

酒店 III

署名人: 曾光

S0960209030248

0755-82026723

zengguang@cjis.cn

参与人: 陈青青

S0960110080408

0755-82026815

chenqingqing@cjis.cn

6-12个月目标价: 26.55元

当前股价: 24.86元

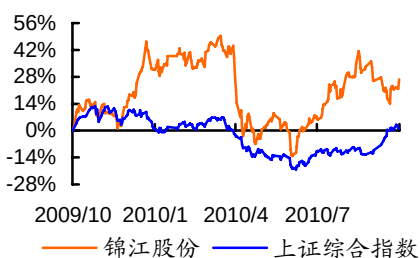
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2978.84
总股本(百万)	603
流通股本(百万)	603
流通市值(亿)	150
EPS (TTM)	0.54
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	-0.56	18.44	5.25
上证综合指数	14.10	12.49	3.85



相关报告

《锦江股份-世博受益超预期 锦江之星进入发展快车道》2010-8-28

《锦江股份-高管购股初步解决管理层激励 锦江之星受益世博显著》2010-7-11

《锦江股份-对锦江之星管理层股权激励将为后续激励机制出台做准备》2010-6-22

锦江股份

600754

推荐

第三季度锦江之星和上海肯德基受益世博超预期

2010年7-9月,公司实现营业总收入5.52亿元,同比增长6.88%;实现归属于母公司所有者的净利润1.19亿元,同比增长129.60%。2010年1-9月,公司实现营业总收入16.58亿元,同比增长19.90%;实现归属于母公司所有者的净利润3.50亿元,同比增长39.61%。公司1-9月实现基本每股收益0.58元。

投资要点:

- **第三季度收入增速下滑主要归因于报表统计口径调整。**2010年上半年公司营收增速为27.68%,第三季度降至6.88%,主要原因在于置出资产自6月起不在纳入合并报表。如按可比口径计算(仅考虑经济型酒店业务和餐饮服务业务),则第三季度营收增长约36%(见附表2)。
- **第三季度是公司最为受益世博的季度,锦江之星经营超预期超预期。**截至三季度末,公司经济型酒店规模已达535家,其中开业382家;分别比上季度末增加30家和13家。第三季度,经济型酒店业务营收同比增长42.41%,高于上半年32.84%的增速;酒店业务Revpar指标增24.28%,明显高于上半年10.95%的增长。第三季度上海地区经济型酒店Revpar指标增83.88%,显著高于上半年的27.77%。第三季度,“锦江之星”净利润6368万元,占当期净利润的53%。前三季度“锦江之星”净利润1.33亿元,远远超过去年全年的7210万元。公司预计第四季度经济型酒店业务仍能实现约4亿元收入。公司现有经济型酒店业务数据尚未包含金广快捷数据。
- **第三季度餐饮与食品业务经营也超预期。**第三季度上海肯德基营业收入同比增长45.27%,快于上半年的19.14%。第三季度上海肯德基贡献权益利润4661万元,前三季度贡献权益利润8603万元,已接近全年全年6848万元水平。公司第三季度投资收益同比增长140%主要得益于上海肯德基。此外,新亚大家乐、上海吉野家、锦江同乐第三季度营收分别增长11.35%、63.50%、40.51%,分别高于上半年的4.20%、25.88%、32.77%,权益利润也相应有所增加。
- **预期公司2011年业绩将会小幅下滑。**中低端消费群体定位的锦江之星和上海肯德基充分受益于以国内游客为主体的世博客流,这也是今年公司业绩超预期的关键原因。但我们也应看到,除了世博因素外,锦江之星本身的规模扩张和行业景气度提升也为其盈利增长提供重要支撑。明年苏锡杭肯德基分红收益将体现世博辐射效应,而长江证券年底解禁后为公司平滑业绩提供可能。
- **维持中长期“推荐”评级。**预期公司10-12年EPS分别为0.70、0.59、0.75元,其中置出资产为2010年增厚0.07元的并表业绩。考虑到经济型酒店行业未来长期良好的成长性、公司经营管理的专业性以及接下来更积极的管理层激励预期,我们建议若股价出现调整可积极介入。
- **风险提示:**行业竞争加剧带来物业成本提升,后续激励机制低于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	783	2161	1975	2388
同比(%)	-1%	176%	-9%	21%
归属母公司净利润(百万元)	281	422	355	450
同比(%)	3%	50%	-16%	27%
毛利率(%)	67.0%	83.7%	83.1%	83.9%
ROE(%)	7.2%	11.3%	9.5%	11.5%
每股收益(元)	0.47	0.70	0.59	0.75
P/E	53.37	35.56	42.26	33.31
P/B	3.83	4.04	4.01	3.83
EV/EBITDA	28.48	18.61	19.95	15.91

