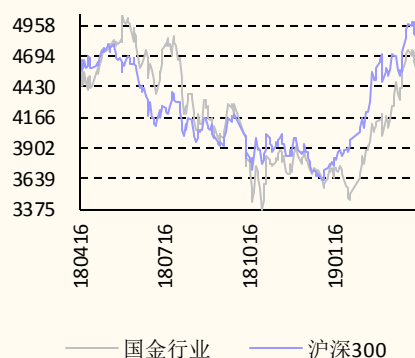


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金社会服务业指数	4591.32
沪深300指数	3988.62
上证指数	3188.63
深证成指	10132.34
中小板综指	10052.46



相关报告

1. 《旅游餐饮行业周报-澳门博彩3月表现超预期,清明景区接待情况良...》, 2019.4.7
2. 《2019教育行业周报第14期:建议关注港股高校及K12学校公...》, 2019.4.7
3. 《港股K12学校公司——没有冲锋号角,但已开始冲锋,过激悲观情...》, 2019.4.6
4. 《《建设产教融合型企业实施办法》推出,职教再迎政策实质支持-《...》, 2019.4.3
5. 《旅游餐饮行业周报-1-2月旅游消费现回暖趋势,宋城及三特年报...》, 2019.3.31

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

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

3月社融数据超预期,建议关注酒店、博彩及人资板块
本周行情回顾

■ 本周沪深300指数上涨-1.81%,CS餐饮旅游上涨-3.32%至7829.560,排名第二十四名。其中免税板块涨幅-1.3%,出境游涨幅-7.0%,餐饮板块涨幅-5.9%,主题景区涨幅-5.6%,传统景区涨幅-2.8%,酒店板块涨幅-2.4%。

行业点评

■ 3月社融数据超预期,建议关注旅游消费板块中估值低估且受到经济周期制约的板块,重点关注酒店、博彩及人力资源板块:央行公布一季度金融数据和社融增量统计数据。数据显示3月社会融资增加2.86万亿,比2018年3月多增1.28万亿,同比增长80.3%。截止2019年3月,社融存量208.4万亿,同比增10.7%,前值10.1%。3月M2增速升值8.6%,前值8%,M1增速4.6%,前值2%。社融数据超预期,消费逐步企稳,旅游板块中经济强相关性板块如博彩、酒店及人力资源业务均有所获得超额收益,酒店的经营数据与PMI相关性较强,3月PMI重回荣枯线,博彩的数据与国内的社融及信贷数据正相关,同时1-3月的博彩数据均录得超预期的表现。

■ 3月澳门博彩表现好于预期,1-2月在春节的带动下整体出现0.5%下滑,3月表现延续前期水平,实属超预期。2019年3月幸运博彩收入258.4亿澳门元/-0.4%,对比去年同期22%增长下滑较大。1-3月澳门幸运博彩收入为761.51亿澳门元/-0.5%,维持1-2月的博彩市场发展。2019年1-2月澳门接待游客增长15.5%,1-2月增长19.9%,过夜游客及不过夜游客增幅分别为9.5%和30.2%,港珠澳大桥的开通效应下客流表现效应亮眼。

■ 从1-2月出境游目的地、航空、出境游以及免税等旅游消费数据来看存在回暖迹象。从1-2月韩国免税增长额、澳门博彩收入及权重目的地的接待内地游客、航空数据情况来看旅游消费存在回暖的趋势。1-2月韩国的免税销售额增长(+20%)与国内海南、北京及上海等免税店的高增长(超过30%)较一致。同时澳门博彩市场在港珠澳大桥开通的拉动下前两个月的收入表现与去年同期持平,出境游目的地方面日本及澳门等表现均较为亮眼,1-2月日本增长9.6%、韩国36%、香港18.7%、澳门20.1%。航空数据方面三大航国际运量1-2月增长13.9%,四大航国际运量增长14.8%。

