

社会服务行业

2018年9月3日

证券研究报告

信达卓越推

推荐公司精选

陶伊雪行业分析师

执业编号: S1500517070002

联系电话: +86 10 83326790

邮箱: taoyixue@cindasc.com

范峻巍研究助理

联系电话: +86 10 83326876

邮箱: fanjunwei@cindasc.com

产品提示:

【卓越推】为行业周产品，集政策前瞻、市场热点、行业深度挖掘于一体，对追求绝对收益的投资者有重要参考价值。

【卓越推】行业覆盖公司里优中选优，每期只推1-2只股票。每周更新，若荐股不变，则跟踪点评，若荐股变，则说明理由。

【卓越推】为未来3个月我们最看好，我们认为这些股票走势将显著战胜市场，建议重点配置。

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

7,8月份赴泰中国游客人次下跌

据泰国《世界日报》报道，7月5日游船凤凰号在普吉岛外海翻覆，船上47名中国游客丧生。受沉船事故的影响，访泰中国游客人次已连续两个月下跌。据泰国观光局数据，7月中国游客人次下跌0.9%，是自2017年以来的首次衰退。泰国观光局表示，8月份中国游客量少于7月份，截至8月底将有14.3%的跌幅，7月到12月的中国游客人数预计将下跌67万人。据泰南酒店业协会会长披露，中国游客已取消7-8月期间普吉岛地区酒店预订房7300多个房间，截至7月14日，普吉岛芭东海滩的客房预订率已从80%-90%下降到50%。

东南亚海岛游虽然在中国旅游市场上具有先天优势，但如何避免中国游客被分流仍是重点。东南亚等传统海岛旅游目的地与中国距离较近、交通方便，相较于澳大利亚、新西兰、夏威夷等，时间和费用成本均较低。而且，与海南等国内海岛度假目的地相比，东南亚具有异域风情特色，整体价格偏低，在这种情况下，国内游客普遍倾向东南亚等地的海岛游。近年来，快速增加的旅游需求导致部分国家和地区的管理政策、资源和软硬件发展速度难以跟上发展节奏，安全隐患增加。以泰国为例，由于国际游客不断增多，位于泰国曼谷廊曼、泰北清迈、清莱的3座机场原有的设施已不堪重负，但直至今今年4月，泰国机场集团公司董事会才批准这3座国际机场的改扩建方案。随着人们对出境游需求的多元化，尤其越来越注重人身安全、服务体验等方面，作为自然灾害高发地区的东南亚需要在管理上实现提质增效，提高灾害应对能力和服务水平，以避免中国游客的消费需求被分流。

本周行业观点

【酒店】中国：2018年4月我国样本星级酒店入住率为64.2%，同比增长2.5个百分点；平均房价为371.0元，同比增长1.1%；每间可用房收入为238.8元，同比增长3.8%。

美国：2018年8月第四周美国地区酒店入住率为69.5%，同比持平；平均日房价为127.6美元，同比增长1.8%；每间可用房收入为88.7美元，同比增长1.8%。

全球：2018年7月，全球入住率最高的地区为欧洲地区，达到78.6%，最低的地区为中东及非洲地区，为60.2%；全球平均房价最高的地区为欧洲地区，达到152.6美元，最低的地区为亚太地区，为104.7美元；全球每间可售房收入最高的地区为欧洲地区，达到120美元，最低的地区为中东及非洲地区，为72.3美元。

【免税】2018年5月，我国离岛免税销售额为6.3亿元，同比增长22%。离岛免税消费人数为21万人，同比增长18%。截止2018年7月，我国免税品进口额已达到86.7亿元，同比增长20.1%。

【航空】截止2018年7月，我国民航客运量已达到3.5亿人次，同比增长12.1个百分点。

风险因素：宏观经济下行、汇率波动剧烈；政治外交紧张、恶性事件频发；气象灾害不断，极端天气频发。

➤ 本期**【卓越推】**首旅酒店（600258.SH）、中国国旅（601888.SH）

首旅酒店（600258）（2018-08-31 收盘价 18.42 元）

➤ **成本费用率如期下降**

费用率继续下降。在酒店繁荣期中，酒店收入增速超过成本费用增速，成本费用率下降，利润大幅提升。2018年Q1公司TTM销售+管理费用率为70.2%，比2017全年的销售+管理费用率降低0.2个百分点。在前期报告中预期公司2017年至2020年每个季度销售管理费用率约下降0.7~1.2个百分点，公司实际2018年Q1下降0.2个百分点，降幅略低于平均值，仍处在费用率下降通道内。由于一季度为酒店行业淡季，Q1收入增速往往低于全年平均值，销售管理费用率下降速度略低于平均降幅属于正常情况（参考2017年Q1，首旅酒店销售管理费用率增长1.8个百分点，而全年销售管理费用率降低1.9个百分点）。

