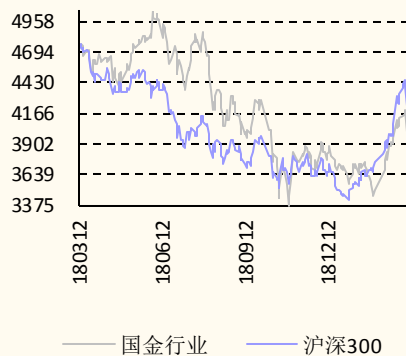


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金社会服务业指数	4007.47
沪深300指数	3657.58
上证指数	2969.86
深证成指	9363.72
中小板综指	9323.30



相关报告

1. 《摩擦性的就业困难与新增100万高职招生——教育体系改革方向已...》，2019.3.5
2. 《澳门博彩行业深度研究-博彩下行判断需辩证，龙头企业表现仍可观》，2019.3.4
3. 《2019教育行业周报第9期:18全年教育事业发展基本情况公布...》，2019.3.4
4. 《旅游餐饮行业周报-澳门博彩收入1-2月下滑0.5%，酒店受春...》，2019.3.3
5. 《2019教育行业周报第8期:希望教育&宝宝树集团3月11日将...》，2019.2.24

楼枫焯

分析师 SAC 执业编号: S1130517090005
(8621)60933978
louffy@gjzq.com.cn

卞丽娟

分析师 SAC 执业编号: S1130518080001
bianlijuan@gjzq.com.cn

中免拟中标大兴机场两大免税标段，越南市场1-2月表现低迷

本周行情回顾

■ 本周沪深300指数上涨-2.46%，CS餐饮旅游上涨-3.77%至6772.341，排名第二十七名。其中免税板块涨幅-7.6%，出境游涨幅0.7%，餐饮板块涨幅-1.9%，主题景区涨幅-0.5%，传统景区涨幅1.4%，酒店板块涨幅-4.9%。

行业点评

■ 行业数据层面——18年旅游各个细分板块表现出现分化，国内免税消费增长较快，越南1-2月表现较为低迷。

1) 19年1月内地赴香港游客554.29万人/+34.8%，2月内地赴越南游客51.64万人/+6.8%，1-2月越南接待游客89万人次/-1%，春节旺季下越南市场接待表现较为低迷。

■ 中国国旅全资子公司拟中标北京大兴机场烟酒及香化标段，年保底经营费分别为2.3/4.16亿元，扣点率分别为49%/46%，经营期限为10年。

1) 大兴机场为北京首都机场、南苑机场以外的北京第三个机场，预计19年9月底正式投入运营，预计2021年旅客吞吐量可达4500万人次，到2025年北京大兴国际机场基本实现7200万人次旅客吞吐量的目标。北京首都国际机场将在2020-2015年通过“提质增效”改造计划，实现旅客吞吐量8200万人次目标。北京首都机场旅客吞吐量10098.3万人次/+5.4%，其中出入境吞吐量达到2685万，出入境占比达到26.59%。首都机场T2标段面积为3602.65平方米，T3标段面积为11400.15平方米。按照北京首都机场两大标段的扣点率分别为47.5%和43.5%来看，大兴机场烟酒食品、香化精品等标段扣点率分别为49%及46%，参考烟酒及香化的免税毛利率超过60%来看公司在大兴机场的扣点率属于正常水平。

2) 对标两大机场的吞吐量和经营面积来估算，大兴机场一年能够录得免税销售额约为20-25亿元，按照烟酒段49%及香化段46%的扣点率来估算大兴机场正常营业后预计两大标段能够增厚公司免税业绩约为0.6-1亿元。

■ 估值层面——整体估值回落至历史低枢，分板块来看，免税板块及景区仍存在投资机会。建议关注商誉及现金流风险，重视公司的ROE。

1) 出境游估值较为合理，酒店或被低估。出境游行业增速10%-15%的情况下，估值相对合理。酒店板块估值或被低估，首旅的估值已回归到收购如家之前的水平（2016/4开始并表）。从酒店经济型向中端转型以及加盟比例的提升长逻辑角度来看，酒店板块仍存在投资机会。

