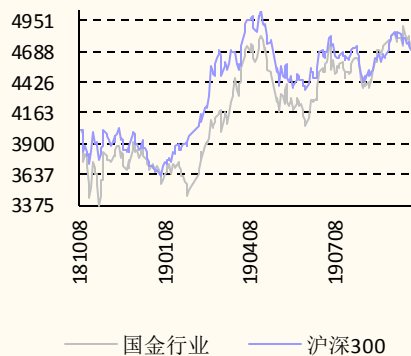


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金社会服务业指数	4715.51
沪深300指数	3814.53
上证指数	2905.19
深证成指	9446.24
中小板综指	8936.71



相关报告

1. 《2019 教育行业周报第 37 期：立思辰大语文更名为“豆神大语文...”，2019.9.22
2. 《旅游餐饮行业周报-中秋游客接待稳中趋弱，国旅控股股东 10% 股...》，2019.9.16
3. 《2019 教育行业周报第 36 期：这个暑假在线教育继续酣战，未来...》，2019.9.15
4. 《2019 教育行业周报第 35 期：华图教育拟以 7.5 亿元控股山鼎...》，2019.9.8
5. 《2019 教育行业周报第 34 期：中教、新华、希望等高校 2019...》，2019.9.1

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

国庆假期免税销售高增长，八月东南亚有所复苏

本期行情回顾

■ 本期（2019/9/23-2019/9/30）沪深 300 指数下跌 3.08%，CS 餐饮旅游下跌 2.15% 至 8185.40，排名第 2 名。免税板块涨跌幅-0.3%，出境涨跌幅-7.4%，餐饮板块涨跌幅-5.2%，主题景区涨跌幅 0.5%，传统景区涨跌幅-7.1%，酒店板块涨跌幅-5.4%。

行业点评

- 国庆假期接待游客 7.82 亿人次/+7.8%国内旅游收入 6497.1 亿元/+8.5%，整体假期增速有所放缓。北京地区因国庆 70 周年阅兵、交通管制等影响，重点监测 168 家景区接待游客 920.7 万人/-17.4%。核心景区部分黄山因台风天气影响客流有所下滑，为 17 万人/-10.3%；三亚前六天景点接待约 63.6 万人次/-7.0%，其中宋城千古情接待游客 16.5 万人次/-8.2%；桂林千古情 11.8 万人次；杭州前六天接待约 1895.4 万人次/+6.7%，实现旅游收入 160.8 亿元/+6.0%，其中杭州宋城接待 68 万人次/-7.1%。云南地区表现亮眼，前五日接待游客 1645 万人次/7.8%，其中玉龙雪山景区实现 13 万人次/+38%，此次反弹主要得益于云南当地旅游市场整治初见成效及基数较低。国庆期间出入境表现低迷，内地居民出入境两位数下滑，香港国庆期间内地游客下滑 56%，澳门客流表现强劲。国庆数据中海南免税板块高增长，持续推荐免税板块。
- 8 月多个出境权重目的地旺季表现良好，东南亚复苏：19 年 8 月内地赴日本游客 100.06 万人次/+16.3%；内地赴韩国游客 57.81 万人次/+20.9%，其中观光目的 45.16 万人次/+25.1%；内地赴泰国游客 103.17 万人次/+18.9%；8 月内地赴越南游客 48.18 万人次/+12.3%，9 月 60.49 万人次/+48.6%。香港受到暴力事件影响，八月接待 278.29 万人次/-42.3%。整体来看 8 月出国游旺季表现良好，东南亚在低基数影响下增速有所回升，日韩维持高增长。
- 澳门博彩 9 月收入 220.79 亿澳门元/+0.6%，年内新低收入，累计 1-9 月下月 1.7%，9 月博彩增速回正，主要归因于去年台风低基数影响。9 月持续受到香港极端暴力事件影响澳门博彩表现平平（香港游客占澳门整体入境游客的比重达到 18%，另外内地游客对港澳联合游的偏好较强）。澳门幸运博彩 9 月实现收入 220.79 亿澳门元/+0.6%，相比七八月增速转正，1-9 月实现幸运博彩收入 2202.97 亿澳门元/-1.7%。从澳门博彩看国内消费表现存在片面，9 月澳门博彩持续受香港影响，但整体来看国内的消费表现仍在向下通道。
- 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

