

再读酒店：低估值与边际改善下的新机

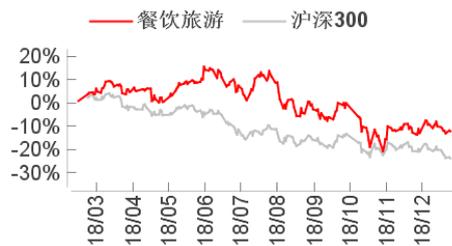


东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国
行业 餐饮旅游行业
报告发布日期 2019年02月19日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 王克宇
021-63325888-5010
wangkeyu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518010001

联系人 董博
021-63325888-3045
dongbo1@orientsec.com.cn

前期市场普遍对 19 年国内经济持谨慎态度，作为受其影响相对明显的酒店行业上市公司，18H2 以来经营数据增速亦有明显放缓，也因此开始股价较大幅度的下跌和估值调整。站在当前时点，A 股酒店行业公司的估值已处于历史大底，市场悲观预期已基本反映充分。在宏观经济数据有升有降、尚不明朗仍将维持一段时间的当下，是否仍意味着酒店行业股票没有机会？历史上，酒店上市公司的业绩究竟与宏观经济的关系如何？估值修复与经济回暖的先后顺序如何？我们特别推出本篇深度报告，通过国内外的定量历史回溯，深入探讨酒店行业基本面/估值与宏观经济的关系，供市场参考。

核心观点

- **酒店基本面与宏观经济的关系：1) PMI 对酒店行业经营有预示作用。**其中制造业 PMI 指数的相关性更强（核心经营指标 RevPAR 的增速与制造业 PMI 的相关系数为 0.41），是跟踪判断酒店行业运营状况的先行指标。**2) GDP 对酒店 RevPAR 的影响主要通过影响入住率来传导。**国内酒店 RevPAR 增速与 GDP 增速相关性并不显著，但入住率的变动与 GDP 增速的相关系数达到 0.48，证明入住率所反映的需求侧变动对 GDP 增长的敏感性更强，进而影响到酒店经营。**3) 价格指数对酒店 RevPAR 的影响主要通过影响房价来传导。**国内酒店 RevPAR 增速与 CPI/PPI 同比的相关系数分别达到 0.43/0.62，其中房价增速与 CPI/PPI 同比的相关性更高（相关系数分别为 0.65/0.82）。**4) 创新型关联指标：民航客流增速对于入住率变动有着预示作用。**由于酒店数据的低频与不可得性，我们比较了较多关联性的其他行业高频指标，发现民航客座率/客运量的变动与滞后一期的酒店入住率存在相关性（相关系数分别为 0.21/0.44），这表明当月民航客流增速有可能通过影响下个月商旅需求、进而影响酒店行业入住率。
- **酒店行业估值与宏观经济的关系：1) 总体情况：酒店行业估值水平与 GDP 增速走势基本一致，**其中美股酒店公司的估值拐点往往领先于 GDP 增速，而 A 股酒店公司的估值与 GDP 增速相比呈现一定同步性；**2) 拐点判断：酒店估值拐点往往同步/甚至领先于 PMI 的变化拐点，**且一旦本期 PMI 有所上涨，当月估值会在前期估值调整的基础上进一步修复；**3) 核心影响因素：RevPAR 指标仍是影响酒店估值的核心。**数据上看 RevPAR 增速的边际改善领先于酒店估值调整，考虑到酒店数据的公布时间，**RevPAR 增速的边际改善实则与酒店公司估值同期变化。**
- **如何看待目前酒店行业价值？1) A 股酒店龙头估值已处于历史大底：**目前锦江股份 PE (ttm) 估值 22.2X，首旅酒店 PE (ttm) 19.5X，均位于历史大底水平，EV/EBITDA 角度亦相较美股同类公司折价明显、具备吸引力。**2) 经济指标有一定边际改善，有望带动估值修复：**一方面 19 年 1 月 PMI 止跌回升带来的市场情绪的修复及风险偏好的提升，另一方面 1 月四大航客运量同比显著增长，有望带动入住率回暖。**3) 修复的持续性？**由于 1 月数据无法排除春节的错期影响，我们认为后续仍需观察的核心要素：后续经济数据的持续性、入住率及 RevPAR 增速能否企稳、通过翻牌改造+提价带来的净利率提升。

投资建议与投资标的

- 由于 19 年 1 月制造业 PMI 边际改善+航空客运量高增，酒店行业估值有望有所修复。无论是以 PE、EV/EBITDA，目前国内酒店龙头估值均具备较强吸引力，推荐锦江股份、首旅酒店。

风险提示

- 经济下滑导致商旅及旅游行业增长不及预期。多品牌带来的管理挑战。自然灾害以及极端天气抑制旅客数量等。统计结果可能存在偏差。

相关报告

海淘新政会冲击免税吗？ 2019-02-19
板块强势反弹，关注优质龙头及超跌个股： 2019-02-17
春节旅游市场稳中有增 海南免税表现继续亮眼！： 2019-02-10

目 录

一、酒店基本面与宏观经济:PMI 与民航客运的预示作用	4
1、酒店经营数据与 GDP 的相关性分析	4
2、酒店经营数据与价格指数的相关性分析	5
3、酒店经营数据与 PMI 的相关性分析	6
4、酒店经营数据与商旅交通的关系	9
二、酒店行业估值与宏观经济：春江水暖，估值先行	10
1、酒店估值与宏观 GDP 的关系	10
2、酒店估值与 PMI 的关系	12
3、酒店估值与 RevPAR 增速的关系	13
三、如何看待目前酒店行业的价值？估值修复值得期待	15
1、目前 A 股酒店龙头估值水平已处于历史大底	15
2、宏观指标边际改善，估值修复值得期待	17
3、估值修复的持续性仍需观察	17
四、投资建议	18
风险提示	18

