

休闲服务

建议关注酒店板块超跌带来的估值修复机会 增持（维持）

2019年02月17日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 董晓洁

dongxj@dwzq.com.cn

投资要点

■ **酒店行业基本面初现趋稳迹象，新增供给放缓，供需关系有所缓解，经营指标未来有望企稳。**1) 就供需关系看，新增供给放缓，需求增速有所提升。前期受景气周期影响下的供给高增速已呈现回落态势，12月供给同增3.3%，需求增速略微提升至2.8%；历年12月均存在季节性集中开业导致的供给增速较高，进而导致供给与需求之比较低，但18年12月该比例则呈现较明显的同比提升，反映了供给增长的放缓。就后期供给来看，餐饮住宿行业固定投资完成额增速已于10月转负，预计新增供给进一步放缓有望缓解经营压力。2) 就经营指标看，酒店行业基本面虽仍处于下行区间，未来随着供需格局的持续改善，经营数据有望企稳。12月RevPAR同比下降0.7%（OCC下降0.5pct，ADR下降0.2%），受RevPAR下降影响，行业经营收入增速同样环比下降，12月同比增速2.5%。

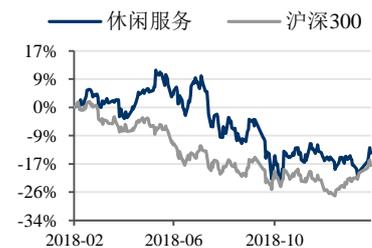
■ **估值已出历史底部，相较美股龙头显著低估。**目前A股酒店龙头锦江、首旅的PE（ttm）分别为21和19倍，显著低于历史估值中枢35和31倍，处于历史估值底部；对标美股上市的华住（46倍）以及海外酒店龙头30倍左右的PE，锦江/首旅均显著低估。从EV/EBITDA的角度看，锦江/首旅（8-10倍）同样显著低于华住（26倍）和海外同行（15-18倍）。

■ **海外资金流入驱动估值修复，较国内龙头华住仍有显著空间。**受益于市场情绪的持续改善以及海外资金的流入，驱动酒店龙头估值有所修复，首旅/锦江沪深港通持股比例近期加速提升提升至11.49%/0.94%；就本轮行情下的涨幅来看，首旅/锦江自本轮股价底部起上涨15%+，较美股华住近30%的最高涨幅仍有空间。

■ **投资建议：**市场情绪修复，关注被忽略超跌的低估值酒店板块机会。酒店龙头此轮有望受益于数据真空期下、普涨行情板块扩散，叠加前期超跌、目前处于估值底部，有望迎来估值修复带来的波段机会；1月数据若出现好转，有望催化估值修复加强；**建议关注 A 股酒店龙头锦江股份、首旅酒店，H 股锦江酒店。**预计18-20年锦江股份归属净利约为10.54（+20%）、11.63（+10%）、12.58（+8%）亿元，对应当前股价PE约21、19、18倍；预计首旅酒店归属净利8.60（+36.3%）、10.60（+23.2%）、12.48（+17.8%）亿元，对应PE为19、16、13倍。

■ **风险提示：**宏观经济波动的风险，经营不及预期等风险。

行业走势



相关研究

1、《休闲服务：春节旅游增速放缓，免税、港澳具亮点》

2019-02-11

2、《休闲服务：关注龙头中期布局机会，兼顾底部品种估值修复行情》2019-01-27

3、《休闲服务：元旦旅游整体平稳，港澳不乏亮点，自然景区受天气影响》2019-01-02

内容目录

1. 投资要点	4
2. 板块涨跌回顾	8
3. 上市公司重要公告	9
4. 近期公司股东大会及解禁提醒	11
5. 风险提示	12

图表目录

图 1: 酒店行业经营指标增速	4
图 2: 酒店行业需求和供给增速	4
图 3: 需求/供给及其增长	4
图 4: 餐饮住宿业固定资产投资完成额增速	4
图 5: 首旅酒店 PE Band	5
图 6: 锦江股份 PE Band	5
图 7: 锦江沪深港通持股比例	6
图 8: 首旅沪深港通持股比例	6
图 9: 酒店龙头本轮底部至今涨跌幅	6
图 10: 板块单周涨跌幅前十的股票	8
图 11: 板块单月涨跌幅前十的股票	8
图 12: 板块年度涨跌幅前十的股票	9
图 13: 本周市场涨跌幅	9
表 1: 国内外酒店集团估值对比	5
表 2: 酒店龙头盈利预测及估值	7
表 3: 近期股东大会	11
表 4: 解禁提醒	11
表 5: 重点公司估值表 (2 月 16 日收盘价)	13

