

# 锦江股份 (600754.SH)

## 并购确立规模优势，业绩释放值得期待

### ● 盈利：扣非净利下降 33%，卢浮酒店下滑明显

公司 16 年上半年实现营业收入和归母净利润分别为 43.7 亿元和 2.99 亿元，同比分别增长 75.5% 和 2.6%，扣除非经常性损益后净利润为 1.01 亿元，同比下降 33.4%。营收增长主要由于铂涛及卢浮酒店并表（铂涛 16 年 2 月末并表，卢浮 15 年 2 月底并表），而净利润增长主要源自：（1）参股肯德基公司取得的投资收益约 8606 万元（同比增长 4606 万元）；（2）出售长江证券股票取得的投资收益 2.06 亿元。

上半年公司酒店业务营业收入 42.5 亿元，同比增长 79.6%，而归属净利润为 1.31 亿元，同比下降 7.1%，主要由于卢浮酒店受法国等地恐怖袭击事件影响，净利润为 4,917 万元，比上年同期下降 29.41%。

上半年公司盈利能力总体略有下降，实现毛利率和净利率分别为 90.1% 和 6.9%，同比分别下降 0.9 个百分点和 4.9 个百分点；其中 2 季度毛利率从 1 季度的 80.0% 提升至 2 季度的 96.8%，净利率由 9.3% 下降至 5.4%。

### ● 分业务：酒店业务盈利下滑 7.1%，而餐饮业务大幅增长

分业务来看，上半年酒店业务、餐饮业务营业收入分别为 42.5 亿元和 1.2 亿元，同比分别增长 79.6% 和 -3.0%，净利润总额分别为 1.31 亿元和 0.79 亿元，同比分别增长 -7.1% 和 176%。

**酒店业务：**境内和境外业务营业收入分别为 25.3 亿元和 17.1 亿元，同比增长 95.3% 和 60.5%，而净利润分别为 8,262 万元和 4,917 万元，同比增长 14.4% 和 -29.4%。变化来自：（1）铂涛集团并表，新增铂涛集团 3 至 6 月份的营业收入 12.03 亿元，归母净利润 4,406 万元；（2）锦江都城、锦江之星等锦江系列品牌营收同比增长；（3）卢浮集团今年上半年比去年新增 1 至 2 月份的收入，但受法国等地恐怖袭击事件影响，净利润为 4,917 万元，比上年同期下降 29.41%。

**食品及餐饮业务：**上半年实现归母净利润 7,892 万元，同比大幅增长 175.85%，主要来自肯德基公司的投资收益。

### ● 未来看点：外延收购布局全产业链，迪士尼效应有望逐步显现

**卢浮酒店：**作为欧洲和法国第二大连锁酒店集团，卢浮集团拥有深厚的经验和资源。未来卢浮将继续在国际业务方面向公司提供现成的资源，保障公司的海外客流，助力公司“做大做强”。中长期来看，恐怖袭击对欧洲游的不良影响将会逐渐消散，卢浮集团的经营业绩将会向好。

**铂涛集团：**2016 年 2 月底，公司完成股权交割，将铂涛集团纳入财务报表合并范围。铂涛集团在经济型酒店领域规模优势显著，市场占有率较高，且旗下 7 天系列连锁酒店是经济型酒店龙头之一。收购铂涛使公司体量扩大，领军经济型酒店。未来，铂涛与锦江将从品牌体系、区位、会员、OTA 多方面进行互补。

**维也纳酒店：**2016 年 7 月 1 日，收购维也纳酒店、百岁村餐饮各 80% 股权的交易完成交割。收购维也纳是公司布局中端酒店的重要一步。未来维也纳将在门店规模、会员体系、区域布局三方面与锦江形成协同作用，发挥规模效应，丰富自身产业链。

**迪士尼效应：**上海迪斯尼乐园于 2016 年 6 月 16 日开园。公司业务集中在华东地区，迪士尼效应将会持续释放，带动客流。此外，公司的第一大股东锦江集团持有上海迪士尼项目约 14.25% 的所有权，集团的纽带作用在未来或为锦江股份带来更多的合作机会。

### ● 并购驱动营收增长，资源整合确立规模优势，给予“谨慎增持”评级

近两年公司加快了外延并购节奏，依次收购卢浮、铂涛和维也纳，分别为公司布局海外、经济型酒店以及中端酒店的重要举措，由于酒店业竞争加剧盈利能力总体下滑，公司将逐渐受益于并购带来的规模优势，同时叠加迪士尼的溢出效应影响，公司中长期成长值得看好。预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.52 元、0.56 元和 0.59 元，给予“谨慎增持”评级。

