

锦江股份 (600754)

增持 (维持)

国际化迈出坚实一步, 有望受益出境游高景气

市场数据

报告日期	2015-01-15
收盘价(元)	25.11
总股本(百万股)	804.52
流通股本(百万股)	603.24
总市值(百万元)	20201.44
流通市值(百万元)	11230.21
净资产(百万元)	4513.4
总资产(百万元)	7273.4
每股净资产	5.61

主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2648	2931	3420	4008
同比增长(%)	14.92%	9.20%	16.66%	17.20%
净利润(百万元)	377	500	507	644
同比增长(%)	2.24%	32.46%	1.43%	26.98%
毛利率(%)	88.80%	89.40%	89.30%	89.30%
净利润率(%)	14.05%	17.06%	14.83%	16.07%
净资产收益率(%)	8.68%	8.76%	9.23%	10.25%
每股收益(元)	0.46	0.62	0.63	0.80
每股经营现金流(元)	1.06	1.27	1.4	1.82

相关报告

《增发缓解财务压力, 国企改革+上海迪斯尼打开中长期发展空间》2014-10-30

《增发缓解财务压力, 国企改革+上海迪斯尼打开中长期发展空间》2014-08-28

《锦江股份再融资点评: 财务压力得以大幅缓解 期待国企改革的更大举措》2014-06-16

分析师:

李跃博

liybo@xyzq.com.cn

S0190512070003

奚晨弗

xichf@xyzq.com.cn

S0190514070006

投资要点

事件: 锦江股份公告确认收购卢浮集团, 拟以现金形式收购卢浮集团 (GDL) 100% 股权。公司需支付对价为 12.5-15 亿欧元 (约合人民币 90-108 亿元), 其中 8.28 亿欧元为用于收购交易对方持有的应收账款净额和偿付银行借款。公司另公告将继续停牌。

点评:

- **卢浮以法国为基地, 布局全球, 是欧洲领先的酒店集团。**卢浮在全球 46 个国家拥有、管理和特许经营 1,115 家酒店, 且品牌体系完善。此次收购使公司连锁酒店数量翻番, 且快速实现了欧洲的深度布局。
- **合理融资安排大大降低了并购带来的融资成本压力。**此次并购将产生大额融资需求, 但通过在欧洲市场借入低成本外币, 以及大股东甚至银行的支持, 实际融资成本低于直观感觉。
- **收购估值合理, 利于增厚上市公司业绩。**此次收购标的所对应的 EBITDA/EV 为 12-15 倍, 远低于国内同行上市公司, 也低于本公司, 估计较为合理。且以 2014 财年为周期, 收购将增加营业利润约 1.60 亿元, 对公司实际营业利润增厚幅度较大。
- **有效整合后, 公司有望受益出境游市场的快速增长。**参考之前对州际的收购, 包括债务重组、会员导流、引导适合中国消费者的服务方式等等, 都将为卢浮未来的发展产生积极的效果。未来公司有望受益出境游市场的快速增长, 估算入住率每提升 1 个百分点将增加应收约 2,800 万元。

