

苏平 86-755-82943252
 suping@cmschina.com.cn
 林周勇 86-755-82943201
 linzy@cmschina.com.cn

2009年4月10日

锦江股份 (600754.SH)/12.54元

攻守兼备，价值突出

可选消费·旅游

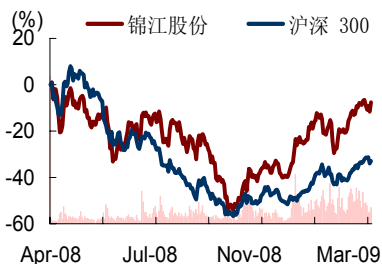
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2380
总股本(万股)	60324
已上市流通股(万股)	44724
总市值(亿元)	84
流通市值(亿元)	63
每股净资产(MRQ)	4.6
ROE(TTM)	8.8
资产负债率	12.2%
主要股东	上海锦江国际酒店集团
主要股东持股比例	50.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	16	28	-7
相对表现	2	2	24



相关报告

08 年收入下降 5%，净利润增长 4%，EPS 0.45 元；所得税率下降、长江证券 5000 万分红是净利润上升的主要原因。09 年非经常损益将保证业绩增长，预计 09-11 年 EPS0.52、0.56、0.61 元。业绩稳定增长预期加上世博、迪斯尼双重概念，攻守兼备，是全年及二季度重点推荐品种。

- **收入下降 5%，净利润增长 4%，EPS0.45 元，拟 10 派 3.5 元。**08 年，公司实现收入 7.94 亿元，下降 4.9%；营业利润 3.03 亿元，下降 5.7%，其中投资收益 1.79 亿元，下降 3.5%；归属于母公司所有者的净利润 2.73 亿元，增长 3.6%，EPS0.45 元。拟向全体股东每 10 股派 3.5 元现金。
- **酒店业务明显下滑，肯德基保持平稳，其他餐饮业务未见明显起色。**(1) 08 年公司酒店营运业务收入下降 6.2%，四家高星级酒店、五家低星级酒店 REVPAR 分别下降 14.3%、11.1%；(2) 四家肯德基收入增长均超过 15%，盈利水平也基本保持稳定；(3) 其他餐饮公司净利润未有明显提升。
- **非经常性投资收益及所得税率下降是业绩最重要支撑。**(1) 长江证券分红 5032 万元，出售股票投资收益 1700 万元，贡献 25%净利润；(2) 公司实际税率由 07 年的 32.4%下降至 08 年的 23%。
- **非经常性损益保证 09 年业绩稳定增长。**(1) 上海酒店业继续下滑，09 年主业压力仍然较大；(2) 出售上海肯德基 7%股权、中亚饭店 45%股权，可分别带来投资收益约 4000、8600 万；(3) 尚有可兑现的浮盈约 3000 万。
- **维持 09-11EPS0.52、0.56、0.61 元的预测，二季度及全年重点推荐。**2010 年世博会将给公司业绩带来支撑，维持 09-11EPS0.52、0.56、0.61 元的预测及审慎推荐 A 投资评级；受益于世博、迪斯尼双重概念，主题投资机会突出，业绩稳定增长提供了基本面的支持，是我们全年及二季度重点推荐品种。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	835	794	730	935	943
同比增长	7%	-5%	-8%	28%	1%
营业利润(百万元)	322	303	350	414	475
同比增长	27%	-6%	16%	18%	15%
净利润(百万元)	264	273	316	338	366
同比增长	21%	4%	15%	7%	8%
每股收益(元)	0.44	0.45	0.52	0.56	0.61
PE	32.2	31.1	26.9	25.1	23.2
PB	1.7	3.1	2.6	2.4	2.3

资料来源：招商证券

1、收入下降 5%，净利润增长 4%，EPS 0.45 元，10 派 3.5 元

（1）总体概况

收入下降 5%，利润总额下降 1%，净利润增长 4%，EPS 0.45 元，拟 10 派 3.5 元。08 年，公司实现营业收入 7.94 亿元，下降 4.9%；实现营业利润 3.03 亿元，下降 5.7%，其中投资收益 1.79 亿元，下降 3.5%；实现归属于母公司所有者的净利润 2.73 亿元，增长 3.6%，EPS 0.45 元。董事会拟向全体股东每 10 股派 3.5 元现金。

