

酒店 III

曾光 S0960209030248

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

6-12 个月目标价: 24.75 元

当前股价: 20.40 元

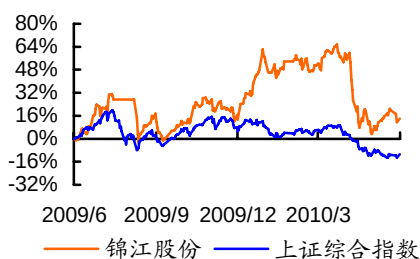
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2586.21
总股本(百万)	603
流通股本(百万)	603
流通市值(亿)	123
EPS (TTM)	0.39
每股净资产 (元)	6.62
资产负债率	16.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
锦江股份	12.26	-23.14	-0.50
上证综合指数	0.10	-15.70	-17.19



相关报告

《锦江股份-投资收益下降导致业绩下滑 期待资产置换与世博》2010-4-30

《锦江股份-旧瓶装新酒 本土经济型酒店 鼻祖即将登陆 A 股市场》2010-4-18

《锦江股份-资产处置收益带来 09 年业绩 平稳 世博年经营或超预期》2010-4-11

锦江股份

600754

推荐

对锦江之星管理层股权回购将为后续激励机制出台做准备

6 月 22 日, 公司发布关联交易公告: 上市公司受让徐祖荣、杨卫民、陈灏等 37 人所持有的锦江之星旅馆有限公司合计 8.7750% (按锦江之星净资产评估值确定的股权转让总价 132,380,527.50 元), 从而使得前者持有锦江之星旅馆有限公司的股权从 91.225% 升至 100%。

投资要点:

- **本次股权回购是对此前资产重组工作的善后处理。**5 月 13 日, 证监会正式核准锦江股份重大资产重组方案; 5 月 31 日, 上市公司已在上海联合产权交易所办理完毕所涉及交易标的资产的国有产权交割手续, 公司正式变身为连锁经济型酒店类个股。此前持有锦江之星管理公司 8.775% 股权的 37 个管理者中的部分也同时担任上市公司和集团公司高管, 回购股权既改善了治理结构, 同时也可规避利益输送嫌疑 (集团公司对锦江之星存在优惠利率的资金借贷)。
- **本次股权回购更是为今后中长期管理层激励机制的出台做准备。**此前, 锦江之星有独立上市的设想, 因此从 04 年开始公司引入管理层团队持股也是为上市后的股权激励做铺垫。目前锦江之星通过资产重组方式回归 A 股, 单独上市情形已经排除, 因此管理层持有的 8.775% 的股权也丧失了股权激励的功能。在上市公司回购该部分股权后, 鉴于竞争激烈的国内连锁经济型酒店行业对人才的激烈争夺, 公司必将设计出符合国企身份的有自身特色的管理层激励机制。从这个层面而言, 回购股权是公司设计新的管理层激励方案的第一步。此外, 管理层此前持有 8.775% 股权的初始成本为 1577 万元, 公司此次回购成本为 1.32 亿元, 通过本次回购也相当于给予了管理层多年付出的一次现金奖励。
- **锦江之星受益上海世博显著。**相关资料显示, 连锁经济型酒店是本次上海世博会最大受益者之一。即使在世博客流低于预期的 5 月份, 上海经济型酒店的预定房价也没出现下调, 锦江之星上海门店 5 月单间客房收益率同比升 30%。而随着 6 月份客流的快速上升, 在入住率接近 100% 背景下, 根据我们的持续跟踪, 上海经济型酒店的预定房价也持续走高, 目前锦江之星上海地区的房价平均提升 30%, 园区附近提升 60%。随着暑期学生家庭客流高峰到来, 经济型酒店预定房价不排除进一步上涨可能。
- **给予“推荐”评级。**预期公司 10-12 年 EPS 分别为 0.55 (锦江之星按全年并表)、0.62、0.73 元。世博客流和经济型酒店房价持续上升以及管理层激励的推出将成公司股价催化剂, 6-12 个月目标价 24.75 元。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	783	1688	2117	2517
同比(%)	-1%	116%	25%	19%
归属母公司净利润(百万元)	281	330	376	440
同比(%)	3%	17%	14%	17%
毛利率(%)	67.0%	84.1%	88.6%	89.0%
ROE(%)	7.2%	9.1%	10.0%	11.3%
每股收益(元)	0.47	0.55	0.62	0.73
P/E	43.80	37.33	32.74	27.94
P/B	3.15	3.40	3.29	3.16
EV/EBITDA	21.44	17.51	14.97	12.87

