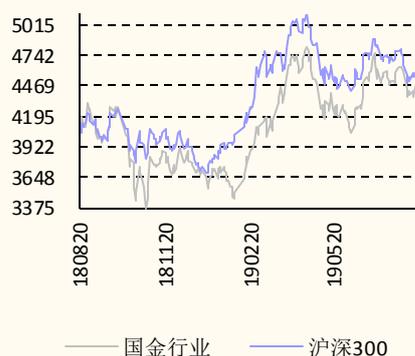


社会服务业行业研究 买入（维持评级）

行业周报

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 | 4533.44 |
| 沪深300指数 | 3710.54 |
| 上证指数 | 2823.82 |
| 深证成指 | 9060.92 |
| 中小板综指 | 8543.47 |



相关报告

1. 《2019 教育行业周报第 32 期: 9 月 9 日中国东方教育&中国科培...》, 2019.8.17
2. 《高端消费数据关联性研究一以澳门博彩指标为锚再看国内消费数据...》, 2019.8.14
3. 《《民促法送审稿》一周年记——K12 品牌学校发展仍迅猛, 高校并...》, 2019.8.12
4. 《2019 教育行业周报第 31 期: 小谈校外培训政策-2019 教育...》, 2019.8.11
5. 《旅游餐饮行业周报-国旅业绩受汇率变动影响, 出境游环境持续低迷》, 2019.8.11

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

中青旅中报表现平稳, 关注板块低估值蓝筹估值修复机会 本周行情回顾

■ 本周沪深 300 指数上涨 2.1%, CS 餐饮旅游上涨 3.1%至 7912.5, 排名第六名。免税板块涨跌幅 3.8%, 出境游涨跌幅-0.9%, 餐饮板块涨跌幅-0.7%, 主题景区涨跌幅 4.4%, 传统景区涨跌幅 1.9%, 酒店板块涨跌幅 1.1%。

行业点评

■ 中青旅公布 2019 年中报业绩, 业绩表现平稳, 景区客流低迷, 目前以中青旅为主的景区白马公司估值被低估: 上半年利润下降 5.61%, 扣非归母下降 15.67%。1) 景区业务: 乌镇景区接待游客 445.98 万人次, 基本持平, 营收 8.55 亿元/+2.6%, 客单价进一步提升, 实现净利润 4.72 亿元, 与去年同期持平; 古北水镇受制于交通瓶颈和外部竞争压力, 接待游客 100.68 万人次/-8.81%, 实现收入 4.2 亿元/-8.04%, 由于去年同期参股房地产公司存在投资收益, 净利润 0.65 亿元/-47.23%。2) 旅行社业务: 营业收入为 19.62 亿元/+6.37%, 毛利率提升 1.1pct。3) 整合营销业务: 参与众多整合营销活动, 营收 12.01 亿元/+10.29%, 毛利率提升 1.46pct, 实现净利润 0.21 亿元/+18.37%。4) 酒店业务: 山水酒店实现营业收入 2.45 亿元/+9.75%; 受新店开业影响, 净利润同比下降 14.27%。5) 策略性投资业务: 创格科技及风采科技营业收入同比基本持平; 房屋租金收入 0.59 亿元/+28.17%。

■ 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一期人民币汇率同步, 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。

■ 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。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

