

Company Report: Shanghai Jin Jiang Int'l Hotels (02006 HK)

Noah Hudson
(86755) 2397 6684

公司报告: 上海锦江国际酒店 (02006 HK)

中文版 Chinese version

noah.hudson@gtjas.com

8 January 2019

Maintain "Accumulate"

维持“收集”

- **We maintain our earnings forecasts unchanged.** In our last company report, published on 17 Dec. 2018, we had already lowered our earnings forecasts for Shanghai Jin Jiang Int'l Hotels ("Jin Jiang" or the "Company"), taking into account lower expected hotel openings in 2019 and a number of macro indicators pointing to a slowing economy. During the first 9 months of 2018, Jin Jiang added a total of 499 net operating limited service hotels in China, less than we had expected, as Jin Jiang closed or divested many of its poorly performing self-operated and economy hotels.
- **We forecast 2018-2020 net profit of RMB784 mn, RMB869 mn and RMB1,018 mn, respectively, reflecting 10.2% CAGR.** We expect growth of adjusted net profit to outpace that of net profit as we expect that the net contribution from non-operating income and gains will decrease going forward and a larger proportion of the Company's net profit will come from core operating activities. We forecast 2018-2020 basic (which is same as fully diluted) EPS of RMB0.141, RMB0.156 and RMB0.183, respectively, representing growth of 3.1%, 10.8% and 17.2%.
- **We lower Jin Jiang's target price from HK\$2.40 to HK\$2.15 but maintain "Accumulate" investment rating.** Since our last Jin Jiang company report, hotel sector stocks have seen a significant price correction, and overall market sentiment as well as sector valuation has deteriorated somewhat. Our new target price is equivalent to 9.5x 2018 EV/adjusted EBITDA and 12.4x 2018 PER, and it is a 16.8% discount to our DCF derived NAV of HK\$2.59.
- **我们维持盈利预测不变。**考虑到上海锦江国际酒店（“锦江”或“公司”）2019年预期酒店开业数下降以及多项宏观指标预示经济放缓，我们已经在上一份公司报告中（2018年12月17日发布）下调了对公司的盈利预测。2018年前9个月，由于锦江关闭或出让了许多经营不善的自营及经济型酒店，其国内新增的运营中有限服务酒店低于我们预期，共499间。
- **我们预计2018-2020年净利分别为人民币7.84亿、8.69亿和10.18亿元，年复合增长率10.2%。**我们预计经调整净利增速将大于净利增速，因为来自非运营的净收入及收益将在未来减少，而公司更多的净利将来自于核心运营业务。我们预计2018-2020年基本及稀释后每股净利分别为人民币0.141元、0.156元和0.183元，分别同比增长3.1%、10.8%和17.2%。
- **我们将锦江目标价由2.40港元下调至2.15港元，但维持“收集”的投资评级。**自我们上一份公司报告以来，酒店行业股票经历了较大价格调整，整体市场情绪和行业估值都出现了一定恶化。我们新的目标价相当于2018年经调整EV/EBITDA的9.5倍、市盈率的12.4倍，且相当于我们用折现现金流得出的每股2.59港元的估值有16.8%的折让。

Rating:

Accumulate
Maintained

评级:

收集 (维持)

6-18m TP 目标价:

HK\$2.15

Revised from 原目标价:

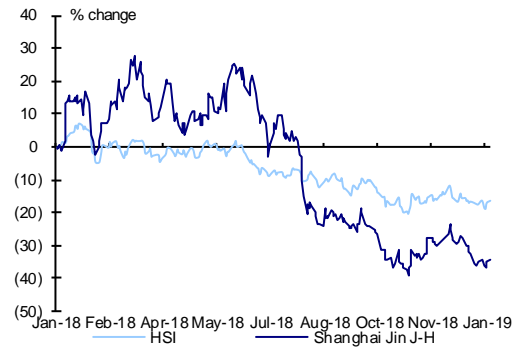
HK\$2.40

Share price 股价:

HK\$1.900

Stock performance

股价表现



Change in Share Price	1 M	3 M	1 Y
股价变动	1 个月	3 个月	1 年
Abs. % 绝对变动 %	(8.2)	(7.8)	(35.6)
Rel. % to HS Index 相对恒指变动 %	(7.3)	(5.0)	(19.4)
Avg. Share price(HK\$) 平均股价 (港元)	2.0	2.0	2.7

