

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

旅游过年人气高涨，海南免税销售火爆

2月10日，驴妈妈旅游网发布的《猪年春节出游总结报告》显示，今年从除夕到大年初三春节出游高峰旅游人次同比提升13%。综合各地文化和旅游部门、通讯运营商、线上旅行服务商的数据，经国家旅游局综合测算，春节期间全国旅游接待总人数4.2亿人次，同比增长7.6%；实现旅游收入5139亿元，同比增长8.2%，越来越多的中国人在春节期间选择以旅游的方式与家人共度新春佳节。

出境过年人气旺，海南免税创佳绩。携程数据显示，我国2019年春节黄金周出境游人次将近700万，出境游客增速将达7.7%，远超同时期国内游客增速1.8%。据驴妈妈数据，驴妈妈平台春节出境游人次同比2018年增长三成。从目的地来看，泰国、日本、中国香港、新加坡、越南、印尼、毛里求斯、意大利、澳大利亚、法国成为春节出境游十大热门，其中，泰国落地签免费、日本多次签条件放宽。多国签证便利、海外春节活动，以及大众出游时代期待走得更远，吸引着越来越多的家庭在春节期间团聚在海外。据海南省省财政厅披露，2月4日至9日，海南省4家免税店累计实现免税销售额4.9亿余元，购物人数11.5万人次，人均购物4304元；单日最高出现在2月8日，销售额超过1亿元。海南省旅游和文化广电体育厅统计数据显示，仅大年初三，三亚免税店进店总人数超过5万人次，同比增长15.6%，销售额达7858万元，同比增长26.4%。离岛免税购物政策自2011年实施以来，先后经历了购物限额上调、品类丰富、购物次数增加、适用对象范围扩大等多次调整，随着离岛免税政策逐步调整完善，政策吸引力越来越强，助推海南离岛免税销售创造佳绩。

本周行业观点

【酒店】中国：2018年6月我国样本星级酒店入住率为59.6%，同比下降1个百分点；平均房价为358.3元，同比增长0.9%；每间可用房收入为213.5元，同比下降0.2%。

美国：2019年1月第四周美国地区酒店入住率为56.7%，同比上升0.1个百分点；平均日房价为124.95美元，同比上升2.3%；每间可用房收入为70.83美元，同比上升2.4%。

全球：2018年11月，全球入住率最高的地区为亚洲地区，达到69.4%，最低的地区为美洲地区，为54.0%；全球平均房价最高的地区为中东及非洲地区，达到155.1美元，最低的地区为亚太地区，为112.1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 100.7 美元，最低的地区为美洲地区，为 77.8 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 2018 年 12 月，我国免税品进口额已达到 164.2 亿元，同比增长 25.3%。

【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】**中国国旅（601888.SH）、中青旅（600138.SH）。

中国国旅 (601888.SH) (2019-02-01 收盘价 54.50 元)

➤ **免税业务快速高速发展，毛利率持续上升**

毛利率持续上升。免税业务快速发展驱动公司毛利率持续上升，业绩高速增长。公司第三季度单季利润增速低于一二季度，主要源于三亚海棠湾免税店支付前三季度租金等一次性支出，其它地区免税业务保持良好发展。据公司介绍，香港拉格代尔及广州白云机场免税业务在 9 月份均已扭亏为盈，其中广州白云机场前三季度免税业务收入约 5.4 亿元。

前三季度三亚旅游人数、旅游收入均双位数增长。据三亚市旅游委，今年前三季度三亚接待游客 1551 万人次，同比增长 10.8%；旅游总收入 354 亿元，同比增长 13.9%；1 至 9 月累计购物人次同比上升 30.3%。三亚入境游市场表现强劲，今年 1 至 9 月，三亚接待入境游客 57.79 万人次，同比增长 13.3%。离岛免税政策和旅游产品的扩展有效促进了三亚旅游收入和旅游人数的双增长，对国旅业绩有明显促进。

日上上海并表时间早于预期。据公司介绍，日上上海于 2018 年 3 月开始并表，早于我们之前预期的 9 月并表，导致日上上海 2018 年合并比例由 33% 上升至 83%，因此我们上调 2018 年归母净利润预测 6.2% 至 35.4 亿元。

➤ **盈利预测与投资评级**

➤ 中国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 1.81、2.23、3.17 元，维持目标价 86.61 元，对应 18 年估值为 48 倍。由于日上上海并表因素增厚公司利润，三亚接待游客人次高速增长利好公司离岛免税业务，因此维持公司“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:** 《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》、《20181106 中国国旅（601888.SH）：免税业务高速增长，一次性支出影响利润增速》

中青旅（600138.SH）（2019-02-01 收盘价 13.08 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 时代与政策支持的背景下，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。	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。