

## 证券研究报告

### 公司研究——事项点评

## 锦江股份 (600754.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2019.4.22

陶伊雪 行业分析师

执业编号: S1500517070002

联系电话: +86 10 83326790

邮箱: taoyixue@cindasc.com

#### 相关研究

《锦江股份(600754.SH): 公司净利润大增, 品牌升级推动酒店业绩上涨》2018年10月31日

《锦江股份(600754): 9月经营数据点评》2018年11月1日

《锦江股份(600754): 10月经营数据点评》2018年11月30日

《锦江股份(600754): 11月经营数据点评》2018年12月28日

《锦江股份(600754): 12月经营数据点评》2019年1月31日

《锦江股份(600754): 发力中高端保证业绩稳健增长》2019年4月22日

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO.,LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编: 100031

## 锦江股份 5 月经营数据点评

2019年07月15日

- 公司加权平均 RevPAR 恢复正增长:** 2019年5月公司加权平均 RevPAR 同比上升 4.7%，比我们的预期低 8.3%；经季调后，5月 RevPAR 同比上升 4.7%，比我们的预期低 8.3%，恢复正增长。分析影响 RevPAR 变化因素显示，其中同系列单位收入变化贡献为同比 0.4%，而由经济型向中高端升级的因素为 4.3%。经过季调后，单位收入变化因素为 0.4%，而升级因素为 4.3%。
- 截止到5月公司开业房间 773,743 间，其中中端酒店房间数 348,487 间，比去年同期房间数上升 43.7%，比我们预期高 40.0%；经济型房间数 425,256 间，比去年同期房间数下降 2.8%，比我们预期低 13.6%。公司继续大力发展中高端酒店业务，中高端酒店房间数占比不断上升。
- 盈利预测及评级:** 酒店行业上行周期中 RevPAR 的上涨将带动公司运营利润率的增长。公司完成大规模收购，对内部资源的整合将降低公司成本费用率，公司盈利能力稳步提升并逐步释放，我们预测公司 19/20/21 年将实现营业收入 157/172/166 亿元，实现归母净利润 15/19/20 亿元，对应摊薄 EPS1.56/1.97/2.09 元/股。维持公司“买入”评级。
- 风险因素:** 宏观经济周期性波动与行业增速不达预期的风险（包括政策性风险）、通货膨胀风险、行业竞争风险、加盟店风险、汇率风险，以及不可抗力因素。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	13,583	14,697	15,740	17,249	16,601
增长率 YoY %	28%	8%	7%	10%	-4%
归属母公司净利润(百万元)	882	1,082	1,496	1,891	2,000
增长率 YoY%	27%	23%	38%	26%	6%
毛利率%	90%	90%	90%	91%	91%
净资产收益率 ROE%	7%	8%	11%	13%	13%
EPS(摊薄)(元)	0.92	1.13	1.56	1.97	2.09
市盈率 P/E(倍)	27	22	16	12	12
市净率 P/B(倍)	1.80	1.85	1.73	1.57	1.44
EV/EBITDA	14	12	10	8	8

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2019 年 7 月 12 日收盘价

## 锦江股份 5 月经营数据点评

2019 年 5 月公司加权平均 RevPAR 同比上升 4.7%，比我们的预期低 8.3%；经季调后，5 月 RevPAR 同比上升 4.7%，比我们的预期也低 8.3%，恢复正增长。

酒店、房间数量方面，2019 年 5 月公司净开业酒店 72 家，净开业房间 6,408 间。截止到 5 月公司净开业房间 773,743 间，其中中端酒店房间数 348,487 间，比去年同期房间数上升 43.7%，比我们预期高 40.0%；经济型房间数 425,256 间，比去年同期房间数下降 2.8%，比我们预期低 13.6%。公司继续大力发展中高端酒店业务，中高端酒店房间数占比不断上升。

经营数据方面，5 月公司经济型及中端酒店汇总加权平均 RevPAR 同比上升 4.7%，大幅高于前值（-4.0%）。境内中端、经济型酒店 RevPAR 同比变化-0.4%/+1.4%，公司平均境内 RevPAR 同比变化+7.1%。境外中端、经济型酒店 RevPAR 同比变化+8.9%/-2.0%，公司平均境外 RevPAR 同比变化+0.9%。