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

Year End	Turnover	Net Profit	EPS	EPS	PER	BPS	PBR	DPS	Yield	ROE
年结	收入	股东净利	每股净利	每股净利变动	市盈率	每股净资产	市净率	每股股息	股息率	净资产收益率
12/31	(RMB m)	(RMB m)	(RMB)	(Δ %)	(x)	(RMB)	(x)	(RMB)	(%)	(%)
2016A	17,013	758	0.136	(12.4)	12.5	1.680	0.9	0.080	5.2	8.1
2017A	19,759	761	0.137	0.3	12.2	1.700	0.9	0.080	5.2	8.1
2018F	20,665	784	0.141	3.1	11.9	1.927	0.8	0.082	5.4	7.8
2019F	21,466	869	0.156	10.8	10.7	1.971	0.8	0.091	5.9	8.0
2020F	23,557	1,018	0.183	17.2	9.1	2.031	0.8	0.107	7.0	9.1

Shares in issue (m) 总股数 (m)	5,566.0	Major shareholder 大股东	Jin Jiang International 75.0%
Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)	10,575.4	Free float (%) 自由流通比率 (%)	25.0
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)	3,232.9	FY18 Net gearing (%) FY18 净负债/股东资金 (%)	87.7
52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低 (HK\$)	3.820 / 1.740	FY18 Est. NAV (HK\$) FY18 每股估值 (港元)	2.6

Source: the Company, Guotai Junan International.

我们维持盈利预测不变。考虑到上海锦江国际酒店（“锦江”或“公司”）2019年预期酒店开业数下降以及多项宏观指标预示经济放缓，我们已经在上一份公司报告中（2018年12月17日发布）下调了对公司的盈利预测。2018年前9个月，由于锦江关闭或出让了许多经营不善的自营及经济型酒店，其国内净增的运营中有限服务酒店低于我们预期，共499间。另外，根据2018年首3个季度的业绩，我们预计2018年和2019年来自非运营的项目（包括非运营的净收入和收益）的贡献将较2017年实现的有所减少。我们预计2018-2020年净利分别为人民币7.84亿、8.69亿和10.18亿元，相当于年复合增长率10.2%。我们预计2018-2020年经调整净利分别为人民币4.60亿、6.02亿和8.20亿元，相当于年复合增长率41.6%。我们预计经调整净利增速将大于净利增速，因为来自非运营的净收入及收益将来减少，而公司更多的净利将来自于核心运营业务。我们预计2018-2020年基本及稀释后每股净利分别为人民币0.141元、0.156元和0.183元，分别同比增长3.1%、10.8%和17.2%。

我们将锦江目标价由2.40港元下调至2.15港元，但维持“收集”的投资评级。自我们上一份公司报告以来，酒店行业股票经历了较大价格调整，整体市场情绪和行业估值都出现了一定恶化。美国上市酒店同业的市值加权股价平均数已经下滑11.0%，至于香港上市同业的股价则下跌4.2%。我们新的目标价相当于2018年经调整EV/EBITDA的9.5倍、市盈率的12.4倍，且相当于我们用折现现金流（DCF）得出的每股2.59港元的估值有16.8%的折让。

表 1: 基于目标价的估值

		FY17A	FY18F	FY19F	FY20F
目标价	2.15 港元				
目标价 人民币	1.74 港元				
期末全面稀释发行在外股份（百万）		5,566	5,566	5,566	5,566
基于目标价的市值（人民币 百万）		9,693	9,693	9,693	9,693
经调整 EBITDA（人民币 百万）		3,906	4,294	6,206	6,401
基于目标价的 EV/经调整 EBITDA		7.1	9.5	6.3	5.9
稀释后每股净利（人民币）		0.14	0.14	0.16	0.18
基于目标价的市盈率		12.7	12.4	11.2	9.5

