

2019年3月29日

餐饮旅游

继续推荐估值底部、经营数据边际改善酒店和百货龙头，布局一季报超预期高成长标的

- 重点推荐酒店及百货板块：估值处于底部，经营数据边际改善，估值和业绩弹性相对较大。酒店板块：锦江 1-2 月入住率与 12 月相比回暖+STR1-2 月入住率与 18 年 11 月和 12 月相比回暖+华住 18Q4 入住率大幅回暖，我们认为酒店板块入住率降幅逐步收窄的基本面改善已经开始，并有望在二三季度数据中延续。我们从 18 年基数低+社融 1-2 月回暖+3 月 PMI 数据改善+4-5 月降税降费刺进四层面出发，核心看好 19 年 5-6 月 RevPAR 数据回暖。继续推荐目前估值仍处低位且基本面边际已回暖且 19 年开店有望加快的酒店板块，继续推荐首旅酒店和锦江股份。百货板块：3 月同店数据环比 2 月回暖+百货购物中心下沉三四线+注重购物体验门店调整+数字化赋能推进，优质标的的天虹、王府井仍处估值历史较低水平，继续推荐。1) 天虹股份：数字化革新提效+门店改在优化体验+18-20 年展店加速+次新店成熟增厚业绩，业绩有望稳健增长。目前 19PE 17x，估值处于历史较低位置。2) 王府井：3 月数据环比 1-2 月显著改善，同比预计增 4-5%，且在减税降费的利好下消费信心回暖，二三四季度逐季向好。全国布局规模优势+多层次门店结构，目前 19PE 仅 11x，处于历史低点，继续推荐！
- 中公教育 19Q1 业绩预计超预期高增长，或系新开发项目获得较大进展。公司发布 19Q1 业绩预告：19Q1 预计归母净利润约 0.88-1.15 亿元，同比增长 269.44%-321.42%。业绩大幅超预期，高增长趋势确定。国考业务收入与成本、费用错配明显，19Q1 业绩实现大幅高增，我们认为或系新开发项目获得较大进展：由于 2019 年国考、省考的时间安排并未发生重大变化，错配情形不会缓解；若会计政策未发生重大变化，我们认为高增长主要系新开发的培训项目贡献；根据调研，公司大力推进考研培训、IT 培训等领域，19Q1 业绩展现出公司扩展新业务的核心能力。
- 珀莱雅 18 年业绩超预期，19 年高增长有望延续。珀莱雅 18 年实现营收 23.61 亿元/+32.43%，归母净利 2.87 亿元/+43.03%，归母扣非净利 2.78 亿元/+50.03%。线上线下载高增+单品牌店放量展店+美妆品类加速拓展，19 年高增长有望持续。①2019 年开门迎高增长：根据淘数据，2019 年 1-2 月，珀莱雅品牌全网销售额增速约 72%，其中护肤增速约 73%，美妆增速约 63%；在 18 年高基数上保持增长趋势再次确认。②品牌运营打法娴熟，紧跟市场潮流，产品矩阵丰富具备强劲增长后劲。③优资莱预计将持续高速展店，美妆品类有望成新的增长亮点：公司已合作韩国美妆 YNM，日本高端洗护 I-KAMI，19 年美妆品类有望成为公司新的增长亮点。
- 继续推荐布局商社板块 19Q1 单季度业绩有望超预期标的：中国国旅

行业周报

证券研究报告

投资评级 领先大市-A
维持评级

首选股票	目标价	评级
601888	中国国旅	69.36 买入-A
300144	宋城演艺	30.30 买入-A
300662	科锐国际	31.18 买入-A
603043	广州酒家	29.80 买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	0.26	-0.41	-18.58
绝对收益	2.51	1.49	-0.86

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001

liuwz@essence.com.cn

021-35082109

相关报告

价值成长齐飞 全面看好板块
2018-03-11

当下时点，如何重新看待出境游？
2018-03-05

免税垄断格局已定 2018-03-04

春节旅游消费数据持续强劲 细分板块
龙头全面开花持续推荐 2018-02-26

大跌之下继续寻找基本面持续向好优质
标的 2018-02-12

(80-100%)、科锐国际(50-60%)、南极电商(30-40%)、珀莱雅(30-40%)、爱婴室(25-35%)、三特索道(30-40%)、锦江股份(扣非 80-110%)、永辉超市(30-40%)。

- **国有景区 19 年或进一步降门票及缆车游船等价格，市场或有一定预期，但中长期利好全域旅游转型。**发改委于 3 月 28 日发布文件，拟在 19 年对 18 年已经降价，但降价不到位、高定价大折扣等问题仍然突出的景区，要推动进一步降价；并在降低门票价格同时，对交通车、缆车等成本调查基础上，降低偏高价格。我们认为该事件市场或有一定预期，但短期仍有可能影响自然景区板块估值。中长期来看，降低自然景区对门票经济的依赖向全域旅游转型一直以来为政府支持的方向，包括了黄山旅游的“山水村寨”休闲游外延、中青旅的乌镇及古北水镇的会展外延转型等，我们认为本次若进一步调价，或将加速自然景区实现转型，利好中长期内生发展。
- **一周市场回顾：**休闲服务上涨 2.71%，上证综指上涨-0.43%，深证成指上涨 0.28%。板块个股涨幅前三：西安旅游/25.08%、中国国旅/9.07%、科锐国际/8.78%；跌幅前三：大东海 A/-12.2%、凯撒旅游/-9.39%、华天酒店/-7.06%。
- **行业要闻：**
 - **酒店：**第十九届中国金马奖鹿城颁奖 三亚多个酒店获奖
 - **景区：**余杭奋力打造文旅融合样板区
 - **出境游：**出入境新政实施在即，国民办证便利性进一步提升
 - **其他旅游：**英国脱欧可能促进中英旅游和贸易合作
 - **教育：**广东省教育厅发布《广东省面向中小学生学习类 APP 管理暂行办法（征求意见稿）》
 - **体育：**第 37 届东亚奥协理事会会议在京举行
- **公司动态：**
 - **长白山：**2018 年年度报告：2018 年营业收入 4.64 亿元/+12.58%，净利润 0.68 亿元/-4.47%，扣非净利润 0.67 亿元/-1.97%，EPS0.25 元/-7.41%。
 - **勤上股份：**2019 年第一季度业绩预告：盈利 200 万-1500 万，下降 96.35%-72.6%。
 - **当代明诚：**2019 年 3 月 27 日，公司召开第八届董事会第六十四次会议审议通过了《关于调整公司非公开发行股票方案的议案》。本次非公开发行股票的拟募集资金总额调减为不超过 187,000.00 万元，各认购对象的认购金额上限随之调整，公司非公开发行股票方案的其他条款不变。
- **投资建议：**中国国旅、科锐国际、中公教育、珀莱雅、宋城演艺、首旅酒店、锦江股份、中青旅、众信旅游、天虹股份、王府井、永辉超市、苏宁易购、家家悦、爱婴室、广州酒家。
- **风险提示：**宏观经济下行风险，酒店供需改善不及预期风险，自然灾害等不可抗力风险，索道提价不及预期。

内容目录

1. 本周市场回顾	5
1.1. 行业表现	5
1.1.1. 本周各板块涨跌幅：指数均上涨，休闲服务板指上涨 2.71%	5
1.1.2. 本周估值对比：餐饮板块估值处历史较高水平	6
1.1.3. 本周个股涨幅龙虎榜：西安旅游上涨 25.08%	7
1.2. 资金动向	9
1.2.1. 个股资金跟踪：新智认知净买入额占社服榜首，凯美特气净买入额占教育首位	9
2. 本周行业资讯	10
2.1. 酒店：第十九届中国金马奖鹿城颁奖 三亚多个酒店获奖	10
2.2. 景区：余杭奋力打造文旅融合样板区	10
2.3. 出境游：出入境新政实施在即，国民办证便利性进一步提升	10
2.4. 其他旅游：英国脱欧可能促进中英旅游和贸易合作	11
2.5. 教育：广东省教育厅发布《广东省面向中小学生学习类 APP 管理暂行办法（征求意见稿）》	11
2.6. 体育：第 37 届东亚奥协理事会会议在京举行	12
3. 下周重要提示	13
4. 本周观点	14
4.1. 继续推荐低估值业绩边际改善组合酒店+百货，仍处历史估值低位，首推板块优质龙头标的	14
4.2. 中公教育 19Q1 业绩超预期高增长，或系新开发项目获得较大进展	14
4.3. 珀莱雅：18 年业绩超预期，19 年高增长有望延续	15
4.4. 宋城演艺：18 年业绩+20.6%符合此前预告，存量景区客流增长+二轮项目推进，19 年低基数下高增速及中长期成长性可期	16
4.5. 峨眉山 A：18 年归母净利同增 6.42%，降本提效成果显著	17
4.6. 中青旅：古北股权落地+管理优化+数据回暖，多层次改善推动公司成长	18
4.7. 三特索道：18 年扣非业绩成功扭亏，成熟景区盈利水平稳步提升	18
4.8. 锦江股份 18 年报&2 月数据点评：业绩符合预期，1-2 月入住率降幅环比收窄	19
4.9. 长白山：18 年业绩符合预期，减亏成果显著，惠民五条+中长期交通改善下潜力可期	21
4.10. 海底捞：18 年全年业绩持续高成长，符合预期	22
4.11. 颐海国际：18 年业绩大增 98.4%符合预期，第三方占比快速提升及小火锅业务发展持续亮眼，三大品类共同趋同中长期潜力仍旧大	23
5. 行业重点公司盈利预测及估值	25

图表目录

图 1：休闲服务行业涨跌幅位列一级行业第 2 位（2019/03/29）	5
图 2：除景点外，社服各子版块均有所上涨（2019/3/29）	6
图 3：休闲服务板块相对估值图（2019/03/29）	6
图 4：旅游综合板块相对估值图（2019/03/29）	6
图 5：餐饮板块相对估值图（2019/03/29）	6
图 6：酒店板块相对估值图（2019/03/29）	6
表 1：大盘整体上涨，休闲服务板块上涨 2.71%（2019/03/29）	5

