

审慎推荐-A (首次)

锦江股份 600754.SH

目标估值: 30 元
当前股价: 26.62 元
2017 年 04 月 30 日

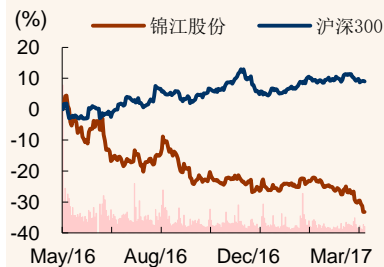
国内酒店业务回暖, 看好跨国酒店巨头成长之路

基础数据

上证综指	3155
总股本(万股)	95794
已上市流通股(万股)	44724
总市值(亿元)	255
流通市值(亿元)	119
每股净资产(MRQ)	13.5
ROE(TTM)	5.6
资产负债率	67.1%
主要股东	上海锦江国际酒店(集
主要股东持股比例	50.32%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	-14	-31
相对表现	-9	-17	-40



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

董广阳

021-68407471
donggy1@cmschina.com.cn
S1090512070001

联系人

梅林

meilin@cmschina.com.cn

事件:

4月28日, 锦江股份发布一季报, 公司实现营业收入28.40亿元/增长62.44%; 归属净利润1.99亿元/增长20.93%; 扣非后归属净利润5208.66万元/增长1067.53%, 每股收益0.2078元/增长1.58%。

评论:

1、并表铂涛、维也纳导致Q1收入规模大增, 卢浮所得税调整、投资收益贡献主要业绩。 Q1公司营业收入大幅增长62.44%, 主要是因为: 1) 铂涛集团2016年3月开始合并报表, 今年1季度较去年同期多合并两个月; 2) 维也纳酒店和百岁村餐饮2016年7月并表, Q1同比新增三个月营收; 3) 剔除铂涛及维也纳并表影响后, 锦江原有业务营收同比持平, 卢浮营收增长2.1% (换算成人民币增长4.3%)。公司归属净利润同比增长20.93%, 主要是因为: 1) 参股的肯德基的投资收益增加, 其中上海肯德基利润增长14%; 2) 卢浮集团适用的企业所得税税率下调使所得税费用减少1.1亿; 3) 出售持有的长江证券股票, 获得税前收益8666万元, 上年同期为1.8亿。

2、国内酒店业务整体回暖, 中端品牌维也纳表现靓丽。 Q1酒店业务实现合并营业收入27.76亿元/增长64.69%。其中境内酒店营收19.94亿元/增长113.02%, 主要是并表所致; 境外酒店营收7.82亿元/增长4.33%。截至3月底, 公司拥有已开业酒店6,104家, 已签约酒店8,089家。1-3月新增开业酒店236家。

1) 锦江系: Q1公司原有的锦江系酒店经营开始复苏, 出租率增长1.27pct, 平均房价下降0.44%, RevPAR增长1.36%。考虑营改增影响, 实际平均房价增长5%左右, RevPAR增长6%左右。截至3月底, 锦江系酒店开业总数1164家, 已签约1393家, 中端品牌“锦江都城”开业44家。

2) 铂涛系: Q1铂涛集团实现营收8.37亿元, 净利润亏损142万元, 基本实现盈亏平衡。截至3月底, 铂涛系酒店开业总数3133家, 已签约4289家, 保持稳步增长, 中端品牌“麗枫”和“喆啡”共开业254家。

3) 维也纳: Q1中端品牌维也纳酒店盈利贡献较好, 营业收入4.57亿元, 净利润3,077万元。同时扩张速度加快, 截至3月底, 维也纳酒店开业总数527家, 与去年末相比增长13.58%, 已签约1062家, 与去年末相比增长10.28%。

4) 卢浮系: Q1卢浮集团实现营收1.07亿欧元/增长2%, 净利润亏损85万欧元, 上年同期盈利2万欧元。出租率同比增长1.97pct, 平均房价下降0.26%, RevPAR增长3.34%。截至3月底, 卢浮系酒店开业总数1280家, 已签约1345家。

3、食品及餐饮业务表现平稳。Q1 食品及餐饮业务实现合并营业收入 6,393 万元/增长 2.04%，主要是因为：1) 百岁村餐饮 2016 年 7 月并表，Q1 实现营收 7,686 万元；2) 从事团膳业务的锦江食品营收同比增长 11.57%。除锦江食品和锦江同乐外，其他食品餐饮公司营收均出现不同程度下滑，其中从事中式快餐连锁的锦亚餐饮营收 1,675 万元/下降 5.74%。

