

## 休闲服务

# PMI 数据超预期，酒店龙头有望企稳向上 增持（维持）

2019 年 04 月 01 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

**事件：**国家统计局发布 3 月 PMI 数据，3 月 PMI 为 50.5%，比上月上升 1.3pct，重返扩张区间。

### 投资要点

■ **估值底已现。2 月 18 日率先提出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，估值修复行情启动。** 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，餐饮住宿行业固定资产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%。

■ **3 月 PMI 数据超预期。** 统计数据显示，3 月制造业 PMI 大幅回升 1.3 至枯荣线以上水平 (50.5)。我们根据锦江股份的历史月度经营数据进行了回溯，并与非制造业 PMI 进行了对比。可以看出，酒店经营数据与 PMI 数据存在正相关性。宏观经济数据的阶段性企稳，叠加流动性的边际改善，酒店龙头有望在 19Q1 探底逐步企稳，探底回升概率较大。

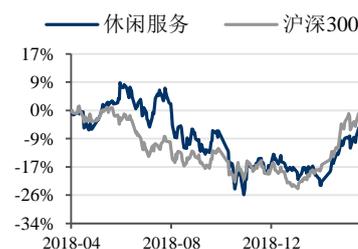
■ **1-2 月经营数据符合预期，稳步筑底。** 受制于宏观经济持续探底以及 2018 年 Q1 高基数和春节错位影响，预计锦江股份 1-2 月合计 RevPAR 同比增速约为 2.5%-3%，环比 12 月 (4.48%) 的水平下降 1.1pct 至 2pct。在高基数影响下，预计 3 月份 RevPAR 同比增速将迎来阶段相对低点，后续有望企稳回升。

■ **估值仍处历史低位。** 目前 A 股酒店龙头锦江、首旅 PE (ttm) 约为 24X，仍显著低于历史估值中枢 35X/31X；对标美股上市的华住 (约 47X) 以及海外酒店龙头，锦江/首旅均显著低估。从 EV/EBITDA 的角度看，锦江/首旅 (约 11X) 同样显著低于华住 (约 35X) 和海外同行 (约 17X)。

■ **投资建议：** 经济数据边际趋稳并稳步改善预期下，持续建议重点关注 A 股酒店龙头锦江股份、首旅酒店，H 股锦江酒店，美股华住。预计锦江股份 19-21 年归母净利 11.93 (+10.2%)、12.95 (+8.5%)、13.98 (+8.0%) 亿元，对应 PE 约 22、21、19 倍；预计首旅酒店 18-20 年归母净利 8.60 (+36.3%)、10.60 (+23.2%)、12.48 (+17.8%) 亿元，对应 PE 为 25、20、17 倍。

■ **风险提示：** 宏观经济波动的风险，酒店龙头扩展、经营不及预期等风险。

### 行业走势



### 相关研究

- 1、《休闲服务：MSCI 扩容利好酒店板块，建议持续关注估值修复机会》2019-03-03
- 2、《休闲服务：建议关注酒店板块超跌带来的估值修复机会》2019-02-18
- 3、《休闲服务：春节旅游增速放缓，免税、港澳具亮点》2019-02-11

**事件：**国家统计局发布3月PMI数据，3月PMI为50.5%，比上月上升1.3pct，重返扩张区间。

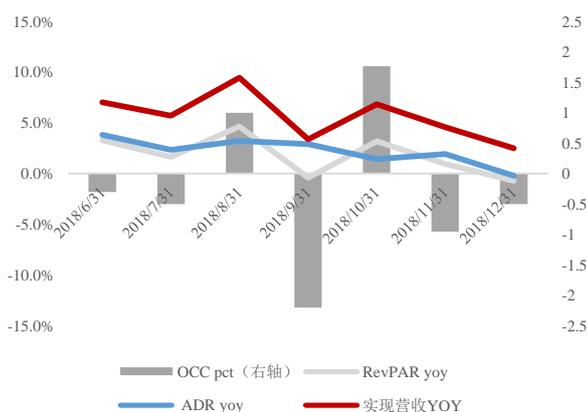
**酒店板块复盘简述。**2018年下半年，伴随着经济基本面的回落，酒店板块累计下跌近50%，动态估值水平和市场关注度达到历史低位。19年2月18日，我们于酒店板块历史估值底部，基于行业基本面存在被忽略的边际变化，在全市场率先提出酒店龙头迎来显著估值修复机会，建议重点关注酒店龙头的投资机会。