表 2: 本周休闲服务板块个股龙涨虎榜 (A 股)	7
表 3: 本周教育板块个股龙虎榜 (跨市场)	7
表 4: 休闲服务板块个股资金净流入龙虎榜 (A 股)	9
表 5: 教育板块个股资金净流入龙虎榜 (A 股)	9
表 6: 下周个股重要提示 (2019/04/01-2019/04/05)	13
表 7: 重点公司盈利预测及估值 (2019 年 3 月 29 日)	25

1. 本周市场回顾

1.1. 行业表现

1.1.1. 本周各板块涨跌幅：指数均上涨，休闲服务板块指上涨 2.71%

本周各主要指数：休闲服务上涨 2.71%，上证综指上涨-0.43%，深证成指上涨 0.28%，创业板指上涨-0.02%，沪深 300 上涨 1.01%，恒生指数上涨-0.21%。

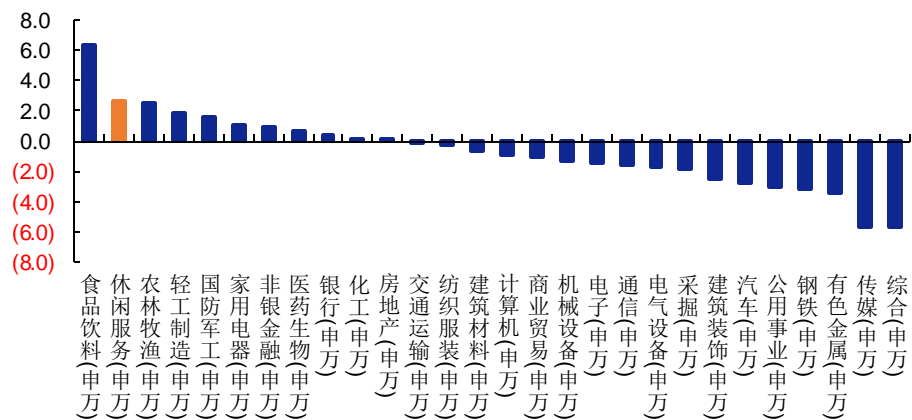
表 1：大盘整体上涨，休闲服务板块上涨 2.71% (2019/03/29)

	周涨跌幅 (%)	周成交额 (亿元)	周 PE 均值	年初至今涨跌幅 (%)
上证综指	-0.43	16,881.51	13.62	23.93
深证成指	0.28	20,642.68	24.74	36.84
创业板指	-0.02	5,695.38	54.22	35.43
沪深 300	1.01	10,530.79	12.68	28.62
休闲服务(申万)	2.71	303.33	32.02	23.43
恒生指数	-0.21	1,699	10.70	12.40

资料来源：wind，安信证券研究中心

本周 28 个申万一级行业：休闲服务板块 (+2.71%) 在 28 个申万一级行业中的排名第 2 位。本周涨幅最大的板块食品饮料板块 (+6.33%)，跌幅最大的板块为综合 (-5.66%)。

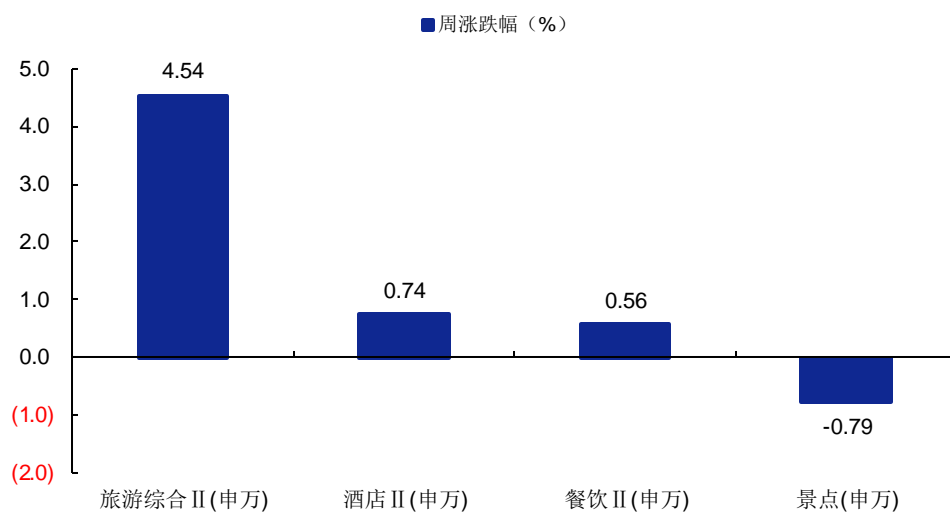
图 1：休闲服务行业涨跌幅位列一级行业第 2 位 (2019/03/29)



资料来源：wind，安信证券研究中心

本周餐饮旅游各细分板块：旅游综合板块上涨 4.54%，酒店板块上涨 0.74%，景点板块下降 0.79%，餐饮板块上涨 0.56%。

图 2：除景点外，社服各子板块均有所上涨（2019/3/29）

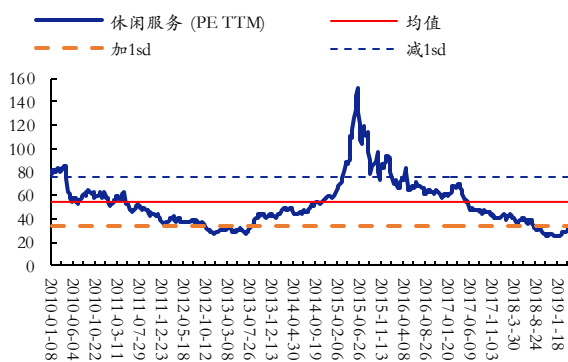


资料来源：wind，安信证券研究中心

1.1.2. 本周估值对比：餐饮板块估值处历史较高水平

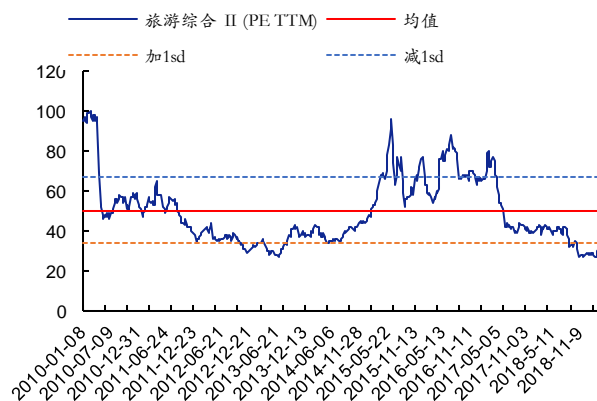
各板块当前PE TTM：截止2019年3月29日，休闲服务板块为32.02X，旅游综合板块为34.61X，餐饮板块114.94X，酒店板块为28.18X。

图 3：休闲服务板块相对估值图（2019/03/29）



资料来源：wind，安信证券研究中心

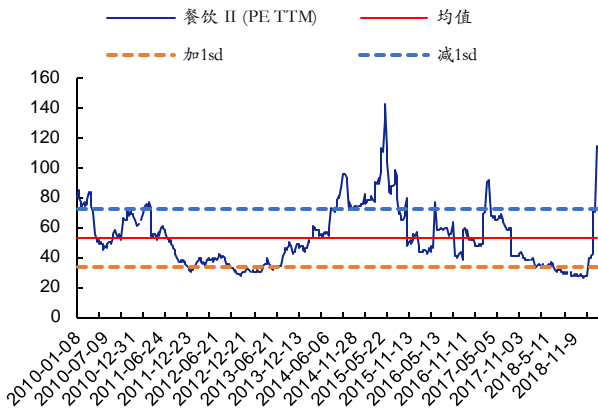
图 4：旅游综合板块相对估值图（2019/03/29）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 5：餐饮板块相对估值图（2019/03/29）

图 6：酒店板块相对估值图（2019/03/29）



资料来源: wind, 安信证券研究中心



资料来源: wind, 安信证券研究中心

1.1.3. 本周个股涨幅龙虎榜: 西安旅游上涨 25.08%

休闲服务涨幅前五: 西安旅游 (+25.08%)、中国国旅 (+9.07%)、科锐国际 (+8.78%)、大连圣亚 (+7.21%)、国旅联合 (+7.11%);

休闲服务跌幅前五: 大东海 A (-12.2%)、凯撒旅游 (-9.39%)、华天酒店 (-7.06%)、岭南控股 (-5.16%)、三湘印象 (-4.60%)。

表 2: 本周休闲服务板块个股龙涨虎榜 (A 股)

	股票代码	股票简称	流通市值 (亿元)	股价 (元)	周涨幅 (%)
涨幅前五	000610.SZ	西安旅游	36.02	15.31	25.08
	601888.SH	中国国旅	1,368.29	70.08	9.07
	300662.SZ	科锐国际	36.83	40.65	8.78
	600593.SH	大连圣亚	51.53	40.01	7.21
	600358.SH	国旅联合	27.37	5.42	7.11
跌幅前五	000613.SZ	大东海 A	20.08	7.56	-12.20
	000796.SZ	凯撒旅游	67.41	8.40	-9.39
	000428.SZ	华天酒店	33.52	3.29	-7.06
	000524.SZ	岭南控股	22.01	8.08	-5.16
	000863.SZ	三湘印象	46.76	4.98	-4.60

资料来源: wind, 安信证券研究中心

教育涨幅前五: GOLDWAY EDU (+37.16%)、凯美特气 (+14.62%)、新东方 (+13.31%)、香港教育国际 (+8.29%)、新高教集团 (+8.20%);

