

强烈推荐-A (维持)

锦江股份 600754.SH

目标估值: NA
当前股价: 18.18 元
2010 年 7 月 7 日

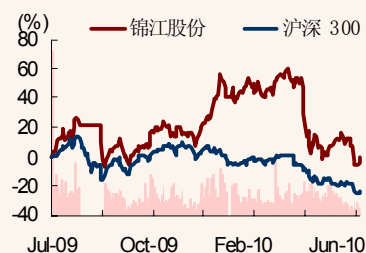
新激励增强市场信心

基础数据

上证综指	2409
总股本(万股)	60324
已上市流通股(万股)	44724
总市值(亿元)	110
流通市值(亿元)	81
每股净资产(MRQ)	6.2
ROE(TTM)	6.4
资产负债率	14.6%
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	-9	-22	-1
相对表现	-3	5	23



相关报告

林周勇
86-021-68407302
linzy@cmschina.com.cn
S1090209070289

苏平
86-755-82943252
suping@cmschina.com.cn
S1090208050201

在管理层所持锦江之星股权被购回之后,管理层从二级市场购买公司股票合计约 360 万股。出售锦江之星股权乃不得已而为之,而购买公司股权一方面解决了激励缺失问题,另一方面也展现了管理层对公司的信心。我们维持强烈推荐的评级。

事件

(1) 6 月 21 日,公司以 1.32 亿元收购 37 位高管所持有的锦江之星 8.775% 股权;公司持有锦江之星 100% 股权。(2) 7 月 2-6 日,副董事长杨卫民、CEO 陈颢、董事徐祖荣、锦江之星和旅馆投资 29 位管理层分别从 A 股购买 49.7、49.7、70、189.2 万股锦江股份(600754);购买价格 16.81-18.26 元,锁定期 1 年。

点评

- 管理层出售锦江之星股权可能是无奈之举。(1) 参照如家、汉庭、7 天在美国的估值水平(10PE 40-50 倍),锦江之星(含旅馆投资)总市值约 60-75 亿元,锦江之星市值 50-60 亿元,管理层持有的 8.8% 股权总市值约 4.5 亿,但仅以 1.32 亿元出售,做出了很大的牺牲;(2) 我们相信,管理层出售锦江之星股权,是在现有国有管理体制下的无奈选择;(3) 对于处于完全竞争的行业,我们呼吁国有资产管理部,要灵活对待管理层激励问题,切莫为了方便管理而采用一刀切的做法。
- 管理层从二级市场买入锦江股份,意义有两点:(1) 一定程度上解决了激励缺失的问题;(2) 展现了公司管理层对公司未来发展的信心。
- 锦江之星高速增长可期。我们一直强调,锦江之星成长空间很大,主要有以下几点:(1) 置换入 A 股后,资金问题得到解决,有加速发展的基础;(2) 锦江之星拥有很好的管理、品牌、后台支持系统;(3) 经济型酒店市场空间很大;(4) 锦江之星正处于规模效应显现期,业绩增长将大幅高于收入增长。
- 维持强烈推荐的评级:分业务估值显示,目前估值水平与国际接轨(锦江之星 10PE 约 40 倍);目前是战略性买入的时机,维持强烈推荐。
- 风险提示:市场对高估值品种的认同、经济增速回落、高温对世博的影响。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1068	1404	1704	2096	2527
同比增长	37%	31%	21%	23%	21%
营业利润(百万元)	274	383	356	443	574
同比增长	11%	40%	-7%	24%	30%
净利润(百万元)	282	331	300	356	407
同比增长	31%	18%	-10%	19%	15%
每股收益(元)	0.47	0.55	0.50	0.59	0.68
PE	38.9	33.1	36.6	30.8	26.9
PB	2.8	2.1	2.1	2.0	1.9

资料来源:招商证券

表 1: 分业务估值情况

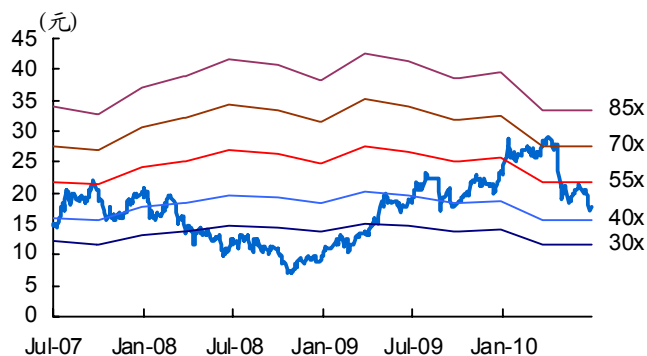
单位: 亿元	10 年权益净利润	净资产	合理 PE/PB 下限	合理 PE/PB 上限	估值下限	估值上限	估值方法与根据
锦江之星	1.50	19.5	35	50	52.5	75.0	PE 法, 参照如家等
肯德基投资	1.30	9.4	20	25	26.0	32.5	PE 法, 参照麦当劳
餐饮管理	-0.15	1.2	1	1.5	1.2	1.9	PB 法
金融资产		14.3			14.3	14.3	公允价值计量
合计					94.1	123.7	
每股价值(元)					15.6	20.5	

