

2019年04月01日

酒店

回暖已至，乘风起航！

我们团队在 19 年 1 月初提出宏观“政策底”或临近，开始重点推荐估值仍处历史底部的酒店板块，并在 1 月份组织 4 家酒店调研及 2-3 月多场酒店专家电话会议，持续推荐首旅酒店和锦江股份。当前时点，锦江和 STR 的 1-2 月入住率均环比回暖+华住 18Q4 入住率回暖，我们认为酒店板块入住率降幅逐步收窄的基本面改善已经开始，目前正处与酒店周期复苏的第一阶段（对标国内酒店上一轮周期的 15Q2-16Q4），我们从 18 年基数低+3 月 PMI 超预期+1-2 月社融大增+4-5 月减税降费四层面出发，核心看好 19 年酒店 RevPAR 增速回暖，且 19 年 H2 增速有望更高的板块基本面回暖行情。此外，19 年首旅和华住开店计划均有望提速。目前首旅和锦江的估值却仍处历史低位（19 年 PE 23~24x），继续重点推荐。

■华住、STR、锦江近期入住率均企稳向好，3-4 月企稳有望延续。回顾酒店行业周期特征及 2015-2018 年 Q3 的上一轮酒店周期，低迷期向复苏期的转变的最重要指标就是入住率的回暖（第一阶段降幅收窄，第二阶段实现正向增长），目前锦江和 STR 的 1-2 月酒店入住率环比 18 年 12 月均实现降幅收窄企稳，华住 18Q4 入住率显著回暖。考虑到入住率指标 18 年 3-4 月基数并不大，其 3 月 PMI 数据好于预期，我们认为酒店 3-4 月的入住率有望继续企稳。

■18 年 3-4 月 RevPAR 增速全年最大，看好 19 年 5-6 月数据回暖。在 RevPAR 角度来看，RevPAR 增速 18H1 在平均房价提升驱动下走高，但 18H2 开始受宏观经济影响出租率变弱拖累 RevPAR 增速走低，形成低基数。1) 月度数据来看：18 年 3-4 月均为锦江和 STR 18 年中全年 RevPAR 增速最大的两个月，对应 19 年 3-4 月的 RevPAR 增速压力较大，但 5-6 月的基数则回归正常水平。2) 季度数据来看：首旅锦江华住均呈现 18Q1-2 增速高，18Q3-4 增速低的格局，我们认为酒店 RevPAR 在 19 年 5-6 月企稳复苏后，19 年三四季度基数压力有望继续减小。

■1-2 月社融回暖+3 月 PMI 回暖+4-5 月减税降费，酒店基本面催化有望逐步落地，19 年 H2 数据有望更好。酒店行业中由于商旅出行的住客占比高达 60~80%，因此与宏观经济的活跃及景气程度高度相关。1) 3 月 PMI 超预期：根据酒店 STR 的 RevPAR 与入住率增速和 PMI 的回归模型，两者拟合度分别高达 0.41 和 0.59。3 月国内制造业 PMI 数据提升至 54.0，环比大幅回暖超预期，看好 3 月酒店入住率继续企稳复苏！2) 4-5 月减税降费：我们认为 4-5 月的减税降费有望增强中小企业盈利能力及出差次数，提高酒店入住率，推动 4-5 月及后续数据回

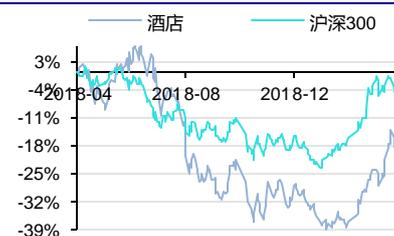
行业深度分析

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票	目标价	评级
600258 首旅酒店	-	买入-A
600754 锦江股份	-	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-0.83	-10.09	-0.74
绝对收益	2.44	18.53	-1.41

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001
liuwz@essence.com.cn
021-35082109

相关报告

- 酒店深度四：酒店 STR 高频数据正确打开方式 2018-08-19
- 酒店深度三：剖析被忽视的成长性（更新） 2018-04-12
- 酒店深度二：提价周期下，酒店行业估值几何 2018-01-26
- 酒店深度一：繁荣伊始，迎提价之风 2018-01-01

暖。3) 5-9月社融传导至基本面：社融大约领先宏观经济4~8个月，18年H2社融数据较差但19年1-2月大幅度回暖，我们预计有望推动5-9月中期酒店数据进一步回暖复苏。

■**首旅及华住19年开店有望加速，成长性逻辑同样有望提速。**首旅酒店近期拟与凯悦酒店集团合资设立酒店管理公司，定位中高端的旅行市场，加大对中端酒店布局。华住19年本次计划新开店800~900家酒店，同比18年计划开店650-700家店同样实现加速。我们认为本次酒店的复苏行情除了周期性复苏外，成长性在19年有望更优，有望让酒店标的再上一个台阶。

■**投资建议：酒店基本面修复弹性大，重点推荐首旅和锦江。**1) 首旅酒店：高直营店占比弹性更大，19年展店有望加速，重点推荐。首旅酒店直营店占比达26%，相比华住的18%和锦江12%（国内直营店占整体比例）更大，我们认为首旅酒店本轮宏观预期及酒店经营数据回暖下，业绩弹性有望更大且19年有望开店提速。预计首旅酒店19年扣非业绩9.30亿元/+27.8%，整体业绩对应PE 23.9x，过去10年PE均值37x，目前估值仍处历史低位，继续推荐。2) 锦江股份：提费拉低18年基数，周期+成长助力19年扣非业绩有望大增。我们预计锦江19年毛开店依旧有望实现1000家，且净增酒店700家以上。叠加酒店月度数据逐步改善回暖，以及18年Q4提前计提了较多的奖金费用等费用形成低基数，我们预计锦江19年有望成扣非业绩增速放量增长大年！预计2019年扣非业绩10.72亿元/+45.3%，整体业绩对应19PE 25.5x，过去10年PE均值37x，目前估值仍处历史低位，继续推荐。

■**风险提示：宏观经济下行，酒店供给放量提速，同店RevPAR提升不及预期，加盟店扩张不及预期。**

内容目录

1. 五维度看近期酒店：高成长势头延续，估值预期仍处低位	5
1.1. 华住、STR、锦江近期入住率均企稳向好，3-4月回暖有望延续.....	5
1.2. 18年3-4月RevPAR增速全年最大，看好19年5-6月数据回暖.....	7
1.3. 1-2月社融回暖+3月PMI回暖+4-5月减税降费，酒店H2有望数据双升.....	9
1.4. 首旅及华住19年开店有望加速，成长性逻辑同样有望更好！.....	10
1.5. 酒店PE及机构持仓仍处历史较低为主，预期同样仍在底部.....	12
2. 酒店基本面修复弹性大，重点推荐首旅和锦江	14
2.1. 首旅酒店：高直营店占比弹性更大，19年展店有望加速，重点推荐.....	14
2.2. 锦江股份：提费拉低18年基数，周期+成长助力19年扣非业绩有望大增.....	14
3. 风险提示	15