教育跌幅前五: 大地教育 (-16.41%)、中国高科 (-13.16%)、华闻传媒 (-12.15%)、勤上股份 (-12.13%)、华平股份 (-8.59%)。

表 3: 本周教育板块个股龙涨虎榜 (跨市场)

	股票代码	股票简称	流通市值 (亿元)	股价 (元)	周涨幅 (%)
涨幅前五	08160.HK	GOLDWAY EDU	3.00	0.57	37.16
	002549.SZ	凯美特气	45.71	7.37	14.62
	EDU.N	新东方	962.65	606.62	13.31
	01082.HK	香港教育国际	4.46	0.81	8.29
	02001.HK	新高教集团	47.14	3.29	8.20
跌幅前五	08417.HK	大地教育	1.50	0.09	-16.41
	600730.SH	中国高科	38.72	6.60	-13.16
	000793.SZ	华闻传媒	91.13	4.70	-12.15

	002638.SZ	勤上股份	29.09	2.97	-12.13
	300074.SZ	华平股份	22.84	4.68	-8.59

资料来源: wind, 安信证券研究中心

1.2. 资金动向

1.2.1. 个股资金跟踪：新智认知净买入额占社服榜首，凯美特气净买入额占教育首位

休闲服务净买入前五：新智认知 (+0.18 亿元)、大连圣亚 (+0.06 亿元)、长白山 (+0.05 亿元)、三湘印象 (0.02 亿元)、张家界 (0.01 亿元)；

休闲服务净卖出前五：西安旅游 (-3.39 亿元)、中国国旅 (-1.43 亿元)、众信旅游 (-0.73 亿元)、中青旅 (-0.71 亿元)、大东海 A (-0.7 亿元)。

表 4：休闲服务板块个股资金净流入龙虎榜 (A 股)

	股票代码	股票简称	流通市值 (亿元)	股价 (元)	净买入额 (亿元)	成交量 (百万股)
净买入前五	603869.SH	新智认知	59.57	22.22	0.18	15.13
	600593.SH	大连圣亚	51.53	40.01	0.06	6.42
	603099.SH	长白山	30.77	11.54	0.05	48.93
	000863.SZ	三湘印象	46.76	4.98	0.02	32.99
	000430.SZ	张家界	22.43	6.76	0.01	40.65
净卖出前五	000610.SZ	西安旅游	36.02	15.31	-3.39	477.03
	601888.SH	中国国旅	1,368.29	70.08	-1.43	80.51
	002707.SZ	众信旅游	41.97	7.94	-0.73	115.55
	600138.SH	中青旅	121.75	16.82	-0.71	86.69
	000613.SZ	大东海 A	20.08	7.56	-0.70	100.08

资料来源：wind，安信证券研究中心

教育板块净买入前五：凯美特气 (+0.58 亿元)、佳创视讯 (+0.22 亿元)、海伦钢琴 (+0.16 亿元)、紫光学大 (+0.11 亿元)、珠江钢琴 (+0.10 亿元)；

教育板块净卖出前五：罗牛山 (-4.75 亿元)、华闻传媒 (-2.84 亿元)、飞利信 (-1.44 亿元)、中国高科 (-1.06 亿元)、长江传媒 (-0.72 亿元)。

表 5：教育板块个股资金净流入龙虎榜 (A 股)

	股票代码	股票简称	流通市值 (亿元)	股价 (元)	净买入额 (亿元)	成交量 (百万股)
净买入前五	002549.SZ	凯美特气	45.71	7.37	0.58	156.27
	300264.SZ	佳创视讯	21.89	6.87	0.22	55.45
	300329.SZ	海伦钢琴	24.54	9.78	0.16	46.37
	000526.SZ	紫光学大	26.19	27.23	0.11	16.55
	002678.SZ	珠江钢琴	100.97	7.44	0.10	29.15
净卖出前五	000735.SZ	罗牛山	131.18	12.38	-4.75	385.64
	000793.SZ	华闻传媒	91.13	4.70	-2.84	683.48
	300287.SZ	飞利信	58.97	5.27	-1.44	400.80
	600730.SH	中国高科	38.72	6.60	-1.06	132.35
	600757.SH	长江传媒	88.22	7.27	-0.72	162.84

资料来源：wind，安信证券研究中心

2. 本周行业资讯

2.1. 酒店：第十九届中国金马奖鹿城颁奖 三亚多个酒店获奖

➤ 行业资讯：

第十九届中国金马奖鹿城颁奖 三亚多个酒店获奖

3月29日，第十九届中国文旅全球论坛在三亚闭幕，当天颁发了被誉为大文旅产业“奥斯卡”的中国金马奖，颁发了“十佳酒店管理集团”、“投资方首选中国酒店集团”、“中国最佳卓越服务酒店”等多个奖项，**三亚海棠湾仁恒皇冠假日度假酒店、三亚艾迪逊酒店等多个酒店获得多个奖项**（迈点网）

➤ 公司重要事项：

【锦江股份】2018年年度报告：营业收入146.97亿元/+8.21%，净利润10.82亿元/+22.76%。EPS1.13元/+22.76%

【锦江股份】关于持股5%以上的股东减持股份进展的公告：截至本公告披露日，弘毅投资基金减持计划实施时间过半，已减持的股份约占公司总股本的1.0277%。减持价格区间为23.8元至26.1元。

2.2. 景区：余杭奋力打造文旅融合样板区

➤ 行业资讯：

余杭奋力打造文旅融合样板区

3月27日，杭州市余杭区“争创全省文旅融合试验区 打造全国文旅融合样板区”启动大会在临平艺尚小镇举行。会议深度聚焦文旅融合，文化品牌展现、营商环境优化，探讨产业发展良策，正式开启了余杭文旅融合发展的新征程（浙江省文旅厅）

➤ 公司重要事项：

【西安旅游】公司股票（西安旅游，000610）连续两个交易日内（2019年3月25日、3月26日）收盘价格涨幅偏离值累计达到23.62%。根据《深圳证券交易所交易规则》的有关规定，属股票交易异常波动的情形。经核实，公司目前生产经营活动正常，不存在应披露而未披露的重大事项。

【长白山】2018年年度报告：2018年营业收入4.64亿元/+12.58%，净利润0.68亿元/-4.47%，扣非净利润0.67亿元/-1.97%，EPS0.25元/-7.41%。

【峨眉山】2018年年度报告：营收10.72亿/-0.62%，净利润2.09亿/+6.42%，基本每股收益0.3971元/+6.43%。

2.3. 出境游：出入境新政实施在即，国民办证便利性进一步提升

➤ 行业资讯：

出入境新政实施在即，国民办证便利性进一步提升

3月26日，据国家移民管理局消息，自2019年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”。届时，全国居民可通过国家移民管理局官方网站、App以及微信小程序等平台，在线预约相关业务，无需再回户籍地，可直接在身边最近的出入境办事大厅完成办理。（劲旅网）

➤ 公司重要事项:

【众信旅游】2018年度业绩快报修正公告：营业总收入122.3万/+1.52%，净利润0.35万/-89.92%。

2.4. 其他旅游：英国脱欧可能促进中英旅游和贸易合作

➤ 行业资讯:

英国脱欧可能促进中英旅游和贸易合作

英国脱欧可能促进中英旅游和贸易合作，中国赴英旅客人数在过去三年内增加了一倍，预计未来还会实现进一步增长。（环球劲旅）

➤ 公司重要事项:

【桂林旅游】2018年度报告：营业收入5.73亿元/+3.02%，净利润0.8亿元/+51.87%，扣非净利润0.75亿元/+37.27%。

2.5. 教育：广东省教育厅发布《广东省面向中小学生学习类APP管理暂行办法（征求意见稿）》

➤ 行业资讯:

广东省教育厅发布《广东省面向中小学生学习类APP管理暂行办法（征求意见稿）》

要求面向中小学生的校园学习类APP，均需通过广东省教育厅的内容审查，并列入白名单后才能推荐给中小学生学习使用。有业内人士向芥末堆表示“此次发文对业内来说是个好消息，避免了（学习类App）被一刀切。”（芥末堆）

36 艺教育宣布获得3000万Pre-A轮融资，投资方为星火资本

36 艺董事长周风表示，资金将用于全国市场的拓展与品牌的提升。36 艺教育是基于移动互联网，打造“社群教学+线上直播 VR+社交”为一体的艺术教育生态平台。（芥末堆）

➤ 公司重要事项:

【勤上股份】2019年第一季度业绩预告：盈利200万-1500万，下降96.35%-72.6%。

2.6. 体育：第 37 届东亚奥协理事会会议在京举行

➤ 行业资讯：

第 37 届东亚奥协理事会会议在京举行

3 月 27 日，第 37 届东亚奥协理事会会议在京举行，共有来自东亚奥协 9 个会员/会友奥委会的代表出席了此次会议。本届理事会会议审议通过了东亚奥协章程修改草案等重要议题，选举产生了新一届东亚奥协理事会成员。国家体育总局局长、中国奥委会主席苟仲文当选为新一届东亚奥协主席。（体育大生意）

2019 国际智力运动联盟世界大师锦标赛（衡水）新闻发布会在北京国家体育场盛大召开。

3 月 26 日，2019 国际智力运动联盟世界大师锦标赛（衡水）新闻发布会在北京国家体育场（“鸟巢”）金色大厅盛大召开。此次大赛由国家体育总局棋牌运动管理中心批准，国际智力运动联盟主办，河北省体育局、衡水市人民政府共同承办，将于 5 月 13 日至 18 日在衡水隆重举办。（体育大生意）

李宁在香港召开 2018 年业绩发布会

3 月 22 日，李宁在香港召开 2018 年业绩发布会，集团营收历史首次突破百亿元大关达到 105.11 亿元人民币。从 2010 年的 97 亿到 2018 年的 105 亿，李宁用了 8 年时间终于迈过了百亿营收关口。（体育大生意）