资料来源: 招商证券

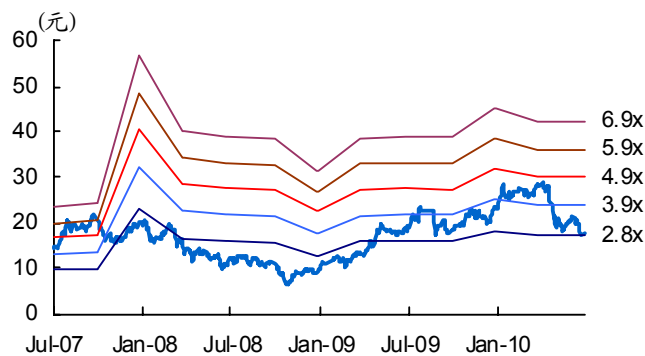
表 2: 如家、7 天估值情况

单位: 美元	最新价	10EPS	11EPS	10PE	11PE
如家	37.75	0.98	1.23	38	31
7 天	11.10	0.32	0.47	35	24

资料来源: bloomberg

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1228	1180	871	721	814
现金	1080	1054	717	534	591
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	10	13	16	19	23
其它应收款	93	78	7	8	9
存货	13	16	21	24	28
其他	31	19	110	136	163
非流动资产	4045	5901	5435	5784	5844
长期股权投资	688	645	645	645	645
固定资产	947	1110	1298	1843	2361
无形资产	183	202	182	163	147
其他	2227	3944	3310	3132	2691
资产总计	5273	7081	6306	6505	6659
流动负债	950	994	346	350	352
短期借款	503	468	50	50	50
应付账款	217	278	36	28	17
预收账款	46	62	81	93	106
其他	183	185	179	179	179
长期负债	357	799	600	600	525
长期借款	173	244	244	244	244
其他	184	555	356	356	281
负债合计	1307	1793	945	950	877
股本	603	603	603	603	603
资本公积金	0	0	0	0	0
留存收益	0	4653	4713	4891	5094
少数股东权益	18	32	44	61	85
母公司所有者权益	3947	5256	5316	5494	5698
负债及权益合计	5273	7081	6306	6505	6659

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	126	56	245	473	500
净利润			300	356	407
折旧摊销			302	275	264
财务费用			20	10	10
投资收益			(179)	(162)	(175)
营运资金变动			(250)	(29)	(35)
其它			(139)	23	(46)
投资活动现金流	177	191	(642)	(630)	(630)
资本支出			(630)	(630)	(630)
其他投资			753	0	300
筹资活动现金流	(239)	(222)	60	(26)	187
借款变动			(426)	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(240)	(178)	(204)
其他			151	152	165
现金净增加额	64	25	(337)	(184)	57

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1068	1404	1704	2096	2527
营业成本	117	184	238	276	312
营业税金及附加	57	77	93	115	138
营业费用	576	785	903	1111	1340
管理费用	216	259	273	304	329
财务费用	18	32	20	10	10
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	190	315	179	162	175
营业利润	274	383	356	443	574
营业外收入	41	11	0	0	0
营业外支出	2	2	0	0	0
利润总额	313	391	356	443	574
所得税	30	59	44	70	144
净利润	283	333	312	372	431
少数股东损益	1	1	12	17	23
母公司所有者净利润	282	331	300	356	407
EPS (元)	0.47	0.55	0.50	0.59	0.68

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	37%	31%	21%	23%	21%
营业利润	11%	40%	-7%	24%	30%
净利润	31%	18%	-10%	19%	15%
获利能力					
毛利率	89.1%	86.9%	86.0%	86.9%	87.7%
净利率	26.4%	23.6%	17.6%	17.0%	16.1%
ROE	7.1%	6.3%	5.6%	6.5%	7.2%
ROIC	5.7%	5.9%	5.8%	6.5%	7.2%
偿债能力					
资产负债率	24.8%	25.3%	15.0%	14.6%	13.2%
净负债比率	12.8%	10.2%	4.7%	4.5%	4.4%
流动比率	1.3	1.2	2.5	2.1	2.3
速动比率	1.3	1.2	2.5	2.0	2.2
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
存货周转率	10.1	12.5	12.7	12.1	12.0
应收帐款周转率	100.3	120.2	118.9	119.6	118.6
应付帐款周转率	0.6	0.7	1.5	8.7	14.0
每股资料(元)					
每股收益	0.47	0.55	0.50	0.59	0.68
每股经营现金	0.21	0.09	0.41	0.78	0.83
每股净资产	6.54	8.71	8.81	9.11	9.45
每股股利	0.35	0.36	0.40	0.29	0.34
估值比率					
PE	38.9	33.1	36.6	30.8	26.9
PB	2.8	2.1	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA					

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。

林周勇，林周勇，硕士，07年3月加入招商证券。07-09年获《新财富》最佳分析师社会服务业第二名（小组）。

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，8年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与 starMine “2007年度最佳分析师” 亚洲区社会服务业第二名，07-09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。

投资评级定义

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。