资料来源: 公司、国泰君安国际。

表 2: 同业比较

公司	股票代码	货币	最后收市价	市值	市盈率				EV/EBITDA				ROE(%)		BPS	
					17A	18F	19F	20F	17A	18F	19F	20F	18F	18F		
香港上市				港元 百万												
鹰君	41 HK	HKD	33.35	23,299	2.6	13.0	12.1	n.a.	20.5	n.a.	n.a.	n.a.		2.8	n.a.	
大酒店	45 HK	HKD	11.00	17,746	15.1	22.4	22.2	22.0	17.2	n.a.	n.a.	n.a.		2.1	n.a.	
香格里拉	69 HK	HKD	11.28	40,445	32.7	22.1	18.9	18.2	26.2	15.2	13.9	14.6		3.7	0.8	
锦江酒店-H 股	2006 HK	HKD	1.90	10,575	12.0	13.4	11.1	8.6	7.5	6.2	4.8	3.6		7.6	0.9	
黎氏企业	2266 HK	HKD	0.67	268	15.0	n.a.	n.a.	n.a.	19.5	n.a.	n.a.	n.a.		n.a.	n.a.	
华大酒店	201 HK	HKD	0.17	1,548	10.2	n.a.	n.a.	n.a.	7.4	n.a.	n.a.	n.a.		n.a.	n.a.	
泛海酒店	292 HK	HKD	0.40	797	1.8	4.6	n.a.	n.a.	7.7	7.4	n.a.	n.a.		4.5	0.2	
简单平均					12.8	15.1	16.1	16.3	15.1	9.6	9.4	9.1		4.1	0.6	
加权平均					28.0	18.8	16.5	12.9	22.1	13.2	12.0	12.3		3.9	0.8	
美国上市				美元 百万												
华住酒店	HTHT US	USD	29.43	8,577	44.8	36.4	27.2	20.6	30.3	20.1	15.5	12.2		22.7	7.6	
Intercontin-Adr	IHG US	USD	54.69	10,428	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	16.7	14.0	13.1	12.2		(55.5)	n.a.	
Marriott Intl-A	MAR US	USD	107.81	36,777	29.5	17.6	17.1	14.7	21.4	13.2	12.5	11.7		73.2	18.6	
Hilton Worldwide	HLT US	USD	69.94	20,742	18.0	25.9	22.2	18.9	18.3	13.2	12.3	11.4		65.1	34.6	
Extended Stay Am	STAY US	USD	15.60	2,937	17.5	14.0	14.1	13.1	10.3	8.4	8.8	8.6		15.6	3.1	
Host Hotels & Re	HST US	USD	16.87	12,519	22.2	14.8	20.5	23.9	12.5	9.8	10.1	10.1		14.1	1.7	
Hyatt Hotels-A	H US	USD	67.18	7,382	33.8	39.8	32.1	27.0	13.8	10.6	10.3	9.7		20.5	2.1	
简单平均					27.6	24.7	22.2	19.7	17.6	12.8	11.8	10.8		22.3	11.3	
加权平均					27.2	22.7	20.9	18.5	19.0	13.1	12.2	11.3		40.6	17.0	

资料来源: 彭博、国泰君安国际。

表 3: DCF 分析

无风险利率	2.31%	企业自由现金流现值总和(人民币百万)	20,830
市场回报	13.25%	+ 最终价值现值 (人民币 百万)	21,730
市场风险溢价	10.94%	企业价值 (人民币 百万)	42,561
贝塔值	1.20	- 净负债/ (现金) (人民币 百万)	19,032
权益折现率	15.44%	- 少数股东权益	51.4%
		NAV 总额 (人民币 百万)	11,655
税后债务成本	4.7%	发行在外股份 (百万)	5,566.0
D/(D+E)	50.0%	每股 NAV (人民币)	2.09
E/(D+E)	50.0%	汇率	0.81
加权平均资金成本	10.1%	每股 NAV (港元)	2.59
长期增速	3.0%		

资料来源: 彭博、国泰君安国际。

财务报表及比率

损益表					
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Year end 31 Dec (RMB m)					
Select service hotels China	6,888	9,436	10,427	11,832	13,269
Select service hotels overseas	3,494	3,891	4,179	4,675	5,278
Vehicles & logistics	2,355	2,368	2,269	2,217	2,261
Full service hotels	1,947	1,889	2,098	1,098	1,075
Travel agency	1,907	1,710	1,245	1,183	1,198
Food, restaurants & other	421	466	448	462	475
Total revenue	17,013	19,759	20,665	21,466	23,557
Cost of sales	(13,254)	(14,950)	(15,488)	(16,067)	(17,608)
Gross profit	3,759	4,809	5,177	5,399	5,948
Selling, marketing & admin expenses	(2,676)	(3,227)	(3,286)	(3,339)	(3,581)
Operating profit	1,083	1,582	1,890	2,060	2,367
J.V.'s & associates	186	360	360	392	451
Finance expense (net)	(568)	(576)	(622)	(645)	(638)
Other income & gains	1,208	786	496	420	344
Other expenses & losses	(120)	(190)	(86)	(90)	(99)
Profit before tax	1,788	1,962	2,037	2,137	2,425
Income tax	(434)	(408)	(424)	(406)	(461)
Profit after tax	1,354	1,554	1,614	1,731	1,964
Non-controlling interest	(596)	(793)	(830)	(862)	(946)
Shareholders' profit / loss	758	761	784	869	1,018
EBITDA	4,118	4,502	4,704	6,536	6,646
Adjusted EBITDA	3,030	3,906	4,294	6,206	6,401
Basic EPS	0.136	0.137	0.141	0.156	0.183
Diluted EPS	0.136	0.137	0.141	0.156	0.183