● **风险提示：**经济型酒店增速放缓，并购后协同效应不及预期，海外业务存在汇率风险。

**公司评级**
**谨慎增持**

当前价格

35.04 元

报告日期

2016-08-30

**相对市场表现**

**分析师：** 安鹏 S0260512030008

☎ 021-60750610

✉ anpeng@gf.com.cn

**分析师：** 沈涛 S0260512030003

☎ 010-59136693

✉ shentao@gf.com.cn

**相关研究：**

锦江股份 (600754.SH)：外 2016-05-31

延并购+迪士尼效应，业绩有望快速提升

**联系人：** 姚遥 021-60750610

gfyayao@gf.com.cn

## 目录索引

盈利：扣非净利下降 33%，卢浮酒店下滑明显 .....	4
分业务：酒店业务盈利下滑 7.1%，而餐饮业务大幅增长 .....	5
经营：境内酒店体量翻两倍，境外酒店经营压力较大 .....	7
国内酒店业务：规模扩张迅速，规模效益初步显现 .....	7
国外酒店业务：受到恐怖袭击影响，经营压力较大 .....	8
未来看点：外延收购布局全产业链，迪士尼效应有望逐步显现 .....	9
卢浮集团：国际业务布局完善，欧洲游复苏将带动业绩增长 .....	9
铂涛集团：收购铂涛成为经济型酒店龙头，规模效应有望持续释放 .....	10
收购维也纳：进军中端酒店，体量、客流量规模进一步扩大 .....	10
迪士尼：开园利好持续，酒店业将明显受益于迪士尼效应 .....	11
外延并购驱动营收增长，资源整合确立规模优势 .....	12
风险提示 .....	12

## 图表索引

图 1: 上半年实现营收 43.7 亿元, 同比增长 75.5% .....	4
图 2: 上半年实现净利 29,915.7 万元, 同比增长 2.6% .....	4
图 3: 上半年实现毛利率 90.1%, 实现净利率 6.9% .....	5
图 4: 上半年期间费用率为 87.2%, 同比上升 5.5% .....	5
图 5: 酒店贡献营收 97.2%, 占比进一步提升 .....	5
图 6: 酒店营收维持高增速, 食品餐饮持续下降 .....	5
图 7: 酒店毛利占比 98.4%, 同比提升 1.3 个百分点 .....	5
图 8: 酒店毛利率 91.2%, 同比下降 1.8 个百分点 .....	5
图 9: 近三年各餐饮子公司营业收入占比 (不含以投资收益方式获利的子公司) ..	7
图 10: 近三年餐饮部门所有子公司正利润贡献占比 (剥离亏损业务) .....	7
表 1: 境内开业酒店数量情况 .....	8
表 2: 公司旗下境内酒店营业数据概览 (不含铂涛集团旗下酒店) .....	8
表 3: 公司境内四大系列酒店经营情况概览 .....	8
表 4: 铂涛集团品牌系列酒店经营情况概览 .....	8
表 5: 境外酒店经营情况概览 .....	9

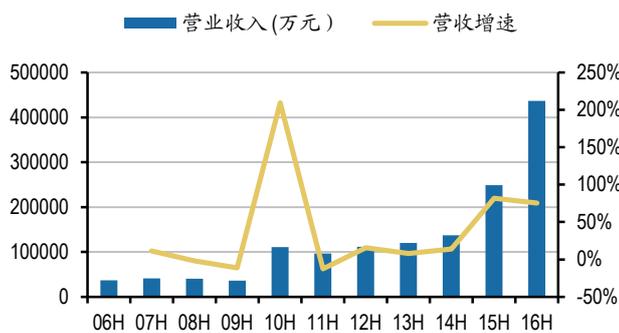
## 盈利：扣非净利下降 33%，卢浮酒店下滑明显

公司16年上半年实现营业收入和归母净利润分别为43.7亿元和2.99亿元，同比分别增长75.5%和2.6%，扣除非经常性损益后净利润为1.01亿元，同比下降33.4%。营收增长主要由于铂涛及卢浮酒店并表（铂涛16年2月末并表，卢浮15年2月底并表），而净利润增长主要源自：（1）参股肯德基公司取得的投资收益约8606万元（同比增长4606万元）；（2）出售长江证券股票取得的投资收益2.06亿元。上半年公司酒店业务营业收入42.5亿元，同比增长79.6%，而归属净利润为1.31亿元，同比下降7.1%，主要由于卢浮酒店受法国等地恐怖袭击事件影响，净利润为4,917万元，比上年同期下降29.41%。

盈利能力方面，公司上半年实现毛利率和净利率分别为90.1%和6.9%，同比分别下降0.9个百分点和4.9个百分点。毛利率和净利率均有下降，而净利率下降更明显，主要由于财务费用、销售费用增长所致。上半年期间费用率为87.2%，同比上升5.5个百分点，其中财务费用、销售费用上升幅度较大，增速分别为197.3%和95.0%。财务费用率和销售费用率也较去年同期分别提升2.2和6.0个百分点。财务费用的大幅增长主要由于收购铂涛集团股权向银行融入借款。