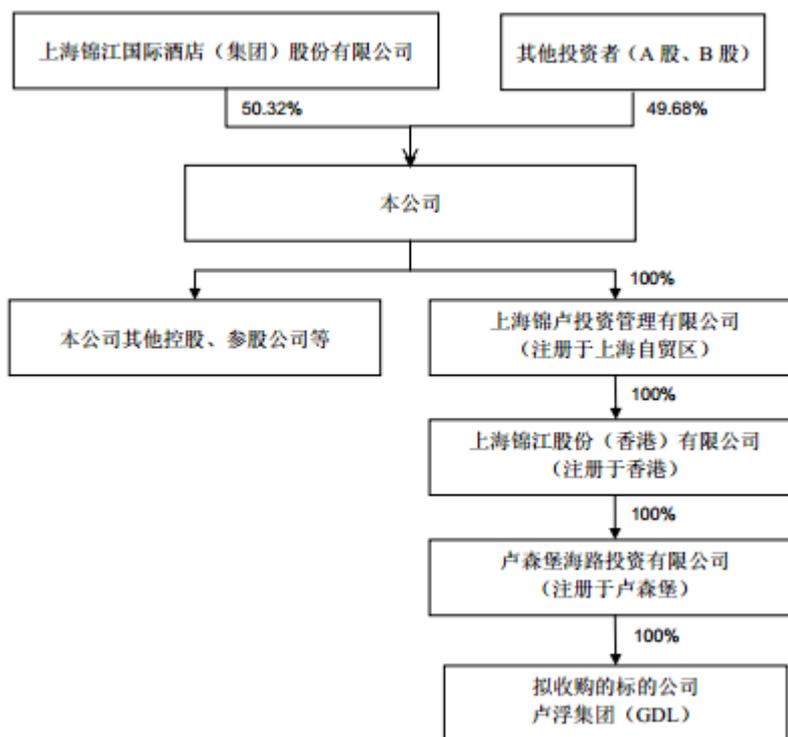
盈利预测与投资建议。公司积极拓展国际化, 此次收购不仅使公司旗下连锁酒店数量翻番, 更是快速地完成了全球尤其是欧洲的布局。虽然融资金额较大, 但合理的融资安排大大降低了并购带来的融资成本压力。由于并表时间未定, 我们盈利预测暂不考虑并购卢浮的影响, 预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.62/0.63/0.80 元, 出售股权收益仍是影响短期业绩的主要因素, 目前股价对应 14 年 PE 约 40 倍。此次收购利于增厚公司业绩, 且有效整合后, 公司有望受益出境游市场的快速增长。同时, 公司还将持续受益于国企改革推进和迪斯尼开园, 维持公司“增持”评级。

风险提示: 欧洲经济危机, 整合低于预期, 行业复苏低于预期

请阅读最后一页信息披露和重要声明

锦江股份公告确认收购卢浮集团，拟以现金形式收购卢浮集团(GDL)100%股权。公司需支付对价为 12.5-15 亿欧元（约合人民币 90-108 亿元），其中 8.28 亿欧元为用于收购交易对方持有的应收账款净额和偿付银行借款。

图 1、公司收购卢浮股权安排



来源：公司公告，兴业证券研究所

● 中国企业兴起海外酒店投资潮，公司布局领先

随着中国出境游人数的快速增长，与之前国际品牌投资国内酒店业向左，越来越多的中国企业参与到海外酒店的投资与并购中。其中，中国游客出境游集中的欧美市场尤其被看重。

表 1、2014 年中国企业海外酒店扩张案例

时间	中国企业	事件	海外拓展方式
1月7日	河南中州国际集团	帕劳之星泛太(集团)责任有限公司与河南中州国际集团签约, 双方将共建帕劳中州国际海上度假酒店, 这是河南首家开在海外的酒店	自主
1月22日	绿地集团	绿地集团与洲际酒店集团签署协议, 将合作打造美国洛杉矶市中心高端商务酒店——绿地英迪格酒店。同时, 绿地旗下奢华酒店品牌“铂瑞”(Primus)将登陆悉尼市中心	自主
2月8日	海航集团	海航集团购入西班牙 NH 酒店 5.5% 股份	股权投资
2月19日	重庆民企康德集团	重庆民企康德集团 6600 万美元收购西班牙某酒店	收购
3月19日	格林豪泰酒店管理集团	格林豪泰酒店管理集团海外的第一家酒店在孟加拉国首都达卡开业	自主
6月19日	万达集团	万达集团宣布投资近 7 亿英镑在伦敦核心区建设超五星级的万达酒店。王健林表示, “万达计划 10 年内, 在世界 8 至 10 个主要城市建设万达酒店	自主

7月2日	富华集团	富华集团 1.3 亿美元收购墨尔本柏悦酒店	收购
7月8日	万达集团	万达集团宣布投资 9 亿美元在芝加哥建五星级酒店	自主
8月6日	港中旅酒店有限公司	港中旅酒店有限公司与西非几内亚共和国卡鲁姆酒店公司举行酒店委托管理签约仪式，建设几内亚第一家五星级标准酒店。这也是港中旅第一次在国外输出酒店管理	自主
8月8日	住友酒店集团	住友酒店集团旗下首家海外门店——布丁酒店好莱坞环球影城店正式开门迎客，成为第一家进入西方酒店市场的中国经济连锁酒店品牌	自主
8月14日	香港激成	香港激成投资 2.73 亿美元收购纽约索菲特酒店	收购
10月6日	安邦保险	安邦保险 19.5 亿美元收购了美国纽约公园大道上的华尔道夫酒店大楼	收购
10月15日	铂涛酒店集团	铂涛酒店集团与法国巴黎酒店集团共同创立一个高端精品酒店——安珀酒店	自主
11月12日	锦江	锦江收购喜达屋资本旗下的卢浮酒店集团	收购
11月21日	阳光保险	阳光保险 4.6 亿美元收购悉尼喜来登公园酒店	收购