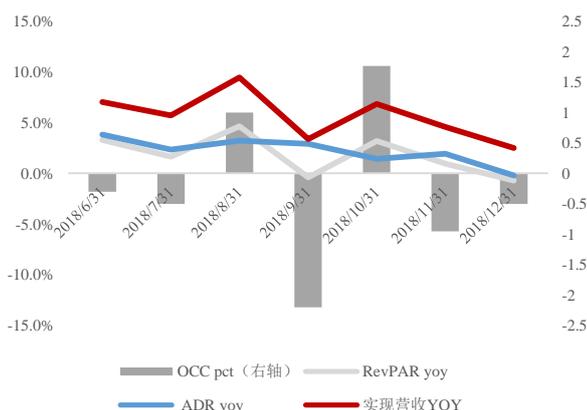
1. 投资要点

酒店行业基本面初现趋稳迹象，新增供给放缓，供需关系有所缓解，经营指标未来有望企稳。

就供需关系看，新增供给放缓，需求增速有所提升。前期受景气周期影响下的供给高增速已呈现回落态势，12月供给同增3.3%，需求增速略微提升至2.8%；历年12月均存在季节性集中开业导致的供给增速较高，进而导致供给与需求之比较低，但18年12月该比例则呈现较明显的同比提升，反映了供给增长的放缓。就后期供给来看，餐饮住宿行业固定投资完成额增速已于10月转负，预计新增供给进一步放缓有望缓解经营压力。

就经营指标看，酒店行业基本面虽仍处于下行区间，未来随着供需格局的持续改善，经营数据有望企稳。12月RevPAR同比下降0.7%（OCC下降0.5pct，ADR下降0.2%），受RevPAR下降影响，行业经营收入增速同样环比下降，12月同比增速2.5%。

图1：酒店行业经营指标增速



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

注：9-10月增速受中秋错位影响

图2：酒店行业需求和供给增速



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图3：需求/供给及其增长

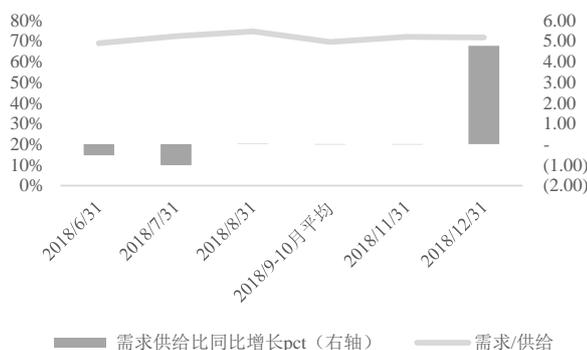
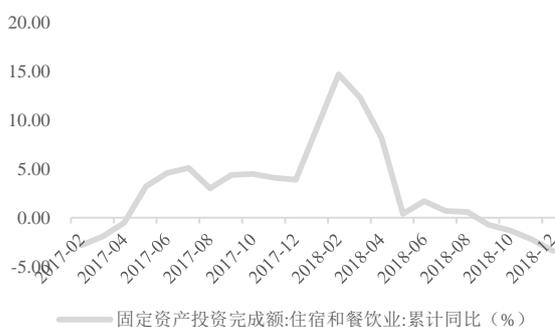


图4：餐饮住宿业固定资产投资完成额增速



数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

数据来源：wind, 东吴证券研究所

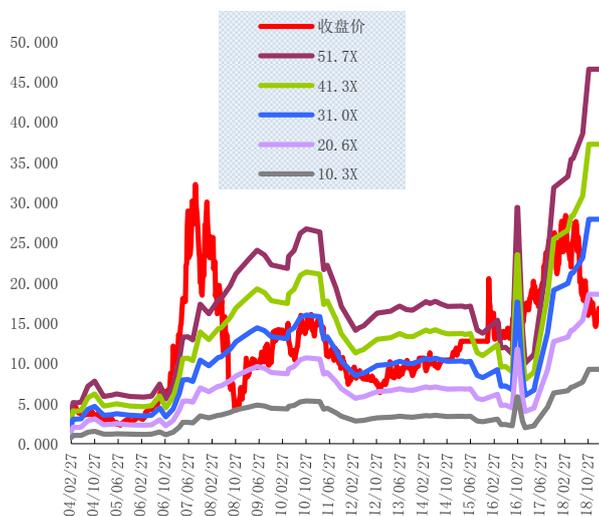
估值已出历史底部，相较美股龙头显著低估。目前 A 股酒店龙头锦江、首旅的 PE (ttm) 分别为 21 和 19 倍，显著低于历史估值中枢 35 和 31 倍，处于历史估值底部；对标美股上市的华住（46 倍）以及海外酒店龙头 30 倍左右的 PE，锦江/首旅均显著低估。从 EV/EBITDA 的角度看，锦江/首旅（8-10 倍）同样显著低于华住（26 倍）和海外同行（15-18 倍）。

表 1：国内外酒店集团估值对比

证券简称		PE(ttm)	EV/EBITDA
国内酒店集团	锦江股份	21.4	10.31
	首旅酒店	18.7	8.91
	华住酒店	46.4	26.43
国外酒店集团	希尔顿	31.3	16.96
	温德姆	31.3	17.93
	万豪国际	27.2	14.72

