而加大商誉减值的风险。

正文目录

一、	2018 年回顾：行业景气度下降，若干重大政策出台	4
1.1	免税：龙头合并，离岛免税政策松绑	4
1.2	酒店：出租率下降，平均房价上涨推动 RevPAR 提升	5
1.3	出境游：上半年回暖，下半年遇冷	6
1.4	景区：国有重点景区门票普降，但对客流量影响有限	7
二、	2018 年业绩前瞻：龙头业绩相对稳健，资产转让和减值事项较多	9
三、	投资建议	12
四、	风险提示	13

图表目录

图表 1	锦江股份国内酒店平均出租率	5
图表 2	首旅和如家平均出租率	5
图表 3	锦江股份国内酒店平均房价	5
图表 4	首旅和如家平均房价	5
图表 5	锦江股份国内酒店 RevPAR	6
图表 6	首旅和如家 RevPAR	6
图表 7	民航国际航线客运量当月值	6
图表 8	民航国际航线客运量累计值	7
图表 9	免费或降价景区的结构	7
图表 10	降价景区的降价幅度	8
图表 11	上市景区门票降价情况	8
图表 12	上市景区 2018 年十一假期及上半年客流量同比增速（按增速排序）	8
图表 13	平安证券研究所社服子行业标的	9
图表 14	已披露 2018 年业绩预告的上市公司业绩增减情况数量分布	9
图表 15	各细分子行业已披露业绩预告公司净利润及增速（按 2018 年净利润增速排序） ...	10
图表 16	盈利预测和估值	12

一、2018 年回顾：行业景气度下降，若干重大政策出台

1.1 免税：龙头合并，离岛免税政策松绑

2018 年以来，我国免税行业主要发生如下大事：

■ 龙头合并

中免集团于 2017 年 3 月收购日上（中国）51%股权后，于 2018 年 2 月收购日上（上海）51%股权，并于 2018 年 10 月启动与海免公司联姻，由中国国旅控股股东中国旅游集团无偿接受海免公司 51%股权的划转，于 2019 年 1 月完成交割手续。

影响分析：中国免税行业最大的三家公司中免、日上、海免的合并与联姻，将形成中免一家独大的竞争格局，有利于中免充分享受免税行业政策红利，并在规模效应下，增加与上游供货商的议价能力，提高毛利率水平。

■ 离岛免税限额提高

2018 年 12 月 1 日开始，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。

影响分析：2016 年海南岛离岛免税额度从 8000 元提升至 16000 元，促进客单价从 2015 年的 4194 元提升了 16%至 2016 年的 4851 元，此次免税额度从 16000 元大幅提高至 30000 元，将释放单价较高的手表、包、箱等消费需求，预计促进 2019 年客单价 10%-15%左右的提高幅度。海南省岛内居民将享受与岛外旅客同等待遇，免税购物次数从此前的每年 1 次放开至不限次数，免税限额也从 8000 元大幅增至 30000 元，2017 年三亚海棠湾接待顾客 551 万人次，2017 年底海南省户籍人口 910 万人。岛内居民不需离岛即可享受该福利，有望催生代购。

■ 将乘船离岛旅客纳入免税范围

2018 年 12 月 28 日起，年满 16 周岁的乘轮船离岛旅客凭个人离岛船票及有效身份证件，可在海南离岛旅客免税购物商店及其网上销售窗口购买免税商品。离岛时凭本人船票、购物凭证、身份证件等在海口秀英港、新海港提货点（海口南港码头在条件成熟后再设立提货点）提取所购免税商品并携带离岛。同一旅客在同一年度内乘飞机、乘火车和乘轮船免税购物合并计算，在现行免税购物限额内享受相关政策。

影响分析：我们判断乘船离岛旅客免税购物渗透率比较低，预计不到 1%。因为港口集中在海口市，免税店在美兰机场和三亚海棠湾，适用场景较少。参考 2017 年 1 月放开乘火车离岛旅客免税政策，全年免税购物人次只有 7400 人次，渗透率只有 0.3%。

■ 海南市内免税店开启

2018 年 12 月，中国国旅海口投资公司成功拍下海口市滨海大道西侧、新港经六街以东的六块国有建设用地使用权，这六块地将用于建设国际免税城及相关配套。2019 年 1 月 19 日，海口日月广场免税店、琼海博鳌免税店双店齐开，至此海南免税店数量从 2 家增至 4 家，新开业的海口、博鳌免税店均由海免公司统一运营，所有货品由中免集团统一从原产地直接采购。

影响分析：市内免税店较机场免税店，能为旅客带来更方便和灵活的购物体验，参考韩国免税市场布局，市内免税店有望成为我国免税业务的重要增长点。

1.2 酒店：出租率下降，平均房价上涨推动 RevPAR 提升

从龙头企业锦江股份和首旅酒店的数据可以分析行业整体状况，其中锦江股份按月披露数据，已披露 2018 年 1 月-12 月数据，首旅酒店按季度公布数据，已披露 2018 年 Q1-Q3 数据。

出租率均同比下降，RevPAR 的提升主要来自平均房价上涨。受经济增速下降影响，锦江股份、首旅、如家 2018 年的出租率均处于同比下降态势，下降幅度为 0-5 个 pct 之间。但是各家酒店均提高了平均房价，其中锦江股份平均房价同比提升幅度为 10%左右，如家平均房价提升幅度为 5%左右，首旅平均房价提升幅度为 2%左右。平均房价提升幅度高于出租率的下降幅度，因此 RevPAR 呈现提升态势。

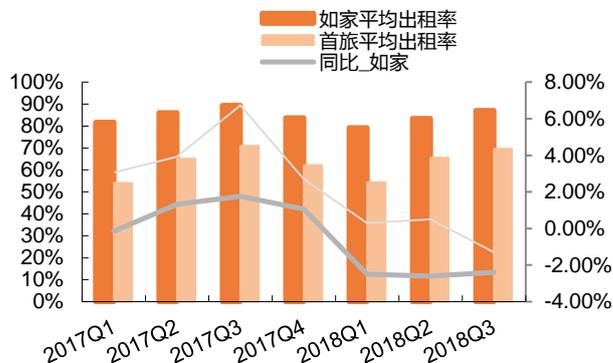
预计 2019 年 RevPAR 的提升难以持续。但我们认为 2019 年宏观经济难以回暖，出租率可能继续下降，随着出租率进一步下降，无法支撑平均房价提升，因此 RevPAR 的提升难以持续。

图表1 锦江股份国内酒店平均出租率



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表2 首旅和如家平均出租率



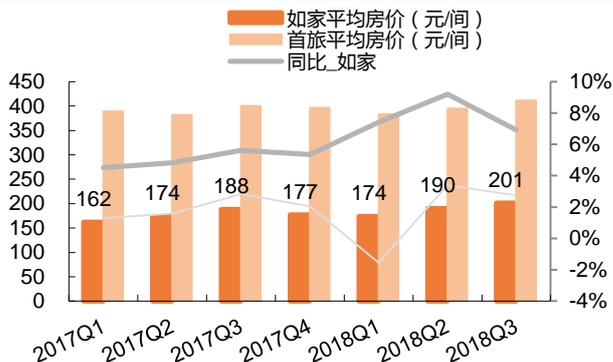
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表3 锦江股份国内酒店平均房价



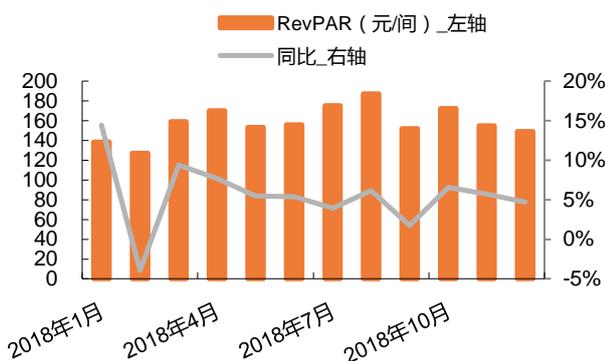
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表4 首旅和如家平均房价



