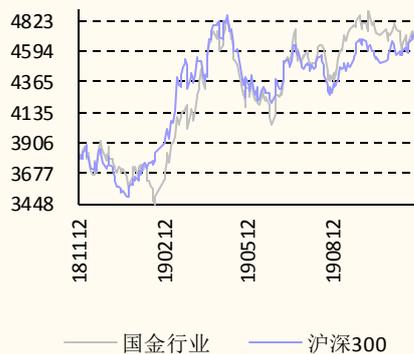


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金社会服务业指数	4691
沪深300指数	3973
上证指数	2964
深证成指	9895
中小板综指	9215



## 相关报告

1. 《行业周报 20191103-澳门博彩持续低迷, 行业三季度表现符合...》, 2019.11.4
2. 《2019 教育行业周报第 41 期: 国考过审人数达 143.7 万人, ...》, 2019.11.3
3. 《行业周报 20191027-九月日韩东南亚数据亮眼, 宋城三季报...》, 2019.10.27
4. 《数据分析: 中国可能还需要更多公务员——公务员体系 & 结构量...》, 2019.10.22
5. 《2019 教育行业周报第 40 期: 国考招录人数回升 66%, 体制内...》, 2019.10.20

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

## 东南亚地区持续复苏, 华住加速全球扩张进程

## 本期行情回顾

■ 本周沪深 300 指数上涨 0.52%, CS 餐饮旅游上涨 1.00%至 8119.15, 排名第 7 名。免税板块涨跌幅-0.3%, 出境涨跌幅 12.7%, 餐饮板块涨跌幅-0.8%, 主题景区涨跌幅 0.5%, 传统景区涨跌幅-0.8%, 酒店板块涨跌幅 4.9%。

## 行业点评

- **10 月赴越南游客数据亮眼, 预计东南亚持续复苏。**10 月内地赴越南旅客 59.76 万人次/+60.9%, 为近五年 10 月中人次最高。港澳台地区分流影响持续发酵, 9 月上海地区航线游客吞吐量-18.69%, 较上月微微收窄, 归因于去年同期低基数; 9 月上海地区国际航线游客吞吐量+5.97%, 较上月增速提升, 预计十月维持港澳台分流导致的东南亚复苏态势。
- **华住集团推进全球扩张进程, 加速中高端升级。**华住 11 月 8 日高管层职能发生变动, 李琦兼任首席执行官一职, 侧重于华住国内业务的运营; 张敏为执行副董事长, 更多专注于华住的国际化扩张。10 月 1 日, 全季酒店作为华住集团首家海外酒店在新加坡开业; 11 月 4 日, 华住集团在新加坡的全资子公司 China Lodging Holding Singapore 完成了对 Deutsche Hospitality 德意志酒店集团 100%股权收购协议的签署。该公司拥有五个品牌, 目前已开业 118 家酒店, 36 家正在筹备中, 分布于欧、亚、非三大洲的 19 个国家。继 2015 年和法国雅高集团开启战略合作之后, 再一次实现高端品牌布局的完善和升级, 加速全球化扩张进程。收购 DH 短期的效益或有影响, 长期来看会进一步丰富华住集团在豪华和高档领域的产品线, 进入全球化发展的新阶段, 高度契合目前公司战略发展。酒店板块中高端化之路将延续, 从需求和供给角度共同推动酒店的结构化转变, 提升实现整体 Revpar 的高增长。
- **银河娱乐三季报表现符合预期, 后期项目落地或将形成拐点。**19Q3 期内净收益 127 亿港元/-2%, 经调整 EBITDA 为 41 亿港元/+6%。拆分业务条线来看, VIP 业务同比-26%, 环比-13.1%, 受国内经济和企业利润表现等影响增速下滑幅度较大; 中场业务同比+10.7%, 环比+0.7%, 受益于珠港澳大桥开通后的客流提升; 角子机业务同比+3%, 环比+6%。公司三四期内容预计分别于 2021 年初及 2022 开业, 项目聚焦在非博彩业务, 针对 MICE、娱乐和适合家庭旅客的设施, 此外亦包括博彩, 或将增厚业绩。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。
- **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

