

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

2009年4月30日

## 锦江股份 (600754.SH)/12.54元

### 投资收益支撑业绩，4大概念推升股价

可选消费·旅游

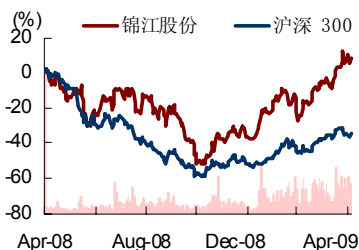
审慎推荐-A(维持)

#### 基础数据

|            |            |
|------------|------------|
| 上证综指       | 2468       |
| 总股本(万股)    | 60324      |
| 已上市流通股(万股) | 44724      |
| 总市值(亿元)    | 95         |
| 流通市值(亿元)   | 71         |
| 每股净资产(MRQ) | 5.6        |
| ROE(TTM)   | 9.0        |
| 资产负债率      | 15.5%      |
| 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 | 13 | 102 | 14  |
| 相对表现 | 9  | 45  | 45  |



#### 相关报告

09年1季度净利润增长44%，EPS 0.16元，确认部分中亚饭店转让收益是净利润增长的主要原因；09年非经常性损益能够弥补主业盈利的下降，维持09-11年EPS 0.52、0.56、0.61元的预测。公司业绩增长有保证，且存在4方面的主题投资机会，攻守兼备，是我们全年及二季度首推的品种。

### 1、投资收益弥补主业业绩下滑

- **1季度利润增长44%，EPS 0.16元。**1季度，公司实现营业收入1.79亿元，下降15.5%；营业利润1.2亿元，增长51.5%，归属于上市公司股东的净利润9914万元，同比增长43.9%；EPS 0.16元。
- **1季度利润增长主要源于投资收益大幅增长。**1季度，公司以1.2亿元出售中亚饭店45%股权，获得投资收益约7000万元。
- **酒店营运受到较大冲击。**上海四家高星级酒店1季度出租率49%，减少23个百分点；房价860元，同比下降13%；武汉锦江1季度出租率33%，增加7个百分点，房价573元，下降8%。五家低星级酒店1季度出租率为50%，减少6个百分点，房价288元，下降5%。
- **酒店管理也受到冲击。**1季度管理业务收入2315万元，下降7%，JREZ预订系统实现订房数量下降19%；签约客房数量保持稳定，2.9万间。
- **餐饮方面亦有压力。**1季度，上海肯德基收入5.03亿元，下降4.6%；新亚大家乐收入4339万元，下降11.2%；上海吉野家收入1645万元，增长66.7%；静安面包房收入1437万元，增长2.0%；锦江同乐收入410万元，下降6.3%。

### 2、攻守兼备，是全年及二季度重点推荐品种

- **09、10年业绩增长有保证。**虽然公司酒店主业面临较大压力，但股权转让（如转让中亚饭店股权、上海肯德基股权等）将为公司带来大量的投资收益，此外，公司“可供出售金融资产”浮盈超过13.6亿，其中可出售的浮盈超过3200万，因此，09年业绩增长有保证。2010年由于世博会的带动，上海酒店业有望强劲反弹，主业盈利能力将大幅提升，业绩也有保证。
- **存在4方面的主题投资机会。**（1）迪斯尼概念，后期随项目推进仍将反复炒作；（2）世博概念，现在起将逐步升温；（3）回购；（4）品牌收购，目前低迷的行业环境正是公司收购优秀品牌的契机。
- **是全年及二季度重点推荐品种。**我们维持09-11年EPS 0.52、0.56、0.61元的盈利预测；公司业绩增长有保证，主题投资机会较多，是攻守兼备的良好品种，是我们全年及二季度重点推荐品种，目前维持审慎推荐-A的投资评级。