图表目录

图 1：日本 RevPAR 增速与 GDP 增速的相关系数为 0.64	5
图 2：美国 RevPAR 增速与 GDP 增速的相关系数为 0.94	5
图 3：中国 RevPAR 增速与 GDP 增速的相关系数为 0.17	5
图 4：中国酒店入住率变动与 GDP 增速的相关性更强	5
图 5：中国 RevPAR 增速与 PPI 同比的相关系数达到 0.62	6
图 6：中国酒店房价增速与 PPI 同比的相关系数达到 0.82	6
图 7：美国 RevPAR 增速与 PPI 同比的相关系数达到 0.79	6
图 8：美国酒店房价增速与 PPI 同比的相关系数达到 0.96	6
图 9：我国酒店行业 RevPAR 增速与制造业 PMI 指数的相关系数达到 0.41	7
图 10：我国酒店行业 RevPAR 增速与非制造业 PMI 商务活动指数的相关系数为 0.04	7
图 11：房价增速与制造业 PMI 指数的相关系数达到 0.27	8
图 12：入住率增速与制造业 PMI 指数的相关系数达到 0.18	8
图 13：锦江 RevPAR 增速与制造业 PMI 的相关系数为 0.57	8
图 14：锦江入住率增速与制造业 PMI 的相关系数为 0.58	8
图 15：锦江 RevPAR 增速与非制造业 PMI 相关系数为 0.42	9
图 16：锦江入住率增速与非制造业 PMI 相关系数为 0.42	9
图 17：民航客座率变动与滞后一期入住率变动存在相关性	9
图 18：民航客运量增速与滞后一期入住率变动存在相关性	9
图 19：从门店扩张的速度来划分，我国有限连锁酒店大致可以分为 3 个时期	10
图 20：A 股酒店行业季度 PE 与季度 GDP 增速的走势基本一致	11
图 21：08Q1-05Q4 如家 EV/EBITDA 的变化	11
图 22：10Q2-17Q4 华住 EV/EBITDA 的变化	11
图 23：锦江季度 PE 估值较 GDP 增速的调整领先性并不明显	12
图 24：华住 EV/EBITDA 与制造业 PMI 比较	13
图 25：如家 EV/EBITDA 与制造业 PMI 比较	13
表 1：华住/如家估值与制造业 PMI 的相关系数	13
图 26：RevPAR 增速的边际变化的拐点略领先于估值的拐点	14
图 27：华住 RevPAR 增速的边际变化的拐点略领先于估值的拐点	14
图 28：首旅酒店 PE-band	15
图 29：锦江股份 PE-band	16
图 30：锦江股份和首旅酒店 EV/EBITDA 正处于历史低位	16
表 2：美股酒店 EV/EBITDA 的估值中枢为 14.8X	16
图 31：2019 年 1 月，中国制造业 PMI 为 49.5%，环比微升 0.1pct (%)	17

前期市场普遍对 19 年国内经济持谨慎态度，作为受宏观经济影响相对明显的酒店行业上市公司，18 年下半年以来经营数据增速亦有明显放缓，也因此开始较大幅度的股价下跌和估值调整。

站在当前时点，A 股酒店行业相关公司的估值已处于历史大底水平，市场悲观预期已基本反映充分，对相关公司业绩预期已近冰点。在宏观经济数据有升有降、尚不明朗仍将维持一段时间的当下，是否意味着酒店行业股票一定完全没有机会？历史上，酒店行业上市公司的业绩变化究竟与宏观经济的关系如何？估值修复与经济回暖的先后顺序如何把握？

我们特别推出本篇深度报告，通过国内外的定量历史回溯，深入探讨酒店行业基本面/估值与宏观经济的关系，供市场参考。

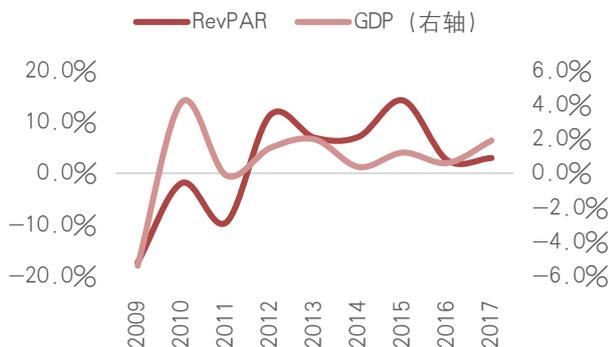
一、酒店基本面与宏观经济:PMI 与民航客运的预示作用

我们比较了较多宏观经济指标，并从中挑选出与酒店经营情况具备相关性的三组核心指标：GDP、价格指数、PMI 指数。同时由于酒店数据的低频与不可得性，我们亦比较了较多其他关联性行业的高频指标，发现民航客座率/客运量的变动亦与酒店经营有较强相关性。核心推导逻辑如下，具体分析我们将在后面章节详细阐述：

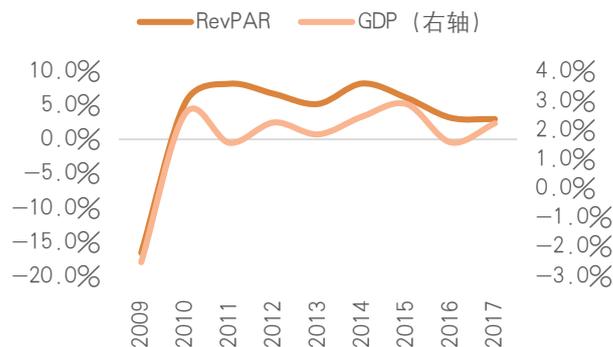
- 1) GDP 作为宏观经济最核心的指标，能够最根本的反映宏观经济的情况；
- 2) 价格指数能够反映市场价格水平的变动情况，对于衡量房价变动有着重要作用；
- 3) PMI 指数是宏观经济的重要先行指标，公布频率为月度，在反映经济运行状况的及时性较 GDP 更好；
- 4) 关联行业高频指标：由于民航旅客与酒店顾客重合度高，民航客运量及客座率是考量酒店需求端变化的很好指标。

1、酒店经营数据与 GDP 的相关性分析

对于酒店行业而言，最重要的两大需求是商旅和旅游。从需求层面看，经济繁荣时期，商务活动频繁，人均收入的提高也会刺激消费者的旅游出行，对酒店的需求也会增加，反之在经济衰退时期，商旅及个人旅行的人次会有所下滑，使得酒店的需求会随之收缩。因此酒店行业的景气度与宏观经济的相关性较高。从日本和美国的经验来看，RevPAR 增速与 GDP 增速的相关系数分别达到 0.64/0.94，验证了酒店景气度与宏观经济高度相关。