2) 景区外延拓展进展慢，门票收入受政策抑制，宋城通过异地复制和轻资产模式能够穿越周期。对照宋城演艺明年的新项目扩张节奏，2019年的业绩情况是投资的最好时段。

3) 中免国内免税垄断地位加强，海南离岛免税政策调整落地。短期因恐慌情绪、外资流出影响以及经济下滑对免税市场的影响存在风险，19年离岛免税政策在额度及适用人群的放开将直接受益于公司，长期来看公司在市内免税店、国际化扩张以及国产品退税等方面均有望实现政策和业绩的高表现。

推荐标的

■ 中国国旅、宋城演艺

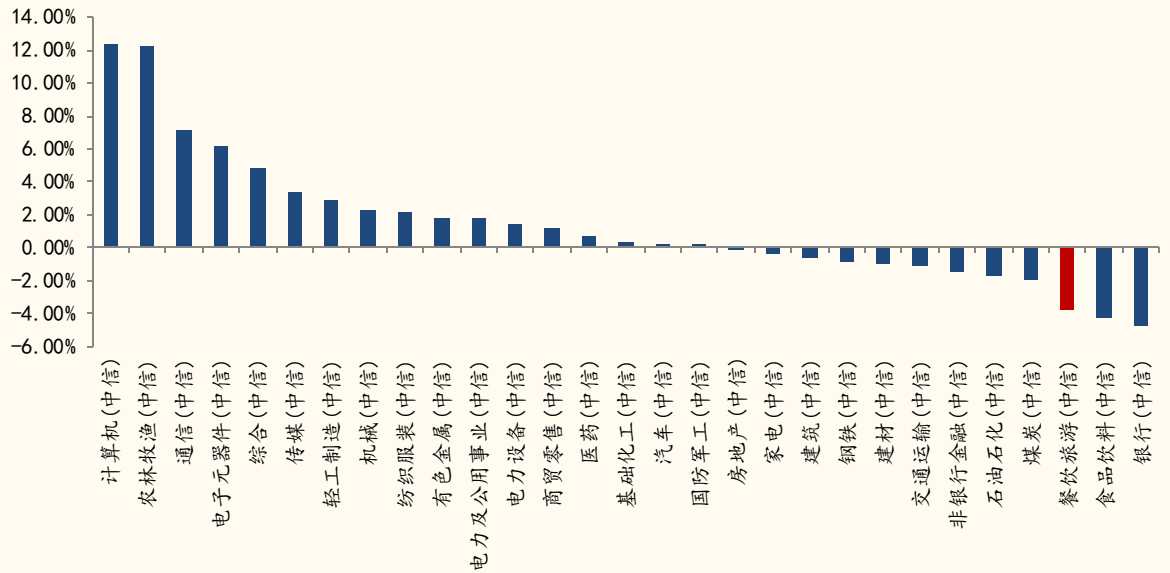
风险提示

■ 极端天气及不安全因素发生；宏观经济增速放缓；旅游行业负面政策出台；业绩不及预期的情况出现。

1、本周旅游行业板块市场表现 (2019.3.4-2019.3.10)

- **板块表现:** 本周沪深 300 指数上涨-2.46%，CS 餐饮旅游上涨-3.77%至 6772.341，排名第二十七名。其中免税板块涨幅-7.6%，出境游涨幅 0.7%，餐饮板块涨幅-1.9%，主题景区涨幅-0.5%，传统景区涨幅 1.4%，酒店板块涨幅-4.9%。