■ 估值层面——在19年餐饮旅游板块估值修复到一定阶段后,免税、人文景区、酒店等仍存在投资机会。

1) 出境游及酒店估值较为合理。出境游行业增速10%-15%情况下估值相对合理。酒店板块消费升级逻辑下业绩弹性强,对标华住估值水平存在空间。从经济型向中端转型以及加盟比例提升长逻辑来看酒店板块存在投资机会。

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,六间房大概率脱表,19年-21年扩张带来的业绩弹性较强。

3) 中免国内免税垄断地位加强,消费回暖趋势下国旅将存在投资机会。19年离岛免税政策放开公司将受益,长期看市内店、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

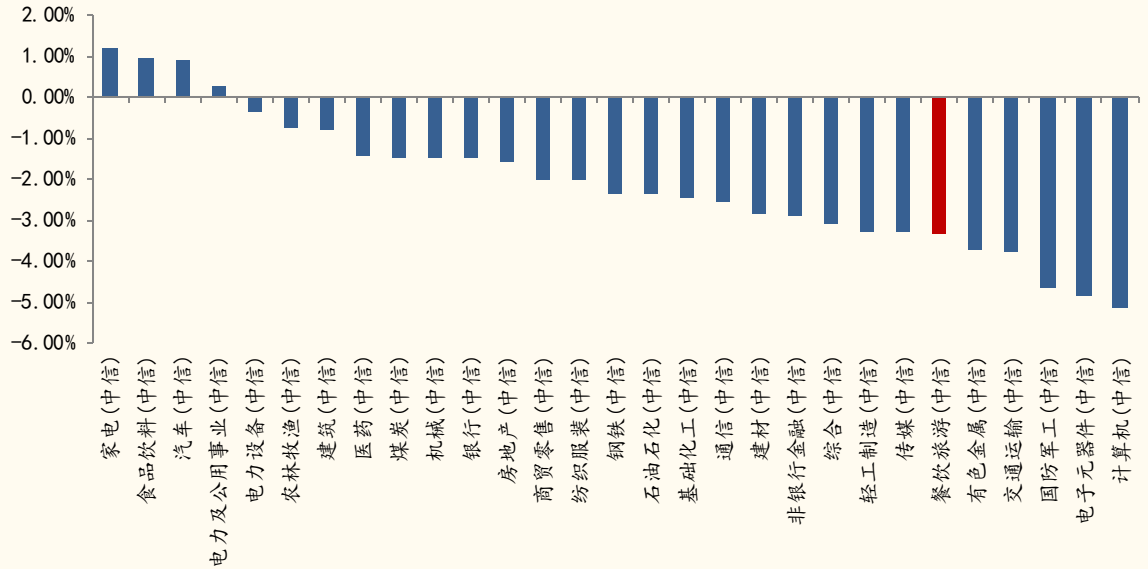
风险提示

■ 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 (2019.4.8-2019.4.14)

- **板块表现：**本周沪深 300 指数上涨-1.81%，CS 餐饮旅游上涨-3.32%至 7829.560，排名第二十四名。其中免税板块涨幅-1.3%，出境游涨幅-7.0%，餐饮板块涨幅-5.9%，主题景区涨幅-5.6%，传统景区涨幅-2.8%，酒店板块涨幅-2.4%。

