

社会服务业

报告原因：上市公司调研

2009年6月01日

市场数据：2009年6月01日

收盘价（元）	19.14
总股本(亿股)	6.03
流通股本(亿股)	4.47
流通市值(亿元)	85.58
1年内最高最低价(元)	20.95 / 6.80

基础数据：2008年12月31日

资产负债率	12.23%
毛利率	68.68%
净资产收益率	9.93%

相关研究：

《锦江股份(600754)投资者见面会：世博带来的春天正徐徐走来》20090420

《锦江股份(600754)年报点评：主营业务遭遇寒冬 其他业务雪中送炭》20090421

《锦江股份(600754)季报点评：投资收益成为利润增长的源泉》20090504

分析师：

加丽果

010-82190386

jialiguo@sxzq.com

联系人：

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

锦江股份 (600754)

曙光已在眼前

买入

维持评级

公司研究/深度报告

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率 %	净利润	增长率 %	每股收益	营业利润率	净资产收益率 %	市盈率
2008A	793.63	-4.93	273.20	3.57	0.45	34.42%	9.93%	42.79
2009E	799.97	0.80	228.03	-16.53	0.38	28.50%	7.36%	51.27
2010E	959.97	20.00	267.28	17.21	0.44	27.84%	8.21%	43.74
2011E	969.57	1.00	282.66	5.75	0.47	29.15%	8.27%	41.36

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- 公司是本土酒店管理的王者，是中国最大的酒店、餐饮业上市公司。公司目前营业利润主要来源于食品餐饮、酒店投资、酒店管理三块业务。公司的发展战略是发展酒店管理和连锁餐饮业务，保留目前的12家酒店的经营，不再进行酒店投资业务。
- 食品餐饮业务是公司营业利润主要来源，未来实现稳定增长可期。2008年公司餐饮业务利润占公司营业利润的比重为58.14%，其中，肯德基西餐是公司餐饮业务主要利润来源，约占公司营业利润的56%。我们认为公司的餐饮业务未来实现稳定增长是值得期待的。
- 酒店投资业务是公司营业收入的次要来源，2009年业务下滑较大，2010年可望好转。2008年酒店投资业务利润占公司营业利润的比重为20.56%，公司目前拥有的星级酒店为12家，其中11家位于上海，1家位于武汉，另外公司还通过参股20%锦江之星参与经济型酒店的管理和投资，2009年酒店业受金融危机影响整体经营目前不容乐观。
- 公司的重点发展战略是加强酒店管理业务。酒店管理业务2008年占公司营业利润的比重大约为20%，作为本土酒店管理的王者，随着国际酒店巨头加大投资，酒店管理业务发展任重道远。
- 公司拥有将近17亿的可供出售金融资产可攻可守。公司的这部分金融资产成本只有2亿左右，为公司未来的兼并收购提供了良好的资金来源。
- 我们认为，锦江股份将是世博直接受益者和上海两个中心建设意见的间接受益者，我们估计世博会将会给公司现有的各项业务都带来一定的增长。虽然2009年公司主营业务下滑趋势暂时难以改变，但公司资本结构合理，分红率较高，有着区域经济振兴和世博题材概念，我们认为旅游行业中酒店子行业第二季度的首配品种，维持“买入”评级，建议逢低吸纳，给予2009年0.378元/股、2010年0.443元/股、2011年0.469元/股的盈利预测。

