



社会服务业/社会服务

锦江股份 (600754)

主品牌扩张加速 业绩增长有保障

——锦江股份 2011 年中报点评

许娟娟
021-38676545
xujuanjuan@gtjas.com
编号 S0880511010028

本报告导读:

经济型酒店收入增速较快、Revpar 下降幅度好于预期,带动整体利润增长。上半年锦江之星开店快于计划数,激励方案现已出台,保障未来业绩增长。

投资要点:

- 经济型酒店收入保持高增长,实际房价下降幅度较小导致业绩好于预期。2011 上半年,公司收入 9.64 亿元,下降 12.79%;权益净利润 1.93 亿元,下降 16.47%;EPS0.32 元,高于预期。扣除置出资产 2010 上半年的收入盈利,2011 上半年公司收入增长 15.67%,权益净利润增长 0.63%。
- 经济型酒店收入增速较好,世博高基数对 5、6 月份的 Revpar 影响不大,预计三季度影响明显。经济型酒店收入增速较好,主要来自上年同期新开直营店的培育成熟。锦江之星开店速度超计划,京广快捷、百时快捷开店速度低于预期。世博高基数对 2011 上半年上海地区 Revpar 有一定影响,对整体不大,预计三季度上海地区维持 20%左右的下降幅度,拉低整体 Revpar。
- 餐饮业务全线下滑。主要餐饮品牌新亚大家乐收入增长放缓,成本上涨导致餐饮业务利润下滑。肯德基会计准备变化和长江证券股利减少导致公司上半年投资收益大幅下降。
- 激励范围扩大,有利团队稳定和未来业绩增长。公司公告了激励方案,扩大了对核心资产经济之星经营团队和核心骨干的激励范围,保障团队稳定和业绩增长,该方案的实施难度较小,对业绩影响亦较小。
- 盈利预测及投资建议。预计 11、12EPS 分别为 0.59、0.76 元,公司开店速度基本符合预期,费用可控。公司门店扩张在稳健基础上提速,门店建造质量高、成本控制初现成效,现有市场的品牌认可度较高,看好其长期发展,维持增持评级。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,898	2,125	2,065	2,454	2,901
(+/-)%	139%	12%	-3%	19%	18%
经营利润 (EBIT)	146	286	249	347	451
(+/-)%	37%	96%	-13%	39%	30%
净利润	327	381	359	459	561
(+/-)%	20%	16%	-6%	28%	22%
每股净收益 (元)	0.54	0.63	0.59	0.76	0.93
每股股利 (元)	0.36	0.38	0.36	0.46	0.56

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率(%)	7.7%	13.4%	12.1%	14.1%	15.5%
净资产收益率(%)	6.0%	8.9%	8.1%	10.0%	11.6%
投入资本回报率(%)	3.8%	10.8%	11.0%	14.1%	15.9%
EV/EBITDA	17.9	16.8	18.4	16.1	13.5
市盈率	34.2	29.4	31.2	24.4	20.0
股息率 (%)	1.9%	2.0%	1.9%	2.5%	3.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 22.90

上次预测: 22.90

当前价格: 18.58

2011.08.30

交易数据

52 周内股价区间 (元)	16.01-28.50
总市值 (百万元)	11,208
总股本/流通 A 股 (百万股)	603/447
流通 B 股/H 股 (百万股)	156/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	1
日均成交值 (百万元)	19

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,182
每股净资产	6.93
市净率	2.7
净负债率	2%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.03	0.13
Q2	0.35	0.19
Q3	0.20	0.17
Q4	0.05	0.10
全年	0.63	0.59

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	1%	4%	-26%
相对指数	6%	9%	-23%

相关报告

- 《主业受益于世博会 实际新开店有望加速》
2011.03.29
- 《置入锦江之星打开成长空间, 关注短期业绩》
2009.08.30
- 《明确的世博受益预期支撑股价》
2009.04.10
- 《入住率下滑拖累第三季度业绩》
2008.10.31
- 《上半年业绩稳定增长》
2008.08.28

