

2018 年 04 月 18 日

晨会纪要

研究所

编辑：刘莉莉

0755-83716972

## 晨会纪要

——2018 年第 70 期

## 投资要点：

## ■ 行业评论

- 中国发改委新闻稿"五年内取消外资股比"，利好优质国产零部件公司
- 铝价持续上涨约 1000 元/吨，电解铝行业整体利润水平将得到显著修复

## ■ 公司评论

- 中曼石油（603619）：潜在订单陆续落地，全年规模增长可期

## ■ 最新报告摘要

- 底部反转有望，聚焦水环境——环保行业二季度策略报告
- 变革与重构，欧洲功能和结构材料龙头开启发展新篇章——化工新材料行业海外专题报告系列二：欧洲篇
- 汇兑因素致短期业绩承压，新订单逐步释放保长期增长——精锻科技（300258）2018 年一季报点评
- 业绩符合预期，盐湖提锂建设高峰有望充分受益——久吾高科（300631）2017 年报点评
- 短期浆价因素扰动，长期高成长性不变——中顺洁柔（002511）年报点评
- 欧线经营回暖，看好行业向上趋势——众信旅游（002707）事件点评

## 1、行业评论

### 1.1、中国发改委新闻稿"五年内取消外资股比"，利好优质国产零部件公司

分析师：周绍倩 S0350516070001

2018 年取消专用车，新能源汽车外资股比限制；2020 年取消商用车外资股比限制；2022 年取消乘用车外资股比限制，同时取消合资企业不超过两家的限制。

通过 5 年过渡期，汽车行业将全面取消限制，呼吁多年的股比放开正式落地，阶梯式的开放最大程度上减缓对市场的冲击，虽然理论上已经不再开放传统燃油车牌照，但现在还有不少僵尸企业可能成为外资成立新独资公司的壳平台。

我们认为随着股比放开的落地，海外汽车品牌如 Tesla, Subaru 等有望逐步落实在中国建厂事宜，随着国内汽车生产总量的提升，对国产零部件的需求量必将随之增长，现在已经拥有合资及海外客户的优质零部件企业有望获得最大的潜在订单空间

风险提示：政策推进进度不达预期，外资国产设厂进度不达预期

### 1.2、铝价持续上涨约 1000 元/吨，电解铝行业整体利润水平将得到显著修复

分析师：代鹏举 S0350512040001 联系人：郝思行

电解铝方面。近期铝价持续上涨约 1000 元/吨，电解铝行业整体利润水平将得到显著修复。我们推荐受益于铝价和氧化铝价格上行的中国铝业、受益于铝价上行和自备电厂整改的云铝股份、以及受益于铝价和煤价上行的神火股份。

美国制裁俄铝推动 LME 铝价暴涨，铝材出口激增推动沪铝价格走高。美国制裁俄铝，嘉能可和力拓先后宣布因不可抗力的原因终止与俄铝的合同，引发海外电解铝供应不足担忧，LME 价格暴涨致使国内外铝价差价扩大，铝材出口大幅增加，推动沪铝价格走高。

海外氧化铝价格飙升，氧化铝出口盈利窗口打开。美国对俄铝的制裁和巴西政府要求海德鲁公司位于巴西境内全球最大的单体氧化铝厂关闭 7 条产线中的 3 条进行保养维护加剧了海外氧化铝的供应紧张。受此消息影响，海外氧化铝价格飙升，海内外氧化铝出口盈利窗口完全打开，近期国内氧化铝价格已经开始走高，利好中国铝业。

自备电整改，有望支撑铝价上行。根据我们测算，自备电整改将增加电解铝产能规模最大的山东省 713 元/吨的生产成本，其中政府性基金及附加 1.39 分/千瓦时，电网系统备用费是 3.5 分/千瓦时。该政策如有效落实，不仅抬升成本曲线，同时改变成本曲线的形状，最大受益者为水电铝企业，云铝股份。