请务必阅读正文之后的特别声明部分

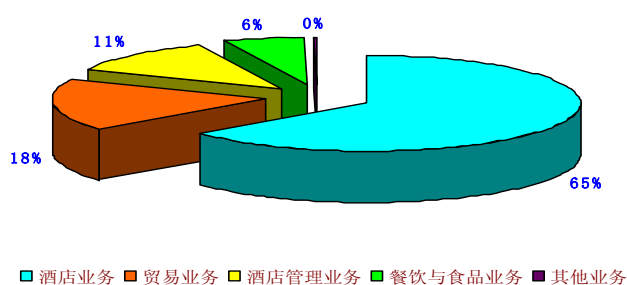
公司基本情况——本土酒店管理王者

公司是本土酒店管理的王者，是中国最大的酒店、餐饮业上市公司。根据公司公开资料，我们分析公司 2008 年营业收入和利润构成（见图一：2008 年公司营业收入构成图和图二：2008 年公司营业利润构成图），公司 65%的营业收入来自酒店投资，贡献了约 19%的利润；公司 6%的营业收入来自餐饮食品业务，贡献权益利润为 45%；公司 11%的营业收入来自酒店管理业务，贡献利润大约为 17%左右；其他业务贡献利润大约为 19%左右。公司目前利润主要来源于餐饮食品、酒店投资、酒店管理三块业务。

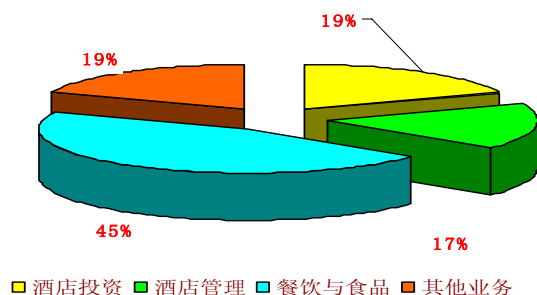
根据公司公开资料，我们分析公司主要子公司、控股公司和参股公司的经营情况（见图三：公司主要子公司、控股公司和参股公司的经营情况），我们认为公司的营业利润中，60%来自投资净收益，另外 40%的营业利润主要来自酒店投资和酒店管理，而 60%的净收益中，24%来自联营企业和合营企业，另外 76%主要来自公司的餐饮业务的西餐业务贡献的权益利润。

公司的发展战略是通过实施‘国际化、品牌化、市场化’，以星级酒店管理业务为发展方向，并将通过锦江之星旅馆有限公司参与经济型酒店管理业务，继续拓展连锁中西快餐的投资经营，提升公司在“管理、品牌、网络、人才”等方面的核心竞争能力。

图一：2008 年公司营业收入构成图



图二：2008 年公司营业利润构成图



资料来源：公司公开资料

山西证券研究所

图三：公司主要子公司、控股公司和参股公司的经营情况和业绩分析

公司名称	主营业务	持股比例	报告期 营业收入 (亿)	报告期 净利润 (万)	报告期权 益净利润 (万)	净利率	利润占比
上海肯德基有限公司	西式快餐	49%	18.31	16,319	7996.31	8.91%	40.12%
锦江国际酒店管理有限公司	酒店管理	100%	2.50	3,952	3952.00	15.80%	19.83%
上海扬子江大酒店有限公司	经营酒店及 餐饮	40%	2.70	5,360	2144.00	19.82%	10.76%
上海锦江汤臣大酒店有限公司	经营酒店及 餐饮	50%	2.21	4,034	2017.00	18.26%	10.12%
杭州肯德基有限公司	西式快餐	8%	22.43	25,187	2014.96	11.23%	10.11%
上海海仑宾馆有限公司	经营酒店及 餐饮	66.67%	1.83	2,811	1874.09	15.36%	9.40%
上海建国宾馆有限公司	经营酒店及 餐饮	65%	1.61	2,449	1591.85	15.19%	7.99%
苏州肯德基有限公司	西式快餐	8%	8.51	10,712	856.96	12.58%	4.30%
锦江之星旅馆有限公司	经济型酒店 管理	20%	4.14	3,844	768.80	9.28%	3.86%
无锡肯德基有限公司	西式快餐	8%	5.30	5,076	406.08	9.58%	2.04%
上海新亚食品有限公司	生产月饼及 冷冻食品	100%	0.33	371	371.00	11.40%	1.86%
上海静安面包房有限公司	生产、销售 面包、糕点等	30%	0.78	624	187.20	7.96%	0.94%
上海新亚富丽华餐饮股份有限公司	中式餐饮	41%	0.54	239	97.99	4.39%	0.49%
上海新亚大家乐餐饮有限公司	中西餐饮	50%	2.02	6	3.00	0.03%	0.02%
上海锦江国际旅馆投资有限公司	旅馆业的投 资	20%	1.73	-157	-31.40	-0.91%	-0.16%
上海吉野家快餐有限公司	日式快餐	40%	0.37	-190	-76.00	-5.13%	-0.38%
上海锦江同乐餐饮管理有限公司	中西餐饮	51%	0.1181	-533	-271.83	-0.45	-1.36%
上海锦江国际管理学院	教育培训	100%	0.0153	-443	-443	-2.90	-2.22%
上海锦江德尔互动有限公司	计算机软 件、网络技 术服务	50%	0.09	-1,043	-521.50	-110.37%	-2.62%
武汉锦江国际大酒店有限公司	经营酒店及 餐饮	50%	0.18	-6,018	-3009.00	-339.42%	-15.10%