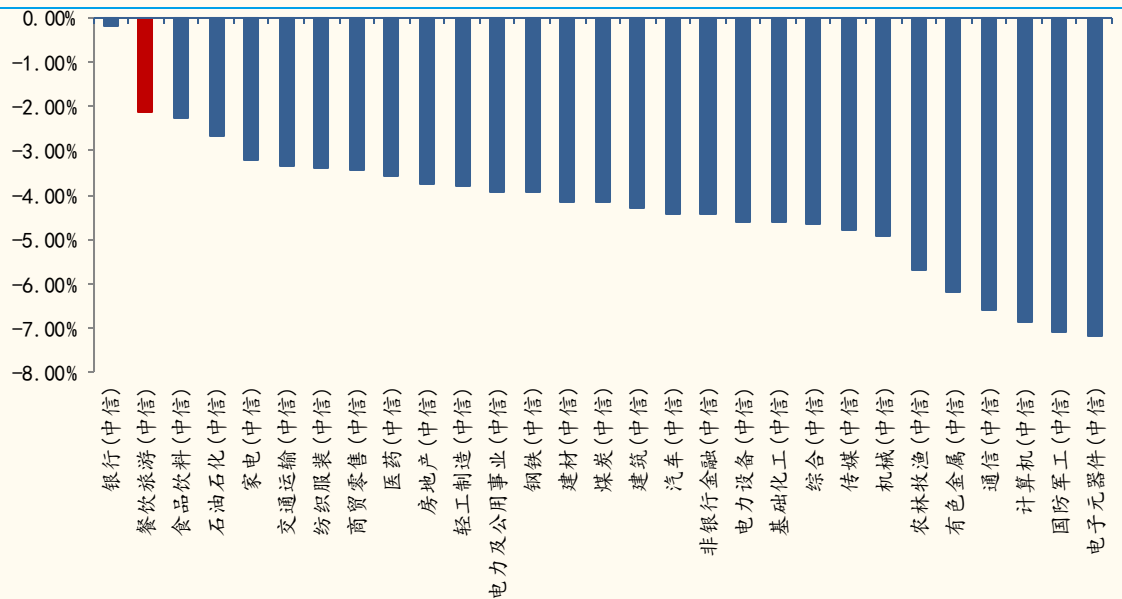
风险提示

- 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 (2019.9.23-2019.9.30)

- **板块表现：** 本期 (2019/9/23-2019/9/30) 沪深 300 指数下跌 3.08%，CS 餐饮旅游下跌 2.15%至 8185.40，排名第 2 名。免税板块涨跌幅-0.3%，出境涨跌幅-7.4%，餐饮板块涨跌幅-5.2%，主题景区涨跌幅 0.5%，传统景区涨跌幅-7.1%，酒店板块涨跌幅-5.4%。

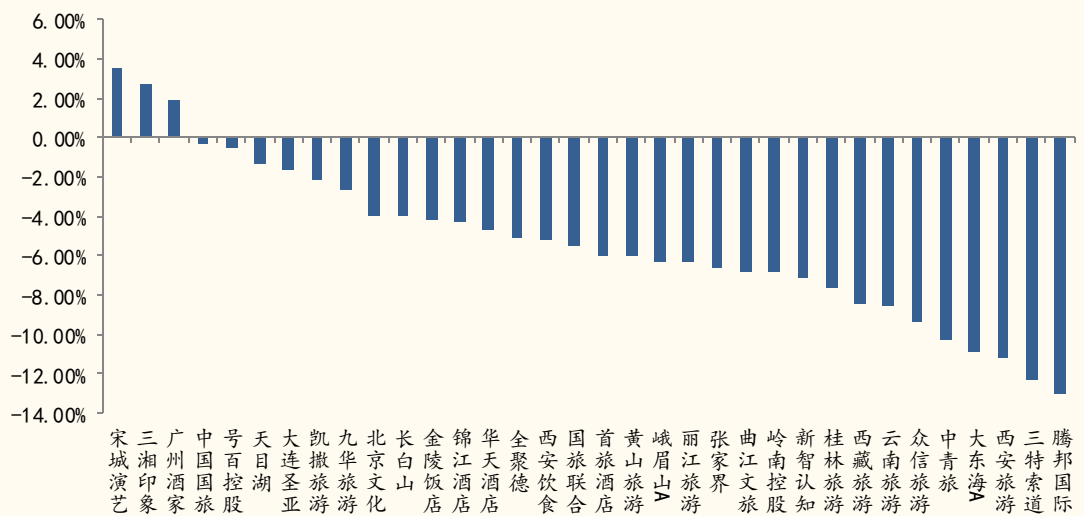
图表 1：本周各一级行业板块涨跌幅情况 (2019.9.23-2019.9.30)