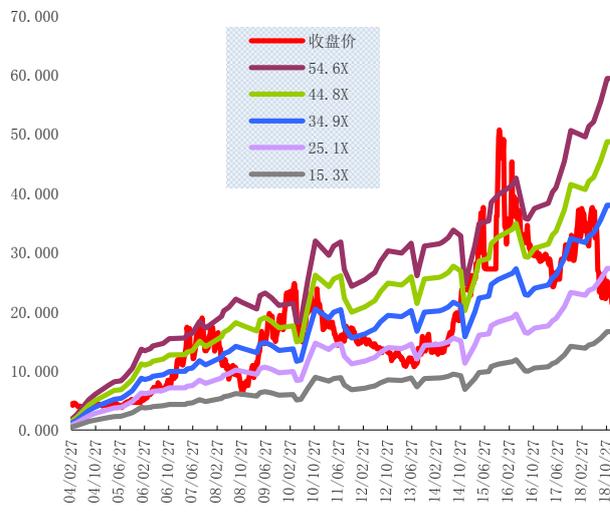
数据来源：wind, 东吴证券研究所

图 5：首旅酒店 PE Band



数据来源：wind, 东吴证券研究所

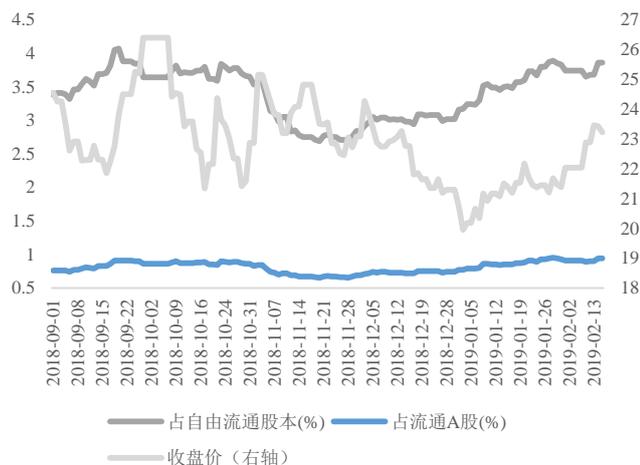
图 6：锦江股份 PE Band



数据来源：wind, 东吴证券研究所

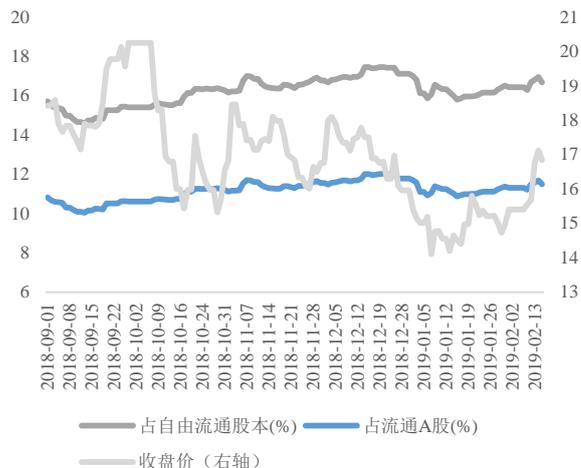
海外资金流入驱动估值修复，较华住最高涨幅仍有空间。受益于市场情绪的持续改善以及海外资金的流入，驱动酒店龙头估值有所修复，首旅/锦江沪深港通持股比例提升 0.1pct/0.15pct，提升至 11.49%/0.94%。就本轮行情下的涨幅来看，首旅/锦江自本轮股价底部起上涨 15%+，较美股华住自 12 月 24 日起近 30% 的最高涨幅仍有空间。

图 7：锦江沪深港通持股比例



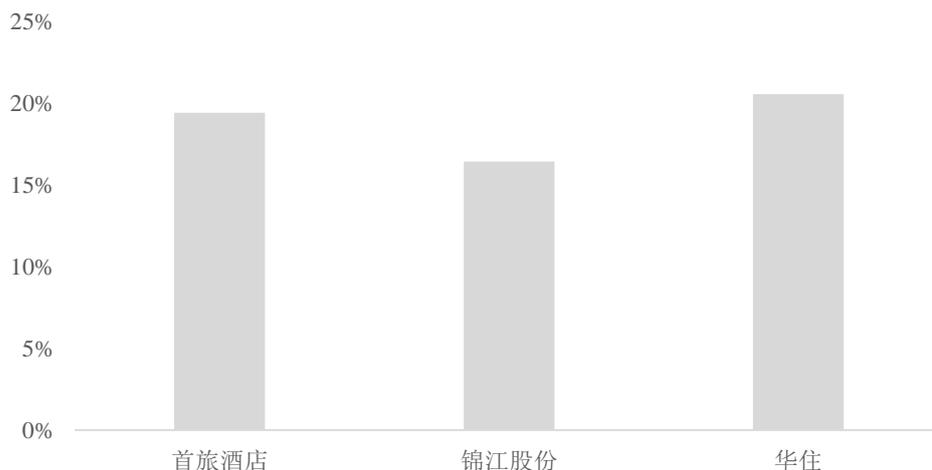
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 8：首旅沪深港通持股比例



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 9：酒店龙头本轮底部至今涨跌幅



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：锦江从 2019/1/4 起计算；首旅从 2019/1/9 起计算；华住从 2018/12/24 起计算

市场情绪修复，关注被忽略超跌的低估值酒店板块机会。酒店龙头此轮有望受益于数据真空期下、普涨行情板块扩散，叠加前期超跌、目前处于估值底部，有望迎来估值修复带来的波段机会；1 月数据若出现好转，有望催化估值修复加强；建议关注 A 股酒店龙头锦江股份、首旅酒店，H 股锦江酒店。

预计 18-20 年锦江股份归属净利约为 10.54 (+20%)、11.63 (+10%)、12.58 (+8%) 亿元，对应当前股价 PE 约 21、19、18 倍；预计首旅酒店归属净利 8.60 (+36.3%)、10.60

