

华住酒店集团 (HTHT US)

当卓越经营遇上行业复苏

- ❖ 华住酒店集团是中国大陆领先的酒店集团。华住集团是中国第三大的中高端酒店集团，旗下有汉庭、全季、星程、以及桔子等品牌，截止至 17 财年 2 季度，一共有 3,541 家酒店，其中经济型/中高端分别有 2,893/648。
- ❖ 受惠于供需平衡改善，行业开始复苏。17 财年 3 季度，平均可出租客房收入 (RevPAR) 的增长率达 17.3%，创历史新高，而 2 季度/1 季度分别为 14.0%/9.8%，较 16 财年 2.6% 的上升有跳跃式的加速，我们认为是受惠于 1) 17 年上半年消费者信心回升，经济增长加快，令旅游支出（休闲和商业）猛长，和 2) 新酒店供应有限，在 14 和 15 年因中央大力反贪行业景气下行，令新增投资大量减少，导致 16 年品牌酒店新增落成数目大减，而且在 17 年的放缓更甚。
- ❖ 酒店业相对固定的成本结构，可带来巨大的经营杠杆。公司在 14 财年到 16 财年期间的息税前利润 (EBIT) 率仅为 7.8% 至 13.3%，这意味着超过 85% 的收入都是运营费用。根据我们的研究和估计，大约 34% 的经营费用是相对固定的（包括公用事业费用，折旧和摊销，消耗品，食品和饮料以及管理和行政费用等），所以在理论上，每增加 1% RevPAR 将拉动约 2.5-3% 的净利润提升。
- ❖ 收购桔子酒店集团的好处。公司收购了主要在 1-2 线城市拥有约 140 家店的中高档连锁设计师品牌桔子酒店集团，并在 2 季度开始并表业绩（截至 2017 年 5 月 25 日完成，略多于 1 个月的业绩已经并表）。我们估计这笔交易将为 17 财年的集团业绩额外增加 1.62 亿美元的销售额和 1900 万美元的净利润（未包括总额约 1360 万美元的收购贷款利息）。“桔子水晶酒店”以其独特而艺术的时尚设计而闻名，其总建筑师/设计师 Amy Liao 将负责协助集团的中高端品牌（如 3 个新推出的 CitiGO，漫心，汉庭优佳）的设计。作为公司大力发展的重要一环，中高档酒店业务是享有较高的 EBIT 利润的，约为 20 多%（经济型酒店的 EBIT 利润则不到 20%）。17 财年 2 季度，桔子酒店的 RevPAR 增长率为 12%，管理层认为未来将会继续实现“高于平均水平”的增长。
- ❖ 翻新速度虽然减慢，但原因是正面的。公司正在推进汉庭 2.0 的翻新计划，通过提供更清洁，更好质量，更新的环境可以实现 10% 左右的房价提升，已完成翻新的比例从 16 财年 2 季度的 24% 提升到 17 财年的 2 季度的 33%，贡献了汉庭 8% RevPAR 增长率中的 1%。然而，17 年下半年翻新步伐将放缓（约为 40% 至 45%，比原指标 17 年底达到 50% 以上为低），是由于许多运营商延迟了时间表，原因是许多酒店都不希望在不市场需求明显加速的 3 季度旺季去闭门翻新酒店。
- ❖ 17 财年酒店净开业目标约在 350 到 400 家，在 18 到 19 财年，可望提高。由于一定程度的融资资源被并购锁住，今年只可净增加约 350 到 400 家新酒店（总开业 500 到 550 家，桔子酒店集团会开 40 家，总关闭 150 家），并可能在 18 到 19 财年再次加快。
- ❖ 如果增速出现逆转，估值会显得比较贵。即使我们考虑到 17 财年/18 财年的 70%（不包括新收购）/53% 的净利润增长率（彭博市场预期为 55%/38%），公司现价仍然为 36 倍 18 财的市盈率，高于其 5 年平均的 28 倍市盈率，如果增速出现逆转，市场或不会给于这么多的价值重估。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额(百万美元)	805.8	919.1	984.6
净利润(百万美元)	49.9	80.9	126.4
每股收益(美元)	0.79	1.26	1.78
每股收益变动 (%)	7.8	60.5	41.6
市盈率(x)	33.2	25.0	29.5
市帐率(x)	3.2	3.7	4.6
股息率 (%)	0.0	2.2	1.3
权益收益率 (%)	10.2	13.1	18.2
财务杠杆(x)	Net Cash	Net Cash	Net Cash

数据源：公司及招银国际研究

未评级

当前股价 US\$130.05

胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

中国旅游行业

市值(百万美元)	9,068
3 月平均流通量(百万美元)	40.42
52 周内股价高/低(美元)	138.44/41.69
总股本(百万)	8,415.4

数据源：彭博

股东结构

李琦家族	49.1%
雅高	10.7%
奥本海默基金	8.6%
自由流通	31.6%

数据源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	13.0%	10.9%
3-月	39.8%	30.2%
6-月	104.5%	69.7%

数据源：彭博

股价表现



数据源：彭博

审计师：德勤

公司网站：ir.huazhu.com

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。