

锦江股份(600754)

公司研究/调研报告

谨慎推荐 维持

合理估值: 28—30 元

世博受益超预期，收购可能性增大

—锦江股份（600754）调研简报

民生精品---调研报告/旅游行业

2010 年 09 月 14 日

一、事件概述

近日我们对锦江股份进行了调研，就市场比较关注的“后世博”问题和公司扩张等问题与公司进行了交流。

二、分析与判断

► 世博效应超预期，未来仍受益

上海锦江之星的客房价格超过市场预期。目前有超过三分之一的门店最低价在 350 元以上，这些门店价格普遍达到 450 元，部分客房达到 500 元以上，经济效益提升会比较明显，超出我们之前的预期。预计上海肯德基的情况也将好于市场预期，对下半年公司业绩形成较好支撑。

世博后经济型酒店行情依然看好。针对市场对于世博后上海门店效益可能大幅下降的担忧，调研发现世博带来上海市内外交通条件的大幅改善，考虑到经济发展和经济型酒店品牌逐渐深入人心，上海门店未来入住率仍然会有保证，正常情况下仍将保持在 85% 左右的水平。

► 扩张以稳为主，收购可能性增大

通过直营店的稳健扩张、加盟店的加速扩张和收购其他品牌的激进方式多条腿走路。直营店的扩张方面，仍然会比较稳健，以后每年直营店的比例将保持在 30% 左右，增加的数量较少。加盟店将会出现较快的增长。

公司也在考虑通过收购其他品牌来实现跳跃式发展。一些二三线城市地方性品牌可能成为收购对象，便于公司加速布局。

► 未来多品牌建设中低端为主

公司正在规划多品牌发展，以争取更大的市场空间。在发展重点上，依然以锦江之星为主，百时快捷低端品牌也将得到较大的发展，规模上会达到锦江之星一半或者三分之一，可能达到 300-500 家。高端品牌发展作为前两者的一个补充，作为在争取集团客户时的配套服务，并满足部分会员需求升级的要求，未来的数量不会太多。之前的深度报告中，我们也重点关注了公司低端品牌的扩张，坚持看好这一细分市场的发展。

► 高层和员工激励会加速进行，高层激励方式或有改变

为配合公司快速发展，管理层和员工的激励计划正在加紧规划中，但管理层激励方式可能会有变化。另外激励的范围也将有所扩大，针对中层员工激励计划也将加速进行，年内就会做出安排，将先覆盖区域经理，其后覆盖门店经理。

民生证券研究所

分析师：李振飞

执业证书编号：S0100210060002

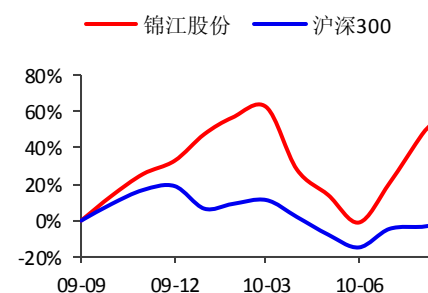
电话：(8610)8512 7650

Email: lizhenfei@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街 28 号

民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据 (2010-09-10)

收盘价 (元)	26.76
近 12 个月最高/最低	29.63/17.21
总股本 (百万股)	603
流通股本 (百万股)	447
流通股比例%	75
总市值 (亿元)	161
流通市值 (亿元)	120

相关研究

《锦江股份深度报告：厚积薄发，经济型酒店未来大赢家》2010.8.17

► 公司坚持服务高品质

酒店建设上坚持高品质。公司每间客房投资 9 万元，建设成本高于同行。公司对直营店和加盟店建设坚持高标准，对房间进行地震测试、材质也多选环保涂料等、空调采用进口静音空调，力图保证服务的高品质。第四代客房采用一体化卫生间，热水系统加热更快，节省水和能源，体现节能环保新理念。

注重服务质量管理。针对我们在调研过程中发现的部分经济型酒店连锁品牌加盟店出现的品质下降的问题，公司表示对加盟店的管理有成套的体系和严格的标准，会通过多种途径保证加盟店的服务质量。如通过定期检查和暗访以及第三方体验等方式来加强对加盟店的规范和管理，发现服务问题将会采取严厉措施，并停止对其输送客源等。