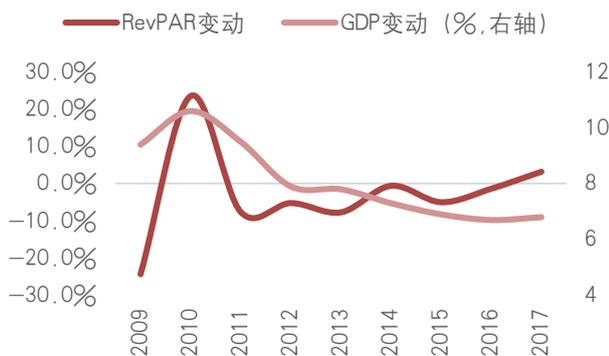
图 1：日本 RevPAR 增速与 GDP 增速的相关系数为 0.64


数据来源：wind, STR global, 东方证券研究所

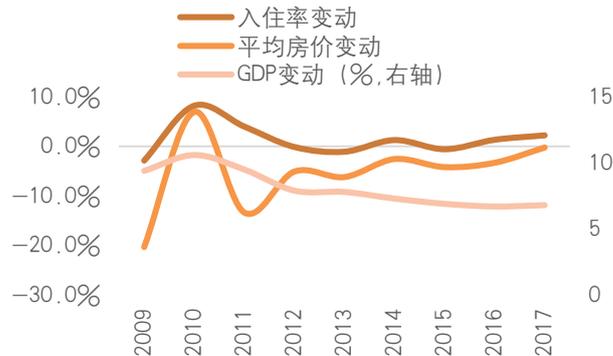
图 2：美国 RevPAR 增速与 GDP 增速的相关系数为 0.94


数据来源：wind, STR global, 东方证券研究所

从中国的情况看，GDP 对酒店 RevPAR 的影响主要通过影响入住率来传导。对比国内 RevPAR 增速与 GDP 增速的相关性，09-17 年，中国酒店行业 RevPAR 增速与 GDP 增速同样存在着一定的相关性（相关系数 0.17），而分拆来看，入住率的变动与 GDP 增速的相关系数达到 0.48，明显高于平均房价的-0.15，证明入住率所反映的需求侧变动对 GDP 增长的敏感性更强，进而影响到酒店 RevPAR 的增速。

图 3：中国 RevPAR 增速与 GDP 增速的相关系数为 0.17


数据来源：wind, STR global, 东方证券研究所

图 4：中国酒店入住率变动与 GDP 增速的相关性更强


数据来源：wind, STR global, 东方证券研究所

2、酒店经营数据与价格指数的相关性分析

价格指数（PPI 更加明显）对酒店 RevPAR 的影响主要通过影响房价来传导。酒店房价的制定是动态的，往往包含一定的通胀预期，因此价格指数的变动与酒店 RevPAR 的变动也体现出较强的相关性，其中主要是围绕房价传导的：1) 以中国的酒店数据为例，09-17 年 RevPAR 增速与 CPI 同比和 PPI 同比的相关系数分别达到 0.43/0.62，其中房价增速与 CPI 同比和 PPI 同比的相关性更高（分别为 0.65/0.82），这表明价格指数（特别是 PPI）对酒店 RevPAR 的影响主要通过影响房

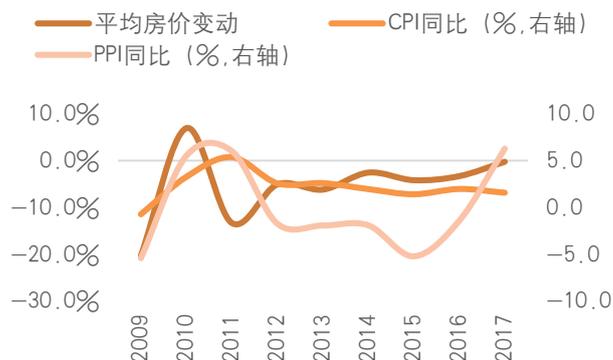
价来传导。2) 观察美国数据，价格指数对 RevPAR 的影响更加显著。08-17 年美国 RevPAR 增速与 PPI 同比的相关系数达到 0.79，其中房价增速与 PPI 同比的相关系数达到了 0.96。

图 5：中国 RevPAR 增速与 PPI 同比的相关系数达到 0.62



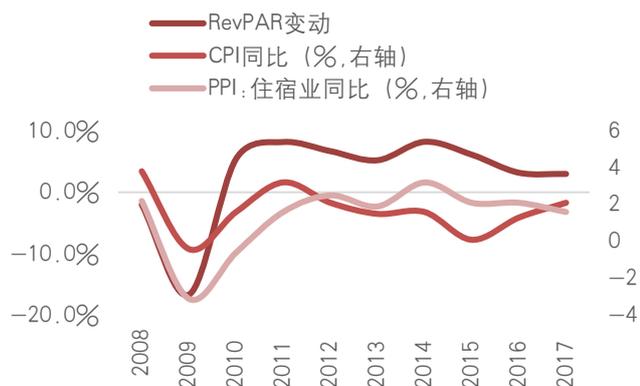
数据来源：wind, STR global, 东方证券研究所

图 6：中国酒店房价增速与 PPI 同比的相关系数达到 0.82



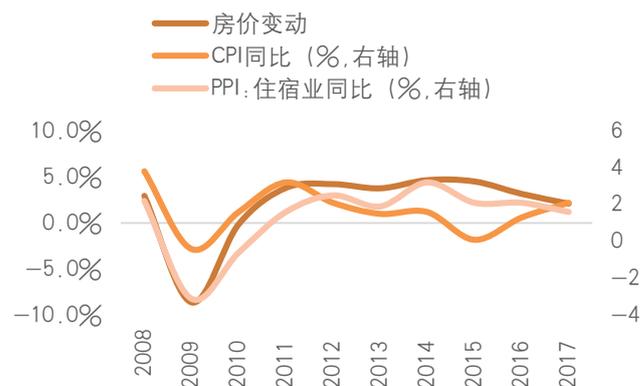
数据来源：wind, STR global, 东方证券研究所

图 7：美国 RevPAR 增速与 PPI 同比的相关系数达到 0.79



数据来源：wind, STR global, 东方证券研究所

图 8：美国酒店房价增速与 PPI 同比的相关系数达到 0.96



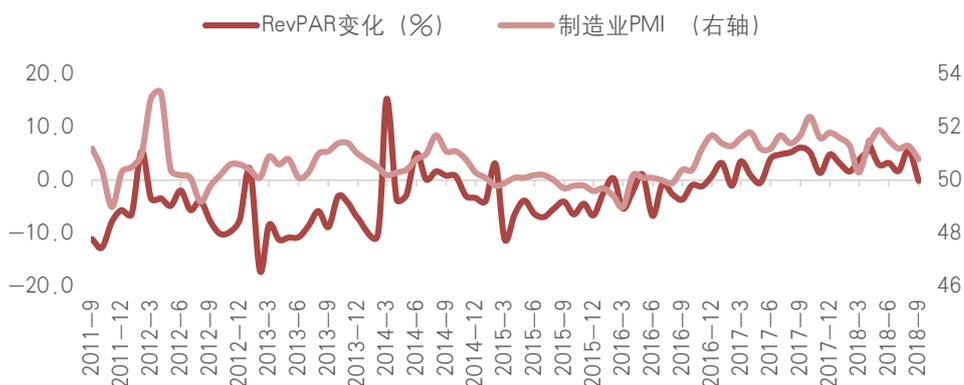
数据来源：wind, STR global, 东方证券研究所

3、酒店经营数据与 PMI 的相关性分析

酒店行业 RevPAR 增速与制造业 PMI 指数的相关性更强。观察我国酒店行业的月度数据变化，与制造业和非制造业 PMI 分别进行对比，可以发现 RevPAR 增速与制造业 PMI 指数的相关性更强（相关系数达到 0.41），其中房价增速和入住率增速与 PMI 的相关系数分别达到 0.27/0.18，三项经营数据与 PMI 均有一定的相关性。而 RevPAR 增速与非制造业 PMI 商务活动指数并不存在明显的相关性。