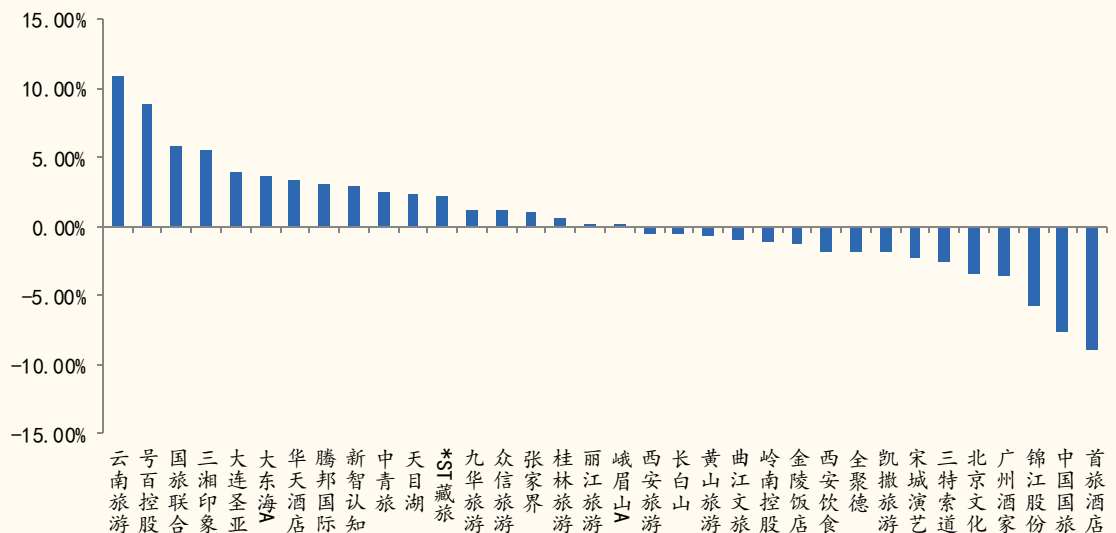
图表 1：本周各一级行业版块涨跌幅情况 (2019.3.4-2019.3.10)



来源：wind、国金证券研究所

- **个股表现:** 个股中涨跌幅前三名的是：云南旅游 (10.91%)、号百控股 (8.89%)、国旅联合 (5.80%)。本周涨跌幅后三名个股为：锦江股份 (-5.68%)、中国国旅 (-7.60%)、首旅酒店 (-9.01%)。

图表 2：本周餐饮旅游板块市场表现 (2019.3.4-2019.3.10)



来源：wind、国金证券研究所

2、各细分板块的观点分享及数据跟踪

2.1 免税板块：国内消费回流决心依旧，免税仍存在开放空间（买入评级）

- **行业核心观点：**免税行业当下所面临的主要是政策的受限、区域布局的不充分以及机场店的高成本问题，这一系列问题均可随着未来政策的预期开放和后续发展市内免税店等动作所解决。国内目前免税布局主要集中在机场免税店和离岛免税店，充分挖掘游客在机场的消费能力，还未打造市内游玩消费中的购物需求。同时 2018 年底离岛免税政策的放开（额度及适用人群）将在 19 年全面体现。18 年业绩快报来看三亚免税店及上海北京机场的免税销售额增长较快，目前中国免税领域的起步较晚，同时国家对此逐步鼓励和完善制度规则，政策和需求较为强劲，能够收获较高的行业增长。中免收购日上后几乎垄断国内免税市场，能够在采购和定价上存在议价权。
- **事件跟踪：**北京大兴国际机场国际区免税业务招标项目公示中标候选人。其中，第一标段：烟酒、食品标段，中标候选人第一名为中免，基准年保底经营费：2.3 亿元，销售额提取比例：49%，经营期：10 年。第二标段：香化、精品标段，中标候选人第一名为中免，基准年保底经营费：4.16 亿元，销售额提取比例：46%，经营期：10 年。
- **关注标的：**中国国旅

2.2 酒店板块：2019 年受宏观经济影响将存在景气度的调整，但内部酒店升级的进程将继续（增持评级）

- **核心观点：**酒店板块通过内部结构升级跨越经济周期，中端酒店布局及经济性酒店的升级改造能够维持酒店 RevPar 高增长：酒店板块投资逻辑分为两个阶段，第一是在 17 年受国内投资拉动下，酒店板块作为宏观经济强相关性行业能够获得经营数据的优异表现，兑现到业绩层面出现几何级的传导，入住率和平均房价均能够有较高的增长。第二是 18 年开始对于中端酒店的重点布局和经济型酒店的升级改造，通过内部酒店的升级来迎合消费者的入住需求，从需求和供给角度共同推动酒店的结构化转变。从 2018 年的数据来看不论是锦江、华住还是首旅在新开业酒店中中高端酒店占比超过 80%，存量经济型酒店的升级带动了房价提升，同时随着中端酒店占比提升实现整体 Revpar 的高增长。19 年酒店板块中端化之路将延续，通过加盟形式实现快速扩张。
- **关注标的：**锦江股份、首旅酒店、华住酒店