降低增值税，改善行业利润水平；二季度开始电解铝出货情况较好，库存稳步去化，铝价回升，利润增厚趋势不改。

推荐标的：中国铝业、云铝股份、神火股份

风险提示：宏观经济不及预期

## 2、公司评论

### 2.1、中曼石油（603619）：潜在订单陆续落地，全年规模增长可期

分析师：冯胜 S0350515090001 联系人：熊绍龙 S0350117070020

事件：公司公告与 BP 签订伊拉克钻井大包合同，合同金额预计 3.82 亿元，期限 2 年。

潜在订单陆续落地，全年规模增长可期。4 月份以来，公司陆续签订 3 个大项目，金额合计 7 亿元，按照 2 年期限计算，预计 2018 年确认收入 2.6 亿元；再者，按照此前招股说明书披露，根据 2017 年 6 月底的在手执行订单预测 2018 年收入为 9 亿元；两者合计为 11.6 亿元。此次订单是公司中标的第一个以 BP 为客户的钻井大包项目，将进一步提升公司在钻井大包领域的综合能力，为公司开拓前景广阔的中东市场奠定坚实基础；目前公司已投标等待结果项目金额超 5 亿美元，有望陆续落地，全年规模增长可期。

预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 4.01、4.51、6.15 亿元，按照最新股价计算，对应的 PE 分别为 37、33、24 倍。考虑到公司作为民营钻井龙头，致力于往综合油气集团发展，在油价趋势上行期，公司业绩弹性大，故维持“买入”评级。

风险提示：海外项目拓展不及预期；油价大幅下跌；

## 3、最新报告摘要

### 3.1、底部反转有望，聚焦水环境——环保行业二季度策略报告

分析师：谭倩 S0350512090002 联系人：赵越 S0350116090018

行业高增速持续，但一季度市场表现不佳。环保行业受部分公司 2017 年年度业绩预告不达预期、资金面偏紧等影响表现不佳，一季度申万环保工程及服务板块下跌 12.96%，在申万行业中排名靠后。但 3 月份在“两会”召开等政策利好因素下，环保工程及服务板块表现较好，当月上涨 1.23%，跑赢全部 A 股及沪深 300 指数。已披露 2017 年业绩快报或业绩预告的公司整体归母净利润 244.77 亿元，同比增长 28.3%；披露 2018 年一季度业绩预告的公司整体归母净利润合计 18.70 亿元，同比增长 9.1%。延续自 2015 年以来的单季度增长态势。

生态环境部组建，水环境治理成为政策亮点。两会期间新组建生态环境部，对水环境规划、治理、监督等职能的整合是最大亮点，整合后，将改变过去中央部委、地方部门对流域的交叉管理模式，河流、湖泊、海洋、农村等多个领域的水资源规划、污染防治、监督管理等职责将集中于生态环境部，水环境治理与监管效率有望得到提升。结合 2018 年政府工作报告对水环境治理的大篇幅阐述，未来三年还将新增约 4000 亿元的水污染防治工程

项目，投资前景广阔。

PPP 仍为获取订单重要模式，但资金与回款压力犹存。当前 PPP 集中清库接近尾声，整体影响不大，未来将以规范性发展为主线。生态环保类项目占比逐步提升，结合国家对生态文明建设的要求及各地 2018 年重点聚焦生态环保类 PPP 项目等因素，我们认为采用 PPP 模式的生态环保类项目将逐渐增多，成为项目结构的主要组成，也将是上市公司获取项目和实现利润的重要手段。但需要注意的是，信用环境整体收缩、政府债务及财政风险防范趋严和加速，将对 PPP 项目公司资本金、项目进度及财政支付进度产生一定影响。

重视二季度水质监测投资机遇。根据《关于做好国家地表水环境质量监测事权上收工作的通知》要求，2018 年 7 月底前完成考核断面水站建设工作，实现地表水环境质量主要指标的连续自动监测。目前收官日期临近，但部分地区工作进度依然滞后，目前中国环境监测总站及部分地市已经加速国控水站建设及设备招标工作，我们预计 5-7 月将迎来国控水站建设冲刺期，订单将有较多释放。

