

锦江股份 (600754.SH) 酒店餐饮行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

毛峥嵘

分析师 SAC 执业编号: S1130511030004
(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn

苏超

联系人
(8621)61357581
suchao@gjzq.com.cn

强化自身品牌建设, 加速海外扩张

事件

锦江股份今日晚间发布公告, 旗下全资子公司锦江之星旅游有限公司(以下简称“锦江之星”)与卢浮酒店集团签署《品牌合作框架协议》。协议主要内容有:

1. 锦江之星将在国内上海、北京、杭州和西安四个城市的直营酒店中挑选 15 家“锦江之星”品牌连锁酒店(共计 2500 间客房)作为合作酒店, 卢浮酒店亦在法国境内之巴黎、尼斯、里昂、普罗旺斯、波尔多六个城市挑选 15 家“Campanile”品牌连锁酒店(共计 1800 间客房)作为合作酒店, 互相提供品牌许可, 在协议签署后三年内供对方的合作酒店无偿使用。
2. 双方在各自的网站和呼叫中心为对方的合作酒店提供预订功能服务, 并根据所接受的订单客房收入, 按照合同约定的相同比例向对方收取销售佣金。
3. 2011 年 12 月 31 日前, 双方各自的第一家符合协议条件的合作酒店将正式品牌联盟挂牌。

评论

与欧洲快捷酒店实现品牌互换, 彰显“锦江之星”标准化实力: “Campanile”为卢浮酒店集团旗下一家经济型酒店品牌, 但就有关资料来看(<http://www.campanile.com/Hotel/en/index.aspx>), 该品牌对于酒店的品质要求较高。此次锦江之星以其部分直营门店与“Campanile”在法国六个城市的直营酒店进行品牌互换, 彰显出卢浮酒店集团对于“锦江之星”连锁酒店在品牌品质、标准化实力上的高度认可。

吸收国外经济型酒店运营经验, 提升“锦江之星”品牌国际影响力: 此次锦江之星通过与卢浮酒店集团以部分门店品牌互换方式进行合作, 有利于公司吸收国外经济型酒店的运营经验和最佳实践, 还有利于“锦江之星”品牌进入欧洲市场, 扩大品牌国际影响力, 提升欧洲对“锦江之星”品牌的关注度和知晓度, 这将有助于更多的欧洲客人入住包括国内门店在内的“锦江之星”品牌连锁酒店。

国人出境旅游快速发展, 锦江之星品牌海外扩张潜力巨大: 近几年, 国人出境旅游每年保持两位数以上水平的快速增长, 成为国际旅游市场最为重要的增长动力。仅就文化认同感而言, 一家国内知名度、美誉度较高的酒店品牌在国外无疑更能获得国人的认可。锦江之星基于自身品牌品质、标准化程度、运营体系以及扩张能力等方面的特点, “多做与品牌有关的事情”将更能发挥公司的优势, 尤其是在国人目前主要的出境旅游目的地国家或地区(日韩、东南亚比重较大, 欧美快速增长)对于酒店品牌有着相对较高的执行标准, 这对于始终强调品质优先战略的锦江之星品牌连锁酒店是较为有利的。因此, 我们有理由相信, 锦江之星在品牌海外扩张的道路上将会走得更远。

投资建议

根据我们前段时间调研的情况, 我们调整公司 2011~2013 年盈利预测分别为 0.617 元、0.768 元和 0.984 元, 未来三年动态市盈率分别为 31 倍、25 倍和 19.5 倍, 处于板块估值的均值水平。公司未来几年有望保持较为稳定的持续增长, 在此基础上, 公司逐步加快了品牌输出乃至海外扩张的步伐, 从前次菲律宾总代理模式的品牌输出, 到此次与欧洲知名经济型酒店以品牌互换方式的合作, 已经可以充分观察到锦江之星在品牌扩张方面正以不同方式努力“试水”。我们坚信, 随着公司对海外市场的日益成熟和自身运营能力、标准化程度的不断增强, 公司将直接进入海外经济型酒店市场, 届时, 也应该是资本市场给予“做品牌标准的一流企业”估值溢价的时候了。据此, 我们继续维持对公司“买入”的投资评级。