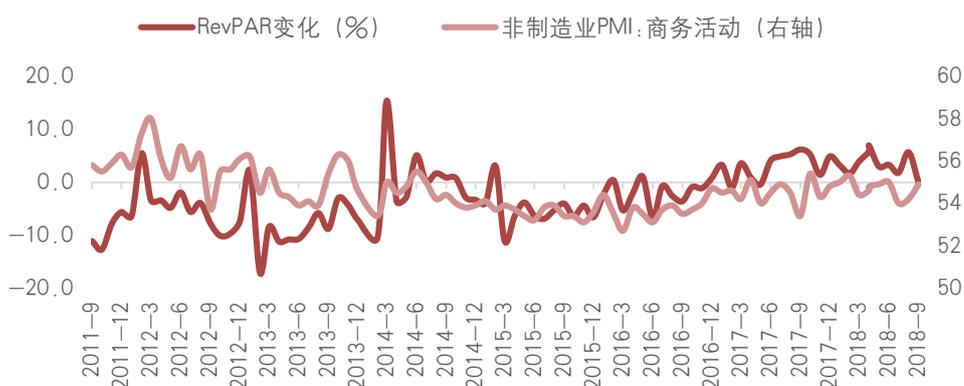
PMI 作为经济增长的先行指标，对于酒店经营数据有着一定的预示作用。PMI 指数是宏观经济中重要的先导指标，公布频次为月度，公布时间为当月最后一天，而相比之下酒店行业公布数据往往存在一定的时滞，当月 PMI 指数是先于酒店行业数据发布的。由于 RevPAR 增速与制造业 PMI 指数的存在着较强的相关性，我们可以通过月末公布的 PMI 指数来判断当月酒店行业的经营情况，因此 PMI 对酒店经营数据有一定预示作用，用来跟踪酒店经营数据较为有效。

图 9：我国酒店行业 RevPAR 增速与制造业 PMI 指数的相关系数达到 0.41

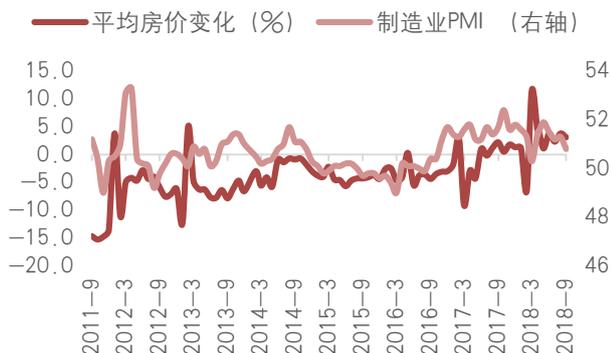


数据来源：wind, STR global 东方证券研究所

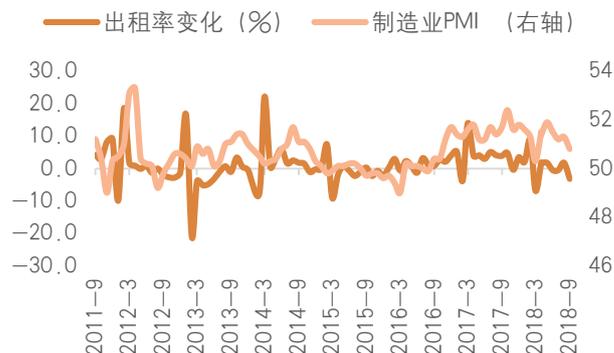
图 10：我国酒店行业 RevPAR 增速与非制造业 PMI 商务活动指数的相关系数为 0.04



数据来源：wind, STR global 东方证券研究所

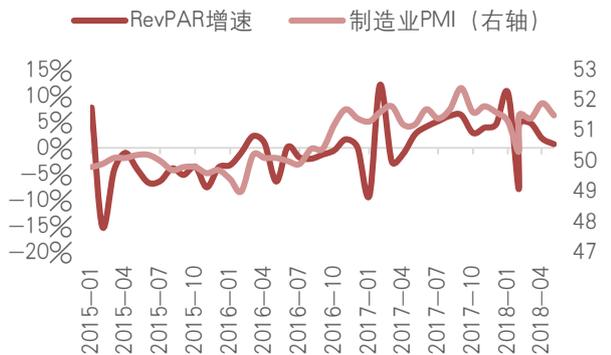
图 11：房价增速与制造业 PMI 指数的相关系数达到 0.27


数据来源：wind, STR global, 东方证券研究所

图 12：入住率增速与制造业 PMI 指数的相关系数达到 0.18


数据来源：wind, STR global 东方证券研究所

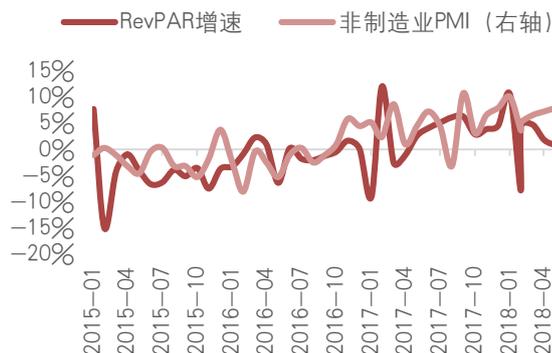
龙头公司的月度经营数据同样与制造业 PMI 有较强的相关性。通过对比锦江系的锦江之星品牌 RevPAR、入住率、房价与两类 PMI 指数的关系，同样可以观察到锦江之星的 **RevPAR 增速与制造业 PMI 的相关性较强，特别是入住率增速相关性更加明显**（RevPAR 的增速相关系数为 0.57，入住率的增速的相关系数为 0.58）。不过与行业数据不同的是，**锦江之星的 RevPAR 增速和入住率增速与非制造业 PMI 商务活动指数的相关性也很强**（RevPAR 的增速相关系数为 0.42，入住率的增速的相关系数为 0.42），龙头公司的数据同样可以说明 PMI 对酒店经营数据的预示作用。