2.3 出境游板块：18 年出国游市场在消费疲软和外部不安全事件影响下预期增速为 10%-15%，19 年有望回升（增持评级）

- **行业核心观点：**2018 年上半年的出境游国家数据乐观能够从各个目的地的月度数据能够进一步佐证，但从下半年开始，由于 7 月泰国发生沉船事件、日本台风、印尼海啸叠加外部中美贸易战及人民币贬值、内部居民消费意愿下降导致目的地表现出现分化，其中泰国目的地从 7 月开始出现两位数的数据下滑，日本 8 月起增速下滑至个位数，新加坡、越南的内地游客增速下半年放缓明显，欧洲表现较为平稳未出现较大的外部负影响。从微观数据在下半年的表现来看出国游遭遇到多个外部及内部负面因素对于行业影响较大，目的地和国内消费者均需要一段时间来进行调整，密切关注多个权重目的地在 19 年的月度表现，把握市场的拐点。随着行业的市场增速回归正常和规模提升后对于利润率的追求，旅行社从批发业务往零售业务拓展实现批零一体化是必然趋势。在 C 端的客流培养同时，对于上游的延伸也是提升利润率和产品议价的主流方式。市场从过去的高景气度回落后龙头企业的市占率将逐步提升，通过掌握上下游资源来提高盈利性和议价能力，服务和品牌溢价进而显现。
- **跟踪数据：**1) 19 年 1 月内地赴香港游客 554.29 万人/+34.8%。2) 19 年 2 月内地赴越南游客 51.64 万人/+6.8%。
- **关注标的：**凯撒旅游、众信旅游

2.4 博彩板块：博彩受到内地经济下行影响，短期影响较大（增持评级）

- **核心观点：**1) 从澳门政策及交通改善和公司基本面的角度来看，中场业务与访澳过夜游客之间的关联性较强，随着澳门交通设施的完善（1、氹仔码头 2017 年 6 月 1 日正式启动；2、港珠澳大桥 10 月 24 日通行。3、广珠城轨横琴延长线预计 2018 年完工。未来横琴站将与澳门轻轨对接，实现珠海与澳门之间的无缝换乘。4、澳门本地轻轨 2008 年开始动工，预计 2019 年完工。5、青茂口岸（粤澳新通道）预计在 2019 年完成建设。）将带动游客人次的增长，同时澳门多家高端酒店的开业能够满足游客的过夜需求，过夜游客人次的高增长能够对冲资本管制对于中场业务的影响。2) 高端中场以及 VIP 业务与内地的经济尤其是大宗商品和房地产的发展关联性较强，内地经济下行将影响澳门 VIP 业务的增长，中端酒店长期来看因外部交通改善和酒店供给增加的影响存在结构性机会。
- **关注标的：**银河娱乐、金沙中国、新濠国际发展

2.5 传统景区板块：高铁开通及费用管控是内生业绩提升的源动力（增持评级）

- **核心观点：**传统景区背靠优质资源，在旅游需求升级的情况下积极改革求变的标的将是未来的布局重点：旅游需求发展至今，节假日制度和景区容量受限影响到游客的体验，旅游需求逐步个性化。传统景区的接待能力瓶颈和淡旺季的差异明显导致增速放缓明显，在这样的前提下短期来看从内部经营着手来实现业绩增长的公司存在投资价值，长期来看从内部经营和外延扩张两者同时着手的公司更具有长期投资属性。
- **关注标的：**黄山旅游、峨眉山 A

2.6 主题景区板块：从传统景区向休闲景区是未来的必然趋势（增持评级）

- **核心观点：**上市公司内生业绩良好，景气度和增长能力值得肯定，但需要提示一些经营层面以外的风险：从目的地产品特点上来看上市公司的主题公园可以分成两类：第一类是以中青旅的古北水镇和乌镇、宋城演艺的千古情为主的项目，围绕自然景区和人文景区，打造特色度假产品、旅游演艺等产品类型；另一类是以海洋主题公园为核心的大连圣亚和海昌海洋公园。主题公园的打造要经历从无到有的过程，能够上市的主题公园项目的景气度和 IP 属性相对较强，具备异地扩张的能力，同时国内的主题公园消费需求强劲，拥有强 IP 属性的主题公园能够有集聚效应。
- **关注标的：**中青旅、宋城演艺、海昌海洋公园