图表目录

图 1：目前酒店入住率均降幅收窄，酒店板块已从“低迷期”向“复苏期”推进.....	5
图 2：上一轮酒店周期，华住初期表现为入住率降幅收窄.....	6
图 3：上一轮酒店周期，锦江初期表现同为入住率降幅收窄.....	6
图 4：锦江的19年1-2月的入住率降幅已收窄企稳.....	6
图 5：STR 1-2月入住率同比-0.44pct，环比18年11-12月的-0.95pct和-0.50pct呈企稳势头.....	6
图 6：华住18Q4入住率同比降低0.9%，环比18Q3同降2.3%有所企稳.....	7
图 7：STR酒店RevPAR增速18年同样呈现前高后低格局，且18年3-4月增速最大.....	7
图 8：锦江境内酒店整体RevPAR增速18年同样呈前高后低，且18年3-4月增速最大.....	8
图 9：STR出租率YoY与锦江的调整R方达0.89.....	8
图 10：STR RevPAR YoY与锦江的调整R方达0.72.....	8
图 11：季度数据：华住RevPAR增速18年呈Q1-2高，Q3-4低的格局.....	8
图 12：如家RevPAR增速预计18年同样呈前高后低.....	9
图 13：锦江境内整体RevPAR增速18年也呈前高后低.....	9
图 14：国内3月综合PMI回暖提升54.0，环比2月显著改善，看好3月酒店数据.....	9
图 15：如家整体酒店的住客：约60%为商务出差.....	9
图 16：华住中端酒店的住客：约70%为商务出差.....	9
图 17：STR入住率YOY和PMI的调整R方高达0.41.....	10
图 18：STR RevPAR YOY和PMI的调整R方高达0.59.....	10
图 19：根据历史数据，社融大致领先STR约5个月，传导至酒店基本面预计在今年5-9月.....	10
图 20：锦江收购铂涛维也纳后，开店持续加快.....	11
图 21：首旅开店稳健向好，19年有望加速.....	11
图 22：华住19年计划开店800-900家，大概率提速.....	11
图 23：格林酒店近年来持续年净开店300家以上.....	11
图 24：四个层面降本从而推动利润率大幅提升，为推动单体酒店转连锁核心原因.....	11
图 25：我们预计锦江/首旅/华住高成长性至少维持5年，未来酒店50%增量将来自中端酒店.....	12
图 26：国内酒店连锁化率持续推进，2016年至23%.....	12
图 27：预计国内2022年连锁化率41%，且后续仍有潜力.....	12
图 28：首旅酒店的PE TTM仍处历史低位.....	13
图 29：首旅酒店的基金持仓18Q4仍处低位.....	13
图 30：锦江股份的PE TTM仍处历史低位.....	13
图 31：锦江股份的基金持仓18Q4仍处低位.....	13

- 表 1: 我们预计首旅 19 年扣非业绩 9.30 亿元/+27.8%，19 年表观业绩 9.70 亿元/+11.7%.... 14
- 表 2: 我们预计锦江 19 年扣非业绩 10.72 亿元/+45.2%，19 年表观业绩 11.30 亿元/+4.4%.. 15

1. 五维度看近期酒店：高成长势头延续，估值预期仍处低位

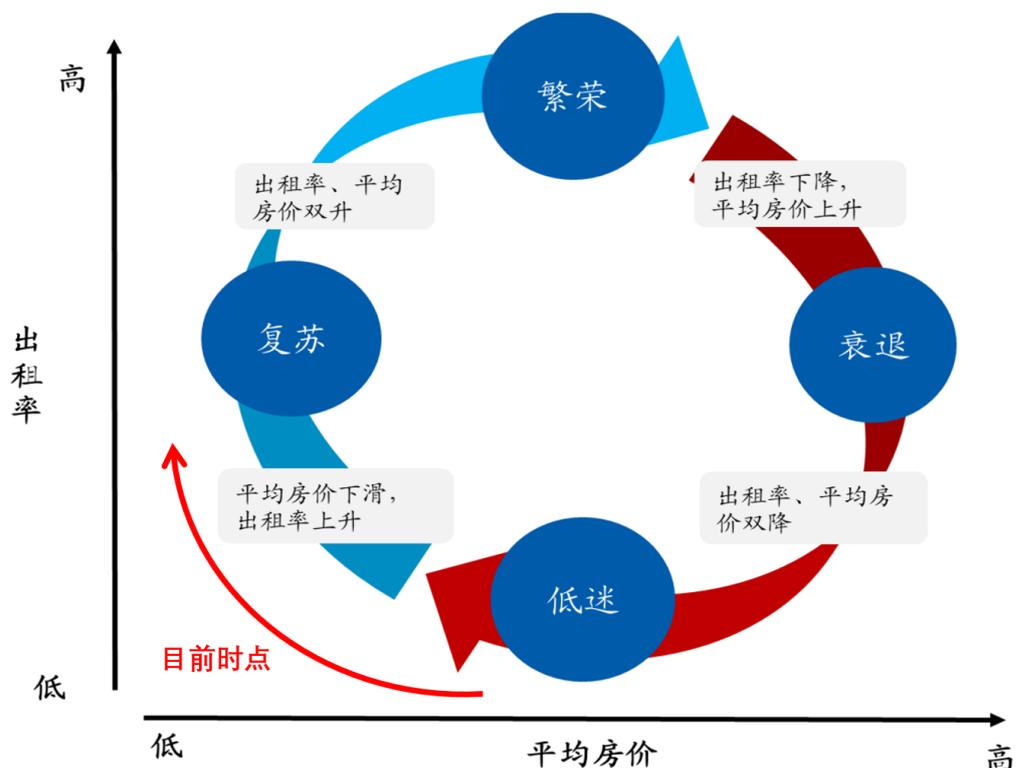
我们团队在 19 年 1 月初提出宏观“政策底”或临近，开始重点推荐估值仍处历史底部的酒店板块，并在 1 月份组织 4 场酒店调研及 2-3 月多场酒店专家电话会议，持续推荐首旅酒店和锦江股份。当前时点，锦江 1-2 月入住率环比 12 月回暖+STR1-2 月入住率环比 18 年 11 月和 12 月回暖+华住 18Q4 入住率大幅回暖，我们认为酒店板块入住率降幅逐步收窄的基本面改善已经开始，并有望在 3-4 月数据中延续！我们从基数+社融两层面出发，核心看好 19 年 5-6 月 RevPAR 数据回暖。此外，华住此前已公布 19 年开店计划为 800-900 家，同比加速。如家层面则从草根调研得到，19 年内部的开店目标同样有望加快。目前，锦江和首旅对应 19 年 PE 分别为 22x 和 22x，仍处历史较低水平，预计 19 年在加盟扩张带动下扣非业绩两家酒店增速至少 20%以上，继续推荐首旅酒店和锦江股份！

1.1. 华住、STR、锦江近期入住率均企稳向好，3-4 月回暖有望延续

回顾酒店行业周期特征及 2015-2018 年 Q3 的上一轮酒店周期，低迷期向复苏期的转变的最重要指标就是入住率的内暖（第一阶段降幅收窄，第二阶段实现正向增长）。以华住和锦江为例，其入住率分别在 15Q2 和 15Q4 开始逐步降幅收窄，并同时 16Q4 实现同比正增长，并在后续迎来入住率与平均房价双升的繁荣期（一直至 18Q2）。

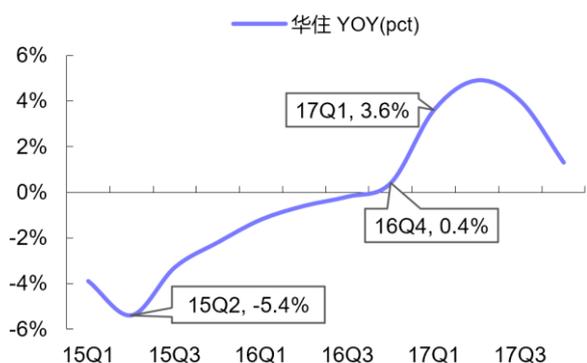
目前时点，我们认为酒店行业在 18 年 Q3-4 受宏观影响转至“低迷期”后，已经开始迎来了第一阶段的复苏——即入住率的降幅逐步收窄企稳（类比上一轮酒店周期的初期：15Q2-16Q3）。我们判断锦江和首旅的数据在 19 年 Q1 或已是底部位置，19 年 3-4 月入住率回暖企稳有望延续，19 年 5-6 月则有望迎来 RevPAR 的回暖复苏，19 年 6-12 月有望迎来入住率和平均房价双升的局面，酒店板块基本面回暖已经开始。