经过季节性调整，可以看到公司加权平均 RevPAR 恢复正增长，除境内中端、境外经济型外，其余 RevPAR 均实现正增长。

表 1：锦江股份旗下酒店 5 月重点指标同比变化率汇总

	入住率	平均房价	RevPAR	前值	RevPAR (季调)	前值	连续为正月数
<b>加权平均汇总数据</b>			<b>+4.7%</b>	<b>-4.0%</b>	<b>+4.7%</b>	<b>-4.2%</b>	<b>1</b>
境内	-0.9%	+8.4%	+7.1%	-4.7%	+7.5%	-4.3%	1
境外	+0.4%	+1.2%	+0.9%	+2.1%	+1.7%	+6.0%	2
境内中端	-1.4%	+1.4%	-0.4%	-8.6%	-0.4%	-8.6%	-
境内经济型	-1.8%	+4.0%	+1.4%	-12.3%	+1.4%	-12.3%	1
境外中端	+3.2%	+3.1%	+8.9%	+13.4%	+8.9%	+13.4%	5
境外经济型	-1.8%	+0.6%	-2.0%	+2.0%	-2.0%	+2.0%	-

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 锦江有限服务型酒店汇总数据

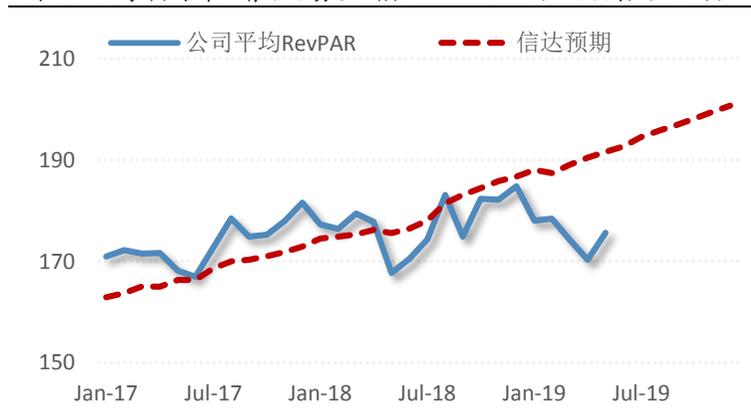
5月有限服务型酒店加权平均 RevPAR 同比增长 4.7%，高于前值（-4.0%），1~5月增长率平均为 0%。

图 1: 锦江有限服务型酒店 RevPAR 及信达预期 (元/间)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

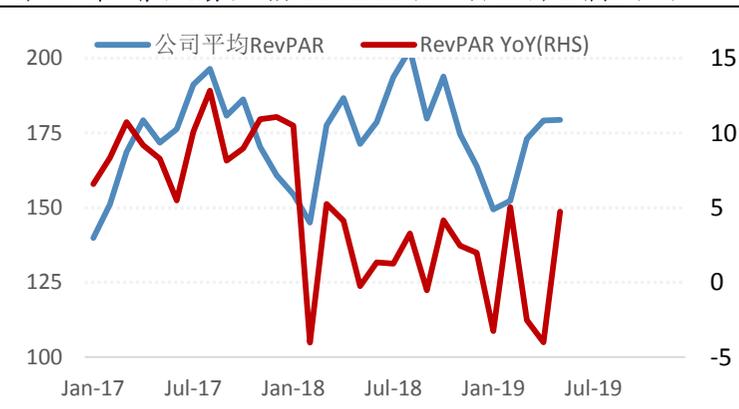
图 2: 经季调的锦江有限服务型酒店 RevPAR 及信达预期 (元/间)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

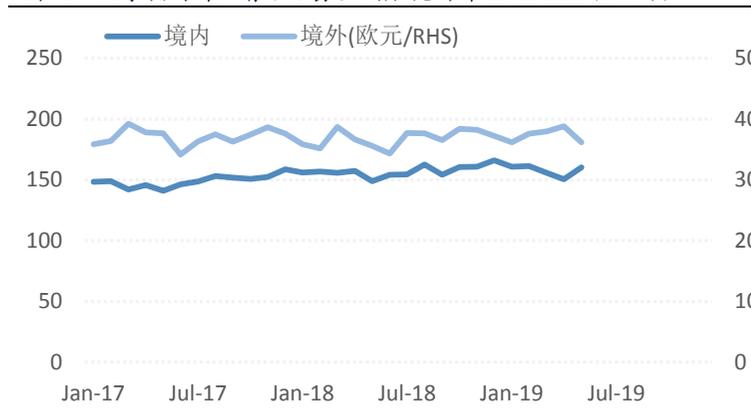
5月 RevPAR 比我们的预期低 8.3%。经季调后，5月单月 RevPAR 同比上升 4.7%，高于前值（-4.2%），比我们的预期低 8.3%，季调 RevPAR 恢复正增长。

