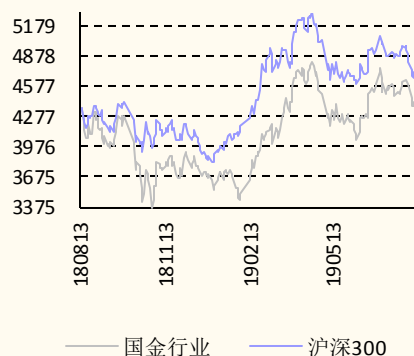


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金社会服务业指数	4390.61
沪深300指数	3633.53
上证指数	2774.75
深证成指	8795.18
中小板综指	8291.92



相关报告

- 1.《2019 教育行业周报第 30 期: 2018 年教育事业统计公报...》, 2019.8.4
- 2.《旅游餐饮行业周报-中国国旅中报表现符合预期, 7 月澳门博彩下滑...》, 2019.8.4
- 3.《2019 教育行业周报第 29 期: 新东方进入较为乐观周期 VS 好未...》, 2019.7.29
- 4.《旅游餐饮行业周报-国旅投资海口免税项目, 关注澳门博彩对国内消...》, 2019.7.21
- 5.《2019 教育行业周报第 28 期: 中国东方教育、中国科培、新东方...》, 2019.7.21

楼枫焯 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

国旅业绩受汇率变动影响, 出境游环境持续低迷

本周行情回顾

■ 本周沪深 300 指数下跌 3.04%, CS 餐饮旅游下跌 4.39%至 7672.55, 排名第十六名。免税板块涨跌幅-3.4%, 出境游涨跌幅-9.6%, 餐饮板块涨跌幅-5.8%, 主题景区涨跌幅-4.5%, 传统景区涨跌幅-6.8%, 酒店板块涨跌幅-4.6%。

行业点评

■ 人民币贬值对于国旅将存在两方面影响, 一是通过采购海外商品传导到成本端影响毛利率, 二是对于外币货币性项目汇兑损益变化: 回顾 2010-2018 年公司免税毛利率与人民币汇率变动情况, 10-15 年免税毛利率基本上与前期人民币汇率同步, 但从 16 年下半年开始汇率变动传导到免税毛利率的边际效应下降, 16 年下半年海棠湾免税店销售提速、17 年 4 月首都机场并表、18 年 3 月上海机场并表, 规模效应及大体量免税项目并表对毛利率效用增加。公司采购商品中国产品以人民币结算不受汇率影响, 占比约为 15%-20%, 假设不考虑并表及规模效应, 人民币的汇率变化将反应在国旅免税毛利率水平, 2019 年下半年、2020 年上半年毛利率预计下滑 1%-1.65%, 按照 19 年上半年净利率水平来看净利润将下滑 10-16%。但在实际操作中公司以倒推法采购来核算成本, 按照商品销售指导价及一定毛利率水平来签订采购合同, 毛利率主动性较强; 同时中免国内免税相对垄断, 免税品售价存在主动权, 一定程度保证了毛利率水平。假设 19 年美元兑人民币汇率稳定在 7 左右, 全年汇兑损失约为 0.7-1.2 亿元。

■ 出境游市场表现较为低迷, 东南亚以泰国及越南为主接待内地游客增速为负, 日本维持 10%稳定增长, 韩国低基数下增速较高, 同时香港台湾事件对出境游基数影响较大(港澳台客流占出境游客流一半以上)。这一现象将会反应在出境游和免税板块: 上半年泰国接待内地客流下滑 4.9%, 越南下滑 3.3% (7 月旺季越南增速 0.6%), 香港极端暴力事件及国内取消台湾自由行试点会影响出境游基数。同时免税主要服务于出境游客群, 也将一定程度上受到出境游市场变化的影响, 以国内免税市场相对垄断的中免来分析, 其上海及北京机场免税营收及利润占公司比重分别约为 50%/15%, 航线布局以日韩为代表的东北亚为主, 香港及台湾占国际+地区吞吐量约为 10-15%, 受出境游环境影响两大机场三季度高峰免税营收增速或将有一定程度的放缓。

■ 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) 宋城通过异地复制和轻资产模式能够穿越周期。张家界项目如期 6 月 28 日开业, 开业初期表现优异。对照宋城演艺近三年新项目扩张节奏, 轻重项目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 年存在边际改善空间, 市内免税店政策突破和市内店开设预期有望落地。