资料来源: 中投证券研究所

关键假设:

假定本次资产重组于 2010 年 5 月完成;

2009 年 9 月 29 日, 锦江酒店集团的控股股东锦江国际与公司签订了盈利预测补偿协议, 我们的预测将以《备考合并盈利预测报告和审核报告》为前提;

先假定公司持有的长江证券 6.03% 份额的 2012 年 12 月 27 日解除限售后仍旧持有;

锦江之星每年以 100-120 家的规模进行扩张;

假定公司 2010-2012 年没有进一步的股权融资计划以及收购动作。

表 1: 锦江股份 2010-2012 年营业收入预测

主营业务类别	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)				
酒店营运业务	404	1336	1848	2218
酒店管理业务	76	32	0	0
餐饮与食品业务	190	257	249	279
物品供应业务	91	43	0	0
其它业务	21	20	20	20
合计:	783	1688	2117	2517
营业成本(百万元)				
酒店营运业务	73	110	126	146
酒店管理业务	4	1	0	0
餐饮与食品业务	91	113	112	125
物品供应业务	86	40	0	0
其它业务	4	4	4	4
合计:	258	269	242	276

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	850	996	810	980	营业收入	783	1688	2117	2517
现金	767	844	635	778	营业成本	258	269	242	276
应收账款	30	68	83	100	营业税金及附加	34	84	116	151
其它应收款	18	53	62	70	营业费用	288	743	1016	1258
预付账款	5	9	10	9	管理费用	180	371	466	503
存货	15	14	13	15	财务费用	-14	-4	-2	-13
其他	14	9	6	8	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	3912	3854	3863	3869	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	864	865	864	864	投资净收益	294	183	187	206
固定资产	243	308	347	373	营业利润	329	407	465	547
无形资产	210	179	161	140	营业外收入	7	0	0	0
其他	2595	2502	2491	2492	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	4762	4849	4673	4849	利润总额	335	407	465	547
流动负债	217	581	268	274	所得税	48	61	71	85
短期借款	0	330	18	0	净利润	287	346	395	462
应付账款	53	58	52	58	少数股东损益	6	16	19	22
其他	164	194	199	215	归属母公司净利润	281	330	376	440
非流动负债	550	545	545	545	EBITDA	383	469	548	637
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.47	0.55	0.62	0.73
其他	550	545	545	545					
负债合计	767	1126	813	818	主要财务比率				
少数股东权益	83	99	118	140	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	603	603	603	603	成长能力				
资本公积	2431	2030	2030	2030	营业收入	-1.4%	115.6%	25.5%	18.9%
留存收益	879	991	1109	1258	营业利润	8.6%	23.6%	14.3%	17.6%
归属母公司股东权益	3912	3624	3742	3891	归属于母公司净利润	2.9%	17.3%	14.0%	17.2%
负债和股东权益	4762	4849	4673	4849	获利能力				
					毛利率	67.0%	84.1%	88.6%	89.0%
					净利率	35.9%	19.5%	17.8%	17.5%
					ROE	7.2%	9.1%	10.0%	11.3%
					ROIC	71.1%	84.9%	90.3%	102.5%
					偿债能力				
					资产负债率	16.1%	23.2%	17.4%	16.9%
					净负债比率	0.30%	29.27%	2.16%	0.00%
					流动比率	3.91	1.71	3.02	3.58
					速动比率	3.84	1.69	2.97	3.52
					营运能力				
					总资产周转率	0.20	0.35	0.44	0.53
					应收账款周转率	24	34	27	27
					应付账款周转率	4.79	4.84	4.41	5.01
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.47	0.55	0.62	0.73
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	0.33	0.44	0.58
					每股净资产(最新摊薄)	6.49	6.01	6.20	6.45
					估值比率				
					P/E	43.80	37.33	32.74	27.94
					P/B	3.15	3.40	3.29	3.16
					EV/EBITDA	21.44	17.51	14.97	12.87

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

曾光: 中投证券研究所旅游行业研究员, 浙江大学经济学硕士, 2006 年加盟中投证券研究所。2008 年、2009 年入围《新财富》社会服务业最佳分析师。

主要研究覆盖公司: 中国国旅、中青旅、首旅股份、黄山旅游、峨眉山 A、桂林旅游、丽江旅游、锦江股份、华天酒店、西藏旅游、三特索道、全聚德、湘鄂情。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434