➤ 公司重要事项：

【当代明诚】2019 年 3 月 27 日，公司召开第八届董事会第六十四次会议审议通过了《关于调整公司非公开发行股票方案的议案》。本次非公开发行股票的拟募集资金总额调减为不超过 187,000.00 万元，各认购对象的认购金额上限随之调整，公司非公开发行股票方案的其他条款不变。

3. 下周重要提示

表 6：下周个股重要提示（2019/04/01-2019/04/05）

板块	股票代码	股票简称	日期	类型
旅游	002033.SZ	丽江旅游	4/2	复牌提示

资料来源：wind，安信证券研究中心

4. 本周观点

4.1. 继续推荐低估值业绩边际改善组合酒店+百货，仍处历史估值低位，首推板块优质龙头标的

酒店板块：连锁酒店一季度出租率企稳，二三季度数据有望逐季向好，产品升级+轻资产加盟扩张，龙头中长期成长性稳健向好，估值仍处低位，继续推荐锦江和首旅。1) 由于酒店板块估值自 18Q3 起受市场对宏观预期的影响，估值持续下调，目前锦江 19PE 22x (过去 10 年 PE 均值 36.74x)、首旅 22PE x (过去 10 年 PE 均值 36.66x)，均已处于历史较低水平。虽然 19Q1 酒店 RevPAR 仍有一定压力，但 18Q4 起华住酒店的入住率同比仅下降 0.8pct，环比改善迹象显著，且收入超市场预期，估值 19 年 PE 预计 35-40 倍，有望进一步带动首旅锦江的估值弹性 2) 根据我们今年 1 月份草根调研，本次宏观波动的 18Q3-4 期间，加盟商热情依旧不减。我们估测 2018 年末国内适合三大连锁酒店加盟的规模上酒店存量大约 5 万家，该部分酒店的连锁化率估测在 30~40%，对应美国整体的连锁化 70% 水平，未来仅存量市场的开拓预计仍有翻倍潜力 (18 年新开店中：锦江/华住/首旅的存量转化占比 55%/55%/80%)。预计锦江/华住/首旅 19 年的新开店数分别为 900 家/900 家/600 家，加速开店下带动业绩增速，不排除超是超预期的可能性 (市场预期首旅锦江 19 年扣非业绩 15-20%) 3) 在社融数据向好，叠加政府减税降费实质性刺激下，宏观预期及酒店经营数据有望均实现回暖，呈现前低后高走势，估值和业绩双升，继续推荐。

百货板块：3 月数据回暖+百货购物中心下沉二三四线+注重购物体验门店调整+数字化赋能推进，优质标的天虹、王府井仍处估值历史较低水平，继续推荐。1) 天虹股份：数字化革新提效+门店改在优化体验+18-20 年展店加速+次新店成熟增厚业绩，业绩有望稳健增长。①外延扩张：公司大店共计 80 家，未来有望继续深入低线城市，享受三四线城市消费崛起带来的市场红利。预计 18 年有望新开 8 家大店，且 19-20 年展店预计均为 10 家；②内生业态升级：优化供应链降本提效、主题馆等开发强化百货体验、天虹到家及腾讯合作等深耕数字化；③轻资产方面：公司在 18Q3 实现了首单管理输出购物中心项目佛山 ipark 成功开业，未来有望继续与国内领导型地产商展开更多管理输出项目；④估值层面：天虹股份 19PE 15x，过去 10 年 PE 均值为 20.54x，估值处于历史较低位置。2) 王府井：3 月数据环比 1-2 月显著改善，同比预计增 4-5%，且在减税降费的利好下消费信心回暖，二三季度逐季向好。全国布局规模优势+多层次门店结构，全估值仍处低位。①多层次门店结构：公司是少数几家实现全国门店布局的百货龙头，目前门店 50 家，其中成熟门店对公司业绩起到支撑作用，成长门店的逐步成熟和亏损门店转型调整同样推动利润增长。②零售体验持续优化：公司大力开发引进体现新生活方式的商品资源，加大进口商品买断自营比例，优化品牌结构，吸引客流增长；③多业态协同发展：百货方面，不断向购物中心化、城市奥莱化、社区化方向发展，转型调整取得显著成效；购物中心方面，主力店发挥百货店商品经营的优势，经营呈现良好态势；奥特莱斯方面，大力推进自营项目的落地，优化品类结构，增长保持强劲。④估值层面：王府井 19PE 11x，过去 10 年 PE 均值为 22.37x，估值处于历史较低位置。

4.2. 中公教育 19Q1 业绩超预期高增长，或系新开发项目获得较大进展

公司发布 19Q1 业绩预告：19Q1 预计归母净利约 0.88-1.15 亿元，同比增长 269.44%-321.42%。业绩大幅超预期，高增长趋势确定。公考业务收入与成本、费用错配明显，19Q1 业绩实现大幅高增，我们认为或系新开发项目获得较大进展。

由于业务性质，中公教育收入与成本、费用在各期之间错配较为明显，2018Q1 归母净利为

-0.52 亿，而 2018 全年归母净利约 11.53 亿。错配原因主要系：

①Q1 收入确认比例较小：普通面授班于培训完成时确认，普通线上班按月平均确认收入；协议班培训完成时只确认部分，招录结果确定时再确认其余部分。占公司业务比例较高的国考笔试一般在 12 月、面试一般在 3 月；省考笔试一般集中在 4 月，面试集中在 6 月；Q1 期间内一般未公布考试结果，大量普通面授培训尚未结课、协议班学生招录结果尚未确定，所以 Q1 收入确认比例占全年比较小。

②成本以实际发生历史成本确认，与收入形成错配。根据会计准则，提供劳务交易结果不能可靠计量的情形下，基于谨慎性原则，成本可按照实耗的劳务成本做支出确认。中公教育采用较为谨慎的会计处理，提前确认了收入尚未对应部分的成本（教师成本、开办费等），故 Q1 毛利率显著低于其他期间。

19Q1 业绩实现高增长，我们推测主要系业务结构发生了重大变化。由于 2019 年国考、省考的时间安排并未发生重大变化，错配情形不会缓解；若会计政策未发生重大变化，我们认为高增长主要系新开发的培训项目贡献。根据调研，公司大力推进考研培训、IT 培训等领域，19Q1 业绩展现出公司扩展新业务的核心能力。

中公教育依托“研发能力+布点先发优势”两大核心壁垒，从优势领域公考培训拓展职教大市场，政策催化进一步护航公司高成长；公司处于快速扩张期，有望实现持续高成长。

风险提示：民促法细则尚未完全落地风险；公司业务拓展不及预期，无法兑现业绩承诺等。

4.3. 珀莱雅：18 年业绩超预期，19 年高增长有望延续

业绩简述：珀莱雅 18 年实现营收 23.61 亿元/+32.43%，归母净利 2.87 亿元/+43.03%，归母扣非净利 2.78 亿元/+50.03%；经营性现金流净额 5.13 亿元/+53.47%。18 年非经常项较 17 年较少主要系 18 年确认政府补助较少约 981 万元（17 年确认政府补助约 1545 万元）。

线下增速超预期，线上持续高增，推动收入高速增长。分渠道看：线上渠道+59.91%；线下渠道+16.86%，其中日化专营店渠道营收 10.03 亿/+7.45%，商超渠道营收 1.99 亿/+24.66%，单品牌店渠道营收 1.16 亿，其他渠道营收 0.13 亿。分品牌看：单品牌店模式驱动优资莱高速增长 41.46%，主品牌珀莱雅收入占比 88.7%，增速 32.38%；新品牌增速 24.84%，尚待进一步开发。分区域看：华北华东增长显著，华北地区 18 年营收+44.87%，华东地区营收+35.13%；优势区域华中地区保持 10.47%增长。

线上占比提升+高毛利产品高增长+议价能力增强催化毛利率大幅提升。18Q2 起毛利率环比持续优化，18 年全年毛利率 64.09%/+2.38pct。其中：线上渠道毛利率下滑 3.13pct 至 66.1%，主要系 18Q4 低毛利面膜销售占比较大导致；线下渠道毛利率提升 5.17pct 至 62.5%：①珀莱雅主力产品水漾芯肌系列包材成本下降（规模提升对上游议价能力增强），降低产品成本；②高单品类赋能鲜颜系列销售火爆，带动毛利率大幅优化。

三费总体降低，净利率持续改善。18 年销售费用率 37.52%/+2.24pct，主要系 2018 年适逢公司周年庆，增加广告宣传投入所；管理费用率 7.26%/-5.41pc，管理效率大幅优化；财务费用率-0.54%/-0.94pct，主要系公司通过经营性现金的增加，并加快资金周转，减少资金占用，偿还银行贷款，降低利息支出，而且 2018 年通过短期理财，大幅增加了存款性利息收入。归母净利率 12.16%/+1.29pct。

营运能力优化，现金流状况良好。2018 年经营性现金流量净额 5.13 亿元/+53.47%；应收账款周转天数 9.99 天，回款速度自 2016 年后持续优化；应付账款周转天数 126.08 天，高于前三年水平，资金利用得到提升。存货周转率持续提升，营运能力持续优化。

线上线下齐高增+单品牌店放量展店+美妆品类加速拓展，19 年高增长有望持续。①2019 年开门迎高增长：根据淘数据，2019 年 1-2 月，珀莱雅品牌全网销售额增速约 72%，其中护肤增速约 73%，美妆增速约 63%；在 18 年高基数上保持增长趋势再次确认。②品牌运营打法娴熟，紧跟市场潮流，产品矩阵丰富具备强劲增长后劲：2019 年 3 月，公司新签约当红流量明星 Justin 黄明昊担任精华品类代言人，持续提升品牌年轻化形象；推出“发光瓶”烟酰胺精华，主打 28 天迅速见效，3 月上线以来销售火爆受到广泛关注，根据天猫平台，销量突破 2.5 万件、评价 1 万+条。③优资莱预计将持续高速展店，美妆品类有望成新的增长亮点：公司已合作韩国美妆 YNM，日本高端洗护 I-KAMI，19 年美妆品类有望成为公司新的增长亮点。

