

酒店的博弈论与性价比——谈谈“赔率”

2月中我们推出深度报告《再读酒店：低估值与边际改善下的新机》，酒店公司也经历了一波基本面左侧的估值修复，市场关注回升但分歧仍大。尽管PMI阶段性站上荣枯线+社融超预期等加强了市场对经济回暖的预期，但贸易战等大背景下、后续经济走势仍存在一定不确定性——而酒店经营数字短期亦未见明显上行，估值却已包含了部分经济回暖的预期，从底部已有一定抬升。站在当前时点，到底该如何看待酒店公司性价比？历史行情演绎的顺序与节奏如何？估值向上空间与向下安全边际？酒店的所谓“博弈性”机会背后的“赔率”到底如何？在此时点，我们特别推出本篇深度报告，对市场关心的问题做进一步分析讨论。

核心观点

- **酒店：客观存在的周期属性，估值修复往往早于经济回暖。**无论从美国、日本或是国内经验来看，酒店经营数据与宏观数字间均存在较强相关；但估值的反应往往前置，其修复起点总是先于经济回暖，这也是前一轮小行情的主因。
- **温故知新，历史上的beta行情演绎节奏：**结合我们2月《再读酒店》深度报告的定量测算与正文对华住近一轮行情的详细复盘，我们认为酒店beta驱动行情的核心演绎过程是“经济悲观预期/经营数字下行带来的估值大幅调整——估值大底、股价对基本面利空反应弱——资金面驱动的估值修复开始——以PMI等为代表的经济拐点——酒店公司的经营数据回暖（业绩与估值的双击过程）——经济预期转悲观的阶段性行情结束”。**目前预期回暖、资金驱动估值修复已在途中，经济与基本面筑底进行中，当前是决定后续方向的关键时点。**
- **后续行情演绎的可能性一：经济企稳回升，酒店估值空间几何？**我们认为核心解决两个问题：1) 经济数据向基本面拐点的传导时间？我们通过定量回溯发现：PMI作为酒店重要的前瞻性指标，向基本面的传导一般需要一个季度，但龙头有时也会见到先行回暖；民航数据的传导各公司间差异大，一般需要1个月到1个季度左右。2) 从宏观拐点到基本面拐点后，酒店的估值上行空间？我们对华住、锦江、首旅（如家）做了详细复盘，当前估值与历史景气区间对比，华住有30%+上行空间，锦江、首旅分别有70%/80%+的估值提升空间。
- **后续行情演绎的可能性二：经济波动再起，酒店估值安全边际？**我们认为核心解决两个问题：1) 如经济后续出现持续波动，酒店的历史估值底在哪里？12-15年经济波动+酒店景气下行期间，龙头估值陆续达到历史估值低位，复盘锦江、首旅、如家的历史估值大底，距目前估值水平分别有20%/20%/50%下行空间。2) 目前行业与估值大底时期的基本面差异？我们认为由于目前供需关系更加均衡（上一轮大底在经济波动之外还有行业供远过于求带来的行业波动）+持续结构性升级带来的更高业绩增长中枢（上一轮大底时尚未开始），将带来较历史大底更强的安全边际，同时普遍抬升的市场估值与风险偏好也带来酒店公司更低的溢价区间，也有望带动安全边际的进一步上修。
- **两大酒店龙头的风险收益比定量测算。**我们通过前述历史复盘，得出A股两大酒店龙头锦江及首旅在未来经济上行、企稳、下行、极端悲观情况下的估值变动情况；通过赋予不同情况以概率，则可以得出酒店的目前时点的预期收益率，也即考虑了不同经济变动情况下的风险收益。如果我们赋予经济上行/企稳/下行分别以10%/50%/40%的概率，则可以得出目前时点锦江/首旅的预期收益空间分别为+36.97%/+32.79%，仍具备较强的性价比。

投资建议与投资标的

- 尽管当前时点经济走势尚有不不确定性，也处在酒店行业基本面左侧，但行业的前置性指标已开始出现阶段性回暖，带来行业复苏预期。站在目前时点与底部估值，我们认为目前国内酒店龙头仍有良好的风险收益比与博弈价值，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。

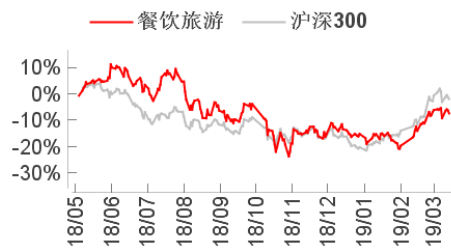


东方证券
ORIENT SECURITIES

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05月06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

联系人 徐椰香
021-63325888-6129
xuyexiang@orientsec.com.cn

相关报告

五一假期调整利好显著，中免两市内店开业： 2019-05-05
出境游月报：开年有升有降，港澳及韩国继续领跑： 2019-05-05
国旅季报优秀，关注白马配置价值+低估值修复的机会： 2019-04-28

目 录

一、酒店：客观存在的周期属性，估值修复往往早于经济回暖.....	5
1.酒店：消费中的 beta 品种，客观存在的周期属性.....	5
2.前期重要研究成果回顾：酒店估值修复起点总是先于经济回暖拐点.....	6
二、温故知新，历史上的 beta 行情演绎节奏：预期回暖、估值修复已在途中，当前是决定后续方向的关键时点.....	7
1.温故知新，历史上的 beta 行情演绎节奏.....	7
2.预期回暖、估值修复已在途中，当前是决定后续方向的关键时点.....	9
三、后续行情演绎的可能性一：经济企稳回升，酒店空间几何？.....	10
1.经济数据的传导：多久可以见到基本面的拐点？.....	10
1) PMI 数据向基本面的传导：一般需要一个季度，龙头有时会见到先行回暖.....	10
2) 民航数据向基本面的传导：各公司间差异大，一般需要 1 个月-1 个季度.....	11
2.从宏观拐点到基本面拐点后，酒店的估值上行空间？.....	13
四、后续行情演绎的可能性二：经济波动再起，酒店安全边际？.....	16
1. 历史的酒店下行周期，估值下探空间？.....	16
2. 当前时点与历史的不同，更强的安全边际来源.....	18
1.更趋向均衡的供需关系.....	18
2.结构升级带来的更高增速中枢.....	19
3.更低的溢价区间与抬升的风险偏好.....	20
五、 两大酒店龙头的风险收益比测算.....	21
1. 经济升降的不同情况下，两大酒店的风险收益比.....	21
1) 锦江股份估值的风险收益测算.....	21
2) 首旅酒店估值的风险收益测算.....	21
2.考虑经济不同情况的概率——酒店的收益期望.....	22
投资建议.....	24
风险提示.....	24

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: 宏观经济是驱动酒店行业周期性变化的核心因素之一 (GDP 增速单位: %)	5
图 4: 华住 EV/EBITDA 与制造业 PMI 比较	6
图 5: 如家 EV/EBITDA 与制造业 PMI 比较	6
表 1: 华住/如家估值与制造业 PMI 的相关系数	6
图 6: 从华住的上一轮行情看 beta 驱动酒店行情的演绎节奏	8
图 7: 前一轮的 PMI 拐点出现在 16 年 3 月	8
图 8: 锦江股份和首旅酒店 PE (ttm) 已经从底部区间开始修复, 主要由资金面驱动	9
图 9: 本轮 19 年 3 月 PMI 超出市场预期	9
图 10: 不同提前/滞后期的制造业 PMI 与如家经营数据的相关系数	10
图 11: 不同提前/滞后期的制造业 PMI 与华住经营数据的相关系数	10
表 2: 不同提前/滞后期的制造业 PMI 与锦江经营数据的相关系数	11
表 3: 不同提前/滞后期的制造业 PMI 与 STR 数据的相关系数	11
图 12: 不同提前/滞后期的民航客运量增长与华住经营数据的相关系数	12
图 13: 不同提前/滞后期的民航正座率变化与华住经营数据的相关系数	12
图 14: 不同提前/滞后期的民航客运量增长与如家经营数据的相关系数	12
图 15: 不同提前/滞后期的民航正座率变化与如家经营数据的相关系数	12
图 16: 不同提前/滞后期的民航客运量增速与锦江经营数据的相关系数	13
图 17: 不同提前/滞后期的民航正座率变动与锦江经营数据的相关系数	13
图 18: 华住在经济企稳时期的估值表现	14
图 19: 锦江在经济上行时期的 PE (ttm) 估值表现	15
图 20: 首旅在经济上行时期的 PE (ttm) 估值表现	16
图 21: 华住在经济下行时期的估值表现	17
图 22: 锦江在经济下行时期的 PE (ttm) 估值表现	17
图 23: 首旅在经济下行时期的 PE (ttm) 估值表现	18
图 24: 住宿和餐饮业的固定资产投资完成额呈现下降趋势	19
图 25: 华住 18 年 RevPAR 增长主要靠房价驱动	20
图 26: 锦江 18 年的 RevPAR 增长同样靠房价驱动	20
图 27: 锦江估值与上证综指的估值溢价来看, 估值下跌时期往往伴随着较高的估值溢价	20
表 4: 不同经济环境下锦江股份估值空间测算	21
表 5: 不同经济环境下首旅酒店估值空间测算 (EV/EBITDA)	22
表 6: 不同经济环境下首旅酒店估值空间测算 (PE)	22
图 28: 18Q4 华住已经出现经营数据的企稳	23

表 7：两大酒店预期收益率.....	23
表 8：锦江股份和首旅酒店盈利预测表（截止到 2019 年 4 月 27 日）.....	24

一、酒店：客观存在的周期属性，估值修复往往早于经济回暖

1.酒店：消费中的 beta 品种，客观存在的周期属性

对于酒店行业而言，主要的两大需求是商旅和旅游。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，宏观经济的周期性变动决定了酒店行业的一定周期性。**