(+23.2%)、12.48 (+17.8%) 亿元，对应 PE 为 19、16、13 倍。

表 2：酒店龙头盈利预测及估值

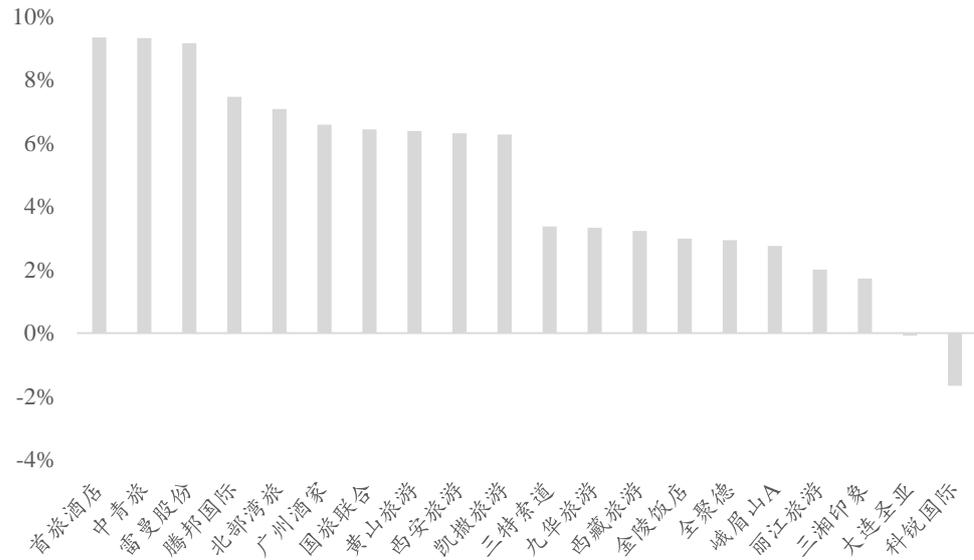
	净利润（百万）			净利润增速			PE		
	17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E
首旅酒店	630.89	860.00	1,060.00	199.09%	36.32%	23.26%	26.13	19.17	15.55
锦江股份	881.76	1,054.00	1,163.00	26.95%	19.53%	10.34%	25.24	21.11	19.13

数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 板块涨跌回顾

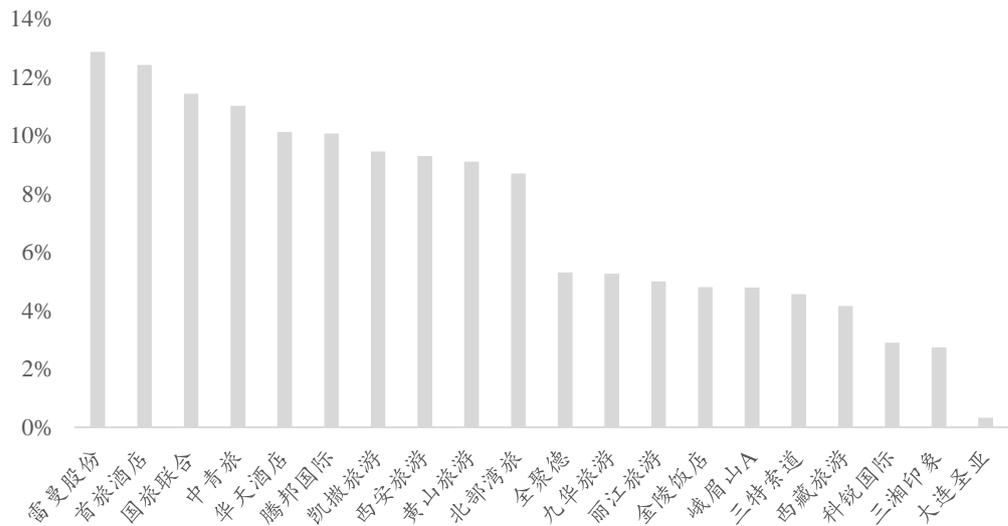
上证综指本周上涨 2.45%，收于 2682.39 点。深证成指本周上涨 5.75%，收于 8125.63 点。创业板指本周上涨 6.81%，收于 1357.48 点。社服板块（申万）上涨 7.04%。重点跟踪细分板块本周表现优秀，其中免税上涨 9.38%，涨幅领先。