风险提示：线上渠道增速放缓、线下竞争持续恶化、新品推广不及预期、宏观经济增速持续下滑

4.4. 宋城演艺：18 年业绩+20.6%符合此前预告，存量景区客流增长+二轮项目推进，19 年低基数下高增速及中长期成长性可期

事件：公司发布 18 年业绩快报：①18 全年：营收 32.11 亿元/+6.2%，归母净利 12.87 亿元/+20.6%，扣非业绩 12.80 亿元/+15.6%。六间房 18 年超额完成业绩承诺，全年实现业绩 4.11 亿元/+42.2%，景区主业 18 年业绩 8.69 亿元/+9.7%，我们判断增速主要受 18Q4 期间杭州、三亚和丽江三个存量项目较大规模的整改费用投入，以及六间房完成业绩对赌后对管理层约 2000 多万元的奖金费用计提在 18 年所致。②18 年 Q4：营收 7.40 亿元/+4.2%，归母净利 1.40 亿元/-6.7%，扣非业绩 1.68 亿元/-8.8%，18Q4 业绩增速下滑原因同样系三个存量项目整改。③19Q1 业绩指引：预计业绩 3.54~3.87 亿元，同比增长 10%~20%，预计期间非经常性损益 620 万元。

存量景区设施升级+全渠道整合效果显著，公司客流人次持续增长且结构持续实现优化。①19 年春节数据继续向好：公司的存量景区（杭州、三亚、丽江千古情）的客流估测同比增长在 15%+，三个存量景区的客流及收入增速估测均实现同增 10%以上；②杭州宋城：18 年实现收入 9.36 亿元/+11.1%，期间继续实施软硬件升级，推出了《大地震》和《白蛇传》等剧目和一书房、宋城故事展厅等新游览空间，率先实施了存量景区由单一舞台剧向多舞台剧的升级改造并丰富景区内涵，成功推动 18 年成熟景区收入的持续增长，我们认为该模式改造的成功有望在未来继续推广是其他存量景区，实现业绩增长。③三亚千古情：18 年实现收入 4.27 亿元/+25.5%，净利润 2.49 亿元/+39.9%。公司凭借在三亚当地的 5 年口碑沉淀+开拓市场营销渠道+异业合作提高知名度等方式，19 年春节及 18 年全年继续实现了客流量和业绩的逆势增长。④丽江千古情：18 年实现收入 2.67 亿元/+17.5%，净利润 1.42 亿元/+17.9%。在区域游客总量减少的背景下，公司积极调整营销策略，推动散客收入增长超过 90%。⑤九寨项目：18 年实现收入 0.02 亿元。目前达开业预期，并有九寨景区客流恢复情况实现开业。⑥桂林千古情：18 年实现收入 0.43 亿元，于 18 年 8 月初正式开业，业绩仍处快速爬坡期及帮助公司扩大华南地区影响力。

二次扩张新项目稳步推进，驱动中长期业绩成长动力。公司在 18 年 3 月举办了西安《中华千古情》启动仪式、18 年 4 月张家界项目奠基、18 年 9 月上海项目开工、18 年 12 月西塘项目开工，奠定了未来成长核心驱动力，且第二轮项目的潜在目的地游客基数、节目内容丰

富程度等有望更优，预计在 19 年西安、张家界项目，20 年初上海项目、21 年佛山项目等先后落地推动下，公司景区主业有望持续高成长。

轻资产宁乡项目 18 年再创新高，宜春项目 12 月底顺利开园。①公司 18 年轻资产收入 1.27 亿元，相比 17 年的 1.63 亿元同比有所减少，我们判断或系宜春项目由于临近 18 年底开业，部分设计费确认延续至 19 年确收所致。②宁乡千古情：公司在 18 年继续对项目实施改造升级，推出了《穿越快闪秀》、《妲己魅惑》、《编钟乐舞》等外景节目。18 年 10 月 3 日《炭河千古情》演出场次达 8 场，再次刷新单日演出场次最高记录。③宜春千古情：项目在 18 年 12 月 28 日正式开园并成功首演，为公司在江西当地的品牌影响力继续得到推广。

六间房超额实现 18 年业绩承诺，花房首次交割 18 年内完成。在 18 年期间，六间房通过提升产品体验+优化运营控制成本，继续超额完成了 18 年的业绩承诺，全年实现业绩 4.11 亿元/+42.2%。此外，花房重组的首次交割已在 18 年内完成，公司目前仍在积极推进后续重组步骤，预计 18 年 4 月底之前有望实现重组出表。此外，六间房的老股转让并非花房重组先决条件，目前公司仍在与潜在投资人磋商。

核心逻辑：①新一轮项目业绩加速释放的起点，四大自营项目（桂林项目今年 8 月已开业，明年进入客流渗透期；西安项目、张家界项目预计在 19 年开业、上海项目预计 20 年初开），培育期、客流量及业绩边际贡献或优于上一轮。②“演艺谷”模式的西塘项目已于 18 年 12 月底开工建设，力在开拓年轻客群偏好的演艺谷节目+未来年输出项目数量有望增多至 5-6 台+佛山项目轻转重利好中长期年业绩增长。③六间房继续完成 18 年业绩承诺，重组方案已完成第一步股权互换且在持续推进，老股转让虽为落地但并不是双方合并的先决条件。

风险提示：轻资产扩张不及预期、二次扩张项目不及预期、六间房重组进度不及预期风险等

4.5. 峨眉山 A：18 年归母净利同增 6.42%，降本提效成果显著

公司发布 18 年报：①18 全年：实现营收 10.72 亿元/-0.62%，归母净利 2.09 亿元/+6.42%，扣非后归母净利 2.09 亿元/+5.22%；稀释后每股收益 0.40/+6.43%，公司拟每 10 股派 1 元
②18 年 Q4：实现营收 2.25 亿元/+2.24%，归母净利 0.4 亿元/-10.43%，扣非后归母净利 0.40 亿元/-8.17%。
③19 年指引：公司计划 19 年实现营收 11.45 亿元/+3.80%，并继续围绕成本与效益提效控费，促进业绩增长。

客运索道支撑主业净利稳步增长，游山门票价格优化稳步推进。2018 年全年实现购票人数 329.5 万人次，同比增长 3.25%。受门票价格下降影响，游山门票总收入增长有限(+3.49%)，但成本端的有效控制对冲了降价影响，业绩实现稳健增长。客运索道全年累计安全运送游客 583.33 万人次，乘索率达 1.77，实现营收 3.14 亿元/+8.17%，毛利率 74.45%/+8.81%。景区旅游基础设施配套完善提升，客运索道换装改造完成，自动化能力加强（每小时单程运量由 1660 人提高到 2400 人）等推动公司业态完善，促进业绩增长。

分业态来看：游山门票业态占据收入主体，营收 4.74 亿元/+3.49%，毛利率 31.53%/-6.24%；索道业务表现亮眼，营收 3.14 亿元/+8.17%，毛利率 74.45%/+0.59%，实现营收、毛利双增长；18 年酒店业态表现较为疲软，营收 1.82 亿元/-8.46%，目前公司推进“瘦身健体”工作，着重优化公司资源配置，降低经营管理成本，提高管理效率，对部分经营效益不佳或无实际业务的分公司进行了解散注销，优化公司业态。

毛利率小幅下降，财务费用率下降推高净利。①18 全年：毛利率 42.58%/-0.04pct，期间费用率 17.01%/-1.40pct，主要由于公司酒店业务的拖累。18 年销售费用率 3.10%/-0.93pct，

管理费用率 13.91%/-0.12pct。18 年整体净利率 19.47%/+1.27pct。②18 年 Q4: 毛利率 41.80%/+4.39pct, Q4 期间费用率 16.55%/+8.89pct, 销售费用率 2.10%/+3.86pct, 管理费用率 15.46%/+5.28pct, 财务费用率-1.01%/-0.25pct。Q4 净利率 17.86%/-2.60pct。

中长期看点: 重点项目强化+资源整合+管理体制变革, 加快估值修复。①公司战略转型, 推进“重返峨眉山, 实现新跨越”发展战略, 加速促进全山全域全智能化建设, 建立新票务系统, 开启智慧旅游建设。②公司作为四川省内唯一旅游上市公司, 外延德宏州、云南天佑、川投集团、港中旅, 打造区域资源整合平台。③公司将持续深化“三定三压”改革, 强化内控管理, 成立物资采购部、加强市场营销、完善产业链条, 促进公司可持续发展。

风险提示: 自然天气影响; 景区客流不及预期等。

4.6. 中青旅: 古北股权落地+管理优化+数据回暖, 多层次改善推动公司成长

事件: 公司今日发布公告, 其与嘉伟士杰组成的联合体已成为京能公开转让古北水镇 10%股权的最终受让方, 并在 3 月 26 日已完成工商变更登记手续, 并取得北京市市场监督管理局换发的《营业执照》。

点评: 公司目前持古北水镇 41.4%股权(直接+间接), 本次竞拍下京能的 10%股权, 对古北持股将提升至 46.6%, 中长期可享受古北水镇更多成长红利。

核心逻辑重申: 短期乌镇客流回暖+高管换届后管理和激励制度优化+古北股权划转落地+乌镇互联网一期项目业绩爬坡, 公司 19 年或迎来业绩和治理多维度优化。①春节期间双镇基本面改善: 乌镇 2018 年以来客流持续下滑, 但在 19 年春节期间客流和营收开始止跌回升(均同增 3~4%)。目前互联网一期 400 多间酒店客房及配套餐饮均已投入使用, 预计将推动乌镇 19 年客单价继续提升; ②京能 10%的古北股权划转落地, 公司对古北持股从 41.4%提升至 46.6%, 中长期享受古北水镇更多的成长红利; ③公司 18 年末新一届董事会增加 3 位光大高管, 且新任总裁由光大集团深化改革小组领导邱文鹤担任, 公司 19 年管理效率和激励制度有望迎来显著改善; ④光大集团入主中青旅以来, 持股比例仅 20%。公司目前股价相比 18 年光大入主时的高位已下调超过 35%, 估值处于历史低点, 未来不排除大股东增持买入可能; ⑤中长期成长: 受益乌镇会展外延推进(预计互联网二期项目 2020 年建成)+古北水镇跨过爬坡期释放业绩(成熟期预计年客流 400~500 万)+婺源九皇山等多个轻资产项目推进+划转光大后公司在资金、资源、管理模式等多方位获大股东大力支持, 目前对应 19 年估值仍处历史较低水平, 继续推荐!

风险提示: 宏观经济下行、双镇客流不及预期、旅行社业务减亏不及预期、转让不成功风险等。

4.7. 三特索道: 18 年扣非业绩成功扭亏, 成熟景区盈利水平稳步提升

公司发布 18 年报:①18 全年: 实现营收 6.48 亿元/+20.16%, 归母净利 1.34 亿元/+2334.51%, 扣非后归母净利润 5.01 百万元/+116.63%。实现基本每股收益 0.97 元/股, 同比增长+2325%。②18 年 Q4: 实现营收 1.45 亿元/-0.69%, 归母净利-0.24 亿元/-182.89%, 扣非后归母净利润-0.30 亿元/-2.4%。③19 年指引: 公司计划 19 年实现营收 7.17 亿元/+10.56%。

梵净山及华山项目驱动, 存量景区利润大增 43%至 2.52 亿元, 成熟景区整体发展势头良好。1) 18 年成熟景区总收入 5.72 亿元/+30.11%, 受梵净山及华山项目驱动, 存量景区利润 2.52 亿元/+42.90%。2) 各子公司收入情况: ①梵净山营收 2.54 亿元/+39.75%, 净利润 1.16 亿

元/+63.11%，客流量 120.47 万人次/+44.40%，主要系梵净山申遗成功且同时获 5A 景区推动；②华山索道营收 1.50 亿元/+51.93%，净利润 0.63 亿元/+70.19%，客流量 204.08 万人次/+39.62%；③海南公司营收 0.95 亿元/+6.88%，净利润 0.38 亿元/-0.95%，客流量 104.36 万人次/+1.51%；海南公司收入与净利润反向变动，主要系集团公司合并项目公司业务板块，并编入新增人员增加了海南公司人工成本所致。④千岛湖索道营收 0.31 亿元/-1.68%，净利润 0.15 亿元/-0.46%，客流量 90.26 万人次/-0.38%；⑤庐山三叠泉营收 0.30 亿元/+3.89%，净利润 0.16 亿元/+47.35%，客流量 50.12 万人次/+4.81%；⑥珠海索道营收 0.12 亿元/+21.02%，净利润 3.45 百万元/-7.36%，客流量 30.95 万人次/+17.90%。

部分培育期项目实现减亏：公司培育期项目南漳古山寨、崇阳项目减亏明显。①南漳古山寨积极探索旅游+体育、研学模式，扩展网络营销渠道，18 年客流量 19.61 万人次，同比增长约 26.60%；实现营收 851.37 万元/+19.25%，净利润-215.45 万元，减亏幅度 37.86%；②崇阳项目开展研学合作，收取租金 18 年实现项目营收的明显增长，客流量 11.33 万人次，营收 0.22 万元/+33.67%。

剥离亏损公司：18 年公司共剥离 9 家公司。①转让咸丰坪坝营、木兰置业 2 家子公司股权；②注销武汉三特、神农架三特、团风三特、武汉三特汽车营地、海南三特田野牧歌、武汉三特伊欧斯 6 家子公司；③转让武汉三特爱乐玩部分出资权，成为其参股公司。

分业态来看：旅游占据收入主体，营收 6.28 亿元/+25.01%，毛利率 55.01%/+3.54%。

分产品来看：索道运营业务表现亮眼，营收 4.5 亿元/+27.64%，毛利率 70.63%/+4.82%，实现营收、毛利双增长；景区门票营收 1.13 亿元/+17.04%，毛利率 26.99%/-0.96%。

毛利率小幅上升，期间费用率控费显著。18 全年：毛利率 55.01%/+3.54pct。18 年销售费用率 5.79%/-0.66pct，管理费用率 19.86%/-5.27pct，财务费用率 13.58%/-0.08pct。18 年整体净利率 21.89%/+20.96pct。18 年 Q4：销售费用率 0.18%/+0.11pct，管理费用率 0.32%/+0.04pct，财务费用率 0.27%/+0.07pct。18 年整体净利率 21.89%/+20.96pct。销售费用率的减少，主要系 18 年梵净山游客人数及收入大规模增长，而销售成本控制得当。

中长期看点：索道业务发展迅速，内部景区项目全国布局，成长性突出。①公司将紧紧围绕“狠抓经营、资产梳理、稳健发展”三个重点方面开展工作，发力拓展营销渠道，丰富产品内容，塑造品牌优势，在成熟项目梵净山、海南索道、华山带动下业绩有望持续增长；②近年来亏损幅度逐渐缩小，多项目逐步迈向盈亏平衡点，公司继续推行“资产梳理”计划，盘活存量资产，通过关停并转多个经营业绩不佳的子公司、管理平台公司，相应减少亏损，有望轻装前行。③公司打造山水田园式休闲度假 IP“田野牧歌”品牌，不断培育、储备项目资源；以湖北地区为基点，逐步向京津冀、江浙沪、珠三角与西南地区布局业务，设立索道滑道、人文景区、自然景区、休闲营地、温泉酒店等多种商业模式，据公司公告，运营、在建、拟建项目共计 30 余个，有望成为中长期业绩新增点。④公司将积极拓展多渠道融资，推进非公开发行股票工作，并发力后续银行间市场融资。

风险提示：项目开发进度延期，运营安全风险，自然天气影响，培育期项目成熟长于预期，亏损项目剥离不达预期。

4.8. 锦江股份 18 年报&2 月数据点评：业绩符合预期，1-2 月入住率降幅环比收窄

事件：公司发布 18 年报数据：①18 年：营收 146.97 亿元/+8.21%，营业利润 15.50 亿元

/+21.52%，归母净利 10.82 亿元/+22.76%，扣非后归母净利 7.39 亿元/+9.88%，非经常性损益约 3.43 亿元/同比 17 年增多 1.34 亿元，主要系出售长江证券+法国税率调整使得卢浮获一次性损益+迁拆补助等共同叠加所致；②18Q4：营收 37.41 亿元/+5.31%，营业利润 15.50 亿元/+21.52%，营业利润 2.52 亿元/-13.15%，归母净利 2.11 亿元/+23.82%；扣非后归母净利 0.62 亿元/-65.18%，同比大幅度下降我们判断或系当期发放奖金增多所致。③19 年指引：全年计划新开店 900 家，新增签约酒店 1500 家；预计 19 年实现营收 153 亿元/+4.09%。其中，来自境外营收预计 5.4 亿欧元/+2.46%。

境内酒店经营：1-2 月入住率-3.63pct，环比 18 年 12 月-4.34pct 降幅收窄，1-2 RevPAR 同比+2.54%。①中端酒店 1-2 月：RevPAR-3.82%，ADR+2.11%，OCC-4.38pct；②经济型酒店：RevPAR-4.50%，ADR+1.46%，OCC-4.16pct；③境内酒店整体：RevPAR+2.54%，ADR+7.95%，OCC-3.63pct。

整体开店数：锦江 2 月份整体净增 49 家（中端酒店净开业 41 家，经济型净增加 8 家），已签约未开业的酒店家数 2 月期间增加 66 家，总计 3494 家酒店。截止 2 月末，中端酒店家数占锦江整体比例已至 34.21%/环比+0.32pct，产品结构继续优化。

18Q4 酒店数据：入住率提升 8.12pct，驱动 RevPAR 增速环比 18Q3 实现提速。①18Q4 境内酒店整体：RevPAR+5.6%，环比 18Q3+4.09%提速。其中，入住率+8.12pct，环比 18Q3 的-3.67pct，18Q4 入住率显著回暖。平均房价-4.22%，环比 18Q3+8.72%，平均房价降幅较快，或系公司营运管理所致。②18 全年境内酒店整体：RevPAR158 元/+5.8%，平均房价 202 元/+9.5%，出租率 78.45%/-2.7pct，价格提升驱动 18 全年 RevPAR 增长。

18 全年净增门店 749 家，轻资产高速扩张，中端酒店客房占比提升至 41.36%。①轻资产模式快速扩张：公司 18 年期间新开业酒店 1243 家，关店 494 家，净增 749 家（其中，直营酒店净减少 43 家，加盟酒店净增加 792 家）。截止 18 年 6 月末，公司加盟酒店占比 86.40%，相比 17 年末提高了 4.34 个百分点，轻资产扩张持续推进。②产品结构持续升级：公司中端酒店的数量及客房占比分别提升至 33.09%、41.36%，中档酒店的占比持续提升。③会员人数继续增多：公司 18 年会员总数增长至 1.82 万人，同比增长 30.3%，自由渠道的引流能力有望进一步提升！④Pipeline 酒店：截止 18 年末数量增长至 3455 家，继续保持增长。

加盟业务快速增长驱动酒店收入提升，投资收益增多推高餐饮业务利润。①18 年境内酒店整体：实现总营收 103.59 亿元/+9.76%。其中，首次加盟费 5.94 亿元/+18.57%，持续加盟费收入 12.41 亿元/+23.58%。境内酒店整体的归母净利 6.06 亿元/+9.7%。②18 年境外酒店整体：实现总营收 41.01 亿元/+5.42%，境外酒店整体的归母净利 2.69 亿元/+10.3%。③18 年餐饮业务：实现总营收 2.36 亿元/-7.14%，归属食品分部净利润 1.80 亿元/+17.98%，增长主要系上海肯德基投资收益及苏州等肯德基股利同比增多所致。