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：宋城演艺 (+3.52%)、三湘印象 (+2.76%)、广州酒家 (+1.88%)。本周涨跌幅后三名个股为：西安旅游 (-11.24%)、三特索道 (-12.32%)、腾邦国际 (-12.98%)。

图表 2：本周餐饮旅游板块市场表现 (2019.9.23-2019.9.30)



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 19 年中期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。
- **数据跟踪：行业数据——**8 月国内酒店总体平均入住率 67.64%，较同期上升 0.11pcts；平均房价 401.74 元/+10%；平均 RevPar 269.24 元/+9.7%。
- **关注标的：**锦江酒店、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）8 月内地赴香港游客 278.29 万人次/-42.3%；内地赴台湾游客 28.3 万人次/+10.1%；内地赴马尔代夫游客 3.28 万人次/-2.1%；泰国接待内地旅客 103.17 万人次/+18.9%；韩国接待内地旅游目的游客 45.16 万人次/+25.1%，接待内地游客 57.81 万人次/+20.9%；澳门接待内地旅客 264.64 万人次/+4.7%。（2）19 年 7 月，内地赴菲律宾游客 17.18 万人次/+44.4%；赴柬埔寨游客 20.82 万人次/+27%；赴新西兰游客 2.83 万人次/-3.3%；赴澳大利亚游客 15.04 万人次/-2.0%。赴欧洲游客人次累计增速 17.6%（到达）/19.8%（过夜）。

- **事件跟踪：凯撒旅游**——（1）控股股东海航旅游被动减持1.55%公司股份，失去第一大股东位置。（2）公司董事会同意提名陈小兵先生、马逸雯女士、陈威廉先生、赵欣女士、曩麒先生、刘志强先生、徐伟先生为公司非独立董事候选人，提名吴邦海先生、胡猛先生、程政先生、王冬美女士为公司独立董事候选人。（3）选举周艳女士为公司第九届监事会职工代表监事。（4）提名任军先生、徐森先生为公司第九届监事会监事候选人。
- **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：行业数据**——9月澳门博彩收入220.79亿澳门元/+0.6%，停止连续两月的下跌趋势（去年因台风影响基数较低），但赌收为年内新低。
- **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：1) **国庆假期数据**——2019年国庆节期间，全国接待国内旅游总人数7.82亿人次/+7.8%；实现国内旅游收入6497.1亿元/+8.5%。2) **国内国庆旅游目的地数据**——国庆假期内目的地接待游客人数：北京市920.7万人次/-17.4%，云南省前四日1645万人次/+22%，贵州2855.8万人次/+23.9%，重庆市3859.6万人次/+10.6%，上海市1037万人次/-0.1%，湖南6736.2万人次/+11.5%，山西6487.2万人次/+18.9%，湖北6319.3万人次/+10.4%。

图表 3：19 年国庆假期各旅游目的地及景区接待游客情况及其增速

国家及省份游客数据				重点旅游景区					
	旅游人次 (万人次)	YOY%	旅游收入 (亿元)	YOY%	景区	旅游人次 (万人次)	YOY%	旅游收入 (万元)	YOY%
全国	78200.0	7.8%	6497.1	8.5%	传统景区	黄山景区	17.0	-10.3%	
云南 (1-4日)	1645.0	22.0%	119.0	14.0%		杭州西湖	362.6		
重庆	3859.6	10.6%	187.6	32.8%		西递景区	9.5	9.5%	450.7
贵州	2855.8	23.9%	434.1	30.7%		宏村景区	14.0	7.2%	897.6
上海	1037.0	-0.1%	115.0	11.8%		峨眉山景区 (1-6日)	13.7	-5.0%	
北京	920.7	-17.4%	111.7	-10.0%		玉龙雪山景区 (1-5日)	13.0	38.0%	
湖南	6736.2	11.5%	417.0	16.7%		三亚南山 (1-6日)	10.6	-4.7%	
山西	6487.2	18.9%	422.1	20.7%		漓江景区(含排筏)	21.2	40.3%	
湖北	6319.3	10.4%	482.0	10.4%		龙脊景区	14.9	12.6%	
重要旅游城市游客数据						银子岩景区	10.3	5.0%	
杭州	1895.4	6.7%	160.8	6.0%		三亚千古情 (1-6日)	16.5	-8.2%	
张家界 (1-4日)	203.8	11.6%	15.5	11.1%		三亚亚特兰蒂斯 (1-6日)	7.3	6.9%	
三亚 (1-6日, 景区景点、乡村旅游点)	63.6	-7.0%			主题景区	桂林千古情	11.8		
海口	79.7	1.5%	10.3	1.3%		印象刘三姐	6.1	基本持平	
桂林	289.8	21.6%	35.6	27.1%		杭州宋城 (1-6日)	68.0	-7.1%	
出入境									
内地游客出入境 (1-6日)	607.0	-15%							
内地赴香港 (1-6日)	60.5	-56%							
内地赴澳门 (1-6日)	74.5	11%			免税	海口、三亚、博鳌免税店 (1-6日)	19.4	38.8%	32736.0
						三亚免税店 (1、3、5、6日)	10.9	34.8%	14372.0