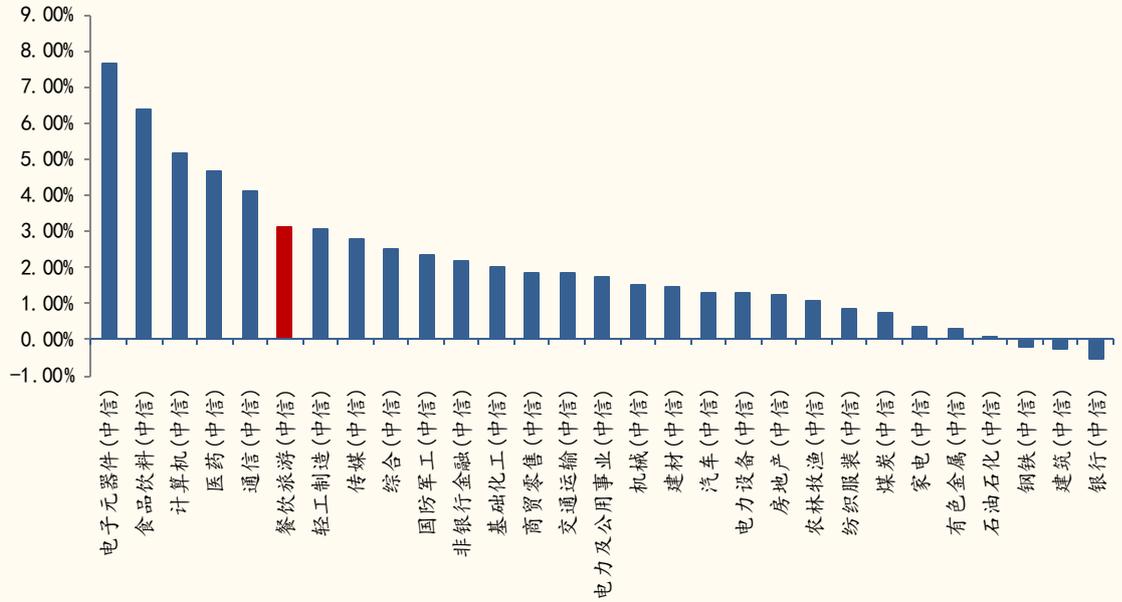
风险提示

■ 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 (2019.8.12-2019.8.18)

■ **板块表现：**本周沪深 300 指数上涨 2.12%，CS 餐饮旅游上涨 3.13%至 7912.46，排名第六名。其中免税板块涨跌幅 3.8%，出境游涨跌幅-0.9%，餐饮板块涨跌幅-0.7%，主题景区涨跌幅 4.4%，传统景区涨跌幅 1.9%，酒店板块涨跌幅 1.1%。

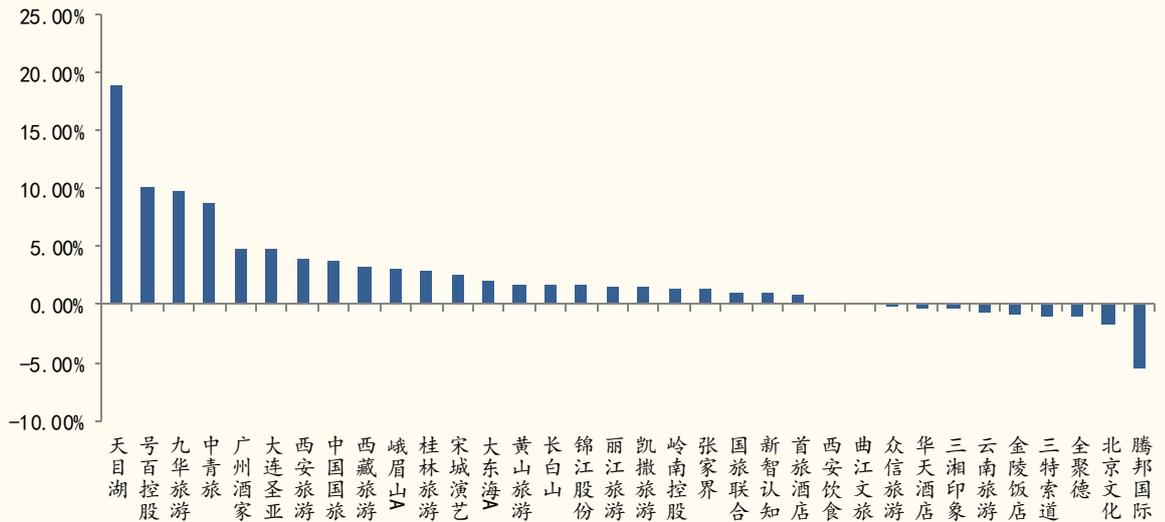
图表 1：本周各一级行业板块涨跌幅情况 (2019.8.12-2019.8.18)



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：天目湖 (+18.96%)、号百控股 (+10.14%)、九华旅游 (+9.80%)。本周涨跌幅后三名个股为：全聚德 (-1.05%)、北京文化 (-1.77%)、腾邦国际 (-5.54%)。

图表 2：本周餐饮旅游板块市场表现 (2019.8.12-2019.8.18)