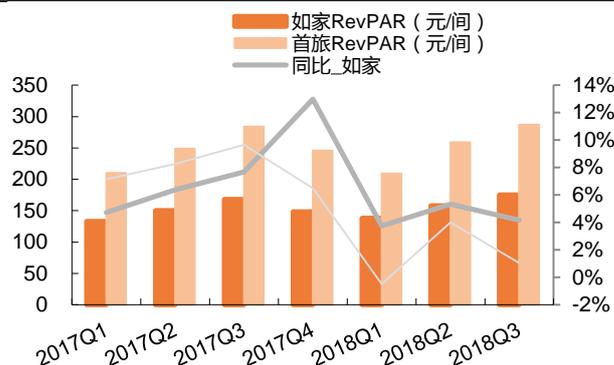
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表5 锦江股份国内酒店 RevPAR



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表6 首旅和如家 RevPAR



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

1.3 出境游:上半年回暖, 下半年遇冷

2018 年我国出境游上半年回暖, 下半年遇冷。2018 年上半年, 我国出境游人数达到 7131 万人次, 同比增长 15%, 增速有所回升, 但下半年出境游整体降温。从民航国际航线客运量增速来看, 2018 年上半年向上反弹, 但从 6 月份开始增速持续下降。

东南亚在我国居民出国游目的地中占据半壁江山。根据携程数据统计, 我国居民出国游的主要目的地是东南亚国家, 占比 50%左右, 其中泰国、韩国、日本占比近 40%, 其次为欧洲和美国。

出境游降温原因包括经济增速下降、旅游环境恶化、人民币贬值等因素, 静待回暖。我们认为出境游降温与经济增速下降、东南亚市场整体旅游环境恶化、人民币贬值等均有关。从旅游环境来看: 泰国 2018 年 6-9 月发生普吉岛沉船事故、泰国机场打人事件、登革热爆发传言等影响赴泰旅游; 印尼巴厘岛 2018 年 6 月、7 月频繁火山爆发, 对旅游造成负面影响; 日本 2018 年频繁遭遇台风、地震等自然灾害, 导致 9 月占日本外籍游客数量最多的中国大陆游客数量为 65.2 万人, 同比下降 3.8%。从汇率来看, 2018 年下半年主要目的地国货币大部分相对人民币有所升值。

图表7 民航国际航线客运量当月值 (单位: 万人、%)



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 民航国际航线客运量累计值 (单位:万人、%)

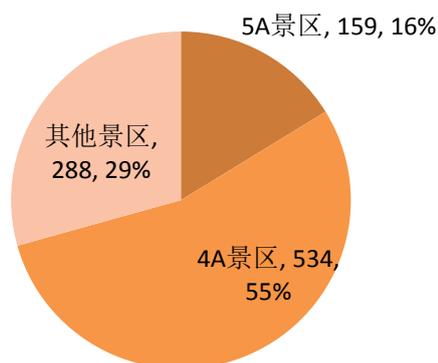


资料来源: wind, 平安证券研究所

1.4 景区:国有重点景区门票普降,但对客流量影响有限

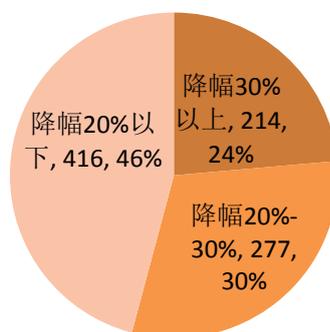
国家发展改革委于2018年6月28日印发了《关于完善国有景区门票价格形成机制,降低重点国有景区门票价格的指导意见》,根据人民日报报道的数据显示:截至2018年9月底,各地已出台实施或发文向社会公布了981个景区免费开放或降价措施(免费开放74个,降价907个),其中5A级景区159个,4A级景区534个,二者合计693个,占70.6%。降价的907个景区中,降幅超过20%的491个,占54.3%,降幅超过30%的214个,占23.6%。截止到2017年我国一共250个5A级景区,约1200多个4A级景区,降价的5A、4A级景区占比约一半。