表 1：08 年公司经营总体情况

单位：百万元	2008 年	2007 年	同比变动	同比变化
一、营业收入	794	835	-41	-4.9%
减：营业成本	249	254	-6	-2.3%
营业税金及附加	33	34	-2	-4.5%
销售费用	231	232	-1	-0.4%
管理费用	175	186	-11	-6.1%
财务费用	-17	-7	10	
投资收益	179	186	-7	-3.5%
其中：对联营、合营企业的收益	74	86	-12	-13.8%
二、营业利润	303	322	-18	-5.7%
三、利润总额	321	325	-3	-1.0%
减：所得税费用	33	45	-12	-27.3%
四、净利润	289	280	9	3.2%
归属于母公司股东的净利润	273	264	9	3.6%
五、每股收益	0.45	0.44	0.02	3.6%

资料来源：公司公告

（2）金融危机扩散是收入下降的最主要原因

08 年公司酒店营运业务收入下降 6.2%：

四家高星级酒店下半年 REVPAR 下降 23.2%。08 年在沪四家高星级酒店出租率 67%，下降 10.5 个百分点；平均房价 1026 元，下降 0.9%；REVPAR 下降 14.3%。下半年，出租率 61.2%，下降 17.3 个百分点，平均房价 1003 元，下降 1.5%，REVPAR 下降 23.2%。

五家低星级酒店下半年 REVPAR 下降 14.3%。08 年在沪五家低星级酒店出租率 62.3%，下降 8.1 个百分点；平均房价 312 元，上涨 0.5%；REVPAR 下降 11.1%。下半年，出租率 63.6%，下降 10.6 个百分点，平均房价 312 元，与 07 年同期持平，REVPAR 下降 14.3%。

部分酒店资产增资锦江之星，影响收入 2071 万元。07 年 6 月，公司以北京锦亚酒店、沈阳锦亚饭店、常州锦亚饭店、长春分公司、上海锦亚旅馆的股权增资锦江国际旅馆投资公司，这些资产 07 年上半年实现收入 2071 万元。

表 2：08 年公司各项业务情况

单位：万元	营业收入	同比增长(%)	毛利率(%)	同比变化 (百分点)
酒店营运业务	49873	-6.2%	83.8%	-1.4
酒店管理业务	8924	-0.7%	96.5%	0.2
餐饮与食品业务	4906	7.0%	46.6%	15.2
物品供应业务	13994	-6.3%	4.8%	-0.7
其他业务	174	6.1%	61.6%	18.7

资料来源：公司公告

(3) 非经常性投资收益及所得税率下降是业绩最重要支撑

虽然按权益核算的投资收益下降 12%，但由于长江证券分红 5032 万元，以及出售股票获得投资收益 1700 万元，公司投资收益仍达 1.79 亿元，仅比 07 年下降 3.5%。

表 3：投资收益构成

单位：百万元	2008 年	2007 年	同比变动	同比变化
按权益法核算的投资收益	74	86	-12	-13.8%
按成本法核算的投资收益(发放股利)	35	26	9	35.4%
出售可供出售金融资产收益	17	26	-9	-35.7%
可供出售金融资产股利收益	51	1	50	9190%
长期股权投资处置收益	4	46	-42	-91.6%
承担合营企业额外投资损失	-2	-	-2	
其他	0	1	-1	-126.0%
合计	179	186	-7	-3.5%

资料来源：公司公告

由于所得税率的调整，公司实际税率由 07 年的 32.4% 下降至 08 年的 23%；由于实际税率的下降，虽然公司利润总额下降 1%，但净利润仍增长 4%。

此外，公司将无法支付的应付款项 1234 万元确认为营业外收入。

2、各主要经营实体经营情况

(1) 酒店公司业绩普遍下滑

受多重因素影响，酒店出租率和房价均出现较大压力，酒店盈利水平明显下滑。其中，锦江汤臣、扬子江万丽净利润分别下降 49%、17%，武汉锦江亏损加大至 6600 万元；海仑、建国由于 07 年受装修改造影响，08 年业绩基本保持 07 年水平。

