

4-5 月综合 RevPAR 增速转正, 关注酒店龙头布局机会

买入 (维持)

2019 年 06 月 27 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

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	14,697	15,292	15,886	16,322
同比 (%)	8.2%	4.0%	3.9%	2.7%
净利润 (百万元)	1,082	1,223	1,362	1,495
同比 (%)	22.8%	13.0%	11.3%	9.8%
每股收益 (元/股)	1.13	1.28	1.42	1.56
P/E (倍)	22.17	19.62	17.62	16.05

事件: 锦江股份于 6 月 27 日晚间发布 19 年 5 月经营数据, 5 月境内酒店整体出租率 76.56%, 同比降低 0.94pct, 平均房价 214.34 元, 同比增长 8.37%, RevPAR 164.10 元, 同比提升 7.06%; 5 月境外酒店整体出租率 65.36%, 同比降低 0.14pct, 平均房价 55.95 欧元, 同比提升 1.25%, RevPAR 36.57 欧元, 同比提升 1.02%; 5 月境内外净开业酒店 72 家。

投资要点

■ **5 月 RevPAR 显著提升, 符合前期五一错位影响的判断。**5 月境内 RevPAR 同比提升 7.06% (环比 4 月的 -4.67% 有显著提升), 主要印证了五一假期错位的影响 (18 年五一假期为 4 月 29 日至 5 月 1 日, 19 年五一假期为 5 月 1 日至 4 日)。RevPAR 提升主要受平均房价提升驱动 (+8.37%), 提价幅度环比 4 月提升 5.63pct, 且经济型、中端酒店均有提价, 估计与假期旺季提价有关, 出租率同比微降 0.94pct, 降幅环比收窄 5.03pct。

■ **中端、经济型酒店均有提价, 假期对经济型影响显著。**经济型 RevPAR 同比提升 1.37%, 增速由 4 月的 -12.35% 显著提升, 主要由于平均房价提升 3.97% (4 月下降 3.87%), 可见经济型酒店对假期出游的敏感性更高。中端 RevPAR 同比微降 0.35%, 主要由于出租率下降 1.4pct, 同时平均房价提升 1.39%, 两者均较 4 月有明显改善。

■ **核心关注 4-5 月综合 RevPAR 增速转正, 较 3 月有所改善。综合 4+5 月, 综合 RevPAR 增长约 1.01%, 较 3 月增速 (-0.59%) 转正, 有所改善, 好于预期。**经济型 4+5 月综合 RevPAR 同比 -5.84%, 降幅较 3 月 (-7.67%) 收窄 1.83pct; 中端 4+5 月综合 RevPAR 同比 -4.53%, 降幅较 3 月 (-5.41%) 收窄 0.88pct; 经济型改善更为明显。

■ **境外酒店 5 月增速平稳, 中端表现较好。**境外 RevPAR 同比提升 1.02% (增速降低 4.34pct), 波动仍然较大, RevPAR 提升主要由于房价提升 1.25%, 5 月出租率下降 0.14pct。境外经济型 RevPAR 同比下降 2.05%, 增速环比下降 4.07pct; 中端 RevPAR 同比提升 8.85%, 增速环比下降 4.57pct。

■ **5 月净开酒店平稳, 19 年净开业共 345 家, 预计维持扩张计划。**截至 5 月, 锦江已开业酒店 7788 家, 房间 77.37 万间, 其中中端房间占比 45%, 较年初提升 3.68pct。5 月净开店 72 家, 扩店速度平稳 (1-4 月分别为 67、49、72、85 家), 年内净开店 345 家, 境内中端酒店净开业 75 家。5 月净签约酒店 177 家, 境内中端酒店净签约 162 家, 中端升级持续。

■ **盈利预测:** 预计 19-21 年公司归属净利约为 12.23、13.62、14.95 亿元, 同比增速为 13.0%、11.3%、9.8%, EPS 为 1.28、1.42、1.56 元, 对应当前股价 PE 约 20、18、16 倍; 酒店板块当前处于历史估值底部区域, 经营数据平稳, 好于预期, 重点关注估值底部、基本面边际改善下的布局机会。

■ **风险提示:** 宏观经济波动超预期、行业景气度低于预期等风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	25.05
一年最低/最高价	18.92/36.63
市净率(倍)	1.85
流通 A 股市值(百万元)	16245.37