图 13：锦江 RevPAR 增速与制造业 PMI 的相关系数为 0.57


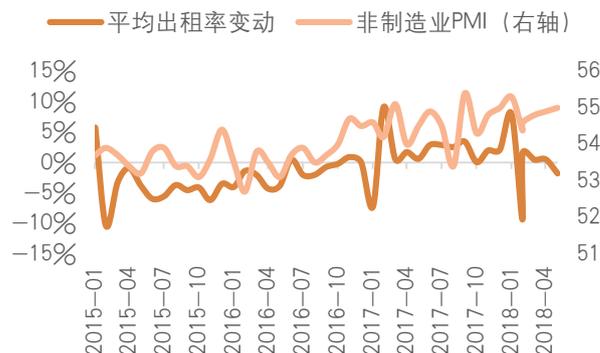
数据来源：wind, 公司公告, 东方证券研究所

图 14：锦江入住率增速与制造业 PMI 的相关系数为 0.58


数据来源：wind, 公司公告, 东方证券研究所

图 15：锦江 RevPAR 增速与非制造业 PMI 相关系数为 0.42


数据来源：wind，公司公告，东方证券研究所

图 16：锦江入住率增速与非制造业 PMI 相关系数为 0.42


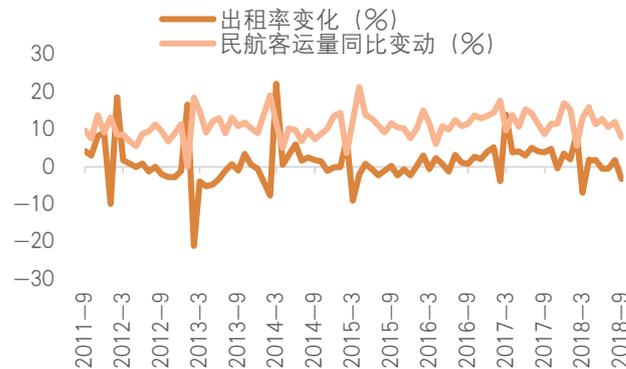
数据来源：wind，公司公告，东方证券研究所

4、酒店经营数据与商旅交通的关系

民航客流增速对于入住率变动亦有着预示作用。由于民航旅客与酒店顾客重合度高，民航客运量是考量酒店需求端变化的很好指标，因此除了宏观指标，我们还对比了酒店经营数据与民航客座率和民航客运量的关系。从结果看，民航客座率的变动和民航客运量的增速与当期的酒店经营数据相关性不强，但与滞后一期的酒店入住率存在相关性（民航客座率与滞后一期入住率的相关系数为 0.21，客运量增速与滞后一期入住率的相关系数为 0.44），这表明当月民航客流增速能够影响到下个月酒店行业的入住率，通过判断本月的民航客流增速，可以一定程度预示下个月的入住率变动走向。

图 17：民航客座率变动与滞后一期入住率变动存在相关性


数据来源：wind，STR global，东方证券研究所

图 18：民航客运量增速与滞后一期入住率变动存在相关性


数据来源：wind，STR global，东方证券研究所

总而言之，我们可以得到如下的结论：

- 1) PMI 指数对酒店行业经营数据有着较好预示作用，其中制造业 PMI 指数的相关性更强，是跟踪判断酒店行业运营状况的先行指标。
- 2) GDP 增速从入住率传导、价格指数从房价传导，都可以影响到酒店行业的 RevPAR 增速，同样是判断酒店行业运营状况的重要指标。
- 3) 民航客座率的变动和民航客运量的增速与滞后一期的酒店入住率存在较强的相关性。通过判断当月的民航客流增速，以大致判断下个月的入住率变动趋势。

二、酒店行业估值与宏观经济：春江水暖，估值先行

这里我们以我国酒店行业三大龙头公司锦江股份、首旅酒店（以如家为例）、华住酒店的估值情况为例做主要探讨，其中锦江股份采用的是 A 股的估值指标，而如家（未退市前）和华住采用美股的估值指标。

在讨论估值前，首先要明确的是我国有限连锁酒店的发展历程。2005 年-2017 年我国有限连锁酒店可以大致分为三个时期：快速扩张期（2005-2010，门店 CAGR=57.9%）、增速换挡期（2011-2013，门店 CAGR=35.5%）、升级转型期（2014-2017 年，门店 CAGR=29.7%）。其中在升级转型期内，国内酒店行业经历了一系列的并购，比如首旅收购如家、锦江收购铂涛、维也纳等，会对公司估值产生较大影响，因此为了排除特定性事件对估值的影响，我们主要选取前两个时期（2005-2013）的各个公司估值表现作为研究的样本。

图 19：从门店扩张的速度来划分，我国有限连锁酒店大致可以分为 3 个时期



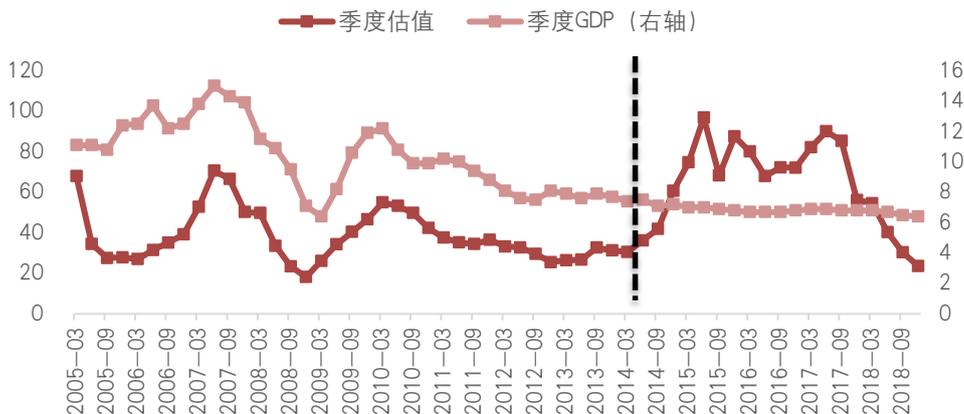
数据来源：盈蝶咨询，东方证券研究所

1、酒店估值与宏观 GDP 的关系

- 1) 以 A 股 6 家酒店上市公司为例，酒店行业估值水平与 GDP 增速走势基本一致：我们将 6 家 A 股的上市公司（首旅酒店/锦江股份/华天酒店/岭南控股/大东海 A/金领饭店）的日度 PE 作加权平

均，然后再取季度均值与 GDP 增速对比。可以较为直观地发现，2005-2013 年，酒店行业的估值与季度 GDP 增长的走势基本一致，相关系数达到 0.64，说明 A 股酒店行业的估值水平与 GDP 是非常相关的。