**第一阶段（估值底）：**酒店行业基本面初现趋稳迹象，新增供给放缓，供需关系现缓解，经营指标未来有望企稳。酒店龙头超跌严重，估值处于历史底部（低于上一轮2014-2015年经济周期底部），预期差强烈，关注度冰点。

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，餐饮住宿行业固定资产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%。

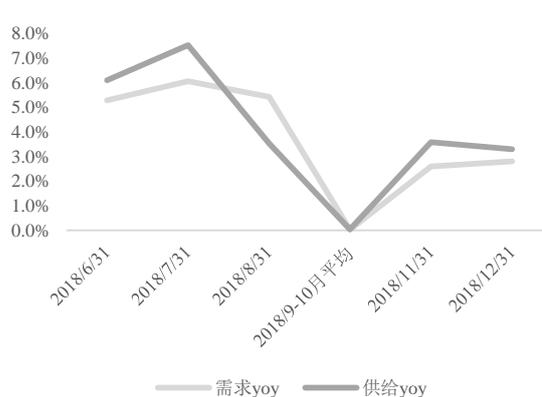
图1：酒店行业经营指标增速



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

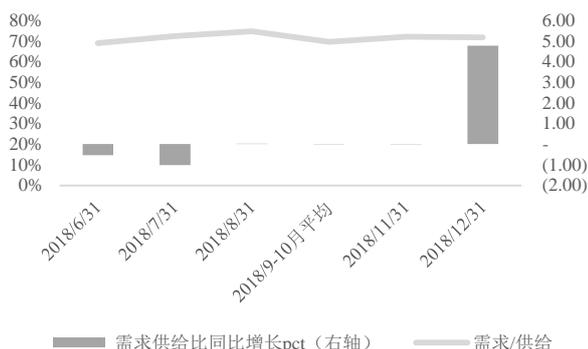
注：9-10月增速受中秋错位影响

图2：酒店行业需求和供给增速



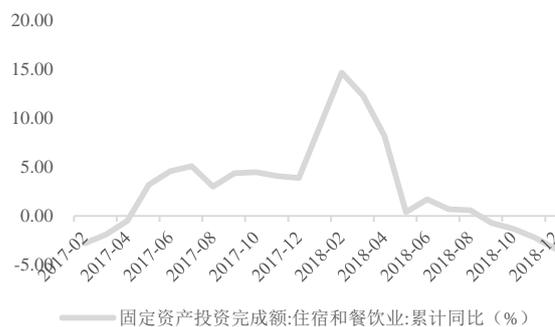
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 3：需求/供给及其增长



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 4：餐饮住宿业固定资产投资完成额增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