图 3: 锦江有限服务型酒店 RevPAR (元/间) 及同比增长 (%)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

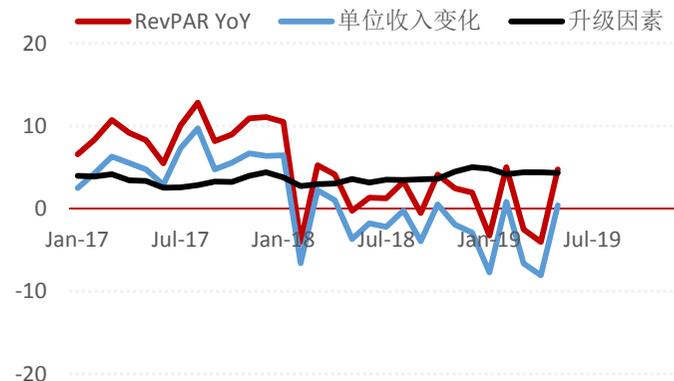
图 4: 经季调的锦江有限服务型酒店境内外 RevPAR (元/间)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

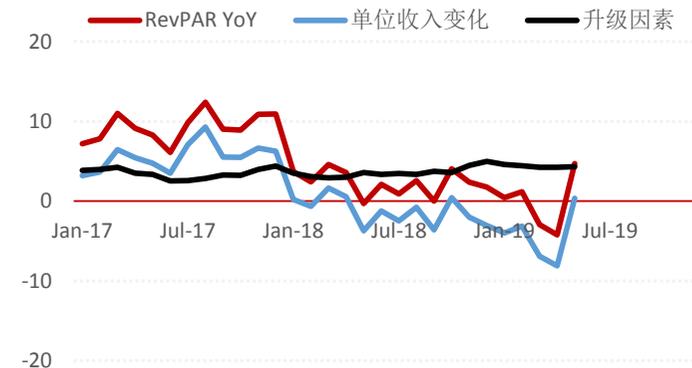
分析影响 RevPAR 变化因素显示，其中同系列单位收入变化贡献为同比 0.4%，而由经济型向中高端升级的因素为 4.3%。经过季调后，单位收入变化因素为 0.4%，而升级因素为 4.3%。

图 5: 锦江有限服务型酒店 RevPAR 同比变化及因素分析 (%)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

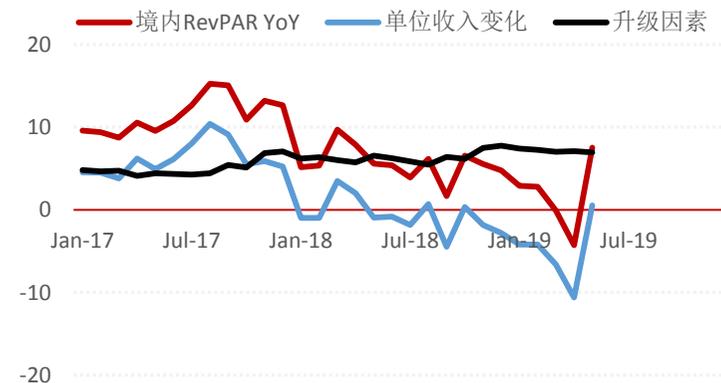
图 6: 经季调的锦江有限服务型酒店 RevPAR 同比变化及因素分析 (%)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

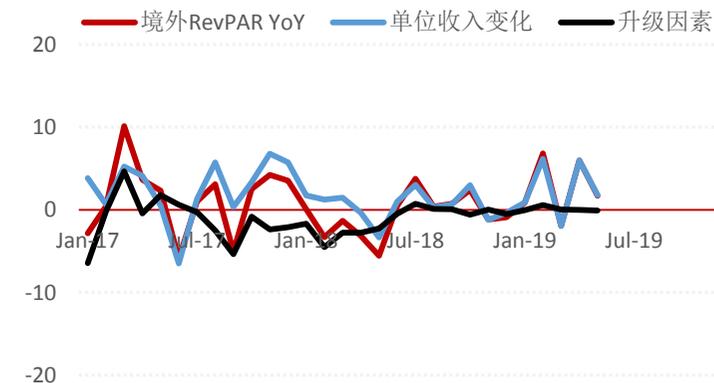
分析经季调后的 RevPAR，境内部分影响因素中，单位收入变化因素为 0.5%，而升级因素为 6.9%；境外部分影响因素中，单位收入变化同比 1.8%，升级因素为同比-0.1%。