图 1：目前酒店入住率均降幅收窄，酒店板块已从“低迷期”向“复苏期”推进



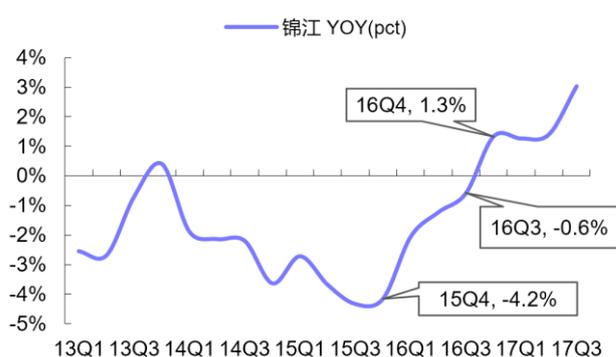
资料来源：安信证券研究中心整理

图 2：上一轮酒店周期，华住初期表现为入住率降幅收窄



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

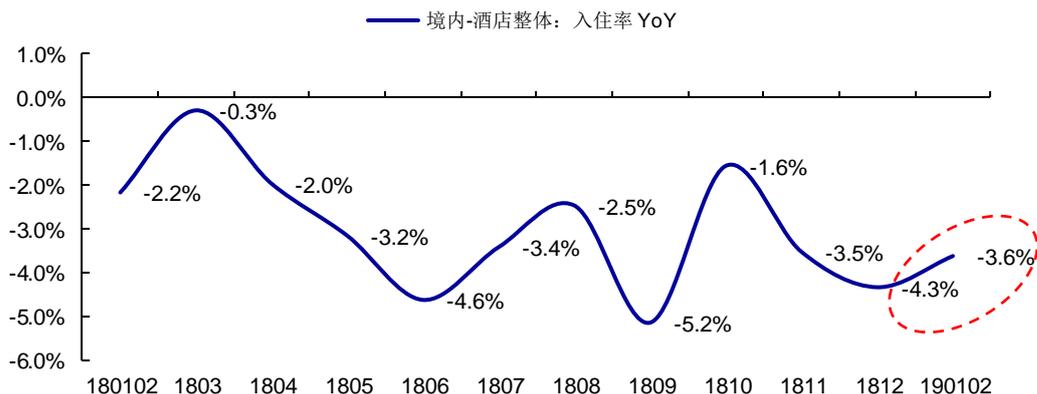
图 3：上一轮酒店周期，锦江初期表现为入住率降幅收窄



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

各项酒店数据的本轮周期表现：华住数据在 18Q4 的入住率同比下降 0.9%，环比 18Q3 收窄 1.4pct；STR 酒店 1-2 月度入住率口径同样已经出现企稳迹象，同比-0.44pct，环比 18 年 11 月和 12 月的-0.95pct 和-0.50pct 呈现一定企稳势头；锦江 1-2 月的整体境内酒店入住率同比下降 3.63%，环比 18 年 12 月-4.34pct 降幅同样实现收窄。

图 4：锦江的 19 年 1-2 月的入住率降幅已收窄企稳



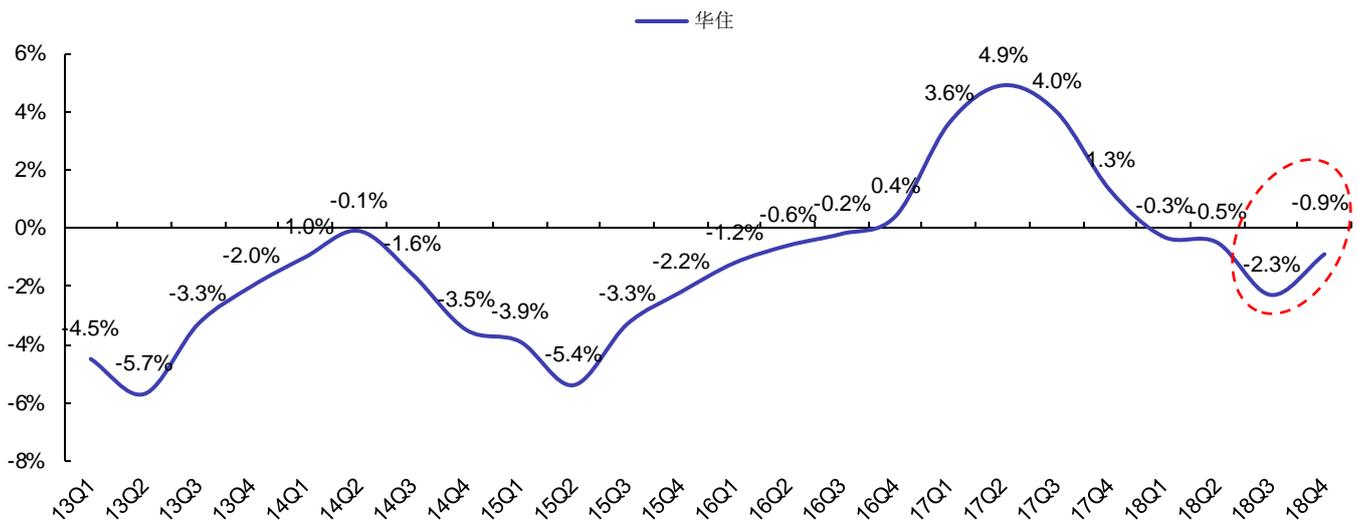
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5：STR 1-2 月入住率同比-0.44pct，环比 18 年 11-12 月的-0.95pct 和-0.50pct 呈企稳势头



资料来源：华住公告，安信证券研究中心

图 6：华住 18Q4 入住率同比降低 0.9%，环比 18Q3 同降 2.3% 有所企稳



资料来源：华住公告，安信证券研究中心

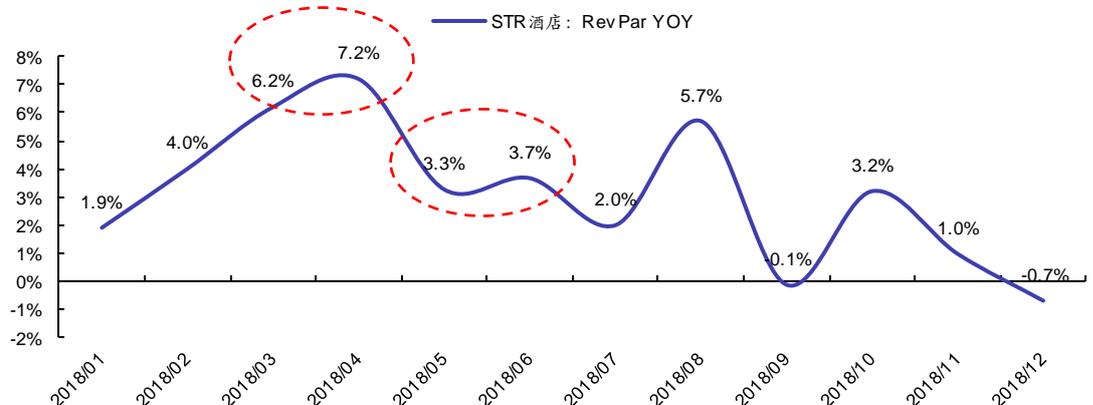
1.2. 18 年 3-4 月 RevPAR 增速全年最大，看好 19 年 5-6 月数据回暖