模型更新时间: 2011.08.30

股票研究

社会服务

社会服务业

锦江股份 (600754)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 22.90

上次预测: 22.90

当前价格: 18.58

公司网址

www.jinjianghotels.sh.cn

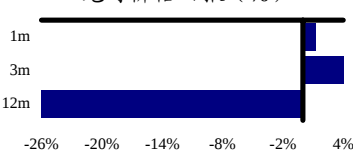
公司简介

公司是中国最大的酒店、餐饮业上市公司, 主营酒店管理、餐饮业务。公司总股本为 6 亿股, 净资产为 20.4 亿元, 总资产为 25.3 亿元, 管理的星级酒店达 92 家, 客房数达 2.6 万间。公司将通过实施"国际化、品牌化、市场化"的发展战略, 以星级酒店管理业务为发展方向, 并将通过锦江之星旅馆有限公司参与经济型酒店管理业务, 继续拓展连锁中西快餐的投资经营, 进一步提升公司在"管理、品牌、网络、人才"等方面的核心竞争能力。目前, 酒店管理公司在人才建设、品牌建设、网络建设及

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	1,898	2,125	2,065	2,454	2,901	3,428	4,052
主营业务成本	335	329	273	326	387	460	548
税金及附加	98	111	108	129	152	180	212
主营业务利润	1,466	1,684	1,684	2,000	2,362	2,788	3,292
其他业务利润	0	0	0	0	0	0	0
营业费用	940	1,007	1,340	1,544	1,795	2,071	2,387
管理费用	380	380	94	110	115	137	163
EBIT	146	286	249	347	451	581	743
财务费用	29	23	10	6	8	12	24
营业利润	397	452	425	545	667	816	991
所得税	72	71	67	86	105	129	156
少数股东损益	11	18	17	22	27	33	40
净利润	327	381	359	459	561	685	831
资产负债表							
货币资金、短期投资	1,312	698	955	762	472	377	405
其他流动资产	172	134	134	159	187	220	260
长期投资	470	270	456	660	885	1,133	1,405
固定资产合计	1,514	1,430	1,217	1,720	2,358	3,197	4,302
无形及其他资产	1,458	1,457	1,322	1,201	1,092	995	908
资产合计	7,519	5,536	5,631	6,049	6,541	7,470	8,827
流动负债	1,128	834	769	920	1,090	1,628	2,513
长期负债	252	54	53	61	70	81	94
股东权益	5,468	4,274	4,416	4,599	4,822	5,094	5,424
投入资本(IC)	1,968	1,976	1,651	1,852	2,177	2,676	3,406
现金流量表							
NOPLAT	74	214	182	261	346	452	587
折旧与摊销	282	279	253	233	258	296	351
流动资金增量	722	(92)	(24)	181	205	243	287
资本支出	(2,737)	(194)	96	(615)	(788)	(1,038)	(1,369)
自由现金流	(320)	(873)	96	(615)	(788)	(1,038)	(1,369)
经营现金流	1,092	430	430	696	835	1,021	1,261
投资现金流	(320)	(873)	96	(615)	(788)	(1,038)	(1,369)
融资现金流	467	(879)	(269)	(274)	(337)	(78)	136
现金流净增加额	1,239	(1,321)	257	(193)	(290)	(94)	28
财务指标							
成长性							
收入增长率	139.2%	11.9%	-2.8%	18.8%	18.2%	18.2%	18.2%
EBIT 增长率	36.8%	96.0%	-12.7%	39.0%	30.0%	28.8%	27.9%
净利润增长率	19.8%	16.3%	-5.7%	27.8%	22.3%	22.1%	21.3%
利润率							
毛利率	82.4%	84.5%	86.8%	86.7%	86.7%	86.6%	86.5%
EBIT 率	7.7%	13.4%	12.1%	14.1%	15.5%	16.9%	18.3%
净利润率	17.2%	17.9%	17.4%	18.7%	19.3%	20.0%	20.5%
收益率							
净资产收益率(ROE)	6.0%	8.9%	8.1%	10.0%	11.6%	13.4%	15.3%
总资产收益率(ROA)	4.4%	6.9%	6.4%	7.6%	8.6%	9.2%	9.4%
投入资本回报率(ROIC)	3.8%	10.8%	11.0%	14.1%	15.9%	16.9%	17.2%
运营能力							
存货周转天数	19.15	24.71	28.99	26.21	26.12	25.96	25.80
应收账款周转天数	6.99	6.09	5.78	5.61	5.62	5.62	5.62
总资产周转率	1,032.62	1,121.45	986.77	868.47	792.10	745.81	733.93
净利润含金量	3.34	1.13	1.20	1.52	1.49	1.49	1.52
资本支出/收入	-144%	-9%	5%	-25%	-27%	-30%	-34%
偿债能力							
资产负债率	25.6%	21.3%	19.8%	21.9%	24.0%	29.3%	36.0%
净负债率	13.0%	2.0%	0.9%	1.1%	1.2%	8.0%	19.6%
估值比率							
PE	34.2	29.4	31.2	24.4	20.0	16.4	13.5
PB	2.0	2.6	2.5	2.4	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	17.9	16.8	18.4	16.1	13.5	11.3	9.3
P/S	5.90	5.28	5.43	4.57	3.86	3.27	2.77
股息率	1.9%	2.0%	1.9%	2.5%	3.0%	3.7%	4.5%