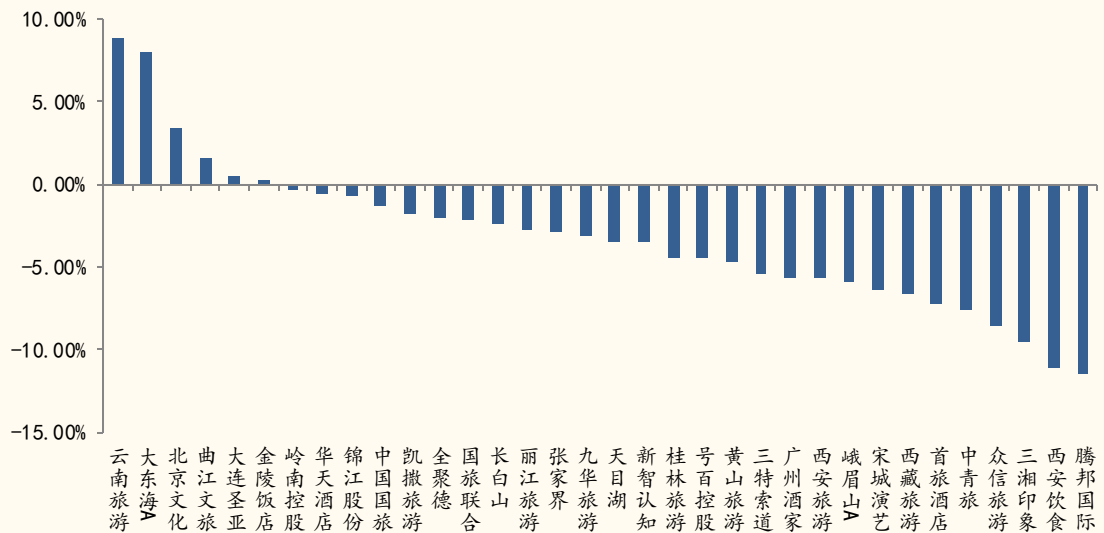
图表 1：本周各一级行业版块涨跌幅情况 (2019.4.8-2019.4.14)



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 (8.93%)、大东海 A (8.04%)、北京文化 (3.47%)。本周涨跌幅后三名个股为：三湘印象 (-9.47%)、西安饮食 (-11.04%)、腾邦国际 (-11.42%)。

图表 2：本周餐饮旅游板块市场表现 (2019.4.8-2019.4.14)



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：**中国国旅—公司全资子公司中免公司就已中标项目与北京首都机场商贸有限公司正式签订合同。
- **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、越南的内陆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。
- **数据跟踪：**(1) 3 月内地赴越南游客为 39.12 万人次/-14.0%，19Q1 内地赴越南游客为 128 万人次/-5.6%。(2) 2 月内地赴新加坡游客为 33.42 万人次/-8.8%。
- **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。
- **跟踪数据：**（1）2 月传统景区数据：**黄山市** 2 月接待游客 607.45 万人次/+15.07%；**桂林市** 2 月接待游客 929.07 万人次/+30.73%；**海南省** 2 月接待过夜游客 579.21 万人次/+4.78%。（2）**黄山旅游公布 18 年年报**，18 年实现营收 16.21 亿元/-9.13%；归母净利润 5.83 亿元/+40.68%；扣非归母净利润 3.42 亿元/-1.19%，基本每股收益 0.78 元/+41.82%。（3）**桂林旅游公布第一季度业绩预测**，预计 19Q1 净利润亏损约 195 万元，上年同期亏损 222 万元；基本每股收益亏损约 0.005 元，上年同期亏损 0.006 元。（4）**张家界公布第一季度业绩预测**，预计 19Q1 净利润为-950 万元——850 万元/+36.16%—+42.89%，基本每股收益为-0.0210 元/股——0.0235 元/股，上年同期为-0.0368 元/股。
- **重点个股点评：****黄山旅游**——客流微增，营收因剥离地产业务而出现下滑，净利润获益于公司出售华安证券获得的投资收益：18 年黄山景区的客流表现与去年持平，19 年公司的目标为接待 350 万游客人次/+3.5%。客流表现持平，门票收入为 2.31 亿元/-0.75%，考虑管委会收取的部分，整体黄山景区的门票收入为 5.84 亿元/-1.08%，景区降价从 2018 年 9 月 28 日起旺季门票从 230 元降到 190 元/人，降幅为 17%，门票收入的下滑一部分受景区门票价格下调影响。索道收入为 4.96 亿元/+1.08%，增幅基本上与客流表现一致；酒店业务营收为 6.47 亿元/+3.11%，旅行社业务的营收为 3.94 亿元/-0.82%。归母净利润为 5.83 亿元，其中公司减持华安证券 4900 万股，增加当期净利润为 1.97 亿元，扣非净利润为 3.4 亿元/-1.19%。
- **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

