

分析师： 代薇 (8627) 65799539 daiwei@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120004

联系人： 赵蓓 (8627) 65799581 zhaobei@cjsc.com.cn

后世博加速扩张，业绩值得期待

事件描述

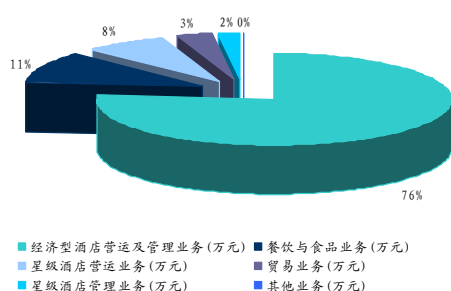
3月29日锦江股份公布的2010年年报显示，公司2010年度实现营业收入212,454万元（准则口径），增长11.92%，利润总额47,055万元，增长14.91%，归属公司净利润38,061万元，增幅16.26%。实现每股收益0.6309元，较上年增长16.25%

- 资产置换注入价值资产。公司通过资产重组确立“经济型酒店+餐饮”的核心业务，迅速提升业务毛利率水平9.07个百分点。
- 上海世博带动经济型酒店业务高增长。2010年公司经济型酒店业务实现营业收入162,127万元，同比增长33.59%，实现净利润17,383万元，同比增长166.45%。公司经济型酒店未来扩张区域将集中在二三线城市，加盟店比例的逐步提高将提升业务毛利水平，我们预计公司2011年将继续保持高速扩张势头，净增开业经济型酒店将达到120家，同比增长42.86%。
- 餐饮业务收入受上海世博影响增幅明显，但因食品成本上涨导致餐饮业务毛利率持平，预计2011年公司餐饮业务略有回落。
- 公司通过收购其他经济型酒店品牌来达到“到2014年经济型酒店数量达到1000家”目标的可能性较大。
- 我们预计2011~2013年EPS分别为0.68、0.79和0.95元，对应PE分别为29.5、25.4和21.1低于行业中值水平，我们给予“谨慎推荐”评级。

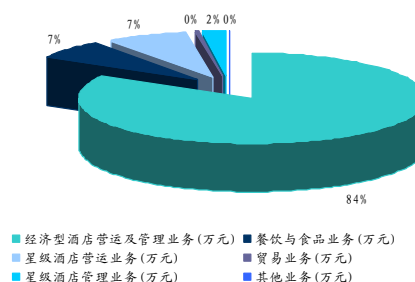
事件评论

重大资产置换提升公司盈利能力。

公司根据2009年8月28日与上海锦江国际酒店（集团）股份有限公司签署的《资产置换暨重组协议》的约定，于2010年5月31日完成交割，通过此次重大资产置换公司置入及购买锦江之星、旅馆投资和锦江达华三家公司股权至控股比例达到100%，置出包括星级酒店和酒店管理公司等在内的十一家公司的股权或资产及负债净额，同时向锦江之星管理层购买8.775%股权。通过此次资产置换公司主营业务由“酒店投资营运、星级酒店管理和连锁餐饮投资”转变为“经济型酒店业务和连锁餐饮投资业务”，主营业务毛利率迅速提升，置入的经济型酒店营运及管理业务毛利率达到92.13%，较置出的星级酒店营运业务高出9.07个百分点。