来源：《中国经营报》，兴业证券研究所

公司及所在的集团，在国际化布局方面相对领先。公司母公司锦江酒店早于 2010 年就收购了美国独立酒店管理公司州际酒店集团，2011 年，公司与卢浮酒店集团（LHG）合作，实现“锦江之星”品牌进入欧洲市场。此次收购卢浮集团更是大跨步走向了国际化。公司国际化布局也领先于其他经济型酒店龙头。

表 2、公司国际化布局领先于其他经济型酒店龙头

	锦江之星	华住集团	如家集团	铂涛集团
发展情况	海外拓展积极，拓展区域广泛，分布于东南亚、东亚、欧洲	海外拓展暂未启动	通过拓展中高端酒店品牌为进军海外市场做准备	积极开展海外业务，开始于东南亚，发展向欧洲
目前状态	不断拓展，市场广泛	暂未启动	暂未启动	刚刚起步，市场范围较小
启动时间	2010	---	---	2014
优势	合作广泛、启动较早更加成熟	美国上市	在美国上市最早	发展快速，有较好的扩大影响力平台

来源：兴业证券研究所

● **卢浮以法国为基地，布局全球，是欧洲领先的酒店集团**

卢浮酒店集团（LHG）（标的公司卢浮集团（GDL）间接持有 100% 股份）成立于 1976 年，是欧洲领先的酒店集团，在经济型与中档酒店行业拥有超过 38 年的行业经验以及极具竞争力的地位。截止 2014 年 6 月 30 日，LHG 在全球 46 个国家拥有、管理和特许经营 1,115 家酒店，91,154 间客房。其中，940 家位于欧洲地区，820 家位于大基地法国，占法国市场约 8%。

表 3、卢浮酒店集团全球酒店布局情况

	酒店数	客房数	客房数占比
法国	820	53,159	58.32%
欧洲其他国家	150	14,802	16.24%
美国	41	7,305	8.01%
中东及北非	59	9,651	10.59%
非洲	7	1,332	1.46%
亚洲	38	4,905	5.38%
总计	1,115	91,154	100%

来源：公司资料，兴业证券研究所

同时，LHG 旗下酒店品牌体系丰富，拥有四大系列，七大品牌。其中经济型三大品牌深耕 38 年，2009 年收购中高档郁金香酒店品牌（Golden Tulip）则进一步丰富 LHG 的品牌体系。

表 4、LHG 酒店品牌体系丰富

四大系列	品牌描述	七大品牌	酒店星级	酒店数	客房数
Premiere Classe	成立于 1989 年，在法国经济酒店市场上保持着极具竞争力的地位	Premiere Classe	1（经济型）	251	17,998
Campanile	成立于 1976 年，在法国以及欧洲经济酒店市场上具有快速的增长率和强大竞争力	Campanile	2（经济型）	398	27,354
Kyriad	成立于 2000 年，作为标准化经济酒店的补充，Kyriad 系列品牌酒店为非标准化运营的经济型酒店	Kyriad	2-3（经济型）	237	14,476
		Kyriad Prestige	3（经济型）		
Golden Tulip	Golden Tulip 系列品牌是 2009 年喜达屋资本收购并入 LHG 集团，提供中高档酒店服务	Tulip Inn	3（经济型）	229	31,326
		Golden Tulip	4-5（中高端）		
		Royal Tulip	5（中高端）		

来源：公司资料，兴业证券研究所

1,115 家酒店中，LHG 直营 255 家（自有物业 186 家），占比 22.87%，另外特许经营及受托管理分别有 576 家和 284 家。直营酒店占比低于公司，远低于华住、如家。