图 7: 经季调的锦江境内酒店 RevPAR 同比变化及因素分析 (%)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 8: 经季调的锦江境外酒店 RevPAR 同比变化及因素分析 (%)

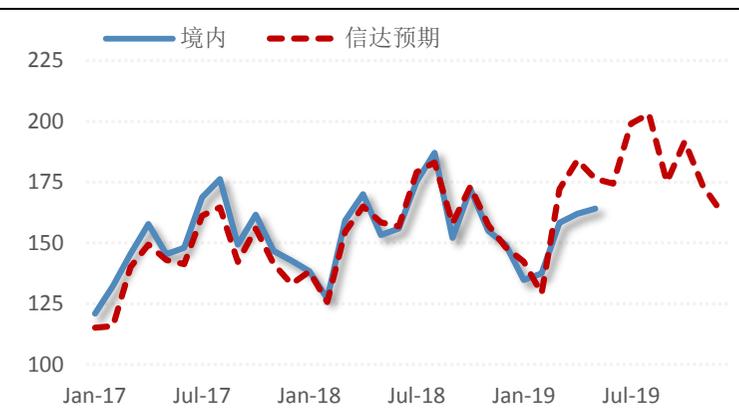


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 锦江有限服务型酒店综合表现

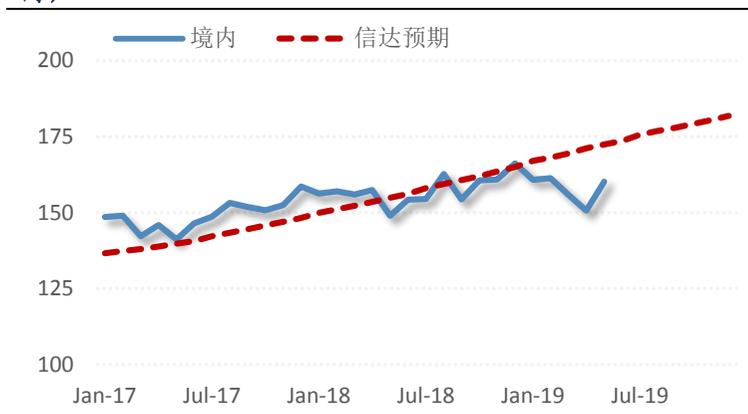
5月境内酒店 RevPAR 同比上升 7.1%，高于前值 (-4.7%)，经季调后同比上升 7.5%，高于前值 (-4.3%)，恢复正增长。5月当月 RevPAR 比我们的预期低 7.0%，经季调后低 7.1%。

图 9: 锦江境内有限服务型酒店 RevPAR 及信达预期 (元/间)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

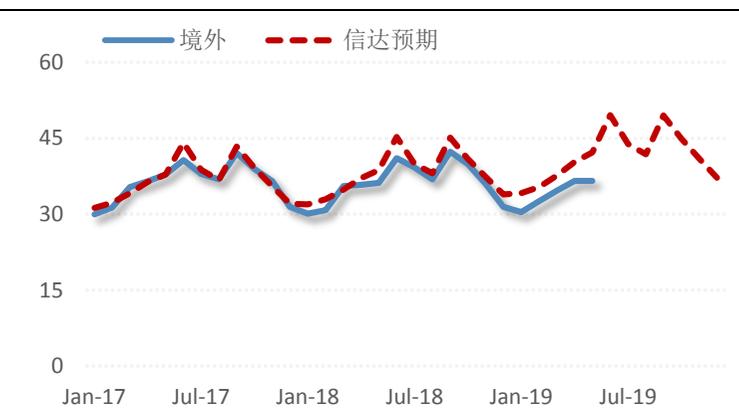
图 10: 经季调的锦江境内有限服务型酒店 RevPAR 及信达预期 (元/间)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

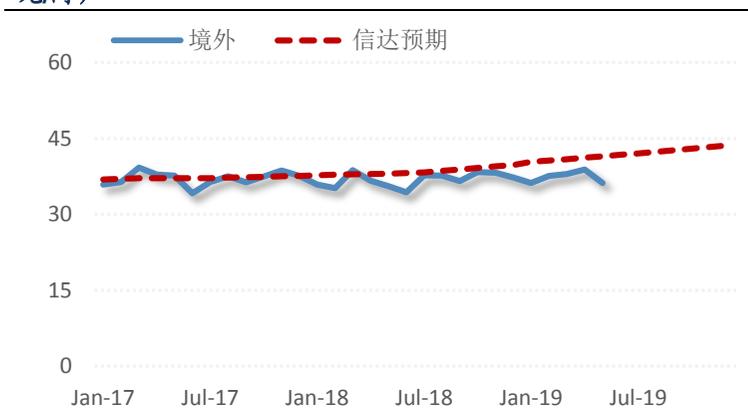
5月境外酒店 RevPAR 同比上升 0.9%，低于前值 (+2.1%)，经季调后同比上升 1.7%，低于前值 (+6.0%)。5月当月 RevPAR 比我们的预期低 13.3%，经季调后则低 12.8%。