【华天酒店】(1) 公司 18 年实现营收 9.58 亿元/-9.87%；归母净利润-4.78 亿元，上年同期盈利 1.09 亿元；基本每股收益-0.469 元，上年同期盈利 0.107 元。

(2) 公司预计 19Q1 净利润-8600 万元 - -6800 万元/-16.36%+8.00%，基本每股收益为-0.084 元/股 - -0.067 元/股，上年同期亏损 0.07 元/股。(3) 公司及华天集团因诉讼案需向浩搏基业支付股权对价款余额 41.768 万元逾期支付的利息，诉讼费用由公司及华天集团承担。

【中国国旅】公司全资子公司中免公司已中标项目与北京首都机场商贸有限公司正式签订合同。

【黄山旅游】(1) 公司 18 年实现营收 16.21 亿元/-9.13%；归母净利润 5.83 亿元/+40.68%；扣非归母净利润 3.42 亿元/-1.19%，基本每股收益 0.78 元/+41.82%。(2) 章德辉辞去兼任的总裁职务。辞职后，仍担任公司第七届董事会董事长、第七届董事会战略委员会和提名委员会主任委员职务。将原任公司常务副总裁陶平职务调整为总裁。

【腾邦国际】(1) 公司与长城资产签署战略合作框架协议。(2) 预计 19Q1 净利润为 1,204 万元-3,009 万元/-50.00%—-80.00%。

【宋城演艺】公司控股股东宋城集团解押 1680 万股，占所持股份的 3.92%；至此，宋城集团累计处于质押状态的股份数量为 9625 万股，占公司股份总数的 22.48%，总股本的 6.63%。

【云南旅游】公司购买文旅科技 100%股权，本次交易标的资产的交易作价为 20.17 亿元。

【三湘印象】(1) 公司 18 年实现营收 16.34 亿元/-33.94%；归母净利润-4.55 亿元，上年同期盈利 2.65 亿元；加权平均净资产收益率-7.57%，基本每股收益-0.33 元，上年同期盈利 0.19 元。(2) 公司第七届董事会独董周昌生之亲属周日朗羲于近日购买公司全资子公司项目住宅一套，交易价格为 783.81 万元。

【科锐国际】19Q1 净利润盈利 2,348.36 万元-2,727.13 万元/+55%+80%。

【岭南控股】(1) 公司 18 年营收 70.78 亿元/+10.73%；净利润 2.05 亿元/+15.51%；扣非利润 1.60 亿元/+7.06%。(2) 公司及子公司 2019 年度预计对外担保额度合计为 2,200 万元。(3) 公司拟使用不超过 7 亿元自有闲置资金投资理财产品。

【西安饮食】公司预计 19Q1 净利润亏损-1,150 万元—-910 万元，上年同期亏损-802.66 万元。

【西安旅游】公司预计 19Q1 净利润-400 万元- -300 万元/+21.57%+41.17%，基本每股收益-0.0169 元- -0.0127 元，上年同期为-0.0215 元。

【张家界】公司预计 19Q1 净利润为-950 万元- -850 万元/+36.16 %+42.89%，基本每股收益为-0.0210 元/股 - -0.0235 元/股，上年同期为-0.0368 元/股。

【大连圣亚】公司持股 5%以上的股东辽宁迈克计划减持公司股份，累计不超过公司股份总数的 4%，即 515.2 万股。

【桂林旅游】公司预计 19Q1 净利润亏损约 195 万元，上年同期亏损 222 万元；基本每股收益亏损约 0.005 元，上年同期亏损 0.006 元。

【长白山】公司控股股东建设集团质押其持有的公司股份 1547.41 万股，占公司总股本 5.8%，质押期限至 2024 年 4 月 13 日，本次质押后其累计质押股份 4255.73 万股，占其持股总数的 26.84%，占公司总股本的 15.96%。