资料来源：公司公开资料

山西证券研究所

备注：蓝色部分为公司的主要控股子公司，纳入合并报表。

餐饮食品业务——公司主要利润来源，增长性可期

餐饮食品业务方面，根据公司投资者年会有关资料显示，2008年公司餐饮业务利润占比 58.14%，是公司的主要利润来源，其中，肯德基西餐是公司餐饮业务利润的主要来源。

公司目前主要拥有上海肯德基 42%股权及苏州、无锡、杭州肯德基 8%的股权和一系列经营中式餐饮公司的股权，餐饮业务的利润表现主要体现在股权投资收益中。

公司 2008 年尚持有上海肯德基 49%股权，公司 2009 年 4 月 29 日公告出售 7%上海肯德基股权，用来换取 10 年经营权。公司的中式餐饮业务虽然一直处于微利或亏损状态，但是公司参股 40%的上海吉野家快餐有限公司 2009 年一季度营业收入同比增长 67%，目前发展态势良好。

我们认为虽然公司出售 7%上海肯德基股权对公司餐饮业务有一定的影响，但总的来说，公司的餐饮食品业务受金融危机影响有限，基本可以实现平稳增长，我们给予公司餐饮业务权益利润 2009 年 0%的增长率，2010 年和 2011 年各 10%的增长率。

酒店投资业务——利润稳定成熟，但成长性有限

酒店投资方面，根据公司投资者年会有关资料显示，2008 年酒店投资业务利润占比 20.56%，是公司营业收入的主要来源和营业利润的次要来源。

公司目前拥有的星级酒店为 12 家，其中 11 家位于上海，1 家位于武汉。其中，武汉锦江国际大酒店有限公司截止目前仍然亏损，估计盈利也在 3 年之后。其余的酒店基本都成熟，估计 2009 年酒店



业受金融危机影响，我们给予-20%的增长幅度，2010 年受益上海世博会，我们给予 20%的增长率空间，2011 年给予 5%左右的增长空间。

酒店管理-----任重道远

酒店管理方面，根据公司投资者年会有关资料显示，2008 年酒店管理业务利润占比 17.61%。

截止 2008 年底，公司签约管理的星级酒店已达 100 家, 其中 70 家是第三方委托投资管理，其余的是锦江集团投资的酒店。酒店管理方面目前压力不小，计划 2009 年新签酒店管理还是不少于 2000 间客房。

另外公司通过参股 20%锦江之星旅馆有限公司和 20%的锦江之星投资公司来参与锦江之星经济型酒店管理业务。

锦江之星是中国经济型酒店首创, 截止 2008 年底已经拥有门店 360 家, 实际经营 240 家, 2008 年锦江之星业务利润占比 3.70%。锦江之星扩张速度目标是于 2010 年要达到 600 家，靠目前的模式要从 360 家扩张到 600 家估计有点困难，公司不排除未来使用兼并收购扩大规模，我们估计 2012-2013 年锦江之星的利润可达到转折点，迈入成熟期。