图 20：A 股酒店行业季度 PE 与季度 GDP 增速的走势基本一致



数据来源：wind，东方证券研究所

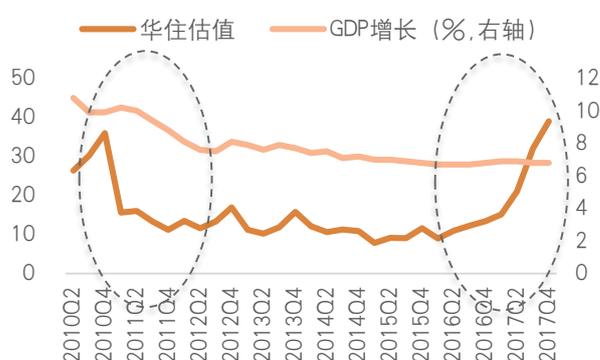
2) 以美股的两家公司来看，龙头公司的估值拐点往往领先于 GDP 增速。在估值指标上，我们这里采用美股中常用的 EV/EBITDA，处理方式上同样取日度数据再做季度平均。可以发现：1) 08 年经济危机期间，经济增速与如家估值同时在 09 年 Q1 见底，随后有所调整，如家估值于 09Q4 率先调整到顶，领先 GDP 增速约 1 个季度；2) 10Q2 如家估值触底回调，而 GDP 增长于 11Q1 才开始回调，估值拐点同样领先于 GDP 增速；3) 华住在 11Q4 的估值同样领先于 GDP 增速触底回调；4) 17Q1-17Q4，我国经济企稳，在此预期下华住估值同样经历了一波较大幅度的反弹。综合来看，美股两家龙头公司的估值调整与 GDP 增速相关性高，且估值拐点往往领先于 GDP 增速。

图 21：08Q1-05Q4 如家 EV/EBITDA 的变化



数据来源：wind，东方证券研究所

图 22：10Q2-17Q4 华住 EV/EBITDA 的变化



数据来源：wind，东方证券研究所

3) 以 A 股龙头锦江 PE 估值来看，龙头估值拐点较 GDP 增速拐点的领先性并不明显。A 股酒店龙头锦江股份的季度 PE 估值与季度 GDP 增速的走势在 2005-2013 年间基本一致，但是较 GDP

增速并没有表现出较为明显的领先性。2014年后，锦江陆续并购铂涛和维也纳，导致估值有较大幅度的波动，与GDP增速的走势产生背离。我们认为A股龙头估值调整较GDP增速调整的领先性不强，主要原因在于GDP公布的频率是季度，时间跨度较大，难以准确表现出不断调整的估值情况，为探求A股龙头估值的领先性，需要频率更高的指标。

图 23：锦江季度 PE 估值较 GDP 增速的调整领先性并不明显



数据来源：wind，东方证券研究所

2、酒店估值与 PMI 的关系

我们在上文已经着重探讨过 PMI 对于酒店行业经营数据的预示性作用，同样经过我们对于数据的回溯与分析，发现酒店公司的估值水平与 PMI 的相关性也较强。

1) 以美股两家公司来看：这里我们将华住/如家（未退市前）的日度 EV/EBITDA 做月度平均，与月度制造业 PMI 指数进行比较，可以发现两家公司的估值与制造业 PMI 指数存在着比较明显的相关性：

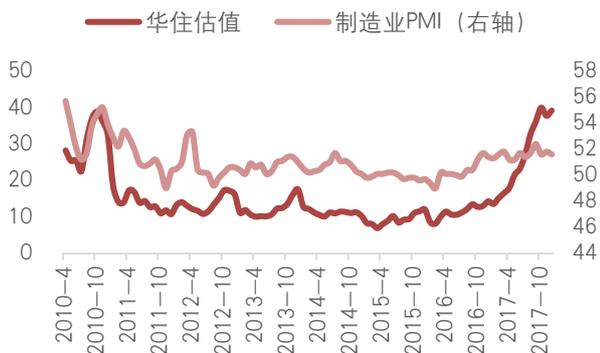
i) 华住月度估值与当期 PMI 的相关系数达到 0.67，如家达到 0.73，表明酒店公司当月估值与当月 PMI 的相关性较高，估值拐点与 PMI 变化同时出现，如 2010 年 10 月和 2011 年 4 月的华住，2010 年 11 月和 2013 年 12 月的如家。

ii) 将 PMI 值滞后一期，华住月度估值与下期 PMI 的相关系数达到 0.71，如家达到 0.77，均高于与当期 PMI 的相关系数，也就是说酒店公司估值会领先于 PMI 进行调整。从历史上看，如 2012 年 3 月和 7 月的华住，如家，估值均先于 PMI 变化 1-2 个月出现拐点。

从结果上来看我们可以得出：酒店行业的估值调整会经历两个阶段，**首先酒店估值拐点往往会领先于 PMI 变化，早于经济复苏出现估值修复**（表现为 PMI 值滞后一期的相关系数更强）。**其次一旦**

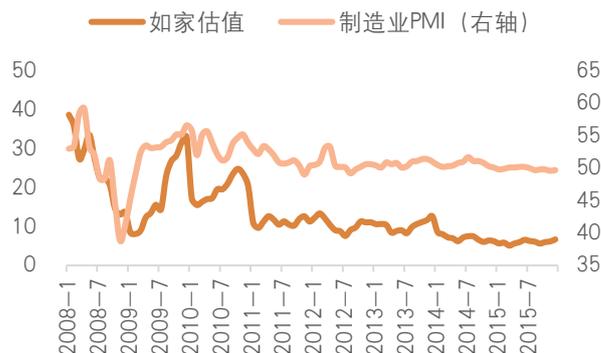
本期 PMI 有所上涨，当月估值会在前期估值调整的基础上进一步修复（表现为酒店公司当月估值与当月 PMI 的相关性也很强）。

图 24：华住 EV/EBITDA 与制造业 PMI 比较



数据来源：wind，东方证券研究所

图 25：如家 EV/EBITDA 与制造业 PMI 比较



数据来源：wind，东方证券研究所

表 1：华住/如家估值与制造业 PMI 的相关系数

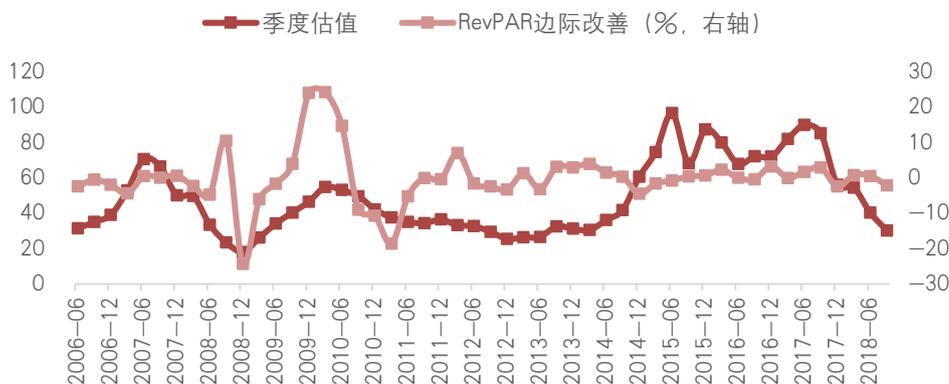
	华住	如家
当期	0.67	0.73
PE 滞后一期	0.60	0.60
PE 滞后两期	0.49	0.54
PMI 滞后一期	0.71	0.77
PMI 滞后两期	0.67	0.67