【三特索道】公司独董张秀生任期届满，之后不再担任公司任何职务。

【大东海 A】公司预计 19Q1 净利润为 145 万元-175 万元/-11.32%--26.52%

【*ST 藏旅】公司董事次仁桑珠辞职，公司决定补选马四民为公司第七届董事会非独立董事。

4、一周行业新闻

■ 华住集团任命孙武为全球首席发展官

近日，华住集团宣布，任命孙武为集团全球首席发展官暨执行副总裁，负责华住旗下所有品牌开发、营建、采购和加盟管理。

孙武深耕酒店行业近 30 年，在品牌运作、市场拓展、经营管理和国际化收购兼并等方面，具备丰富经验。自 2016 年出任华住集团执行副总裁兼高端酒店事业部首席执行官以来，他带领团队全面负责美居、诺富特、美爵、禧玥四个品牌的整体工作，在短短三年内取得突破性发展，签约酒店超 150 家，开业酒店已达 50 多家，而今年年内开业酒店数更将突破 100 家，其中 70% 分布于一二线城市。

自 2018 年起，孙武开始兼任华住集团首席发展官，并于当年实现华住全品牌酒店签约 1200 家、每天开业 2 家酒店的历史新高记录。

对于孙武卸任高端酒店事业部首席执行官、正式出任集团全球首席发展官一职，华住集团首席执行官张敏表示：“在华住迈向‘万家灯火’的宏伟事业中，开发是火车头，营建、采购和加盟管理是体系性保障，为此，我们需要孙武先生更专注于集团全面大发展工作。很高兴看到他获得晋升，期待他带领团队，进一步加速推进华住的全品牌发展，深度覆盖国内城市，积极探索国际化战略布局。”（来源：环球旅讯）

■ 促进游艇产业发展，海南实施境外游艇入境关税保证保险制度

目前，我国对境外游艇自驾入境实行关税担保制度，过高的入境担保金和繁杂的办理手续成为制约游艇自由行瓶颈。海口海关在全国率先将关税保证保险制度应用于境外游艇入境关税担保领域，助力海南发展游艇产业。

海南实施境外游艇入境关税保证保险制度后，境外游艇所有人委托的游艇服务企业或其他经海关注册登记的企业作为投保人，承担税款缴纳税义务；经海关总署和银保监会批准，在海南省开展关税保证保险业务试点的保险公司作为保险人，为投保企业提供担保服务；海关为被保险人，凭保险单为境外进境游艇办理入境手续。

据介绍，这项制度的实施，大幅降低了境外游艇入境成本。以一艘价值 2000 万的外籍游艇为例，未实施关税保证保险制度前，该游艇入境需向海关先缴纳 760 万的税款担保，实施关税保证保险制度后，该游艇入境 30 天，只需向保险公司支付 1 万元保费，由保险公司承担税款担保责任。自 2019 年 1 月政策实施以来，已有 7 艘境外游艇通过关税保证保险的方式入境。

游艇业在国际上被喻为“漂浮在水上的黄金”，据测算每投入 1 美元可带来 6—10 美元的回报效益。海南发展游艇产业有区位、气候、生态、自然环境、独特的人文风情、市场等优势，游艇旅游正快速成长为海南旅游消费新业态，游艇产业发展空间广阔，市场潜力巨大。（来源：环球旅讯）

■ 云南旅游重组文旅科技获批，将于 12 个月内完成交割

文旅科技前身是成立于 2009 年 12 月的深圳市落星山科技有限公司，以高科技文化旅游产品的创意、策划、设计、开发、研制、销售及综合服务为核心业务。2011 年 8 月，A 股上市公司深圳华侨城股份有限公司（以下简称“华侨城 A”）对其完成收购，更名为文旅科技。