图 1：日本 RevPAR 增速与 GDP 增速的相关系数为 0.64

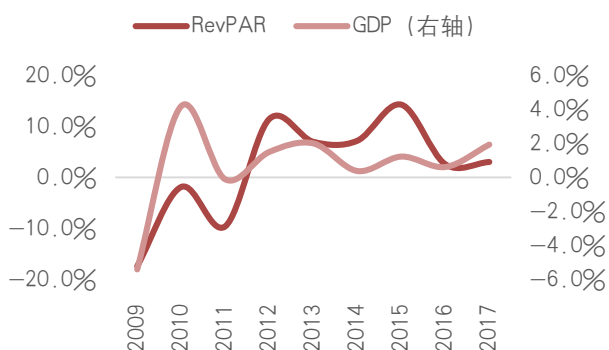
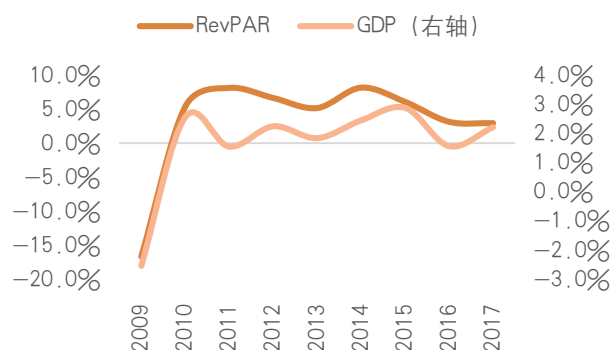


图 2：美国 RevPAR 增速与 GDP 增速的相关系数为 0.94

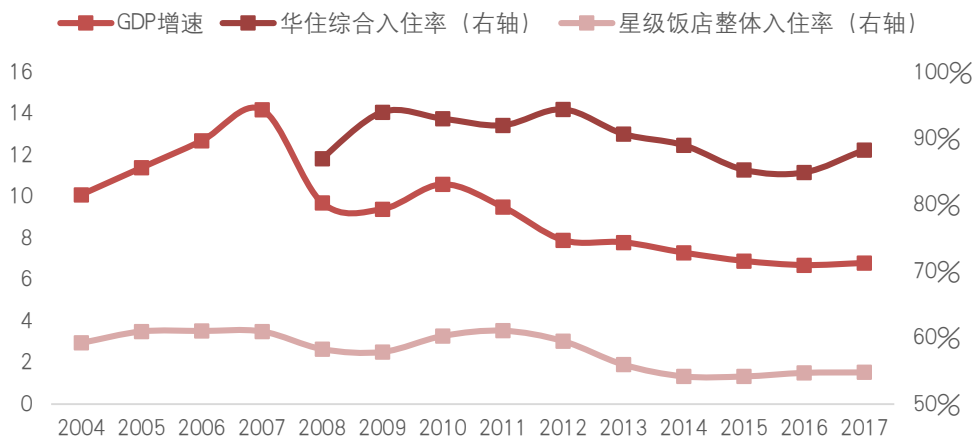


数据来源：wind, STR global, 东方证券研究所

数据来源：wind, STR global, 东方证券研究所

入住率能够直接反映酒店行业的需求，亦体现出一定的周期属性。通过比较华住综合入住率、星级饭店整体入住率与 GDP 增速的关系，我们可以很直观地发现，**酒店行业入住率与 GDP 增速存在较强相关性**，（华住入住率与 GDP 增速的相关系数为 0.58，星级饭店入住率与 GDP 增速的相关系数为 0.84），表明宏观经济是驱动酒店行业周期性变化的核心因素之一。

图 3：宏观经济是驱动酒店行业周期性变化的核心因素之一（GDP 增速单位：%）



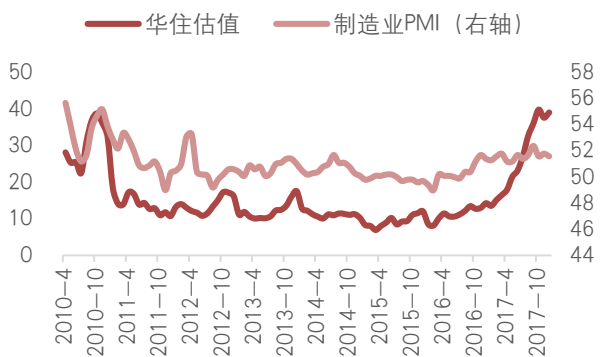
数据来源：wind, 公司公告, 东方证券研究所

2. 前期重要研究成果回顾：酒店估值修复起点总是先于经济回暖拐点

由于酒店行业的周期性客观存在，我们在对其研究的过程中、特别是行业景气变化的初期，恐怕摆脱不开宏观经济对其影响的关系探讨。自下而上的公司研究重要，但自上而下的逻辑与时点把握也同样重要，这也是目前市场研究与预期的主要盲点。

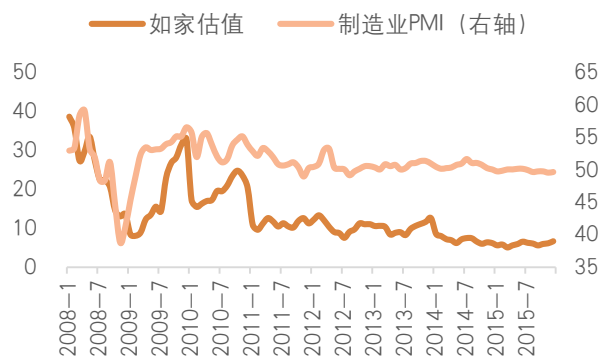
也因此，我们在 2 月中旬，特别发布酒店行业深度报告《再读酒店：低估值与边际改善下的新机》，意在对市场盲点提供我们的看法。回顾整篇报告，对于酒店行业的行情与宏观经济的关系，我们曾有一个不同于市场的前瞻结论：酒店估值拐点往往会领先于 PMI 变化，早于经济复苏出现估值修复（表现为酒店估值与滞后一期的 PMI 相关系数更强）。一旦本期 PMI 有所上涨，当月估值会在前期估值调整的基础上进一步修复（表现为酒店公司当月估值与当月 PMI 的相关性也很强）。

图 4：华住 EV/EBITDA 与制造业 PMI 比较



数据来源：wind，东方证券研究所

图 5：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

前期，随着 1 月份 PMI（因无法剔除春节效应、市场将信将疑）/3 月 PMI 等宏观数字超预期，我们的结论亦得到了市场初步验证，在酒店行业基本面仍在左侧、未见好转的当下，A 股酒店行业的龙头公司估值已先行有了一波修复。

但经过近期路演及与市场的交流，我们认为大家分歧仍大：尽管新一期 PMI+社融等数据加强了市场对宏观经济回暖的预期和信心，后续仍存在一定的不确定性；而酒店公司的经营数字短期亦未见明显上行，估值却已包含了部分经济回暖的预期，从底部已有一定抬升。站在当前时点，到底该如何看待酒店公司的性价比？历史行情演绎的顺序与节奏到底如何？向上的空间与向下的安全边际？

博弈性机会背后的“赔率”如何？我们特别推出本篇深度报告，对市场关心的上述问题做进一步解答。

二、温故知新，历史上的 beta 行情演绎节奏：预期回暖、估值修复已在途中，当前是决定后续方向的关键时点

结合我们 2 月酒店深度的核心结论，我们认为酒店 beta 行情的核心演绎过程是“经济悲观预期/经营数字下行带来的股价大幅调整——估值大底、股价对基本面利空反应微弱——资金面驱动的估值修复开始——以 PMI 等为代表的经济拐点——酒店公司的经营数据回暖（业绩与估值的双击过程）——经济预期转悲观的阶段性行情结束”。

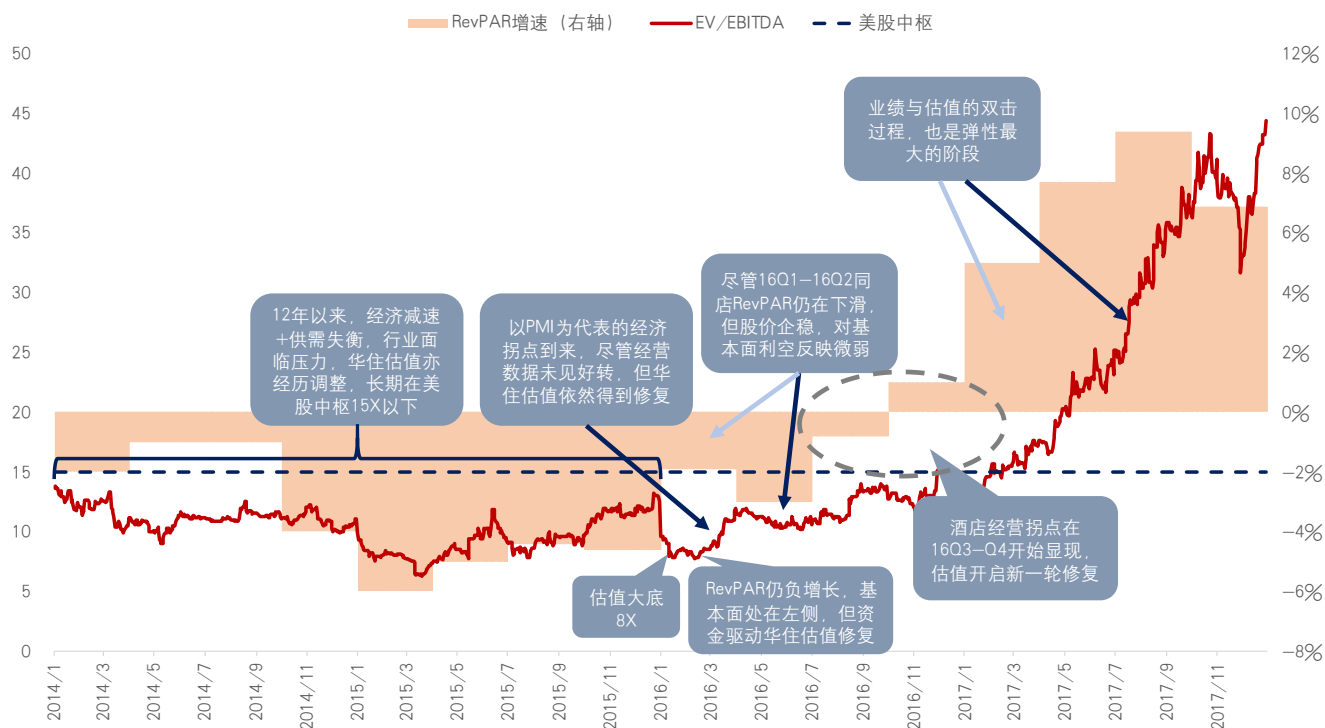
1. 温故知新，历史上的 beta 行情演绎节奏

我们以华住在最近一轮行业回暖的股价表现来进一步说明这一过程（需在此说明的是，第一，我们认为两个阶段的酒店发展程度并不完全可比，行情的时间跨度和幅度上也会有不同，只是 beta 驱动的属性一致，仅以此来举例解释 beta 驱动的酒店行情的特性；第二，由于中国连锁酒店的发展时间短，且各公司的发展经历有一定不同，过程中的升级改造、效率提升、并购整合等扰动了各公司的实际股价表现，可能未必所有公司完全符合，但我们认为基本逻辑一致）

- 1) **经济悲观预期/经营数字下行带来的股价大幅调整**：12 年以来，宏观经济减速及行业供需失衡，带来了国内连锁酒店的行业较大调整，华住股价亦经历较长时间的调整，估值长期处于美股酒店 15XEV/EBITDA 的中枢之下
- 2) **估值大底、股价对基本面利空反应微弱**：16 年 1 月-2 月中，华住跌至 8X EV/EBITDA 的估值历史大底区间，尽管 16Q1-Q2 华住的同店/综合入住率及 revpar 仍在下滑（考虑到当季 revpar 数字滞后一个半月发布，则实际市场了解的基本面下行持续至 7 月），但股价已开始企稳，对基本面的利空反应微弱。
- 3) **资金面驱动的估值修复开始**：16 年 2 月中开始，在基本面仍处于左侧/估值大底的情况下，资金面驱动的华住估值修复开始显现——从 2 月中至 3 月底，公司股价最大涨幅近 40%（与 A 股年初此轮相似），但基本面及宏观经济均未见显著好转。
- 4) **以 PMI 等为代表的经济拐点到来**：16 年 4 月初披露的 3 月 PMI 数据显示，在 PMI 连续 7 个月处于荣枯线以下后，16 年 3 月 PMI 超预期回升至荣枯线以上（16 年 3 月 PMI50.2%，2 月 PMI49.0%，15 年 3 月 PMI50.1%），经济拐点开始显现。16 年 3 月 30-31 日华住大涨 7.5% 以上，但随后 4 月中开始由于披露的基本面数据未见好转，公司股价开始出现 2 个月左右的盘整（最大跌幅 12% 左右）。但随后一直到 10 月中，由于 4-6 月 PMI 均位于荣枯线以上，7 月 PMI 小幅波动后 8 月开始逐月走高、全面走向向好，因此尽管公司经营数据未见好转（且 Q2 同店下滑较 Q1 还更为严重），但华住估值仍在此区间内得到较大修复至 13X EV/EBITDA 水平，股价亦有近 30% 的明显涨幅
- 5) **酒店公司的经营数据回暖（业绩与估值的双击过程）**：16 年 10 月中披露的华住 Q3 经营数据显示，blended revpar 已出现由负转平，同店 revpar 尽管仍负，但幅度已大幅收窄，公司基本面拐点初现；17 年初披露的 16 年 Q4 经营数据则显示，混合及同店 revpar 全面转正，后

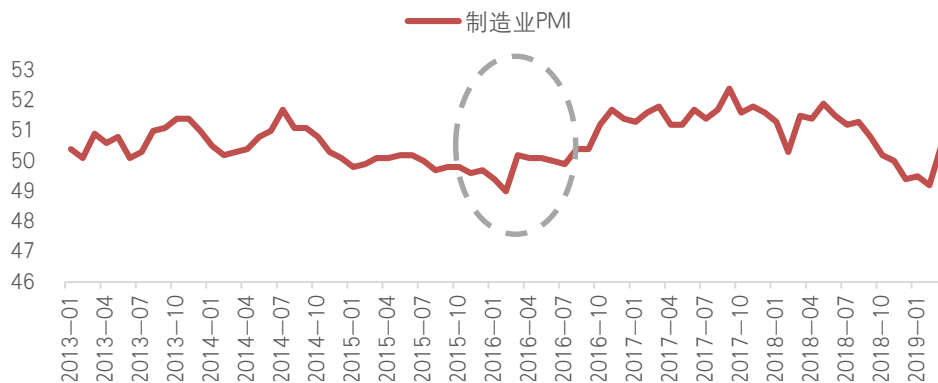
续公司经营数据逐季提升，公司正式进入业绩与估值的双击过程。一方面，公司业绩增速逐季提升快速消化估值水平；另一方面，公司估值亦不断抬升，至 17Q1 末，公司 EV/EBITDA 突破美股酒店股中枢 15X，并随业绩增速的继续上行不断抬升，至 17Q4 一度达到超过 40X 的水平，是最大弹性的阶段（再次强调，我们认为此轮回暖的幅度与上一轮或有明显区别，此处更多是行情演绎的逻辑推演）。

图 6：从华住的上一轮行情看 beta 驱动酒店行情的演绎节奏



数据来源：wind，东方证券研究所

图 7：前一轮的 PMI 拐点出现在 16 年 3 月

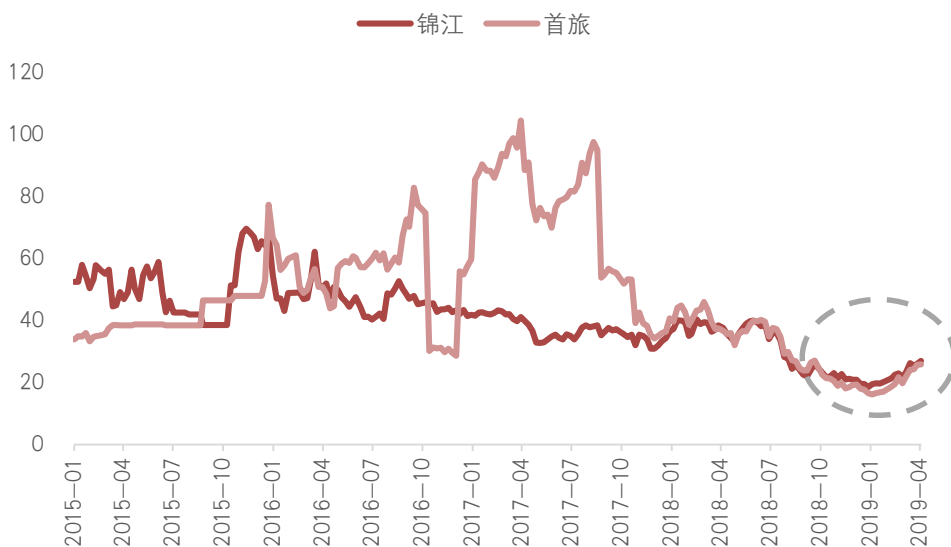


数据来源：wind，东方证券研究所

2. 预期回暖、估值修复已在途中，当前是决定后续方向的关键时点

对照前述行情演绎的判断，我们认为目前 A 股酒店龙头亦处在 beta 推动的行情初期，“估值大底、股价对基本面利空反应微弱——资金面驱动的估值修复开始”的阶段已基本完成，估值已从底部区间有所抬升；目前正处于“以 PMI 等为代表的经济拐点”的确认阶段，尚在“酒店公司的经营数据回暖（业绩与估值的双击过程）”的基本面复苏的最大弹性阶段之前。

图 8：锦江股份和首旅酒店 PE (ttm) 已经从底部区间开始修复，主要由资金面驱动



数据来源：wind，公司公告，东方证券研究所

图 9：本轮 19 年 3 月 PMI 超出市场预期



数据来源：wind，东方证券研究所

但由于经济拐点的确认总是有较大难度和滞后性，在基本面尚处于左侧的当下，酒店的投资机会确实仍有一定的博弈性：经济与基本面的拐点到底会不会来？多久会来？能带来多大弹性？又或者经济的波动继续，向下的安全边际又在哪里？我们难以对经济走势做出确定性判定，那么就分情况讨论，我们将在下面两个章节，具体算一算“博弈性”机会背后的“赔率”。