● **合理融资安排大大降低了并购带来的融资成本压力**

公司拟以现金收购卢浮集团（GDL）100% 的股权。100% 股权购买价款，加上购买标的对原股东的应收账款净值和偿付借款，需支付价款在 12.5-15 亿欧元之间，按最新汇率换算在 90-108 亿人民币。

表 5、公司收购卢浮集团支付价款情况

标的公司 100% 股权购买价款	4.22-6.72 亿欧元
交易对方对标的公司的应收账款净值	5.40 亿欧元
借款协议偿付金额	2.90 亿欧元
合计支付款项	12.5 亿欧元-15 亿欧元
折合人民币（2015 年 1 月 14 日汇率）	90-108 亿人民币

来源：公司资料，兴业证券研究所

公司承诺收购的资金来源为自有资金（不低于 30%）及银行贷款，相应存在一定的融资压力。

不过公司融资安排能够大幅降低融资成本：（1）支付对价全部为在欧洲市场借取的外币，成本仅约 2%；（2）国内融资源自股东层面的支持以及在银行较高的信誉，成本也较低。且估计国内借款将主要用作贷款保证金，还能获得部分利息对冲成本。再考虑到部分支付价款本身就是用于偿付借款，因此实际增加的融资成本低于直观感觉。

表 6、公司计划融资安排

	借款额	期限	利率
国外部分:			
中国工商银行牵头的银团	不超过 15 亿欧元或者等值其他外币	不超过 3 年	不高于 3 个月 Euribor+2%(≈ 2%)
国内部分:			
锦江国际(集团)委托贷款	10 亿元人民币	不超过 2 年	不高于同期基准利率下浮 10%
锦江国际酒店(集团)委托贷款	10 亿元人民币	不超过 2 年	不高于同期基准利率下浮 10%
建设银行	11 亿元人民币	1 年	一年期基准利率下浮 10%
浦发银行	5 亿元人民币	1 年	一年期基准利率下浮 10%
招商银行	5 亿元人民币	1 年	一年期基准利率下浮 10%

来源: 公司资料, 兴业证券研究所

● **收购估值合理, 利于增厚上市公司业绩**

此次收购标的资产交易价格, 所对应的 EV/EBITDA(企业价值倍数)为 12-15 倍, 估值与国际同行相若, 远低于国内同行上市公司, 也低于本公司, 估值较为合理。

表 7、同行业上市公司 EV/EBITDA

	宝利来	*ST 新都	华天酒店	东方宾馆	金陵饭店	本公司
国内上市公司	34.0	42.6	12.6	22.3	29.3	15.5
海外上市公司	雅高酒店	洲际酒店	千禧酒店	Rezidor	喜达屋	凯悦酒店
	10.4	15.5	9.8	10.4	15.1	15.5

来源: 公司资料, 兴业证券研究所

注: 除本公司为 2015.1.14 外, 其他都为 2014.6.30。

收购后, 2013 年 7 月 1 日至 2014 年 6 月 30 日期内, 公司营业收入由 28.49 亿增至 65.80 亿元, EBITDA 由 9.76 亿增至 18.99 亿元, 增幅较大。

利润角度, 考虑借款增加的影响, 但不考虑非经常性损益(公司表示非经常性损益的影响会减小), 估计并购将净增加营业利润 1.60 亿元(具体测算见表 8)。对比来看, 公司 2014 年营业利润虽然预计将超过 7 亿元, 但其中约 4.3 亿元为出售长江证券股权收益, 所以整体来看, 收购将有效增厚上市公司业绩。

表 8、并购产生净收益测算

	金额(2014 财年)	备注
收购并表营业利润(扣非)	+4.52 亿元	
扣除财务费用(国外会计准则中营业利润未扣减)	-2.64 亿元	
协助偿还借款对冲	+2.64 亿元	
并购新增营业利润	4.52 亿元	
国外部分借款成本	≈ 2 亿元	贷款利率约 2%
国内部分借款成本	≈ 2.3 亿元	贷款利率约 5%
国内部分存款利息	≈ 1.38 亿元	存款利率假设 3%
并购新增融资成本	≈ 2.92 亿元	
并购新增营业利润	1.60 亿元	