三、盈利预测与投资建议：长期看好，谨慎持有

上半年除置出资产继续贡献业绩外，长江证券分红和苏锡杭肯德基分红大幅增厚公司业绩。下半年将完全依靠经济型酒店和上海肯德基的贡献，从调研情况看，两项业务超出了我们之前的预期，下半年业绩仍有较好表现。

预计公司未来三年的 EPS 分别为 0.6 元、0.61 元和 0.69 元。由于经济型酒店市场持续向好，公司扩张可能超出预期，合理估值提高至 28-30 元，维持“谨慎推荐”评级。

四、风险提示：

扩张过快带来财务和管理压力；疫情等系统性风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	783	2,100	2,200	2,650	货币资金	767	697	687	754
减：营业成本	258	320	260	310	应收票据	0	0	0	0
营业税金及附加	34	105	121	146	应收账款	30	63	44	53
销售费用	288	1,050	1,144	1,378	预付账款	5	22	29	27
管理费用	180	357	374	451	其他应收款	18	42	44	53
财务费用	(14)	(3)	(2)	(1)	存货	15	16	14	16
资产减值损失	1	10	0	1	其他流动资产	10	3	4	4
加：投资收益	294	200	170	165	流动资产合计	850	844	822	906
二、营业利润	329	461	473	532	长期股权投资	864	864	864	864
加：营业外收支净额	6	7	6	8	固定资产	243	488	733	958
三、利润总额	335	468	479	540	在建工程	1	101	221	371
减：所得税费用	48	103	105	119	无形资产	210	204	199	194
四、净利润	287	365	374	421	其他非流动资产	0	0	0	0
归属于母公司的利润	281	359	369	417	非流动资产合计	3,912	1,658	2,018	2,388
五、基本每股收益 (元)	0.47	0.60	0.61	0.69	资产总计	4,762	2,502	2,840	3,294
主要财务指标					短期借款	0	0	0	0
项目	2009A	2010E	2011E	2012E	应付票据	0	0	0	0
EV/EBITDA	0	47.14	47.88	38.75	应付账款	53	38	31	37
成长能力:					预收账款	25	19	16	22
营业收入同比	-1.4%	168.4%	32.5%	20.5%	其他应付款	47	20	24	20
营业利润同比	8.6%	39.9%	13.4%	12.4%	应交税费	14	24	30	34
净利润同比	-0.7%	27.3%	12.9%	12.6%	其他流动负债	0	0	0	0
营运能力:					流动负债合计	217	102	101	113
应收账款周转率	24.81	44.98	46.91	54.64	长期借款	0	0	10	30
存货周转率	55.80	132.09	167.71	179.68	其他非流动负债	0	0	0	0
总资产周转率	0.20	0.58	0.83	0.86	非流动负债合计	0	0	10	30
盈利能力与收益质量:					负债合计	767	102	111	143
毛利率	67.0%	84.8%	88.2%	88.3%	股本	603	603	603	603
净利率	35.9%	17.1%	16.8%	15.7%	资本公积	2,431	2,431	2,431	2,431
总资产净利率 ROA	7.2%	10.0%	14.1%	13.7%	留存收益	879	1,238	1,574	1,991
净资产收益率 ROE	8.4%	8.7%	8.3%	8.6%	少数股东权益	83	88	92	97
资本结构与偿债能力:					所有者权益合计	3,995	4,360	4,700	5,121
流动比率	3.91	8.27	8.16	8.03	负债和股东权益合计	4,762	4,462	4,811	5,264
资产负债率	16.1%	4.1%	3.9%	4.3%	现金流量表				
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	9.0%	21.0%	项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
每股指标 (元)					经营活动现金流量	126	107	115	255
每股收益	0.47	0.60	0.61	0.69	投资活动现金流量	177	(180)	(215)	(250)
每股经营现金流量	0.09	0.18	0.42	0.55	筹资活动现金流量	(239)	3	3	12
每股净资产	6.63	7.23	7.79	8.49	现金及等价物净增加	64	(70)	(98)	18

资料来源：民生证券研究所

分析师简介

李振飞，南开大学旅游管理硕士，具有证券投资咨询执业资格。08年加盟民生证券研究所，从事旅游行业及上市公司研究2年以上，对旅游行业有较深入的见解和认识。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅15%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于5%~15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

机构销售

	北京	上海	深圳
联系人	郭明	孟辉	韦珂嘉
电话	010-85127661	021-64274383	010-85127650
手机	13401098997	13916107040	13701050353
E-mail	guomingyjs@mszq.com	menghui@mszq.com	weikejia@mszq.com