投入华侨城麾下，文旅科技如同踏上了资本市场的加速板。2015 年顺利登陆新三板，同时谋求通过借壳谋求主板。同年，文旅科技曾与西安宏盛科技发展有限公司有过重组意向，但最终不了了之。2017 年，文旅科技摘牌新三板。华侨城 A 母公司华侨城集团再将云南旅游收入麾下。同时，华侨城集团自华侨城 A 手中受让文旅科技部分股权，控股文旅科技。在华侨城集团的操盘下，仅用了约两年时间，文旅科技上市渐趋明朗。

2018 年 3 月，云南旅游宣布，拟以发行股份或发行股份及支付现金的方式购买华侨城集团、李坚、文红光、贾宝罗合计持有的文旅科技 100% 股权。交易完成后，文旅科技将成为云南旅游全资子公司。4 月 9 日云南旅游披露，拟发行股份及支付现金购买文旅科技 100% 股权事项获得证监会核准，交易将于 12 个

月内完成交割，届时，文旅科技独立运营。这意味着，文旅科技将借助云南旅游正式步入资本市场，云南旅游在景区经营之外再添科技板块。（来源：环球旅讯）

■ 京东注资 300 万成立旅游公司，经营入境及境内旅游业务

3 月 9 日，企查查信息显示，北京京东世纪贸易有限公司新成立一家北京京东云河旅行社有限公司，该公司成立于 2019 年 4 月 8 日，注册资本 300 万元，法定代表人为京东 001 号员工张奇，同时出任该公司执行董事以及经理，京东首席合规官李娅云出任该公司监事。经营范围涉及旅游咨询，入境旅游业务，境内旅游业务等。3 月 29 日，重庆大美长江三峡游轮股份有限公司（以下简称“大美游轮”）公告称，同程控股旗下公司苏州天程佳期旅游产业投资合伙企业拟买入公司 5% 股权。

京东涉足旅游行业的想法此前就有显露。2015 年，京东投资 3.5 亿美元，认购途牛股份，成为途牛大股东，并与途牛曾展开产品合作。2014 年 6 月 24 日，京东就曾宣布上线京东旅行频道，针对中高端人群提供机票、酒店、签证、度假、景点和租车等服务。2014 年 9 月，京东旅行宣布上线国际机票业务。负责京东旅游业务的副总裁李超对媒体表示，借助京东平台的数据分析，未来京东还将通过用户的订购、出行等信息，帮助其规划最优的旅行路线和套餐组合，进一步打造一站式旅游服务。

在微信搜索“京东旅行”，可以看到京东已经在旅游板块推出了小程序，涉及产品包括机票、酒店、旅行线路、景点门票、旅游周边产品等，还有攻略内容。暂不明确新成立的旅行社与京东旅游板块的业务关系。（来源：环球旅讯）

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 44/33/27 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%以上的客流增速，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产品溢价能力。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) 19-21 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) **19E-21E 业绩为 15.9/15.8/16.78 亿元，增速 23.6%/-0.75%/6.28%。从公司内生发展来看，不考虑六间房业绩及投资收益并表情况下公司未来三年 19E-21E 线下景区业绩为 12.31/14.4/15.3 亿元，对应 PE 为 27/23/21 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
4月15日	腾邦国际(300178): 股东大会召开 天目湖(603136): 红股上市
4月16日	众信旅游(002707): 股东大会召开 峨眉山 A(000888): 股东大会召开
4月17日	长白山(603099): 股东大会召开
4月18日	首旅酒店(600258): 年报预计披露日期
4月19日	九华旅游(603199): 年报预计披露日期; 一季报预计披露日期 天目湖(603136): 股东大会召开 张家界(000430): 股东大会召开 全聚德(002186): 股东大会召开 大连圣亚(600593): 股东大会召开 三特索道(002159): 股东大会召开 西藏旅游(600749): 股东大会召开
4月20日	曲江文旅(600706): 年报预计披露日期 新智认知(603869): 年报预计披露日期 金陵饭店(601007): 年报预计披露日期 中青旅(600138): 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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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，不作为或被视为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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 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