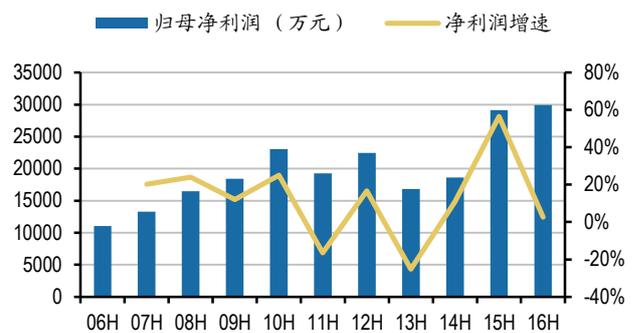
分季度来看，2季度营业收入环比1季度增长49.9%，归母净利润环比1季度下降18.2%，收入同比增速也由1季度的92.3%下降至2季度的65.8%，而盈利增速由7.09%下降至-2.36%。2季度毛利率从1季度的80.0%提升至2季度的96.8%，净利率则由9.3%下降至5.4%。

图1：上半年实现营收43.7亿元，同比增长75.5%



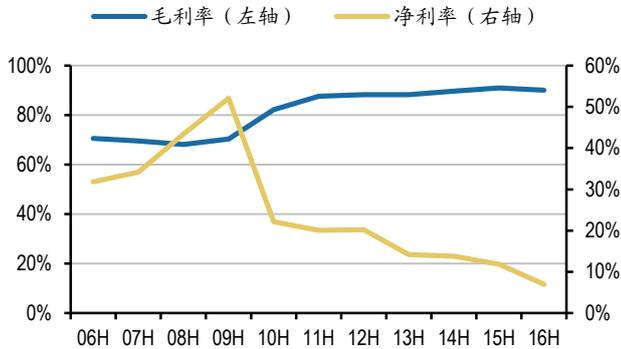
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图2：上半年实现净利29,915.7万元，同比增长2.6%



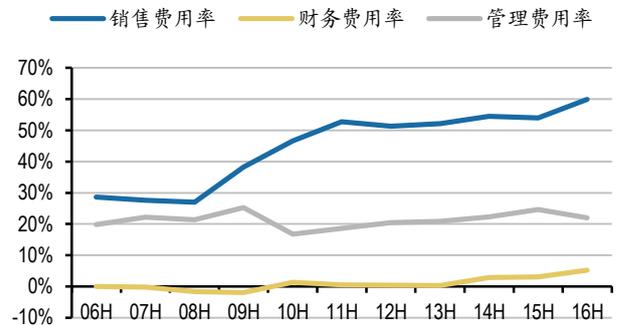
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图3: 上半年实现毛利率90.1%，实现净利率6.9%



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图4: 上半年期间费用率为87.2%，同比上升5.5%

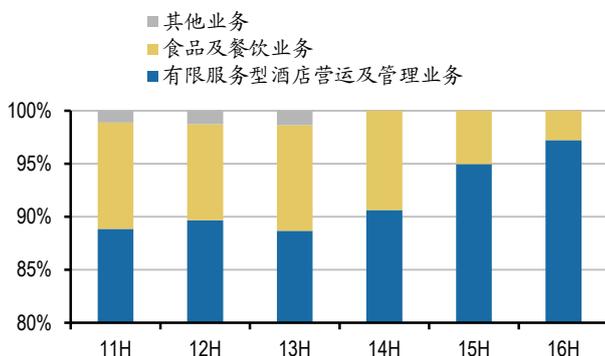


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

## 分业务: 酒店业务盈利下滑 7.1%，而餐饮业务大幅增长

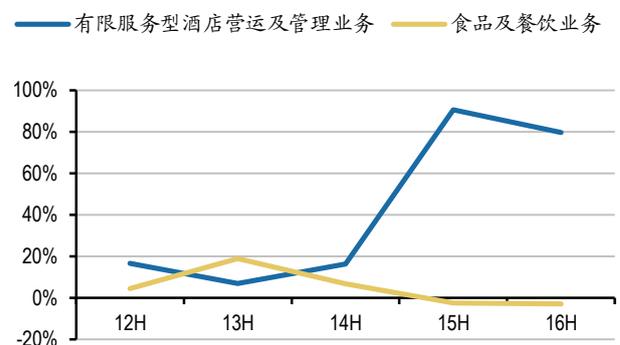
分业务来看，上半年公司有限服务型酒店业务、餐饮业务营业收入分别为42.5亿元和1.2亿元，占比分别为97.2%和2.8%，酒店业务营收同比增长79.6%，食品餐饮业务同比下降3.0%。贡献毛利分别为38.7亿元和6099.3万元，占比分别为98.4%和1.6%，酒店业务毛利同比增长76.14%，食品餐饮业务同比下降6.7%。有限服务型酒店业务、餐饮业务贡献净利润占比分别为44.1%和26.4%，酒店业务成为业绩贡献的主要来源。

