

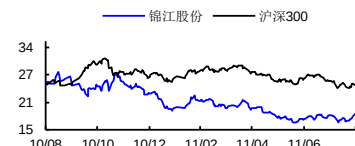
证券研究报告—动态报告

旅游休闲
旅游
锦江股份(600754)
2011 年半年报点评
谨慎推荐

(维持评级)

2011 年 8 月 30 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本 (百万股)	603.2/447.2
总市值 (百万元)	11,208.2/11,208.2
沪深 300/深圳成指	2,576.41/11,372.38
12 个月最高/最低 (元)	28.06/16.67

相关研究报告:

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809

E-mail: zengguang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

半年报点评

中期业绩符合预期 考核激励制度继续探索完善

●公司上半年净利润同比下降 16.47%, EPS 0.32 元, 基本符合预期

2011 年上半年, 公司实现营业收入 9.64 亿元, 同比减少 12.79%; 实现归属于母公司的净利润 1.93 亿元, 同比下降 16.47%。EPS 0.32 元。若剔除上半年同期置出资产并表因素, 营业收入同比增长 15.67%, 净利润同比增长 0.63%。

●经济型酒店业务盈利超预期, 上海肯德基盈利显著下滑

上半年, 以锦江之星为主体的经济型酒店业务贡献 EPS 0.15 元, 同比增长 24.98%。以沪苏锡杭 KFC 为主体的食品餐饮业务贡献 EPS 0.11 元, 同比下降 11.84%。以长江证券为主体的可供出售金融资产投资收益贡献 EPS 0.07 元, 同比下滑 17.70%。上半年经济型酒店业务 RevRar 同比仅下降 1.81%, 表现好于预期。上海 KFC 受原料成本和租金 (租金会计处理方式也有调整) 等因素影响权益利润同比减少 29.58%。长江证券本期分红收益 3924 万元, 同比减少 25.02%, 上半年处置长江证券股权收益仅 31 万元, 公司暂未规模出售其股份。

●经济型酒店业务继续保持稳健扩张, 考核激励继续探索完善

上半年, 经济型酒店业务净增门店 68 家, 其中二季度 28 家, 其扩张速度明显低于如家/七天/汉庭等其他一线品牌。在稳健扩张背景下, 锦江之星成为上半年唯一一家入住率不降反升的一线品牌, 也是 RevRar 指标下滑幅度最小的一线品牌。与此同时, 公司公告因 2010 年锦江之星良好业绩计提奖励基金 1228 万元奖励其 140 名经营团队和核心骨干, 并制定了常规化的考核激励方案。这是公司在受制于国有体制现有股权激励机制缺失背景下的激励方式新的尝试。

●风险提示

行业竞争加剧带来公司扩张速度低于预期; 激励机制依然跟不上市场需要风险。

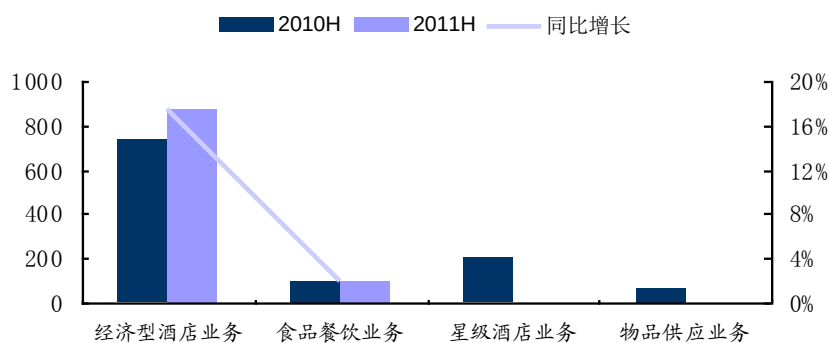
●分业务估值合理股价 20-22 元, 给予“谨慎推荐”评级

不考虑长江证券处置收益条件下, 预期公司 11-13 年 EPS 分别为 0.58/0.70/0.84 元。分业务估值公司合理股价 20-22 元。再考虑到经济型酒店行业广阔的发展空间、公司经营管理的专业性和稳健性, 维持“谨慎推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	013E
营业收入(百万元)	1,898.31	2,124.54	1,984	2,327	2,679
(+/-%)	139.19%	11.92%	-6.6%	17.3%	15.1%
净利润(百万元)	327.37	380.61	349	422	507
(+/-%)	19.83%	16.26%	-8.3%	20.9%	20.3%
每股收益 (元)	0.54	0.63	0.58	0.70	0.84
EBIT Margin	17.66%	23.23%	12.3%	13.8%	15.3%
净资产收益率 (ROE)	5.99%	8.91%	8.0%	9.4%	10.9%
市盈率 (PE)	34.24	29.45	32.1	26.6	22.1
EV/EBIT	29.61	14.62	31.8	25.5	21.2
市净率 (PB)	2.05	2.62	2.56	2.49	2.41