三、后续行情演绎的可能性一：经济企稳回升，酒店空间几何？

如果我们假设经济企稳回升，那么核心问题有两个：从经济拐点向基本面拐点的传导需要多久？见到基本面拐点后向上的空间又有多大？

1. 经济数据的传导：多久可以见到基本面的拐点？

1) PMI 数据向基本面的传导：一般需要一个季度，龙头有时会见到先行回暖

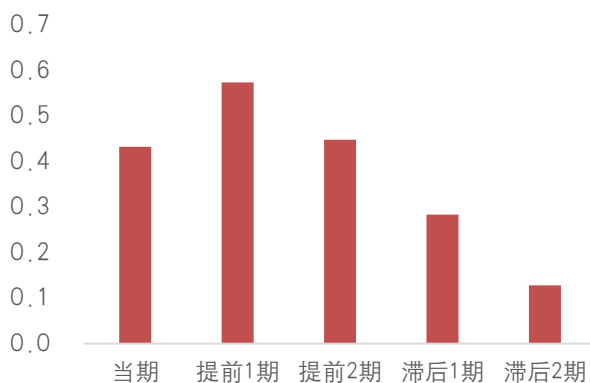
季度

为探讨季度经营数据与 PMI 的关系，我们将 PMI 调整为季度数据。鉴于 PMI 数据是月度数据，我们采用 Koe-nig (2002) 的方法，转化得到季度 PMI 值。

从季度数据出发，经济数据传导到酒店经营数据大致需要 1 个季度。以如家为例，PMI 对如家季度 RevPAR 增长有着明显的预示性，量化表现为提前一期 PMI 与 RevPAR 增速的相关性最高，相关系数为 0.57。也即 PMI 对于酒店龙头的数据影响，通常会滞后 1-2 个季度体现出来。

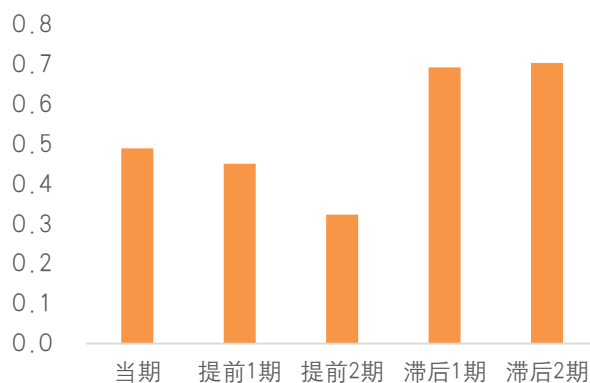
值得注意的是，华住作为行业龙头，经营数据有时会领先于行业出现回暖。与如家的情况有所不同，华住的经营数据有时会在 PMI 变化前出现反应，量化表现为 RevPAR 增速与滞后一至二期 PMI 相关系数更高。我们认为华住作为行业的龙头，由于可以优先吸引增量住宿需求，对于行业回暖的边际改善更加敏感，有时会领先于行业先行回暖（这也与 18Q4 华住出现 revpar 阶段性企稳而后 19Q1 PMI 出现企稳向上相吻合）。

图 10：不同提前/滞后期的制造业 PMI 与如家经营数据的相关系数



数据来源：wind，公司公告，东方证券研究所

图 11：不同提前/滞后期的制造业 PMI 与华住经营数据的相关系数



数据来源：wind，公司公告，东方证券研究所

月度

从月度数据出发，由于相对高频，PMI 对 revpar 的预示性有明显下降；如果一定从传导周期来看，PMI 对当期及后续 1-3 个月的龙头/行业的经营数据都有近似的影响。我们将锦江系和 STR 的月度经营数据与 PMI 做对比，可以发现：1) 制造业 PMI 指数和 RevPAR 同比增速在当期的相关系数

最高，2) 经营数据滞后 1-3 期的相关系数也较高。从统计的结果上可以说明，月度 PMI 对当期的 RevPAR 变动影响最大，同时也会影响滞后 1-3 个月的经营数据。

表 2：不同提前/滞后期的制造业 PMI 与锦江经营数据的相关系数

	入住率变动	平均房价变动	RevPAR 变动
当期	0.33	0.11	0.32
提前 1 期	0.25	0.06	0.24
提前 2 期	0.25	0.05	0.24
提前 3 期	0.22	0.18	0.26
提前 4 期	0.16	0.18	0.20
提前 5 期	0.09	0.16	0.12
提前 6 期	0.22	0.22	0.25

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 3：不同提前/滞后期的制造业 PMI 与 STR 数据的相关系数

	入住率变动	平均房价变动	RevPAR 变动
当期	0.23	0.22	0.37
提前 1 期	0.16	0.29	0.33
提前 2 期	0.17	0.32	0.34
提前 3 期	0.17	0.31	0.34
提前 4 期	0.13	0.23	0.26
提前 5 期	0.06	0.20	0.19
提前 6 期	0.18	0.06	0.23

数据来源：STR global，东方证券研究所

2) 民航数据向基本面的传导：各公司间差异大，一般需要 1 个月-1 个季度

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运量增速和民航客座率增速的关系，作为补充参考

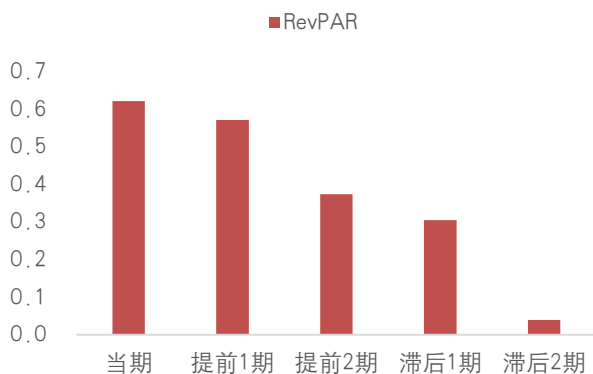
季度

季度数据来看，民航数据对酒店经营数据有明显预示作用，当期民航数据的变化传导至华住基本面一般为当期到滞后一季，传导至如家一般需要一个季度左右或更长，我们推测这种差异可能与不同酒店公司的不同地域结构有一定关系：

1) 华住的 RevPAR 增速与当期/及提前一期的民航客运量增长的相关系数均较高（分别为 0.62/0.57），表明季度的民航客运表现对于酒店经营数据有着同期及一定的前置预示作用；民航正座率变化并未显示明显相关性（相关系数小于 0.5），从数值比较而言当期的相关度亦高于其他期，也表现出一定的同步预示作用

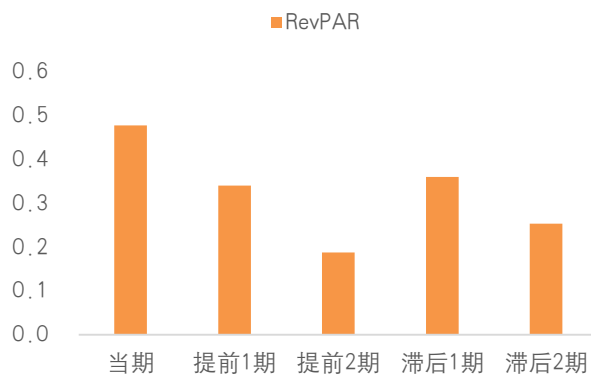
2) 如家的 ReVPAR 增速与提前两期的民航客运量增速和民航正座率的变化相关系数最强 (相关系数均高于 0.60)，民航数据的预示作用更加提前；与提前一期的民航客座率亦显示出一定的相关性。