世博会期间，公司将管理世博园区公寓酒店 900 间客房。上海地区公司全部酒店都要进入世博会招标酒店，公司有一定的招标竞争优势。

对于世博会带给公司酒店业能否大幅度提升，我们认为由于竞争的激烈和上海酒店业供过于求的情况，出现一定的增幅是可以期待的，但大幅的增长是不太可能的。

我们给予公司酒店管理业务 2009 年-15%的增长率，2010 年 20%的增长率，2011 年 10%的增长率。

17 亿可供出售金融资产---可攻可守

公司主要拥有长江证券1亿股股票，截止2008年年底，还拥有全聚德、同达创业、豫园商城、交通银行若干股股票（具体情况见图四：公司所持可供出售金融资产情况）。

对于这部分资产，公司的成本只有两亿左右，截止2009年6月1日，公允价值已经达到17亿左右。未来如果公司要通过兼并收购做大做强，这部分资产随时可以处置用于兼并收购，这样收购做大做强不增加公司的财务成本，不影响公司当前收益，金融资产处置的速度、时间和顺序服务于公司的战略规划。

图四：公司所持可供出售金融资产情况

被投资公司名称	股票代码	期末股数(股)	2009年6月1日收盘价(元)	公允价值(元)	2008年分红(万)
长江证券	000783	100638000	16.8	1690718400	1006.38
全聚德	002186	675000	27.69	18690750	29.70
同达创业	600647	200000	15.36	3072000	0.00
豫园商城	600655	618000	19.36	11964480	4.33
交通银行	601328	801000	7.29	5839290	8.01
				1730284920	

资料来源：公司公开资料

山西证券研究所

盈利预测

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	776.94	834.76	793.63	799.97	959.97	969.57
增长率(%)	-13.91%	7.44%	-4.93%	0.80%	20.00%	1.00%
归属母公司股东净利润	217.62	263.78	273.20	228.03	267.28	282.66
增长率(%)	12.97%	21.21%	3.57%	-16.53%	17.21%	5.75%
每股收益(EPS)	0.361	0.437	0.453	0.378	0.443	0.469
每股股利(DPS)	0.300	0.000	0.000	0.298	0.348	0.365
销售毛利率	71.08%	69.52%	68.68%	69.76%	69.76%	69.76%
销售净利率	29.64%	33.50%	36.36%	30.11%	29.41%	30.79%
净资产收益率(ROE)	10.67%	5.30%	9.93%	7.36%	8.21%	8.27%
投入资本回报率(ROIC)	16.13%	17.85%	25.86%	15.82%	18.68%	19.20%
市盈率(P/E)	53.72	44.32	42.79	51.27	43.74	41.36
股息率(分红/股价)	0.015	0.000	0.000	0.015	0.018	0.019

报表预测



利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	776.94	834.76	793.63	799.97	959.97	969.57
减: 营业成本	224.66	254.41	248.55	241.89	290.27	293.17
营业税金及附加	30.83	34.19	32.66	32.48	38.97	39.36
营业费用	218.08	231.54	230.56	226.28	271.54	274.25
管理费用	175.01	186.48	175.04	178.45	214.14	216.28
财务费用	-4.35	-7.42	-17.45	-10.61	-16.65	-20.14
资产减值损失	-3.21	-0.28	0.32	0.32	0.32	0.32
加: 投资收益	116.36	185.65	179.09	136.50	157.00	172.70
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	252.28	321.50	303.04	267.68	318.39	339.04
加: 其他非经营损益	8.96	3.05	18.20	-0.75	-0.75	-0.75
利润总额	261.24	324.55	321.24	266.93	317.65	338.29
减: 所得税	30.93	44.95	32.69	26.09	35.34	39.74
净利润	230.31	279.60	288.55	240.85	282.30	298.55
减: 少数股东损益	12.69	15.82	15.35	12.81	15.02	15.88
归属母公司股东净						
利润	217.62	263.78	273.20	228.03	267.28	282.66