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。

- **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：19 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%，香港台湾客流下半年恐增速放缓（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外部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）广深港高铁香港段 19H1 总乘容量为 990 万人次。受惠于广深港高铁香港段开通、香港搭乘港铁乘容量增长，以及港铁票价调整等，19H1 港铁集团总收入 282.72 亿港元/+7.2%。（2）19H1 柬埔寨接待中国游客超过 129 万人次/+38.7%，中国是柬埔寨最大客源国，占外国游客总量约四成。（3）美国官方统计 2018 年赴美中国游客数量比上年减少 6%，为 15 年来首次出现下滑。（4）国际航协报告显示，亚太航空公司 6 月客运量同比增长 4.0%，低于 5 月（4.9%），中美贸易紧张局势对泛亚太至北美市场以及亚洲内部市场的需求带来不利影响。运力增长 3.1%，载客率上升 0.7pct 至 81.4%。

- **事件跟踪：众信旅游——**（1）公司已将 3.4 亿元暂时补流募集资金全部归还至公司募集资金专户。（2）公司继续使用可转债闲置募集资金 3.4 亿元用于暂时补充流动资金。（3）公司根据财政部要求对财务报表格式及部分科目列报进行调整。（4）控股股东冯滨先生将其所持公司的部分股份办理了股票质押式回购交易补充质押业务。

- **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：**银河娱乐——公司 19H1 实现净收益 262 亿港元/-7%；经调整 EBITDA 83 亿港元/-4%；股东应占溢利 67 亿港元/-7%。
- **事件跟踪：**新濠国际发展——将于 8 月 30 日（星期五）举行董事会会议，以（其中包括）批准刊发本公司及其附属公司中期业绩，以及考虑派发中期股息。
- **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。
- **数据跟踪：行业数据——**（1）今年 1-7 月，中国民航业共完成旅客运输量 3.81 亿人次/+8.7%，增速较去年同期下降 3.4pct，其中，国内、国际航线分别完成 3.38 亿人次/+7.8%、4287.8 万人次/+16.5%。（2）19H1 新疆旅游业呈现井喷式增长，累计接待游客 7589.35 万人次/+46.00%，实现旅游收入 1152.06 亿元/+47.96%。
- **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。
- **数据跟踪：1) 中青旅——**19H1 公司实现营业收入 58.53 亿元/+5.13%；实现归属上市公司股东的净利润 3.82 亿元/-5.61%。**2) 行业数据——**19H1 文旅地产投资新签约、开工项目 104 个，涉及总投资金额 8301.95 亿元。其中单体项目投资金额在 50 亿以下占比 53.61%，投资金额 50（含）-100 亿项目占比 14.43%。
- **事件跟踪：**海昌海洋公园——公司将于 8 月 27 日（星期二）举行董事会会议，考虑及批准中报业绩公布及其刊发，以及派息事宜。
- **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) 选举李文峰先生为公司第七届监事会主席。(2) 公司拟转让全资子公司银城华天 100%股权及相关债权。(3) 公司以子公司房产进行抵押,向长沙银行申请流动资金贷款授信额度 3000 万元。

【美高梅中国】放款人同意向本公司授出总额为 97.5 亿港元的循环信贷融通。

【新智认知】毛新生先生因工作原因申请辞去公司董事职务。

【西藏旅游】公布半年报: 19H1 实现营业收入 7,997.74 万元/+6.47%, 归属于上市公司股东的净利润为 743.41 万元, 扭亏为盈。

【三特索道】(1) 控股股东武汉当代科技拟将其持有上市公司 27.9 百万股无限售条件流通股(总股本的 20.09%) 协议转让给当代城建发, 属同一实际控制人控制的不同法人主体之间进行转让, 不会导致公司实际控制人变更。(2) 公司拟于 8 月 28 日(星期三) 下午 14:00 召开临时股东大会。

【银河娱乐】公司 19H1 实现净收益 262 亿港元/-7%; 经调整 EBITDA 83 亿港元/-4%; 股东应占溢利 67 亿港元/-7%;

【天目湖】(1) 原保荐机构海通证券对于公司 IPO 募集资金管理和使用的持续督导工作由中信建投承接。(2) 19H1 公司实现营业收入 2.2 亿元/+0.27%; 归属于上市公司股东的净利润 5371.43 万元/+9.56%; 归属于上市公司股东扣非净利润 5169.01 万元/+14.80%; 基本每股收益 0.46 元。

【众信旅游】(1) 公司已将 3.4 亿元暂时补流募集资金全部归还至公司募集资金专户。(2) 公司继续使用可转债闲置募集资金 3.4 亿元用于暂时补充流动资金。(3) 公司根据财政部要求对财务报表格式及部分科目列报进行调整。(4) 控股股东冯滨先生将其所持公司的部分股份办理了股票质押式回购交易补充质押业务。