公司利润总额大幅上涨。公司一季度实现利润总额15,536万元（+51.7%），上升5,295万元。利润总额上升一方面因为公司酒店及景区业务业绩的增长和盈利能力的提升，主营业务增长贡献增量利润总额1,375万元。如家酒店集团一季度营业收入上升564万元，而报表利润总额上升3,441万元，符合预期的酒店繁荣期当中，酒店收入增速超过成本费用增速，成本费用率下降，利润大幅提升。

➤ **盈利预测与投资评级**

受益于酒店行业进入上行周期，RevPAR的上涨将持续带动公司运营利润率的增长。公司完成大规模收购，对内部资源的整合将降低公司成本费用率，公司盈利能力将显著提升并逐步释放，我们预测公司18/19/20年将实现营业收入99/123/131亿元，实现归母净利润9/17/21亿元，按照最新的股本计算，对应EPS0.96/1.69/2.10元/股，维持公司“买入”评级。

➤ **风险提示：**宏观经济周期性波动与行业增速不达预期的风险（包括政策性风险）、通货膨胀风险、行业竞争风险、加盟店风险、汇率风险、行业增长不及预期，以及不可抗力因素。

- **相关研究:**《20180202 首旅酒店 (600258): 新首旅, 新轮回, 新发展》、《20180502 首旅酒店 (600258): 成本费用率如期下降, 注重中高端品牌发展》、《20180509 首旅酒店 (600258): 费用率如期下降, 利润总额大幅上升》、《20180525 首旅酒店 (600258): 紧跟行业结构变化, 大力发展中高端业务》。

中国国旅 (601888) (2018-08-31 收盘价 63.36 元)

- **我国免税销售额高速增长**

近年我国免税业发展迅速, 全国免税销售额从 2008 年的 60 亿元增长到 2016 年的 263 亿元, 基本每 4 年增长 1 倍。我国国民奢侈品消费额增长也十分迅速, 2008 年我国奢侈品消费额为 1516 亿元, 到 2016 年增长至 5373 亿元, CAGR 高达 23%。尽管我国免税业销售额与奢侈品消费额高速增长, 但我国免税销售占比 (免税销售额/奢侈品消费额) 远低于世界平均水平, 以 2016 年为例, 我国 4.9%, 世界平均 25.2%。在消费升级和政策引导消费回流的影响下我国免税销售占比在 2020 年将达到 6.5%, 对应 2020 年我国 7812 亿元的奢侈品消费额 (麦肯锡预测), 2020 年我国免税销售额将达到 507 亿元, 即从 2016 起每年增长 18%。

- **中国国旅免税业务高速增长, 旅行社业务稳中有升**

中国国旅旗下的中免公司作为中国免税业龙头, 近年通过收购日上、积极参加免税标段招投标、大力发展离岛免税、积极探索市内免税实现了免税业务的质量升级, 免税业务的销售额与毛利率都不断增长。在当前消费升级和政策引导消费回流的背景下, 中国国旅将充分享受规模快速扩张和行业高速增长带来的双重利好。中国国旅旅行社业务发展稳中有升, 旅行社业务毛利率从 2013 年开始基本保持在 9% 的水平。其中出境游收入贡献了超过一半的旅行社收入, 同时境外签证业务和票务代理业务毛利率表现抢眼, 为公司旅行社业务未来发展的侧重提供了方向。□

- **盈利预测与投资评级**

我们基于对行业的判断, 对未来 10 年国旅的收入、成本费用、利润及现金流做出了预测。国旅受自身规模扩张和行业高速增长拉动, 免税业务将持续高速增长, 同时公司旅行社业务稳中有升, 我们预计 18、19、20 年公司 EPS 分别为 1.71、2.21、2.77 元, 应用 DCF 方法计算出目标价为 86.61 元, 对应 18 年估值为 51 倍。给予公司“增持”评级。□

- **风险提示:** 宏观经济周期性波动与行业增速不达预期的风险 (包括政策性风险)、行业增长不及预期、免税业务毛利率增长不及预期、行业竞争风险、汇率风险, 以及不可抗力因素。□

- **相关研究:**《20180717 中国国旅 (601888.SH): 消费升级+政策支持, 免税龙头越大越强》、《20180723 中

国国旅 (601888.SH): 日上中标上海双机场, 免税经营权再度扩展》。

研究团队简介

陶伊雪，麦考瑞大学国际贸易与商法硕士，2014年12月正式加盟信达证券研究开发中心，从事消费行业、能源化工行业研究。

范峻巍，艾克赛特大学金融与投资硕士，2017年4月正式加盟信达证券研究开发中心，从事消费行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。