绝对价格回报 (%)



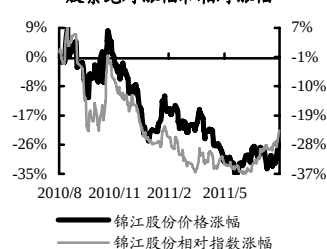
52 周价格范围

16.01-28.50

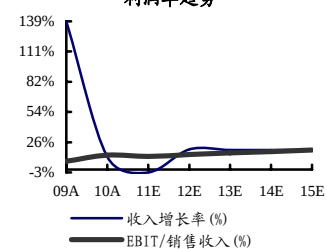
市值 (百万)

11,208

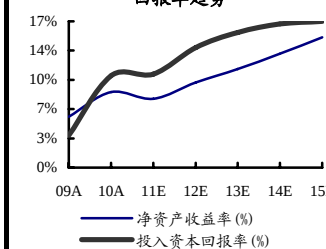
股票绝对涨幅和相对涨幅



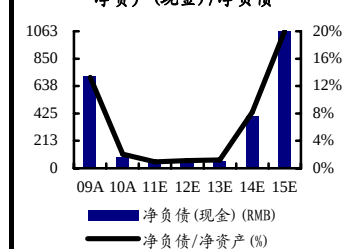
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



经济型酒店收入保持高增长，实际房价下降幅度较小导致业绩好于预期。2011 上半年，公司收入 9.64 亿元，下降 12.79%；权益净利润 1.93 亿元，下降 16.47%；EPS0.32 元，高于预期。扣除置出资产 2010 上半年的收入盈利，2011 上半年公司收入增长 15.67%，权益净利润增长 0.63%。0.32 元 EPS 中，经济型酒店、餐饮、肯德基、长江证券、费用分别为 0.15、0.11、0.11、0.07、-0.11 元。

经济型酒店收入增速较好，主要来自上年同期新开直营店的培育成熟。2011 上半年，经济型酒店业务实现收入 8.67 亿元，增长 17.46%；毛利率较上年同期略下降 0.3 个百分点；费用上升导致营业利润增速低于收入增速，金额为 1.08 亿元、增长 10.26%；权益净利润由于营业外收入而增速提升，金额为 8755 万元、增长 24.98%。经济型酒店整体收入增长 17.46%，其中：直营收入 6.38 亿元，增长 16.14%；餐饮收入 9640 万元，增长 11.3%；商品销售收入 888 万元，增长 21%；加盟费收入 6620 万元，增长 21.7%。上半年对加盟商收取的订房渠道费 300 万元，直接转换为利润。