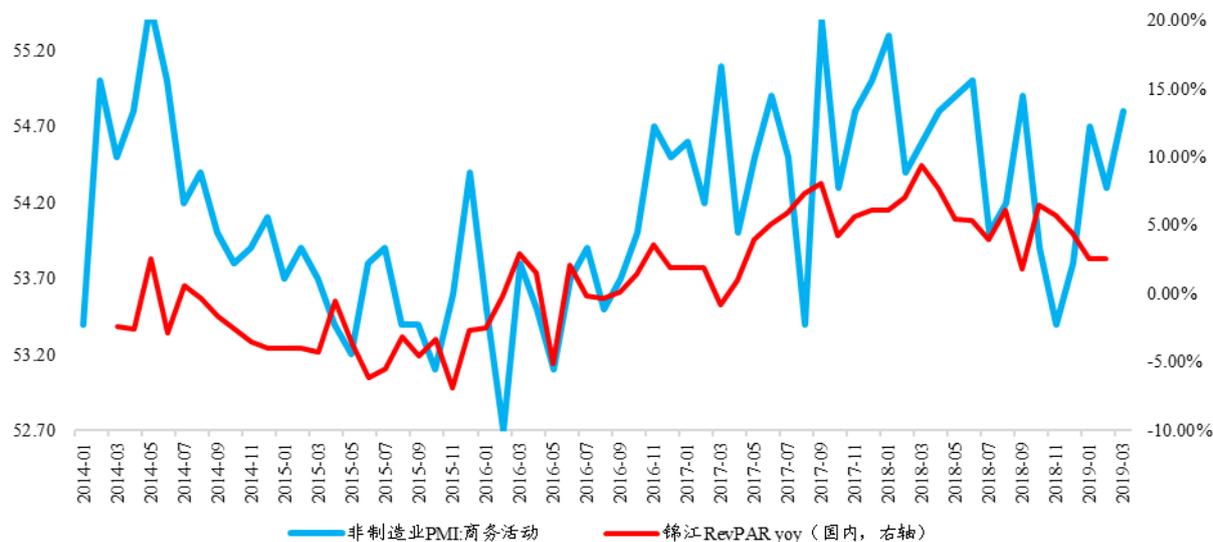
未来有望迎来业绩底部与经营数据底。

伴随着3月29日锦江股份披露年报以及2月合计经营数据，在基数效应的同步作用下，酒店主业绩表现有望自2018Q4底部企稳，并在19年Q1存在阶段性底部向上潜力。

锦江股份18年全年实现收入147亿元(yoy+8.21%)，归母净利润10.82亿元(yoy+22.76%)，扣非利润7.39亿元(yoy+9.88%)。其中，Q4单季实现收入37.41亿元(yoy+5.31%)，归母净利润2.11亿元(yoy+23.82%)，扣非利润0.62亿元(yoy-65.18%)。归母净利润表现平稳，Q4单季扣非业绩表现在宏观经济疲软背景下叠加企业盈余管理，增速放缓。

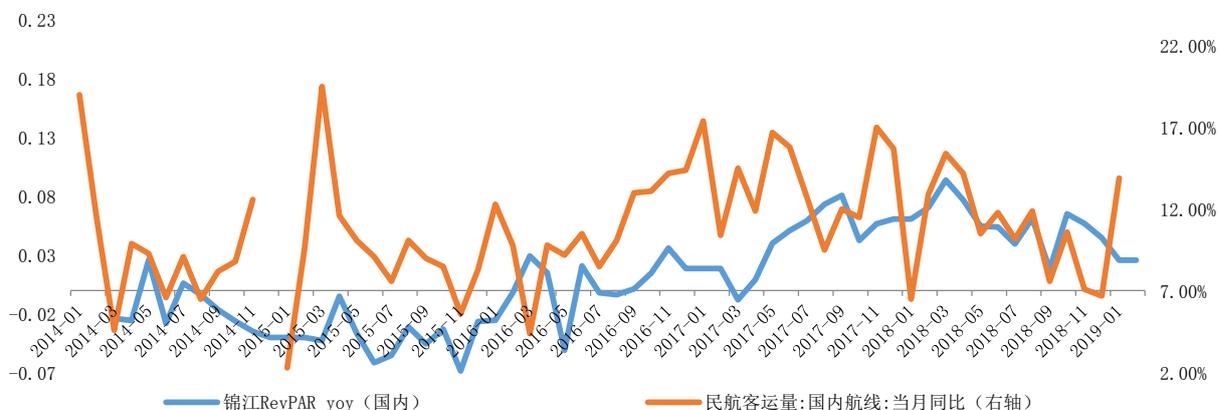
**3月PMI数据超预期。**统计数据显示，3月制造业PMI大幅回升1.3至枯荣线以上水平(50.5)。如下图，我们根据锦江股份的历史经营数据进行了回溯，并根据披露口径的变化做了适当统一性处理后，与非制造业PMI进行了对比。从图中可以看出，酒店经营数据与PMI数据存在一定的正相关性。宏观经济数据的阶段性企稳，叠加流动性的边际改善，酒店龙头有望在19Q1探底逐步企稳，探底回升概率较大。