**表 1: 公司 09 年 1 季度总体经营情况**

| 单位: 万元              | 09Q1  | 08Q1  | 同比变动  | 变动幅度    |
|---------------------|-------|-------|-------|---------|
| 一、营业总收入             | 16891 | 19989 | -3098 | -15.5%  |
| 二、营业总成本             | 16117 | 17372 | -1256 | -7.2%   |
| 其中: 营业成本            | 5099  | 7019  | -1919 | -27.3%  |
| 营业税金及附加             | 738   | 813   | -75   | -9.2%   |
| 销售费用                | 6116  | 5295  | 820   | 15.5%   |
| 管理费用                | 4521  | 4423  | 98    | 2.2%    |
| 财务费用                | -358  | -178  | -180  | 100.7%  |
| 投资收益                | 11235 | 5312  | 5923  | 111.5%  |
| 其中: 对联营企业和合营企业的投资收益 | 4269  | 2067  | 2202  | 106.5%  |
| 三、营业利润              | 12009 | 7929  | 4080  | 51.5%   |
| 四、利润总额              | 12013 | 8028  | 3985  | 49.6%   |
| 减: 所得税费用            | 2102  | 773   | 1329  | 172.0%  |
| 五、净利润               | 9911  | 7255  | 2656  | 36.6%   |
| 归属于母公司所有者的净利润       | 9914  | 6889  | 3025  | 43.9%   |
| 少数股东损益              | -3    | 366   | -369  | -100.8% |
| 六、每股收益              | 0.16  | 0.11  | 0.05  | 43.9%   |

资料来源: 公司公告

**表 2: 主要业务和经营实体收入和毛利情况**

| 单位: 万元 | 09Q1 收入 | 08Q1 收入 | 收入增幅 (%) | 09Q1 毛利率 (%) | 08Q1 毛利率 (%) | 毛利率变动 (百分点) |
|--------|---------|---------|----------|--------------|--------------|-------------|
| 酒店营运业务 | 9890    | 12341   | (19.9)   | 80.0         | 81.4         | (1.4)       |
| 酒店管理业务 | 2315    | 2496    | (7.3)    | 98.2         | 98.4         | (0.2)       |
| 上海肯德基  | 50306   | 52757   | (4.6)    |              |              |             |
| 新亚大家乐  | 4339    | 4887    | (11.2)   |              |              |             |
| 上海吉野家  | 1645    | 987     | 66.7     |              |              |             |
| 静安面包房  | 1437    | 1409    | 2%       |              |              |             |
| 锦江同乐   | 410     | 438     | (6.4)    |              |              |             |

资料来源: 公司公告

**图 1: 锦江股份历史 PE Band**


资料来源: 招商证券研发中心

**图 2: 锦江股份历史 PB Band**


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       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 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          |
| <b>非流动资产</b>   | 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        |
| <b>资产总计</b>    | <b>6262</b> | <b>3222</b> | <b>3932</b> | <b>4336</b> | <b>4507</b> |
| <b>流动负债</b>    | 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         |
| <b>长期负债</b>    | 953         | 185         | 331         | 406         | 406         |
| 长期借款           | 2           | 2           | 2           | 2           | 2           |
| 其他             | 951         | 183         | 329         | 404         | 404         |
| <b>负债合计</b>    | <b>1212</b> | <b>394</b>  | <b>585</b>  | <b>665</b>  | <b>653</b>  |
| 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        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>6262</b> | <b>3222</b> | <b>3932</b> | <b>4336</b> | <b>4507</b> |

**现金流量表**

| 单位: 百万元        | 2007      | 2008      | 2009E      | 2010E     | 2011E      |
|----------------|-----------|-----------|------------|-----------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 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          |
| <b>投资活动现金流</b> | 44        | 177       | (63)       | (50)      | (40)       |
| 资本支出           | 29        | (43)      | (50)       | (50)      | (40)       |
| 其他投资           | (4050)    | 3088      | (604)      | (300)     | 0          |
| <b>筹资活动现金流</b> | (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        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>17</b> | <b>64</b> | <b>130</b> | <b>93</b> | <b>190</b> |

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 |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 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   |
| <b>营业利润</b>      | 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     |
| <b>利润总额</b>      | 325  | 321  | 351   | 414   | 475   |
| 所得税              | 45   | 33   | 23    | 43    | 109   |
| <b>净利润</b>       | 280  | 289  | 328   | 371   | 366   |
| 少数股东损益           | 16   | 15   | 12    | 33    | 0     |
| <b>母公司所有者净利润</b> | 264  | 273  | 316   | 338   | 366   |
| <b>EPS (元)</b>   | 0.44 | 0.45 | 0.52  | 0.56  | 0.61  |

**主要财务比率**

|                | 2007  | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 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%    |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 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%  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 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   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 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   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 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  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| 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。