维持环保行业“推荐”评级：我们认为板块已经过长时间调整，具备估值修复空间，二季度建议关注水环境相关的细分板块投资机会：1) 生态环境部组建后，水环境成为整合中的一大亮点，结合“两会”生态文明建设内容中加大对水环境治理的阐述，我们认为水环境将逐渐成为未来重点工作。2) PPP 细分领域随着清库尾声来临，进入规范性发展轨道，生态环保类项目渐成主力，但我们认为依然需要观察利率及政府债务风险防范对 PPP 项目公司资本金、项目进度及财政支付进度的影响。3) 2018 年 7 月是国家地表水环境考核断面事权上收的收官期限，国控水站的建设及设备更新将在二季度出现加速。维持环保行业“推荐”评级。

重点推荐个股：我们建议关注水环境治理领域具备竞争优势、PPP 项目质量较高的碧水源、博世科，以及受益于国控水站建设加速的聚光科技、理工环科。

风险提示：政策推进力度不达预期风险；相关上市公司业绩不达预期风险；利率上升风险；相关上市公司应收账款风险；大盘系统性风险。

## 3.2、变革与重构，欧洲功能和结构材料龙头开启发展新篇章——化工新材料行业海外专题报告系列二：欧洲篇

分析师：代鹏举 S0350512040001 联系人：谷航 S0350117040024 分析师：陈博 S0350518010001

功能和结构新材料市场前景广阔，欧洲企业发挥传统优势寻求更大突破。高技术产业的不断创新，推动了新材料行业的发展。同时电子产品的需求量逐年增加，推动上游化工材料企业的增长。未来很长一段时间，包括半导体功能材料、液晶功能材料、高性能聚合物结构材料在内的新材料产业将持续景气。德国企业中世创（Siltronic）、林德气体（Linde）、科思创（Covestro）、默克（Merck）、巴斯夫（BASF）和法国液化空气（Air Liquide）等公司起步早，具有领先的技术优势。同时利用成熟的管理运营体系，紧跟迅猛的市场变化，目前在新材料行业保持优势地位，占据了较大的市场份额。但是由于近年来全球半导体中心开始向亚洲转移，欧洲新材料企业也开始在业务范围和区域上受到新兴市场的冲击，因此欧洲龙头企业通过创新和改革获得新的发展思路发挥传统优势寻求更大突破。

半导体产业繁荣带动硅晶圆需求持续增长，世创公司（Siltronic）把握产业机遇潜力大。硅晶圆由高纯度硅（99.9999%以上）拉晶制备而成，其用于生产半导体元件，在计算机，智能终端，数字视盘播放器和薄膜晶体管的屏幕被广泛使用。德国世创公司（Siltronic）作为硅晶圆行业的巨头公司之一，2017 年占有约 15% 的市场份额，其生产的硅晶圆覆盖 12 寸直径 300 毫米。世创公司（Siltronic）在欧洲，美国，亚洲设有生产基地实现

全面布局，位于新加坡的生产基地是当今世界最先进的 12 寸晶圆生产厂。世创公司（Siltronic）专注于硅晶圆市场，不断改进硅晶圆生产工艺并降低成本，加大创新投入，发展潜力大。

湿化学品应用广泛，德国化工巨头巴斯夫（BASF）积极拓展电子材料版图。湿电子化学品在半导体制程中应用于晶圆清洗、刻蚀、显影和洗涤去毛刺等工艺，其纯度和洁净度对集成电路成品率、电性能及可靠性有十分重要的影响。德国巴斯夫（BASF）开发了整套半导体湿刻必备化学品，是高端湿电子化学品市场的主要供应商。除此之外，巴斯夫（BASF）拥有化学机械平坦化技术(CMP)和铜电化学沉积封装技术，并涉足 LCD/OLED 行业、光伏行业和电子气体行业。巴斯夫（BASF）开拓至全球的研发基地可以持续为下游半导体产业提供优质产品，受益于有效的创新体系以及全面的业务布局，德国老牌化工龙头巴斯夫的优势地位稳固。