资料来源: 中投证券研究所

表 1: 锦江股份 2010 年前三季度各主要财务指标变化情况

指标 (单位: 百万元)	2010Q3	同比	2010.1-9	同比
营业总收入	552.48	6.88%	1657.73	19.90%
营业总成本	458.73	-3.78%	1438.08	10.22%
营业成本	74.14	-33.41%	270.98	3.23%
营业税金及附加	28.94	10.17%	85.86	20.86%
销售费用	248.71	5.08%	763.61	14.21%
管理费用	99.66	3.77%	285.34	1.08%
财务费用	7.27	13.61%	21.66	6.46%
资产减值损失	0.00	—	10.62	92327.61%
投资收益	50.13	139.91%	188.11	-14.51%
营业利润	143.88	135.72%	407.77	36.93%
营业外收入	2.19	476.53%	17.60	40.92%
营业外支出	0.34	-36.55%	1.34	-0.42%
利润总额	145.73	139.38%	424.03	37.25%
所得税费用	21.99	229.22%	55.88	5.32%
净利润	123.74	128.31%	368.15	43.87%
归属于母公司所有者 的净利润	118.89	129.60%	349.55	39.61%
少数股东损益	4.84	100.49%	18.60	237.26%

注释: 上海新亚大家乐餐饮有限公司 2009 年 3 月纳入合并范围, 09 年数据已按重组追溯调整

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 2: 锦江股份营业收入拆分 (单位: 百万元)

指标	2010H1	2010Q3	2010.1-9	2009H1	2009Q3	2010.1-9
星级酒店营运	162.09	0	162.09	158.56	75.95	234.51
星级酒店管理	42.37	0	42.37	38.94	17.11	56.05
经济型酒店	737.81	467.48	1205.29	555.41	328.26	883.67
餐饮与食品	95.29	84.94	180.23	64.76	78.59	143.35
物品供应	66.84	0	66.84	46.34	18.62	64.96
总计	1105.26	552.48	1657.73	865.66	516.88	1382.54

注释: 上海新亚大家乐餐饮有限公司 2009 年 3 月纳入合并范围, 09 年数据已按重组追溯调整

资料来源: 中投证券研究所

表 3: 锦江股份 2010 年前三季度重要财务比率的同比变化

指标	2010H1	2010.1-9	2009.1-9	同比增减
综合毛利率	82.19%	83.65%	81.01%	2.64%
销售费用率	46.59%	46.06%	48.36%	-2.29%
管理费用率	16.80%	17.21%	20.42%	-3.21%
财务费用率	1.30%	1.31%	1.47%	-0.16%
期间费用率	64.69%	64.58%	70.25%	-5.67%
净资产收益率	4.47%	7.18%	—	—

注释: 上海新亚大家乐餐饮有限公司 2009 年 3 月纳入合并范围, 09 年数据已按重组追溯调整

资料来源: 中投证券研究所

关键假设:

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;