图 11: 锦江境外有限服务型酒店 RevPAR 及信达预期 (欧元/间)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

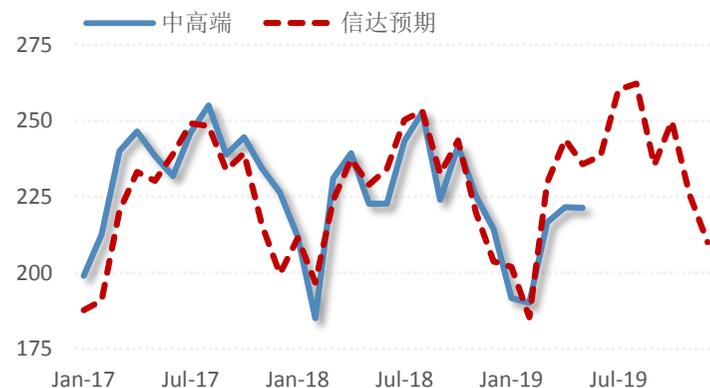
图 12: 经季调的锦江境外有限服务型酒店 RevPAR 及信达预期 (欧元/间)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

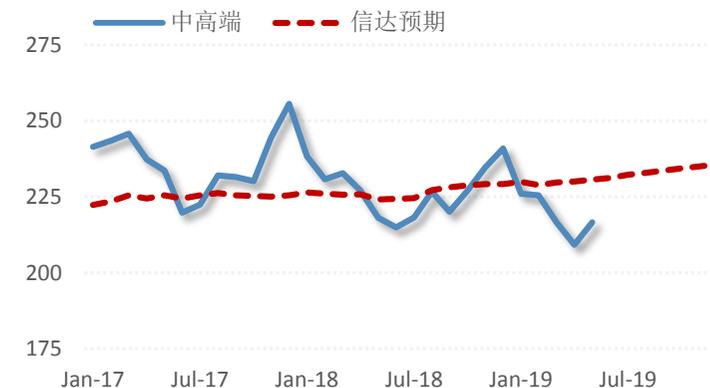
5月中端酒店 RevPAR 同比下降 0.6%，高于前值(-7.4%)，经季调后同比下降 0.7%，高于前值(-7.9%)。5月当月 RevPAR 比我们的预期低 6.1%，经季调后也低 6.1%。

图 13: 锦江中端酒店 RevPAR 及信达预期 (元/间)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

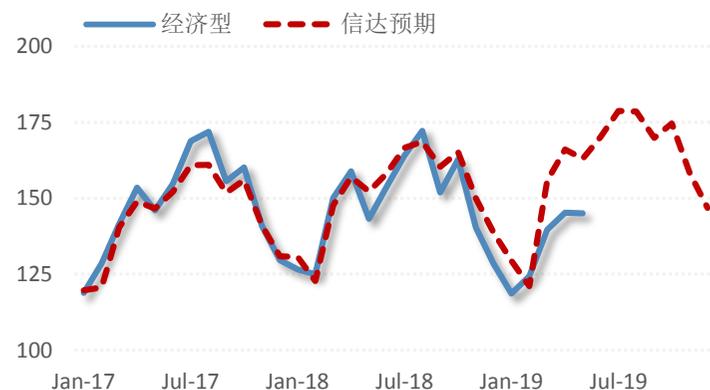
图 14: 经季调的锦江中端酒店 RevPAR 及信达预期 (元/间)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

5月经济型酒店 RevPAR 同比上升 1.2%，明显高于前值 (-8.6%)，经季调后同比上升 1.2%，明显高于前值 (-8.3%)。5月当月 RevPAR 比我们的预期低 11.0%，经季调后也低 11%。

图 15: 锦江经济型酒店 RevPAR 及信达预期 (元/间)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 16: 经季调的锦江经济型酒店 RevPAR 及信达预期 (元/间)