电子特种气体技术含量高，林德气体(Linde)布局一体化服务领跑同行业。电子特种气体可广泛应用在半导体、平板显示和 LED 照明等领域，是其生产工艺中必不可少的核心材料，其技术含量很高。德国林德气体提早布局该领域，经过多年的技术积累和市场开拓，现已占据全球电子特气市场 8%以上的市场份额。目前林德气体可以提供全品类的电子特种气体，部分气体纯度甚至可以达 99.99999%（7N），同时布局“原料、设备、气体产品等一体化服务”领跑同行业。

法国液化空气（Air Liquide）集团创新制胜，不断扩大电子气体材料市场份额。法国液化空气（Air Liquide）在世界范围内组建运营、投资和研发网络，拥有长期的专利性技术成果，于 1985 年进入半导体市场，在电子气体方面的产品涉及半导体、光伏和平面显示设备，近年来的一系列并购和市场开拓，使法液空取得了显著的增长。2017 年的电子气体部门营收达到了 16.44 亿欧元。法液空（Air Liquide）致力于实现站稳气体行业领导者的目标，并逐年增加创新和技术的投入，现已占据电子特气市场 23%左右的市场份额，未来进一步扩大全球范围市占率。

液晶材料市场需求稳步增长，默克公司（Merck）提早布局行业综合竞争力强。液晶材料是液晶平板显示行业最重要的基础原料，同时，建筑、汽车等行业对液晶材料也有一定需求。近年，在液晶显示大屏化的趋势下，液晶材料市场需求稳步增长。德国企业默克公司早在 1904 年就开始了对液晶的研究，并在 1969 年推出第一款液晶材料，经过多年技术突破和产品革新，目前占据全球液晶市场 50%以上的市场份额，行业整体综合竞争力强。

聚碳酸酯（PC）应用领域广阔，科思创（Covestro）完善产业链布局龙头持续扩大竞争优势。聚碳酸酯因为其优良的性能，被广泛应用在电子电气、数据载体、汽车部件、医疗设备、建筑、纺织和包装等领域。德国企业科思创（Covestro）作为聚碳酸酯的创造者深耕多年，实现技术领先应用领域全面覆盖，经过多年的技术积累和市场开拓，目前公司拥有聚碳酸酯产能 148.5 万吨/年，占世界总产能的 29.32%，受益于下游需求快速增长行业龙头持续扩大竞争优势。

**重点推荐个股** 目前，国内企业在硅晶圆、湿化学品、电子特种气体、液晶材料和聚碳酸酯等新材料领域与欧洲龙头企业尚存在差距。受益于政府政策支持和国内市场需求驱动，国内龙头企业逐步实现技术转移，加速核心材料进口替代，从基础原料到核心产品逐步追赶国际龙头脚步。

**上海新阳（300236.SZ）：**聚焦半导体材料的研发设计、生产制造与销售，国内硅晶圆领域龙头企业。

**江化微（603078.SH）：**国内高端湿电子化学品龙头，未来市场空间广阔。

**雅克科技（002409.SZ）：**整合电子特种气体产品优质标的，未来持续受益半导体核心材料自给率提升。

**万润股份（002643.SZ）：**国内信息显示材料领域领军企业，发展前景广阔。

飞凯材料 (300398.SZ): 积极布局显示领域和半导体领域, 未来将持续受益半导体材料产业发展。

鲁西化工 (000830.SZ): 聚碳酸酯等化工产品收入占比提升, 毛利率不断提高, 盈利能力增强。

风险提示: 外围经济政治矛盾加剧; 相关政策落地不及预期; 同行业竞争加剧风险; 项目进展不及预期; 推荐公司业绩不达预期; 相关推荐标的与国外对标公司不具有完全可比性, 相关数据和资料仅供参考。