图 1: 锦江股份营业收入构成


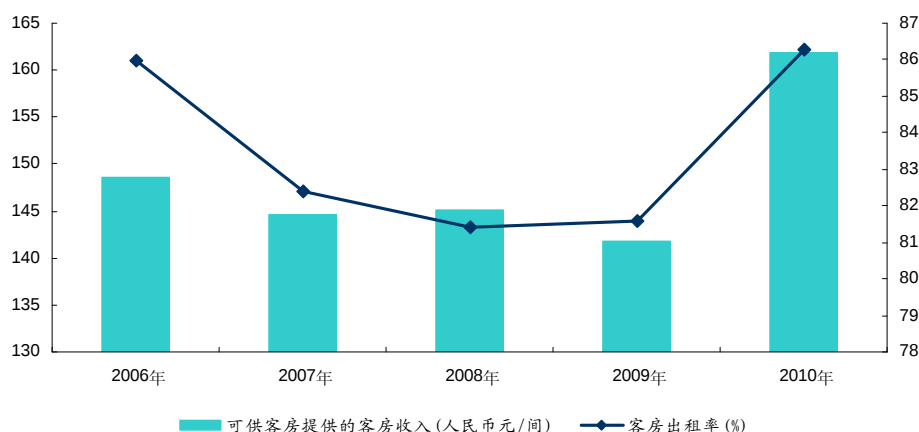
资料来源：长江证券研究所

图 2: 锦江股份营业利润构成


资料来源：长江证券研究所

经济型酒店业务加速扩张。

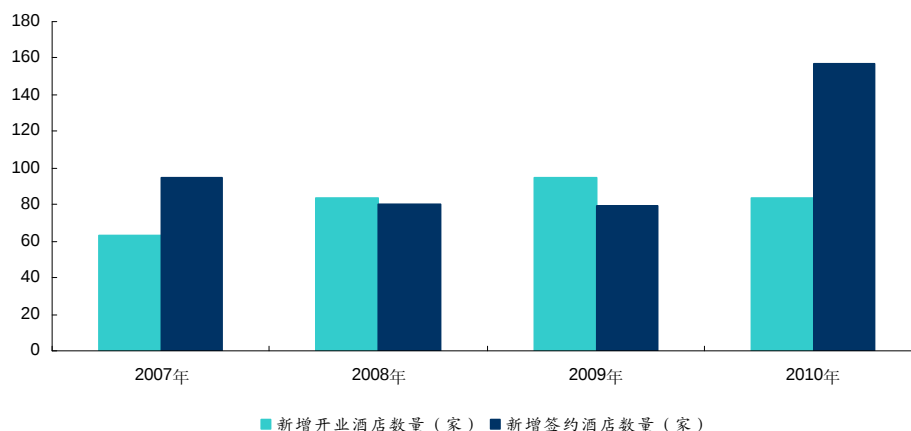
(1) 世博提升经济型酒店业务成绩。2010 年公司经济型酒店业务实现营业收入 162,127 万元，同比增长 33.59%，实现净利润 17,383 万元，同比增长 166.45%。受益于上海世博会，2010 年公司经济型酒店客房出租率和 RevPAR 均有所提高，平均客房出租率 86.28%，比上年同期增加 4.68 个百分点；平均房价 187.62 元，比上年同期增加 13.93 元；每间可供客房提供的客房收入（RevPAR）161.88 元，比上年同期增加 20.15 元。我们预计公司 2011 年一季度出租率达到 90%，同比增长 12.5%，考虑到 2010 年上海世博因素，预计 2011 年全年平均客房出租率和 RevPAR 将有所回落。

图 3: 近五年锦江股份经济型酒店经营数据


资料来源：公司公告，长江证券研究部

(2) 高速扩张助长公司经济型酒店经营收入。2010 年公司净增开业经济型连锁酒店 84 家，截至 2010 年 12 月 31 日，已经开业的经济型连锁酒店合计为 417 家，客房总数 54,254 间。2010 年净增签约经济型连锁酒店 157 家，已经签约的经济型连锁酒店合计达到 596 家，客房总数 73350 间。2010 年收购山西金广快捷 70% 股权，助推公司经济型酒店扩张。公司经济型酒店未来扩张区域将集中在二三线城市，加盟店比例将由目前的 65.5% 逐步增加到 70%，业务毛利水平将进一步提高。我们预计公司 2011 年将保持高速扩张势头，净增开业经济型酒店将达到 120 家，同比增长 42.86%。

图 4: 近五年锦江股份经济型酒店新增签约和新增开业酒店数量



资料来源：公司公告，长江证券研究部

(3) 公司经济型酒店多品牌战略，已经签约但未开张的 179 家经济型酒店中，“锦江之星”品牌连锁酒店 136 家，“百时快捷”品牌连锁酒店 38 家，“金广快捷”品牌连锁酒店 1 家，“白玉兰”品牌连锁酒店 4 家，经济型酒店产品已覆盖经济型酒店产业高中低端市场，未来发展重点仍是“锦江之星”品牌。