图 5：锦江股份历史经营指标与非制造业 PMI 对比



数据来源：wind，锦江公告，东吴证券研究所

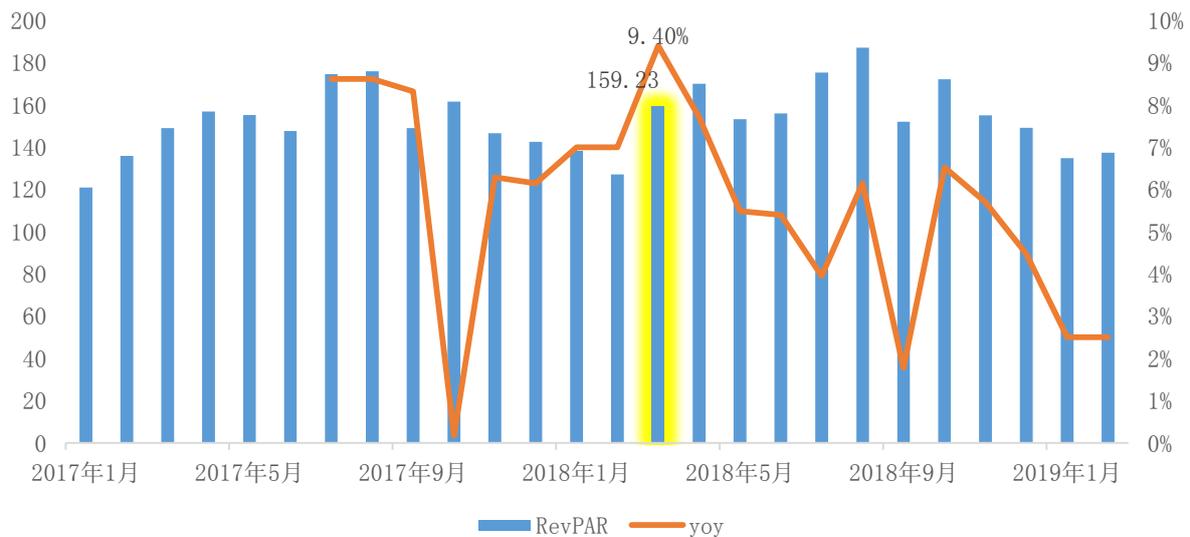
图 6：锦江股份历史经营指标与民航客运量增速对比



数据来源：wind，锦江公告，东吴证券研究所

**1-2 月经营数据符合预期，稳步筑底。**受制于宏观经济持续探底以及 2018 年 Q1 高基数和春节错位影响，预计锦江股份 1-2 月合计 RevPAR 同比增速约为 2.5%-3%，环比 12 月（4.48%）的水平下降 1.1pct 至 2pct。在高基数影响下，预计 3-4 月份 RevPAR 同比增速将迎来阶段相对低点，后续有望企稳回升。

图 7：锦江股份 RevPAR 月度经营数据（2017.1-2019.2）



数据来源：wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

备注：18/19年1月和2月以合计数作春节因素的平滑

**估值水平仍处历史低位。**当前 A 股酒店龙头锦江/首旅 PE (ttm) 约为 24X, 低于历史估值中枢 35X/31X, 显著低于华住 (57X) 及海外龙头万豪 (25X) /希尔顿 (30X); 从 EV/EBITDA 角度看, 锦江/首旅约为 11X, 相较华住(35X)和万豪/希尔顿/温德姆(17X), 仍有较大估值差距, 持续推荐。

**经济数据边际趋稳并稳步改善预期下,**持续建议重点关注 A 股酒店龙头锦江股份、首旅酒店, H 股锦江酒店, 美股华住。预计锦江股份 19-21 年归母净利约为 11.93(+10.2%)、12.95 (+8.5%)、13.98 (+8.0%) 亿元, 对应当前股价 PE 约 22、21、19 倍; 预计首旅酒店 18-20 年归母净利 8.60 (+36.3%)、10.60 (+23.2%)、12.48 (+17.8%) 亿元, 对应 PE 为 25、20、17 倍。

**风险提示:** 宏观经济波动的风险, 酒店龙头扩展、经营不及预期等风险。

## 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>