图 10：板块单周涨跌幅前十的股票



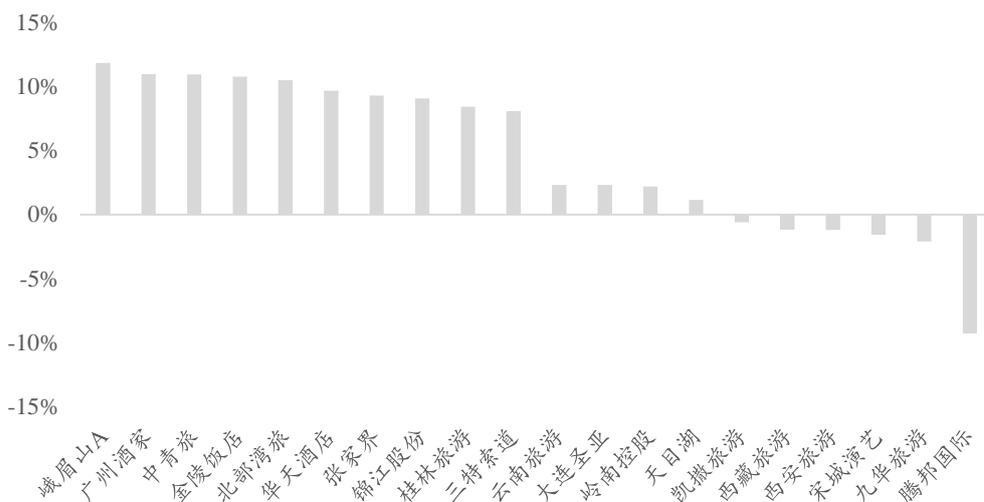
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 11：板块单月涨跌幅前十的股票



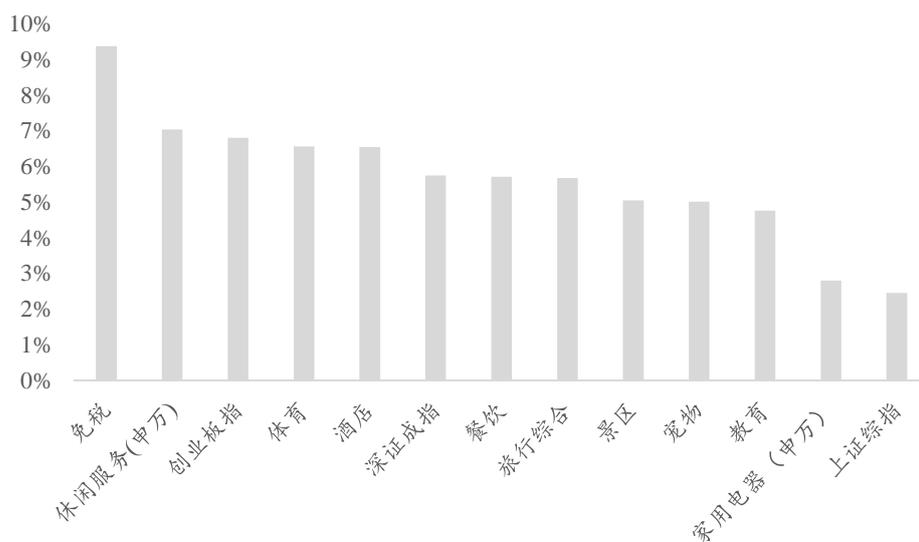
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 12: 板块年度涨跌幅前十的股票



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 13: 本周市场涨跌幅



数据来源: wind, 东吴证券研究所

3. 上市公司重要公告

希尔顿酒店 (HLT.N) 2018 年报

公司发布 2018 年财报, 2018 年实现总利润 89.1 亿美元, 增长 9.53%, 净利润 7.64 亿美元, 下降 39%, 经调 EBITDA 20 亿美元, 同增 7%, 超出业绩指引。

美高梅中国 (2282.HK) 第四季度及 2018 年度业绩公告

公司发布四季度及 2018 年度未经审核业绩, 第四季度实现总收益 537.63 亿港元, 同比增长 33.3%, 总经调 EBITDA 为 1412 亿港元, 同比增长 9.1%, 2018 年度实现总收

益 19200 亿港元，同比增长 32.6%，总经调 EBITDA 为 4837 亿港元，同比增长 5.4%

西安旅游（000610.SZ）关于解除《合作意向协议》的公告

公司将解除与陕西大兴医院投资管理集团有限公司于 2018 年 10 月 26 日签署的《合作意向协议》，不再就渭水园医养小镇项目开展合作，归还大兴集团支付的诚意金 1000 万人民币。

黄山旅游（600054.SH）关于 B 股回购实施结果暨股份变动公告

公司于 2019 年 2 月 1 日完成回购 1792 万 B 股，占公司总股本 2.4%，最高价格 1.255 美元/股，最低价格 1.169 美元/股，均价 1.216 美元/股，使用资金总额 2179 万美元（含佣金等），折合人民币 1.5 亿元，回购注销后公司股份为 7.3 亿股。