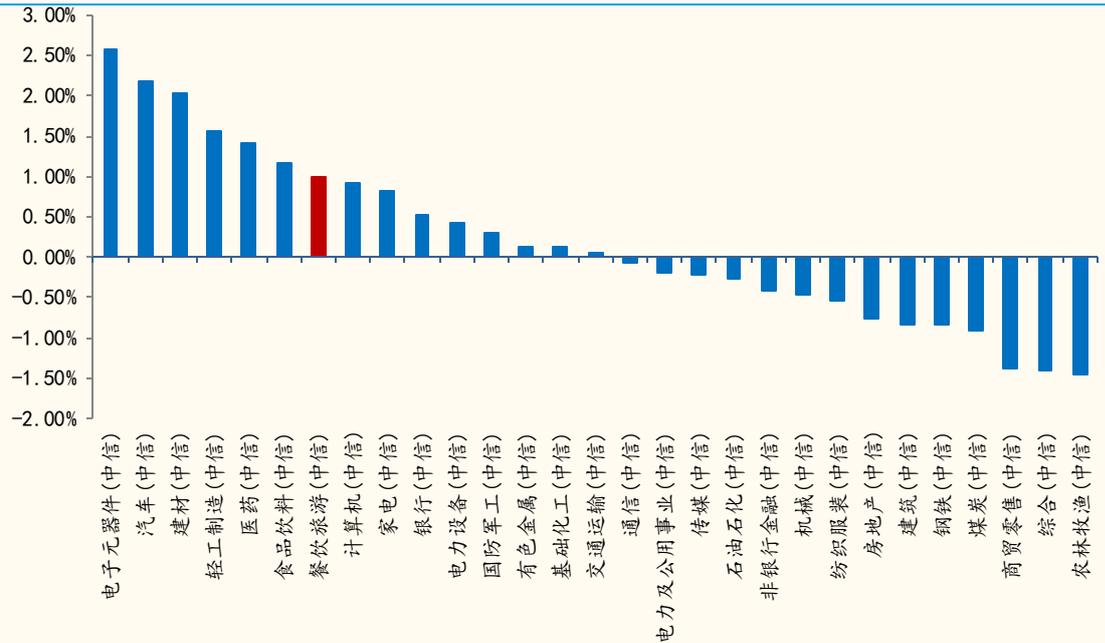
## 风险提示

- 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 (2019.11.4-2019.11.10)

- **板块表现：**本周沪深 300 指数上涨 0.52%，CS 餐饮旅游上涨 1.00%至 8119.15，排名第 7 名。免税板块涨跌幅-0.3%，出境涨跌幅 12.7%，餐饮板块涨跌幅-0.8%，主题景区涨跌幅 0.5%，传统景区涨跌幅-0.8%，酒店板块涨跌幅 4.9%。

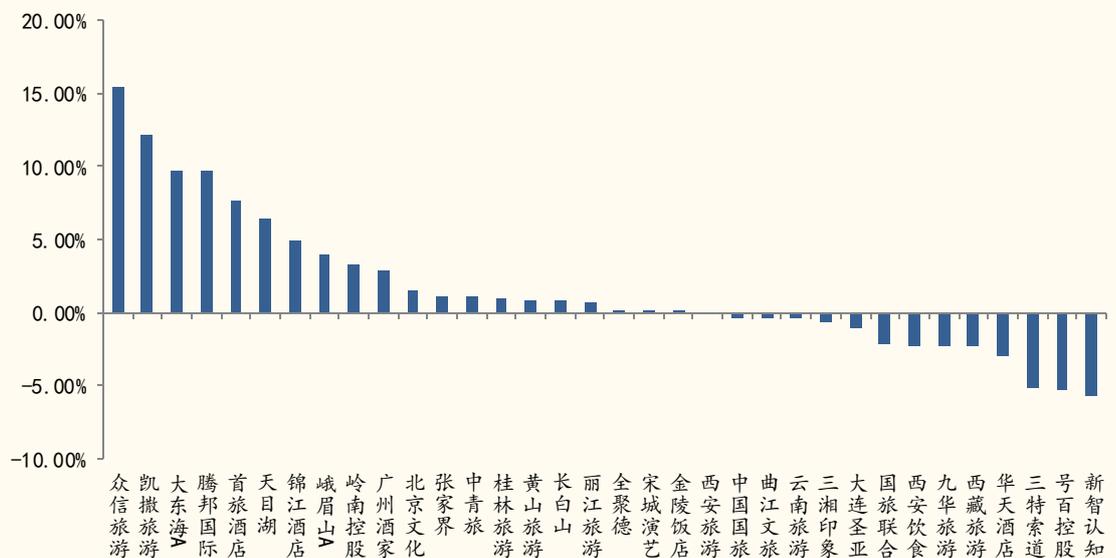
图表 1：本周各一级行业版块涨跌幅情况 (2019.11.4-2019.11.10)



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：众信旅游 (+15.38%)、凯撒旅游 (+12.14%)、大东海 A (+9.77%)。本周涨跌幅后三名个股为：三特索道 (-5.12%)、号百控股 (-5.27%)、新智认知 (-5.67%)。

图表 2：本周餐饮旅游板块市场表现 (2019.11.4-2019.11.10)



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的制度规则，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。
- **事件跟踪：华住——**（1）华住在新加坡的全资子公司 China Lodging Holding Singapore 完成了对 Deutsche Hospitality 德意志酒店集团 100% 股权收购协议的签署，对价约 7 亿欧元（约合人民币 55 亿元），预计交割将于明年年初或前后完成。（2）管理层变更：季琦重任 CEO，张敏专注国际化扩张。
- **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）10 月内地赴越南旅客 59.76 万人次/+60.9%。（2）据俄罗斯“世界无国界”旅游协会数据，19Q1-Q3 赴俄中国游客数量高达 120 万人次，享受免签入境俄罗斯待遇的游客数量占游客总数的 80% 以上。其中莫斯科接待中国游客 38 万人左右/+16.5%；圣彼得堡则为 26.2 万人/+54%。
- **事件跟踪：凯撒旅游——**（1）公司拟以自有资金设立海南同盛世嘉免税集团有限公司，注册资本 2 亿元，该公司设立完成后将作为公司免税业务的管理平

台，同时积极整合公司相关资源，推动公司在免税领域业务的发展。(2) 以新设立公司同盛免税购买北京寺库持有的江苏中服免税的 20% 股权，交易价格为 1200 万元人民币。

- 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——19Q3 期内净收益取得 127 亿港元/-2%，经调整 EBITDA 为 41 亿港元/+6%。

- 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。

- 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

**【凯撒旅游】**(1) 公司拟以自有资金设立海南同盛世嘉免税集团有限公司，注册资本 2 亿元，该公司设立完成后将作为公司免税业务的管理平台，同时积极整合公司相关资源，推动公司在免税领域业务的发展。(2) 以新设立公司同盛免税购买北京寺库持有的江苏中服免税的 20% 股权，交易价格为 1200 万元人民币。

**【曲江文旅】**(1) 狄洁华因工作变动，申请辞去公司财务总监职务。(2) 由于《哪吒》自上演以来较高的演出质量及较强的观众口碑，经公司与儿艺公司友好协商，将原合作协议期限调整为 2019 年 1 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日。

**【华住】**(1) 华住在新加坡的全资子公司 China Lodging Holding Singapore 完成了对 Deutsche Hospitality 德意志酒店集团 100% 股权收购协议的签署，对价约 7 亿欧元（约合人民币 55 亿元），预计交割将于明年年初或前后完成。(2) 管理层变更：季琦重任 CEO，张敏专注国际化扩张。

