

买入 维持

锦江股份 (600754)

2011 年 9 月 5 日

菲律宾开加盟店，彰显积极扩张战略

2011 年 9 月 2 日收盘价: 19.60 元

6 个月目标价: 23.00 元

社会服务业分析师: 林周勇
SAC 执业证书编号: S0850511050002
lzy6050@htsec.com
021-23219389

经过 10 余年的发展，锦江之星基础扎实，客户体验卓越，是未来加速发展的基石；长效激励机制的完善，为加速发展提供了制度保障；此次授权 CSI 在菲律宾开设加盟店，则是公司加速发展的标志。我们认为：锦江之星规模有 5 倍以上的空间，随着规模效应的体现，利润增长将远快于规模的扩张，建议买入并长期持有，6 个月目标价 23 元。

事件：

8 月 26 日，为了表彰锦江之星团队在 2010 年的良好经营业绩，董事会决定对其核心骨干共 140 人进行奖励，金额共 1227.6 万元；此外，为了建立长效的激励机制，董事会通过了《锦江之星旅馆有限公司与上海锦江国际旅馆投资有限公司考核激励方案》及《锦江之星旅馆有限公司与上海锦江国际旅馆投资有限公司考核激励方案实施细则》的议案。

9 月 2 日，公司授权 CSI 在菲律宾境内开始“锦江之星”连锁酒店，包括自营店和加盟店，期限 15 年。CSI 在授权之内发展门店不少于 30 家，公司将收取品牌授权经营费、持续管理费、中央订房系统渠道销售费等，收费标准将参照国内的加盟店标准。CSI Hotels 系上好佳（国际）有限公司之附属公司。

点评：

1. 十余载积累，基础扎实，客户体验最佳。锦江之星是我国经济型酒店的鼻祖，十几年来，锦江之星稳健发展，标准化建设、系统建设、人才培养等方面投入了大量的精力，企业运作规范，基础扎实；自从 1997 年锦江之星创立以来，便是以市场为导向，以提升客户体验为核心，因此，就是源于这种健康的理念，以及科学的系统化管理，锦江之星的客户体验一直保持在较高的水平，可以说是经济型酒店中客户体验最好的一个品牌。

2. 长效激励机制逐步完善，持续发展有了制度保障。2010 年 7 月 2-6 日，副董事长杨卫民、CEO 陈颢、董事徐祖荣、锦江之星和旅馆投资 29 位管理层分别购买锦江股份 A 股 49.7、49.7、70、189.2 万股，锦江之星长效激励机制初步建立。此次对 140 名核心骨干进行奖励，以及出台《考核激励方案》、《考核激励方案实施细则》，进一步完善了长效激励机制。这是公司后续发展的制度保障。

3. 授权 CSI 在菲律宾开设加盟店，彰显了公司积极的扩张战略。与其他经济型酒店巨头相比，锦江之星过去几年发展速度相对较慢；市场总是期待公司能更快扩张，但我们非常认同公司的理念：发展速度不能以牺牲产品品质和客户体验为代价。随着公司人员储备的丰富、管理系统的逐步完善，公司的发展战略也更加的积极，此次授权 CSI 在菲律宾开设加盟店，便是积极的发展战略的体现。

4. 行业发展空间巨大。按照我们的测算，经济型酒店在我国仍有 5 倍以上的发展空间。目前我国经济型酒店仍主要集中在长三角、珠三角、环渤海等经济较发达的区域，特别是北上广深等大城市；随着我国经济的发展，经济型酒店将加速向

二三线城市、向中西部地区发展。此外,我国经济型酒店主要是针对的是商务客源,而面向家庭旅游的市场空间是巨大的,这是经济型酒店未来的新增长点。

5. 行业集中度将继续提高。经济型连锁酒店公司需要在后台系统、预定系统、管理系统、人力资源培训等方面投入巨大,因此,需要足够的规模才能保证盈利,汉庭、7天分别到了2.5万间、3.4万间客房才实现稳定盈利的;新的进入者需要有强大的财力,但鉴于如家、锦江、汉庭、7天的领先优势已非常明显,风投继续投资经济型酒店的可能性不大。因此,出现新的竞争者的可能性不大,反而是这几家经营领先的公司,会逐步将现存的中小经济型酒店公司收购,前段时间7天收购华天之星便是例证。因此,经济型酒店将继续趋于集中,几大公司将享受行业的高成长。

6. 管理上的规模效应开始显现,利润增速将快于规模扩张速度。2010年,锦江之星净利润1.58亿元,管理费用超过2亿元;后台建设和系统支持是管理费用的重要组成部分,这些费用增速将远低于规模扩张的速度。公司系统建设完成后,将进入管理上的规模效应显现期,未来利润增速将远高于规模扩张速度,我们认为,未来3年,锦江之星净利润复合增速40-50%是可以期待的,也就是届时锦江之星净利润可达5-6亿元。

7. 压箱底的品种,建议买入并长期拥有。公司是我国经济型酒店的领先者,也是最具竞争力的公司,未来发展空间巨大,值得长期拥有!我们预计11-13年锦江之星净利润2.0、2.8、3.8亿元,餐饮业务(含肯德基)权益利润1.0、1.15、1.3亿元,即11-13年经营性利润分别为3.0、3.95、5.1亿元,对应EPS 0.50、0.66、0.85元;此外公司拥有长江证券6%股权,目前市值约12亿元,即每股增厚2元。按“锦江之星12PE 35倍+餐饮12PE 25倍+2元长江证券股权”,6个月目标价23元。

风险提示:经济大幅波动对经济型酒店影响显著。

信息披露

分析师声明

林周勇：社会服务业。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：华侨城 A、中国国旅、中青旅、锦江股份、金陵饭店、三特索道、宋城股份、湘鄂情、峨眉山、黄山旅游、丽江旅游、桂林旅游、ST 张家界、华天酒店、首旅股份等。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	类别	评级	说明	
		股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
			增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
			中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
			减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出		个股相对大盘涨幅低于-15%。	
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上; 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;	
		中性		
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。