来源：国家旅游局，各地旅游局，国金证券研究所

■ 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——关联交易进展：2019 年 9 月 24 日，公司根据中青旅红奇（横琴）投资企业（有限合伙）发出的缴付出资通知，将认缴出资额的 10%即人民币 1000 万元汇入其指定的银行账户，并于当日收到其出具的合伙人出资证明。2) 宋城演艺——公司与珠海市斗门区政府对推进建设“珠海·宋城演艺谷项目”形成共识，公司拟设立全资子公司投资建设珠海·宋城演艺谷，项目总占地约为 1500 亩，投资约 30 亿元。
- 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

【三特索道】鉴于武夷山公司所经营的项目仍处于建设期，为支持项目发展，木兰川公司将武夷山公司所欠往来款 1,600 万元按 1:1 的比例转为增加该公司注册资本。

【凯撒旅游】(1) 控股股东海航旅游被动减持 1.55% 公司股份，失去第一大股东位置。(2) 公司董事会同意提名陈小兵先生、马逸雯女士、陈威廉先生、赵欣女士、曩麒先生、刘志强先生、徐伟先生为公司非独立董事候选人，提名吴邦海先生、胡猛先生、程政先生、王冬美女士为公司独立董事候选人。(3) 选举周艳女士为公司第九届监事会职工代表监事。(4) 提名任军先生、徐森先生为公司第九届监事会监事候选人。

【新智认知】约 2306 万股限售股将于 2019 年 9 月 30 日上市流通。

【腾邦国际】(1) 公司独立董事董秀琴女士递交书面辞职报告。(2) 腾邦国际董事会同意罢免史进董事职务，最终罢免事宜还需提请腾邦国际 2019 年第四次临时股东大会审议。(3) 公司于 2019 年 9 月 29 日召开第四届董事会第二十一次（临时）会议，审议通过了《关于终止实施公司第三期限制性股票激励计划的议案》，公司董事会决定终止本次限制性股票激励计划。(4) 董事会同意提名苑德军先生为公司第四届董事会独立董事候选人，提名张岚先生为公司第四届董事会董事候选人。

【中青旅】关联交易进展：2019 年 9 月 24 日，公司根据中青旅红奇（横琴）投资企业（有限合伙）发出的缴付出资通知，将认缴出资额的 10% 即人民币 1000 万元汇入其指定的银行账户，并于当日收到其出具的合伙人出资证明。

【西藏旅游】2019 年 9 月 25 日，公司归还股东国风文化向公司提供的财务资助，本金及利息合计 7180.23 万元，全部财务资助本金及利息均已归还完毕。

【大连圣亚】上海金融法院对公司控股股东星海湾投资所持有的公司 3094.56 万股股份予以司法轮候冻结。

【华天酒店】(1) 公司全资子公司潇湘华天，经审批准予减免房产税 490 万元。(2) 第三次发布关于控股子公司北京浩搏破产重整意向投资人的招募公告，起始价降至 7.7 亿元。

【三湘印象】副总经理陈蕾因个人原因，即日起辞去公司副总经理职务，辞职后仍在公司任职。公司董事会同意聘任王剑辉先生担任公司副总经理。

【携程网】宣布发行 3130 万 ADS，每 ADS 代表 0.125 股普通股。

【广州酒家】拟出资 6000 万元参与设立产业投资基金。

【丽江旅游】收到股东华邦健康通知，获悉华邦健康所直接持有的公司股份质押情况发生变动，其中，解除质押 2700 万股，质押 2747.55 万股。

【宋城演艺】公司与珠海市斗门区政府对推进建设“珠海·宋城演艺谷项目”形成共识，公司拟设立全资子公司投资建设珠海·宋城演艺谷，项目总占地约为 1500 亩，投资约 30 亿元。

