

锦江股份 (600754.SH) 社会服务业

业绩符合预期，股价具备安全边际

公司研究简报

◆事件：

发布 2011 年中期业绩，1-6 月实现收入和利润分别为 9.6 亿元和 2.1 亿元，同比分别下降 12.8% 和 21.4%；实现扣非前和扣非后的归属于上市公司股东净利润分别为 1.9 亿元和 1.8 亿元，同比分别下降 16.5% 和增长 3.7%，实现扣非前和扣非后的 EPS 分别为 0.32 元和 0.30 元，业绩符合预期。

◆点评：

公司中期业绩下滑主要归因于两方面：1) 合并范围减少：2010 年同期营业收入和净利润包含了置出资产 2010 年 1-5 月的收入 2.7 亿元和净利润 3920 万元，如扣除其影响，则 2011 年中期营业收入和扣非前归属上市公司股东的净利润同比分别增长 16% 和 0.6%；2) 投资收益下降：受长江证券股利减少 1309 万元和 2010 年同期置出资产投资收益减少 1529 万元共同影响，2011 年中期投资收益下降 21%。

◆经济型酒店扩张提速，经营持续超预期：

1-6 月，净增签约和开业经济型酒店分别为 86 家和 68 家，以加盟店为主的扩张显著提速，截至 6 月 30 日，已签约和开业酒店数量分别达到 682 家和 485 家。2011 年中期公司积极采取各种有效的客房促销措施以抵消同期世博会影响下高基数的影响，1-6 月入住率提升 0.42 个百分点至 84.48%、平均房价下降 2.3% 至 175.5 元，因此，RevPAR 仅同比下降 1.8% 好于预期。1-6 月经济型酒店业务实现收入 8.7 亿元（其中加盟店收入 6620 万元）、营业利润 1.08 亿元、净利润 8755 万元，同比分别增长 17.5%（20%）、10.3% 和 25%，净利润率达到了 10.1%（10 年同期为 9.5%）。我们认为经济型酒店本身的盈利模式和公司以加盟店为主导的运营模式下，特别是随着未来 2-3 年门店扩张速度的加快，净利润的进一步提升比较困难，能保持在 10% 左右的水平已经非常理想。

◆餐饮、金融投资收益的波动为公司业绩的稳定带来一定挑战：

2011 年中期长江证券等金融资产投资和上海、杭州肯德基等餐饮投资合计贡献投资收益约 1.1 亿元，占上市公司净利润的比重仍达到 57%，其中，吉野家、上海肯德基等餐饮投资受累于食品原料和门店租金等成本上升影响净利润同比下降；而长江证券等金融资产投资除股利显著下降外，公允价值也下降约 5500 万。由于金融和餐饮投资的贡献比例高，因此其非公司可控的业绩大幅波动也为公司业绩平滑能力提出一定的挑战。

◆调整盈利预测，维持“买入”评级：

截至中期公司账面上长江证券等可供出售金融资产投资的公允价值变动约 10.8 亿元，即公司具备平滑业绩波动或者释放业绩的能力，而 2010 年 7-8 月管理层主动增持公司股票的行为也印证了对公司长期发展的信心。我们预计 2011-2013 年公司净利润分别为 3.9/4.9/6.1 亿元，其中，投资收益分别为 1.9/2.1/2.6 亿元，11-13 年 EPS 分别为 0.65 元/0.81 元/1.00 元，对应当前股价的动态 PE 分别为 28X/23X/19X，低于行业平均估值，给予公司 2011 年 30 倍 PE 的估值，对于目标价 24.4 元，当前股价与 2010 年管理层增持价格接近，有一定的安全垫，建议投资者逢低关注，维持“买入”评级。

◆风险提示：

经济型酒店行业经历大幅扩张后入住率、房价显著下滑的行业风险；证券市场系统性风险。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	783	2,125	2,242	2,578	2,969
营业收入增长率	-1.39%	171.49%	5.54%	14.96%	15.20%
净利润（百万元）	281	381	394	491	606
净利润增长率	2.85%	35.46%	3.49%	24.56%	23.46%
EPS（元）	0.47	0.63	0.65	0.81	1.00
ROE（归属母公司）	7.18%	8.91%	8.87%	10.38%	11.92%
P/E	40	29	28	23	19

买入（维持）

当前价/目标价：18.58/24.40 元

目标期限：12 个月

分析师

林玉红（执业证书编号：S0930511060002）

021-22169115

linyuh@ebcn.com

联系人

市场数据

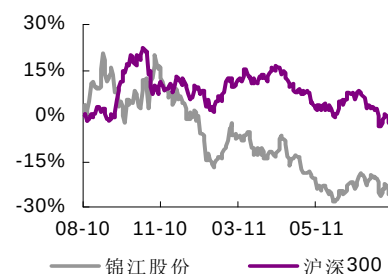
总股本(亿股)：6.03

总市值(亿元)：112.08

一年最低/最高(元)：16.01/28.50

近 3 月换手率：11.61%

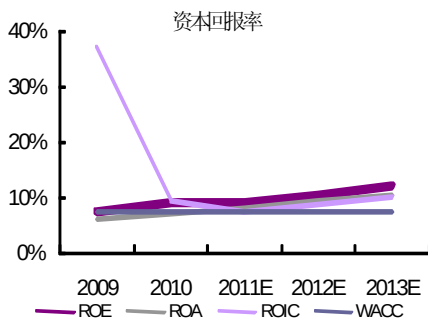
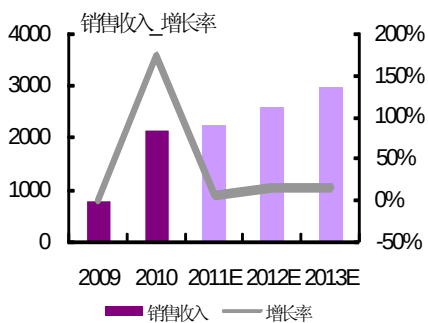
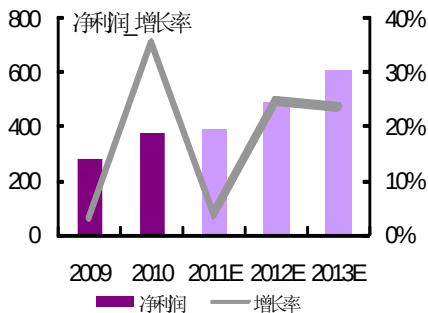
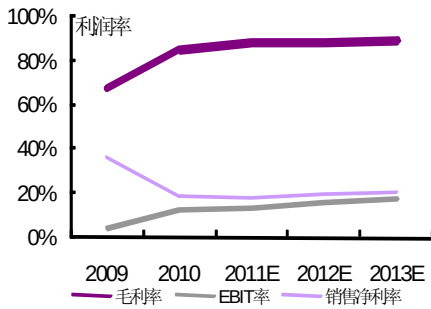
股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	5.33	7.72	-21.66
绝对	1.32	3.99	-21.87

相关研报



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	783	2,125	2,242	2,578	2,969
营业成本	258	329	270	297	329
折旧和摊销	34	83	80	96	111
营业税费	34	111	118	135	156
销售费用	288	1,007	1,121	1,263	1,425
管理费用	180	380	426	477	534
财务费用	-14	23	10	8	14
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	294	189	193	215	263
营业利润	329	452	485	612	774
利润总额	335	471	484	611	773
少数股东损益	6	18	8	10	12
归属母公司净利润	280.99	380.61	393.88	490.63	605.70

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	4,762	5,536	4,945	5,274	5,920
流动资产	850	832	722	693	988
货币资金	767	698	566	522	796
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	30	31	33	38	44
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	18	45	30	31	35
存货	15	22	41	45	49
可供出售投资	2,556	1,509	900	900	900
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	864	270	326	379	440
固定资产	243	1,158	1,099	1,239	1,366
无形资产	210	260	294	326	356
总负债	767	1,179	677	516	603
无息负债	765	1,094	412	471	538
有息负债	2	85	265	45	66
股东权益	3,995	4,357	4,530	4,830	5,197
股本	603	603	603	603	603
公积金	2,906	3,035	3,096	3,171	3,263
未分配利润	403	635	740	954	1,217
少数股东权益	83	84	92	102	114