图表9 免费或降价景区的结构



资料来源: 人民日报, 平安证券研究所

图表10 降价景区的降价幅度



资料来源: 人民日报, 平安证券研究所

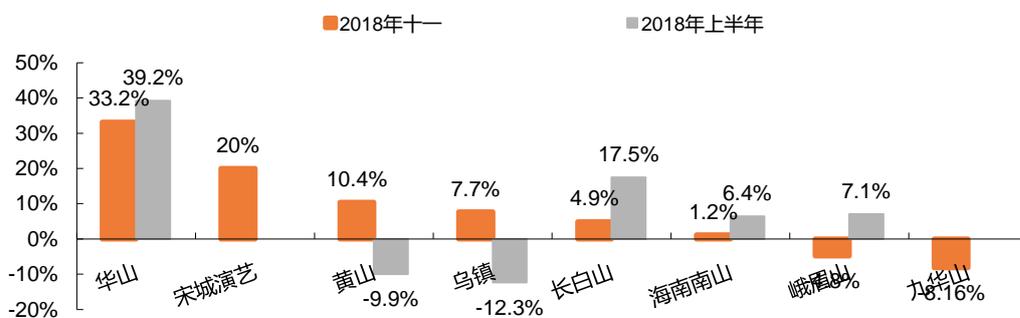
上市国有重点景区 2018 年十一开始门票价格均下调。其中黄山、长白山、九华山景区门票下调幅度较大, 分别下调 17.4%、16.0%、15.8%。门票下降在一定程度上增加了景区吸引力, 但大部分景区为名胜风景传统旅游胜地, 假期人满为患, 因此承载量瓶颈导致客流量增速普遍不高甚至下降。总体来看人工景区表现普遍好于自然景区。

图表11 上市景区门票降价情况

上市景区	降价日期	降价前门票 (元/人)	降价后门票 (元/人)	降幅
黄山	2018/9/28	230	190	17.4%
长白山	2018/10/1	125	105	16.0%
九华山	2018/9/28	190	160	15.8%
峨眉山	2018/9/20	185	160	13.5%
华山	2018/5/10	180	160	11.1%
海南南山	2018/10/1	121	108	10.7%
梵净山	2018/10/1	110	100	9.1%
乌镇东栅	2018/9/20	120	110	8.3%
乌镇东西栅联票	2018/9/20	200	190	5.0%

资料来源: 公司公告, 政府部门官网, 平安证券研究所

图表12 上市景区 2018 年十一假期及上半年客流量同比增速 (按增速排序)



资料来源: wind、公司公告, 公众号、官方网站、平安证券研究所

二、2018 年业绩前瞻:龙头业绩相对稳健，资产转让和减值事项较多

我们将社服行业细分为如下六个子行业，包括免税、旅游、景区、酒店、餐饮、人力，一共 32 家上市公司，其中免税、人力各一家上市公司，出境游、餐饮各三家上市公司，景区、酒店上市公司数量较多。

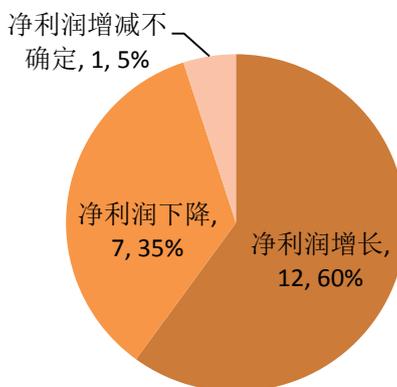
图表13 平安证券研究所社服子行业标的

子行业	个股
免税	中国国旅
出境游	腾邦国际、众信旅游、凯撒旅游
景区	宋城演艺、中青旅、长白山、大连圣亚、国旅联合、三特索道、云南旅游、天目湖、丽江旅游、黄山旅游、新智认知、张家界、峨眉山 A、九华旅游、桂林旅游、曲江文旅、西安旅游、三湘印象
酒店	首旅酒店、锦江股份、大东海 A、金陵饭店、华天酒店、岭南控股
餐饮	广州酒家、全聚德、西安饮食
人力	科锐国际

资料来源: wind, 平安证券研究所

截止目前，32 家上市公司中，已经有 20 家上市公司披露了 2018 年业绩预告。从业绩增长情况看，12 家业绩确定增长，占比 60%；7 家确定下降，占比 35%；还有 1 家业绩增长或下降不确定。从业绩盈亏情况看，有 3 家出现亏损，其他 17 家均为盈利。

