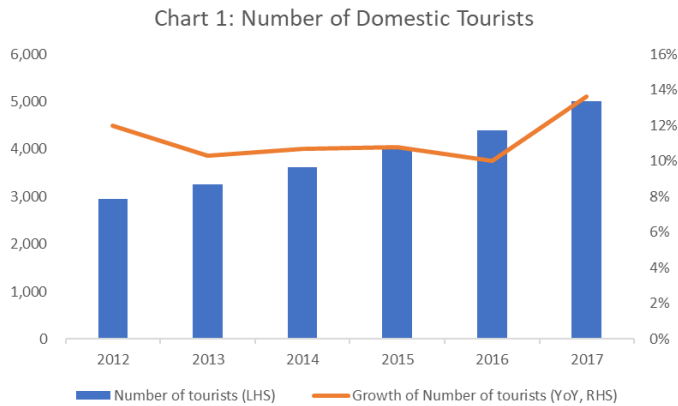


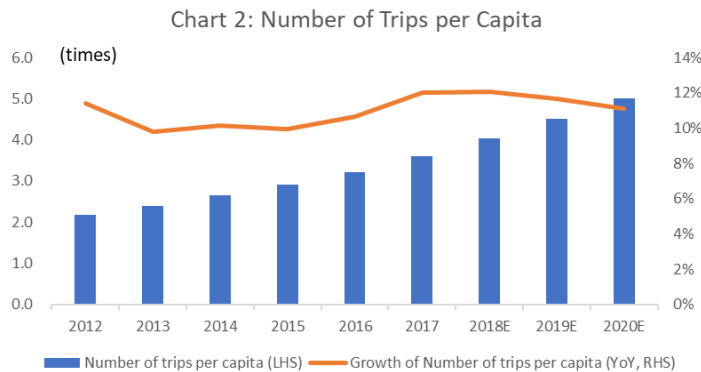
不一样的诗和远方

2016年，中国旅游业实现直接收入5.4万亿元，约占GDP的6.5%。根据国家统计局数据，截至2017年，中国游客数量约为50亿次，同比增长13.6%（图1），远高于GDP增长速度。



来源：万得，彬元资本

中国人均旅游次数从2013年的2.4次增加到2017年的3.6次，预计到2020年将继续增加到4.5次（图2）。我们认为，随着可支配收入的增加，人口老龄化的不断深化，高速铁路公路等基础设施的改善，自驾游的盛行及手机应用程序的不断普及（百度地图、携程等），中国旅游业的需求将继续快速壮大，整个价值链亦将受益于这一趋势。



来源：万得，彬元资本

旅游是一个产业链很长的大行业。在该行业中，我们正在寻找具有以下特征的企业：

消费升级趋势的受益者

随着消费升级和不断变化的人口结构（更多80后和90后消费者），旅游需求结构也在发生变化。越来越多的人开始从观光游向休闲游倾斜。休闲游的比例从2004年的19.7%增加到2016年的24.4%，预计未来几年这一趋势将继续延续。与观光游客不同，休闲游客更强调休闲和娱乐，并可能屡次重游同一景点。因此，除门票收入外，停留时间的延长和娱乐消费支出的增加以及可能的重访是旅游景点运营商的新收入来源。休闲游也将旅游景点运营商的竞争格局从资产驱动型逐步转变为服务驱动型。另一个例子是，随着中国私家车保有量的增加，自驾游客可以在周末进行更频繁的短途旅行。即使对于传统的经

济型酒店行业，其需求也正从从纯粹经济和非品牌酒店升级到中高档的商务品牌酒店。

行业整合的受益者

过去几年，中国的有限服务酒店业正在不断整合。然而，到 2017 年为止市场仍然高度分散。品牌有限服务酒店仅占 26% 的市场份额，而在美国这一数字为 70%，这也意味着品牌酒店运营商仍有巨大的空间扩张并从单一小运营商手里抢占市场份额。

受益于模式的可复制性

在整个旅游价值链中，那些具有多重景点资源和复制运营模式能力强的公司比传统的单一运营商更具可扩展性。他们具有很强的议价能力，并将稳步增长。举例来说，一旦品牌酒店运营商的商业模式被证明有效，则很容易扩张。

进一步提高投资效率

内部收益率（IRR）是衡量项目投资效率的指标，上述讨论的受益者未来将享有更高的内部收益率。内部收益率必须超过资本成本，投资才有利可图，在中国约为 10% 至 12%。例如，中青旅乌镇项目的 IRR 达到约 18%。品牌连锁酒店也呈现出类似的趋势，中高档商务酒店的盈利能力高于普通经济型酒店，而投资增幅不大，因此在消费升级趋势下投资回收期将被进一步缩短。

除了上述四个特征之外，优秀的管理层和充足的现金流是旅游业中成功企业的另外两个关键因素。

市场回顾与展望

一些经济数据显示，中国经济在 3 月份略有放缓，部分归结于今年春节时间较晚及两会的召开。2018 年 3 月生产者价格指数（PPI）同比上涨 3.1%，低于 2 月的 3.7%。居民消费价格指数（CPI）同样略有下降，同比上涨 2.1%，比 2 月减少 0.8 个百分点。4 月官方制造业采购经理人指数（PMI）保持稳定在 51.4，与 3 月份的 51.5 基本持平，4 月份官方非制造业 PMI 从 3 月份的 54.6 上升至 54.8，两者均仍高于 50 的荣枯线。3 月铁路货运量同比增长 5.6%，达到约 3.4 亿吨。