假定公司持有的长江证券 6.03%份额的 2010 年 12 月 27 日解除限售后暂无抛售行为。

表 4: 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)				
星级酒店营运业务	404	162	0	0
星级酒店管理业务	76	42	0	0
经济型酒店业务		1594	1626	1999
餐饮与食品业务	190	259	248	273
物品供应业务	91	88	84	96
其它业务	21	16	17	19
合计:	783	2161	1975	2388
营业成本(百万元)				
星级酒店营运业务	73	27	0	0
星级酒店管理业务	4	2	0	0
经济型酒店业务		112	130	156
餐饮与食品业务	91	124	119	131
物品供应业务	86	83	79	91
其它业务	4	6	6	7
合计:	258	353	334	384

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	1165	1161	1396	营业收入	783	2161	1975	2388
现金	767	972	987	1194	营业成本	258	353	334	384
应收账款	30	86	78	95	营业税金及附加	34	108	99	119
其它应收款	18	68	58	66	营业费用	288	994	889	1075
预付账款	5	12	14	12	管理费用	180	385	375	430
存货	15	18	18	21	财务费用	-14	18	22	22
其他	14	9	6	8	资产减值损失	1	11	4	5
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	210	187	206
固定资产	243	308	347	373	营业利润	329	503	439	559
无形资产	210	179	161	140	营业外收入	7	20	0	0
其他	2595	2502	2491	2492	营业外支出	1	2	0	0
资产总计	4762	5019	5024	5265	利润总额	335	521	439	559
流动负债	217	610	573	617	所得税	48	78	67	87
短期借款	0	326	307	324	净利润	287	443	372	473
应付账款	53	76	71	81	少数股东损益	6	21	18	22
其他	164	208	195	211	归属母公司净利润	281	422	355	450
非流动负债	550	589	589	589	EBITDA	383	585	546	685
长期借款	0	44	44	44	EPS (元)	0.47	0.70	0.59	0.75
其他	550	545	545	545	主要财务比率				
负债合计	767	1199	1162	1205	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	83	104	121	144	成长能力				
股本	603	603	603	603	营业收入	-1.4%	176.1%	-8.6%	20.9%
资本公积	2431	2030	2030	2030	营业利润	8.6%	52.7%	-12.6%	27.4%
留存收益	879	1083	1108	1283	归属于母公司净利润	2.9%	50.1%	-15.9%	26.9%
归属母公司股东权益	3912	3716	3741	3916	获利能力				
负债和股东权益	4762	5019	5024	5265	毛利率	67.0%	83.7%	83.1%	83.9%
现金流量表					净利率	35.9%	19.5%	18.0%	18.9%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	7.2%	11.3%	9.5%	11.5%
经营活动现金流	56	279	295	396	ROIC	71.1%	107.2%	93.4%	116.5%
净利润	287	443	372	473	偿债能力				
折旧摊销	67	65	85	104	资产负债率	16.1%	23.9%	23.1%	22.9%
财务费用	-14	18	22	22	净负债比率	0.30%	30.89%	30.21	30.53%
投资损失	-294	-210	-187	-206	流动比率	3.91	1.91	2.03	2.26
营运资金变动	-6	-40	3	3	速动比率	3.84	1.88	2.00	2.23
其它	16	3	-0	1	营运能力				
投资活动现金流	191	196	92	89	总资产周转率	0.20	0.44	0.39	0.46
资本支出	31	80	100	120	应收账款周转率	24	36	23	27
长期投资	13	-56	0	0	应付账款周转率	4.79	5.46	4.53	5.03
其他	235	221	192	209	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-222	-270	-372	-279	每股收益(最新摊薄)	0.47	0.70	0.59	0.75
短期借款	-6	326	-20	17	每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	0.46	0.49	0.66
长期借款	-2	44	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.49	6.16	6.20	6.49
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	1091	-401	0	0	P/E	53.37	35.56	42.26	33.31
其他	-1306	-240	-353	-296	P/B	3.83	4.04	4.01	3.83
现金净增加额	25	205	15	207	EV/EBITDA	28.48	18.61	19.95	15.91

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

研究团队简介

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。

陈青青: 中投证券研究所旅游行业助理研究员, 理学、经济学双学士, 南开大学经济学硕士, 2010 年 7 月加盟中投证券研究所。

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434