

Q3 经营端略有波动，成本费用优化带动业绩超预期

——锦江酒店三季报点评

公司公布三季报，19年前三季度实现营收 112.82 亿元/+2.97%，实现归母净利润 8.73 亿元/+0.15%，实现扣非归母净利润 8.00 亿元/+18.08%，业绩超预期。单三季度：Q3 实现营收 41.39 亿元/+3.04%，实现归母净利润 3.05 亿元/-17.10%，扣非归母净利润 4.42 亿元/+22.09%，盈利端改善显著。扣非前后差异主要来自于交易性金融资产期末公允价值下降导致损失 2.14 亿元。

核心观点

- **开店及改造情况：开店速度加快。**（1）新开店情况：前三季度新开业酒店 1,107 家，单季度新开业 447 家。（2）净新开店情况：前三季度净增开业酒店 718 家，其中直营酒店减少 21 家，加盟酒店增加 739 家。单三季度净开业 312 家，其中直营减少 6 家，加盟增加 318 家。（3）签约情况。前三季度已经签约的酒店 12,390 家，单三季度签约 4541 家。开店及储备情况良好，显示较强品牌认可度。
- **境内整体经营情况：房价由正转负，出租率降幅略有扩大，三季度 RevPAR 仍有压力。**（1）单三季度，公司境内酒店平均 RevPAR 169.08 元/-1.49%（Q2 RevPAR +0.68%），出租率 78.49%/-4.16pct（Q2 为-3.9pct），房价 215.41 元/-3.73%（Q2 为+6.02%）。（2）分结构情况如下，经济型酒店 RevPAR 126.0 元/-8.12%（Q2 RevPAR -6.22%），出租率 75.94%/-5.6pct，平均房价 165.92 元/-1.34%。（3）中端酒店 RevPAR 213.53 元/-5.66%（Q2 RevPAR -4.94%），出租率 81.13%/-3.27pct，平均房价 263.19 元/-1.86%。
- **境外整体经营情况：总体和结构上出租率和房价均有正贡献。**（1）单三季度，公司境外酒店平均 RevPAR 40.32 欧元/+2.13%（Q2 RevPAR +2.86%），出租率 69.55%/+0.35pct（Q2 为+0.52pct），房价 57.97 欧元/+1.61%（Q2 为+2.02%）。（2）分结构情况如下，经济型酒店 RevPAR 39.29 欧元/+1.63%（Q2 RevPAR +0.63%），出租率 72.32%/-0.08pct，平均房价 54.33 欧元/+1.55%。（3）中端酒店 RevPAR 42.77 欧元/+3.28%（Q2 RevPAR +8.32%），出租率 62.88%/+0.91pct，平均房价 68.02 欧元/+1.78%。
- **在成本费用优化带动下，公司业绩超出市场预期。**在 q3 经营端量价压力仍在情况下，公司凭借成本费用的有效控制，实现扣非业绩的逆势中高速增长。前期较多的并购整合一定程度推高了公司费用水平，目前公司的优化稳步推进中，效应逐步显现，后续空间仍大。公司作为全球房量领先的巨头，品牌品质及梯队建设均有竞争力，在国企稳健基因的护航下，我们仍继续看好其长期上限与大潜力。

财务预测与投资建议

- 由于公司三季度产生较大非经常性损益，我们调整公司 19-21 年 EPS 为 1.17/1.42/1.67 元（调整前为 1.30/1.49/1.76 元），使用可比公司法给予 20 年 22 倍 PE，对应目标价 31.24 元，维持买入评级。

风险提示

- 物业租金及费用率波动，突发事件及自然灾害，RevPAR 不及预期

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13,583	14,697	15,119	15,905	17,150
同比增长(%)	27.7%	8.2%	2.9%	5.2%	7.8%
营业利润(百万元)	1,276	1,550	1,601	1,894	2,249
同比增长(%)	48.7%	21.5%	3.3%	18.3%	18.8%
归属母公司净利润(百万元)	882	1,082	1,124	1,363	1,597
同比增长(%)	26.9%	22.8%	3.8%	21.3%	17.2%
每股收益(元)	0.92	1.13	1.17	1.42	1.67
毛利率(%)	90.5%	89.6%	90.1%	90.3%	90.0%
净利率(%)	6.5%	7.4%	7.4%	8.6%	9.3%
净资产收益率(%)	6.8%	8.5%	8.5%	9.6%	10.5%
市盈率	32.2	26.2	25.3	20.8	17.8
市净率	2.2	2.2	2.1	1.9	1.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2019年10月31日)	22.35 元
目标价格	31.24 元
52周最高价/最低价	30.55/19.95 元
总股本/流通A股(万股)	95,794/80,194
A股市值(百万元)	21,410
国家/地区	中国
行业	餐饮旅游
报告发布日期	2019年10月31日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.64	-3.46	-7.38	-2.27
相对表现	-1.22	5.35	8.72	25.51
沪深300	0.42	1.89	1.34	23.24