4、投资建议：公司国内酒店业务从 16Q4 开始呈现不同程度的复苏，中端品牌维也纳扩张速度和业绩贡献均表现出色，公司有望扭转过去靠投资收益贡献业绩的局面。锦江目前拥有国内酒店 4824 家/客房 48 万间，海外酒店 1280 家/客房 11 万间，规模排名全国第一、全球第五，但总市值仅 237 亿，而华住（开业 3336 家/客房 34 万间，市值 350 亿）、首旅如家（开业 3403 家/客房 37 万间，市值 185 亿）。因此，长远来看，锦江在品牌整合、业绩释放、市值成长等方面都还有空间。我们预计 17-19 年净利润为 8.6/10.1/8.8 亿元，（其中 17-18 年股权处置贡献税后利润 2.6/2.5 亿元，17-19 年主业净利润 6.1/7.6/8.8 亿元，增长 37%/24%/16%），给予“审慎推荐-A”投资评级。

5、风险因素：宏观经济风险；汇率波动；并购整合不达预期。

表 1：2012Q1-2017Q1 锦江原有酒店业务经营情况（包括锦江都城、锦江之星、金广快捷和百时快捷品牌）

	2012Q1	2013Q1	2014Q1	2015Q1	2016Q1	2017Q1
平均出租率（%）	79.49	76.94	75.05	72.33	70.27	71.54
平均房价（元/间）	176.07	174.73	176.88	175.67	180.86	180.07
RevPAR（元/间）	139.96	134.44	132.75	127.06	127.09	128.82

资料来源：公司公告、招商证券

表 2：铂涛、维也纳、卢浮经营数据（卢浮数据单位为欧元）

经营时期	铂涛集团	维也纳	卢浮集团	
	2017Q1	2017Q1	2016Q1	2017Q1
平均出租率（%）	75.94	84.05	54.60	56.57
平均房价（元/间）	156.04	236.69	57.05	56.9
RevPAR（元/间）	118.50	198.94	31.15	32.19

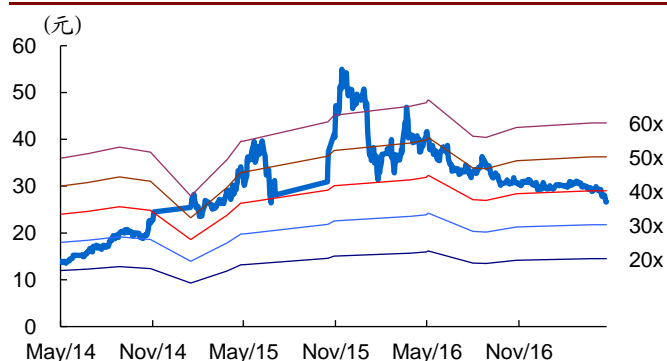
资料来源：公司公告、招商证券

表 3: 公司业绩摘要 (单位: 百万元)

(百万元)	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
营业收入	1,748	2,620	3,181	3,086	2,840
营业毛利	1,399	2,535	2,870	2,826	2,539
营业费用	925	1,694	1,802	1,823	1,771
管理费用	425	535	698	708	747
财务费用	93	136	74	83	100
投资收益	256	77	33	109	198
营业利润	161	199	318	180	108
归属母公司净利润	165	135	207	189	199
EPS (元)	0.20	0.17	0.22	0.20	0.21
主要比率					
毛利率	80.0%	96.8%	90.2%	91.6%	89.4%
营业费用率	52.9%	64.7%	56.6%	59.1%	62.4%
管理费用率	24.3%	20.4%	21.9%	22.9%	26.3%
营业利润率	9.2%	7.6%	10.0%	5.8%	3.8%
有效税率	15.3%	38.3%	30.9%	18.2%	-63.8%
净利率	9.3%	5.4%	7.0%	6.3%	7.1%
YoY					
收入	92.3%	65.8%	95.9%	112.9%	62.4%
归属母公司净利润	7.1%	-2.4%	19.8%	8.7%	20.9%

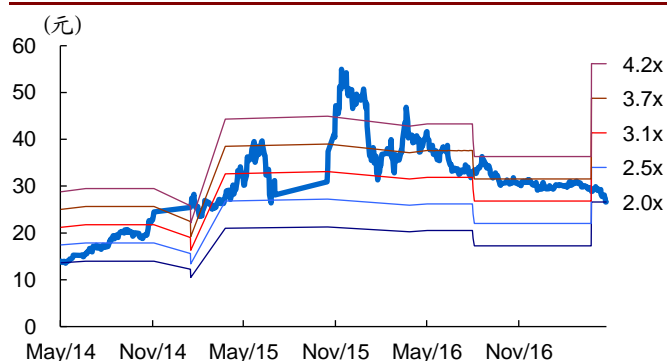
注: 17Q1 有效税率为负, 主要因为法国卢浮集团所适用的企业所得税税率调整对所得税费用的影响, 当期所得税为-7800 万元。资料来源: wind、招商证券