图表14 已披露 2018 年业绩预告的上市公司业绩增减情况数量分布



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

从细分子行业来看，各行业表现不一，龙头业绩相对稳健：

- **免税、景区、人力业绩表现相对较好。**其细分行业龙头均实现由主营业务增长带来的净利润增长，包括免税龙头中国国旅（24%）、人工景区龙头宋城演艺（15%-30%）、人力龙头科锐国际（35%-60%）。
- **出境游上市公司业绩分化。**其中龙头众信旅游 2018 年业绩出现大幅下降，预计归母净利润同比下降 75%-85%，主要是受泰国普吉岛沉船、印尼巴厘岛火山爆发等事件负面冲击，以及商誉减值的影响。但出境游新秀腾邦国际通过实施“大交通+核心目的地”战略，受益于新兴目的地俄罗斯的旅游业务崛起，2018 年业绩取得正增长，归母净利润同比增长 10%-40%。

- 餐饮行业上市公司业绩表现较差。已披露业绩预告的两家餐饮行业上市公司 2018 年主营业务均不理想，其中西安饮食扭亏为盈主要原因是拆迁补偿。
- 酒店行业龙头锦江股份、首旅酒店未披露 2018 年业绩预告。但从 2018 年 3 季报情况来看（锦江股份、首旅酒店 2018 年 Q1-Q3 归母净利润增速分别为 23%、46%），预计 2018 年均能实现业绩增长。

从业绩影响因素来看，受经济增速下降影响：

- 只有 40%上市公司通过主营业务增长实现业绩增长。20 家上市公司中有 8 家上市公司业绩增长主要来自主营业务增长，数量占比 40%，具体包括中国国旅、岭南控股、桂林旅游、新智认知、宋城演艺、曲江文旅、腾邦国际、科锐国际。
- 有 20%的上市公司通过资产转让等方式实现业绩增长。有 4 家上市公司业绩增长主要来自非主营业务，数量占比 20%，包括三特索道、西安旅游、云南旅游、西安饮食，其中三特索道、西安旅游、云南旅游业绩增长主要来自转让资产，西安饮食业绩增长主要来自拆迁补偿款。
- 有 30%的上市公司计提了资产减值并对业绩造成负面影响。共有 6 家上市公司进行资产减值，在 20 家上市公司中数量占比 30%，减值事项包括商誉减值、应收款减值、长期股权投资减值，其中有 4 家计提了商誉减值，包括三湘印象、国旅联合、众信旅游、全聚德。

图表15 各细分子行业已披露业绩预告公司净利润及增速（按 2018 年净利润增速排序）

子行业	证券简称	归母净利润 (百万元)		同比增速		业绩说明
		下限	上限	下限	上限	
免税	中国国旅	3,148	3,148	24%	24%	业绩增长主要原因： 1、收购日上免税行（上海）有限公司。 2、巩固优化现有离岛免税业务。 3、开展首都机场和香港机场免税业务。
酒店	岭南控股	196	215	11%	21%	业绩增长的原因： 1、主营业务运营情况良好。 2、公司整体资产结构和财务状况稳健，人均劳效提升，共同影响公司净利润比上年同期实现增长。
	大东海 A	1	1	-77%	-67%	业绩下降主要原因是投资收益和营业外净收益较去年减少。
	华天酒店	-490	-350	-550%	-421%	业绩亏损的原因： 1、投资收益减少。 2、灰汤高尔夫项目被取缔而导致资产减值。
景区	三特索道	120	150	2081%	2627%	业绩大幅增长的原因： 1、转让咸丰坪坝营公司股权取得投资收益 13171 万元。 2、主要盈利子公司业绩增长。 3、关停并转部分子公司减少亏损。
	西安旅游	78	98	520%	628%	本期业绩预计扭亏为盈，主要原因系本期以 14,009.49 万元的价格转让公司所持有的西安草堂奥特莱斯购物广场实业有限责任公司 35% 的股权，影响本期合并报表投资收益增加 18,314.79 万元。
	云南旅游	460	490	543%	585%	业绩大幅增长的原因： 1、部分子公司业务转型导致营业收入和利润总额较上年同期下降。 2、为聚焦旅游主营业务，公司目前正在筹划转让世博兴云 55% 股权事宜，本次交易产生的净利润可能占公司最近一个会计年度经审计净利润的 100% 以上。
	桂林旅游	80	80	51%	51%	业绩增长的原因： 1、2018 年公司营业收入同比增长约 2.9%，总成本费用与上年同期相比基本持平，营业收入的增长大于总成本费用的增长。 2、2018 年度，公司营业外支出同比减少约 971 万元。