酒店 18 年 RevPAR 增速上半年在平均房价提升驱动下走高，但下半年开始受宏观经济影响出租率变弱拖累 RevPAR 增速走低，形成低基数。

1) 从月度数据来看：STR 和锦江股份的境内酒店整体 RevPAR 增速在 18 年 3-4 月均为全年峰值，对应 19 年 3-4 月的酒店 RevPAR 增速预计承压。18 年 5-6 月数据回归正常，较小基数下对应 19 年 5-6 月的 RevPAR 增速压力减小。

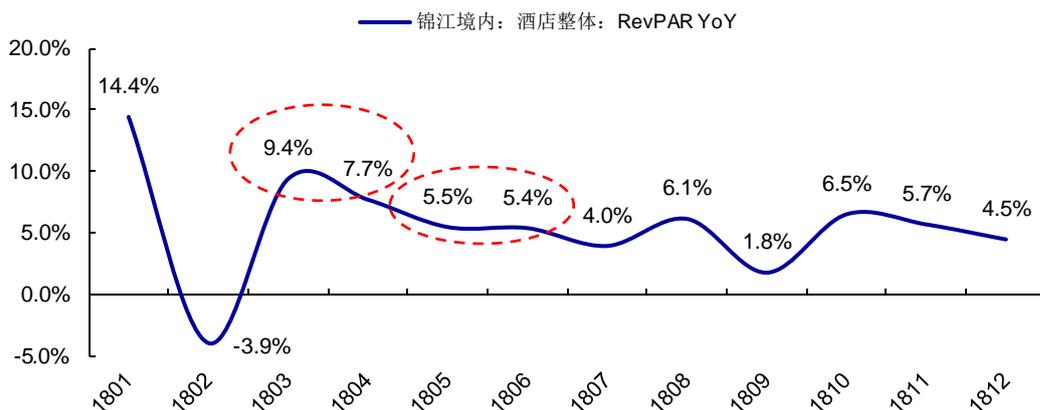
2) 从季度数据来看：华住 18 年 Q1-2 RevPAR 增速分别达 13.8% 和 13.4%，但 18Q3-4 增速降至 7.1% 和 8.1%，呈现 18 年 H1 和 H2 增速呈前高后低（首旅和锦江 18Q4 数据未公布，但大概率同样为该格局）。基于基数角度出发，我们预计 19 年 Q1-2 酒店 RevPAR 增速相对承压，19 年 Q3-4 有望边际改善。