数据来源：wind，东方证券研究所

3、酒店估值与 RevPAR 增速的关系

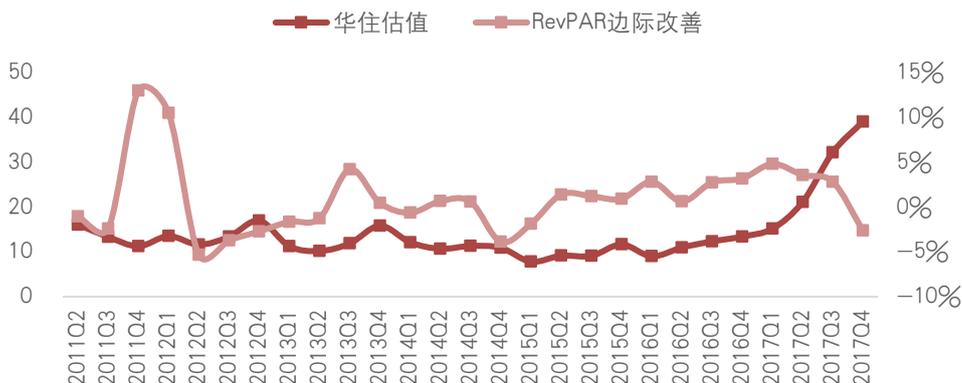
酒店行业的经营数据是投资者跟踪酒店的主要指标，是影响市场情绪的关键因素，也是决定酒店经营和业绩的核心指标，因此酒店公司的估值与经营数据同样存在较强的相关性，是影响其持续长期估值水平的核心要素。

1) **A 股 6 家公司估值与 STR 数据**。STR 数据是市场上酒店行业月度数据的常用指标之一，样本既包含星级饭店、也包含有限服务酒店，可以近似反映行业的经营变化。对比 A 股 6 家上升公司的月度加权估值和 STR 数据中 RevPAR 增速，可以发现 **RevPAR 增速的环比变化的拐点略领先于估值的拐点**（当期相关系数为 0.26，PE 滞后一期相关系数为 0.21，RevPAR 滞后一期的相关系数为 0.12），说明 RevPAR 增速的边际变化是影响酒店估值的重要因素。

图 26：RevPAR 增速的边际变化的拐点略领先于估值的拐点


数据来源：wind, STR global, 东方证券研究所

2) **华住估值与华住经营数据**。对比华住季度的 RevPAR 增速的环比变动和华住的估值指标 (EV/EBITDA)，也可以看到**季度 RevPAR 的增速的边际变化的拐点要略领先于公司的估值**（当期相关系数-0.05，估值滞后一期相关系数为 0.24，RevPAR 滞后一期的相关系数为-0.16）

图 27：华住 RevPAR 增速的边际变化的拐点略领先于估值的拐点


数据来源：wind, STR global, 东方证券研究所

不过考虑到酒店数据的公布时间往往会有一个段时间的之后，当季数据往往要在下个季度才能够公布，因此**可以判断 RevPAR 增速的边际改善实则与酒店公司估值是同期变化。**

总结来看，我们可以得出如下结论：

- 1) 酒店行业的估值调整往往会经历两个阶段，**首先酒店估值拐点会领先于 PMI 变化**，酒店行业会早于经济复苏出现估值修复。**其次一旦本期 PMI 有所上涨，当月估值会在前期估值调整的基础上进一步修复。**
- 2) 数据上看 **RevPAR 增速的边际改善领先于酒店估值调整**，然而考虑到酒店数据的公布时间，**RevPAR 增速的边际改善实则与酒店公司估值是同期变化。**

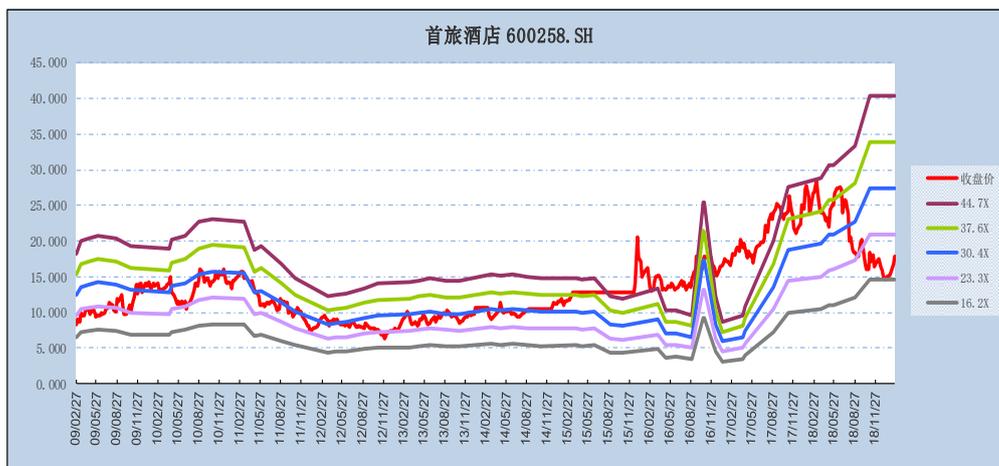
三、如何看待目前酒店行业的价值？估值修复值得期待

1、目前 A 股酒店龙头估值水平已处于历史大底

目前看锦江和首旅的估值水平虽然均较年初有提升，但从历史维度和国际对标来看，仍处在历史的较低水平，国内酒店龙头仍具备较强的性价比和吸引力。

1) 目前来看 A 股龙头锦江股份目前 PE (ttm) 估值达到 22.2X，首旅酒店 PE (ttm) 达到 19.5X，均处在历史的低位。而追溯历史估值情况，目前锦江的估值水平与 2014 年的历史低位接近，而首旅的估值水平与 2012 年 11 月接近，然而彼时锦江和首旅的市场规模和盈利能力均没有达到现在的体量（首旅尚未收购如家、锦江尚未收购铂涛、维也纳），从这个角度来看，目前国内两大酒店龙头仍具备较强的吸引力。