图 12：不同提前/滞后期的民航客运量增长与华住经营数据的相关系数



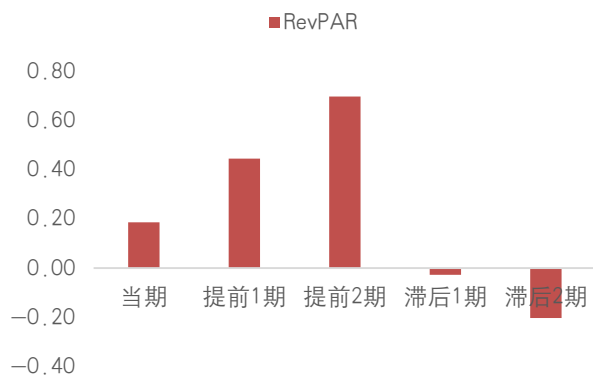
数据来源：wind，公司公告，东方证券研究所

图 13：不同提前/滞后期的民航正座率变化与华住经营数据的相关系数



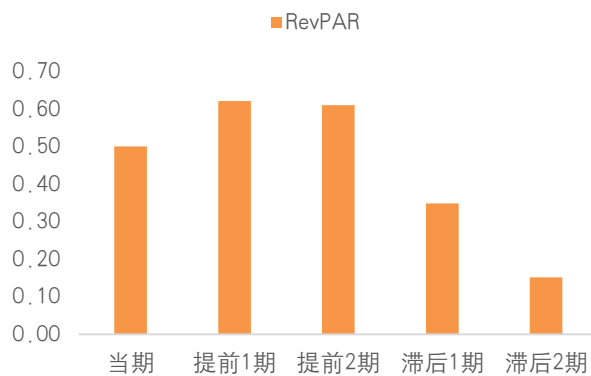
数据来源：wind，公司公告，东方证券研究所

图 14：不同提前/滞后期的民航客运量增长与如家经营数据的相关系数



数据来源：wind，公司公告，东方证券研究所

图 15：不同提前/滞后期的民航正座率变化与如家经营数据的相关系数

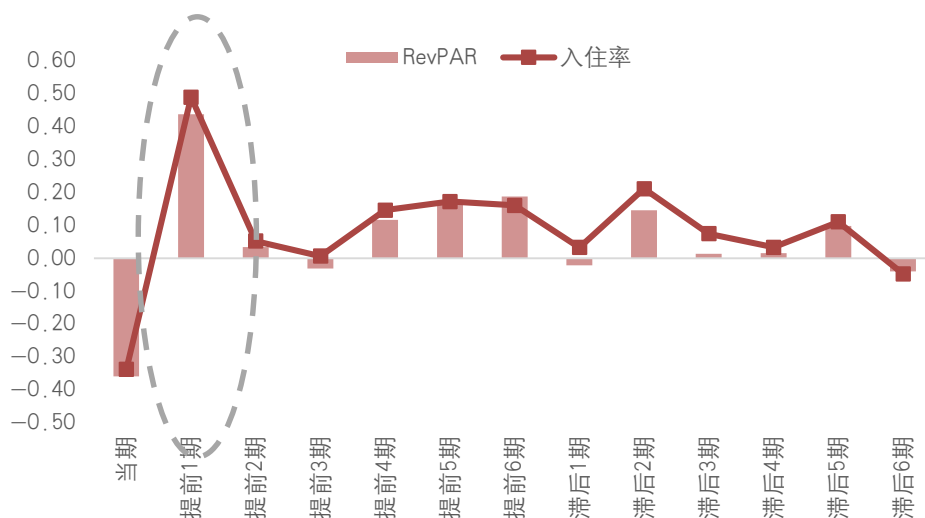


数据来源：wind，公司公告，东方证券研究所

月度

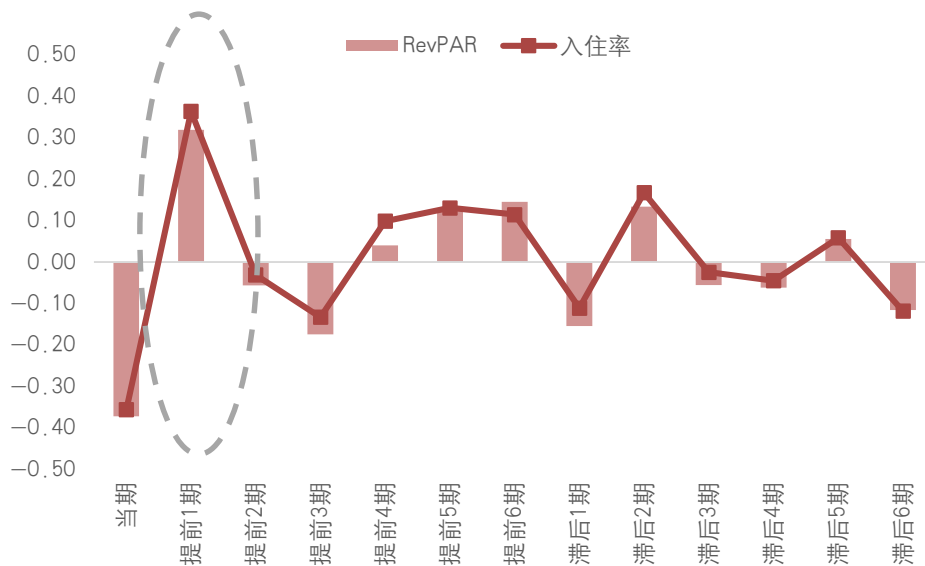
从月度数字来看，民航客流增速对于入住率变动亦有着预示作用，主要反映在下个月的酒店经营数据上（特别是入住率）。可以发现，提前一期的民航数据与酒店入住率/RevPAR 的相关系数最高（民航客运量增速与入住率变动的相关系数达到 0.49，民航正座率增速的相关系数达到 0.36），但相关性相比季度数字亦有明显下降。基本可以认为当月民航数据，会在一定程度上影响下月的入住率情况，但并非主导性因素。

图 16: 不同提前/滞后期的民航客运量增速与锦江经营数据的相关系数



数据来源: wind, 公司公告, 东方证券研究所

图 17: 不同提前/滞后期的民航正座率变动与锦江经营数据的相关系数



数据来源: wind, 公司公告, 东方证券研究所

2. 从宏观拐点到基本面拐点后，酒店的估值上行空间？

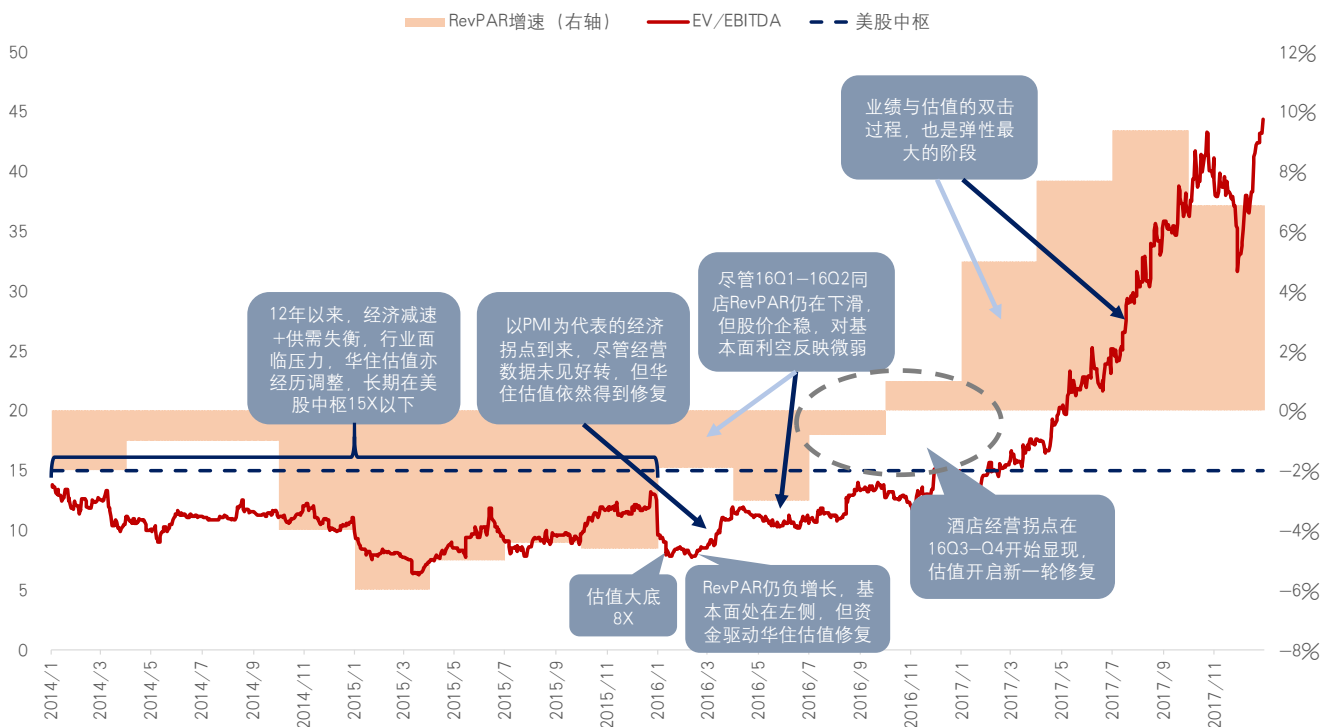
如果宏观拐点传导至基本面企稳向上，后续又会带来多大的估值上行空间？我们分三大酒店龙头逐个来看：

1) 华住：

在宏观拐点确认（16年3月），向基本面传导的过程中（16年Q3混合 revpar 转正、我们以16年Q4 同店转正视为真正的基本面企稳），可见华住的估值由历史大底向均值回归，至17年初基本回归至历史均值 15X EV/EBITDA 的水平（亦为美股酒店公司的中枢水平）

在基本面拐点确认后，华住的整体估值水平由均值 15X EV/EBITDA 快速提升，至17Q4 突破 40X EV/EBITDA 的历史峰值水平，期间估值提升幅度达+167%。40X 的景气高点估值距目前（成文时间19年4月27日收盘）华住 29.9X EV/EBITDA 尚有+33.3%的向上空间。

图 18：华住在经济企稳时期的估值表现

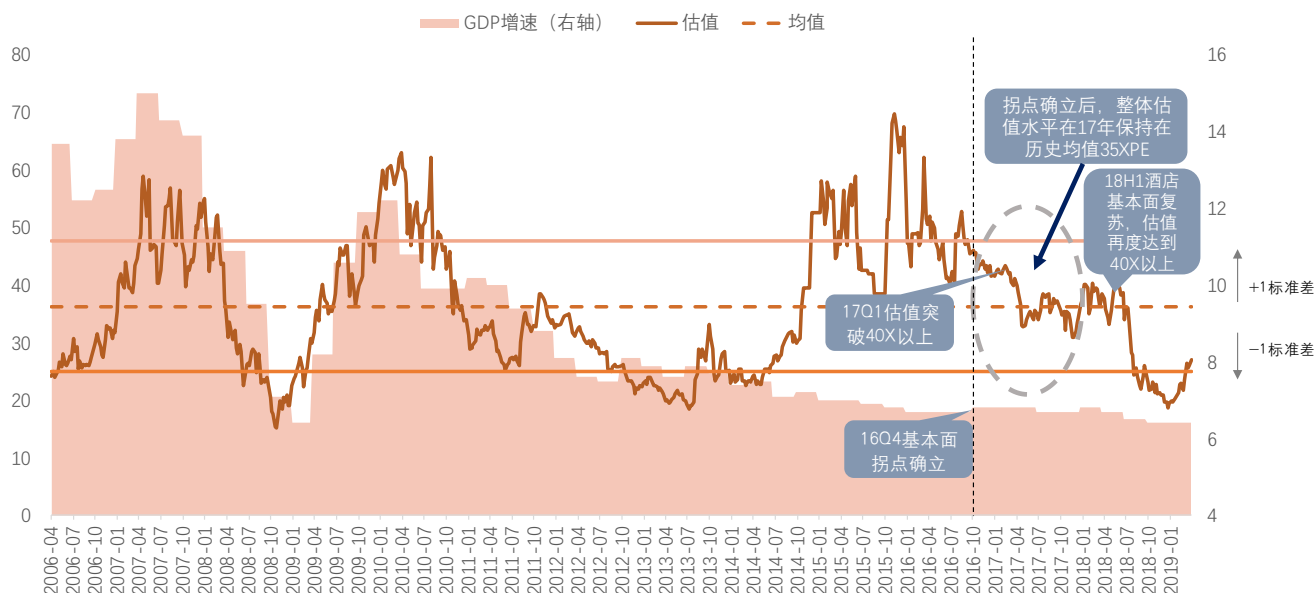


数据来源：wind，东方证券研究所

由于并购事件、14/15年市场环境扰动等因素，A股龙头锦江和首旅的历史估值波动相对较大。我们截取近一轮的行业回暖周期

2) 锦江：

在16年10月基本面拐点确认后，锦江的整体估值水平在17年大部分时间保持在历史均值 35XPE 以上，且在17Q1 基本面拐点确认初期一度保持在 40XPE 的水平（并在18H1 酒店基本面复苏持续性超预期时再度达到 40XPE 以上的水平）。40X 的景气高点估值距目前（成文时间19年4月27日收盘）锦江 23.0X PE(ttm) 尚有+73.9%的向上空间。

图 19：锦江在经济上行时期的 PE (ttm) 估值表现


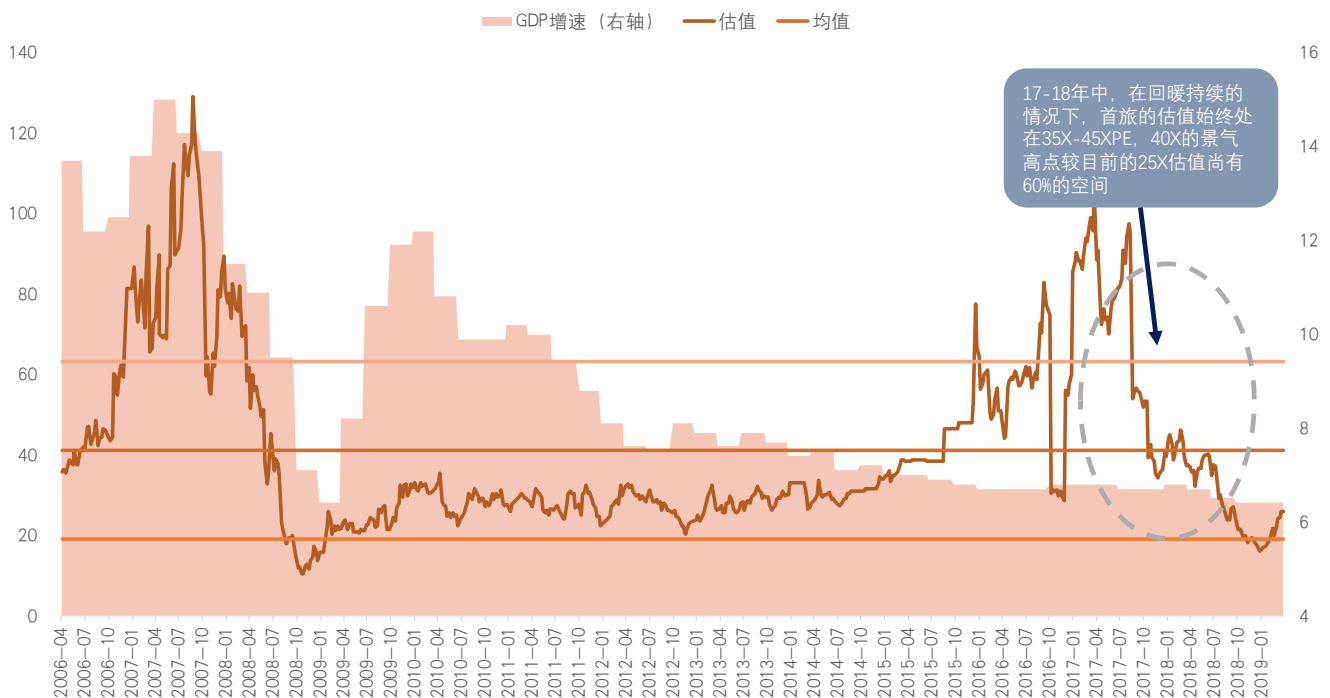
数据来源：wind，东方证券研究所

3) 如家：

如家经营数据拐点在 15 年 Q4 确认，但由于 16 年 4 月如家已在美股退市，随后逐步注入首旅酒店，因此在 16 年对首旅的估值观测有一定失真。

17-18 年中，在回暖持续的情况下，考虑如家的完全并表的情况下，首旅的估值突破 45XPE/及 19X EV/EBITDA 的水平，45X 的景气高点估值距目前（成文时间 19 年 4 月 27 日收盘）首旅酒店 24X PE(ttm) /10.1X EV/EBITDA 尚有+87.5%/+88.1%的向上空间。

图 20：首旅在经济上行时期的 PE (ttm) 估值表现



数据来源：wind，东方证券研究所

四、后续行情演绎的可能性二：经济波动再起，酒店安全边际？

如果我们假设经济波动继续，那么核心问题也有两个：历史上在经济及酒店的下行周期，酒店的历史大底水平到底是多少？目前的情况与历史大底的相似程度（会更好还是更差）？

1. 历史的酒店下行周期，估值下探空间？

回顾上一轮酒店的下行周期及历史大底估值，基本集中在 12-15 年。在这段时间内，华住的历史大底出现在 2015 年 Q1，锦江的历史大底出现在 13 年 Q3，首旅/如家的历史大底出现在 12 年 Q4/15 年 Q1。

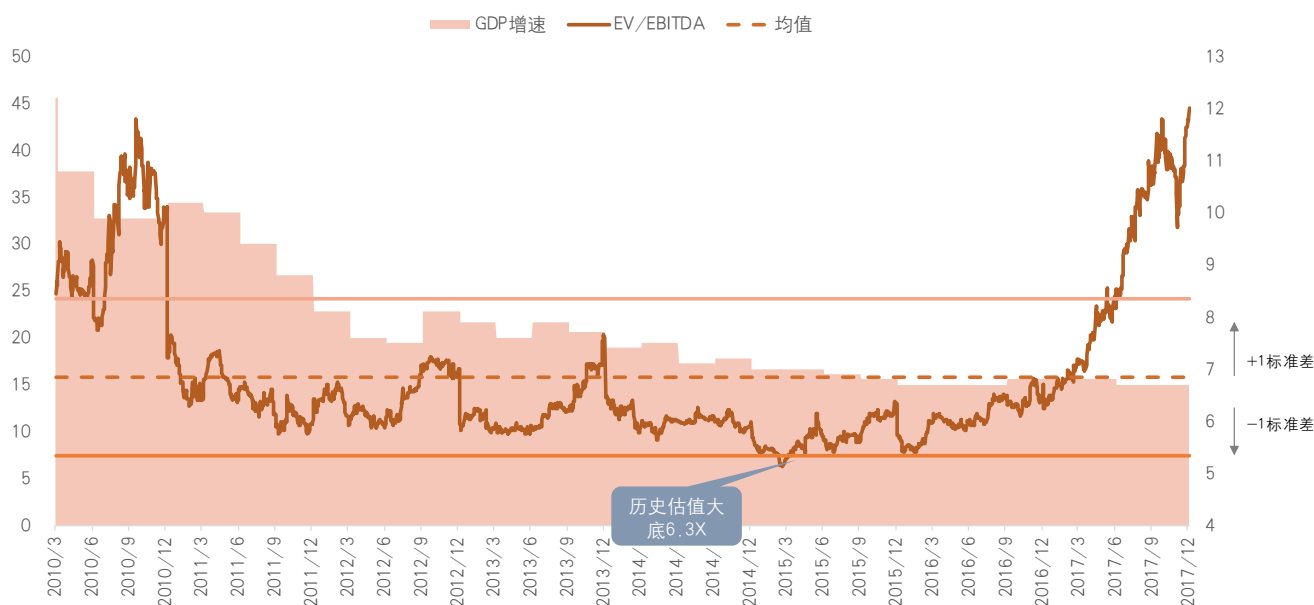
华住：历史大底估值水平 6.3X EV/EBITDA，距目前（成文时间 19 年 4 月 27 日收盘）华住酒店 27.3X EV/EBITDA 有 76.9%下行空间。

锦江：历史大底估值水平 18.5X 的 PE，距目前（成文时间 19 年 4 月 27 日收盘）锦江股份 23.0XPE 估值有 19.6%的下行空间。

首旅：历史大底估值水平 19.1X 的 PE，距目前（成文时间 19 年 4 月 27 日收盘）首旅酒店 24.0XPE 估值有 20.4%的下行空间。

如家：历史大底估值水平 5X 左右 EV/EBITDA，距目前（成文时间 19 年 4 月 27 日收盘）首旅酒店 10.1X 的 EV/EBITDA 有 50.5% 的下行空间。

图 21：华住在经济下行时期的估值表现

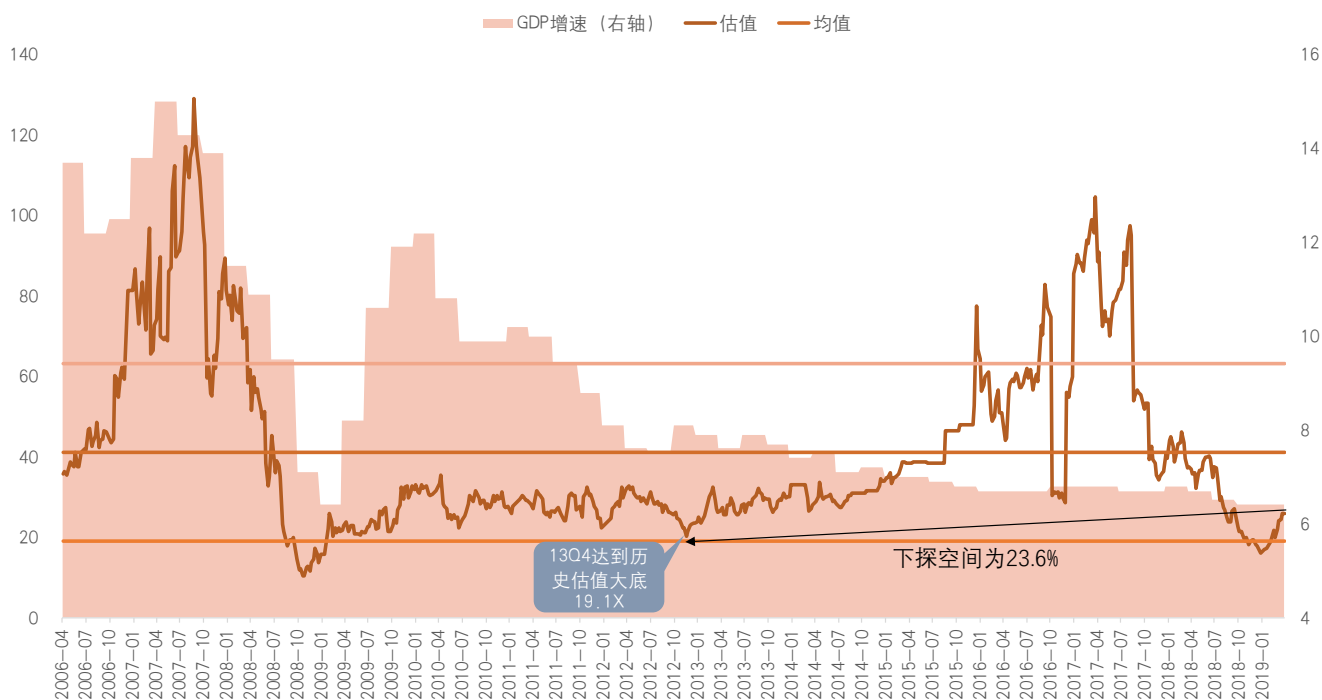


数据来源：wind，东方证券研究所

图 22：锦江在经济下行时期的 PE (ttm) 估值表现



数据来源：wind，东方证券研究所

图 23：首旅在经济下行时期的 PE (ttm) 估值表现


数据来源：wind，东方证券研究所

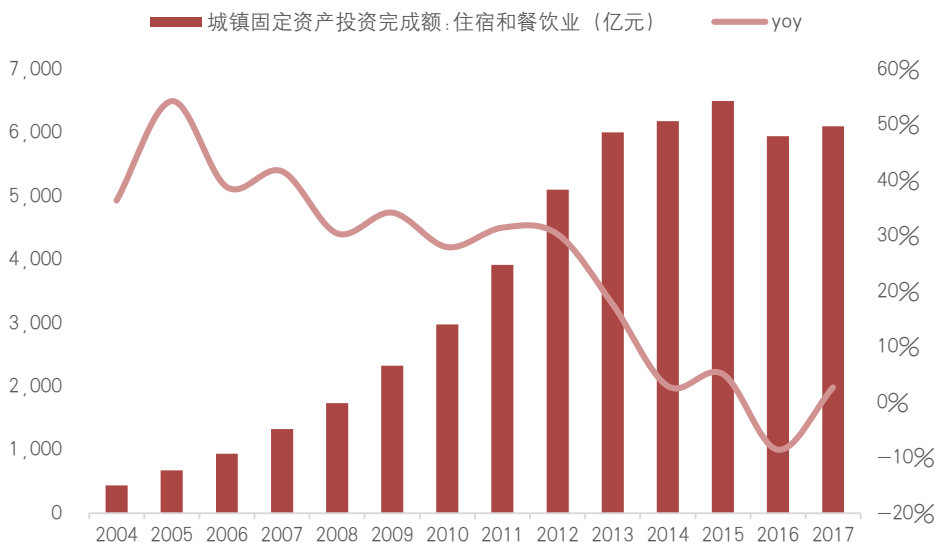
2. 当前时点与历史的不同，更强的安全边际来源

回顾历史，我们认为当前时点与历史估值底部周期有三点不同，对应的估值安全边际也应比历史底部区间更高：

1. 更趋向均衡的供需关系

供需关系是影响酒店业绩的重要因素。从历史情况来看，2012-2015 年酒店行业的衰退除了经济影响外，前期快速扩张带来的供给过剩也是另一主因。

从住宿和餐饮业的固定资产投资完成额来看，可以看到，13 年前始终保持 20% 以上的高速增长；而 15 年的行业衰退期后，16 年新增投资转负、2017 年仅同比增长 2.7%；呈现出明显的放缓趋势，这也很大程度上缓和了之前行业供大于求的状况。即使未来经济增长不达预期导致需求侧有所波动，我们认为更趋向均衡的供需变化也会为入住率和房价带来一定支撑。

图 24：住宿和餐饮业的固定资产投资完成额呈现下降趋势


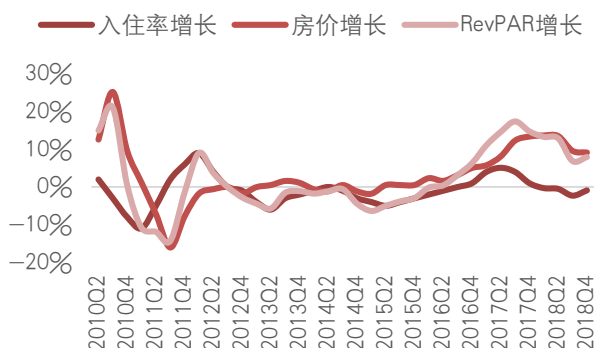
数据来源：wind，东方证券研究所

2. 结构升级带来的更高增速中枢

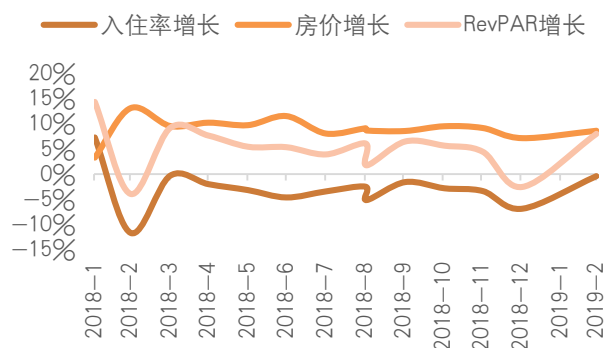
与上一轮的行业衰退不同，14 年以后，中国酒店行业经历了一轮明显的结构性上移，revpar 和业绩的提升在内生经营外增添了结构性升级的新动力，主要来自于经济型的翻牌改造和中端的布局增多：

经济型翻牌升级提价空间大，改造成本小，能够带来更快更高的业绩改善：1) 经济型酒店升级后，提价的空间可以从原有的 120-180 元提升至 200-350 元，且设备更新后更能满足旅客的居住需求，提升入住率。2) 经济型升级改造普遍单间投入在 1-2 万左右，投入小，且改造周期短，降低改造期间的收入损失，成本增幅会明显小于业绩改善幅度；

中端提价幅度大，营收翻倍，提价效应仍将是 RevPAR 增长的核心驱动力。中端酒店房价在 300-400 元区间，较经济型提价幅度大，能够带动营收实现翻倍（如家中端同店 RevPAR300 元，较经济型同店的 161 元提升近一倍）。随着存量占比的提升，整体房价会有结构性的提高，使得三大酒店集团的 RevPAR 在入住率下滑的情况下依然实现增长。

图 25：华住 18 年 RevPAR 增长主要靠房价驱动


数据来源：公司公告，东方证券研究所

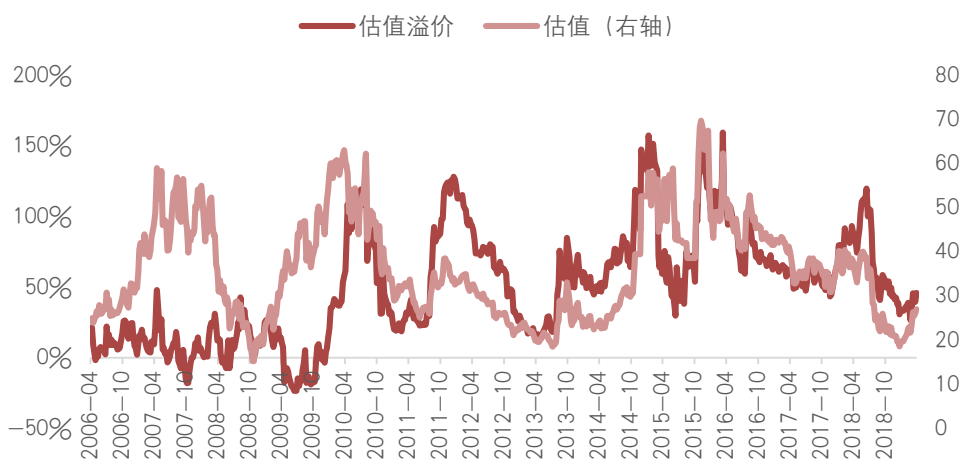
图 26：锦江 18 年的 RevPAR 增长同样靠房价驱动


数据来源：公司公告，东方证券研究所

回顾上一轮酒店下行周期，龙头华住/如家等房价都曾出现明显的下降趋势。然而目前酒店行业由于改造+结构性升级，尽管前期行业景气度有一定回落，但房价仍处在上行通道内，因此我们认为本轮酒店的经营数据底和业绩底均有望高于上一轮，估值大底也有望更高。