推荐标的

■ 中国国旅、宋城演艺

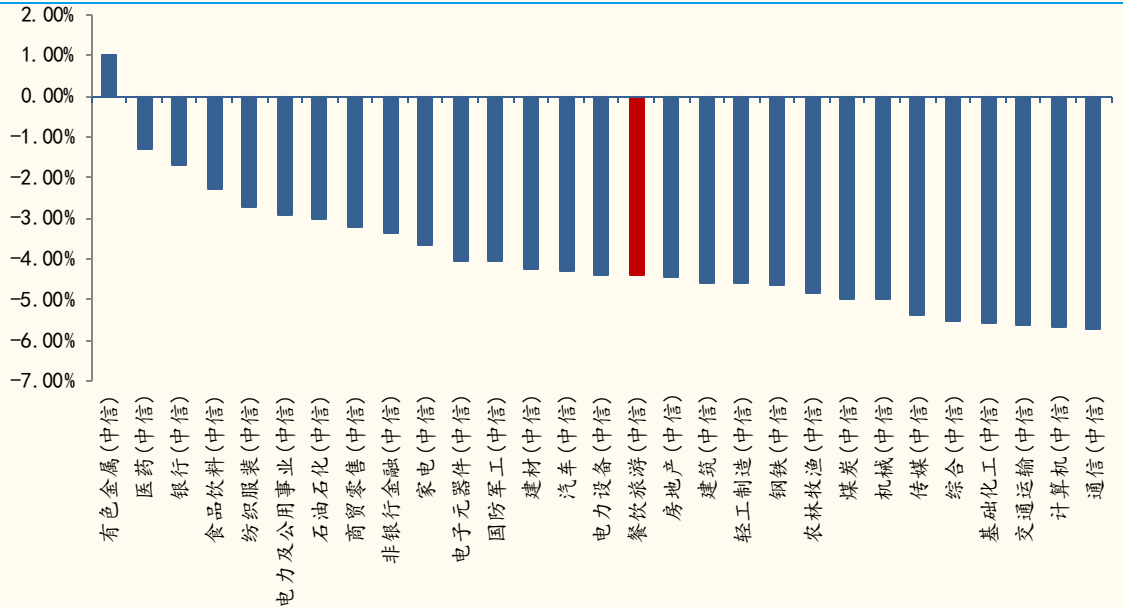
风险提示

■ 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 (2019.8.5-2019.8.11)

- **板块表现：**本周沪深 300 指数下跌 3.04%，CS 餐饮旅游下跌 4.39%至 7672.55，排名第十六名。其中免税板块涨跌幅-3.4%，出境游涨跌幅-9.6%，餐饮板块涨跌幅-5.8%，主题景区涨跌幅-4.5%，传统景区涨跌幅-6.8%，酒店板块涨跌幅-4.6%。

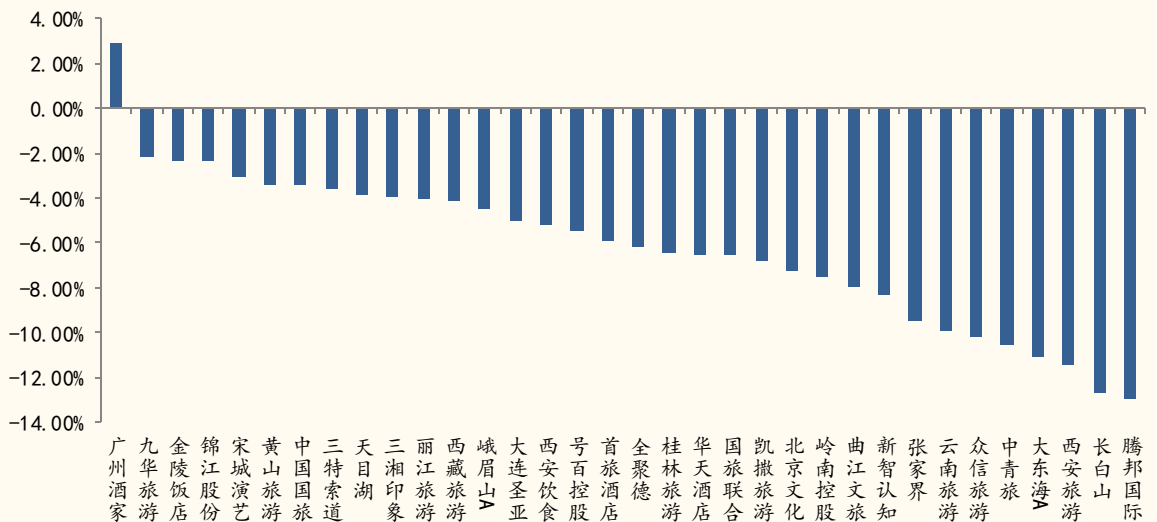
图表 1：本周各一级行业板块涨跌幅情况 (2019.8.5-2019.8.11)