图 7：STR 酒店 RevPAR 增速 18 年同样呈现前高后低格局，且 18 年 3-4 月增速最大



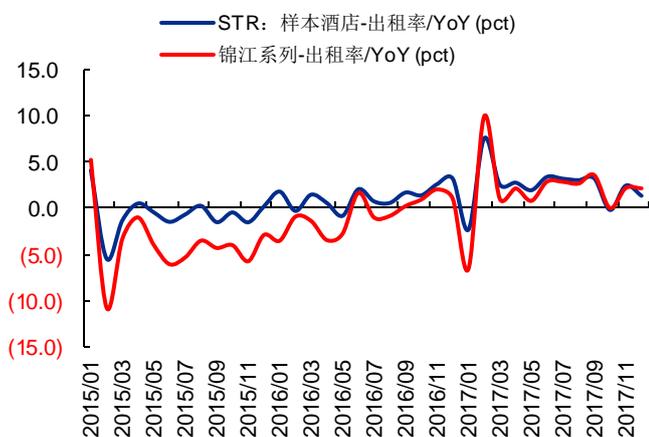
资料来源：STR，安信证券研究中心

图 8：锦江境内酒店整体 RevPAR 增速 18 年同样呈前高后低，且 183-4 月增速最大



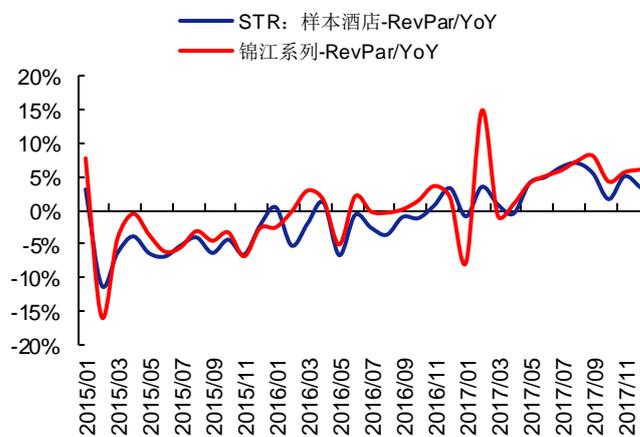
资料来源：锦江股份公告，安信证券研究中心

图 9：STR 出租率 YoY 与锦江的调整 R 方达 0.89



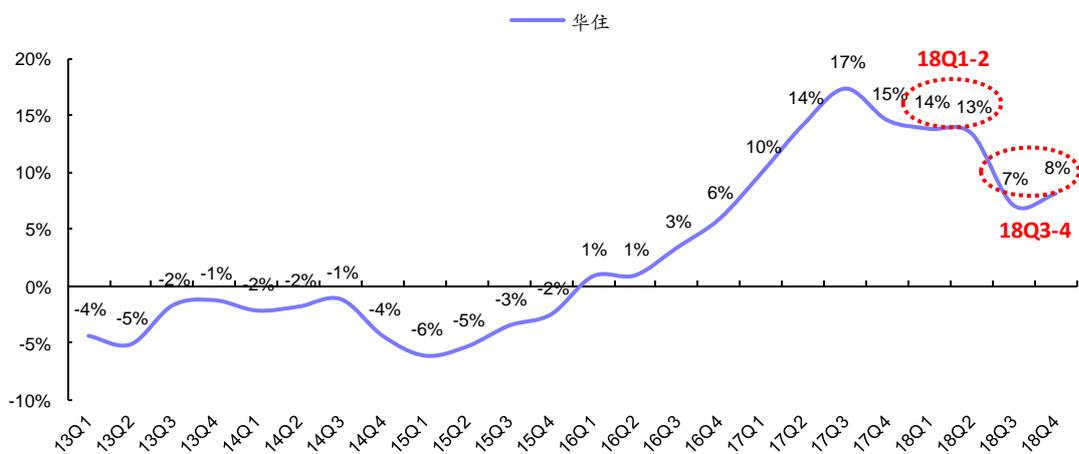
资料来源：锦江股份公告，STR，安信证券研究中心

图 10：STR RevPAR YoY 与锦江的调整 R 方达 0.72



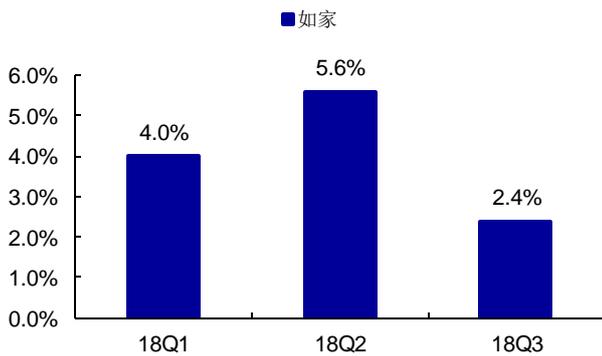
资料来源：锦江股份公告，STR，安信证券研究中心

图 11：季度数据：华住 RevPAR 增速 18 年呈 Q1-2 高，Q3-4 低的格局



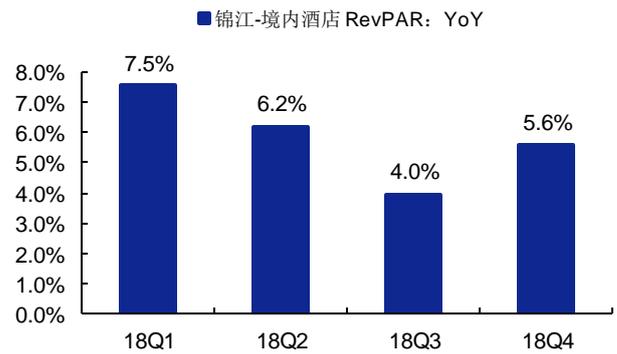
资料来源：华住公告，安信证券研究中心

图 12: 如家 RevPAR 增速预计 18 年同样呈前高后低



资料来源: 首旅酒店公告, 安信证券研究中心

图 13: 锦江境内整体 RevPAR 增速 18 年也呈前高后低

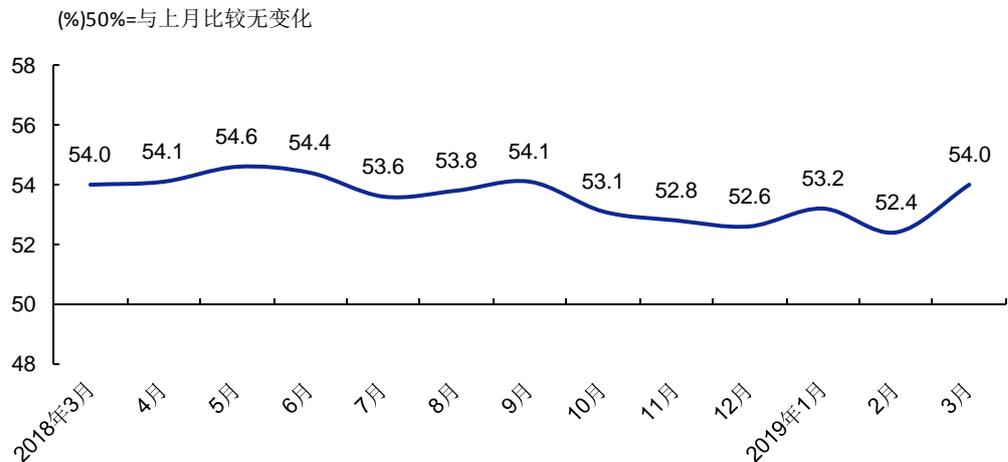


资料来源: 锦江股份公告, 安信证券研究中心

1.3. 1-2 月社融回暖+3 月 PMI 回暖+4-5 月减税降费, 酒店 H2 有望数据双升

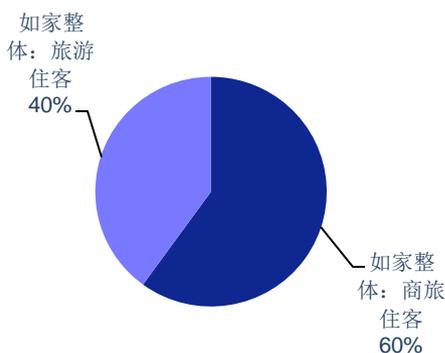
3 月国内制造业 PMI 数据提升至 54.0, 环比大幅回暖超预期! 看好 3 月酒店入住率继续企稳复苏! 酒店行业中由于商旅出行的住客占比高达 60~80%, 因此与宏观经济的活跃及景气程度高度相关。目前, A 股两家标的及 STR 的入住率均已在 1-2 月企稳, 本次 3 月 PMI 数据大幅超预期, 我们认为 3 月酒店入住率同样有望继续企稳复苏。

图 14: 国内 3 月综合 PMI 回暖提升 54.0, 环比 2 月显著改善, 看好 3 月酒店数据



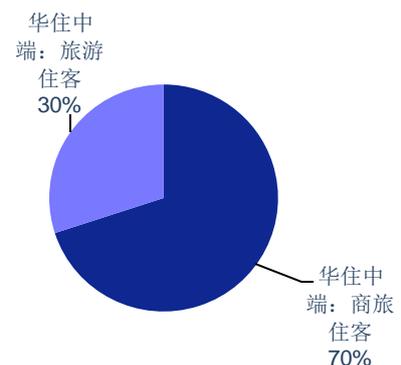
资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

图 15: 如家整体酒店的住客: 约 60%为商务出差



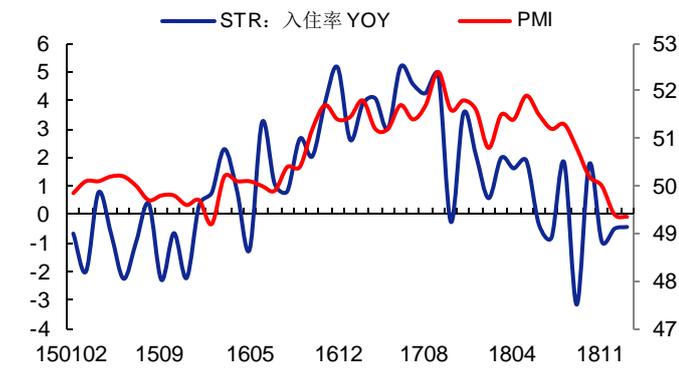
资料来源: 如家统计数据

图 16: 华住中端酒店的住客: 约 70%为商务出差



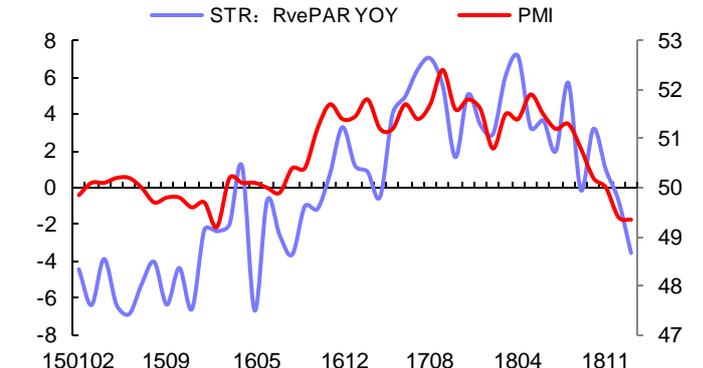
资料来源: 华住酒店统计数据

图 17: STR 入住率 YOY 和 PMI 的调整 R 方高达 0.41



资料来源: STR, 国家统计局, 安信证券研究中心

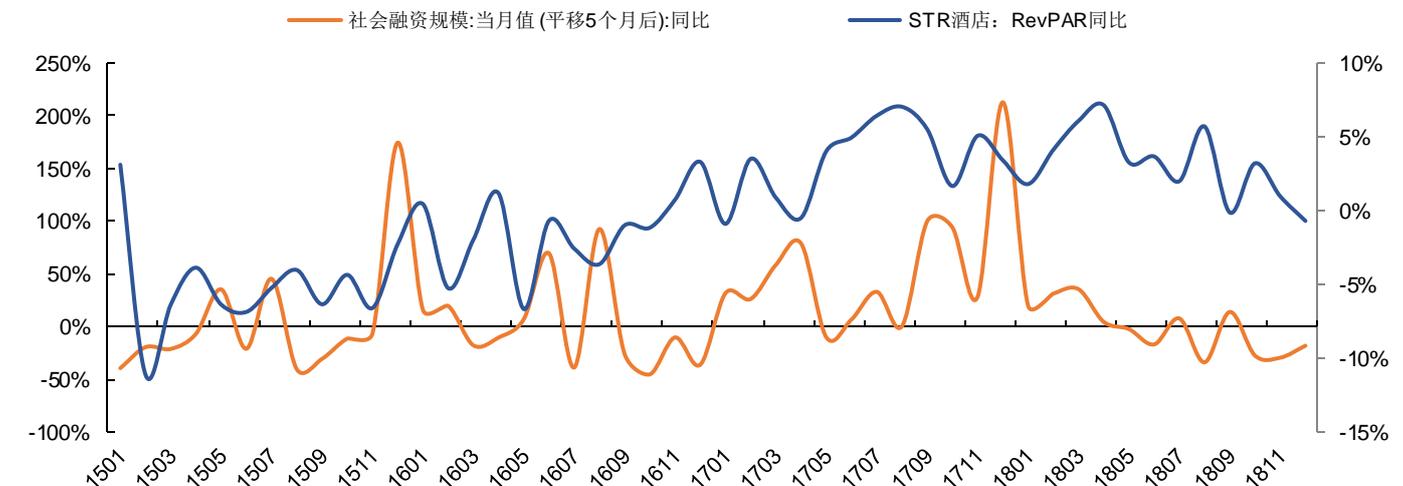
图 18: STR RevPAR YOY 和 PMI 的调整 R 方高达 0.59



资料来源: STR, 国家统计局, 安信证券研究中心

社融大约领先宏观经济 4~8 个月, 19 年 1-2 月社融大幅度回暖, 有望推动 5-9 月中期酒店数据进一步回暖复苏! 社融数据大致领先 GDP 约 4-8 个月, 且入住率与 RevPAR 的数据与经济当期活跃程度高度相关。我们复盘国内的社融数据, STR 酒店 RevPAR 大约滞后社融数据 5 个月左右。由于 18 年 6 月~12 月社融数据较差, 而 19 年 1-2 月社融数据回暖后。按照社融领先 GDP 大约 4~8 个月来看, 预计 19 年 5-9 月酒店 RevPAR 数据或将继续回暖。

图 19: 根据历史数据, 社融大致领先 STR 约 5 个月, 传导至酒店基本面预计在今年 5-9 月

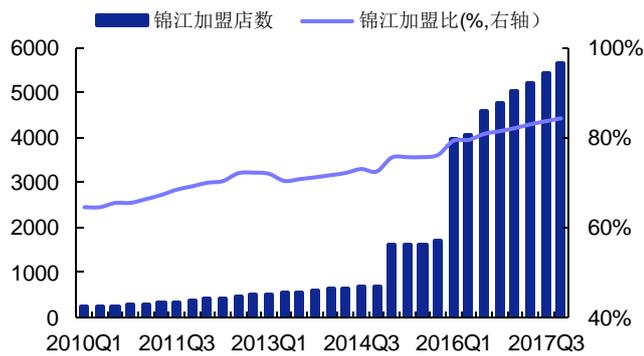


资料来源: STR, 国家统计局, 安信证券研究中心

1.4. 首旅及华住 19 年开店有望加速, 成长性逻辑同样有望更好

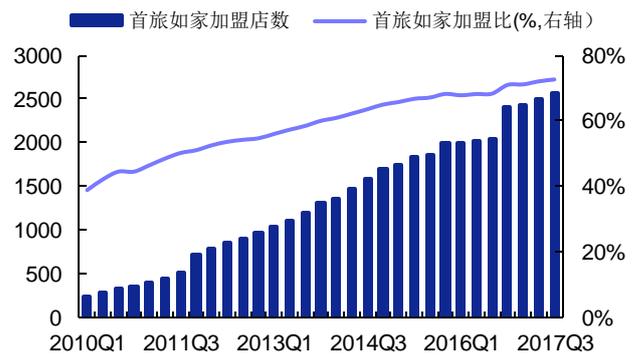
首旅及华住 19 年开店计划均有望提速, 成长性逻辑同样有望继续向好。首旅酒店近期拟与凯悦酒店集团合资设立酒店管理公司, 定位中高端的旅行市场, 对如家尚未涉足的中高端旅行市场实现产品布局, 满足国内年轻一代游客不断变化的需求, 中长期来看利好公司的业绩成长性与品牌价值提升。华住 19 年本次计划新开店 800~900 家酒店, 同比 18 年计划开店 650~700 家店同样实现加速, 未来在加盟扩张带动下业绩成长可期。

图 20: 锦江收购铂涛维也纳后, 开店持续加快



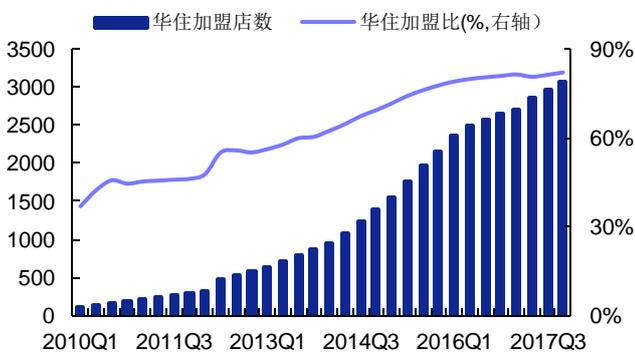
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 21: 首旅开店稳健向好, 19 年有望加速



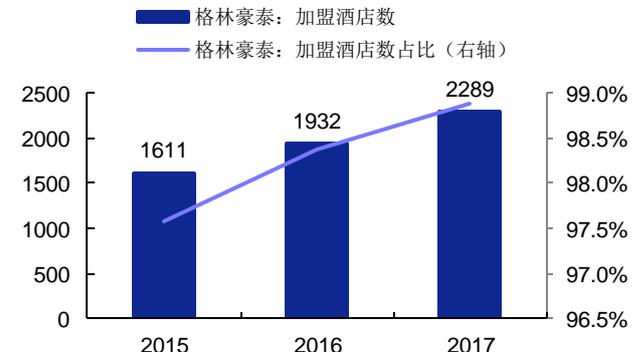
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 22: 华住 19 年计划开店 800-900 家, 大概率提速



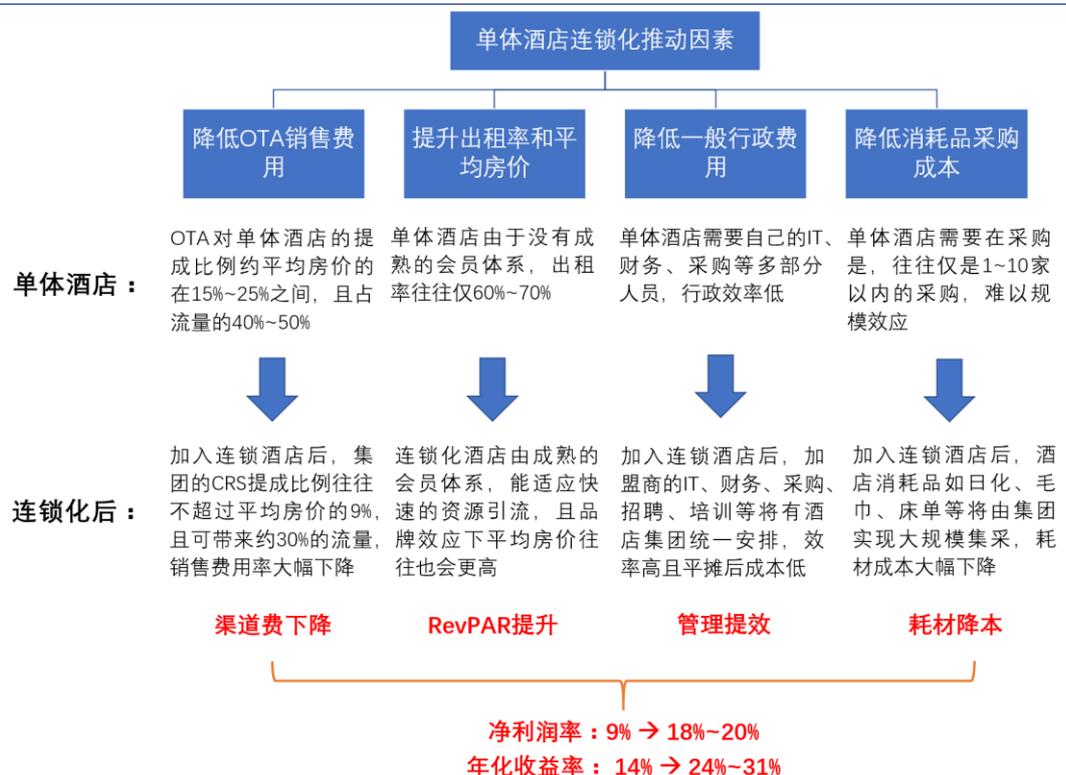
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 23: 格林酒店近年来持续年净开店 300 家以上