图5: 酒店贡献营收 97.2%，占比进一步提升



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

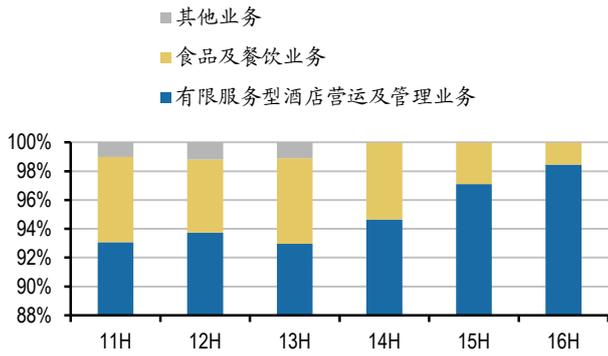
图6: 酒店营收维持高增速，食品餐饮持续下降



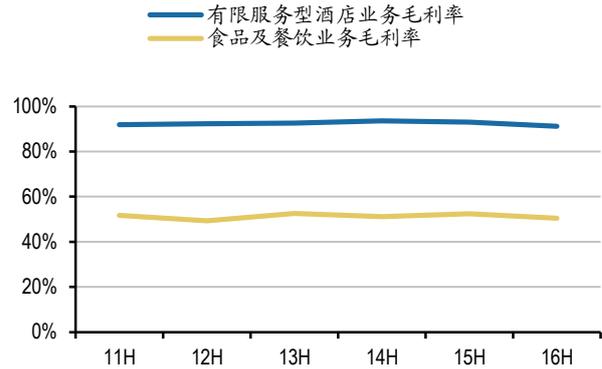
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图7: 酒店毛利占比 98.4%，同比提升 1.3 个百分点

图8: 酒店毛利率 91.2%，同比下降 1.8 个百分点



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

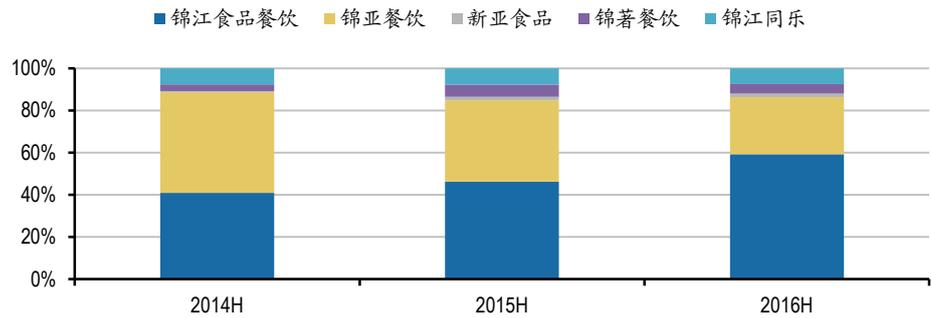


数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

- ◇ **有限服务型酒店业务：**上半年实现营业收入42.5亿元，同比增长79.6%。营收大幅增长主要由于铂涛集团并表、卢浮集团并表区间较15年上半年增加两个月，以及锦江系列酒店的营收增长。有限服务性酒店业务实现净利润1.3亿元，同比下滑7.1%，主要受到卢浮集团利润下滑拖累。

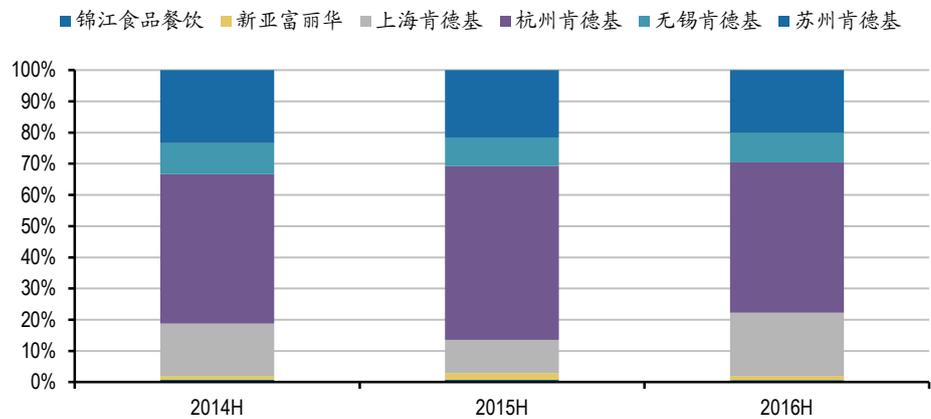
  - **境内业务：**上半年，公司有限服务型连锁酒店业务营业收入25.3亿元，同比增长95.3%，营收高速增长主要原因有：（1）完成收购铂涛集团81.0034%股权并表，新增铂涛集团3至6月份的营业收入；（2）锦江都城、锦江之星等锦江系列品牌表现良好，营收同比增长。实现归母净利润8262.3万元，同比增长14.4%，主要源自铂涛并表新增的归母净利润。境内酒店业务的净利率为3.3%，较去年同期下降2.3个百分点，盈利能力略有下降。境内酒店业务贡献营收占比58.0%，同比上升5.9个百分点；贡献毛利占比58.3%，同比上升4.7个百分点；贡献净利占比27.6%，同比上升2.8个百分点。
  - **境外业务：**上半年，卢浮集团实现合并营业收入23,588万欧元（折合人民币171,273万元），同比增长60.5%。实现归母净利润677万欧元（折合人民币4,917万元），同比下降29.41%。其中，营收增长主要由于卢浮集团今年上半年比去年新增1至2月份的收入，而净利润减少主要由于欧洲恐怖袭击导致客流量减少，欧洲酒店行业整体不景气。境外酒店业务贡献业绩占比明显下滑：营收占比39.2%，同比下降3.7个百分点；贡献毛利占比40.2%，同比下降3.3个百分点；贡献净利占比16.4%，同比下降7.5个百分点。
- ◇ **食品及餐饮业务：**上半年营业收入为1.2亿元，同比下降3.0%，较去年同期的2.5%的下滑速度略有加快，主要受锦亚餐饮营业收入比上年同期下降影响。实现归母净利润7,892.2万元，同比增长175.85%，净利润大幅增长主要由于：（1）上海肯德基营收同比增长8.9%带来的投资收益；（2）以“成本法”核算投资收益的苏州肯德基、无锡肯德基和杭州肯德基2015年度股利比上年增加1,418万元。该板块业务毛利率为50.4%，同比下降2.0个百分点。食品及餐饮业务贡献营收占比2.8%，同比下降2.2个百分点；贡献毛利占比1.6%，较去年同期下降1.3个百分点；贡献净利26.4%，较去年同期提升16.6个百分点。

