

## 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

## 同程旅游发布“同驿贷”，金融产品赋能住宿产业趋势明显

3月26日，同程旅游发布其住宿产业融资服务产品“同驿贷”，拟利用金融产品为有拓展和升级需求但缺乏资金的酒店集团和加盟商提供融资服务。“同驿贷”已先后与尚美生活集团等品牌方达成战略合作，并在资金端获得中国光大银行、中旅银行等金融机构授信，额度高达数十亿元。

同程旅游发布“同驿贷”充分彰显其在产业链金融领域蓬勃的野心，同时也体现出OTA平台进一步深入酒店产业链，利用数据优势及客户资源优势为产业链赋能，解决酒店行业融资难题的趋势。与“同驿贷”相似，携程推出的“驿启装”也是利用平台优势为酒店提供融资支持，同时更精准把控融资业务风险，但相比之下，“同驿贷”提供的单笔融资额度更高（最高可达2000万元，“驿启装”最高额度为1000万元），借款周期更长（最长可至5年，“驿启装”最长期限为2年），对有资金需求的酒店来说更具吸引力。目前在中国酒店行业上升周期，中高端酒店市场广阔，低端酒店向中高端转型升级及中高端酒店市场迅速扩张趋势明显，据《酒店行业发展趋势及投资决策分析报告》显示，2017年中国中端酒店客房同比增长31%。但大多数酒店加盟商缺少银行要求的合格抵押物，银行也缺乏针对酒店行业的独特信贷标准，这导致酒店扩张的资金需求难以全部由银行直接贷款满足，由此产生了酒店行业巨大的资金缺口和对相关金融产品的需求。OTA平台借助自身优势，充分利用积累的数据、技术及客户资源，采用灵活的融资方式，实现产业金融的线上化、专业化及平台化，进而有效提升酒店行业的融资效率，降低融资成本，弥补资金缺口；而商业银行可以通过与OTA平台的合作控制信贷风险，有效拓展新的业务渠道。从资金的供需两端来看，可以预见这一市场的巨大的潜力，平台则可以通过确立自有金融产品在这一领域的主导地位与酒店产业链进一步深度结合，从而提供更高效的服务。这一过程形成良性生态闭环，有助于酒店产业链的升级发展。

## 本周行业观点

【酒店】中国：2019年1月我国样本星级酒店入住率为57.1%，同比下降3个百分点；平均房价为420.2元，同比增长14.6%；每间可用房收入为234.8元，同比增长15.2%。

美国：2019年3月第三周美国地区酒店入住率为69.6%，同比上升0.2个百分点；平均日房价为133.7美元，同比上升0.2个百分点；每间可用房收入为93.0美元，同比上升0.4个百分点。

**全球：**2019年2月，全球入住率最高的地区为中东及非洲地区，达到68.3%，最低的地区为美洲地区，为62.1%；全球平均房价最高的地区为中东及非洲地区，达到138.8美元，最低的地区为亚太地区，为108.6美元；全球每间可售房收入最高的地区为中东及非洲地区，达到94.8美元，最低的地区为亚太地区，为72.3美元。

**【免税】**2018年11月，我国离岛免税销售额为8.3亿元，同比增长21.0%。离岛免税消费人数为22.3万人，同比增长6%。截止2019年2月，我国免税品进口额已达到10.1亿元，同比增长29.5%。

**【航空】**截止2018年12月，我国民航客运量已达到6.1亿人次，同比增长10.9%。

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）、中青旅（600138）。

### **首旅酒店（600258）（2019-03-29 收盘价 21.98 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Q3公司TTM销售+管理费用率为78.5%，比2018Q2的销售+管理费用率降低0.2个百分点。我们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Q3下降0.2个百分点，降幅低于平均值，仍处在费用率下降通道内。

**公司收入增速低于我们预期，利润总额大幅上涨。**公司前三季度营业收入636,851万元，同比增速0.9%，低于我们预期，主要源于公司发展战略调整，直营中高端酒店新开数量低于我们预期。公司实现利润总额115,602万元（同比+35.0%），上升29,940万元。利润总额上升主要因为公司酒店业务利润增长，符合我们预期的酒店繁荣期当中，成本费用率下降，利润大幅提升；公司出售燕京饭店等股权以及其它非经营性因素影响，导致非经常损益比上年同期增加利润总额17,161万元；公司通过良好的资金管理节约了财务费用，比上年同期增加利润总额5,185万元。

➤ **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 EPS 0.96/1.69/2.10 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》、《20180905 首旅酒店（600258.SH）：中报点评，利润总额大幅上升，继续发力中高端业务》、《20181030 首旅酒店（600258）：收入增速缓慢 费用率持续下降》。

## 中青旅（600138.SH）（2019-03-29 收盘价 16.82 元）

### ➤ 乌镇模式推动公司景区高速发展

通过将乌镇与其他特色小镇进行对比，我们认为乌镇的成功与其背后的陈向宏团队密不可分，“乌镇模式”也为中青旅异地扩张提供保障。

**乌镇-业内标杆：**近年来乌镇景区游客接待量增长迅速，从 13 年的 569 万人增长到 17 年的 1014 万人，CAGR 高达 16%。随着乌镇的高速发展，乌镇在推动中青旅业绩增长方面起到愈加重要的作用，乌镇贡献营收占比从 13 年的 5.5% 增长到 2018 年上半年的 9.8%，贡献净利润占比从 13 年的 57.6% 增长到 2018 年上半年的 76.6%，已成为公司主要的利润来源。我们通过敏感性分析发现公司价值对乌镇运营情况有很高的敏感度，乌镇营收增长率每变化 2% 将导致我们计算的公司价值同向变化 6.6% 左右。

**古北水镇-乌镇模式的成功复制：**自 2014 年运营以来，古北水镇游客接待量从 14 年的 98 万人快速增长至 17 年 275 万人次，CAGR 高达 41%；人均消费也基本保持 20% 以上的增速。相较乌镇，古北水镇运营时间尚短，但也取得了不错的盈利表现，表明乌镇经验的借鉴应用有效缩短了古北水镇起步发展的进程。公司价值判断对古北水镇运营情况也有较高的敏感度，古北水镇营收增长率每变化 2% 将导致我们计算的公司价值同向变化 2.4% 左右。

**濮院-乌镇模式下一站：**濮院借鉴古北水镇的“乌镇模式”成功异地复制经验，有望 2019 年正式营业。濮院周边交通便利，距离乌镇近半小时车程，在当前乌镇客流量相对饱和的状态下，濮院建成后有望承接乌镇溢出的游客量，与乌镇实现协同效应。

➤ **盈利预测与投资评级**

在旅游消费进入 3.0 时代与政策支持背景下，南北双镇将持续高速发展，同时公司其他业务发展平稳，我们预计 18、19、20 年公司摊薄 EPS 分别为 0.85、0.99、1.17 元，应用 DCF 方法计算出每股价值为 21.73 元，对应 18 年 PE 为 26 倍。给予公司“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、核心景区业务增长不及预期、其他业务增长不及预期、政策性风险（包括有无政府补助），以及不可抗力因素。

➤ **相关研究：**《20190122 中青旅（600138.SH）：中青旅——中国最成功的小镇运营商》。

## 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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 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。