中亚饭店由于修缮停业，收入下降 41%；其余 5 家低星级酒店收入下降 12%。

锦江之星仍保持发展势头。截至 08 年底，营运和筹建中的锦江之星共 360 家，客房超过 4.8 万间。08 年收入 9.16 亿(含锦江国际旅馆投资)，增长 75%，净利润 8200 万元，增长 128%。

酒店管理业务稳步拓展。08 年末签约管理的星级酒店 100 家，增加 5 家；客房数超过 2.9 万间，增加超过 1000 间。其中集团外第三方委托管理的酒店 70 家，增加 3 家。

JREZ 建设稳步推进。08 年，JREZ 实现预订超过 10 万房夜，增长 52%。

（2）肯德基业绩相对稳定

上海、杭州、苏州、无锡四家肯德基收入增长均超过 15%，盈利水平也基本保持稳定。

（3）其他餐饮业务未见明显起色

锦江同乐、新亚富丽华、上海吉野家虽然收入大幅增长，但盈利水平并没有显著的提升，肯德基外餐饮业务总体没有明显起色。

表 4：主要子公司盈利情况

子公司	持股比例	收入（百万元）			净利润（百万元）			总资产	08 年 权益利润	占公司 利润比重
		07 年	08 年	变化	07 年	08 年	变化			
锦江汤臣	50%	221	192	-13%	40	20	-49%	338	10	4%
扬子江	40%	270	235	-13%	54	45	-17%	163	18	7%
武汉锦江	50%	18	44	150%	-60	-66		426	-33	-12%
海仑宾馆	66.67%	183	176	-4%	28	28	0%	154	19	7%
建国宾馆	65%	161	159	-1%	24	23	-6%	145	15	5%
中亚饭店	45%	53	31	-41%	-7	-16		94	-7	-3%
五家低星级酒店	100%	167	147	-12%						
锦江国际旅馆投资	20%	173	116	-33%	-2	53		1744	11	4%
锦江之星	20%	350	800	129%	38	29	-23%	1941	6	2%
酒店管理	100%	90	89	-1%				226		
德尔互动	50%	9	13	40%	-10	-12		7	-6	-2%
上海肯德基	49%	1831	2133	17%	163	151	-7%	670	74	27%
杭州肯德基	8%	2243	2597	16%	252	290	15%	838	23	8%
无锡肯德基	8%	530	642	21%	51	60	18%	261	5	2%
苏州肯德基	8%	851	991	16%	107	100	-7%	392	8	3%
锦江同乐	51%	12	17	42%	-5	-5		9	-2	-1%
新亚大家乐	50%	202	208	3%	0	0	0%	73	0	0%
新亚富丽华	41%	54	71	30%	2	4	67%	62	2	1%
上海吉野家	40%	37	57	55%	-2	-3		37	-1	0%
静安面包房	30%	78	83	5%	6	5	-15%	34	2	1%
新亚食品厂	100%	33	31	-6%	4	2	-44%	28	2	1%

资料来源：公司公告

3、09 年主业压力大，但业绩有保证，维持审慎推荐评级

公司预计 09 年实现营业收入 8 亿元。

（1）09 年主业压力仍较大

金融危机对上海酒店业的影响仍在继续，09 年 1-2 月，上海五星级酒店出租率下降 11.8 个百分点，房价下降 22%，REVPAR 下降 38.5%；由于主要入境经济体均出现较大的经济困难，09 年入境市场不容乐观，上海酒店业压力仍然很大。