锦江之星开店速度超计划，京广快捷、百时快捷开店速度低于预期。上半年新开门店 68 家，其中锦江之星 49 家、京广快捷 1 家、百时快捷 18 家；预计锦江之星开店数量将超过原计划的全年 60-70 家的目标，百时快捷和京广快捷开店数量低于预期，预计下半年京广快捷新增 10 家，百时快捷新开 20 家。预计全年京广快捷新开门店 11 家，百时快捷新开 38 家，锦江之星开店 100 家，全年新开门店 150 家。

世博高基数对 2011 上半年上海地区 Revpar 有一定影响，对整体不大，预计三季度上海地区维持 20%左右的下降幅度，拉低整体 Revpar。2010 年世博因素导致 2010 上半年公司经济型酒店整体 Revpar 同比增长 11%，达到 5 年的最高水平；在此高基数上，2011 上半年该指标同比略有下降，当仍处于近 5 年来的较高水平：上半年整体平均房价 175.5 元，下降 2.3%；入住率 84.5%，略增长 0.4%；Revpar 为 148.3 元，下降 1.8%。其中，我们预计上海地区下降 20%，外地仍有所增长。预计三季度世博高基数效用完全显现，上海地区收入约占整体收入 30%，整体 Revpar 约下降 5%。

主要餐饮品牌新亚大家乐收入增长放缓，成本上涨导致餐饮业务利润下滑。餐饮 2011 上半年，公司餐饮业务增长缓慢，金额为 9709 万元，增长 1.89%，其中：新亚大家乐收入仅增长 1.33%，锦江同乐增长 6.8%；餐饮业务毛利率 51.7%，较上年同期略有下滑 0.77 个百分点；净利润受部分企业食品原料和门店租金等成本上升的影响而下降，金额为 6401 万元，下降 11.84%。

肯德基会计准备变化和长江证券股利减少导致公司上半年投资收益大幅下降。投资收益 2011 上半年，公司投资收益 1.09 亿元，下降 20.9%，下降主要源于肯德基净利润下降以及长江证券股利减少。肯德基上半年收入增长较好，金额为 13.3 亿元、增长 11.6%；净利润因摊销方法改变下降，金额为 6611 万元，下降 30%。长江证券上半年股利减少 1309 万元，对投资收益负贡献。总体而言，投资收益仍是公司的主要利润来源

和现金支持，2011 上半年贡献净利润的 56%。

公司公告了鉴于 2010 年旅馆投资和锦江之星的较好业绩，提取奖励基金 1228 万元，对其经营团队和核心骨干 140 人实施奖励，本次提取金额不超过 2010 年经济型酒店业务扣除非经常性损益后净利润的 8%、上述对象 2010 年薪酬总水平的 30%。该方案扩大了对核心资产经济之星经营团队和核心骨干的激励范围，保障了团队稳定和业绩增长，该方案的实施难度较小，对业绩影响亦较小。

盈利预测及投资建议。预计 11、12EPS 分别为 0.59、0.76 元，公司开店速度基本符合预期，费用可控。公司门店扩张在稳健基础上提速，门店建造质量高、成本控制初现成效，现有市场的品牌认可度较高，看好其长期发展。市场对公司后续激励方案的预期强烈，预计近 1-2 月份推出的可能性较大，维持增持评级。

作者简介:**许娟娟:**

执业资格证书编号: S0880511010028

电话: 021-38676545

邮箱: xujuanjuan@gtjas.com

复旦大学经济学硕士，2007 年进入国泰君安证券，2007-2009 从事商贸零售行业研究，2010 从事旅游和食品行业研究。获 2010 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	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%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		