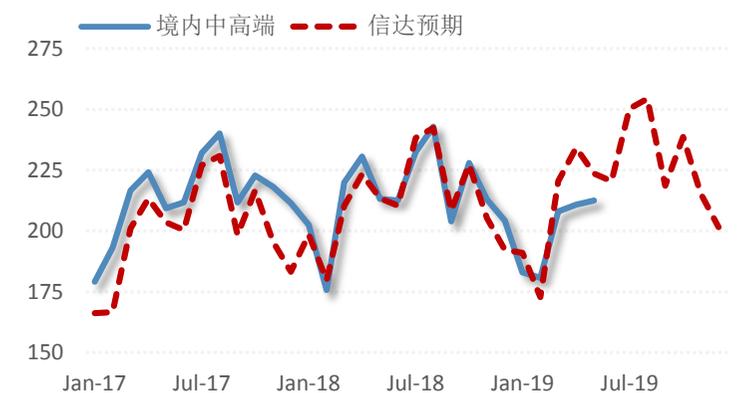


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 锦江境内有限服务型酒店数据表现

5月境内中端酒店 RevPAR 同比下降 0.4%，高于前值（-8.6%）。

图 17: 锦江境内中端酒店 RevPAR 及信达预期 (元/间)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 18: 经季调的锦江境内中端酒店 RevPAR 及信达预期 (元/间)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

5月境内经济型酒店 RevPAR 同比上涨 1.4%，高于前值（-12.3%）。

图 19: 锦江境内经济型酒店 RevPAR 及信达预期 (元/间)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 20: 经季调的锦江境内经济型酒店 RevPAR 及信达预期 (元/间)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

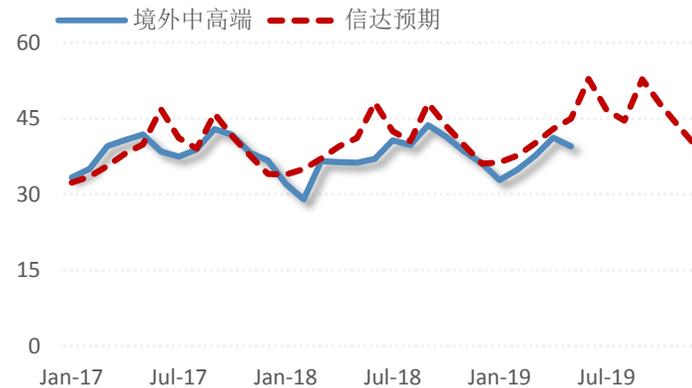
境内中端酒店季调后单月 RevPAR 同比下降 0.4%，高于前值（-8.6%），比我们的预期低 5.0%；

境内经济型酒店季调后单月 RevPAR 同比上升 1.4%，高于前值（-12.3%），比我们预期低 10.1%。

## 锦江境外有限服务型酒店数据表现

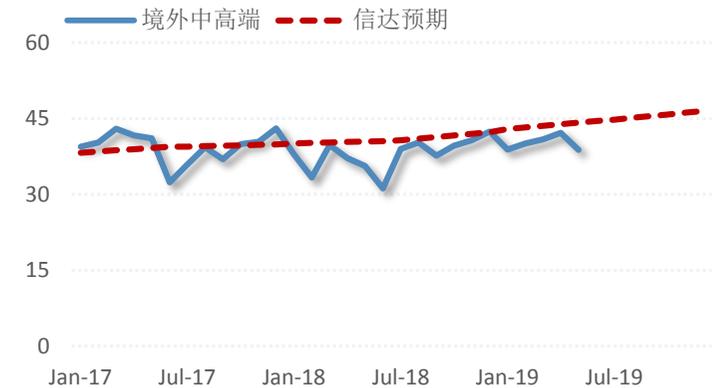
5月境外中端酒店 RevPAR 同比上涨 8.9%，低于前值（+13.4%）。

图 21: 锦江境外中端酒店 RevPAR 及信达预期 (欧元/间)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

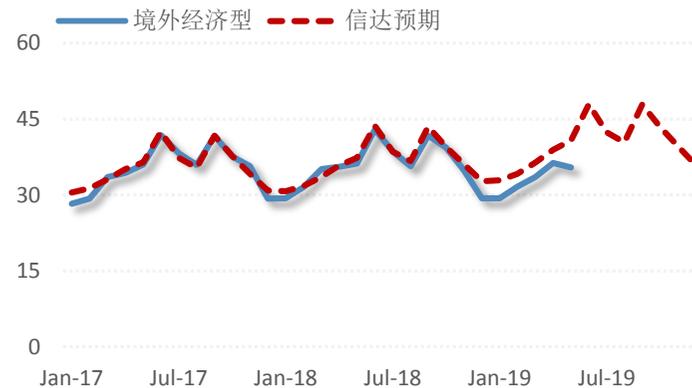
图 22: 经季调的锦江境外中端酒店 RevPAR 及信达预期 (欧元/间)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