此外，公司拟出售上海肯德基 7%的股权，上海肯德基是利润的重要来源，占 08 年净利润 27%，权益比例下降将影响公司经常性投资收益水平。

(2) 非经常性损益有望缓解主业的暂时困难

股权转让可带来投资收益。(1) 拟出售上海肯德基 7% 股权, 若按评估价出售, 可带来投资收益 4000 万, 增厚 EPS0.07 元; (2) 拟以 1.2 亿价格挂牌出售所持有的中亚饭店 45% 股权, 若售出, 将产生投资收益 8600 万元, 增厚 EPS0.14 元; (3) 出售新亚大家乐 25% 股权及 6 家门店资产亦可带来投资收益, 但不超过 500 万元。

公司可供出售金融资产目前浮盈约 13.8 亿, 扣除尚无法流通的长江证券股权, 浮盈仍有 3000 万元。公司可通过兑现浮盈来平滑业绩。

表 5: 08 年出售股票情况及目前浮盈情况

被投资公司	08 年出售 (万股)	出售金额 (百万元)	期末股数 (万股)	股票 现价	市值 (百万元)	成本 (百万元)	浮盈 (百万元)	可上市 交易日
长江证券			10064	14.86	1495	147	1348	2010 年 12 月 27 日
全聚德	32	7.3	68	27.18	18	1	17	已可上市
同达创业	13	1.1	20	11.98	2	1	1	已可上市
豫园商城			62	15.46	10	1	9	已可上市
交通银行			80	6.58	5	2	3	已可上市
上海电气	80	9.6	0			0	0	已可上市
合计		18.0			1531	152	1379	

资料来源: 公司公告, 招商证券。按 4 月 9 日收盘价计算。

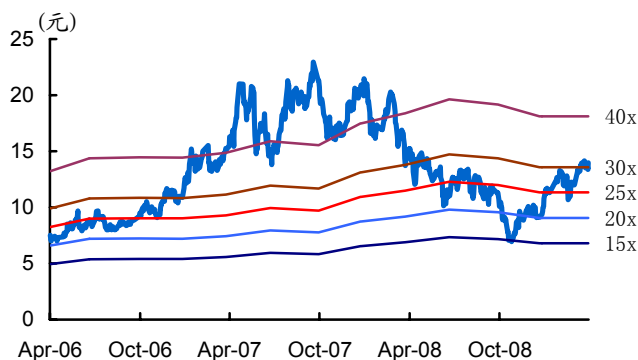
(3) 维持 09-11EPS0.52、0.56、0.61 元的预测, 是我们二季度及全年重点推荐品种

2010 年, 随着世博会的开幕, 公司主业有望复苏, 业绩有望得到提升。

暂时维持 09-11EPS 0.52、0.56、0.61 元的预测。虽然公司 09 年主业压力较大, 但非经常性收益可以弥补主业盈利水平的下滑, 09、10 年利润仍将平稳增长, 维持审慎推荐-A 的投资评级。

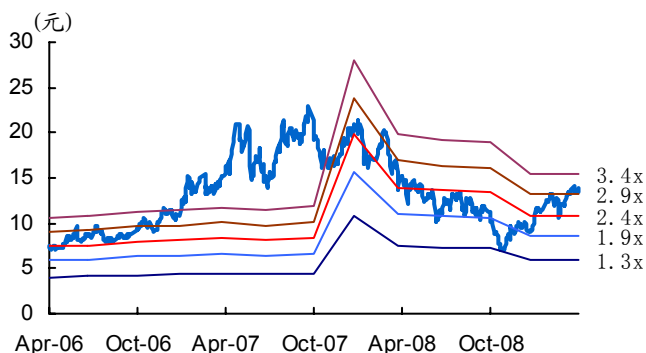
公司受益于世博、迪斯尼双重概念, 是主题投资的良好品种, 同时业绩增长也有保证, 攻守兼备, 是我们二季度及全年重点推荐品种。