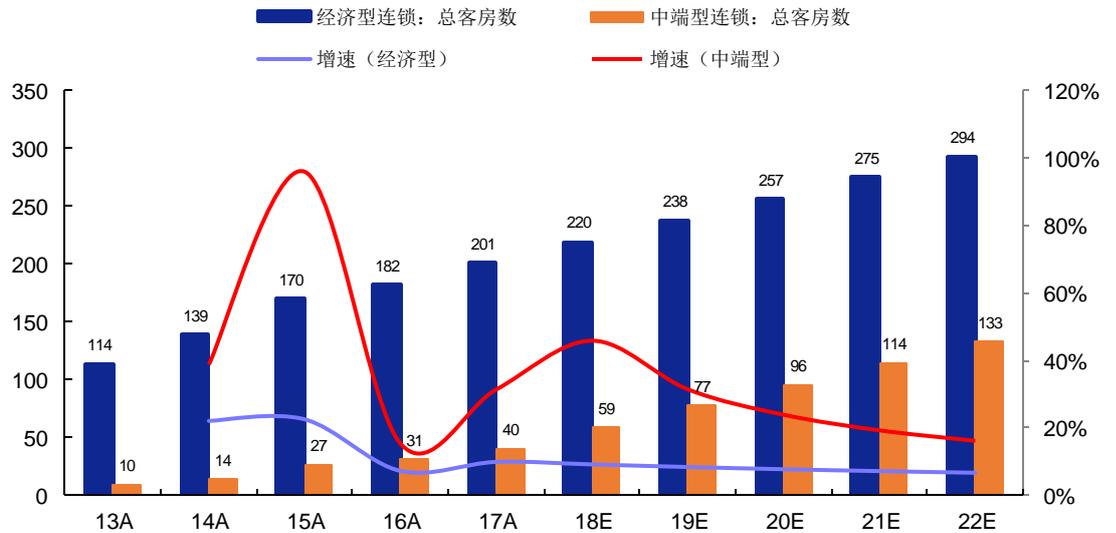
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 24: 四个层面降本从而推动利润率大幅提升, 为推动单体酒店转连锁核心原因



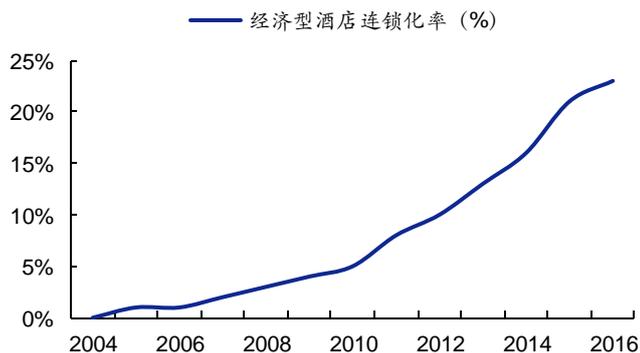
资料来源: 安信证券研究中心整理

图 25：我们预计锦江/首旅/华住高成长性至少维持 5 年，未来酒店 50%增量将来自中端酒店



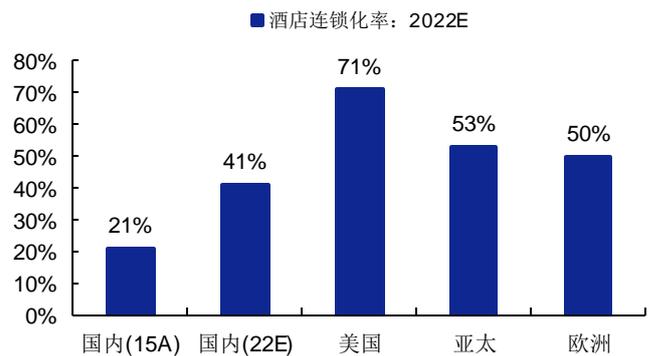
资料来源：盈蝶咨询、中国饭店业协会、安信证券研究中心测算

图 26：国内酒店连锁化率持续推进，2016 年至 23%



资料来源：盈蝶咨询，安信证券研究中心

图 27：预计国内 2022 年连锁化率 41%，且后续仍有潜力

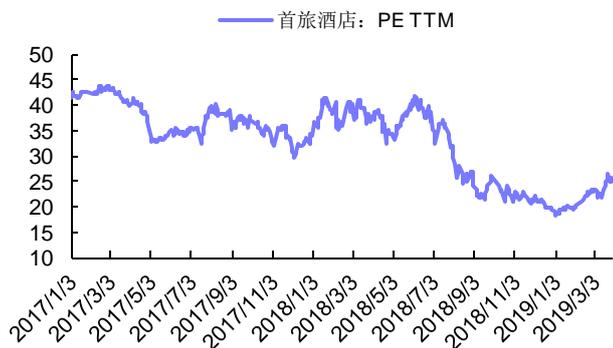


资料来源：STR，安信证券研究中心测算

1.5. 酒店 PE 及机构持仓仍处历史较低为主，预期同样仍在底部

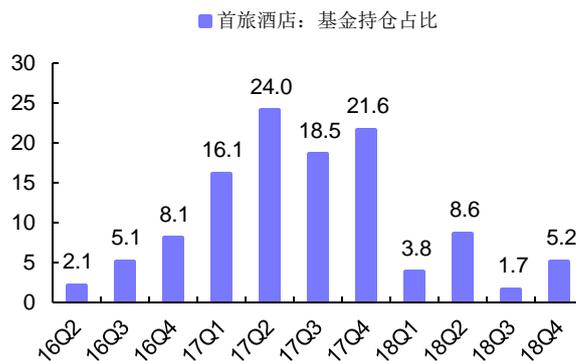
市场此前受宏观影响，对酒店 18-20 年业绩预期下调较多，甚至部分机构给予 19 年业绩负增长预期。但上周发布的 18 年报中，华住业绩同增 36.1%，格林酒店业绩同增 38.1%，均实现了高成长。我们从 3 月份酒店行业草根调研来看，酒店加盟商热情依旧不减，未来在加盟扩张带动下，业绩稳定性相对较强，首旅和锦江仍有望实现 20%+ 的扣非业绩增速，因此业绩层面同样存在一定预期差，且估值目前仍处底部位置（首旅酒店 19 年 PE 24 倍，锦江 19 年 PE 24 倍）且预期也在相对底部（2018Q4 公募基金持仓首旅酒店 1.32%、锦江股份 0.2%）。

图 28：首旅酒店的 PETTM 仍处历史低位



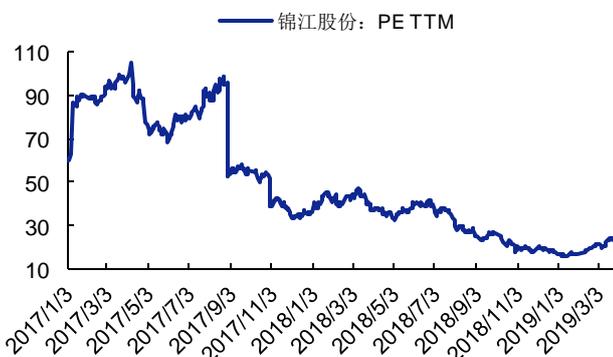
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 29：首旅酒店的基金持仓 18Q4 仍处低位