资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	573.58	-386.51	481.64	860.31	1000.17	1170.81
应收和预付款项	65.20	75.10	76.95	56.11	103.56	57.71
存货	13.87	10.81	12.57	13.47	17.78	13.78
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	892.85	992.23	951.43	1018.43	1098.43	1186.43
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工						
程	465.98	288.54	262.55	219.57	176.16	132.34
无形资产和开发支						
出	238.70	231.86	227.14	213.62	200.09	186.57
其他非流动资产	37.83	3973.17	935.99	922.60	909.21	909.21
资产总计	2288.02	5185.20	2948.26	3304.10	3505.41	3656.85
短期借款	39.00	11.00	5.50	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	135.40	121.89	110.67	113.20	142.20	115.10
长期借款	0.00	2.04	2.04	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	2.21	2.21	2.21	2.21
负债合计	174.40	134.93	120.42	115.41	144.41	117.30
股本	603.24	603.24	603.24	603.24	603.24	603.24
资本公积	771.92	3623.50	1339.09	1639.09	1739.09	1839.09
留存收益	663.91	746.72	808.78	856.81	914.10	976.76
归属母公司股东权						
益	2039.08	4973.47	2751.12	3099.15	3256.43	3419.09



少数股东权益	74.55	76.81	76.73	89.55	104.57	120.45
股东权益合计	2113.63	5050.27	2827.85	3188.69	3361.00	3539.54
负债和股东权益合						
计	2288.02	5185.20	2948.26	3304.10	3505.41	3656.85

现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	173.02	186.25	130.32	188.76	158.86	188.43
投资性现金净流量	24.39	43.94	177.14	362.55	170.07	177.78
筹资性现金净流量	-180.45	-220.16	-239.21	-172.65	-189.07	-195.58
现金流量净额	16.96	10.03	68.26	378.67	139.86	170.64

财务分析和估值指标汇总						
	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
收益率						
毛利率	71.08%	69.52%	68.68%	69.76%	69.76%	69.76%
三费/销售收入	50.03%	49.19%	48.91%	49.27%	48.86%	48.52%
EBIT/销售收入	32.79%	38.88%	37.74%	31.51%	30.91%	32.37%
EBITDA/销售收入	41.45%	46.59%	45.39%	41.00%	38.86%	38.91%
销售净利率	29.64%	33.50%	36.36%	30.11%	29.41%	30.79%
资产获利率						
ROE	10.67%	5.30%	9.93%	7.36%	8.21%	8.27%
ROA	11.14%	6.26%	10.16%	7.63%	8.46%	8.58%
ROIC	16.13%	17.85%	25.86%	15.82%	18.68%	19.20%
增长率						
销售收入增长率	-13.91%	7.44%	-4.93%	0.80%	20.00%	1.00%
EBIT 增长率	9.09%	27.39%	-7.72%	-15.85%	17.73%	5.78%
EBITDA 增长率	31.34%	20.78%	-7.39%	-8.95%	13.75%	1.12%
净利润增长率	10.94%	21.40%	3.20%	-16.53%	17.21%	5.75%
总资产增长率	-5.02%	126.62%	-43.14%	12.07%	6.09%	4.32%
股东权益增长率	3.35%	143.91%	-44.68%	12.65%	5.08%	5.00%
经营营运资本增长率	55.48%	43.11%	52.16%	-169.53%	68.37%	-200.99%
资本结构						
资产负债率	7.62%	2.60%	4.08%	3.49%	4.12%	3.21%
投资资本/总资产	69.10%	21.31%	49.20%	43.19%	41.68%	40.18%
带息债务/总负债	22.36%	8.15%	4.57%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.74	-2.26	4.92	8.21	7.89	10.79
速动比率	3.66	-2.34	4.81	8.10	7.76	10.67
股利支付率	83.16%	0.00%	0.00%	78.94%	78.57%	77.83%
收益留存率	16.84%	100.00%	100.00%	21.06%	21.43%	22.17%
资产管理效率						
总资产周转率	0.34	0.16	0.27	0.24	0.27	0.27
固定资产周转率	1.80	2.98	3.11	3.75	5.65	7.70

