

锦江股份（600754）重大事项点评



集团海外收购迈出步伐， 公司研究是否参与

中信证券研究部

2014年11月13日

姜娅

电话：021-20262104

邮件：jiangya@citics.com

执业证书编号：S1010510120056

事项：

公司11月12日晚间公告：2014年11月12日收到实际控制人锦江国际（集团）有限公司（简称“锦江国际”）来函，锦江国际与美国投资基金喜达屋资本集团（通过各自附属公司），已就喜达屋资本集团出售卢浮集团和全资子公司卢浮酒店集团100%股权的事宜签署相关协议，锦江国际提请公司研究决定是否作为收购方参与该项目。公司董事会将对上述事项进行充分论证与讨论决定是否参与该项目。公司目前处于停牌过程中，交易标的情况及我们对此的点评如下：

交易标的相关情况

目前锦江国际与美国喜达屋资本集团已就出售卢浮集团和全资子公司卢浮酒店集团100%股权签署相关协议。根据北京商报等报道，锦江报价为12亿欧元（约14.9亿美元）。喜达屋将通过其关联方 Star SDL Investment Co.来完成此项建议交易，预计该项收购协议将在2015年第一季度完成。卢浮酒店集团的工人中央委员会将立即就此项交易协议展开信息咨询程序。美国喜达屋资本集团于2005年以32亿美元价格完成了Taittinger集团和卢浮宫酒店的收购。按当时的收购价格，卢浮酒店集团的市值约16.91亿欧元。此次锦江报价12亿欧元，低于当时收购价格，我们预计主要和此次交易的资产和当时收购的资产已有所变化相关。

目前卢浮酒店集团运营酒店超过1100家，客房数量超过8万间（单间酒店客房数80间左右），卢浮酒店集团酒店数量在全球酒店集团中排名第14位。其酒店分布在全球47个国家，其中欧洲占绝大多数，占比近90%，亚太地区占比不到4%。旗下品牌涵盖豪华酒店和经济型酒店：Première Classe、Campanile、Kyriad、Tulip Inn、Golden Tulip 和 Royal Tulip，从下表可见，经济型酒店品牌 Campanile 等占比相对较高，因此卢浮酒店集团也被评作欧洲第二大经济型酒店集团。而从酒店运营形式来看，自营比例达到28%，剩余72%是管理和特许经营模式。

表1：卢浮酒店集团酒店分布情况

地区	数量	品牌	数量	形式	占比
欧洲	971	Première Classe	251	物业	28%
中东	41	Campanile	398	管理	26%
美洲	41	Kyriad	237	特许经营	46%
非洲	25	Tulip Inn	78		
亚太	40	Golden Tulip	140		
		Royal Tulip	9		

资料来源：卢浮酒店集团，中信证券研究部整理

针对此项交易的点评

目前此项交易处于征询过程中，公司是否和锦江集团联合收购将通过董事会进行审议决定。其中最终价格、交易方式、公司参与程度均需待董事会审议后确认，因此，对公司的影响暂无法确切评估。我们目前仅根据已有的公开资料进行简要分析。

首先，海外扩张是公司一直以来计划的发展方向之一，主要考虑到中国居民收入发展阶段、出境游处于高速增长周期之中，中国酒店集团具有服务中国游客的本土优势，因此，通过收购方式快速进入中国游客大量涌入的市场，具有可观的发展空间。此次标的是欧洲第二大酒店集团，而欧洲已经成为除亚洲以外中国游客第二大出境目的地，目前每年赴欧旅行人数接近 400 万人次，可见，该标的符合公司大的战略发展方向。

其次，从资金方面来看，通过弘毅和大股东的定增认购股权，获得 30 亿人民币现金，公司目前每年经营性现金流超过 6 亿元，近年账上现金保持在 6-8 亿元，目前资产负债率不到 40%，粗略估算公司可动用现金应超过 40 亿元人民币（折合约 6.5 亿美金），可见，公司具备参与收购的能力。

再次，考虑到近年经济下行周期，酒店经营普遍面临较大压力，预计收购对公司短期盈利提升有限。但对公司 ROE 回报等财务指标需取决于公司参与的方式，但预计总体不会有很大的提升作用。

总的来说，我们认为如参与此次收购将具有战略发展意义，但短期对盈利提升影响有限。

风险因素

行业运行情况不佳，低于预期；收购涉及资产过重，拉低 ROE 指标等。

盈利预测、估值与投资建议

维持业绩预测：预计公司 2014-2016 年 EPS 为 0.66/0.87/1.25 元（不考虑摊薄），其中酒店贡献 0.43/0.68/0.98 元，餐饮贡献 0.08/0.14/0.20 元，其他业务贡献 0.15/0.06/0.07 元；考虑定增，2014-2016 年全面摊薄后 EPS 为 0.50/0.65/0.94 元。维持观点：预计公司 2015 年在酒店业务整合完毕、中端酒店加盟店增加、财务费用减少背景下，将迎来较为明显的主业业绩拐点，而迪斯尼效应对公司中长期盈利提供有利推动和支撑，并在短期对估值提升将有较为明显的带动作用。近期迪斯尼行情火热，公司作为受益标的之一预计将有持续表现，维持“买入”评级。

表 1：锦江股份盈利预测

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2336	2684	3084	3565	4046
增长率 YoY%	10.4	14.9	14.9	15.6	13.5
净利润(百万元)	369	377	410	527	756
增长率 YoY%	15.2	2.3	8.5	28.6	43.6
每股收益 EPS (元) 不摊薄	0.61	0.63	0.66	0.87	1.25
毛利率%	88.2	88.8	89.5	89.9	90.3
净资产收益率 ROE%	8.7	8.7	8.9	11.2	15.1
PE	41	40	37	29	20

资料来源：公司年报，中信证券研究部预测

注：股价为 2014 年 11 月 12 日收盘价

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。