【国旅联合】上交所就国旅联合重大资产重组业绩补偿事项下发监管函。

4、一周行业新闻

■ 首批港澳导游及领队横琴专用导游证颁发

近日，香港、澳门导游及领队在珠海市横琴新区执业（首期）发证仪式在广东省珠海市横琴新区举办，60名港澳导游及领队领取横琴新区专用导游证，持证导游首发团将于国庆期间体验琴港澳“一程多站”旅游产品。

以前港澳旅行团到珠海，需要搭配一个珠海本地导游。新政策实施后不仅能够节省人力成本，还可以降低团费。由于执业成本降低，更多港澳旅行社愿意开发和推广“一程多站”旅游产品，实现横琴与港澳旅游产业互补、市场错位、协同发展、客源互送，促进区域旅游发展更具活力。

《香港、澳门导游及领队在珠海市横琴新区执业实施方案（试行）》由广东省人力资源和社会保障厅、广东省文化和旅游厅联合印发，此举不仅仅是为了促进港澳旅游业发展，背后深意在于以横琴和旅游业为试验田，加强要素自由流动，稳步推进粤港澳大湾区一体化。（来源：新旅界）

■ 九寨沟恢复开园：2000人限制或持续至明年

国庆假期临近，“九寨沟景区旅游”热度持续攀升。9月27日“世界旅游日”，关园长达两年之久的九寨沟恢复开园。在百度指数当日风景名胜排行榜中，九寨沟领先故宫和颐和园，位居榜首。（来源：环球旅讯）

■ 两部委：把景德镇打造成世界一流的国际文化旅游名城

9月29日消息，国家发展改革委、文化和旅游部近日印发《景德镇国家陶瓷文化传承创新试验区实施方案》。“世界著名陶瓷文化旅游目的地”成为景德镇在方案中的战略定位之一。具体而言，方案要求景德镇放大陶瓷文化品牌优势，促进旅游与文化、生态深度融合，高品质建设国家全域旅游示范区，充分发挥旅游的综合带动作用，促进旅游业全区域、全要素、全产业链发展，把景德镇打造成世界一流的国际文化旅游名城。（来源：新旅界）

■ “鼓浪屿”号邮轮免税店正式开业

9月27日，“鼓浪屿”号邮轮免税店正式开业。中国旅游集团董事长万敏、董事总经理杜江、董事袁久强、外董刘锦章、副总经理李刚，中国远洋海运集团董事长、党组书记孙家康，中国国旅股份有限公司董事长彭辉，香港特别行政区立法会议员马逢国和船长拉尔斯·本格森(Lars Bengtsson)等领导和嘉宾出席开业典礼，万敏、杜江、孙家康、彭辉、马逢国、拉尔斯·本格森剪彩。

新开业的免税店由星旅远洋邮轮与中免公司合作，店铺位于“鼓浪屿”号的第6和7层，拥有众多国际一流奢侈品牌以及烟酒、皮具、箱包、服饰、太阳镜、食品等大众商品，为消费者在舒适的邮轮体验中提供方便快捷的一站式购物服务，未来也将结合“鼓浪屿”号特色航次提供限量爆款产品、展开优惠促销。（来源：新旅界）

■ 沙特阿拉伯首次对49个国家开放旅游签证，包含中国

9月27日起，沙特阿拉伯正式对49个国家开放旅游签证，其中包含中国，签证费一共为440沙特里亚尔（约836人民币）。游客需准备一份涵盖沙特境内的医疗保险以及提供一个沙特境内的地址即可申请（不只是酒店）。游客可以落地后在机场申请落地签，或者通过网站申请电子签。其中，电子签为一年多次入境，可以允许旅游者最多停留90天。（来源：环球旅讯）

■ 中国首家乐高主题乐园落户四川眉山，预计2023年开业

记者9月27日从中国四川天府乐高乐园项目发布会上获悉，乐高主题乐园牵手四川眉山市，项目建成后，四川将成为继上海迪士尼、北京环球影城之后，第三个拥有国际顶尖主题乐园的地区。