拆分酒店品牌看：铂涛 18 年业绩高成长延续，锦江系业绩下滑。①铂涛集团：营收 42.33 亿元/+8.73%，净利润 4.06 亿元/+49.8%；②维也纳酒店：营收 27.23 亿元/+20.48%，归母净利润 2.62 亿元/+12.4%；③锦江都城系：营收 28.18 亿元/+8.89%，归母净利润 1.23 亿元/-49.34%；④卢浮集团：营收 5.27 亿欧元/+2.93%，归母净利 3307 万欧元/-4.01%。

受 18Q4 奖金计提金额较大拖累，18 年期间费用率同比提升 0.13pct。①公司 18 年的销售费用率 51.29%/-2.63pct，②管理费用率 27.66%/+3.31pct。③财务费用率 2.53%/-0.55pct，主要系公司偿还部分长期贷款所致。中长期来看，考虑公司的轻资产加盟模式费用率显著低于自营酒店模式（重资产），叠加公司已签约未开业酒店数达 3455 家（截止 18 年 12 月末），

我们判断未来在公司轻资产加盟扩张持续推进，及一中心三平台的整合效应，公司的期间费用率未来有望持续下行。

继华住 18Q4 和 STR1-2 月数据之后，锦江 19 年 1-2 月入住率数据同样降幅收窄，继续验证酒店板块基本面第一阶段的好转已经开始，继续推荐酒店板块！锦江 1-2 月入住率环比 12 月回暖+STR1-2 月入住率环比 18 年 11 月和 12 月回暖+华住锦江 18Q4 入住率大幅回暖，我们认为酒店板块入住率降幅逐步收窄的基本面改善已经开始，并有望在 3-4 月数据中延续！我们从基数+社融连层面出发，核心看好 19 年 5-6 月 RevPAR 数据回暖。此外，华住此前已公布 19 年开店计划为 800-900 家，同比加速。如家层面则从草根调研得到，19 年内部的开店目标同样有望加快。继续推荐目前估值仍处低位，且周期性和成长性均有望迎来基本面向好的酒店板块，继续推荐首旅酒店和锦江股份！

风险提示：经济不景气导致旅游酒店住宿需求不明显，中端酒店市场竞争加剧影响酒店经营，整合效果不及预期。

4.9. 长白山：18 年业绩符合预期，减亏成果显著，惠民五条+中长期交通改善下潜力可期

事件：公司发布 18 年报：①18 全年：实现营收 4.64 亿元/+19.45%，归母净利 0.68 亿元-4.47%；②18 年 Q4：实现营收 0.80 亿元/+11.72%，归母净利-0.09 亿元-346%。

景区客流快速增长，企业管理增速亮眼！①长白山景区 18 全年接待景区 250.9 万人次/+12.4%，继续保持快速增长，在自然景区行业中处于领先水平。②分业务来看：游客客运：收入 3.22 亿元/+7.6%，毛利率 49.58%/-1.6%；旅行社：收入 0.25 亿元/+116%，毛利率 56.18%/-6.10%；酒店业务：收入 0.46 亿元/-7.5%，毛利率 2.4%/+35.14%；企业管理：收入 0.56 亿元/+191%，毛利率 4.5%/-18.91%。

期间费用率保持稳健，利润率受收入构成变化有所变动。①18 全年毛利率：整体 34.42%/-4.02pct，我们判断主要系产品收入构成变动所致。②18 全年期间费用率：整体 12.53%/+0.37pct。销售费用率 3.12%/+0.81pct，主要系网络销售费用增加所致。管理费用率 9.17%/-1.31pct，控费推进显著。财务费用率 0.24%/+0.87pct，主要系新借款导致利息费用增加所致。

长白山“惠民五条”力度空前，免门票有望推动 2019-20 年客流增长，利好公司客运及酒店收入。长白山旅游在 18 年 4 月 19 日发布了“惠民五条”，拟在每年 11 月 1 日至 4 月 30 日实施长白山西北景区免去 125 元门票的优惠活动。考虑到本次免门票活动的北景区约占总客流的 70%，且优惠力度和时间跨度均超过往年，我们预计将有效地刺激 19 年冬季和 20 年春季的吉林黑龙江等地的散客流量（约占长白山景区总客流的 80%），推动长白山景区的客流增长。上市公司的主要收入来源为长白山客运（17 年占营收的 77.1%），本次活动中，主峰车票 80 元和环保车 85 元的依旧正常收取，我们预计在本次免门票活动带来的客流红利下，有望利好公司客运及酒店业务的收入。

机场扩建+高铁开通，中长期有望带来显著大交通红利。①机场扩建：长白山机场的扩建工程已在 2017 年 11 月 1 日正式开工，预计有望在 2019 年完成主体的扩建。根据规划，长白山机场改扩建后，机场机位将增加到 20 个，旅客吞吐量保障能力至 2025 年有望从目前的 70 万提升至 200 万人次，有望给景区带来更多来自南方的中长线客流。②高铁红利：根据长春晚报，将长春、沈阳、长白山连在一起的敦白客运专线已于 2016 年下半年正式开工建

设，2020年建成通车实现在即。届时长春到长白山仅需2小时，沈阳到长白山也仅需4小时，带来更多东北客源去景区休闲游，持续推进长白山旅游市场发展。

风险提示：恶劣天气影响客流、温泉酒店培育期长于预期、免门票活动吸引力不及预期、景区客运安全问题。

4.10. 海底捞：18年全年业绩持续高成长，符合预期

公司发布18年报：18全年实现营收169.69亿元/+59.52%，归母净利润16.49亿元/+60.11%，业绩持续高成长符合预期！**18年业绩点评：**公司18年业绩符合符合预期，且期间费用率基本保持稳定。但经营层面上来看，公司在一二线城市门店加密的情况家，整体翻台率依旧实现强劲增长，且18年的新店翻台率、整体客单价，同店收入增速等三大指标均超预期！公司在18年的首家智慧餐厅（连同前期研发）总投资约1.0~1.5亿元，以及18年8554万元的上市费用等开支，若排除两项费用等影响，我们认为公司18年主业业绩有望实现更高增速！

对餐饮行业的参考：①海底捞得益于强品牌力赋能，在下沉三线城市期间客单价依旧能维持在一线城市的87%左右，且翻台率达到一线城市的94%，凸显连锁餐饮行业的品牌重要性！②公司19年展望及投资披露将收购优鼎优和优质资产收购，叠加海底捞的强品牌力对颐海火锅底料的市场开拓强劲推动，我们认为餐厅行业内公司的好品牌力及好管理模式同样有望实现协同效应，帮助初创期餐厅店实现快速做大，延伸品牌矩阵！

18年新开门店200家符合预期，一二三线城市展店全推进！①公司在18年新开业200家餐厅，总餐厅数由17年末273家增长至18年末的466家，门店快速扩张符合预期。②从地区的角度来看，一、二、三线城市以及海外18年分别新开店41家/87家/48家/17家，占18年整体营收比重分别为24.4%/-4.0pct，47.2%/-3.0pct，20.4%/+5.8pct，8.0%/+1.2pct。

公司整体门店：公司在18年整体翻台率5.0次/天，同比17年5.0次/天持平（中国大陆提升，但境外由于新开扩张快速使得翻台率有所下降）；人均客单价101.1元/+3.4元；同店销售额811万元/+6.2%（一、二、三线城市以及海外分别同比为+11.7%/+4.3%/+10.6%/-8.5%），整体继续实现较快增长！

1) 从翻台率来看：成熟店及18年新店翻台率均超预期，强品牌力助力门店高速爬坡！①整体翻台率：公司18年在中国大陆的整体门店翻台率5.1次/天，同比17年5.0次/天实现了小幅提升，且分拆一二三线城市均实现提升，整体翻台率分别为5.1次/天（同比提高0.3次/天）、5.3次/天（同比提高0.1次/天）、4.8次/天（同比提高0.1次/天），门店翻台率好于预期。②新店翻台率：此前公司披露的18年H1新开店翻台率约4.2次/天，同比17年H1的4.8次/天小幅下滑，因此市场对新店情况较为担心，而本次公司18年新开餐厅翻台率实现4.5次/天，同比仅微降0.1次/天，新店翻台率数据同比超预期！我们判断主要系公司的强品牌力带动下，新店爬坡快，以及二三线城市新开门店流量依旧向好所致。**2) 从客单价来看：**18年整体客单价继续推荐增长，一线城市增长强劲。18年整体客单价96.9元/同比提高2.3元。分拆城市来看：一线城市整体客单价106.1元/同比提高7.8元，二线城市整体客单价94.8元/同比提高2.2元，三线及以下线城市整体客单价92.1元/同比下降2.4元。

18年各项费用率基本保持平稳，整体业绩符合预期。公司18年期间：1) 原材料及易耗品占收入比重40.9%/+0.3pct，基本保持稳定。2) 员工成本占比29.6%/+0.3pct，主要系新员

工培训占比提升所致。3) 物业租金占比 4.0%/+0.1pct。4) 水电开支 3.5%/+0.2pct。5) 折旧及摊销占比 4.1%/+0.7pct, 主要系 18 年新店较多且部分仍在爬坡所致。6) 差旅开支占比 0.9%/-0.2pct。7) 其他开支占比 3.9%/-0.3pct。8) 财务成本 0.312 亿元, 同比增多 0.226 亿元, 主要系银行贷款增多所致。

19 年展望：区域扩张推进+同店促进增长+技术研发持续投入。1) 继续战略性拓展公司的餐厅网络格局, 包括进一步提高餐厅密度和覆盖地区。2) 继续推升海底捞就餐体验。3) 促进同店增长和新收入来看开拓。4) 继续技术方面投入, 优化和研发公司的管理系统及智能餐厅技术。5) 策略性寻求收购优质资源。

未来重大投资计划：公司于 2019 年 3 月 26 日签订优鼎优 (冒菜连锁品牌, 同系海底捞创始人之一的施永宏和李海燕夫妇企业) 的股权转让, 100%股权总价为 2.04 亿元。优鼎优 17 年营收 1.09 亿元, 实现净利润 22.47 万元, 目前正从艰难的创业期向盈利期推进, 未来在海底捞的直接全资控股及赋能下, 有望产生品牌力溢出, 实现共赢!