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：广州酒家 (+2.88%)、九华旅游 (-2.20%)、金陵饭店 (-2.31%)。本周涨跌幅后三名个股为：西安旅游 (-11.43%)、长白山 (-12.68%)、腾邦国际 (-12.93%)。

图表 2：本周餐饮旅游板块市场表现 (2019.8.5-2019.8.11)



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 年业绩及 19Q1 季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，公司 18 年业绩表现低于预期，主要是受汇兑及存货跌价影响较大。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。
- **重点个股点评：汇率变动及港澳出境游低迷对国旅业绩影响——1) 收入拆分：**2019 年上半年免税营收增长 50%，剔除旅行社脱表投资收益后扣非归母净利润增幅为 30.86%，Q2 免税营收增长 27%，Q2 扣非归母净利润增幅 21%，中报表现基本符合预期；剔除旅行社业务收入影响后（2019 年 2 月旅行社业务剥离），公司 2019 年上半年免税营收增长 50%，Q2 免税收入增速 27%，符合预期。上半年利润增长 71%，扣非归母净利润增速为 31%，还原免税表现，19 年二季度及上半年免税利润增速约为 34%，行业垄断巨头国旅表现足以代表国内免税行业发展，目前国内免税消费市场增长良好。**2) 项目拆分：**免税业务板块之间出现一定分化，海棠湾免税店 Q2 增速 18.2%，相对于 Q1 增速 30% 环比有所下行，但海南离岛免税整体上半年免税销售额为 65.82 亿元/+26.56%，受到海口新开市内免税店的增量影响（2019 年上半年三亚海棠湾、海口美兰机场、日月广场及博鳌东屿岛免税店销售免税品 49.98 亿元、11.77 亿元、3.66 亿元和 0.42 亿元）。日上中国（首都机场）Q2 收入增速持平，1-5 月整体增速在 3%，主要原因是 4-5 月销售额不理想，主要系会议和装修原因拖慢免税店装修。日上上海（上海机场）从 3 月开始并表，Q2 收入增速 31.8%，符合预期。香港机场收入体量保持稳定增长。增量项目白云机场从 18 年 5 月 T2 出入境免税店开业后 19 年各月免税表现优异，海免从 19 年开始由中免进行集中采购，增量批发业务带动公司传统免税业务收入增长约 36%。
- **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：**受国内经济影响和外部不安全事件影响下 19 年的出国游目的地分化明显。按照目的地来分日韩泰越四大目的地 5 月接待内地游客 239.3 万人次/+4.7%，综合 4-5 月增速为 2.4%，四大目的地占出国游的比重约为

45%-50%，整体从权重目的地来看出国游受宏观经济和不安全事件影响有所疲软；欧洲目的地较为高端，从空袭事件影响消退后表现维持（增速超过20%）。整体来看19年的出国游市场仍表现疲软，内外部影响下需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：行业数据——**1) 中国旅游研究院估计，19H1 预计出境旅游人数约 8129 万人次/+14%。2) 19H1 民航国内航线旅客规模 9541 万人/+8.0%，民航国际航线旅客规模 2169 万人/+14.0%。19H1 民航国内航线客座率 85%/+3%，国际航线客座率 81%，港澳台航线客座率 81%。3) 7 月越南接待内地游客 40.7 万人次/+0.6%。
- **事件跟踪：凯撒旅游——**凯撒旅游同意子公司凯撒同盛与 SKY CITY HONG KONG LIMITED 共同设立中外合资商业保理公司。
- **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。
- **数据跟踪：**1) **金沙中国——**公司中报披露：19H1 集团净收益为 44.7 亿美元/+4.8%，经调整物业 EBITDA 为 16.3 亿美元/+5.6%，净利润为 10.67 亿美元/+9.0%。2) **新濠国际发展——**新濠国际旗下在美国纳斯达克上市的新濠博亚娱乐公布 19Q2 营收 14.43 亿美元/+17%，经调整 EBITDA 为 4.42 亿美元/+24%。3) 19M7 澳门国际机场客运量逾 85 万人次/+15%，航班运输量逾 6800 架次/+19%；19M1-19M7 累计客运量逾 558 万人次/+17%；累计航班运输量逾 4.4 万架次/+19%；乘坐传统航空公司及低成本航空公司的旅客分别增长 15%及 24%。（4）19M6 澳门酒店入住率 89.5%/-0.3%，其中五星级入住率 90.7%-0.2%，四星级入住率 89.7%/-1.6%；19H1 澳门酒店平均入住率 91.1%/+1.1%。
- **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。
- **事件跟踪：黄山旅游——**公司拟与关联方黄山赛富共同投资 6000 万元，参与六百里猴魁茶业增资扩股。
- **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。
- **事件跟踪：**1) **中青旅**——公司为控股子公司 2 亿元人民币的最高融资额度提供担保。2) **宋城演艺**——公司董事会聘任张娴女士为总裁、张建坤先生为执行总裁、商玲霞女士为常务副总裁、郑琪先生为副总裁、陈胜敏先生为财务总监兼董事会秘书，任期三年。
- **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

【凯撒旅游】凯撒旅游同意子公司凯撒同盛与 SKY CITY HONG KONG LIMITED 共同设立中外合资商业保理公司。

【永利澳门】19Q2 经营收益 16.6 亿美元/+3.3%，经调整后的物业 EBITDA 为 4.8 亿美元/+0.9%。

【大连圣亚】大股东减持：大股东辽宁迈克集团股份有限公司原持有股份 10.8 百万股,占公司总股本的 8.39%；截至公告日持有公司股份 7.3 百万股，占公司总股本的 5.64%。

【云南旅游】云南旅游第六届董事会和监事会成员任期届满，新一届董事会董事候选人及监事会监事候选人的提名工作仍在进行中。

【宋城演艺】公司董事会聘任张娴女士为总裁、张建坤先生为执行总裁、商玲霞女士为常务副总裁、郑琪先生为副总裁、陈胜敏先生为财务总监兼董事会秘书，任期三年。

【腾邦国际】(1) 公司 BSP 票款到期未能清偿，欠款总额约 2.17 亿元。(2) 公司及子公司部分银行账户被冻结，敬请广大投资者注意投资风险。

【大东海 A】公司中报披露：19H1 公司实现主营业务收入 1424.20 万元/-11.94%，实现净利润 75.60 万元/-41.04%。

【丽江旅游】公司中报披露：19H1 公司实现营业总收入 3.18 亿元/-7.1%，归母净利润 0.98 亿元/-17.5%。

【金沙中国】公司中报披露：19H1 集团净收益为 44.7 亿美元/+4.8%，经调整物业 EBITDA 为 16.3 亿美元/+5.6%，净利润为 10.67 亿美元/+9.0%。

【黄山旅游】公司拟与关联方黄山赛富共同投资 6000 万元，参与六百里猴魁茶业增资扩股。

【中青旅】公司为控股子公司 2 亿元人民币的最高融资额度提供担保。

【号百控股】公司选举陈文俊为公司董事，选举窦莉萍为公司监事。

4、一周行业新闻

■ 民航局向香港国泰航空发出重大航空安全风险警示

8月9日，针对香港国泰航空近期在多处事件中暴露出的安全风险及隐患，民航局向香港国泰航空发出重大航空安全风险警示。

近期，香港国泰航空先后发生飞行人员参与暴力冲击被控暴动罪却未被停止飞行活动，以及恶意泄露航班旅客信息等事件，存在严重威胁航空安全的隐患，造成了恶劣的社会影响，增加了香港至内地的输入性航空安全风险。

本着对安全隐患零容忍的原则，为维护航空运输秩序，切实保护旅客安全，防范航空活动对空中、地面和水面第三人发生损害，民航局在安全风险警示中，对香港国泰航空明确提出三点要求：