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

相关报告

Q2 业绩环比改善，新开门店+结构升级持续 2019-09-03
兑现：
结构升级及效率提升进行中，关注预期回升 2019-04-10
的修复机会：
revpar 增速有所下行，开店提速： 2019-01-30

盈利预测

- (1) 由于公司三季度产生交易性金融资产期末公允价值下降导致损失 2.14 亿元，因此调整 2019-2021 年公允价值变动净收益为-25/0/0 百万元；
- (2) 由于公司前三季度管理费用相比去年同期有较大改善，调整 2019-2021 年管理费用率为 27.58%/27.82%/27.38%；

表 1：核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
核心假设						
公允价值变动净收益	250.0	200.0	100.0	-25.00	-	-
变动幅度				-110.0%	-100.0%	-100.0%
销售费用率	50.63%	49.33%	47.60%	50.58%	50.58%	50.58%
变动幅度				0.0%	2.5%	6.3%
管理费用率	28.67%	29.35%	29.30%	27.58%	27.82%	27.38%
变动幅度				-1.1%	-1.5%	-1.9%
分产品盈利预测						
经济型酒店营运及管理业务						
销售收入	14,978.78	15,784.31	16,822.75	14,885	15,679	16,705
变动幅度				-0.6%	-0.7%	-0.7%
毛利率	91.10%	91.26%	91.38%	90.70%	90.87%	90.99%
变动幅度				-0.4%	-0.4%	-0.4%
餐饮及食品业务						
销售收入	233	226	445	233	226	445
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	53.41%	53.41%	53.41%	53.41%	53.41%	53.41%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
其他业务						
销售收入	0.18	0.17	0.14	0.18	0.17	0.14
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	55.52%	55.52%	55.52%	55.52%	55.52%	55.52%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
合计	15,212	16,011	17,268	15,118.72	15,905.38	17,150.40

变动幅度				-0.6%	-0.7%	-0.7%
综合毛利率	90.52%	90.73%	90.40%	90.13%	90.33%	90.01%
变动幅度				-0.4%	-0.4%	-0.4%

数据来源: Wind, 东方证券研究所

表 2: 主要财务数据变动分析表

人民币亿元 (标注除外)	调整前			调整后		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
营业收入	15,212	16,011	17,268	15,118.72	15,905.38	17,150.40
变动幅度				-0.6%	-0.7%	-0.7%
营业利润	1,775	1,980	2,370	1,601.13	1,893.60	2,248.70
变动幅度				-9.8%	-4.4%	-5.1%
归属母公司净利润	1,242	1,423	1,682	1,123.56	1,363.33	1,597.32
变动幅度				-9.6%	-4.2%	-5.0%
每股收益 (元)	1.30	1.49	1.76	1.17	1.42	1.67
变动幅度				-9.6%	-4.2%	-5.0%
毛利率(%)	90.52%	90.73%	90.40%	90.13%	90.33%	90.01%
变动幅度				-0.4%	-0.4%	-0.4%
净利率(%)	8.17%	8.89%	9.74%	7.43%	8.57%	9.31%
变动幅度				-0.7%	-0.3%	-0.4%

数据来源: Wind, 东方证券研究所

投资建议

虽然 Q3 公司经营数字仍有下行，筑底过程多有波动、仍在继续，但我们认为酒店行业中长逻辑与商业模式仍优秀。尽管中短期仍需跟随经济走势、经营向上的时间点有一定的不确定性，但从估值角度看，目前公司对应 19 年估值仅 19 倍，历史估值底部区间也已基本反映了市场的悲观预期，公司股价向下空间亦较为有限，后续如有预期转暖带动业绩估值双提升弹性更大，性价比较高。

由于公司三季度产生较大非经常性损益，我们调整公司 19-21 年 EPS 为 1.17/1.42/1.67 元（调整前为 1.30/1.49/1.76 元），使用可比公司法给予 20 年 22 倍 PE，对应目标价 31.24 元，维持买入评级。

表 3: 可比公司估值表

公司	代码	最新价格	每股收益 (元)					市盈率			
			2019/10/29	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E

精选国际酒店	CHH.N	87.62	3.86	4.22	4.40	4.72	17.96	20.77	19.92	18.59
希尔顿酒店	HLT.N	97.31	2.71	3.86	4.31	4.79	25.75	25.21	22.61	20.31
华住	HTHT.O	37.04	0.80	0.78	1.09	1.41	40.73	47.84	34.42	26.64
万豪国际	MAR.O	126.53	6.18	6.01	6.64	7.39	21.11	21.04	19.06	17.11
岭南控股	000524	7.17	0.31	0.42	0.38	0.48	23.45	17.21	18.87	15.04
首旅酒店	600258	16.70	0.87	0.91	1.03	1.19	19.25	18.38	16.14	14.01
金陵饭店	601007	10.84	0.23	0.30	0.35		47.13	36.13	30.97	
调整后平均							26.06	24.31	22.29	17.76

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	9,883	7,355	10,583	10,338	11,620	营业收入	13,583	14,697	15,119	15,905	17,150
应收账款	940	995	990	1,073	1,147	营业成本	1,295	1,528	1,493	1,537	1,713
预付账款	327	279	364	356	374	营业税金及附加	167	172	177	186	201
存货	76	85	95	91	102	营业费用	7,323	7,538	7,648	7,899	8,431
其他	1,183	1,120	1,036	1,058	1,043	管理费用	3,308	4,090	4,170	4,425	4,695
流动资产合计	12,409	9,835	13,069	12,918	14,287	财务费用	418	372	344	334	238
长期股权投资	417	405	405	405	405	资产减值损失	87	59	7	7	7
固定资产	6,747	6,634	6,168	5,670	5,140	公允价值变动收益	0	(20)	(25)	0	0
在建工程	679	539	1,104	1,669	2,233	投资净收益	302	523	295	326	333
无形资产	7,472	7,334	7,159	6,984	6,810	其他	(11)	110	51	51	51
其他	15,835	15,385	13,923	13,169	12,413	营业利润	1,276	1,550	1,601	1,894	2,249
非流动资产合计	31,150	30,297	28,760	27,897	27,001	营业外收入	33	49	82	94	75
资产总计	43,560	40,133	41,828	40,815	41,288	营业外支出	32	35	33	33	34
短期借款	1,016	13	3,136	1,473	13	利润总额	1,277	1,564	1,650	1,954	2,290
应付账款	2,137	2,027	2,498	2,383	2,598	所得税	287	336	387	439	515
其他	3,786	6,011	5,359	5,142	5,626	净利润	990	1,228	1,262	1,515	1,775
流动负债合计	6,939	8,050	10,993	8,998	8,236	少数股东损益	108	145	139	151	177
长期借款	18,997	15,508	15,428	15,348	15,268	归属于母公司净利润	882	1,082	1,124	1,363	1,597
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.92	1.13	1.17	1.42	1.67
其他	3,009	2,777	347	347	347						
非流动负债合计	22,005	18,284	15,775	15,695	15,615	主要财务比率					
负债合计	28,944	26,334	26,768	24,692	23,851		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	1,631	1,176	1,315	1,467	1,644	成长能力					
股本	958	958	958	958	958	营业收入	27.7%	8.2%	2.9%	5.2%	7.8%
资本公积	8,711	8,044	8,044	8,044	8,044	营业利润	48.7%	21.5%	3.3%	18.3%	18.8%
留存收益	2,819	3,365	4,489	5,399	6,537	归属于母公司净利润	26.9%	22.8%	3.8%	21.3%	17.2%
其他	497	255	255	255	255	获利能力					
股东权益合计	14,616	13,798	15,060	16,123	17,438	毛利率	90.5%	89.6%	90.1%	90.3%	90.0%
负债和股东权益总计	43,560	40,133	41,828	40,815	41,288	净利率	6.5%	7.4%	7.4%	8.6%	9.3%
						ROE	6.8%	8.5%	8.5%	9.6%	10.5%
						ROIC	3.7%	4.6%	4.5%	5.0%	5.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	66.4%	65.6%	64.0%	60.5%	57.8%
净利润	990	1,228	1,262	1,515	1,775	净负债率	71.2%	71.6%	64.2%	47.8%	29.8%
折旧摊销	1,535	1,219	1,484	1,532	1,557	流动比率	1.79	1.22	1.19	1.44	1.73
财务费用	418	372	344	334	238	速动比率	1.78	1.21	1.18	1.43	1.72
投资损失	(302)	(523)	(295)	(326)	(333)	营运能力					
营运资金变动	448	587	(276)	55	225	应收账款周转率	17.3	15.2	15.2	15.4	15.4
其它	162	632	(1,665)	7	7	存货周转率	16.3	18.5	16.3	16.3	17.5
经营活动现金流	3,252	3,515	854	3,116	3,469	总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
资本支出	(546)	178	(860)	(860)	(859)	每股指标(元)					
长期投资	132	375	174	183	192	每股收益	0.92	1.13	1.17	1.42	1.67
其他	(531)	(1,158)	376	313	402	每股经营现金流	3.40	3.67	0.89	3.26	3.62
投资活动现金流	(945)	(605)	(310)	(364)	(266)	每股净资产	13.57	13.19	14.36	15.31	16.50
债权融资	1,351	(2,038)	(95)	(547)	237	估值比率					
股权融资	(134)	(667)	0	0	0	市盈率	32.2	26.2	25.3	20.8	17.8
其他	(40)	(2,738)	2,780	(2,449)	(2,158)	市净率	2.2	2.2	2.1	1.9	1.8
筹资活动现金流	1,177	(5,444)	2,685	(2,997)	(1,922)	EV/EBITDA	11.5	11.9	10.9	9.9	9.2
汇率变动影响	38	7	0	0	0	EV/EBIT	22.0	19.4	19.2	16.7	15.0
现金净增加额	3,521	(2,526)	3,228	(245)	1,282						

资料来源：东方证券研究所

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