风险提示：新开店数不及预期, 同店翻台率不及预期, 食材成本提升等。

4.11. 颐海国际：18 年业绩大增 98.4%符合预期，第三方占比快速提升及小火锅业务发展持续亮眼，三大品类共同趋同中长期潜力仍旧大

18 业绩：营业收入 26.81 亿元/+62.9%；营业利润 5.48 亿元/+109.9%；归母净利 5.18 亿元/+98.4%。

公司 18 年实现整体营收 26.81 亿元/+62.9%。其中：

1) 按品类来看：火锅底料产品仍为最重要组成部分但是占比有所下降, 自热小火锅表现持续亮眼。①火锅调味料产品 18 实现营业收入 19.56 亿元/+40.13%, 主要系海底捞营业扩张带来的关联方营业收入增长所致, 占总营业收入比例为 72.92%, 较去年同期下降 11.84pct; ②中式复合调味料实现营业收入 2.56 亿元/+37.17%, 占总营业收入比例为 9.52%, 较去年同期减少 1.8pct; ④方便快餐 (自热小火锅为主) 实现营业收入 4.49 亿元/+631%, 占总营业收入比例为 16.76%, 较去年同期增加 13.03pct, 得益于公司对自热小火锅产品的持续升级和口味优化, 叠加渠道扩张与促销活动, 使得该产品收入快速增长。

2) 按渠道来看：受益于 18 年销售人员的合伙人制及渠道精耕细作, 非关联经销商和电商渠道营收占比快速提升：①关联方渠道 (海底捞等)：实现营业收入 11.76 亿元/+28.41%, 占总营业收入比例为 43.9%/YOY-11.7pct; ②经销商渠道：实现营业收入 12.63 亿元/+115.16%, 占总营业收入比例为 47.1%/YOY+11.4pct, 主要来自火锅底料、复合调味料、小火锅等全产品的第三方收入占比提升推动。③电商渠道：实现收入 2.17 亿元/+156.18%, 占总营业收入比例为 8.1%/YOY+1.7pct。截止 18 年末, 公司在天猫、京东等平台已有 6 家旗舰店, 未来电商渠道依旧将成为公司提升品牌影响力、扩大销售渠道、以及快速手机消费者反馈的重要平台。

第三方收入占比提高+生产效益提升, 公司 18 年毛利率提高 1.5pct, 净利率及 ROE 均实现提升。①公司 18 年毛利率 38.7%, 较去年同期提升 1.5pct。我们认为毛利率提升主要系第三方收入占比提升、原材料价格下降、并叠加产量提高和生产流程优化推动; ②经销开支：占营收比重 9.0%/YOY-1.0pct, 费率下降或主要为公司销售网络的规模效应所致; ③行政开

支：占营收比重 6.1%/YOY+1.5pct，主要系新建成的马鞍山工厂以及正在建设中的霸州工厂的相关支出，再加上业务快速发展带来的行政开支增加所致；④净利率：18 年达到 19.31%/+3.6pct，ROE 提升至 29.53%/+10.7pct，总资产周转率 1.26 次/年，同比 17 年 1.03 次/年继续提升 0.23pct，存货周转天数也由 17 年的 49.1 天下降至 18 年的 46.4 天。

产能端：2019-21 年新生产基地陆续投入生产，食品产能有望高速增长。河北霸州生产基地项目总投资预计人民币 3 亿元，一期工程已于 2018 年基本竣工，预计在 19 年 5 月及 9 月投入量产，预计带来 7 万吨产能；马鞍山二期项目已于 2018 年 8 月签订土地购买协议，预计 2021 年建成投产，并将贡献 20 万吨新产能，以及提升公司整体生产线效率。

未来看点：海底捞+关联方助力火锅底料增长，小火锅等新产品持续超预期，产能扩张带动下中长期高成长。我们认为，目前随着公司产品矩阵的持续扩大，到目前形成三大主打品类的格局，未来有望在 3 个业务共同驱动下实现业绩高成长！1) 火锅底料：短期 2019-2020 年看关联方海底捞的快速展店，我们维持此前海底捞 2020 年门店数增至 1000 家预期，有望持续驱动关联方采购量增长。短中期看第三方的 To C 市场开拓：火锅底料产品 C 端消费者主要以家用为主（17 年公司这块营收约 7.9 亿元），凭借海底捞品牌影响力的强劲助力及 18 年新推出合伙人制的管理模式优化+全国 100 亿元的 C 端市场体量+公司经销网点持续下沉，未来业绩成长依旧可期。中长期看第三方的 To B 客户延伸：B 端客户的难点主要在于需要定制化，公司目前在 18 年已有 94 家 B 端客户，但收入体量仍仅 2160 万元，占比较低，但国内火锅底料 B 端潜在需求我们估测可达 200 亿元。未来虽然公司后续模块化生产的推进并实现千人千味，B 端市场的收入有望实现高速增长。2) 复合调味料目前国内使用率同比欧美均处于较低水平，未来工作节奏加快及市场培育，复合调味料收入潜力依旧较大。3) 小火锅产品则自推出以来收入持续好于预期，18 年增速高达 631%远超公司估测的收入同比 17 年翻一番的年初指引。未来在更对小火锅品类的推出，以及自加热米饭等新品推动下，公司快餐收入潜力巨大。

风险提示：海底捞扩张不及预期，食品安全问题，自热火锅销售增长不及预期，生产基地建设进度不及预期

5. 行业重点公司盈利预测及估值

表 7: 重点公司盈利预测及估值 (2019 年 3 月 29 日)

板块	股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	最新收盘价	EPS			PE			评级
					17A	18A/E	19E	17A	18A/E	19E	
酒店	600754.SH	锦江股份	245.93	27.77	0.92	1.19	1.49	30.17	23.34	18.64	买入-A
	600258.SH	首旅酒店	215.16	21.98	0.77	1.06	1.16	28.42	20.74	18.95	买入-A
免税	601888.SH	中国国旅	1,368.29	70.08	1.30	1.89	2.40	54.07	37.08	29.20	买入-A
博彩	01928.HK	金沙中国	2,734.65	33.84	1.30	-	-	26.08	-	-	
	02282.HK	美高梅	535.23	14.08	0.51	-	-	27.58	-	-	
景区	600138.SH	中青旅	121.75	16.82	0.79	0.87	0.98	21.29	19.33	17.16	买入-A
	600054.SH	黄山旅游	79.69	11.88	0.55	0.57	0.64	21.60	20.84	18.56	买入-A
	000888.SZ	峨眉山 A	39.62	7.52	0.37	0.43	0.49	20.16	17.49	15.35	买入-A
	002033.SZ	丽江旅游	38.52	7.01	0.37	0.43	0.47	18.86	16.35	14.84	
	603099.SH	长白山	30.77	11.54	0.27	0.30	0.38	42.74	38.71	30.10	
	002159.SZ	三特索道	32.27	23.27	0.04	1.00	0.58	581.75	23.27	40.12	买入-A
演艺	300144.SZ	宋城演艺	337.01	23.20	0.73	0.94	1.06	31.78	24.62	21.83	
	000863.SZ	三湘印象	68.29	4.98	0.19	-	-	26.21	-	-	
出境游	000796.SZ	凯撒旅游	67.45	8.40	0.27	0.39	0.52	30.57	21.54	16.15	买入-A
	002707.SZ	众信旅游	70.30	7.94	0.28	0.30	0.33	28.36	26.47	24.06	买入-A
OTA	CTRPO	携程网	1,628.32	294.19	32.31	-	-	9.11	-	-	
	TOUR.O	途牛	41.92	32.32	-2.04	-	-	-	-	-	
餐饮	002186.SZ	全聚德	40.22	13.04	0.44	0.46	0.51	29.58	28.33	25.46	
	603043.SH	广州酒家	121.72	30.13	0.90	1.05	1.28	33.55	28.68	23.58	买入-A
人力资源	00520.HK	呷哺呷哺	126.32	11.73	0.39	-	-	29.84	-	-	买入-A
K12 教育机构	300662.SZ	科锐国际	73.17	40.65	0.47	0.61	0.86	86.49	66.64	47.27	
	01317.HK	枫叶教育	97.12	3.24	0.31	-	-	10.59	-	-	
	HLG.O	海亮教育	67.02	259.98	0.54	-	-	481.45	-	-	
	300192.SZ	科斯伍德	25.56	10.54	0.02	0.48	0.39	527.00	21.96	27.03	
高教	002621.SZ	三垒股份	83.25	23.95	0.05	-	-	479.00	-	-	
	02001.HK	新高教	47.14	3.29	0.17	-	-	19.38	-	-	
职业教育	01569.HK	民生教育	61.00	1.52	0.07	-	-	22.13	-	-	买入-A
体育	300089.SZ	文化长城	32.23	6.70	0.17	0.51	0.74	39.41	13.14	9.05	
	002694.SZ	顾地科技	29.26	4.90	0.20	-	-	24.50	-	-	
	600136.SH	当代明诚	62.80	12.89	0.26	0.61	0.82	49.58	21.07	15.68	
创业服务	300526.SZ	中潜股份	23.32	13.60	0.26	-	-	53.17	-	-	买入-A

资料来源: 东方财富 Choice, 安信证券研究中心

(注: 除橘黄色标注公司以外的盈利预测均为东方财富 Choice 一致预期)

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

黄守宏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034