一是自2019年8月10日零时起，对所有参与和支持非法游行示威、暴力冲击活动，以及有过过激行为的人员，立即停止其执飞内地航班或执行与内地航空运输活动相关的一切职务活动；

二是自2019年8月11日零时起，向其在内地的运行合格审定机构报送所有飞往内地和飞越内地领空的机组人员身份信息，未经审核通过，不予接收该航班；

三是于2019年8月15日零时前，向其在内地的运行合格审定机构报送公司加强内部管控、提升飞行安全和安保水平的措施方案。

下一步，民航局将视香港国泰航空对上述警示要求的执行情况，依法依规监管处置。同日，民航局责成民航中南地区管理局行政约见了香港国泰航空。（来源：环球旅讯）

■ 暴力示威横行冲击香港旅游业，香港旅游业界下半年恐会“踏入寒冬”

香港反对派示威者暴力行动不断升级，给香港社会带来极大负面影响。香港“东网”8日报道了这样一则消息，东南亚赴港旅行团暴跌90%，旅行社职员被迫放年假。报道称，香港“冲突持续”令香港旅游业“近乎陷于停顿”。

除东南亚旅行团外，报道中，内地赴港旅行团数量也大跌。香港旅游业议会主席黄进达说，现在内地赴香港的旅行团一个月约有160至170个，较去年同期逾200个大减。他表示，冲突事件“对旅客观感一定有好大影响”。

黄进达说，香港旅游业议会已向内地及海外的相关单位解释目前旅客活动仍安全，也与港府询问是否有措施协助业界，但大型推广计划都要待事件平息后才能进行。

另据香港大公文汇全媒体报道，香港旅游界立法会议员姚思荣8日表示，香港1至6月的旅游指标仍然正面，是基于当时事态发展未趋严重，但近期随着暴力升级旅游情况转差，退团率升至50%；酒店入住率也有显著跌幅，预计7月跌5%至8%，收入跌1%，8月则会进一步恶化至入住率跌1%，收入跌2%。香港旅游业界下半年恐会“踏入寒冬”。（来源：环球旅讯）

■ 国办印发指导意见：支持资本进入互联网文化、旅游等服务领域

近日，国办发布了关于促进平台经济规范健康发展的指导意见。“意见”中部分与在线旅游相关内容摘录：

1.（各相关部门按职责分别负责）指导督促有关地方评估网约车、旅游民宿等领域的政策落实情况，优化完善准入条件、审批流程和服务，加快平台经济参与者合规化进程。（交通运输部、文化和旅游部等相关部门按职责分别负责）对仍处于发展初期、有利于促进新旧动能转换的新兴行业，要给予先行先试机会，审慎出台市场准入政策。（各地区、各部门负责）。

2. 积极发展“互联网+服务业”。支持社会资本进入基于互联网的医疗健康、教育培训、养老家政、文化、旅游、体育等新兴服务领域，改造提升教育医疗等网络基础设施，扩大优质服务供给，满足群众多层次多样化需求。鼓励平台进一步拓展服务范围，加强品牌建设，提升服务品质，发展便民服务新业态，延伸产业链和带动扩大就业。鼓励商品交易市场顺应平台经济发展新趋势、新要求，提升流通创新能力，促进产销更好衔接。（教育部、民政部、商务部、文

化和旅游部、卫生健康委、体育总局、工业和信息化部等相关部门按职责分别负责)。(来源: 品橙旅游)

■ 人民币汇率破“7”，国内航司盈利水平面临考验

8月5日，离岸、在岸人民币兑美元汇率双双破7。人民币对美元的贬值，意味着航空公司的所有美元净负债将上升，从而导致汇兑亏损。

民航业内人士分析称，人民币贬值对国内航空公司有双重影响，一方面由于航司采购飞机航材等形成了美元负债，收入又主要是人民币，人民币贬值造成“收入缩水”而债务不变，形成航司的汇兑损失。另一方面，人民币贬值，将为老百姓的出境游泼冷水，降低航司国际航线的收益水平。总体上谁的美元负债少，谁损失小。谁的国际航线占比少，谁损失小。(来源: 环球旅讯)