图 1: 2011 年上半年锦江股份各主营业务收入同比增长情况 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 1: 2011 年上半年锦江股份主要财务指标对比

科目	2011H	2010H	同比增减
经济型酒店营运及管理业务毛利率	91.76%	91.98%	-0.22%
食品与餐饮业务毛利率	51.55%	52.34%	-0.79%
综合毛利率	87.71%	82.19%	5.52%
销售费用率	52.73%	46.59%	6.15%
管理费用率	18.62%	16.80%	1.82%
财务费用率	0.53%	1.30%	-0.77%
期间费用率	71.89%	64.69%	7.20%
ROE			

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	698	600	736	945	营业收入	2125	1984	2327	2679
应收款项	76	76	89	103	营业成本	329	243	278	314
存货净额	22	17	19	22	营业税金及附加	111	105	123	142
其他流动资产	35	40	47	54	销售费用	1007	1004	1175	1347
流动资产合计	832	732	891	1123	管理费用	380	387	429	466
固定资产	1430	1497	1545	1580	财务费用	23	4	3	2
无形资产及其他	260	250	241	232	投资收益	189	161	171	183
投资性房地产	2745	2745	2745	2745	资产减值及公允价值变动	(11)	0	0	0
长期股权投资	270	270	270	270	其他收入	0	0	0	0
资产总计	5536	5494	5692	5950	营业利润	452	401	488	591
短期借款及交易性金融负债	42	64	40	40	营业外净收支	19	16	16	16
应付款项	373	239	274	319	利润总额	471	417	504	607
其他流动负债	419	384	443	503	所得税费用	71	67	81	97
流动负债合计	834	686	757	862	少数股东损益	18	2	2	2
长期借款及应付债券	44	44	44	44	归属于母公司净利润	381	349	422	507
其他长期负债	302	302	302	302					
长期负债合计	345	345	345	345	现金流量表（百万元）				
负债合计	1179	1032	1102	1207		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	84	84	85	86	净利润	381	349	422	507
股东权益	4274	4378	4505	4657	资产减值准备	11	3	1	0
负债和股东权益总计	5536	5494	5692	5950	折旧摊销	156	141	161	175
					公允价值变动损失	11	0	0	0
关键财务与估值指标					财务费用	23	4	3	2
	2010	2011E	2012E	2013E	营运资本变动	138	(166)	72	82
每股收益	0.63	0.58	0.70	0.84	其它	(6)	(2)	0	0
每股红利	0.46	0.40	0.49	0.59	经营活动现金流	691	325	656	765
每股净资产	7.08	7.26	7.47	7.72	资本开支	(1331)	(201)	(201)	(201)
ROIC	7%	5%	6%	8%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	9%	8%	9%	11%	投资活动现金流	(737)	(201)	(201)	(201)
毛利率	85%	88%	88%	88%	权益性融资	2	0	0	0
EBIT Margin	14%	12%	14%	15%	负债净变化	44	0	0	0
EBITDA Margin	21%	19%	21%	22%	支付股利、利息	(280)	(244)	(295)	(355)
收入增长	171%	-7%	17%	15%	其它融资现金流	448	22	(24)	0
净利润增长率	35%	-8%	21%	20%	融资活动现金流	(23)	(222)	(319)	(355)
资产负债率	23%	20%	21%	22%	现金净变动	(69)	(98)	136	209
息率	2.5%	2.2%	2.6%	3.2%	货币资金的期初余额	767	698	600	736
P/E	29.4	32.1	26.6	22.1	货币资金的期末余额	698	600	736	945
P/B	2.6	2.6	2.5	2.4	企业自由现金流	(785)	(20)	303	400
EV/EBITDA	27.3	31.8	25.5	21.2	权益自由现金流	(293)	(1)	276	398

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
糜怀清					
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323	胡博新	0755-82133263
				刘 勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	谢鸿鹤	0755-82130646
				龙 飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹					
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	郑 云	021-60875163
		刘 洋	0755-82150566	毛 甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			

戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 骞	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn