

華住酒店集團 (HTHT US)

當卓越經營遇上到行業復甦

- ❖ 華住酒店集團是中國大陸領先的酒店集團。華住集團是中國第三大的中高端酒店集團，旗下有漢庭、全季、星程、以及桔子等品牌，截止至 17 財年 2 季度，一共有 3,541 家酒店，其中經濟型/中高端分別有 2,893/648。
- ❖ 受惠於供需平衡改善，行業開始復甦。17 財年 3 季度，平均可出租客房收入 (RevPAR) 的增長率達 17.3%，創歷史新高，而 2 季度/1 季度分別為 14.0%/9.8%，較 16 財年 2.6% 的上升有跳躍式的加速，我們認為是受惠於 1) 17 年上半年消費者信心回升，經濟增長加快，令旅遊支出（休閒和商業）猛長，和 2) 新酒店供應有限，在 14 和 15 年因中央大力反貪行業景氣下行，令新增投資大量減少，導致 16 年品牌酒店新增落成數目大減，而且在 17 年的放緩更甚。
- ❖ 酒店業相對固定的成本結構，可帶來巨大的經營槓桿。公司在 14 財年到 16 財年期間的息稅前利潤 (EBIT) 率僅為 7.8% 至 13.3%，這意味著超過 85% 的收入都是運營費用。根據我們的研究和估計，大約 34% 的經營費用是相對固定的（包括公用事業費用，折舊和攤銷，消耗品，食品和飲料以及管理和行政費用等），所以在理論上，每增加 1% RevPAR 將拉動約 2.5-3% 的淨利潤提升。
- ❖ 收購桔子酒店集團的好處。公司收購了主要在 1-2 線城市擁有約 140 家店的中高檔連鎖設計師品牌桔子酒店集團，並在 2 季度開始併表業績（截至 2017 年 5 月 25 日完成，略多於 1 個月的業績已經併表）。我們估計這筆交易將為 17 財年的集團業績額外增加 1.62 億美元的銷售額和 1900 萬美元的淨利潤（未包括總額約 1360 萬美元的收購貸款利息）。“桔子水晶酒店”以其獨特而藝術的時尚設計而聞名，其總建築師/設計師 Amy Liao 將負責協助集團的中高端品牌（如 3 個新推出的 CitiGO，漫心，漢庭優佳）的設計。作為公司大力發展的重要一環，中高檔酒店業務是享有較高的 EBIT 利潤的，約為 20 多%（經濟型酒店的 EBIT 利潤則不到 20%）。17 財年 2 季度，桔子酒店的 RevPAR 增長率為 12%，管理層認為未來將會繼續實現“高於平均水準”的增長。
- ❖ 翻新速度雖然減慢，但原因是正面的。公司正在推進漢庭 2.0 的翻新計劃，通過提供更清潔，更好質量，更新的環境可以實現 10% 左右的房價提升，已完成翻新的比例從 16 財年 2 季度的 24% 提升到 17 財年的 2 季度的 33%，貢獻了漢庭 8% RevPAR 增長率中的 1%。然而，17 年下半年翻新步伐將放緩（約為 40% 至 45%，比原指標 17 年底達到 50% 以上為低），是由於許多運營商延遲了時間表，原因是許多酒店都不希望在市場需求明顯加速的 3 季度旺季去閉門翻新酒店。
- ❖ 17 財年酒店淨開業目標約在 350 到 400 家，在 18 到 19 財年，可望提高。由於一定程度的融資資源被併購鎖住，今年只可淨增加約 350 到 400 家新酒店（總開業 500 到 550 家，桔子酒店集團會開 40 家，總關閉 150 家），並可能在 18 到 19 財年再次加快。
- ❖ 如果增速出現逆轉，估值會顯得比較貴。即使我們考慮到 17 財年/18 財年的 70%（不包括新收購）/53% 的淨利潤增長率（彭博市場預期為 55%/38%），公司現價仍然為 36 倍 18 財的市盈率，高於其 5 年平均的 28 倍市盈率，如果增速出現逆轉，市場或不給於這麼多的價值重估。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
營業額 (百萬美元)	805.8	919.1	984.6
淨利潤 (百萬美元)	49.9	80.9	126.4
每股收益 (美元)	0.79	1.26	1.78
每股收益變動 (%)	7.8	60.5	41.6
市盈率 (x)	33.2	25.0	29.5
市帳率 (x)	3.2	3.7	4.6
股息率 (%)	0.0	2.2	1.3
權益收益率 (%)	10.2	13.1	18.2
財務杠杆 (x)	Net Cash	Net Cash	Net Cash

資料來源：公司及招銀國際研究

未評級

當前股價 US\$130.05

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

中國旅遊行業

市值(百萬美元)	9,068
3 月平均流通量 (百萬美元)	40.42
52 周內股價高/低 (美元)	138.44/41.69
總股本 (百萬)	8,415.4

資料來源：彭博

股東結構

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

資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	13.0%	10.9%
3-月	39.8%	30.2%
6-月	104.5%	69.7%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

公司網站：ir.huazhu.com

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	：股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	：股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	：招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話：(852) 3900 0888 傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。