■ 大兴机场机票开售，多航线价格低于首都机场

据在线旅行平台去哪儿网显示，9月30日正式投入运营的北京大兴机场航线，日前已可以下单预订，价格比自首都机场起飞的有明显优势。

国内航线中，9月30日启用当天起飞的北京大兴至上海虹桥、广州、成都、昆明等航线的航班已经可以在去哪儿网平台购买。

从去哪儿网搜索的数据可以看到，由于航线定价、机票包含服务等原因，目前北京大兴至广州、深圳等地的航线普遍较首都机场起飞的价格略低。例如9月30日北京至广州航线，北京大兴起飞的最低裸票价格为1578元，首都机场起飞的最低为1750元。(来源: 新旅界)

■ 优步19Q2净亏损52.4亿美元，早盘股价大跌

北京时间9日晚间消息，网约车巨头优步股价周五早盘大跌近10%，该公司此前公布了令人失望的第二季度业绩，净亏损达52.4亿美元，创公布财务数据以来最大亏损纪录。

优步19Q2净亏损52.4亿美元(包含与IPO相关的39亿美元费用)，市场预期亏损52.7亿美元；经调整EBITDA亏损6.56亿美元，环比下降25%；经调整净营收28.7亿美元，环比增长4.1%，市场预期30.5亿美元；总预约量达157.6亿美元，市场预期158.3亿美元；平台活跃消费者9900万人，环比增长6.5%，市场预期1.012亿。(来源: 新旅界)

■ 菲律宾旅游部将重新评估给中国游客落地签特权

菲律宾旅游部表示，他们愿意重新评估外国人入境签证的发放情况。旅游部发表声明之前，菲律宾外交部长陆辛建议，只有经过适当的审查，领事馆才能向外国公民签发签证。

陆辛是对国家安全顾问伊斯昂伦早些时候的声明做出的响应。菲律宾旅游部昨天在一份声明中说，它将与外交部和移民局合作，研究陆辛的建议。

与此同时，旅游部澄清说，落地签证只是授予“通过旅游部和移民局认证的旅行社审查”的中国游客的特权。旅游部补充说：“只有在提交了所有相关文件，并经过移民局的审查和批准后，游客才可以入境。”

旅游部援引第9593号共和国法令或2009年旅游法说，将“支持便利旅行的措施和项目，以推动外国游客赴菲旅游”。

“此外，我们一致认为，最重要的是我们的客人和本地人的安全。发放签证是为了确保受欢迎的游客入境。”(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存量机场免税项目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) 存量免税项目（海棠湾、上海及首都等免税项目）业绩提升：国内免税需求强劲，同时国外的购物消费回流能够被国内免税市场所捕获。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提升至 60%。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) 投资逻辑——短期来看 19 年市内免税店开放预期及政策调整预期、三亚免税高增长，长期来看免税场景及国际化持续扩张，规模效应和品类调整下毛利率提升带动利润空间，政策利好（扶持免税打击代购）和消费回流的支持：离岛免税政策从额度的放开到拓宽购买人群，三亚海棠湾免税店能够有所获益。19 年仍存在边际改善空间，市内免税店政策突破和国内市内店开设预期有望落地。5) 不考虑海免和剥离旅行社业务情况下 19-21E 业绩 42.7/54/67 亿元，增速 40%/26%/25%，EPS 2.2/2.8/3.4 元，PE 40/32/25 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) 六间房重组方案完成，5 月起开始不再纳入合并报表范畴，商誉风险得到消除，19 年能够通过资产重组获得约 2 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 39.53% 股权。4) 19-21 年将开业桂林、西安、上海、张家界、佛山及西塘演艺谷等项目，新开业项目体量能够实现公司利润翻番。5) 综合考虑 19 年的投资收益及六间房的持续经营业绩贡献，19E-21E 业绩为 15.08/15.4/16.6 亿元。从公司内生发展来看 19-21E 线下景区业绩为 12.31/14.44/15.6 亿元，增速 41%/17%/8%，PE 29/25/23 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
8月13日	银河娱乐(0027): 中报预计披露日期 西藏旅游(600749): 中报预计披露日期
8月14日	美高梅中国(2282): 分红除权
8月15日	永利澳门(1128): 中报预计披露日期
8月16日	中青旅(600138): 中报预计披露日期 天目湖(603136): 中报预计披露日期

来源：Choice、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，同时景区板块将受制于门票降价政策，导致估值及业绩有所压制。
- **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，16-18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