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	56	641	-169	648	789
净利润	281	381	394	491	606
折旧摊销	34	83	80	96	111
净营运资金增加	-33	-325	430	7	13
其他	-225	502	-1,074	55	59
投资活动产生现金流	191	-312	337	-262	-272
净资本支出	-221	-300	210	210	210
长期投资变化	864	270	-62	-52	-62
其他资产变化	-452	-282	189	-420	-420
融资活动现金流	-222	-942	-60	-430	-243
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-5	83	179	-220	21
无息负债变化	378	329	-681	59	67
净现金流	25	-613	108	-44	274

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-1.39%	171.49%	5.54%	14.96%	15.20%
净利润增长率	2.85%	35.46%	3.49%	24.56%	23.46%
EBITDA 增长率	-55.32%	406.30%	2.28%	30.96%	27.02%
EBIT 增长率	-70.04%	650.02%	3.98%	33.96%	29.53%
估值指标					
PE	40	29	28	23	19
PB	3	3	2	2	2
EV/EBITDA	191	29	29	22	17
EV/EBIT	485	38	37	27	21
EV/NOPLAT	-396	51	50	38	30
EV/Sales	13	5	5	4	4
EV/IC	-147	5	4	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	66.99%	84.50%	87.95%	88.46%	88.91%
EBITDA 率	8.84%	16.49%	17.04%	19.42%	21.41%
EBIT 率	4.55%	12.58%	13.48%	15.71%	17.66%
税前净利润率	42.78%	22.15%	21.60%	23.69%	26.02%
税后净利润率 (归属母公	35.91%	17.92%	17.57%	19.03%	20.40%
ROA	6.02%	7.21%	8.13%	9.49%	10.44%
ROE (归属母公司) (摊	7.18%	8.91%	8.87%	10.38%	11.92%
经营性 ROIC	37.07%	9.42%	7.27%	8.70%	9.95%
偿债能力					
流动比率	3.91	1.00	1.12	1.51	1.87
速动比率	3.84	0.97	1.06	1.41	1.78
归属母公司权益/有息债务	1694.16	50.01	16.75	106.01	77.49
有形资产/有息债务	1954.78	47.29	13.04	84.08	66.56
每股指标					
EPS	0.47	0.63	0.65	0.81	1.00
每股红利	0.36	0.38	0.33	0.41	0.51
每股经营现金流	0.09	1.06	-0.28	1.07	1.31
每股自由现金流(FCFF)	0.38	1.45	-0.56	0.29	0.42
每股净资产 (按最新预测	6.62	7.22	7.51	8.01	8.62
每股销售收入	1.30	3.52	3.72	4.27	4.92

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

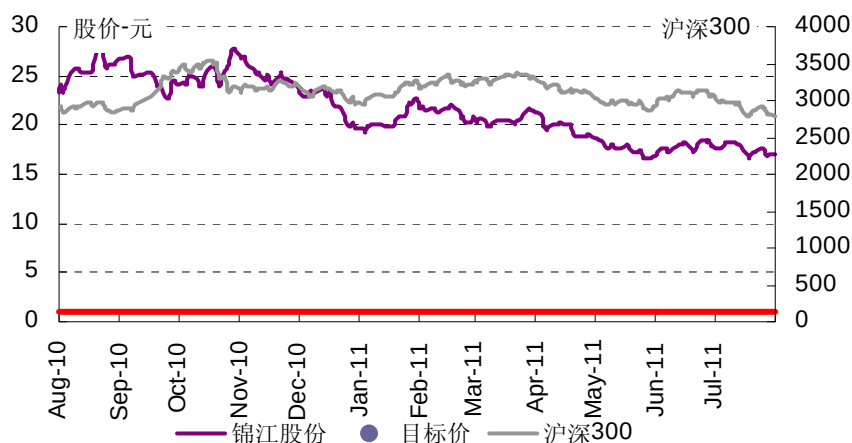
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

林玉红，上海交通大学经济学硕士、复旦大学经济学学士；2009 年加盟光大证券研究所，主要负责旅游行业研究。

投资建议历史表现图

锦江股份（600754）



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标价	评级
2008-04-14	15.65	19.38	增持
2010-02-01	26.15	29.00	增持
2010-04-15	28.52	29.00	买入
2010-06-22	20.40	29.00	增持
2010-08-30	24.29	29.00	买入
2010-10-31	24.86	29.00	买入
2011-03-29	20.75	27.81	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebscn.com