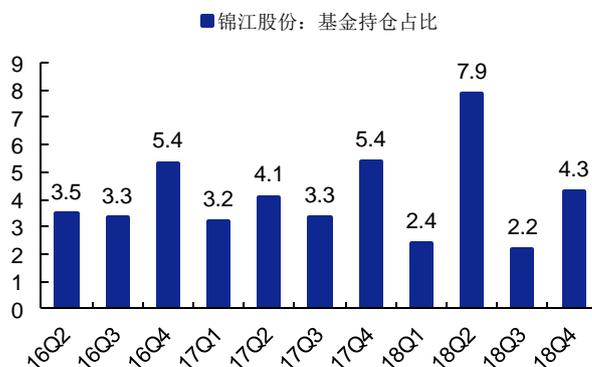
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 30：锦江股份的 PETTM 仍处历史低位



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 31：锦江股份的基金持仓 18Q4 仍处低位



资料来源：公司公告，安信证券研究中心



2. 酒店基本面修复弹性大，重点推荐首旅和锦江

2.1. 首旅酒店：高直营店占比弹性更大，19 年展店有望加速，重点推荐

首旅酒店直营店占比达 26%，相比华住的 18%和锦江 12%（国内直营店占整体比例）更大，我们认为首旅酒店本轮宏观预期及酒店经营数据回暖下，业绩弹性有望更大。此外，根据我们草根调研，首旅酒店 19 年开店数同样有望实现加速，有望从成长性的角度再次优化标的逻辑。预计首旅酒店 2018-20 年扣非业绩 7.28 亿元/+22.3%、9.30 亿元/+27.8%、11.5 亿元/+23.6%，对应表观业绩 8.68 亿元/+37.5%、9.70 亿元/+11.7%、11.80 亿元/+21.6%，对应 PE 26.7x、23.9x、19.6x，过去 10 年 PE 均值 37x，目前估值仍处历史低位，继续推荐。

表 1：我们预计首旅 19 年扣非业绩 9.30 亿元/+27.8%，19 年表观业绩 9.70 亿元/+11.7%

19 年首旅扣非业绩增速 敏感性分析		当年新增加盟店数(净增)							
		100	150	200	250	300	350	400	450
同店 RevPAR 自然提价	-4.0%	-17.2%	-15.6%	-14.0%	-12.4%	-10.8%	-9.2%	-7.6%	-6.0%
	-3.5%	-13.5%	-11.9%	-10.3%	-8.7%	-7.1%	-5.5%	-3.9%	-2.3%
	-3.0%	-9.8%	-8.2%	-6.6%	-5.0%	-3.4%	-1.8%	-0.2%	1.4%
	-2.5%	-6.1%	-4.5%	-2.9%	-1.3%	0.3%	1.9%	3.5%	5.1%
	-2.0%	-2.4%	-0.8%	0.8%	2.4%	4.0%	5.6%	7.2%	8.8%
	-1.5%	1.3%	2.9%	4.5%	6.1%	7.7%	9.3%	10.9%	12.5%
	-1.0%	5.0%	6.6%	8.2%	9.8%	11.4%	13.0%	14.6%	16.2%
	-0.5%	8.7%	10.3%	11.9%	13.5%	15.1%	16.7%	18.3%	19.9%
	0.0%	12.4%	14.0%	15.6%	17.2%	18.8%	20.4%	22.0%	23.6%
	0.5%	16.1%	17.7%	19.3%	20.9%	22.5%	24.1%	25.7%	27.3%
	1.0%	19.8%	21.4%	23.0%	24.6%	26.2%	27.8%	29.4%	31.0%
	1.5%	23.4%	25.0%	26.6%	28.2%	29.8%	31.4%	33.0%	34.6%
	2.0%	27.1%	28.7%	30.3%	31.9%	33.5%	35.1%	36.7%	38.3%
	2.5%	30.8%	32.4%	34.0%	35.6%	37.2%	38.8%	40.4%	42.0%
	3.0%	34.5%	36.1%	37.7%	39.3%	40.9%	42.5%	44.1%	45.7%
3.5%	38.2%	39.8%	41.4%	43.0%	44.6%	46.2%	47.8%	49.4%	
4.0%	41.9%	43.5%	45.1%	46.7%	48.3%	49.9%	51.5%	53.1%	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

2.2. 锦江股份：提费拉低 18 年基数，周期+成长助力 19 年扣非业绩有望大增

锦江 18 年毛开店 1243 家，净增 749 家（其中，直营酒店净减少 43 家，加盟酒店净增加 792 家），我们预计锦江 19 年毛开店依旧有望实现 1000 家，且净增酒店 700 家以上。叠加酒店月度数据逐步改善回暖，以及 18 年 Q4 提前计提了较多的奖金费用形成低基数，我们预计锦江股份 2019 年有望成扣非业绩增速放量增长大年。预计 2019-21 年扣非业绩 10.72 亿元/+45.3%、13.40 亿元/+25.0%、15.9 亿元/+18.6%，对应表观业绩 11.30 亿元/+4.4%、13.65 亿元/+20.8%、16.20 亿元/+18.6%，对应 19-21 PE 25.5x、21.2x、17.8x，过去 10 年 PE 均值 37x，目前估值仍处历史低位，继续推荐。

表 2: 我们预计锦江 19 年扣非业绩 10.72 亿元/+45.2%，19 年表观业绩 11.30 亿元/+4.4%

19 年锦江扣非业绩增速 敏感性分析		当年新增加盟店数(净增)							
		550	600	650	700	750	800	850	900
同店 RevPAR 自然提价	-4.0%	-16.5%	-13.6%	-10.6%	-7.6%	-4.4%	-1.5%	1.6%	4.8%
	-3.5%	-12.0%	-9.1%	-6.1%	-3.1%	0.1%	3.0%	6.1%	9.3%
	-3.0%	-7.5%	-4.6%	-1.6%	1.4%	4.6%	7.5%	10.6%	13.8%
	-2.5%	-3.0%	-0.1%	2.9%	5.9%	9.1%	12.0%	15.1%	18.3%
	-2.0%	1.5%	4.4%	7.4%	10.4%	13.6%	16.5%	19.6%	22.8%
	-1.5%	6.0%	8.9%	11.9%	14.9%	18.1%	21.0%	24.1%	27.3%
	-1.0%	10.5%	13.4%	16.4%	19.4%	22.6%	25.5%	28.6%	31.8%
	-0.5%	15.0%	17.9%	20.9%	23.9%	27.1%	30.0%	33.1%	36.3%
	0.0%	19.5%	22.4%	25.4%	28.4%	31.6%	34.5%	37.6%	40.8%
	0.5%	24.0%	26.9%	29.9%	32.9%	36.1%	39.0%	42.1%	45.3%
	1.0%	28.5%	31.4%	34.4%	37.4%	40.6%	43.5%	46.6%	49.8%
	1.5%	33.0%	36.0%	39.0%	42.1%	45.2%	48.3%	51.5%	54.7%
	2.0%	37.2%	40.2%	43.3%	46.4%	49.6%	52.7%	56.0%	59.2%
	2.5%	41.5%	44.6%	47.7%	50.9%	54.1%	57.4%	60.6%	64.0%
	3.0%	46.0%	49.1%	52.3%	55.5%	58.8%	62.1%	65.4%	68.8%
3.5%	50.5%	53.7%	56.9%	60.2%	63.5%	66.8%	70.2%	73.6%	
4.0%	55.0%	58.3%	61.6%	64.9%	68.3%	71.7%	75.1%	78.6%	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

3. 风险提示

- 1) 宏观经济下行；
- 2) 酒店供给放量提速；
- 3) 同店 RevPAR 提升不及预期；
- 4) 加盟店扩张不及预期；
- 5) 酒店加盟行业竞争恶化。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘文正声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034