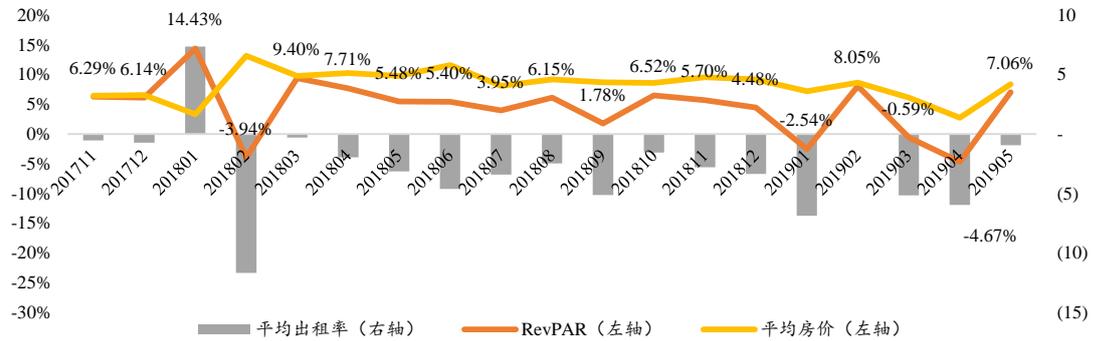
基础数据

每股净资产(元)	13.58
资产负债率(%)	64.57
总股本(百万股)	957.94
流通 A 股(百万股)	648.52

相关研究

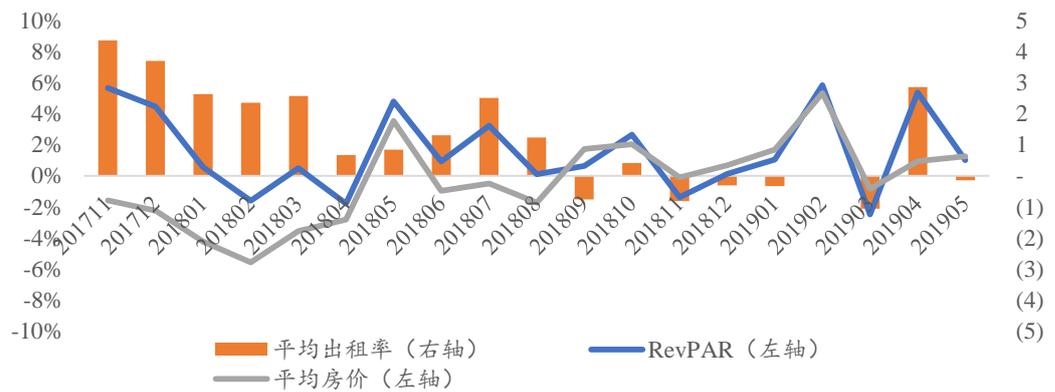
- 1、《锦江股份 (600754): 五一错位扰动 4 月数据表现, 酒店龙头中线布局价值逐步显现》2019-05-30
- 2、《锦江股份 (600754): Q1 业绩符合预期, 有望逐季加速成长》2019-04-30
- 3、《锦江股份 (600754): 18 年业绩符合预期, 中端稳步发展》2019-04-01

图 1：国内酒店三大指标变动



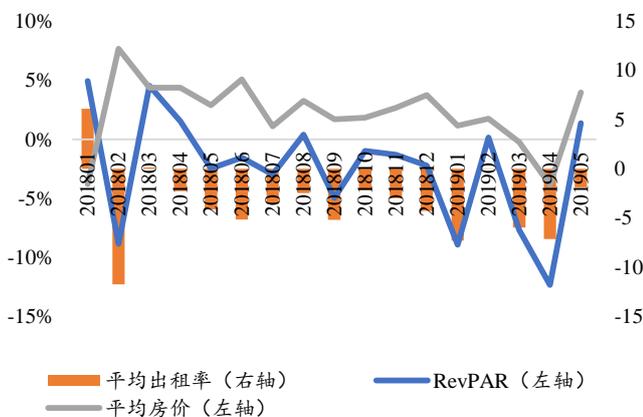
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：国外酒店三大指标变动



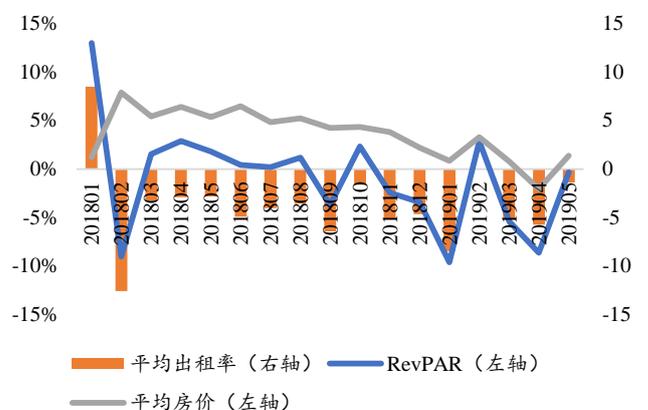
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：国内经济型酒店三大指标变动



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：国内中端酒店三大指标变动



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 1：中国境内主要品牌效益

中国境内主要品牌	平均房价 (元/间)			平均出租率 (%)			RevPAR (元/间)		
	19.5	5 月同比变化	增速环比	19.5	5 月同比变化 (pct)	增速环比	19.5	5 月同比变化	增速环比
中端酒店	264.78	1.39%	3.45	80.24	-1.40	4.33	212.46	-0.35%	8.26
经济型酒店	165.44	3.97%	7.84	73.3	-1.88	5.27	121.27	1.37%	13.72
平均	214.34	8.37%	5.63	76.56	-0.94	5.03	164.10	7.06%	11.73

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：中国境外主要品牌效益

中国境外主要品牌	平均房价 (欧元/间)			平均出租率 (%)			RevPAR (欧元/间)		
	19.5	5 月同比变化	增速环比	19.5	5 月同比变化 (pct)	增速环比	19.5	5 月同比变化	增速环比
中端酒店	64.37	3.09%	-0.47	61.33	3.24	-2.19	39.48	8.85%	-4.57
经济型酒店	52.89	0.59%	0.53	66.96	-1.82	-3.18	35.42	-2.05%	-4.07
平均	55.95	1.25%	0.30	65.36	-0.14	-3.00	36.57	1.02%	-4.34

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 3：境内外酒店规模发展情况

酒店分类		2019 年 5 月份净开业	2019 年 5 月底已开业	2019 年 5 月份净签约	2019 年 5 月底已签约	
境内	中端酒店	酒店	75	2,572	162	5,368
		房间	7,861	312,546	16,667	646,678
	经济型酒店	酒店	-2	3,954	9	4,893
		房间	-1,099	356,504	251	426,824
	合计	酒店	73	6,526	171	10,261
		房间	6,762	669,050	16,918	1,073,502
境外	中端酒店	酒店	-2	268	-1	310
		房间	-380	35,941	-320	41,494
	经济型酒店	酒店	1	994	7	1,046
		房间	26	68,752	426	73,109
	合计	酒店	-1	1,262	6	1,356
		房间	-354	104,693	106	114,603
合计		酒店	72	7,788	177	11,617
		房间	6,408	773,743	17,024	1,188,105

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

锦江股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	9,835	10,385	5,447	5,054	营业收入	14,697	15,292	15,886	16,322
现金	7,355	7,397	2,924	1,947	减:营业成本	1,528	1,669	1,822	1,916
应收账款	995	931	1,100	976	营业税金及附加	172	153	159	163
存货	85	97	100	108	营业费用	7,538	7,577	7,604	7,604
其他流动资产	1,400	1,960	1,324	2,023	管理费用	4,065	4,205	4,337	4,407
非流动资产	30,297	31,955	33,544	34,713	财务费用	372	352	334	326
长期股权投资	405	551	686	824	资产减值损失	59	25	26	27
固定资产	6,634	6,780	6,894	6,825	加:投资净收益	523	265	195	195
在建工程	539	846	1,021	1,075	其他收益	51	55	45	20
无形资产	7,334	8,507	9,919	11,183	营业利润	1,550	1,757	1,956	2,169
其他非流动资产	15,385	15,271	15,025	14,807	加:营业外净收支	14	0	0	0
资产总计	40,133	42,339	38,991	39,768	利润总额	1,564	1,757	1,956	2,169
流动负债	8,050	11,820	10,112	12,723	减:所得税费用	336	369	411	471
短期借款	13	347	236	273	少数股东损益	145	165	183	203
应付账款	2,027	2,771	2,373	3,070	归属母公司净利润	1,082	1,223	1,362	1,495
其他流动负债	6,011	8,702	7,504	9,381	EBIT	2,368	2,018	2,207	2,408
非流动负债	18,284	15,908	13,298	10,339	EBITDA	3,807	3,206	3,532	3,869
长期借款	15,508	13,054	10,469	7,502					
其他非流动负债	2,777	2,854	2,828	2,837	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	26,334	27,728	23,410	23,062	每股收益(元)	1.13	1.28	1.42	1.56
少数股东权益	1,176	1,341	1,524	1,728	每股净资产(元)	13.18	13.85	14.67	15.64
归属母公司股东权益	12,622	13,270	14,057	14,978	发行在外股份(百万股)	958	958	958	958
负债和股东权益	40,133	42,339	38,991	39,768	ROIC(%)	6.1%	5.2%	6.1%	7.0%
					ROE(%)	8.9%	9.5%	9.9%	10.2%
					毛利率(%)	89.6%	89.1%	88.5%	88.3%
					销售净利率(%)	7.4%	8.0%	8.6%	9.2%
					资产负债率(%)	65.6%	65.5%	60.0%	58.0%
					收入增长率(%)	8.2%	4.0%	3.9%	2.7%
					净利润增长率(%)	22.8%	13.0%	11.3%	9.8%
					P/E	22.17	19.62	17.62	16.05
					P/B	1.90	1.81	1.71	1.60
					EV/EBITDA	9.27	10.90	10.49	9.15
现金流量表 (百万元)									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
经营活动现金流	3,515	3,933	1,607	5,064					
投资活动现金流	-605	-2,397	-2,647	-2,326					
筹资活动现金流	-5,444	-1,493	-3,434	-3,715					
现金净增加额	-2,526	43	-4,474	-977					
折旧和摊销	1,439	1,188	1,325	1,461					
资本开支	1,020	1,321	1,518	1,010					
营运资本变动	1,030	1,287	-1,274	1,864					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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>