					3、2018 年度，公司投资收益同比增加约 612 万元。	
	新智认知	364	391	35%	45%	公司通过积极拓展智慧公安、雪亮工程业务，行业认知解决方案类业务量不断增加，公司盈利能力进一步提升。
	宋城演艺	1,228	1,388	15%	30%	业绩增长原因： 1、现场演艺板块：公司旗下各大景区，深入挖掘项目潜力，全方位升级改造各类软硬件设施，充分做好线上线下市场的整合，客源结构持续优化，市场占有率持续攀升。 2、数字娱乐板块：六间房连续 4 年业绩承诺均已超额完成。公司积极推动六间房与密境和风的战略重组，已于 2018 年年内完成首次交割。
	曲江文旅	75	77	21%	25%	业绩增长原因： 1、主营业务影响主要为公司 2018 年度下属大唐芙蓉园景区管理分公司等业绩较去年同期增加。 2、非经常性损益的影响主要为公司本期收到的政府补助等非经常性损益增加。
	丽江旅游	184	245	-10%	20%	业绩影响主要因素： 1、预计索道接待游客的数量将比上年同期有所增长其他业务保持稳定发展。 2、但根据《云南省物价局关于降低丽江玉龙雪山旅游客运索道价格的通知》，自 2018 年 10 月 1 日起公司玉龙雪山索道、云杉坪索道、牦牛坪索道执行新票价将对公司 2018 年度业绩产生影响。
	张家界	23	27	-66%	-60%	业绩大幅下降的原因： 1、非经常性损益较同期大幅减少。 2、受国家政策影响，国有重点景区门票票价进行了降价调整。 3、2017 年末处置游客中心等 5 家子公司股权后本期减少相关公司亏损 1333 万元。 4、因大庸古城项目专项借款利息资本化及流动资金借款规模下降导致公司财务费用利息支出同比减少约 1400 万元。
	三湘印象	-320	-320	-221%	-221%	业绩亏损的原因是： 1、报告期内重要子公司业绩下降。 2、产生减值迹象可能计提商誉减值。
	国旅联合	-88	-72	-372%	-323%	业绩亏损主要原因： 1、预计计提商誉减值 3,700 余万元。 2、对其他应收款债务计提减值 1,700 余万元，对长期股权投资计提减值 500 余万元。 3、2018 年度公司投资收益仅为 1,300 余万元，较上一年度减少 7,600 万元。
出境游	腾邦国际	312	397	10%	40%	业绩增长主要原因： 1、公司在渠道端和资源端快速布局，运营的国际航线及出境游产品持续增加，旅游业务显著增长。 2、公司在机票业务方面借助上游优势资源及销售优势，业绩进一步提升。此外，旅游金融业务平稳发展。 3、预计 2018 年度非经常性损益对公司净利润的影响金额约为 13,100.00 万元。
	众信旅游	35	58	-85%	-75%	业绩大幅下降的主要原因： 1、受泰国普吉岛沉船、印尼巴厘岛火山爆发等事件对东南亚目的地的影响，公司 2018 年净利润下降 1 亿元左右。 2、公司子公司北京开元周游国际旅行社股份有限公司、ActivoTravel GmbH（德国跃动旅游公司）、上海悠哉网络科技有限公司等公司经营业绩不及预期，公司判断其存在商誉减值风险，计划计提商誉减值准备 6000 万元至 9000 万元。
餐饮	西安饮食	12	15	202%	232%	1、业绩可能扭亏为盈，主要原因是公司将完成所属分公司桃李村饭店房屋的拆迁补偿工作。 2、公司拟计提资产减值准备共计人民币 5,545,262.22 元，占公司最近一个会计年度经审计净利润的 10% 以上。
	全聚德	82	122	-40%	-10%	业绩下降的原因： 1、受餐饮市场影响，公司第四季度营业收入未达预期目标，导致