(4) 公司经济型酒店业务稳定性较好。经济型酒店业务具备一定需求刚性，客房价格起伏较小，相对于高星级酒店受宏观经济负面影响较小。

餐饮业务受上海世博会影响经营业绩大幅增长。

公司餐饮业务分布集中在上海及江浙地区，受益于 2010 年上海世博会促进作用，公司连锁餐饮业务经营成绩良好。2010 年公司餐饮与食品业务收入为 2.31 亿元，增幅 22.49%，但因食品成本增长较快，致使公司餐饮业务毛利率较上年下降 0.29 个百分点，为 52.38%，预计 2011 年公司餐饮业务收入增幅略有回落。

经济型酒店业务快速拓展不排除继续收购其他品牌酒店的方式

公司 2010 年已完成收购山西金广快捷酒店，同时公司虽然没有实时性参与莫泰连锁酒店竞购，但也曾表现出浓厚兴趣，说明公司一直寻找合适的机会对于通过收购经济型酒店产业来快速扩张。我们认为，公司要完成到 2014 年经济型酒店数量达到 1000 家的目标，收购其他项目的可能性比较大。

盈利预测

公司完成资产重组以后产品发展目标更加明确，经济型酒店业务将继续保持高速扩张态势。我们预计 2011~2013 年 EPS 分别为 0.68、0.79 和 0.95 元，对应 PE 分别为 29.5、25.4 和 21.1 倍，低于行业中值水平，我们给予“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2125	2398	3049	3878	货币资金	698	240	305	388
营业成本	329	364	432	516	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1795	2034	2617	3363	应收账款	76	83	106	135
% 营业收入	84.5%	84.8%	85.8%	86.7%	存货	22	24	28	32
营业税金及附加	111	126	160	203	预付账款	29	32	36	42
% 营业收入	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	其他流动资产	6	6	8	10
销售费用	1007	1136	1445	1838	流动资产合计	832	385	489	625
% 营业收入	47.4%	47.4%	47.4%	47.4%	可供出售金融资产	1509	1509	1509	1509
管理费用	380	429	546	694	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	17.9%	17.9%	17.9%	17.9%	长期股权投资	270	400	523	640
财务费用	23	22	65	104	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.1%	0.9%	2.1%	2.7%	固定资产合计	1432	1690	1915	2015
资产减值损失	11	0	0	0	无形资产	260	247	234	223
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	40	40	40	40
投资收益	189	170	170	170	递延所得税资产	38	0	0	0
营业利润	452	491	572	693	其他非流动资产	1156	2312	3467	4623
% 营业收入	21.3%	20.5%	18.8%	17.9%	资产总计	5536	6582	8179	9676
营业外收支	19	19	19	19	短期贷款	42	915	1904	2666
利润总额	471	509	591	712	应付款项	373	407	466	535
% 营业收入	22.1%	21.2%	19.4%	18.4%	预收账款	91	103	131	167
所得税费用	71	77	90	108	应付职工薪酬	76	83	95	109
净利润	399	432	501	604	应交税费	68	76	93	116
归属于母公司所有者					其他流动负债	183	206	258	324
的净利润	380.6	412.1	477.8	575.9	流动负债合计	834	1790	2947	3917
少数股东损益	18	20	23	28	长期借款	44	44	44	44
EPS (元/股)	0.63	0.68	0.79	0.95	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	291	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	10	21	31	42
经营活动现金流净额	641	-864	-397	-189	负债合计	1179	1855	3022	4002
取得投资收益	158	40	40	40	归属于母公司	4274	4624	5030	5520
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-40	0	0	0	少数股东权益	84	104	127	154
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	4357	4727	5157	5674
固定资产投资	-278	-424	-430	-339	负债及股东权益	5536	6582	8179	9676
其他	5	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-312	-384	-390	-299		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.631	0.683	0.792	0.955
股权融资	2	0	0	0	BVPS	7.08	7.67	8.34	9.15
银行贷款增加 (减少)	-663	873	989	761	PE	31.79	29.36	25.33	21.01
筹资成本	280	-84	-137	-190	PEG	2.15	1.98	1.71	1.42
其他	-561	0	0	0	PB	2.83	2.62	2.41	2.19
筹资活动现金流净额	-942	789	853	571	EV/EBITDA	18.20	18.53	16.10	13.77
现金净流量	-613	-459	65	83	ROE	8.9%	8.9%	9.5%	10.4%

分析师介绍

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。