现金流量表					
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Year end 31 Dec (RMB m)					
Profit before tax	1,788	1,962	2,037	2,137	2,425
D&A	1,762	1,964	2,044	3,754	3,583
Other non-cash adjustments	(3,160)	(3,232)	(1,221)	(1,214)	(1,283)
Changes in working capital	755	5,903	(99)	(222)	382
Cash from operating activities	1,146	6,597	2,762	4,455	5,107
Business combinations & cap-ex	(8,597)	(1,321)	(16,563)	(3,071)	(3,365)
Investments	647	(2,296)	(197)	(208)	(220)
Others	504	590	(77)	(80)	(84)
Cash from investing activities	(7,447)	(3,027)	(16,837)	(3,359)	(3,669)
Change in borrowings	6,364	(2,048)	2,541	(1,201)	(1,578)
Dividends paid	(362)	(445)	(445)	(459)	(509)
Others	1,770	4,454	1,635	560	560
Cash from financing activities	7,772	1,961	3,731	(1,100)	(1,527)
Cash at beg of year	5,044	6,559	12,098	1,736	1,731
Net changes in cash	1,471	5,531	(10,344)	(5)	(88)
Exchange rate effect	44	8	(18)	0	0
Cash at end of year	6,559	12,098	1,736	1,731	1,643

资料来源: 公司、国泰君安国际。

资产负债表					
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Year end 31 Dec (RMB m)					
PP&E	12,515	12,541	26,339	24,851	23,735
Land use rights	1,952	3,296	3,253	3,211	3,169
Intangible assets	18,259	18,833	19,449	20,147	20,934
Financial assets	3,485	3,508	3,683	3,868	4,061
Investments in J.V.'s & associates	1,949	1,910	2,005	2,105	2,211
Restricted cash & bank deposits	3,306	0	0	0	0
Others	1,418	1,260	1,215	1,171	1,142
Total non-current assets	42,885	41,349	55,945	55,353	55,253
Cash & cash equivalents	6,559	12,098	1,736	1,731	1,643
Financial assets	243	228	241	265	292
Inventories	196	209	219	227	249
Receivables & prepayments	2,878	4,133	4,322	4,490	4,927
Restricted cash & deposits	4,010	4,981	5,558	6,202	6,922
Total current assets	13,886	21,649	12,076	12,916	14,033
Total assets	56,771	62,998	68,021	68,268	69,286
Trade & other payables	7,333	12,893	13,484	14,007	15,371
Income tax payable & financial derivatives	286	365	365	365	365
Short-term borrowings	8,553	3,829	3,325	3,124	2,546
Total current liabilities	16,172	17,087	17,174	17,496	18,283
Long-term borrowings	16,389	19,955	23,000	22,000	21,000
Income tax liabilities	3,142	3,086	3,086	3,086	3,086
Trade & other payables	928	2,067	2,162	2,246	2,465
Total non-current liabilities	20,459	25,108	28,248	27,331	26,550
Total liabilities	36,631	42,195	45,422	44,828	44,833
Total shareholders' equity	9,357	9,485	10,725	10,970	11,306
Minority interest	10,783	11,319	11,875	12,471	13,148
Total equity	20,140	20,804	22,599	23,441	24,453

财务比率					
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Margins					
Gross margin	22.1%	24.3%	25.1%	25.2%	25.3%
Operating margin	6.4%	8.0%	9.1%	9.6%	10.0%
Net profit margin	4.5%	3.9%	3.8%	4.0%	4.3%
Adj. EBITDA margin	24.2%	22.8%	22.8%	30.4%	28.2%
Liquidity & leverage					
Leverage (i.e., gearing)	135.1%	116.2%	121.3%	109.1%	98.3%
Net gearing	60.0%	32.8%	87.7%	74.7%	62.6%
Interest coverage ratio	190.7%	274.6%	303.9%	319.2%	370.9%
Current ratio (x)	0.9	1.3	0.7	0.7	0.8
Return ratios					
ROA	1.7%	1.8%	2.1%	2.0%	2.3%
ROE	8.1%	8.1%	7.8%	8.0%	9.1%
Return on capital invested	5.2%	5.3%	4.7%	4.2%	4.9%

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 除佳兆业集团(01638 HK)、国泰君安国际控股有限公司(01788 HK)、滨海投资有限公司(02886 HK)、价值中国A股(03095 HK)、华夏港股通小型股(03157 HK)、西安海天(08227 HK)、南方东英MSCI-R(83149 HK)、南方东英MSCI(03149 HK)外, 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安或其集团在现在或过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安或其集团公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 受雇于国泰君安或其集团公司或与其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2019国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtja.com.hk