3、一周公司重要公告

【新智认知】公司 19.1.24 股份回购计划进展情况：已累计回购 9,500 股，占目前总股本的 0.0027%，成交的最高价&最低价为 19.50 元/股&17.82 元/股，支付的总金额为 17.397 万元。

【云南旅游】公司收到证监会核发的《中国证监会行政许可申请恢复审查通知书》，其认为该申请符合恢复审查条件，决定恢复对公司本次重大资产重组行政许可申请的审查。

【众信旅游】公司为全资子公司优耐德（北京）7,000 万元债务提供保证担保。

【携程】携程 18 年全年盈利 11.12 亿/-48.09%，净营收 310 亿/+15.63%。其中，18Q4 净营业收入为 76 亿/+22%。截至 18 年 12 月 31 日，携程全年住宿预订收入为 116 亿/+21%。全年交通票务营收 129 亿，其中，18Q4 交通票务营收 34 亿/+17%。另外，全年旅游度假业务营收 38 亿/+27%。全年商旅管理业务营收 9.81 亿/+30%。

【三湘印象】公司控股股东三湘控股质押 6200 万股，至此，其累计质押的股份数为 2.49 万股，占其持有股份的 88.03%，占总股本的 18.17%。

【天目湖】1)18 年归母净利润为 1.03 亿元/+22.18%；营收为 4.89 亿元/+6.24%；基本每股收益为 1.29 元/-0.77%。18 年度拟 10 转 4.5 派 7.5 元。2)公司本次拟发行可转换公司债券募集资金总额为不超过人民币 30,000 万元（含 30,000 万元）。3)公司决定将天目湖御水温泉二期项目募集资金投资项目的实施期限延长至 2019 年 12 月。

4、一周行业新闻

■ 奥地利：去年中国游客超 97 万，维也纳最受欢迎

统计数据显示，18 年年共有 973,000 名中国游客来到奥地利。与 2017 年相比，增长了 8%。值得注意的是，在过去 10 年里，奥地利接待的中国游客数量增长了六倍。住宿量增长了 10%，达到 140 万。

官方消息称，在住宿业领域，奥地利首都维也纳最受中国游客喜欢，住宿量约占中国游客的 36%，其次是占比 26% 的蒂罗尔和占比 15% 的萨尔茨堡。此外，上奥地利州和克恩顿州的住宿量也有大幅增长。

统计数据还显示，中国游客中有 56% 的人选择入住奥地利的 4 星 / 5 星酒店，在维也纳甚至达到 78%。（来源：品橙旅游）

■ 阿尔巴尼亚再次对中国实行旅游旺季免签

阿尔巴尼亚外交部 5 日宣布，在 2019 年旅游旺季给予中国等 8 个国家免签证待遇。

根据阿尔巴尼亚部长会议的决定，中国、俄罗斯、沙特阿拉伯、白俄罗斯、卡塔尔、阿曼、泰国和巴林 8 个国家的公民可以免签证进入阿尔巴尼亚旅游。其中，对中国公民的免签有效期为 2019 年 3 月 1 日至 10 月 31 日；对其他 7 国公民的免签有效期为 2019 年 4 月 1 日至 10 月 31 日。

据统计，2018 年访问阿尔巴尼亚外国人数量达近 600 万人次，同比增长 15.8%。2018 年旅游旺季来阿中国游客人数较 2017 年增加 65%。（来源：新旅界）

■ 印尼 16 省区烟霾天气多发，领馆提示游客加强防范

据印尼当地媒体报道，近期包括廖内、南苏门答腊、占碑、亚齐、明古鲁等印尼 16 个省区被列为林火高危区。由于干旱、烧芭导致林火和烟霾频发，空气污染加重，影响当地民众身体健康和正常出行，廖内省救灾局已宣布该省进入紧急状态。

驻棉兰总领馆提示领区中国公民提高安全防范意识，避免前往易发生林火地区，关注当地空气情况，加强自我防护，如遇身体不适，请及时就医。（来源：品橙旅游）

■ 为增加中国游客消费，日本免税店 Laox 计划推出预约取货服务

日本免税商店商乐购仕（Laox）最早将在 3 月起支持在线下单，线下提货。

该项服务主要针对中国游客，即通过阿里巴巴旗下的飞猪等旅游网站预约商品，使用支付宝付款后的一个月前前往日本，在他们指定的门店提货即可。到店后，出示手机预约页面和护照，取走商品，完成免税购物。