中国国旅（601888.SH）第三届董事会第十八次会议决议公告

董事会同意公司全资子公司中免国际以自有资金在香港设立全资子公司——中免香港市内免税店有限公司，注册资本 5000 万港币，由该公司在香港开设运营市内免税店。

国旅联合（600358.SH）关于董事会、监事会换届选举的公告

根据公司 2019 年第一次临时股东大会及董事会 2019 年第一次会议的表决结果，公司第七届董事会成员为非独立董事曾少雄、施亮、施代成、周付德、何新跃、彭承及独立董事黄新建、翟颖、张旺霞；其中曾少雄担任公司第七届董事会董事长一职，施亮担任公司第七届董事会副董事长一职。

众信旅游（002707.SZ）关于控股股东进行股票质押式回购交易补充质押的公告

控股股东冯滨将其所持部分股份补充质押，本次质押 760 万股，占公司总股本 0.86%，占其所持股份 2.86%，本次质押后其累计质押 1.47 亿股，占公司总股本 16.55%，占其个人持股 55.09%。

中宠股份（002891.SZ）关于公开发行可转换公司债券的公告

按面值 100 元/张发行人民币 19.42 亿可转债，共 194.24 万张，原股东可按每股 1.94 元可转债比例优先配售。可转债的期限为 2019 年 2 月 15 日至 2025 年 2 月 15 日，转股期限自发行结束日 2019 年 2 月 21 日（T+4 日）起满六个月后的第一个交易日（2019 年 8 月 22 日）起至可转债到期日（2025 年 2 月 15 日）止，初始转股价格为 37.97 元/股。

大连圣亚（600593.SH）部分董事高管增持股份进展公告

公司董事、总经理肖峰、副总经理田力、副总经理兼董事会秘书丁霞、副总经理孙彤、副总经理刘明、财务总监孙湘以自有资金增持公司股份，拟增持金额在 1000 万-2000 万人民币之间，该计划与 2018 年 12 月 23 日到期，延期至 2019 年 3 月 22 日，截至本

公告披露日，本次增持计划的增持主体因资金原因，尚未实施增持。

瑞尔特 (002790.SZ) 2018 年度业绩快报

公司 2018 年度实现营业总收入 9.9 亿元，同比增长 8.37%，归属上市公司股东净利润 1.59 亿，同比下降 1.13%。报告期内每股收益 0.62 元，同比下降 1.12%，加权平均净资产收益率 10.67%，同比下降 0.78%。报告期末公司总资产同比增长 7.45%，归属上市公司股东所有者权益增长 5.4%，归属上市公司股东的每股净资产增长 5.46%。

TCL (000100.SZ) 关于回购部分社会公众股份的公告

公司将使用自有、自筹资金回购股份用于员工持股计划、股权激励、债转股，总金额在 15-20 亿元，回购价格不超过人民币 3.80 元/股。其中用于员工持股计划或者股权激励的资金总额不低于人民币 1.50 亿元且不超过人民币 3.00 亿元，用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券的资金总额不低于人民币 13.50 亿元且不超过人民币 18.50 亿元。

4. 近期公司股东大会及解禁提醒

表 3：近期股东大会

序号	代码	名称	会议日期	会议类型
1	300650.SZ	太龙照明	2019-02-27	临时股东大会
2	000521.SZ	长虹美菱	2019-02-22	临时股东大会
3	200521.SZ	虹美菱 B	2019-02-22	临时股东大会
4	000016.SZ	深康佳 A	2019-02-20	临时股东大会
5	200016.SZ	深康佳 B	2019-02-20	临时股东大会
6	002614.SZ	奥佳华	2019-02-19	临时股东大会
7	002519.SZ	银河电子	2019-02-18	临时股东大会
8	300279.SZ	和晶科技	2019-02-18	临时股东大会
9	603579.SH	荣泰健康	2019-02-18	临时股东大会