### 3.3、汇兑因素致短期业绩承压, 新订单逐步释放保长期增长——精锻科技 (300258) 2018 年一季报点评

分析师: 周绍倩 S0350516070001

结合齿业务高速增长, 产品结构有效改善 2017 年, 公司实现营业收入 11.29 亿元, 同比增长 25.6%; 实现归属于上市公司股东净利润 2.50 亿元, 同比增长 31.3%。公司主要客户配套业务增长稳健, 保障了销售额的持续增长。高毛利产品结合齿全年收入为 2.78 亿元, 同比增速高达 81.8%, 有效拉动业绩增长。公司销售毛利率为 41.1% (同比+0.5pct), 三项费用率合计 14.2% (同比-0.1pct)。产品结构持续改善, 结合齿、VVT 产品占比加大, 提升整体毛利率, 盈利能力得到增强。

2018 年一季度业绩受人民币快速升值影响 2018 年 Q1 单季度, 公司实现营业收入 3.23 亿元, 同比增长 21.7%; 实现归属于上市公司股东净利润 6614 万元, 同比增长 16.0%。销售毛利率 40.3% (同比-2.3pct), 三项费用率合计 15.29% (同比+0.5pct)。一季度公司营收和归母净利润增速稍有放缓, 毛利率相对去年同期出现下滑, 短期业绩略承压。费用率方面, 相较同期增加了 0.5 个百分点, 主要是财务费用达到 1281 万元, 同比增长了 333.1%, 两者承压的主要原因是公司出口业务受人民币持续升值影响, 汇兑损失大幅增加。若扣除人民币升值的汇兑影响, 一季度经营性的利润增速符合预期。

持续拓展新项目, 未来产品放量可期 报告期内, 公司新立项的新产品项目有 20 项(33 个零件和 4 个部件总成), 新增已进入量产的新产品项目 14 项(26 个零件和 4 个部件总成), 并且收到大众大连结合齿齿轮项目供货份额增量的提名信, 供货份额由原先年需求 90 万台套的 40%提升到年需求 140 万台套的 80%, 项目将从 2018 年开始产能爬坡递增供货。此外 VVT 产品也立足于自主品牌向合资厂商突破, 目前客户包括江淮、海马、吉利、比亚迪等自主品牌, 未来增长空间较大。产品线的延伸以及客户的深度拓展, 助力公司业绩实现新增长。

盈利预测和投资评级: 增持评级 预计公司 2018/2019/2020 年 EPS 为 0.77/0.98/1.26 元, 对应当前股价 PE 分别为 19/15/11 倍, 考虑到公司出口美国的齿轮产品, 还有待客户确认其进口关税编码是否在美国拟对中国商品加征关税的清单目录内, 有可能影响到海外市场的长期竞争力, 暂下调评级至增持。

风险提示: 大众公司 DSG 项目配套不及预期; 天津工厂建设进度不及预期; VVT 业务收入不及预期; 中美贸易战影响出口业务增长的风险。

### 3.4、业绩符合预期, 盐湖提锂建设高峰有望充分受益——久吾高科 (300631) 2017 年报点评

分析师：谭倩 S0350512090002 分析师：任春阳 S0350517100002

业绩增长 4.58%，符合市场预期，主要源于市场回暖订单稳步增长

2018 年公司实现营收 29353.87 万元，同比增长 19.35%，实现归属于上市公司股东的净利润 4503.83 万元，同比增长 4.58%，符合市场预期。业绩增长的原因是：1）传统的工业过程分离和特种水处理领域由于市场回暖，业务稳步增长，如冶金、化工等行业的工业废水零排放和工业纯水处理、化工盐水精制领域等；2）新领域实现可喜突破，比如钛白粉废水处理实现订单突破，盐湖提锂中试效果较好，多晶硅切削液处理和发酵行业小孔径膜在发酵行业推广取得较大进展等。同时公司也在进行膜技术在淀粉糖、农药、造纸废水等领域的技术研发工作，为未来业绩增长提供新的发力点。

分业务来看，膜材料实现营收 5582.81 万元，同比增长 38.34%，毛利率 57.10%，同比提高 0.5pct，膜集成实现营收 2.36 亿元，同比增加 17.37%，但由于钢材等原材料价格上涨导致毛利率下滑至 37.77%，同比减少 1.35pct。销售、管理、财务费用分别为 2306.88、4026.65、-112.45 万元，同比增长 14.34%、-0.92%、-16.77%，期间费用控制良好。

盐湖提锂百亿材料设备市场率先启动，公司凭项目优势充分受益

受新能源汽车市场爆发影响，碳酸锂价格维持在高位，再加上成本优势，刺激盐湖提锂企业纷纷扩产或新建碳酸锂生产线，我们预计 2018-2020 年每年将新增 7.13/8.11/5 万吨碳酸锂产能投资，到 2020 年将累计新增 20.24 万吨产能投资，我们认为未来 3 年盐湖提锂建设高峰将会来临，设备材料企业有望率先受益。预计到 2020 年材料设备空间将达到 105.96 亿元（详细测算过程见 2018 年 4 月 9 日外发的盐湖提锂行业专题研究）。2018 年 4 月 9 日，公司与五矿盐湖签署 1 万吨碳酸锂项目镁锂分离成套装置，说明公司的膜法提锂技术已经得到客户的认可。该项目合同金额 2.6556 亿元，是公司 2017 年营收的 90.47%，能够显著增厚公司的业绩。另外该项目是公司的第一个盐湖提锂项目，在盐湖提锂材料设备行业市场机会来临之时，公司有望凭借项目经验优势获取更多项目，打开公司的成长空间。

盈利预测和投资评级：维持公司“增持”评级。保守估计，暂不考虑新增盐湖提锂订单的影响，预计公司 2018-2020 EPS 分别为 0.75、0.94、1.15 元，对应当前股价 PE 为 41、33、27 倍，我们看好公司陶瓷膜技术在盐湖提锂的应用，以及新增订单带来的业绩弹性。维持公司“增持”评级。

风险提示：下游需求不及预期的风险、盐湖提锂业务推进缓慢的风险、公司膜法提锂工业化应用不确定性的风险、宏观经济下行风险。

### 3.5、短期浆价因素扰动，长期高成长性不变——中顺洁柔（002511）年报点评

分析师：谭倩 S0350512090002 联系人：尹洵 S0350118010007

提价对冲成本压力，2018 年毛利率有望保持稳定。2017 年公司的毛利率为 34.92%，同比下滑了 1pct。就单季度毛利率来看，2017Q1/Q2/Q3/Q4 的毛利率分别为 36.40%/35.93%/35.08%/32.73%，公司毛利率逐季下滑的趋势明显。究其原因，一方面为 2017Q3-Q4 主要以高价浆的使用为主；另一方面为 2017Q4 中仅有一个月受到提价的积极影响，所以成本压力较大。但自 2018 年以来，公司累计提价幅度已近 14%，预计全年大概率能在浆

价成本高位压力之下，能维持毛利率的稳定。

产品结构优化升级加速，有望推动毛利率的持续提升。目前公司高端、高毛利产品 FACE、LOTION 和自然木重点系列产品销售收入占比已达 50% 以上，对应公司 2017 年非卷纸收入占比为 57.40%，同比增速为 30.54%，卷纸收入占比为 39.78%，同比增速为 11.98%。公司非卷纸产品的毛利率为 40.18%、卷纸的毛利率为 29.11%，因非卷纸系列比卷纸系列的毛利率高 11.07pct，在非卷纸收入占比加速提升的趋势之下，公司的综合毛利率有望得到持续提升。

受益于良好的期间费用控制能力及税率的下降，公司在毛利率下滑的情况之下实现了净利率的提升。2017 年公司的期间费用率为 25.47%，同比下降了 0.4pct，净利率为 7.53pct，同比提升了 0.69pct，一方面受益于公司较强的内部费用管控能力，另一方面受益于四川中顺高新技术企业的认定，从而带来所得税税率的降低。