应收账款周转率	25.24	20.34	24.24	23.27	20.80	27.55
存货周转率	16.19	23.53	19.77	17.96	16.32	21.27

风险因素分析

公司所处的行业受国际国内旅游出行人数增减的影响很大，而国际国内旅游出行人数受约于国际经济和国内经济发展。全球经济复苏的不确定性和甲型H1N1对公司产生一定的负面影响。另外公司所处的行业是一个充分竞争的行业，并且这种竞争随着国际酒店巨头进军中国步伐的加快还将进一步加剧。

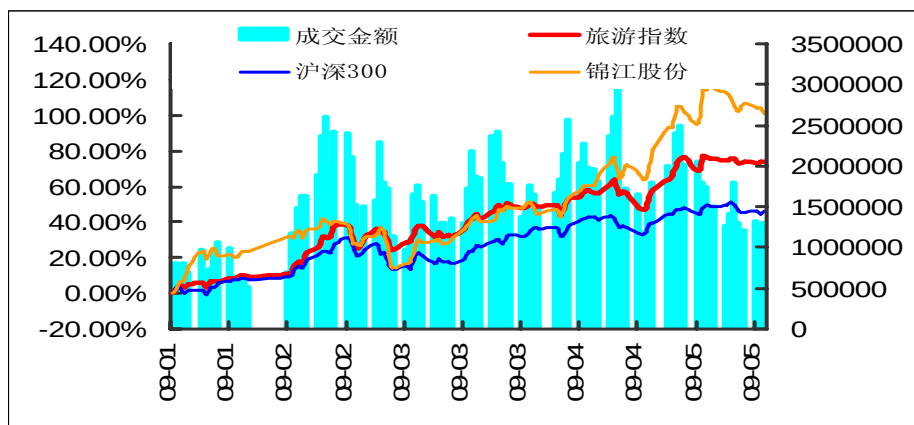
综述

我们认为，锦江股份作为中国本土酒店管理的王者，公司现金流充沛，资产负债率较低，经营稳健，分红政策良好，追求不断创新，拥有将近17亿的可供出售金融资产令公司在今后的兼并收购战略上可防可攻。

锦江股份也将是世博直接受益者会和上海两个中心建设的间接受益者，我们估计世博会将会给公司现有的酒店运营业务和餐饮业务2010年带来约10%-30%的盈利增长，给与公司2009年每股收益0.378元、2010年每股收益0.443元、2011年每股收益0.469元的盈利预测。

虽然公司目前主营业务下滑趋势暂时难以改变，但公司资本结构合理，分红率较高，受益区域经济计划振兴和上海世博会，公司有着一定的题材概念可供炒作，从今年年初到6月1日，公司走势强于沪深300和旅游指数，我们认为公司是旅游行业中酒店子行业第二季度的首配品种，目前短期可能有所调整，但已走出上升通道，我们仍维持“买入”评级，建议逢低吸纳。

图五：公司年初到 2009 年 6 月 1 日相对沪深 300 和旅游指数走势图



投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20%以上
增持: 相对强于市场表现 5~20%
中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持: 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现
中性: 行业与整体市场表现基本持平
看淡: 行业弱于整体市场表现

免责声明:

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。在任何情况下,本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。