**【科锐国际】**公司近日收到持股 5% 以上股东杭州长堤《关于股份减持情况的告知函》，其减持本公司股份 185.74 万股，占本公司总股本的 1.032%。

**【丽江旅游】**根据公司董事会及监事会决议，提名和献中、张松山、张海安、彭云辉、张郁、吴灿英女士、刘晓华为公司第七届董事候选人，焦炳华、陈红、龙云刚、盘莉红为独立董事候选人；提名王政军、刘昱、李映红为第七届监事会非职工代表监事候选人。

**【大连圣亚】**减持时间区间届满，股东辽宁迈克集团股份有限公司合计减持 481.614 万股，占总股本的 3.74%。

**【国旅联合】**(1) 国旅联合法人由原公司副董事长施亮正式变更为公司董事长曾少雄；原颁发的国旅联合股份有限公司纸质营业执照和电子营业执照已作废，于 2019 年 11 月 6 日起启用新的标示了相关编号的财务专用章、发票专用章、合同专用章和法人名章。(2) 厦门市中级人民法院就公司原控股股东当代资管向现控股股东江旅集团提起的诉讼中，根据当地资管的财产保全申请出具的《民事裁定书》，裁定冻结江旅集团持有的国旅联合 510 万股股票，价值以 2029.8 万元为限。

**【华天酒店】**(1) 收到民事裁定书，法院终审裁定控股子公司北京浩搏重整计划草案提交期限延长至 2020 年 4 月 25 日。(2) 为优化资产结构，拟将持有的控股子公司灰汤华天的部分债权 8.9062 亿元以公开挂牌方式转让，转让价格不低于评估值 6.9468 亿元。

**【云南旅游】**云南旅游拟收购云南世博投资及自然人王铨根合计持有的云南世界恐龙谷公司 63.25% 股权，股权受让价格为人民币 2.57 亿元。收购完成后，云南旅游将持有恐龙谷公司 63.25% 股权，王铨根持有恐龙谷公司 36.75% 股权。

**【三湘印象】**(1) 公司近日收到公司控股股东三湘控股及其一致行动人黄辉的告知函，获悉三湘控股及其一致行动人黄辉合计解除质押公司股份约 2.26 亿股。(2) 持股 5% 以上股东黄卫枝解除质押的公司股份数量 1000 万股，占其所持股份比例的 6.6%，占公司总股本 0.73%。

**【银河娱乐】**19Q3 期内净收益取得 127 亿港元/-2%，经调整 EBITDA 为 41 亿港元/+6%。

**【永利澳门】**19Q3 集团实现经营收益总额 10.725 亿美元/-18.15%；经营溢利 1.577 亿美元/-39.00%；公司拥有人应占纯利 1.037 亿美元/-53.58%。

**【腾邦国际】**拟 9.1 亿元向腾邦集团出售融易行 100% 股权。

#### 4、一周行业新闻

##### ■ 14 部门发文推动国际消费中心城市建设，旅游消费迎利好

近日，经国务院同意，商务部、外交部、国家发展和改革委员会、文化和旅游部等 14 部门联合印发了《关于培育建设国际消费中心城市的指导意见》。《指导意见》提出，利用 5 年左右时间，基本形成若干立足国内、辐射周边、面向世界的具有全球影响力、吸引力的综合性国际消费中心城市，带动形成一批专业化、特色化、区域性国际消费中心城市。

《指导意见》明确了六方面重点任务。其中提出，聚集优质消费资源，加快培育和发展文化、旅游等服务消费产业。推动消费融合创新，打造一批商旅文体联动示范项目，推动商旅文体、游购娱融合发展。建设新型消费商圈，将中国元素、区域文化融入商圈建设，彰显中国特色。打造消费时尚风向标，整合城市消费资源，鼓励国内外重要消费品牌发布新产品、新服务，及时发布和更新旅游、娱乐、文化等消费信息。促进时尚、创意等文化产业新业态发展，培育一批有国际影响力的网站、期刊、电视、广播等时尚传媒品牌。加强消费环境建设，完善便捷高效的立体交通网络，畅通国内外旅客抵离通道。完善消费促进机制，稳妥推进教育文化、休闲娱乐等消费领域和相关服务业对外开放。借鉴国际通行做法，提升通关和签证便利化，扩大过境免签的城市范围、延长过境停留时间，优化境外旅客购物离境退税服务，促进国际消费便利化。（来源：新旅界）