图9: 近三年各餐饮子公司营业收入占比 (不含以投资收益方式获利的子公司)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图10: 近三年餐饮部门所有子公司正利润贡献占比 (剥离亏损业务)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

## 经营: 境内酒店体量翻两倍, 境外酒店经营压力较大

### 国内酒店业务: 规模扩张迅速, 规模效益初步显现

- **开业情况:** 收购铂涛后, 公司的酒店业务规模扩张迅速。截至2016年6月30日, 公司境内开业酒店家数为3,892家, 同比增长378.6%。分品牌来看, 净增的2830家境内酒店中, 公司原有的四大系列品牌酒店增加了36家, 其中, 锦江之星扩张较为积极, 净增58家; 而百时快捷则减少了27家。铂涛旗下系列品牌酒店增加了2,830家, 其中, 七天系列数量增加最多, 净增2,335家。从扩张方式来看, 新增的酒店主要是加盟店。上半年, 公司开业直营酒店家数和加盟酒店家数分别为769家和3132家, 占比分别为19.5%和80.5%, 同比分别增长279.4%和414.3%。
- **营业表现:** 由于酒店业竞争加剧, 酒店业务继续承压。整体来看, 上半年, 公司境内酒店 (不含铂涛) 所有房间平均客房收益为136.2元, 同比下降0.4%。

下滑速度有所放缓。平均出租率由去年同期的75.9%下降至74.1%。而在所有品牌中，七天系列平均出租率居首位，高达83.5%，在经济型酒店领域具备优势。

### 国外酒店业务：受到恐怖袭击影响，经营压力较大

- **开业情况：**上半年境外酒店净增了26家，其中，“Première Classe”品牌、“Kyriad”品牌、“Golden Tulip”品牌分别增加了5家、3家和22家。而“Campanile”品牌则减少了4家。相对于其基数来看，扩张步伐较为缓慢。
- **营业表现：**受到恐怖袭击等因素的影响，卢浮集团业务下滑明显。上半年，客房平均出租率从15年3至6月的64.48%降至59.40%，降幅明显；上半年RevPAR为34.67欧元，下降了8.4%。

表 1：境内开业酒店数量情况

	2011H	2012H	2013H	2014H	2015H	2016H
开业酒店总家数	485	606	772	893	1,028	3,892
直营酒店家数	159	180	229	249	272	760
加盟酒店家数	326	426	543	644	756	3,132
开业酒店客总房间数	61,504	74,457	94,068	107,145	123,293	372,914
直营酒店房间数	23,460	25,539	32,243	34,426	37,340	88,406
加盟酒店房间数	38,044	48,918	61,825	72,719	85,953	284,508

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 2：公司旗下境内酒店营业数据概览（不含铂涛集团旗下酒店）

	2011H	2012H	2013H	2014H	2015H	2016H
平均出租率（%）	84.48	83.78	81.2	79.15	75.92	74.09
平均房价（元/间）	175.54	178.86	177.06	179.38	180.06	183.80
RevPAR（元/间）	148.3	149.84	143.77	141.98	136.7	136.18