引入营销新团队，通过加快渠道结构调整的方式推动收入稳步增长。公司于 2015 年年初引入了金红叶的营销团队，新的营销团队在刘金锋总的带领之下，在组织结构细化，终端价格体系的规范、销售通路的完善以及网点覆盖率的提升等方面均取得了较大的改善。截至目前为止，公司已经拥有 2000 多家经销商，覆盖 1200 多个城市，从全国有 2800 多个城市的数量来看，仍有 1200 多个城市尚未开发，未来渠道扩张空间仍然可观。

产能瓶颈已打破，为前端销售的加速扩张奠定基础。公司产能已达 65 万吨/年，为弥补随着销售增长可能产生的产能缺口，2018 年，公司湖北新增 10 万吨产能将建设投产，预计未来 5 年，每年约有 10 万吨的产能投放。最终突破百万产能瓶颈，从而形成全国性产能布局网络。

盈利预测和投资评级：我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别对应 0.57 元、0.75 元、0.99 元、对应的 PE 分别为 26.08 倍、19.63 倍、14.84 倍。未来看好公司产品结构持续高端化叠加稳步提价带动综合毛利率的持续提升，以及渠道加速扩张所带来增长空间。但综合考虑到短期浆价因素的扰动以及当前估值水平，我们给予“增持”评级。

风险提示：提价力度难以覆盖原材料价格大幅上涨的风险、人民币贬值的风险、提价影响终端销量，行业竞争加剧，新增产能投放进度不及预期，渠道拓展效果不及预期。

### 3.6、欧线经营回暖，看好行业向上趋势——众信旅游（002707）事件点评

分析师：周玉华 S0350513110001

批发、零售和整合营销三大板块稳健发展。公司 2017 年出境批发、出境零售和整合营销业务分别实现营收 89.1 亿元（同比+19.8%）、20.5 亿元（+13.7%）和 8.8 亿元（+24.1%），分别贡献公司收入的 74.1%、17%和 7.3% 比重，基本持平去年同期（74%:18%:7%）贡献占比。其中出境批发业务的毛利率为 7.88%，同比降 0.39PCT；出境零售业务的毛利率为 16.36%，同比提升 0.92PCT；整合营销业务毛利率为 10.55%，同比提升 0.02PCT。公司三大板块营收平稳增长，毛利率水平相对稳定。

毛利率微降，费用控制良好。公司整体毛利率同比降 0.46PCT 至 9.89%，净利率同比降 0.1PCT 至 2.33%。公司期间销售费用率为 7.02%，同比降 0.07PCT。其中销售、管理和财务费用率分别为 5.64%、1.34%和 0.03%，同比分别增 0.22PCT、降 0.17PCT、降 0.12PCT。其中财务费用下降主要由于汇兑收益增加所致。

分区域看，欧线回暖，亚洲持续快速增长。公司 2017 年欧洲目的地产品营收增速超过 30%，在历经恐袭、指纹签证影响后，欧线有望逐渐走出低迷期。公司在产品上亦加强深度开发，细分东南西北欧、俄罗斯、北极产品，

持续保持欧线的龙头地位。亚洲旅游市场持续快速增长,年服务人次超过 100 万(占公司年度旅游服务人次 50%),成为公司第二大收入来源。公司持续在热点目的地投入定期航班和包机产品,强化亚洲市场优势地位。

客源地看,北京和华东区域持续保持领先地位。北京、华东和中原大区 2017 年分别贡献公司营收比重 41.1%、25.9%和 11.5%,合计占比近 80%。三大区域对应营收同比增速分别为 11.4%、22.2%和 18.7%。华东区收入快速增长,部分来源于零售门店扩张。截止 2017 年底,华东区域零售店数量为 25 家,营收同比增速超过 200%。

盈利预测和投资评级:公司与竹园国旅业务协同效应逐渐显现,在行业低迷期仍实现良好增长,经营能力凸显。预计公司 2018 和 2019 年 EPS 分别为 0.36 元和 0.46 元,对应 PE 分别为 33 和 26 倍,看好整个出境游产业链未来发展空间,公司作为龙头将持续受益,维持买入评级。

风险提示:突发事件及自然灾害;汇率波动;竞争加剧;政策变化。

## 【分析师承诺】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构

亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。