根据该报道，乐购仕计划从化妆品和美容家电等 100 种商品试行，再扩大至 5000 多种商品。目前乐购仕在日本北海道、东京、关西、九州等城市共有 38 家门店，是日本主要的免税店之一。创办于 1930 年的乐购仕，虽然以家电起家，但 2009 年被苏宁收购时在日本家电市场比例不足 1%，近年来免税商品销售才是它组要的收入构成。2017 年乐购仕整体销售额 642 亿日元（约 38.37 亿元），其中 75% 来自免税商品销售。（来源：新旅界）

5、投资策略组合

- **中国国旅**：公司内生业绩将受益于三亚海棠湾免税店的内生业绩增长毛利率的提升，行业方面将受益于离岛免税额度的开放以及未来在市内免税店领域的布局：1) **三亚海棠湾免税店的业绩提升**：三亚旅游市场因环境优势及市场整顿成效显著，景气度不断提升。同时海棠湾地区的高端酒店及娱乐设施将在 2017-2019 年集中爆发，海棠湾地区的娱乐设施的完善将提高免税店的人次。2) **毛利率的提升**：公司竞标获得了多个机场(首都机场、香港机场、白云机场、上海机场等)的免税店经营权，规模提升实现毛利率的提升。同时参股日上能够改善公司的采购渠道，受到品类毛利率不同的影响，免税业务有望在未来三年毛利率从 45%提升到 55%。3) **市内免税店牌照的运用**：中免集团拥有北京、上海、大连、青岛和厦门的五个市内免税店牌照，开设市内免税店有望延续三亚免税店的经营模式。同时能够捕捉境外游客以及内地待出国游客，符合国内促进消费的政策倾向。4) **不考虑海免影响和剥离旅行社业务产生的投资收益的情况下，18E-20E 业绩为 31.5/41.8/51 亿元，增速为 24%/33%/22%，EPS 分别为 1.6/2.1/2.6 元，PE 分别为 37/28/23 倍，维持买入评级。**

- **宋城演艺**：1) 线下存量景区培育成熟，仍能维持 10%的客流增速，依赖团散比改善和票价提价改善景区业绩。2) 增量轻资产输出兑现公司品牌溢价能力。目前公司共有三个轻资产项目，每单一次性管理费兑现都超过 2 亿，这部分服务收入和景区经营收入 20%的管理收入能够为公司带来新的业绩增长点。3) 六间房分配交割资产重组后消除商誉风险，19 年能够通过资产重组获得约 5.7 亿元投资收益，重组后公司持有六间房和花椒重组的新公司 30%股权。4) 18-20 年将开业桂林、西安、上海、张家界，新开业项目体量能够实现公司利润翻番。5) **不考虑新开重资产项目 18E-20E 业绩为 13.55/18.48/17.56 亿元，增速 27%/36%/15%**。从公司内生发展来看，不考虑六间房的业绩及投资收益并表情况下公司未来三年 18-20E 线下景区能够实现业绩为 9.2/12.38/15 亿元，增速为 19%/35%/19%，对应 PE 为 34/25/20 倍，维持买入评级。

6、未来一周大事提醒

图表 3：未来一周大事提醒

时间	具体内容
3月14日	华住(HTHT): 年报预计披露日期

来源：wind、国金证券研究所

7、风险提示

- **极端天气及不安全因素发生**：从景区角度来看，交通利好是带动客流量的主要因素，而极端天气和不安全因素则是影响游客意愿的主要负面影响。2016年厄尔尼诺现象的产生导致整个旅游板块尤其是景区细分领域的业绩表现较弱。
- **宏观经济增速放缓**：旅游活动作为基本需求满足后的精神需求层面，需要在经济达到一定水平的情况下才会发生，当经济放缓会导致居民的出境需求和意愿下降。
- **影响旅游行业的负面政策出台**：旅游行业的政策指导性较强，尤其在免税及出境游板块。负面政策的出台对板块存在限制发展的可能。
- **业绩不及预期的情况出现**：旅游板块发展至今跟行业的长期趋势产生一二级的差异，16-17年的业绩尤其是景区板块的业绩存在一定的低预期情形。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

评级高于 C3 级(含 C3

级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH