

# 旅游综合

## 当前时点为何继续看好餐饮旅游板块？

### 多项政策利好释放助推行业发展：

第一，国务院办公厅调整 2019 年劳动节假期安排，5 月 1 日至 4 日放假调休，假期时长延长至 4 天。第二，近日国家发改委发布《关于持续深入推进降低重点国有景区门票价格工作的通知》。第三，国家移民管理局通报，自 4 月 1 日起中华人民共和国普通护照、往来港澳通行证、往来台湾通行证等出入境证件实行“全国通办”。第四，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于以 2022 年北京冬奥会为契机大力发展冰雪运动的意见》。

**社会服务板块有望迎来板块轮动下的补涨行情。**2019 年初至今，餐饮旅游（中信）涨幅 22.22%，相对其他各行业涨幅居后，随着市场风险偏好提升，整体市场估值修复，未来滞涨行业有望形成新一轮补涨行情。

**目前行业估值尚处历史低位。**在 2018 年下半年国有景区门票下调、泰国沉船等境外旅游意外事件频发、整体经济环境增速放缓扰动下，出境游、景区、酒店等细分行业估值普遍调整，目前整体行业估值尚处历史较低水平，低估值优势凸显。

随着国内消费市场企稳，市场风险偏好提升下板块轮动，在低基数低估值背景下，整体社会服务板块有望迎补涨行情，我们建议关注具有一定核心竞争壁垒行业细分龙头，建议关注【首旅酒店】、【锦江股份】、【华住酒店】、【中青旅】、【科锐国际】、【中国国旅】、【众信旅游】、【腾邦国际】、【海底捞】。

**风险提示：**宏观经济下行风险、政策推进不及预期

证券研究报告

2019 年 04 月 02 日

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《旅游综合-行业点评:《完善促进消费体制机制实施方案》下的旅游新看点》 2018-10-17
- 2 《旅游综合-行业点评:上海加快免税建设，市内免税或迎落地春天》 2018-05-09
- 3 《旅游综合-行业点评:海南旅游新政：免税、酒店、自贸区等多项利好，旅游产业迎量质齐升》 2018-04-16



### 多项政策利好释放助推行业发展：

**第一，国务院办公厅调整 2019 年劳动节假期安排，5 月 1 日至 4 日放假调休，假期时长延长至 4 天。**随着我国旅游产业快速发展，旅游供需上的时空错配问题也逐步凸显，我国法定假期相对分散，假期稀缺性导致居民出游较为集中，18 年十一黄金周出游人次增速首次将低于 10% 以下也一定程度体现景区等景观因假期游客出游高峰承载量制约问题，此次五一假期的延长，将进一步刺激游客出行意愿，带动旅游目的地经营，促进我国旅游产业合理化发展及高效化运营。

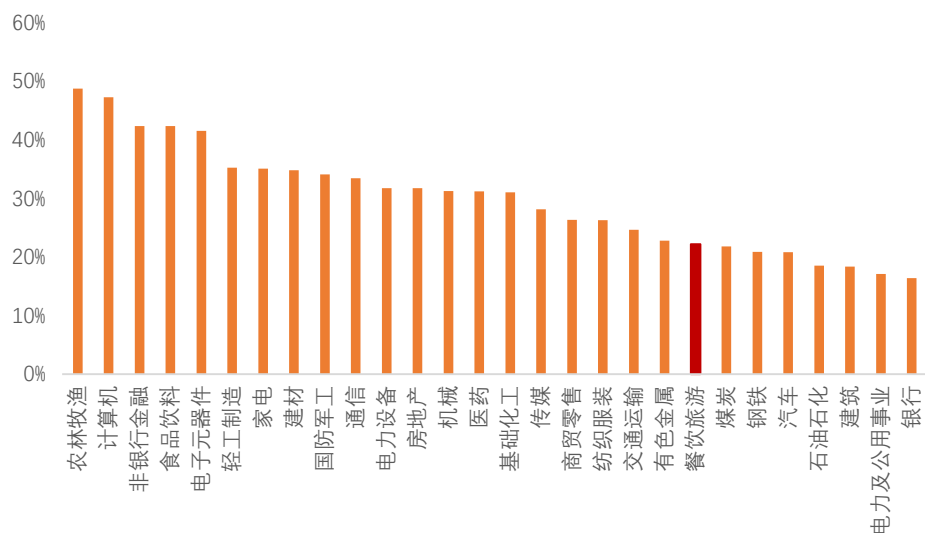
**第二，近日国家发改委发布《关于持续深入推进降低重点国有景区门票价格工作的通知》，**推进更大范围降价，推动更大力度降价，并要求确保降价取得实效，不得只降低淡季价格，不降低旺季价格。景区二次降价倒逼公司经营转型，丰富景区内容以提升附加值，长期来看将利好景区行业发展。

**第三，国家移民管理局通报，自 4 月 1 日起中华人民共和国普通护照、往来港澳通行证、往来台湾通行证等出入境证件实行“全国通办”，**内地居民可在全国任一出入境管理窗口申办各类出入境证件，申办手续与户籍地一致，并将同步上线国家移民管理局政务服务平台 24 小时在线服务。出入境证件办理更加简便灵活，提振居民出境游热情。

**第四，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于以 2022 年北京冬奥会为契机大力发展冰雪运动的意见》，**提出全力推进北京冬奥会、冬残奥会备战工作，并大力普及群众性冰雪运动，加快冰雪产业发展。此举有望激发国民对冰雪运动的热情，提高冰雪运动普及度，并利好冰雪产业相关的冰雪旅游、冰雪竞赛及冰雪装备制造等行业的发展。

**社会服务板块有望迎来板块轮动下的补涨行情。**2019 年初至今，餐饮旅游（中信）涨幅 22.22%，相对其他各行业涨幅居后，随着市场风险偏好提升，整体市场估值修复，未来滞涨行业有望形成新一轮补涨行情。

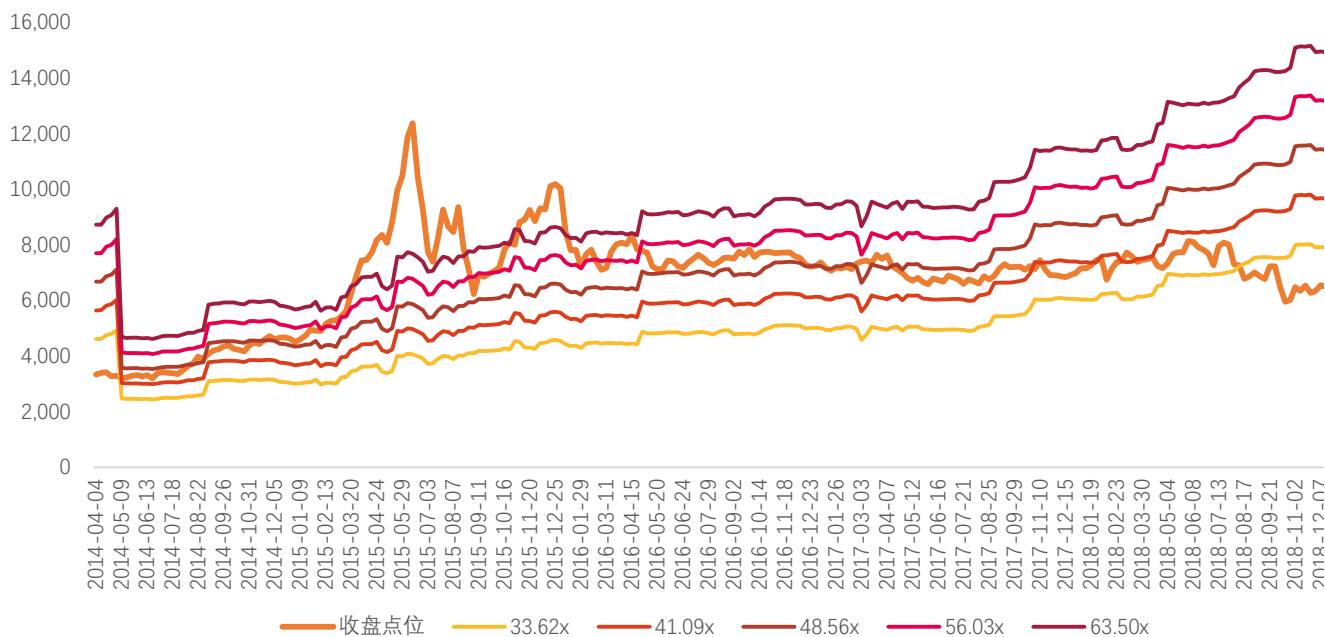
图 1：餐饮旅游板块年初至今涨幅居后



资料来源：Wind，天风证券研究所

**目前行业估值尚处历史低位。**在 2018 年下半年国有景区门票下调、泰国沉船等境外旅游意外事件频发、整体经济环境增速放缓扰动下，出境游、景区、酒店等细分行业估值普遍调整，目前整体行业估值尚处历史较低水平，低估值优势凸显。

图 2：餐饮旅游板块估值处于历史低位



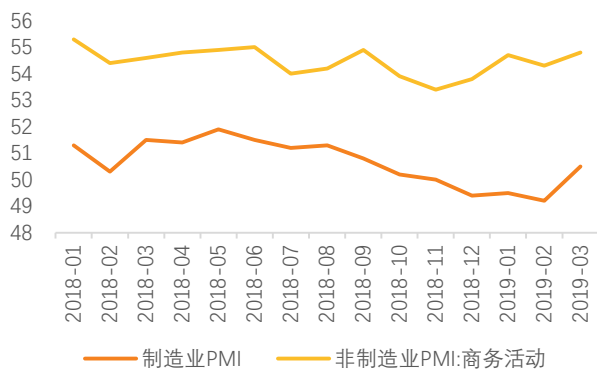
资料来源: Wind, 天风证券研究所

随着居民出行方式、出行时间改善,在政策释放明显向好信号背景下,社会服务板块在低估值下有望迎来补涨行情,推荐关注社会服务板块行业空间相对广阔、稳定增长的细分行业龙头,我们建议关注短期边际改善下酒店、出境游、餐饮及中长期免税、人力资源板块投资机会。

### 【酒店板块】

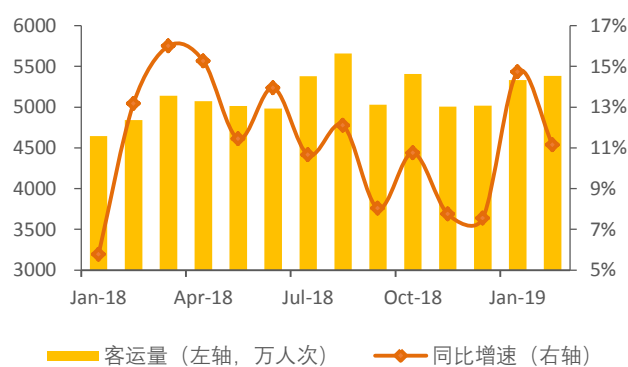
**相关经济指标 PMI 及航空客运量回暖反映酒店行业向好。** PMI 指数与酒店行业经营指标存在较强相关性,从数据来看,制造业 PMI 3 月企稳回暖趋势显著,重新站上荣枯线;非制造业 PMI (商业活动)自年初起就呈现回暖态势,PMI 指数向好是对近期酒店行业经营表现改善的积极信号。同时,从民航客运量增速来看,2019 年 1、2 月相对 2018 年回暖明显,预期酒店入住情况亦呈向好趋势。

图 3: 3 月 PMI 指数显著回暖



资料来源: Wind, 国家统计局, 中国物流与采购联合会, 天风证券研究所

图 4: 1-2 月航空客运量改善

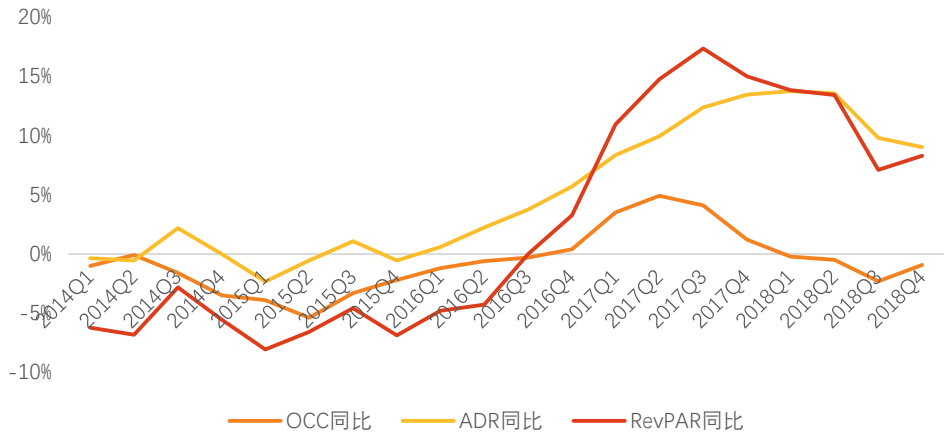


资料来源: 民航局, 天风证券研究所

**锦江 2 月、华住 Q4 数据表现较好。** 锦江近日公告 2 月经营数据简报, 境内酒店 RevPAR 同比增长 8.05%, 出租率下降 0.37pct 降幅收窄, 整体经营数据呈现企稳回暖趋势。华住

日前公告 18Q4 及全年财务数据，Q4 实现营收 26.83 亿元 (+20.6%) 略超此前预期；经营数据方面，实现 RevPAR196 (+8.1%) 相对 Q3 小幅回暖，酒店结构调整带动平均房价持续提升，出租率相对 Q3 降幅收窄。总体来看，锦江 2 月及华住 Q4 数据表现向好，提振市场对酒店行业发展信心。随着旺季即将来临，酒店行业经营指标在 18 年低基数下增长空间较大。

图 5：华住酒店 18Q4 经营数据相对 Q3 小幅回暖

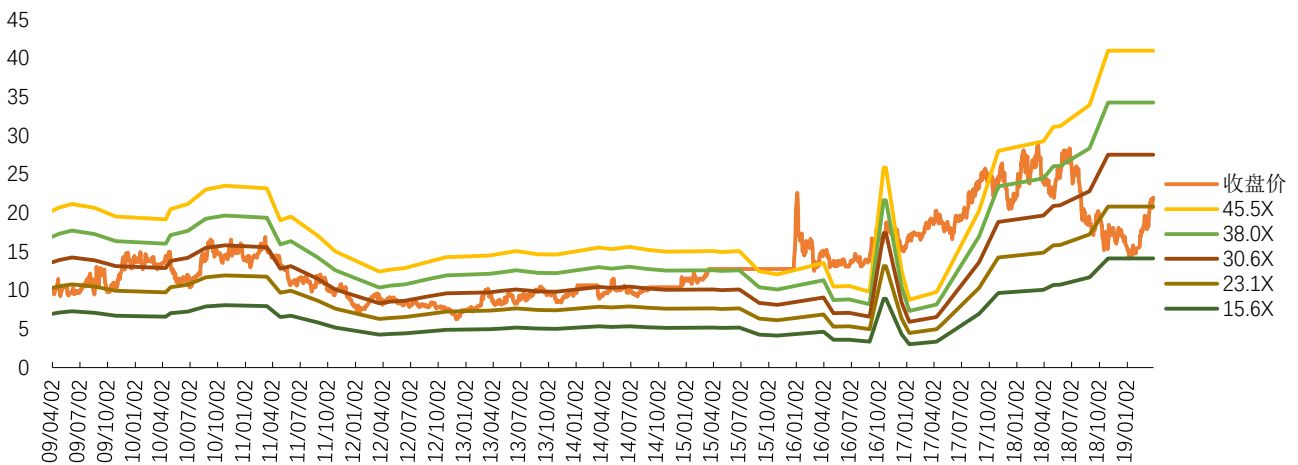


资料来源：公司公告，天风证券研究所

**酒店集团门店扩张提速，市占率呈提升趋势。**酒店行业中存在大量单体酒店，根据盈蝶咨询及中国饭店业协会发布数据，2017 年中国连锁酒店仅占整个住宿业市场约 20%。然而，在 OTA 佣金率持续提升，租金、人工成本上涨等环境下，单体酒店经营逐渐承压，酒店连锁化为大势所趋，因此行业集中度也呈提升趋势。从门店扩张速度来看，2019 年首旅、华住开业步伐加快，规模扩张提振公司业绩。

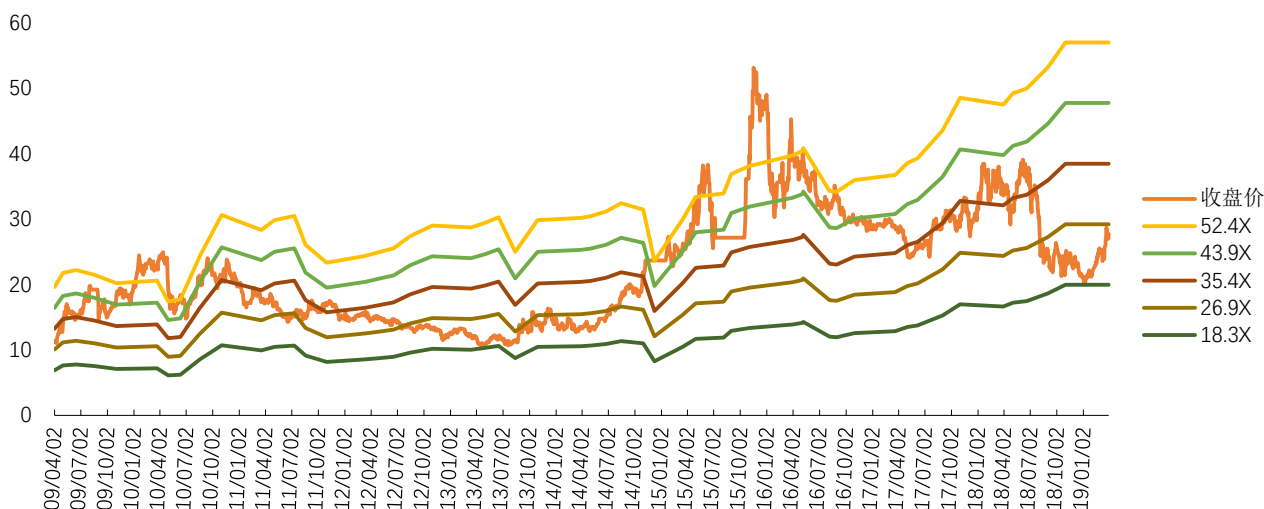
**当前酒店行业估值处于历史底部。**在经历 2018 年股价调整后，酒店行业估值已处于历史低位，首旅酒店、锦江股份 PE (TTM) 分别为 24.4X、25.5X。在当前时点，酒店行业呈现企稳回暖趋势，低估值提供布局良机。

图 6：首旅酒店 PE-Band



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：锦江股份 PE-Band



资料来源: Wind, 天风证券研究所

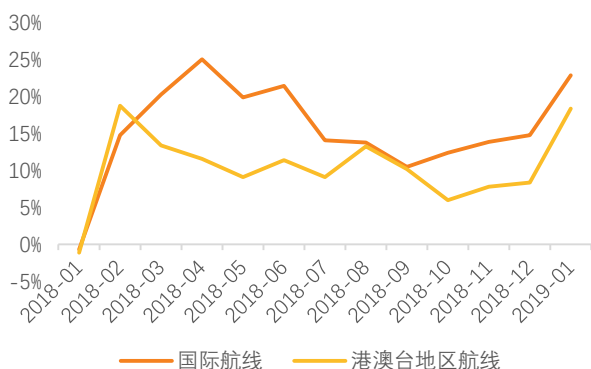
布局数据边际改善下高弹性，规模扩张+集中度提升龙头成长空间依旧。目前三大酒店龙头规模不断扩张，集中度稳步提升，加盟比例提升将进一步带动盈利能力提升，同时提价策略体现依旧明显，在各品牌平均房价不同程度提升背景下，RevPAR 保持稳定增长，我们认为随着公司门店规模逐步扩张，内部整合稳步推进，将带动公司营收业绩稳步提升。目前酒店板块估值处历史较低水平，建议布局后续经营数据改善下高弹性，**推荐关注：华住酒店、首旅酒店、锦江股份。**

### 【出境游】

**出入境证件办理政策放宽刺激出境游需求。**近日，国家移民管理局通报，自4月1日起中华人民共和国普通护照、往来港澳通行证、往来台湾通行证等出入境证件实行“全国通办”，内地居民可在全国任一出入境管理窗口申办各类出入境证件，申办手续与户籍地一致，并将同步上线国家移民管理局政务服务平台24小时在线服务。此举将使出入境证件办理更加简便、灵活，有望提振国民出境游热情，利好出境游行业发展。

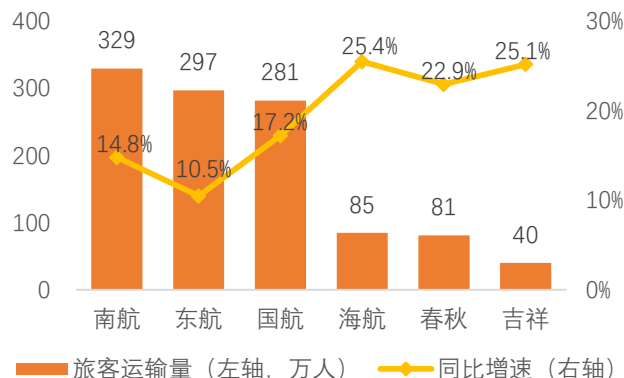
**1、2月国际航线客运量增长提速。**据民航局统计数据，19年1月国际航线、港澳台航线客运量分别同比增长22.9%/18.4%；2月从各大航空公司数据来看，国航、南航、东航国际航线客运量增速分别为17.2%/14.8%/10.5%。整体来看，受益于春节影响，1、2月国际航线客运量增长提速，反映出出境游客量增长回暖向好。

图8：国际及地区航线客运量增速回暖



资料来源: Wind, 民航局, 天风证券研究所

图9：2月国际航线客运量增长情况



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所



**热门旅游目的地增长强势，签证政策持续放宽。**从数据来看，中国内地赴港、澳游客 1 月分别同比增长 35%、30%，赴日游客 1 月同比增长 19.3%，回暖趋势显著。随着日本放宽签证申请条件、泰国延长免签时间等政策利好相继释放，热门旅游目的地将维持高景气度。

表 1：部分出境旅游目的地客流同比增速（%）

	1801-02	18-03	18-04	18-05	18-06	18-07	18-08	18-09	18-10	18-11	18-12	19-01
中国香港	13.60	8.50	15.20	10.60	17.30	8.00	22.00	3.90	16.40	25.80	21.00	34.80
中国澳门	15.10	9.80	16.50	9.30	13.50	7.60	25.30	5.70	12.10	15.30	18.40	29.90
中国台湾	11.01	-4.86	6.33	-5.10	2.54	-5.08	2.76	-2.92	-8.34	-14.81	-6.37	9.29
日本	18.30	16.90	29.20	29.30	29.60	12.60	4.90	-3.80	7.80	8.80	6.20	15.30
韩国	-43.70	11.80	60.90	46.10	49.00	45.90	40.90	36.40	37.60	35.10	25.20	28.70
新加坡	12.29	3.80	15.50	14.00	11.00	3.25	6.36	5.66	0.78	-12.36	-2.93	9.94
越南	38.50	52.60	30.10	25.50	31.80	22.83	-1.64	-5.10	-8.80	2.40	6.70	89.30

资料来源：各地旅游局，天风证券研究所

**低基数+低估值，关注短期出境游板块估值修复行情。**自 2016 年指纹签、2017 韩国萨德、2018 年泰国乘船等多因素扰动，板块估值处于低位，在 2018 年经营数据低基数背景下，政策助推居民出游意愿增强，龙头公司有望迎来稳健增长。**建议积极关注低估值行业龙头众信旅游、腾邦国际。**