天府乐高乐园位于天府新区眉山区域，该乐园在保留国际化标准的同时将充分体现中国传统文化元素、四川特色文化元素，并拥有众多的主题景点、游乐设施及乐高经典模型，以及度假小镇、酒店群等。建成投运后，每年将吸引数百万的游客，同时带动周边区域的建筑业、制造业、食品业以及商业、餐饮业、

金融、信息等服务业的快速发展，助力四川以及当地的文化旅游产业高质量跨越式发展。

天府乐高乐园预计 2023 年建成开业，首期将开放两个乐高主题酒店，共计 500 间客房。该项目同时填补了西部地区缺乏国际顶级主题乐园的空白。(来源：新旅界)

■ 复星国际：未向 Thomas Cook 提供担保未参与资本重组投资

9 月 27 日，复星国际 (00656. HK) 发布公告，正面回应近期关于集团投资 Thomas Cook 的市场传闻。

复星国际称，截至 2019 年 6 月 30 日，集团持有 Thomas Cook 约 18.6% 的权益，账面价值约为人民币 3.27 亿元。因此，Thomas Cook 申请强制清算对集团财务影响有限。在 2019 年 6 月 30 日后，复星国际本集团对 Thomas Cook 没有任何进一步增持。

复星国际澄清，集团并无向 Thomas Cook 提供任何担保，亦并无就 Thomas Cook 可能的资本重组进行任何投资。(来源：新旅界)

■ 腾云近 3 亿元中标“一部手机游云南”全域旅游智慧工程

9 月 26 日消息，云南腾云信息产业有限公司(以下简称腾云)以 2.985 亿元再次中标云南省“一部手机游云南”全域旅游智慧工程，这也是今年国内智慧文旅行业规模最大一笔订单。

腾云作为响应云南省“一部手机游云南”战略，由云南省政府和腾讯主导发起，腾讯公司、云南省投资控股集团、云南省交通投资建设集团三方共同成立，负责“一部手机游云南”项目的建设开发、平台运营等业务。

根据云南省政府采购网公示内容，腾云将借助腾讯云等团队在云计算、大数据及人工智能方面的积累，依托于“一部手机游云南”建设工作开展情况，就游客综合服务、政府管理服务、大数据服务、安全服务、市场推广服务等 5 个方面提供服务，为“一部手机游云南”构建坚实智慧基础，助力旅游业转型升级。(来源：新旅界)

■ 携程宣布二次发行计划，大股东百度出售 3130 万股 ADS

9 月 26 日消息，携程旅行网(NASDAQ: CTRP)今天宣布，公司股东百度将开始发行总计为 3130.44 万股的美国存托股票(ADS)，每股 ADS 代表 0.125 股普通股。携程同时授予承销商超额配售权，在 30 天内可从献售股东至多额外购买 469.56 万股 ADS。携程和献售股东同意，在拟议的 ADS 发行后，双方将分别受到 90 天和 180 天的锁定期限制。

携程表示，公司不会在此次拟议的发行计划中发行或出售任何 ADS，也不会从献售股东出售的 ADS 中获得任何收益

高盛(亚洲)公司和摩根大通证券公司将担任此次携程二次发行计划的联合簿记管理人。(来源：新旅界)

■ 中信加码主题公园：认购恐龙园 1110 万股

9 月 27 日，恐龙园文化旅游集团股份有限公司(以下简称“恐龙园”)发布股票发行认购结果公告，中信旅游集团有限公司(以下简称“中信旅游集团”)以 8880 万元现金认购恐龙园 1110 万股股票，本次募集资金将被投入“模块化产品”的投资。(来源：品橙旅游)

■ 美团榛果：民宿与马蜂窝合作房源将实现直连

近日，美团榛果民宿宣布正式与马蜂窝达成合作，双方将进行房源直连，实现优质民宿供给和精准消费需求的无缝对接。据了解，美团榛果民宿首批 20 万房源将于近期在马蜂窝陆续上线。(来源：品橙旅游)

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 43/34/27 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 33/28/26 倍，维持买入评级。

6、未来一周大事提醒

图表 4：未来一周大事提醒

时间	具体内容
10月10日	峨眉山 A(000888): 股东大会互联网投票起始 凯撒旅游(000796): 股东大会现场会议登记起始
10月11日	峨眉山 A(000888): 股东大会现场会议登记起始 峨眉山 A(000888): 股东大会召开

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，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