【海昌海洋公园】公司将于 8 月 27 日(星期二) 举行董事会会议, 考虑及批准中报业绩公布及其刊发, 以及派息事宜。

【国旅联合】(1) 控股股东江旅集团拟通过江西省产权交易所进行增资。(2) 公司收到江苏监管局警示函, 因在交易方厦门当代出现逾期付款情形时未及时披露。

【中青旅】19H1 公司实现营业收入 58.53 亿元/+5.13%; 实现归属上市公司股东的净利润 3.82 亿元/-5.61%。

【永利澳门】19H1 公司娱乐场收益 163.4 亿港元/-1%; 经调整 EBITDA 50.61 亿港元/-4.47%; 公司拥有人应占溢利 28.16 亿港元/-7%; 每股盈利 0.54 港元, 中期股息每股 0.45 港元。

【三湘印象】罗筱溪女士辞去公司董事及董事会战略与投资委员会委员职务, 提名周伟先生为公司第七届董事会成员候选人, 8 月 28 日(星期三) 召开临时股东大会投票。

【新濠国际发展】将于 8 月 30 日(星期五) 举行董事会会议, 以(其中包括) 批准刊发本公司及其附属公司中期业绩, 以及考虑派发中期股息。

4、一周行业新闻

■ 中使馆提醒中国公民谨慎办理菲律宾“落地签”

近年来，菲当地网络博彩公司泛滥，大量非法雇佣中国公民赴菲从事相关工作，引发各类涉中国公民案件，菲当地媒体持续炒作中国公民在菲非法务工和“安全问题”。鉴于目前菲律宾“落地签”政策存在不确定性，为避免给自身造成不必要的麻烦和经济损失，中国驻菲律宾大使馆提醒中国公民：

1. 谨慎选择办理“落地签”赴菲。如无特殊考虑和需要，建议启程前通过菲律宾驻华使领馆申请办理赴菲签证。
2. 赴菲前，请关注使馆发布的领事公告和提醒，做足入境准备，勿存侥幸心理。务必携带往返机票、酒店预订、旅行财力证明等，同时妥善保存签证纸，不得擅自裁剪。
3. 入境目的要与所持签证种类一致。应遵守菲移民法律法规，切勿从事与签证种类不符的活动，避免给自己和家人造成不必要的麻烦。目前，菲“落地签”无法在入境后办理延期，也无法转为工作签证等其他签证。（来源：领事直通车）

■ 泰国计划对中印实施免签，拟今年11月1日生效

据泰国《曼谷邮报》14日报道，泰国旅游和体育部计划对中印游客提供15天的免签待遇。该方案正寻求泰国内阁批准。该部部长皮帕表示，一旦获批，免签政策将从今年11月1日生效，持续至明年10月31日。

报道称，作为泰国经济关键增长引擎之一，该国旅游业如今增长乏力。泰国旅游和体育部表示，今年上半年，泰国吸引境外游客1976万人次，同比仅增长1.48%。作为泰国最大境外游客来源的中国，游客同比减少4.73%，降至565万人次；印度游客同比增加24.1%，达到97.8万人次。

皮帕表示，泰国总理巴育同意该倡议，并认为就促进旅游业而言，免签项目将比免除落地签费用更有效。

目前，泰国为包括中印在内的21个国家游客免除2000泰铢（1泰铢约合0.2元人民币）的落地签费用。皮帕表示，尽管该政策从去年11月实施以来已经为外国游客免除约100亿泰铢费用，但却让泰国整个旅游行业增收约200亿泰铢。（来源：环球旅讯）

■ 深圳机场股价攀升，香港事件或重塑粤港澳大湾区机场群格局

连日来，深圳机场股价连续攀升，8月14日收于每股10.42元，自7月23日以来上涨18.14%。有分析师认为，深圳机场股价上升与香港近期事件有关。

近期的示威集会一度导致香港国际机场全面停摆，严重影响机场和航空业正常运作，累积取消航班数百架次。民航专家林智杰对界面新闻分析称，“深圳毗邻香港和广州两大世界级枢纽机场，不少要出国的深圳旅客都选择去香港和广州坐飞机。这也使深圳机场的国际地位，与深圳市的经济水平不相匹配。深圳的GDP已超过广州，但洲际航点数量仅为广州的一半。所以当前竞争对手被迫关闭，深圳机场股价也就应声而涨。”