### 【景区板块】

**国有景区门票价格迎来二次调整。**近日，国家发改委发布《关于持续深入推进降低重点国有景区门票价格工作的通知》，主要要求如下：1）推进更大范围降价，对 18 年尚未出台降价措施的政府定价管理景区全面开展成本监审调查、价格评估工作；2）推动更大力度降价，对 18 年已降价但降价不到位景区进一步降价；3）不得只降低淡季价格，不降低旺季价格，确保降价取得实效。

表 2：上市公司景区 18 年降价情况

公司	价格变动情况	公告日期
张家界	旺季从 245 元/人降至 225 元/人，淡季从 136 元/人降至 115 元/人	2018/8/6
桂林旅游	漓江三星游船从 270 元/人降至 215 元/人，四星游船从 450 元/人降至 360 元/人	2018/8/13
中青旅	乌镇东栅景区门票价格从 120 元/人调整为 110 元/人 东西栅景区联票价格从 200 元/人调整为 190 元/人 古北水镇门票价格从 150 元/人调整为 140 元/人	2018/8/21
峨眉山 A	旺季门票价格从 185 元/人降为 160 元/人，淡季门票价格维持 110 元/人	2018/9/4
黄山旅游	黄山风景区旺季门票价格由 230 元/人降为 190 元/人	2018/9/19
丽江旅游	丽江玉龙雪山景区大索道价格由 180 元/人次降为 120 元/人次，云杉坪索道价格由 55 元/人次降为 40 元/人次，牦牛坪索道价格由 60 元/人次降低为 45 元/人次	2018/9/21
长白山	长白山自然保护区门票价格由每人 125 元降为每人 105 元	2018/9/28

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**降价倒逼景区成熟化运营，提质降费+交通改善带动景区板块稳健经营。**门票价格下调倒逼公司经营转型，短期内对公司经营或有压力，但长期来看并非利空，在景区经营改善、提质降费及国家高铁网络建设交通改善背景下，盈利性持续稳定显现。

目前板块估值历史低位，安全边际较高。在景区票价下调背景下，市场情绪过度反应，板块估值目前 25X，尚处历史低位，安全边际凸显，建议关注具有独特商业模式壁垒景区白马，推荐关注受门票降价影响较低的中青旅、长白山。

### 【免税板块】

**春节海南免税销售火爆。**海口海关数据显示，春节期间，三亚、海口、琼海三地四家离岛免税店销售免税品 64.3 万件，同比增长 30.43%；购买人数 12.2 万人次，增长 23.23%；销售金额 6.01 亿元，增长 33.56%，其中 2 月 8 日离岛免税销售金额 1.08 亿元，创单日销售历史新高，随着 2018 年 12 月离岛免税新政出台、轮渡纳入离岛免税新渠道；海南免税市场再上新台阶，国旅将充分受益。

**中标大兴机场，掌握国内核心交通枢纽免税业务，一家独大格局稳固。**中国国旅中标大兴机场免税标段，叠加此前首都机场、上海机场、香港机场、广州机场、澳门机场等，国旅已基本获得国内核心交通枢纽多年免税经营权，按照近日 TFWA 峰会陈国强先生表述，2018 年国内免税市场销售额 395 亿（+27.3%）国旅市占率已超 80%，国内一家独大市场格局基本稳固，随着国旅逐步整合现有经营渠道，调整品类结构，将带动长期业绩稳步提升。

**中国国旅肩负国家消费回流战略重任，免税规模正稳步扩张，未来市内免税店推进乃至全球免税业务版图扩张将为公司带来更大的价值空间，建议关注中国国旅。**

综上，随着国内消费市场企稳，市场风险偏好提升下板块轮动，在低基数低估值背景下，整体社会服务板块有望迎补涨行情，我们建议关注具有一定核心竞争壁垒行业细分龙头，建议关注【首旅酒店】、【锦江股份】、【华住酒店】、【中青旅】、【科锐国际】、【中国国旅】、【众信旅游】、【腾邦国际】、【海底捞】。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com