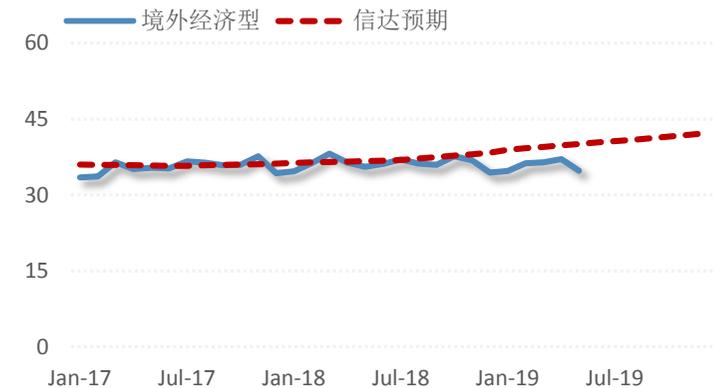
5月境外经济型酒店 RevPAR 同比下降 2.0%，低于前值（+2.0%）。

图 23: 锦江境外经济型酒店 RevPAR 及信达预期 (欧元/间)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 24: 经季调的锦江境外经济型酒店 RevPAR 及信达预期 (欧元/间)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

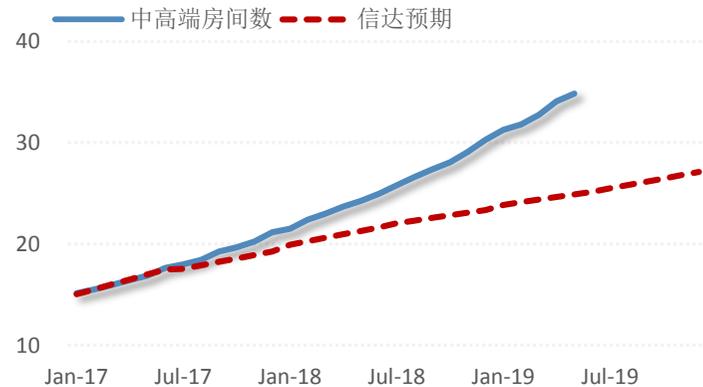
境外中端酒店季调后单月 RevPAR 同比上升 8.9%，低于前值（+13.4%），比我们的预期低 12.2%；

境外经济型酒店季调后单月 RevPAR 同比下降 2.0%，高于前值（+2.0%），比我们的预期低 13.1%。

## 锦江客房数据表现

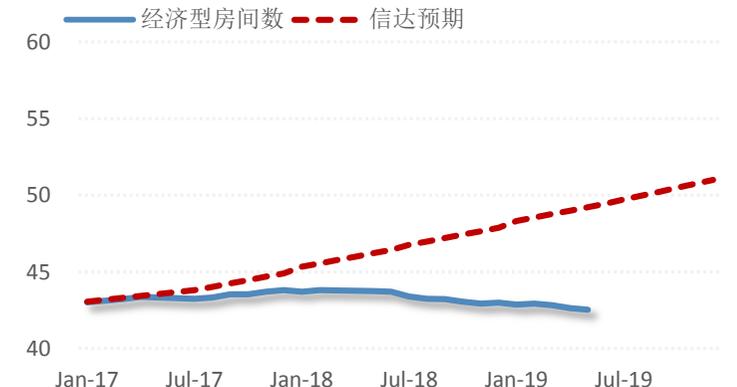
截止到 5 月公司开业房间 773,743 间，其中中端酒店房间数 348,487 间，比去年同期房间数上升 43.7%，比我们预期高 40.0%；经济型房间数 425,256 间，比去年同期房间数下降 2.8%，比我们预期低 13.6%。公司继续大力发展中高端酒店业务，中高端酒店房间数占比不断上升。

图 25: 锦江中端酒店房间数及信达预期 (万间)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 26: 锦江经济型酒店房间数及信达预期 (万间)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 盈利预测与投资评级

酒店行业上行周期中 RevPAR 的上涨将带动公司运营利润率的增长。公司完成大规模收购，对内部资源的整合将降低公司成本费用率，公司盈利能力稳步提升并逐步释放，我们预测公司 19/20/21 年将实现营业收入 157/172/166 亿元，实现归母净利润 15/19/20 亿元，对应摊薄 EPS1.56/1.97/2.09 元/股。维持公司“买入”评级。