图 28：首旅酒店 PE-band



数据来源：wind，东方证券研究所

图 29：锦江股份 PE-band


数据来源：wind，东方证券研究所

2) 从 EV/EBITDA 来看，目前锦江股份的 EV/EBITDA 为 10.6X，首旅酒店的 EV/EBITDA 为 9.3X，不仅处在了历史估值的较低水平，而且也低于美股 14.8X 的估值中枢，国内酒店仍然具备较强性价比。

图 30：锦江股份和首旅酒店 EV/EBITDA 正处于历史低位


数据来源：wind，东方证券研究所

表 2：美股酒店 EV/EBITDA 的估值中枢为 14.8X

酒店名称	季度平均估值 (EV/EBITDA)	时间跨度
精选国际	15.1	11Q4-18Q4
凯悦	13.3	11Q4-18Q4
希尔顿	16.4	13Q4-18Q4
万豪	17.9	11Q4-18Q3
温德姆	11.3	11Q4-18Q3
平均估值	14.8	

数据来源：bloomberg，东方证券研究所

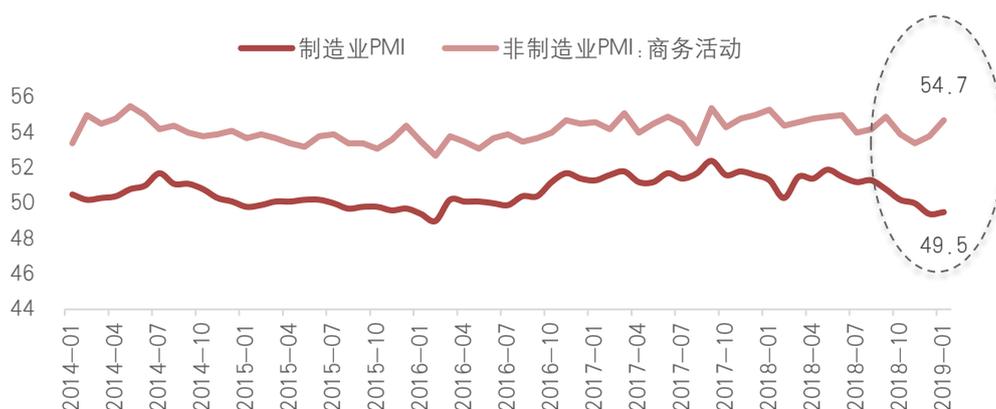
2、宏观指标边际改善，估值修复值得期待

年初以来，部分宏观指标出现边际改善，有望推动目前市场关注及预期双低的酒店行业的估值修复

1) PMI 止跌回升带来的市场情绪的修复：

2019 年 1 月，中国制造业 PMI 为 49.5%，在连续 4 个月回落后比上个月微升 0.1pct，非制造业 PMI（商务活动）为 54.7%，环比提高 0.9pct。根据我们之前的分析，酒店估值调整往往会领先于 PMI 反应，1 月份 PMI 的止跌回升，有望助推酒店行业的估值修复。

图 31：2019 年 1 月，中国制造业 PMI 为 49.5%，环比微升 0.1pct (%)



数据来源：wind，东方证券研究所

2) 19 年 1 月四大航客运量同比显著增长，有望带动行业入住率增长，继续推动酒店估值的修复。

19 年 1 月，国内四大航空公司客运量增速达到 11.82% (上月增速 5.68%，去年同期增速 4.27%)。尽管难以排除春节效应的影响，但由于民航客流增速对于入住率变动有着一定预示作用，我们认为民航客流的显著增长有望带动酒店经营数据的改善，从而推动入住率的一定回暖。

3、估值修复的持续性仍需观察

由于无法排除春节的错期效应对对于 1 月宏观/民航数据的扰动，因此对于酒店行业后续估值修复的持续性，我们认为仍需对相关数字的持续观察，主要在于三点核心要素：

1) 后续经济数据的验证。前文已经论证无论 A 股还是美股，酒店公司的估值与宏观经济数据的相关度很高，且会出现先于 GDP 增速及 PMI 调整的情况。在市场普遍对今年宏观经济持谨慎态度的环境下，如果后续宏观经济数据继续出现企稳回升态势，那么酒店估值有望得到进一步的修复；

2) **入住率及 revpar 等经营数据的企稳。**酒店行业的经营数据是投资者跟踪酒店的主要指标，也是影响市场情绪的关键因素，其中 RevPAR 增速的环比变化能够带动酒店公司估值的调整。因此后续酒店经营数据能否企稳，特别是入住率能否止跌企稳，也将影响行业估值的持续性。

3) **季报数据中净利率的继续提升——这也是我们认为可能存在的与市场观点的核心预期差。**我们认为尽管入住率难以逃脱行业趋势的波动，但龙头公司在消费升级大趋势下仍有持续提升经营效率的 alpha 收益机遇。经济型翻牌带来效率提升+中端比重提升，有望带来 19 年酒店龙头的持续提价；再叠加几大龙头酒店储备充足，轻资产化的比例继续提升，有望带动净利率的进一步上行。如后续季报中净利率继续提升，有望带动公司业绩超预期、同时助力估值的进一步修复。

四、投资建议

如经济持续回暖、酒店行业迎来估值修复，则龙头首先受益，**推荐锦江股份(600754, 买入)、首旅酒店(600258, 买入)。**

作为国内有限服务型酒店领域三大龙头之二，两大酒店集团先发优势明显且布局广泛、结构合理、储备充足。成长逻辑角度：一方面，经济型领域龙头优势突出，持续推进的翻牌改造进一步带动效率提升；另一方面，中端蓝海市场持续发力，新店开设+同店增长+轻资产化带动新的业绩增量。估值来看：目前均处于历史大底，锦江股份 PE (ttm) 估值达到 22.2X，首旅酒店 PE (ttm) 达到 19.5X，看 19 年业绩均不到 20 倍，远低于 30X 历史中枢，性价比突出。

风险提示

- (1) **经济下滑导致商旅及旅游行业增长不及预期。**经济下滑时期，商旅和旅游人次会有所下滑，进而影响酒店行业的需求。
- (2) **多品牌带来的管理挑战。**目前酒店龙头公司旗下拥有多种品牌，如果多品牌管理出现问题，将加剧公司内部品牌的竞争，影响公司的盈利能力。
- (3) **自然灾害以及极端天气抑制旅客数量等。**自然灾害会使得旅游人次下滑，进而影响酒店行业的需求。
- (4) **统计结果可能存在偏差。**由于报告采取的统计方法为线性相关，且部分指标数据量较小，相关计算和判断方法可能会使得统计结果存在一定偏差。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