来源: 兴业证券研究所

● **有效整合后，公司有望受益出境游市场的快速增长**

收购后，公司计划推出如下整合措施：

- (1) 全面整合国内外酒店品牌：包括品牌定位、梳理和调整，整合双方酒店品牌。推进卢浮集团下属酒店品牌进入亚太市场，锦江股份下属酒店品牌进入欧洲市场。
- (2) 整合酒店业务中央管理系统：整合境内外资源，实现中央客房预订、PMS、会员奖励计划等系统国内外全面对接。还有通过财务共享和集中采购提升效率。
- (3) 完善上市公司的管理架构。将形成全球管理总部和区域运营总部相结合的管理模式，提高营运效率，降低管理成本。依托卢浮集团在欧洲构建欧洲区域总部。
- (4) 关注核心市场提升酒店资产。遵循“轻资产”的业务发展模式，对于高价值的核心酒店物业进行更新改造，对于非核心酒店资产适时实施出售、出售后管理或出售后特许经营。

公司母公司 2010 年收购州际酒店已经取得了比较好的效果。我们对公司此次收购也持积极的态度，包括债务重组、会员导流、引导适合中国消费者的服务方式等等，都将为卢浮未来的发展产生积极的效果。

简单对直营酒店进行测算，整体入住率每提升 1 个百分点能够增加收入约 2,800 万元（边际高利润率）。其对应的是晚·间增加约 6.68 万人次，对应增加游客 2-3 万人。这与公司约 1500 万的会员和我国赴法国游客数量（2013 年首站入境法国共计 42.21 万）相比，出境游高景气对卢浮入住率的提升存在想象空间。

表 9、入住率提升对卢浮收入提升影响测算

	直营酒店数	房间数	入住率 (2013)	平均房价 (2013, 欧元)	晚·间增加数 (入住率提升 1%)	对应收入增加 (百万欧元)
P.C.	58	4,159	71%	38.7	15,180	0.59
Camp	177	12,165	66%	63.9	44,402	2.84
Ky&Go	20	1,966	66%	68.8	7,175	0.49
合计					66,757	3.92

来源：兴业证券研究所

盈利预测与投资建议。公司积极拓展国际化，此次收购不仅使公司旗下连锁酒店数量翻番，更是快速地完成了全球尤其是欧洲的布局。虽然融资金额较大，但合理的融资安排大大降低了并购带来的融资成本压力。由于并表时间未定，我们盈利预测暂不考虑并购卢浮的影响，预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.62/0.63/0.80 元，出售股权收益仍是影响短期业绩的主要因素，目前股价对应 14 年 PE 约 40 倍。此次收购利于增厚公司业绩，且有效整合后，公司有望受益出境游市场的快速增长。同时，公司还将持续受益于国企改革推进和迪斯尼开园，维持公司“增持”评级。

风险提示：欧洲经济危机，整合低于预期，行业复苏低于预期

附表 1、公司利润表

(百万欧元)	2013 财年	2014 财年
收入	455.22	444.19
非经常性损益前的营业利润	50.79	62.64
其他营业损益	42.13	(38.98)
营业利润	92.92	23.67
财务费用	46.78	36.57
税前利润	50.23	(7.22)
净利润	31.22	(22.47)
EBITDA		109.88
EBITDA%		24.74%

来源：公司资料，兴业证券研究所

附表 2、公司资产负债表

(百万欧元)	2013.6.30	2014.6.30
—商誉	466	420
—品牌(商标)无形资产	139	124
非流动资产总额	1,159	1,006
—现金及现金等价物	90	49
流动资产总额	337	181
划归为持有待售的资产	10	179
资产总额	1,506	1,366
—长期借款和其他金融负债	191	135
非流动负债总额	300	218
—短期借款和其他金融负债	510	437
流动负债总额	718	556
与划归为持有待售的资产直接相关的负债	6	92
负债总额	1,025	866

来源：公司资料，兴业证券研究所

投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投

资建议的评级标准为:

- 推荐: 相对表现优于市场;
- 中性: 相对表现与市场持平
- 回避: 相对表现弱于市场

公司评级报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的

评级标准为:

- 买入: 相对大盘涨幅大于 15%;
- 增持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
- 中性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
- 减持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-82790526	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准,本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料,我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。