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 3：公司境内四大系列酒店经营情况概览

	平均出租率（%）		平均房价（元）		RevPAR（元）		
	2015H	2016H	2015H	2016H	2015H	2016H	2016H 同比
锦江都城	67.25	70.12	306.04	311.99	205.81	218.77	6.30%
锦江之星	77.99	75.38	178.45	182.13	139.17	137.29	-1.35%
金广快捷	55.10	56.79	163.47	151.97	90.07	86.30	-4.19%
百时快捷	62.28	62.59	110.46	99.32	68.79	62.16	-9.64%
平均	75.92	74.09	180.06	183.80	136.70	136.18	-0.38%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 4：铂涛集团品牌系列酒店经营情况概览

	平均出租率(%) 2016年3-6月	平均房价(元) 2016年3-6月	RevPAR(元) 2016年3-6月
麗枫	79.14	260.16	205.89
喆啡	61.84	234.95	145.29
IU	81.14	164.93	133.82
七天系列	83.05	141.52	117.53
派	78.34	135.37	106.05
其他品牌	52.69	239.02	125.94
平均	81.81	149.01	121.91

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 5: 境外酒店经营情况概览

	平均出租率(%)		平均房价(欧元)		RevPAR(欧元)	
	15年3-6月	2016H	15年3-6月	2016H	15年3-6月	2016H
Première Classe	68.08	62.55	39.94	40.26	27.19	25.18
Campanile	67.80	62.87	59.03	59.14	40.02	37.18
Kyriad	63.68	58.49	63.80	62.90	40.63	36.79
Golden Tulip	57.30	54.70	75.62	69.09	43.33	37.79
平均	64.48	59.40	58.72	58.37	37.86	34.67

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 未来看点：外延收购布局全产业链，迪士尼效应有望逐步显现

### 卢浮集团：国际业务布局完善，欧洲游复苏将带动业绩增长

上半年，录指纹、恐怖袭击等不利因素影响居民欧洲游消费情绪，致使卢浮集团经营业绩同比增速放缓。但从中长期来看，卢浮集团业务实力雄厚，欧洲游市场有望回暖，公司的境外酒店业务将为其贡献更大的业绩增量。

作为欧洲和法国第二大连锁酒店集团，卢浮集团拥有深厚的经验和资源。从品牌布局来看，卢浮旗下四大系列共计7大品牌，覆盖经济型酒店和中高档酒店。从业务布局来看，卢浮从法国发家，业务主要集中在欧洲，同时已经开始向美洲、中东、非洲、亚洲拓展，业务遍布46个国家和地区。从知名度看，卢浮的四个系列都保持在较高的水平，根据BDRC Continental 2014年在法国的调查，Campanile的认知率为75%，Première Classe和Kyriad分别为55%和65%。未来卢浮将继续在国际业务方面向公司提供现成的资源，一方面，卢浮保障公司的客流。另一方面，作为试水国际市场的第一步，卢浮将助力锦江不断积累海外酒店经营经验，进一步提高其跨国管理能力，从而“做大做强”。

中长期来看，恐怖袭击对欧洲游的不良影响将会逐渐消散。欧洲旅游资源丰富，对国内游客仍将具有较强的吸引力，仍是主流的出境旅游目的地。预计下半年欧洲游会反弹，卢浮集团的经营业绩将会明显向好，贡献公司盈利增量。

### 铂涛集团：收购铂涛成为经济型酒店龙头，规模效应有望持续释放

锦江股份于2015年9月18日发布公告，拟以支付现金的方式收购Keystone Lodging Holdings Limited 81.0034%的股权，交易对价为82.69亿元。2016年2月26日，双方正式完成所有交割手续。2月底，公司完成股权交割，将铂涛集团纳入财务报表合并范围。2016年3至6月份，铂涛集团实现合并营业收入120,268万元，归属于母公司所有者的净利润4,406万元，EBITDA 24,048万元。

铂涛集团在经济型酒店领域规模优势显著。拥有的境内经济型酒店品牌达到4个，经济型酒店门店数近3500家。铂涛在市场占有率方面的表现也可圈可点，在中国饭店协会16年初公布《中国酒店连锁发展与投资报告》时，铂涛集团规模位列中国酒店集团第四名，国内市场占有率为9.18%。铂涛旗下众多品牌中，旗下7天系列连锁酒店是经济型酒店龙头之一，根据中国饭店协会2016年初数据，市场占有率排名第二。

未来，铂涛与锦江将从品牌体系、区位、会员、OTA多方面进行互补。

**完善中高端酒店构成：**铂涛集团旗下有15个酒店品牌，分布高、中、低档酒店领域，体系完善，收购铂涛有利于锦江战略布局，进一步发展中高端酒店，丰富和完善品牌系列。

**区位优势：**截至收购前，铂涛集团旗下酒店在华南地区的占比达到33.81%，尤其在广州、深圳、长沙、武汉、南昌、成都等华南、华中和西南地区具有相对优势；而锦江集团开业酒店中，49.40%都位于华东地区。未来，两公司在区位上可以相互补足，扩大上市公司在区域广度和深度上的战略布局。