数据来源：wind，东吴证券研究所

表 4：解禁提醒

代码	简称	解禁日期	解禁数量 (万股)	解禁收 益	总股本(万 股)	占比(%)	解禁股份类型
1	002508.SZ	老板电器	36.56		93453.52	0.04%	股权激励限售股份
2	000333.SZ	美的集团	162.90		657867.55	0.03%	股权激励限售股份
3	600749.SH	*ST 藏旅	3,782.76	-38.48	22,696.55	16.67%	定向增发机构配售股份
4	300162.SZ	雷曼股份	731.72	-70.82	34,951.00	2.09%	定向增发机构配售股份
5	002790.SZ	瑞尔特	19,200.00		25,600.00	75.00%	首发原股东限售股份
6	002011.SZ	盾安环境	7,378.47	-60.80	91,721.22	8.04%	定向增发机构配售股份

7	002616.SZ	长青集团	2019-04-01	2,353.60	-18.60	74,188.31	3.17%	定向增发机构配售股份
8	603868.SH	飞科电器	2019-04-18	39,200.00		43,560.00	89.99%	首发原股东限售股份

数据来源：wind，东吴证券研究所

5. 风险提示

宏观经济波动的风险，恶劣天气、地质灾害等风险。

表 5：重点公司估值表（2 月 15 日收盘价）

简称	总市值 (亿)	净利润 (wind/百万)			PE			年内涨跌幅
		17A	18E	19E	17A	18E	19E	
免税								
中国国旅	1,163.87	2,530.76	3,147.91	4,664.00	45.99	36.97	24.95	-1%
酒店								
首旅酒店	164.85	630.89	860.00	1,060.00	26.13	19.17	15.55	6%
锦江股份	222.53	881.76	1,054.00	1,163.00	25.24	21.11	19.13	9%
岭南控股	47.25	177.36	272.60	269.40	26.64	17.33	17.54	2%
金陵饭店	26.82	103.48	87.13	94.32	28.01	33.26	30.73	-8%
景区								
宋城演艺	305.19	1,067.61	1,282.00	1,506.00	28.59	23.81	20.27	-2%
中青旅	103.51	571.71	623.00	712.00	18.11	16.61	14.54	11%
黄山旅游	73.38	414.06	417.00	469.00	17.72	17.60	15.65	5%
峨眉山 A	33.35	196.61	242.00	276.00	16.96	13.78	12.08	12%
天目湖	23.73	84.47	101.00	117.50	28.09	23.49	20.19	1%
张家界	21.41	67.36	55.00	64.00	31.79	38.94	33.46	9%
长白山	24.51	70.79	81.36	103.28	34.62	30.12	23.73	5%
三湘印象	56.50	265.14	-	-	21.31	-	-	5%
桂林旅游	20.42	52.94	68.13	75.73	38.57	29.97	26.96	8%
大连圣亚	34.90	55.46	70.95	85.65	62.94	49.20	40.75	2%
九华旅游	20.59	82.89	-	-	24.84	-	-	-2%
丽江旅游	33.41	204.21	224.05	219.95	16.36	14.91	15.19	7%
云南旅游	38.66	71.55	388.65	214.48	54.03	9.95	18.02	2%
餐饮								
广州酒家	121.40	340.37	439.00	550.00	35.67	27.65	22.07	11%
西安饮食	20.51	-11.25	-	-	-182.28	-	-	4%
全聚德	36.71	136.00	88.66	178.00	26.99	41.40	20.62	5%
旅游综合								
腾邦国际	50.55	283.73	363.00	439.00	17.82	13.41	10.69	-9%
众信旅游	49.85	232.62	41.00	210.00	21.43	121.58	23.74	-11%
凯撒旅游	53.00	220.70	324.55	402.31	24.01	16.33	13.17	-1%
三特索道	26.35	5.50	122.90	60.39	478.91	21.44	43.63	8%
曲江文旅	19.28	62.43	101.80	112.40	30.88	18.94	17.15	6%
北部湾旅	57.97	269.56	369.00	446.50	21.51	15.71	12.98	11%
人力资源								
科锐国际	51.12	74.34	111.14	151.10	68.77	45.99	33.83	7%

数据来源：wind，东吴证券研究所

注：未覆盖公司采用 wind 一致预期

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址:<http://www.dwzq.com.cn>