图 1: 锦江股份最近三年 PEBand



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 锦江股份最近三年 PBBand



资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	767	844	965	1081	1272
现金	678	742	871	964	1154
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	41	33	30	39	39
其它应收款	32	27	14	17	17
存货	11	13	13	14	15
其他	5	31	37	47	47
非流动资产	5496	2377	2966	3256	3235
长期股权投资	992	951	951	951	951
固定资产	280	256	254	267	278
无形资产	221	216	195	175	158
其他	4003	954	1566	1862	1848
资产总计	6262	3222	3932	4336	4507
流动负债	259	209	254	259	247
短期借款	11	6	50	50	50
应付账款	56	55	47	42	29
预收账款	24	23	24	26	27
其他	168	126	133	141	141
长期负债	953	185	331	406	406
长期借款	2	2	2	2	2
其他	951	183	329	404	404
负债合计	1212	394	585	665	653
股本	603	603	603	603	603
资本公积金	3624	1339	1782	2007	2007
留存收益	328	365	872	940	1123
少数股东权益	77	77	89	122	122
母公司所有者权益	4973	2751	3257	3550	3733
负债及权益合计	6262	3222	3932	4336	4507

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	194	126	140	172	103
净利润	264	273	316	338	366
折旧摊销	64	61	63	61	60
财务费用	(7)	(17)	(14)	(16)	(24)
投资收益	(186)	(179)	(250)	(226)	(286)
营运资金变动	13	(51)	10	(18)	(13)
其它	955	(749)	162	108	1
投资活动现金流	44	177	(63)	(50)	(40)
资本支出	29	(43)	(50)	(50)	(40)
其他投资	(4050)	3088	(604)	(300)	0
筹资活动现金流	(220)	(239)	53	(29)	127
借款变动	3	(6)	44	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	2852	(2284)	443	225	0
股利分配	0	0	(252)	(270)	(183)
其他	193	199	261	242	310
现金净增加额	17	64	130	93	190

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	835	794	730	935	943
营业成本	254	249	263	280	291
营业税金及附加	34	33	30	38	39
营业费用	232	231	193	243	245
管理费用	186	175	157	201	203
财务费用	(7)	(17)	(14)	(16)	(24)
资产减值损失	(0)	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	186	179	250	226	286
营业利润	322	303	350	414	475
营业外收入	3	19	1	0	0
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	325	321	351	414	475
所得税	45	33	23	43	109
净利润	280	289	328	371	366
少数股东损益	16	15	12	33	0
母公司所有者净利润	264	273	316	338	366
EPS (元)	0.44	0.45	0.52	0.56	0.61

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	7%	-5%	-8%	28%	1%
营业利润	27%	-6%	16%	18%	15%
净利润	21%	4%	15%	7%	8%
获利能力					
毛利率	69.5%	68.7%	64.0%	70.0%	69.2%
净利率	31.6%	34.4%	43.2%	36.2%	38.8%
ROE	5.3%	9.9%	9.7%	9.5%	9.8%
ROIC	5.3%	9.0%	9.3%	9.6%	8.9%
偿债能力					
资产负债率	19.4%	12.2%	14.9%	15.3%	14.5%
净负债比率	0.3%	0.2%	1.3%	1.2%	1.2%
流动比率	3.0	4.0	3.8	4.2	5.2
速动比率	2.9	4.0	3.7	4.1	5.1
营运能力					
资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	20.6	21.3	20.3	20.4	20.1
应收帐款周转率	23.3	21.6	23.2	27.3	24.4
应付帐款周转率	4.4	4.5	5.2	6.3	8.2
每股资料(元)					
每股收益	0.44	0.45	0.52	0.56	0.61
每股经营现金	0.32	0.21	0.23	0.28	0.17
每股净资产	8.24	4.56	5.40	5.88	6.19
每股股利	0.35	0.30	0.42	0.45	0.30
估值比率					
PE	32.2	31.1	26.9	25.1	23.2
PB	1.7	3.1	2.6	2.4	2.3
EV/EBITDA	22.4	24.5	21.3	18.5	85.9

分析师简介

苏平，武汉城市建设学院景园建筑专业学士、北京大学人文地理专业硕士。目前为招商证券社会服务业分析师，7 年证券从业经验。07 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第二名，05、06 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第三名。率先发掘并持续推荐了华侨城等一批优质公司。

林周勇，硕士，07 年 3 月加入招商证券。07 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第二名（小组）。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。