

大陆与香港 — 消息快报

锦江股份 3 季度经济型酒店继续略超预期，餐饮受累同期世博高基数

冯雪

锦江股份(600754.SS/人民币 19.69, 买入)前 3 季度实现营业收入 15.60 亿元，同比下降 5.9%，归于母公司净利润 2.76 亿元，同比下降 21.2%，合每股收益 0.46 元。扣除置出资产去年同期前 5 个月影响，收入同比下降 7.1%至 12.87 亿元，净利润同比下降 23.8%至 2.36 亿元。第 3 季度无此影响，营业收入同比增长 7.8%至 5.96 亿元，净利润同比下降 30.3%至 8,291 万元。收益下滑主要源于去年同期恰为世博高基数效应顶峰，业绩基本符合预期。预计公司除长江证券处置收益外的 2011-13 年每股收益为 0.52 元、0.66 元和 0.83 元，维持买入评级。

经济型酒店业务受累世博高基数效应，但展店速度不减，略超预期：

公司经济型酒店业务前 3 季度实现 13.82 亿元，同比增长 14.5%，毛利率 92.0%，比上年同期下降 0.3 个百分点。其中源于加盟店的首次加盟费、持续加盟费分别同比增长 42.2%、18.8%至 3,657 万元和 6,571 万元，另有 714 万元中央渠道预订费。其中第 3 季度总收入、首次加盟费、持续加盟费的同比增速分别为 10.3%、114.2%和 18.2%，规模扩张拉动收入增长，此增速处于公司中报时所作的 1-12%区间的上半段。公司预计全年收入增速约 14-17%，高于我们的预期。前 3 季度，锦江之星旅馆公司和旅馆投资公司合计净利润约 1.4 亿元，同比增长 6.1%。其中金广快捷共 14 家门店，前 3 季度实现营业收入 7,367 万元，净利润 621 万元，超预期。但受累于停业改造或世博高基数，达华宾馆、闵行饭店的前 3 季度净利润同比下降 726%和 39%。

截至 3 季度末，共签约 727 家酒店/87,279 间客房，加盟店 515 家，占 70.8%，锦江之星 631 家，占 86.8%；其中，共开业 519 家酒店/65,386 间客房，加盟店 355 家，占 68.4%；锦江之星 463 家，占 89.2%。3 季度净增签约酒店 45 家，开业酒店 34 家，约占上半年 86/68 家的各 52%和 50%，展店速度未减。

世博高基数效应下，前 3 季度 RevPAR154.63 元，同比下降 5.48%，平均出租率 86.98%，比上年同期增加 0.31 个百分点，平均房价 177.77 元，同比下降 5.82%。其中，第 3 季度 RevPAR 166.17 元，比上年同期减少 21.04 元，但高于 09 年同期。第 3 季度平均房价下降 11.1%至 181.53 元，出租率比上年同期仅 0.16 个百分点至 91.54%。我们预计上海地区 RevPAR 同比降幅约 30-40%，而其他地区多实现量价齐升，一方面行业需求景气度没问题，另一方面，公司主动提升出租率的经营策略见成效。

截至 3 季度末，锦江之星会员人数达 222 万人，其中交行联名卡 55.7 万人，3 季度内约净增 20 万人；企业客户 1.39 万家。营销发力的态势不变。

上海肯德基受累于世博门店关张、租金会计政策更改：

公司餐饮业务并表收入主要源于位于上海的新亚大包、锦庐、新亚食品等。前 3 季度营业收入 1.78 亿元，比上年同期下降 1.67%，其中第 3 季度营业收入 8,013 万元，同比下降 5.7%。持有主要小品牌的锦江国际餐饮投资公司前 3 季度净利润下降 62.3%。

由于世博园区 7 家门店关张（上年 3 季度贡献 1.25 亿元收入，类似影响还有上海吉野家等），上海肯德基 3 季度净增 5 家餐厅，与上半年净增 9 家的速度一致；第 3 季度实现营业收入 8.50 亿元，比上年同期下降 1.29%。扣除世博店影响，第 3 季度收入增长 13.1%，前 3 季度收入增长 16.9%。由于租金会计政策更改及世博门店关张，今年前 3 季度净利率下滑至 5%，比上半年提升 0.1 个百分点，净利润同比下降 46%，比上半年降幅扩大 16 个百分点。