针对近期香港机场安全运行受到的影响，8月12日，中国民航局作出部署，通过增加运力、做好机票退改签、提升粤港澳大湾区机场群中转能力，保障内地与香港间旅客正常出行。

受此影响，除深圳机场外，广州白云机场股价也较周一开盘时有小幅增长。（来源：环球旅讯）

■ 保利地产拟成立保利旅游产业发展有限公司

8月12日，保利地产(600048.SH)在《第五届董事会第二十四次会议决议公告》中披露，董事会同意公司与全资子公司保利(横琴)创新产业投资管理有限公司按照51%:49%的股权比例共同设立保利旅游产业发展有限公司，注册资本1亿元。

天眼查显示，该公司成立日期为2019年05月14日，注册地址为广州市南沙区丰泽东路106号。经营范围包括贸易咨询服务、体育运动咨询服务、企业管

理咨询服务、酒店管理、会议及展览服务、旅游景区规划设计、开发、管理等。法定代表人为刘智慧。据了解，刘智慧曾任保利华南助理总经理、保利浙南房地产开发有限公司总经理，同时目前也是保利(重庆)文化旅游产业发展管理有限公司的董事。

此前在 2018 年 6 月，保利发展还 100%控股在海南设立了保利(海南)旅游发展有限公司，注册资本 5 亿元人民币，由保利地产副总经理刘文生担任董事长。(来源：新旅界)

■ 中消协支持消费者对上海迪士尼提起诉讼，人民网四问迪士尼

近日，因禁止游客携带食品入园且要翻包检查，上海迪士尼被一位法学专业学生告上法庭，该事件引发热议。经过一阵舆论发酵后，中消协 8 月 14 日表示：支持该学生对上海迪士尼的诉讼，迪士尼利用其特殊地位对消费者进行限制，“搜包”是有损消费者人身权益的行为。

针对迪士尼翻包、禁止自带食品等事，人民网日前发文四问迪士尼：

- 1) 凭什么搞“双标”，欧美带得亚洲就带不得？
- 2) 凭什么强制翻包，游客隐私权如何保障？
- 3) 禁带食物是为园区卫生？园区出售的饮食就没气味？
- 4) 谁来纠正迪士尼的“双标”行为？谁来保障消费者权益？

文章中称，13 日上午，人民网记者在上海迪士尼实地探访发现，游客被强制翻包检查的现象依然存在。记者点击进入上海迪士尼官网上的“行前须知”，并没有看到任何关于禁止携带食品的说明提示。官网首页最下方乐园须知中确实有相关禁带食物的提示。在手机购票时，在页面的最后才看到相关提醒。记者在距离安检约 50 米的售货亭背面，发现一块公示牌，绕过售货亭，能看到不能携带入园物品的具体规定。如果是迎面走来或者离开，很难注意到该公示牌。

除人民网外，央视记者近日也进行了实地探究。8 月 12 日，记者线上购买当日迪士尼的门票。在购买的过程中，没有发现有明显标注禁止携带食品的说明。(来源：品橙旅游)

■ 国泰航空高层变动：行政总裁、顾客及商务总裁辞职

8 月 16 日，国泰航空(00293.HK)公告宣布公司高层人事变动。何果已辞任常务董事兼行政总裁，由邓健荣接任；卢家培已辞任常务董事兼顾客及商务总裁，由林绍波接任。任命自 2019 年 8 月 19 日起生效。

公告披露，何果和卢家培辞职是作为公司的领导者对公司近月所面对的事件负责。

香港机场近期的示威集会以及自身连续负面事件在短时间内给国泰航空造成重创。据媒体此前报道，从 7 月 22 日起不到 20 个交易日里，国泰航空股价从 12.30 港元降至 9.86 港元，市值蒸发近百亿港元。近期的示威集会一度导致香港国际机场全面停摆，严重影响机场和航空业正常运作，累积取消航班数百架次。(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%，EPS2.2/2.8/3.4 元，PE 41/33/26 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 30/26/24 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20日 | 全聚德(002186.SZ): 中报预计披露日期 |
| 8月22日 | 曲江文旅(600706.SH): 中报预计披露日期 宋城演艺(300144.SZ): 中报预计披露日期 |
| 8月23日 | 长白山(603099.SH): 中报预计披露日期 峨眉山 A(000888.SZ): 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