4 月下旬，市场期待已久的资管新规最终版本终于发布。与征求意见稿相比，考虑到对市场潜在产生的短期冲击，过渡期被延长至 2020 年底。由于新规的影响前期已经被市场充分消化，市场反应平稳。从长远来看，我们认为新规将有助于进一步将资本引向实体经济并遏制金融风险。作为一揽子政策的一部分，中国人民银行将大部分商业和海外银行的存款准备金率（RRR）下调 1 个百分点，从而释放 1.3 万亿元人民币的流动性。此举旨在推动中小企业发展，改善金融市场的稳定性和流动性，并为中国未来的高质量经济增长和供给侧改革创新创造良好环境。考虑到 16% 的存款准备金率仍属于较高水平，RRR 未来仍有进一步下降的空间。

4 月 16 日，美国商务部宣布在未来 7 年内阻止美国公司向中国领先的电信设备制造商中兴通讯出售零部件，原因是中兴通讯违反美国贸易制裁协定向伊朗出口技术产品，这对中兴来说确实是一个沉重的打击。尽管中兴的确涉及违规活动，这一举措仍应被视为美国与中国贸易摩擦的策略性动作之一。此事件还凸显了中国在芯片等一些高科技领域的弱点。不过，负面的制裁也可能刺激中国看到核心技术自给自足的紧迫性。中国开始计划鼓励开发更多自主研发的芯片和半导体产品。除了受益于中兴通讯案例的本土芯片行业外，我们还将关注那些拥有巨大国内市场需求并拥有自主研发核心组件或得到国内价值链支持的高科技公司。当然，遵循良好的合规流程也是必须的。总的来说，我们关注的是各条价值链上可扩展和有前途的，并享有议价能力和可创造价值的行业。

2018年4月10日博鳌论坛期间，中国提出了扩大中国市场准入，加强知识产权保护，改善外商投资环境，降低汽车等产品进口关税四项里程碑性举措。中国计划继续改革，大胆创新，加大对外开放力度，扩大与世界各国的合作。我们相信这些措施将有助于经济的长期健康发展。



➤ 公司介绍:

彬元资本成立于 2012 年 8 月 1 日，分别于 2012 年 12 月及 2016 年 3 月取得香港证监会许可的“第九类”资产管理及“第四类”就证券提供意见牌照，于 2014 年 1 月取得美国证监会许可的投资顾问资格，并于 2014 年 8 月登记为私募投资基金管理人资格。

彬元资本专注于投资股票市场，投研团队主要来自于原通用电气资产管理公司，首席投资官周平先生曾担任通用电气高级副总裁兼大中华区总经理。周平先生在通用电气任职 17 年，管理过三只新兴市场基金，共计 50 亿美元。

公司目前主要客户为海外大型长期投资机构，包括抚恤基金，养老基金，家族基金及慈善基金等。彬元资本始终坚持以基本面研究为主导的“自下而上”的投资策略，配合自主开发的选股模型，在实践中不断检验，力求精选优质股票。在投资决策过程中，彬元资本的投研团队严格执行精选个股的策略，通过企业访问，网络与渠道调查，财务分析，行业价值链分析以及波特模型等方法为投资决策做支持。

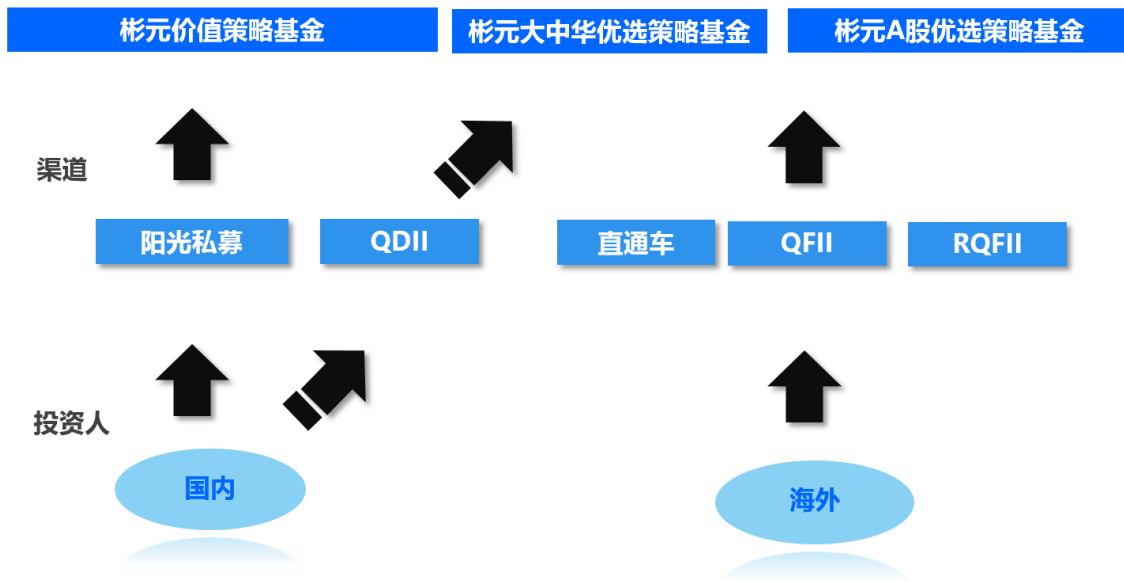
【彬元资本】微信公众号:

binyuancapital



➤ 产品架构:

产品



联系方式:

上海彬元资产管理有限公司

上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 13 楼 1305-1306 室

电话: +86 21 20285775

网址: <http://www.binyuancapital.com>

彬元资本有限公司

香港上环皇后大道中 287-299 号, 299 QRC, 1505 室

电话: +852 2877 9330

电邮: CR@binyuancapital.com