图表 1.业绩摘要

(人民币,百万)	10 年 1-9 月	11 年 1-9 月	同比变动 (%)	10 年 3 季度	11 年 3 季度	同比变动 (%)
营业收入	1,658	1,560	(5.9)	552	596	7.8
营业成本	(271)	(196)	(27.5)	(74)	(78)	5.1
毛利润	1,387	1,363	(1.7)	478	518	8.2
营业税金及附加	(86)	(87)	1.2	(29)	(33)	12.9
销售费用	(764)	(789)	3.4	(249)	(281)	13.0
管理费用	(285)	(296)	3.6	(100)	(116)	16.5
财务费用	(22)	(8)	(63.0)	(7)	(3)	(60.5)
资产减值损失	(11)	(0)	(99.7)	(0)	0	(100.0)
投资收益	188	129	(31.2)	50	20	(59.5)
营业利润	408	313	(23.3)	144	105	(26.8)
营业外收支净额	16	13	(18.5)	2	(1)	(153.1)
利润总额	424	326	(23.1)	146	104	(28.4)
所得税费用	(56)	(48)	(14.7)	(22)	(19)	(13.2)
少数股东损益	(19)	(3)	(85.8)	(5)	(2)	(52.5)
净利润	350	276	(21.2)	119	83	(30.3)
非经常性损益	(57)	(11)	(80.0)	(1)	1	(171.4)
扣非后净利润	292	264	(9.6)	118	83	(29.3)
(%)						
毛利率	83.7	87.4		86.6	86.9	
营业利润率	24.6	20.0		26.0	17.7	
有效所得税率	13.2	14.6		15.1	18.3	
净利率	21.1	17.7		21.5	13.9	
扣非后净利率	17.6	16.9		21.4	14.0	

资料来源：公司数据

图表 2.公司 3 季度经济型酒店业务情况

	2007 年 第 3 季度	2008 年 第 3 季度	2009 年 第 3 季度	2010 年 第 3 季度	2011 年 第 3 季度
开业酒店家数	139	218	308	382	519
-直营店	56	85	109	132	164
-加盟店	83	133	199	250	355
加盟店占比%	59.7	61.0	64.6	65.4	68.4
开业酒店客房间数	20,158	30,924	41,567	50,457	65,386
同比变动%		53.4	34.4	21.4	29.6
平均出租率 (%)	73.17	82.79	85.88	91.7	91.54
平均房价 (元/间)	181.47	182.82	175.41	204.16	181.53
同比变动%		0.7	(4.1)	16.4	(11.1)
RevPAR (元/间)	132.78	151.35	150.64	187.21	166.17
同比变动%		14.0	(0.5)	24.3	(11.2)
	2007 年 第 3 季度	2008 年 前 3 季度	2009 年 前 3 季度	2010 年 前 3 季度	2011 年 前 3 季度
平均客房出租率 (%)	68.48	82.03	81.67	86.67	86.98
平均房价 (元/间)	177.37	178.09	173.23	188.76	177.77
同比变动%		0.4	(2.7)	9.0	(5.8)
RevPAR (元/间)	121.47	146.08	141.37	163.59	154.63
同比变动%		20.3	(3.2)	15.7	(5.5)

资料来源：公司数据

图表 3. 公司部分餐饮品牌情况

(人民币, 百万)	有效持 股比例	餐厅数		营业收入		净利润	
	(%)	2011 年 3 季度末	比年初 增减	2011 年 3 季度	同比变 动(%)	2011 年 3 季度	净利率 (%)
上海肯德基	42	283	14	2,183.1	6.2	109.8	5.0
新亚大包	75	58	1	134.8	(0.3)	0.5	0.4
上海吉野家	42.815	22	4	66.6	(13.9)	(0.1)	(0.2)
锦庐	51	2	0	17.7	0.3	(0.2)	(1.1)
新亚富丽华	41			65.8		1.2	1.8
新亚食品	100			24.9	(10.0)	(3.4)	(13.6)
杭州肯德基	8			2,947.3		297.6	10.1
苏州肯德基	8			1,200.3		110.0	9.2
无锡肯德基	8			811.8		67.2	8.3

资料来源：公司数据

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371