## 风险因素

宏观经济周期性波动与行业增速不达预期的风险（包括政策性风险）、通货膨胀风险、行业竞争风险、加盟店风险、汇率风险，以及不可抗力因素。

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	12,409	9,835	7,091	9,017	11,147
货币资金	9,883	7,355	4,546	6,367	8,554
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	940	995	1,066	1,168	1,124
预付账款	327	279	274	277	267
存货	76	85	84	85	82
其他	1,183	1,120	1,120	1,120	1,120
<b>非流动资产</b>	31,150	30,297	30,258	30,152	29,686
长期股权投资	417	405	405	405	405
固定资产(合计)	6,747	6,634	6,561	6,428	6,214
无形资产	7,472	7,334	7,178	7,028	6,878
其他	16,514	15,924	16,114	16,291	16,189
<b>资产总计</b>	43,560	40,133	37,348	39,170	40,833
<b>流动负债</b>	6,939	8,050	8,097	8,253	8,121
短期借款	1,016	13	3	3	3
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	2,137	2,027	1,989	2,007	1,935
其他	3,786	6,011	6,106	6,243	6,184
<b>非流动负债</b>	22,005	18,284	14,284	14,284	14,284
长期借款	18,997	15,508	11,508	11,508	11,508
其他	3,009	2,777	2,777	2,777	2,777
<b>负债合计</b>	28,944	26,334	22,381	22,537	22,406
少数股东权益	1,631	1,176	1,424	1,774	2,144
归属母公司股东权益	12,984	12,622	13,543	14,859	16,284
<b>负债和股东权益</b>	43,560	40,133	37,348	39,170	40,833

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	13,583	14,697	15,740	17,249	16,601
同比(%)	28%	8%	7%	10%	-4%
归属母公司净利润	882	1,082	1,496	1,891	2,000
同比(%)	27%	23%	38%	26%	6%
毛利率(%)	90%	90%	90%	91%	91%
ROE%	7%	8%	11%	13%	13%
EPS(摊薄)(元)	0.92	1.13	1.56	1.97	2.09
P/E	27	22	16	12	12
P/B	1.80	1.85	1.73	1.57	1.44
EV/EBITDA	14	12	10	8	8

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	13,583	14,697	15,740	17,249	16,601
营业成本	1,295	1,528	1,500	1,514	1,459
营业税金及附加	167	172	217	217	211
销售费用	7,323	7,538	7,606	7,856	7,688
管理费用	3,308	4,065	4,287	4,858	4,327
研发费用	0	25	9	13	17
财务费用	418	372	250	268	223
减值损失合计	87	59	24	21	15
投资净收益	302	523	392	397	400
其他	-11	90	39	46	55
<b>营业利润</b>	1,276	1,550	2,278	2,945	3,117
营业外收支	1	14	46	42	42
<b>利润总额</b>	1,277	1,564	2,325	2,987	3,160
所得税	287	336	581	747	790
<b>净利润</b>	990	1,228	1,744	2,240	2,370
少数股东损益	108	145	247	350	370
<b>归属母公司净利润</b>	882	1,082	1,496	1,891	2,000
EBITDA	3,206	3,481	3,793	4,443	4,655
EPS(当年)(元)	0.92	1.13	1.56	1.97	2.09

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	3,252	3,515	2,816	3,345	3,389
净利润	990	1,228	1,744	2,240	2,370
折旧摊销	1,445	1,439	1,123	1,166	1,204
财务费用	485	478	345	290	292
投资损失	-302	-523	-392	-397	-400
营运资金变动	712	1,030	-31	30	-89
其它	-77	-137	27	17	13
<b>投资活动现金流</b>	-945	-605	-694	-660	-336
资本支出	-782	-894	-1,086	-1,057	-736
长期投资	-130	563	392	397	400
其他	-33	-275	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	1,177	-5,444	-4,930	-864	-867
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	-2,518	-3,151	-4,010	0	0
支付利息或股息	1,068	1,074	920	864	867
<b>现金流净增加额</b>	3,521	-2,526	-2,808	1,821	2,187

## 研究团队简介

陶伊雪，麦考瑞大学国际贸易与商法硕士，2014年12月就职于信达证券研究开发中心，从事消费行业研究，覆盖酒店、免税、景区、旅游服务等行业。曾获同花顺 iFinD 2018年休闲服务行业最佳分析师第一名。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。