**会员资源共享：**成熟的会员系统是铂涛核心竞争力之一，铂涛在会员管理方面拥有运作良好的平台“铂涛会”、丰富的会员管理经验和庞大的会员人群。截至2016年6月30日，锦江都城会员总数为2,484.5万人，其中银卡会员1,831.4万人，金卡会员652.8万人；而铂涛集团为公司带来了总数达8,793.2万人的新增会员，目前公司各类会员总数超过1亿人次。可见，通过收购铂涛，锦江的会员资源扩增明显。加上铂涛具备的出色会员管理能力，预计未来锦江客户粘性将大大提高，助力公司长期发展。

**进军OTA：**Keystone于2015年5月以14.67亿重金收购艺龙21.87%的股权。艺龙是中国第二大的酒店第三方在线旅行服务代理商。近年来，OTA日益成为酒店重要的销售渠道，能在支付、营销等方面加强酒店竞争力。锦江收购铂涛，将直接受益于这一收购成果，弥补原先业务短板。

### 收购维也纳：进军中端酒店，体量、客流量规模进一步扩大

2016年4月28日，锦江发布公告，宣布以人民币17.49亿元向黄德满先生收购国内中

端酒店龙头企业维也纳酒店80%股权，同时以80万元收购黄德满先生完全控股的百岁村餐饮80%的股权。2016年6月30日，维也纳酒店及百岁村餐饮80%股权的过户及相关工商变更登记手续已分别完成。7月1日，交易完成交割，公司分别持有维也纳酒店及百岁村餐饮80%股权。

**把握市场变化，进军中端酒店：**近年来，随着国家对“三公”消费的限制，高端酒店业绩承压，而经济型酒店经过多年的高速发展，开始面临品牌老化、酒店硬件设施过时等一系列问题，亟待改革。同时，随着旅游行业消费升级，酒店品质的重要性日益增加，中端酒店发展前景相对较好。收购维也纳是公司布局中端酒店的重要一步。维也纳酒店是中端酒店的领军企业，根据中国饭店协会16年数据，维也纳在中国连锁酒店中端品牌中规模排名第一，市场占有率达到17.84%。公司原先旗下仅有锦江都城一个中端品牌，收购维也纳有助于完善产品线，在中端酒店市场快速提升市场占有率。

**收购百岁村，改善餐饮板块盈利情况：**与维也纳一同收购的百岁村餐饮，是维也纳酒店的战略合作伙伴，主营粤菜和点心制作，在华南地区具有一定知名度。目前锦江餐饮板块高度依赖于肯德基，而收购百岁村餐饮，将使锦江餐饮板块的盈利来源更加多元化，改善它餐饮板块的盈利情况，减轻它对肯德基的依赖。

维也纳将在门店规模、会员体系、区域布局三方面可以与锦江形成协同作用。

◇ **门店规模：**维也纳门店规模为中端酒店第一，拥有开业酒店303家，其中直营店46家，加盟店257家；拥有已开业客房48575间，其中直营店客房11012间，加盟店客房37563间。锦江收购维也纳，酒店体量将进一步扩大，并且在继领军经济型酒店后又坐上中端酒店头把交椅。

◇ **会员体系：**维也纳拥有各类会员共计1250余万人，其中活跃会员为157余万人。维也纳会员多为商旅人士，与锦江之星和7天等经济型酒店的会员群体有一定区别。注入了维也纳的会员后，公司的会员规模将进一步扩大，

◇ **区域覆盖：**目前维也纳的业务遍布全国，但依旧集中在华南和华东两大地区：直营酒店中，71.7%位于华南地区，加盟酒店中，57.6%位于华南，29.1%位于华东。考虑到锦江自身业务集中在华东，收购的铂涛业务集中在华南，其在华东和华南地区拥有非常丰富的市场经验，以及供应商、客源等上下游资源，以华东和华南为主场加码中端酒店，将可以有效地利用已有资源，发挥规模效应，丰富自身产业链。

## 迪士尼：开园利好持续，酒店业将明显受益于迪士尼效应

上海迪斯尼乐园于2016年6月16日开园，开园首月日均接待量约2.7万人次，热度较高。而公司业务集中在华东尤其是上海，迪士尼外围溢出效应将会显著带动客流。此外，公司的第一大股东锦江集团持有上海迪士尼项目约14.25%的所有权，仅次于华特迪士尼公司和陆家嘴集团，集团的纽带作用在未来或为锦江股份带来更多的合作机会，有助于锦江股份把握迪士尼带来的商机。

## 外延并购驱动营收增长，资源整合确立规模优势

公司16年上半年营业收入同比大幅增长75.5%，主要由于卢浮、铂涛集团并表以及锦江系列酒店的营收增长。近两年公司加快了外延并购节奏，依次收购卢浮、铂涛和维也纳，分别为公司布局海外、经济型酒店以及中端酒店的重要举措，由于酒店业竞争加剧盈利能力总体下滑，公司将逐渐受益于并购带来的规模优势，同时叠加迪士尼的溢出效应影响，公司中长期成长值得看好。预计公司16-18年EPS分别为0.52元、0.56元和0.59元，给予“谨慎增持”评级。