						企业盈利能力有所下降。
						2、由于公司相关企业存在商誉减值风险，基于谨慎性原则，公司计划在年末对上述商誉计提相应的商誉减值准备。
人力	科锐国际	100	119	35%	60%	业绩大幅增长的原因： 1、通过技术赋能公司业绩在年度内持续增长，其中 2018 年 7 月 1 日起重组标的 Investigo Limited 纳入合并范围，可归属于母公司净利润约 800 万元。 2、预计 2018 年度非经常性损益对净利润的影响金额约 1,270 万元，2017 年度非经常性损益对净利润的影响金额为 448.66 万元。主要系公司在 2018 年收到政府补贴所致。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、投资建议

行业投资建议：受经济增速下降影响，社服行业盈利增速也下降且预期不乐观，其中：酒店行业入住率下降，预计 2019 年将传导至 RevPAR；景区客流量下降，叠加国有景区门票下调的影响，2019 年难见起色；出境游整体降温，静待回暖。据此，维持行业“中性”投资评级。

投资主线：在经济增速下行背景下，我们建议投资以防守为主，重点关注行业受经济周期影响不大、经营稳健、财务健康的企业；对于具备较好成长型的企业，可能穿越周期，我们建议跟踪并关注其风险的释放带来的投资机会。

1、**稳健角度，推荐中国国旅。**中国国旅为免税绝对龙头，奢侈品消费受经济增速下降影响不大，叠加引导境外消费回流的政策红利，免税行业仍将逆周期保持较快增长，中国国旅将充分受益。

2、**成长角度，关注宋城演艺、腾邦国际、新智认知。**

■ **宋城演艺：**2018-2020 年有 9 个项目将陆续落地，有望保持盈利高增长，穿越经济周期。但需要关注其高额商誉的减值风险和六间房重组进展。

■ **腾邦国际：**通过在俄罗斯等增长迅速的新兴市场布局资源，实现出境游业务的逆势增长，但其现金流风险为压制股价的主要原因，目前公司可能迎来政策支持带来的风险释放下的投资机会，包括：a) 福田投控战略入股和现金支持；b) 计划发行 8.5 亿可转债，其中 5.9 亿用于回购股份；c) 高管大笔增持股份。

■ **新智认知：**海洋旅游第一股，转型“认知+旅游”双主业。旅游业务剥离亏损资产，聚焦 3 条航线，且 3 条主要航线业务均迎来向好趋势。认知业务技术实力强大，聚焦智慧公安，依托股东新奥集团的市场资源，有望迎来快速增长。

图表 16 盈利预测和估值

股票名称	股票代码	股票价格	EPS				P/E				评级
			2019/2/9	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	
中国国旅	601888.sh	54.50	1.30	1.61	2.31	2.79	42.0	33.8	23.6	19.5	推荐
宋城演艺	300144.sz	19.94	0.73	0.92	1.00	1.06	27.3	21.8	19.9	18.8	推荐
腾邦国际	300178.sz	7.63	0.50	0.62	0.81	0.99	15.3	12.4	9.4	7.7	推荐
新智认知	603869.sh	15.52	0.77	1.08	1.30	1.56	20.2	14.4	11.9	9.9	推荐

资料来源：wind，平安证券研究所

备注：其中中国国旅 2018 年取业绩预告数据，宋城演艺取 wind 一致预期数据

四、风险提示

- 1、政策风险。主要包括免税专营政策变化、签证政策变化风险。口岸进境免税店通过招标方式确定经营主体，进境免税业务的争夺进入了市场化阶段，免税行业面临国家免税专营政策逐步放开的风险、签证政策变化的风险，给免税企业预期经营收益带来不确定性。如果签证政策收紧，可能影响免税和出境游业务。
- 2、汇率风险。主要影响免税行业和出境游行业。免税行业大量商品为进口商品，如果人民币贬值，则免税企业采购成本就相应增加，对企业盈利造成不利影响。汇率变动也对出境游业务造成影响，如果人民币相对主要目的地国货币贬值，则出境游成本会增加，从而降低游客出境游意愿。
- 3、商誉减值风险。在经济不景气阶段，被收购的企业盈利能力可能相应下降，现金流或经营利润持续恶化或明显低于形成商誉时的预期，特别是被收购方未实现承诺的业绩，从而加大商誉减值的风险。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033