3. 更低的溢价区间与抬升的风险偏好

以锦江股份为例，其 PE (ttm) 在下跌时期（如 2010 年和 2013 年），往往伴随着与上证综指较高的估值溢价；而在估值溢价较低的区间，往往会迎来显著估值修复。从目前的估值水平看，锦江的估值在 23.0X，上证综指的估值为 18.5X，估值溢价为 24.3%，处在历史低溢价区间，配置的性价比比较高。目前市场风险偏好和整体估值的逐渐回升将进一步降低此估值溢价，有望赋予酒店龙头估值进一步上修的动力。

图 27：锦江估值与上证综指的估值溢价来看，估值下跌时期往往伴随着较高的估值溢价


数据来源：wind，东方证券研究所

五、两大酒店龙头的风险收益比测算

1. 经济升降的不同情况下，两大酒店的风险收益比

总结前述两个情况下的可能性，我们可以得出两大 A 股酒店龙头的风险收益比：

（考虑到第四章第 2 节我们讲到的目前与历史大底估值的不可比性与更强安全边际，下文我们引入与历史大底水平相近的历史估值中枢-1 倍标准差的估值水平作为下行区间参照，同时以历史估值中枢作企稳的中性假设参考）

1) 锦江股份估值的风险收益测算

回顾锦江股份在不同历史时期的 PE 估值表现：

- 1) 历史景气区间（经济及基本面共振 17Q1/18Q1），锦江股份 PE 估值始终在 40XPE 以上
- 2) 在经济企稳时期（如 2016Q3-2017Q4），锦江股份 PE 估值保持在历史中枢 35X 附近；
- 3) 在宏观经济下行时期（如 2011Q3-2013Q2），锦江股份的 PE 估值基本保持在历史估值中枢-1 倍标准差 25X 附近；
- 4) 极端悲观情况下，历史估值大底 18.5X

那么站在目前锦江股份 PE (ttm) 23.0X 的估值水平，我们认为公司的向上向下性价比如下：

表 4：不同经济环境下锦江股份估值空间测算

	目前	上行	企稳	下行	极端
经济及基本面变化	/	经济与基本面共振，突破估值+1 标准差	经济企稳继续，基本面未见明显变化，维持估值中枢	经济波动出现，维持在一倍标准差线以上	上一轮经济+基本面下行周期估值大底
估值水平	23.0	40X+	35X	25X	18.5X
空间		73.9%	52.2%	8.7%	-19.6%

数据来源：东方证券研究所

2) 首旅酒店估值的风险收益测算

考虑到首旅酒店在并购如家前后的变化较大，我们在这里将着重讨论首旅、如家（退市前）的 EV/EBITDA 的历史情况。综合两家酒店的情况来看：

- 1) 历史景气区间（经济及基本面共振 17 年），首旅酒店估值突破 19X EV/EBITDA 和 45XPE 以上（突破估值中枢+1 倍标准差线）。
- 2) 在宏观经济企稳时期（如 2016Q3 以来），首旅酒店估值在历史均值 16.3X EV/EBITDA 和 35XPE(不考虑 07-08 年的估值异动后的 09 年以来估值历史平均)左右；在宏观经济企稳时期（如 09 年-10 年）如家的 EV/EBITDA 估值亦基本处在 16X 以上（均值 19X）。

3) 在宏观经济下行时期（如 2011Q3-2013Q2），首旅、如家的估值基本在估值中枢至-1 倍标准差线的区间内波动，即 8X EV/EBITDA 和 20.9XPE 左右。

4) 极端悲观情况下，首旅历史估值大底 13XPE，如家历史大底 5X 左右 EV/EBITDA

那么站在目前锦江股份 PE (ttm) 23.0X 的估值水平，我们认为公司的向上向下性价比如下：

表 5：不同经济环境下首旅酒店估值空间测算（EV/EBITDA）

	目前	上行	企稳	下行	极端
经济及基本面变化	/	经济与基本面共振，突破估值+1 标准差	经济企稳继续，基本面未见明显变化，维持估值中枢	经济波动出现，维持在-1 倍标准差线以上	上一轮经济+基本面下行周期估值大底
估值水平	9.9	19X	16X	8.1X	4.7X
空间		92.1%	61.8%	-18.3%	-52.5%

数据来源：wind，东方证券研究所

表 6：不同经济环境下首旅酒店估值空间测算（PE）

	目前	上行	企稳	下行	极端
经济及基本面变化		经济与基本面共振，突破估值+1 标准差	经济企稳继续，基本面未见明显变化，维持估值中枢	经济波动出现，维持在-1 倍标准差线以上	上一轮经济+基本面下行周期估值大底
估值水平	23.0X	45X	35X	20.9X	/不适用因为首旅历史业务有极大不同
空间		87.5%	45.8%	-12.9%	

数据来源：wind，东方证券研究所

2.考虑经济不同情况的概率——酒店的收益期望

此处，我们如果赋予经济不同情况以概率，与其上行/下探空间相乘，即可得出酒店的预期收益期望，以做比较。

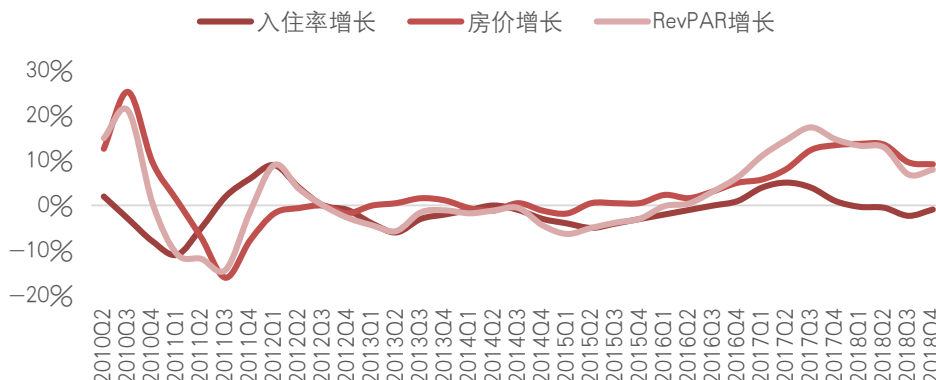
但对于经济上升/下行的概率讨论一定程度超越了行业研究员的认知范畴，不同的投资者心中也可能有不同答案，此处我们难以给出一个完整的最终结论。但可以提供一些我们的思考和观察维度：

1) 龙头公司的先导性意义

在前述经济数据探讨中，我们发现华住作为行业龙头，其数据回暖拐点往往早于行业，甚至早于经济企稳。对其情况的跟踪，亦对行业整体走向有较强借鉴意义。

从 18Q4 的数据来看，华住整体 RevPAR 增速达到 8.0%，其中入住率同比变动收窄为-0.9%，分别较 Q3+1.1pct 和+1.4pct，出现了明显的边际改善，这与 19Q1 经济数据的回暖相一致。公司前期对 19 年经营亦提供了好于市场预期的指引。我们认为后续有望引领行业性的回暖。

图 28：18Q4 华住已经出现经营数据的企稳



数据来源：公司公告，东方证券研究所

2) 民航数据的先导性意义

此外，由于对 PMI 的预测较为困难，但对于民航客运量的预期我们认为有一定依据可寻。通过跟踪民航订座量，我们认为可以一定程度反映下一期民航客运量升降，此外对照去年基数及即期情况，可以一定程度了解当期同比的水平走势。

综合来看，虽然未来宏观经济尚不明朗，贸易战反复也进一步加剧了不确定性；但站在当前时点，我们认为后续基本面和估值向上的概率要大于向下的可能，如果我们假设经济上行概率 10%，企稳的概率 50%，下行概率 40%的话，则综合来看锦江/首旅的预期收益空间分别为+36.97%/+32.79%（若首旅采用 PE 估值法则预期收益 26.49%，由于公司外资占比持续提升，我们认为 EV/EBITDA 估值将成为增量资金的重要考量），风险收益比仍突出！

表 7：两大酒店预期收益率

		上行	企稳	下行
	经济及基本面变化	经济与基本面共振，突破估值+1 标准差	经济企稳继续，基本面未见明显变化，维持估值中枢	经济波动出现，维持在-1 倍标准差线以上
锦江 (PE 估值)	空间	73.90%	52.20%	8.70%
	概率	10%	50%	40%
	期望收益空间	36.97%		
首旅 (EV/)	空间	92%	62%	-18%

EBITDA 估值)				
	概率	10%	50%	40%
	期望收益空间	32.79%		
首旅 (PE 估值)	空间	87.50%	45.80%	-12.90%
	概率	10%	50%	40%
	期望收益空间	26.49%		

数据来源：东方证券研究所

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)。**

表 8：锦江股份和首旅酒店盈利预测表（截止到 2019 年 4 月 27 日）

证券代码	证券简称	收盘价 /元	总市值 /亿元	EPS 2017A	EPS 2018A	EPS 2019E	EPS 2020E	PE 2019E	PE 2020E
600754.SH	锦江股份	25.74	229.54	0.92	1.13	1.30	1.47	19.80	17.51
600258.SH	首旅酒店	21.14	206.94	0.77	0.88	1.00	1.15	21.14	18.38

数据来源：wind, 东方证券研究所

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