图 1: 锦江股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 锦江股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5659	9687	5156	3552	3670
现金	4742	7789	2904	1356	1432
交易性投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	437	634	625	628	629
其它应收款	159	453	599	504	512
存货	51	77	81	76	72
其他	271	734	947	987	1025
非流动资产	21367	34509	30644	30184	29334
长期股权投资	244	332	496	670	853
固定资产	6555	6808	6573	6317	5988
无形资产	2456	7341	7259	7167	7028
其他	12112	20028	16316	16029	15464
资产总计	27026	44196	35800	33735	33003
流动负债	7316	12066	6443	7310	9282
短期借款	5209	4128	0	676	2482
应付账款	938	2054	2931	3059	3170
预收账款	194	675	809	861	909
其他	974	5209	2703	2715	2720
长期负债	11236	17812	15003	11979	8921
长期借款	9313	14935	11935	8935	5935
其他	1923	2877	3067	3044	2985
负债合计	18552	29878	21446	19290	18202
股本	805	958	958	958	958
资本公积金	5391	9446	9146	8846	8846
留存收益	2089	2397	2689	3030	3327
少数股东权益	191	1517	1561	1612	1670
归属于母公司所有者权益	8284	12801	12793	12834	13131
负债及权益合计	27026	44196	35800	33735	33003

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1124	2282	3781	2595	2604
净利润	641	719	949	1106	992
折旧摊销	677	1279	1217	1214	1195
财务费用	204	462	470	378	346
投资收益	(519)	(475)	(340)	(335)	0
营运资金变动	40	279	1312	254	129
其它	81	18	172	(23)	(58)
投资活动现金流	(2469)	(8615)	2920	(425)	(352)
资本支出	(658)	(898)	2647	(754)	(345)
其他投资	(1811)	(7717)	273	329	(7)
筹资活动现金流	1536	8858	(11586)	(3717)	(2176)
借款变动	2220	5353	(10203)	(2324)	(1194)
普通股增加	0	153	0	0	0
资本公积增加	(731)	4056	(300)	(300)	0
股利分配	723	269	0	0	0
其他	(675)	(972)	(1084)	(1093)	(983)
现金净增加额	1190	3047	(4886)	(1548)	76

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5563	10636	12747	13560	14317
营业成本	495	1005	1434	1497	1551
营业税金及附加	151	184	25	27	21
营业费用	3034	6243	7419	7825	8190
管理费用	1346	2366	2719	2935	3138
财务费用	175	387	470	378	346
资产减值损失	25	68	(18)	0	1
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	519	475	504	509	183
营业利润	856	858	1202	1407	1254
营业外收入	45	151	40	40	40
营业外支出	21	31	10	10	5
利润总额	880	978	1232	1437	1289
所得税	239	259	283	330	296
净利润	641	719	949	1106	992
少数股东损益	4	24	85	99	112
归属于母公司净利润	638	695	864	1008	881
EPS (元)	0.79	0.80	0.90	1.05	0.92

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	91%	91%	20%	6%	6%
营业利润	35%	0%	40%	17%	-11%
净利润	31%	12%	32%	17%	-10%
获利能力					
毛利率	91.1%	90.6%	88.8%	89.0%	89.2%
净利率	11.5%	6.8%	7.4%	8.2%	6.9%
ROE	7.5%	6.3%	6.6%	7.7%	6.8%
ROIC	2.8%	2.6%	3.4%	4.4%	5.2%
偿债能力					
资产负债率	68.6%	67.6%	59.9%	57.2%	55.2%
净负债比率	53.8%	50.1%	33.3%	28.5%	25.5%
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.5	0.4
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.5	0.4
营运能力					
资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转率	3.1	3.9	4.5	4.8	5.2
应收帐款周转率	4.5	4.1	4.2	4.5	4.8
应付帐款周转率	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.79	0.80	0.90	1.05	0.92
每股经营现金	1.40	2.38	3.95	2.71	2.72
每股净资产	10.53	14.95	14.98	15.08	15.45
每股股利	0.48	0.48	0.60	0.70	0.61
估值比率					
PE	33.6	33.3	29.5	25.3	29.0
PB	2.5	1.8	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA	29.9	17.0	15.3	14.5	13.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

董广阳：食品饮料首席分析师，研发中心执行董事，大消费组长。食品专业本科，上海财经大学硕士，2008 年加入招商证券，9 年食品饮料研究经验。

梅林：社会服务业分析师，南京大学/上海交通大学管理学学士/硕士，2015-2017 年在中银国际证券从事社会服务业研究，作为核心成员，所在团队获得 2015、2016 年新财富最佳分析师第三、第四名，2017 年 3 月加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。