## 风险提示

经济型酒店增速放缓，并购后协同效应不及预期，海外业务存在汇率风险。

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	3774	5659	6391	6086	5688
货币资金	3552	4742	4340	3902	3416
应收及预付	187	658	594	723	809
存货	29	51	79	83	84
其他流动资产	6	209	1379	1379	1379
<b>非流动资产</b>	7589	21367	20642	23118	26495
长期股权投资	131	244	244	244	244
固定资产	2793	6555	7722	8776	10236
在建工程	368	675	785	926	1112
无形资产	1754	8172	5907	7187	8918
其他长期资产	2542	5722	5984	5984	5984
<b>资产总计</b>	11363	27026	27034	29204	32183
<b>流动负债</b>	1943	7316	4219	5843	8244
短期借款	800	5209	903	2123	4352
应付及预收	1137	2059	3225	3630	3802
其他流动负债	6	48	91	91	91
<b>非流动负债</b>	692	11236	9313	9313	9313
长期借款	5	9313	9313	9313	9313
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	688	1923	0	0	0
<b>负债合计</b>	2635	18552	13532	15157	17557
股本	805	805	958	958	958
资本公积	4482	4482	8847	8847	8847
留存收益	1773	2089	2587	3123	3689
归属母公司股东权	8699	8284	13300	13836	14402
少数股东权益	29	191	201	212	223
<b>负债和股东权益</b>	11363	27026	27034	29204	32183

**现金流量表**

单位: 百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	559	1124	-651	1552	1628
净利润	490	641	509	546	577
折旧摊销	389	677	798	974	1206
营运资金变动	86	40	47	272	84
其它	-406	-234	-2004	-240	-240
<b>投资活动现金流</b>	113	-2469	459	-3210	-4342
资本支出	-379	-658	59	-3410	-4542
投资变动	492	-1706	400	200	200
其他	0	-105	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	2201	1590	-211	1219	2229
银行借款	3035	29716	-4306	1219	2229
债券融资	-3560	-22830	-423	0	0
股权融资	3028	8	4518	0	0
其他	-302	-5304	-1	0	0
<b>现金净增加额</b>	2873	246	-402	-438	-485
<b>期初现金余额</b>	679	3552	4742	4340	3902
<b>期末现金余额</b>	3552	3797	4340	3902	3416

**主要财务比率**

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	8.5	91.0	72.4	16.7	7.2
营业利润增长	35.0	35.0	-25.5	7.9	6.0
归属母公司净利润增长	29.1	30.9	-21.8	7.4	5.7
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	89.4	91.1	91.4	92.0	92.1
净利率	16.8	11.5	5.3	4.9	4.8
ROE	5.6	7.7	3.7	3.9	3.9
ROIC	4.3	2.2	2.9	3.7	3.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	23.2	68.6	50.1	51.9	54.6
净负债比率	-0.3	1.2	0.4	0.5	0.7
流动比率	1.94	0.77	1.51	1.04	0.69
速动比率	1.91	0.76	1.47	1.01	0.67
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.32	0.29	0.35	0.40	0.39
应收账款周转率	36.96	21.16	31.07	28.17	26.10
存货周转率	9.96	12.42	10.49	10.86	11.20
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.61	0.79	0.52	0.56	0.59
每股经营现金流	0.70	1.40	-0.68	1.62	1.70
每股净资产	10.81	10.30	13.88	14.44	15.03
<b>估值比率</b>					
P/E	41.5	64.8	67.3	62.7	59.3
P/B	2.3	5.0	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA	27.7	42.1	26.4	20.9	19.1

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	2913	5563	9588	11193	11996
营业成本	308	495	827	898	942
营业税金及附加	150	151	249	291	312
销售费用	1537	3034	5609	6548	7018
管理费用	677	1346	2205	2463	2639
财务费用	70	175	459	505	555
资产减值损失	0	25	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	462	519	400	200	200
<b>营业利润</b>	634	856	638	689	730
营业外收入	35	45	46	46	46
营业外支出	4	21	6	6	6
<b>利润总额</b>	666	880	678	729	770
所得税	175	239	170	182	192
<b>净利润</b>	490	641	509	546	577
少数股东损益	3	4	10	11	12
<b>归属母公司净利润</b>	487	638	498	536	566
EBITDA	631	1214	1495	1968	2291
EPS(元)	0.61	0.79	0.52	0.56	0.59

## 广发社会服务行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2014年和2015年煤炭行业新财富、水晶球、金牛第一名；
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2014年和2015年煤炭行业新财富、水晶球、金牛第一名；
- 姚遥：研究助理，美国普林斯顿大学工学博士，2015年进入广发证券发展研究中心，2015年煤炭行业新财富、水晶球、金牛第一名(团队)。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。