##### ■ 大陆推出 26 条措施措施：进一步促进两岸合作

据国台办网站消息，国务院台办、国家发展改革委经商中央组织部等 20 个有关部门 4 日出台《关于进一步促进两岸经济文化交流合作的若干措施》（以下简称“26 条措施”），自公布之日起施行。（下为节选）

“26 条措施”深入贯彻落实习近平总书记在《告台湾同胞书》发表 40 周年纪念会上的重要讲话和党的十九届四中全会精神，完善促进两岸交流合作、深化两岸融合发展、保障台湾同胞福祉的制度安排和政策措施，继续率先同台湾同胞分享大陆发展机遇，为台湾同胞台湾企业提供更多同等待遇。

“26 条措施”宗旨与促进两岸经济文化交流合作的“31 条措施”一脉相承，是在对台工作中贯彻以人民为中心的发展思想，对台湾同胞一视同仁，像为大陆百姓服务那样造福台湾同胞的又一具体体现。

“26 条措施”涉及为台湾企业提供同等待遇的措施 13 条，包括台资企业同等参与重大技术装备、5G、循环经济、民航、主题公园、新型金融组织等投资建设，同等享受融资、贸易救济、出口信用保险、进出口便利、标准制订等政策，支持两岸青年就业创业基地示范点建设等；涉及为台湾同胞提供同等待遇的措施 13 条，包括为台湾同胞在领事保护、农业合作、交通出行、通信资费、购房资格、文化体育、职称评审、分类招考等方面提供更多便利和支持。（来源：品橙旅游）

##### ■ 华住收购德国最大本土酒店集团 Deutsche Hospitality 100% 股权

华住集团宣布，于北京时间 2019 年 11 月 4 日，其在新加坡的全资子公司 China Lodging Holding Singapore 完成了对 Deutsche Hospitality 德意志酒店集团（以下简称“DH”）100% 股权收购协议的签署。

具有近 90 年悠久历史的 DH 是德国第一大本土酒店集团，拥有超过 10500 名员工，旗下 5 大酒店品牌包括豪华酒店品牌诗德堡（Steigenberger）、高档酒店品牌 MAXX by Steigenberger 和 IntercityHotel，及设计型酒店品牌 Jaz in the city 和 Zleep，目前已开业 118 家酒店，36 家正在筹备中，分布于欧、亚、非三大洲的 19 个国家。其中，位于瑞士达沃斯的诗德堡（Steigenberger）酒店是每年世界经济论坛（也称“达沃斯论坛”）的主会场和主要接待酒店，其高品质的接待服务在全球享有盛誉。

华住集团创始人兼执行董事长季琦先生对于未来双方的协同效应充满信心：“DH 拥有诗德堡（Steigenberger）、IntercityHotel 等从豪华酒店到现代生活方式酒店的全面品牌组合，体现了酒店业的最高接待水准，华住对此怀有极大的敬意和钦佩。将 DH 旗下的优秀国际品牌引入到中国市场，将进一步增强华住

在高端品牌的布局 and 组合，为国人出行提供更优质的产品，为业主和加盟商提供更丰富的品牌选择。华住将充分尊重并拥抱 DH 的优良传统，与所有员工和合作伙伴紧密合作，来谱写新的篇章。”（来源：新旅界）

### ■ 中国旅游集团品牌新标志正式对外公布

11 月 7 日，中国旅游集团有限公司在北京召开主题为“星相伴·行无疆—EXPLORE THE WORLD WITH US”的品牌形象发布会，正式对外公布集团新版品牌标志。

2016 年 7 月，经国务院批准，原中国港中旅集团和中国国旅集团实施战略重组，成立中国旅游集团。重组后的中国旅游集团产业链条更加完整，旅游主业实力更强，业务协同优势更加明显。

为树立中国旅游集团统一鲜明的良好形象，更好地服务于“打造具有全球竞争力的世界一流旅游产业集团”的企业愿景，集团启动品牌建设项目，历时一年，经历十几轮次沟通修改，从百余款设计中最终遴选出四款，通过社会公开投票的方式，最终确定集团品牌标志，并后续完成了品牌形象、品牌战略、品牌架构的梳理设计等工作。

中国旅游集团将在新品牌的统领下，建立更加清晰的品牌定位、更加丰富的内涵要求、更加明确的文化价值主张，打造涵盖不同业务线、产品线、业务区域，形成一体化高品质的品牌体系，力争成为旅游消费者及企业最值得信赖的旅行伙伴、旅游产业供给侧结构性改革的引领者、实现旅游强国战略的主力军、游客全球旅行的系统服务商。（来源：新旅界）

### ■ 全国多地高铁动车票价即将调整，最高可打 5.5 折

“双 11”即将来临，高铁动车票也要“优化调整”了。包括中国铁路上海局集团公司、成都局集团公司、兰州局集团公司、广州局集团公司、南宁局集团公司等，均发布消息对所属高铁动车组列车执行票价优化调整。以上海局集团公司为例，涉及 400 多趟列车，最大折扣幅度 5.5 折，总体上是有所升有所降。

铁路部门相关负责人介绍，此次对东南沿海铁路部分动车组列车执行票价优化调整，严格执行国家关于动车组列车票价的有关规定，坚持以旅客需求为导向，依据市场供求关系和客流规律，以公布票价为最高限价，分季节、分时段、分席位、分区间在限价内实行多档次票价，总体有所升有所降，涉及 400 多趟列车，最大折扣幅度 5.5 折。（来源：环球旅讯）

### ■ TripAdvisor:与携程达成战略合作，成立合资公司

TripAdvisor（官方中文名：猫途鹰）今日宣布其中国子公司已与携程集团达成战略合作，以打造中国顶级的旅行计划和预订网站，为渴望探索世界的中国旅行者提供量身定制服务。

携程集团还与 TripAdvisor 达成了一项全球内容协议，将 TripAdvisor 的内容提供给携程集团的主要品牌使用，包括 Trip.com、Ctrip（携程）、Skyscanner（天巡）和 Qunar（去哪儿）。

根据携程发布的公告，携程集团和 TripAdvisor 还达成了一项股权管理协议，根据这项协议，携程集团将拥有在此交易得到相关机构批准时获得 TripAdvisor 董事会席位的提名权。为了保留董事会席位，携程集团需要在获得监管批准后的时间里通过公开市场交易购买 695 万股 TripAdvisor 股份，或者购买最多价值 3.176 亿美元的 TripAdvisor 股票。TripAdvisor 和其控股股东 Liberty TripAdvisor Holdings, Inc (LTRP) 同意分别向携程集团提供 TripAdvisor 或 LTRP B 类股份潜在交易信息的获取权。

此次战略合作将携程集团在旅游预订领域的市场领导地位和中国旅游市场专业知识与 TripAdvisor 的特有品牌优势、丰富的全球用户内容、用户兴趣数据库和目的地最佳服务结合到一起。此次战略合作是携程集团向着提供高质量服务，实现其全球化愿景迈出的重要一步，对 TripAdvisor 来说，也将进一步巩固其作为全球旅游领导者的市场地位。（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 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 34/29/27 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
11月11日	华天酒店(000428): 股东大会互联网投票起始
11月12日	凯撒旅游(000796): 股东大会现场会议登记起始 华天酒店(000428): 股东大会召开
11月14日	凯撒旅游(000796): 股东大会互联网投票起始
11月15日	凯撒旅游(000796): 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