图表1：锦江股份盈利预测详表

单位：百万元	2009H	2009	2010H	2010Q3	2010	2011H	2011Q3	2011F	2012F	2013F
营业总收入	865.66	1,898.34	1,105.26	1,657.73	2,146.00	963.85	1,559.50	2,093.86	2,501.18	2,960.35
经济型酒店营运及管理业务	550.15	1,201.11	731.37	1,205.29	1,621.27	856.45	1,382.06	1,862.26	2,242.28	2,683.55
食品和餐饮业务	63.97	187.52	94.96	180.23	230.98	96.72	177.22	210.60	233.90	248.80
租赁业务		25.92			20.96	10.41		21.00	25.00	28.00
其他业务收入	11.51	3.14	12.57	-	0.50			-	-	
营业总成本										
营业成本	151.16	335.00	196.83	270.98	329.04	118.49	196.40	258.88	297.62	340.20
经济型酒店营运及管理业务	43.51	92.19	57.53	92.86	127.57	69.62	110.03	151.39	179.38	214.68
食品和餐饮业务	30.53	88.25	45.24	86.51	109.99	46.70	86.36	103.19	113.44	120.42
其他业务	0.29	1.15	0.33	0.33	0.17	0.07	-	-	-	-
租赁业务		6.18			5.89	2.10		4.30	4.80	5.10
毛利率	82.54%	82.35%	82.19%	83.65%	84.67%	87.71%	87.41%	87.64%	88.10%	88.51%
营业税金及附加	44.77	97.72	56.91	85.86	111.3	54.2	86.9	117.3	140.1	165.8
主营业务税金及附加比率	5.17%	5.15%	5.15%	5.18%	5.18%	5.63%	5.57%	5.60%	5.60%	5.60%
主营业务利润	669.7	1,465.6	851.5	1,300.9	1,705.7	791.1	1,276.2	1,717.7	2,063.5	2,454.4
销售费用	431.89	939.51	514.90	763.61	1,006.92	508.29	789.38	1,026.0	1,168.1	1,355.8
营业费用率	49.89%	49.49%	46.59%	46.06%	46.92%	52.73%	50.62%	49.00%	46.70%	45.80%
管理费用	186.3	379.8	185.7	285.3	380.4	179.5	295.6	385.3	442.7	497.3
管理费用率	21.52%	20.01%	16.80%	17.21%	17.73%	18.62%	18.95%	18.40%	17.70%	16.80%
财务费用	13.95	29.09	14.40	21.66	23.36	5.15	8.02	11.30	12.20	13.50
资产减值准备	0.01	0.56	10.62	10.62	11.08	0.03	0.03	0.50	0.50	0.50
投资收益	199.14	280.03	137.98	188.11	189.39	109.16	129.45	140.23	124.73	146.42
营业利润	236.76	396.71	263.89	407.77	473.32	207.35	312.62	434.89	564.76	733.60
营业外收支净额	11.31	12.84	14.42	16.26	18.87	14.24	13.26	17.0	16.5	16.5
利润总额	248.07	409.55	278.30	424.03	492.19	221.59	325.88	451.89	581.26	750.10
所得税	46.38	71.61	33.89	55.88	71.47	28.59	47.67	76.4	114.1	150.9
实际所得税率	18.70%	17.49%	12.18%	13.18%	14.52%	12.90%	14.63%	16.90%	19.64%	20.12%
净利润	201.7	337.9	244.4	368.1	420.7	193.0	278.2	375.5	467.1	599.2
减：少数股东损益	3.10	10.54	13.75	18.60	18.48	0.33	2.64	3.10	4.00	5.50
少数股东损益比例	1.54%	3.12%	5.63%	5.05%	4.39%	0.17%	0.95%	0.83%	0.86%	0.92%
归属于母公司所有者的净利润	198.6	327.4	230.7	349.6	402.2	192.7	275.6	372.4	463.1	593.7
增长						-16.47%	-21.16%	-7.41%	24.35%	28.19%
每股收益	0.329	0.543	0.382	0.579	0.667	0.319	0.457	0.617	0.768	0.984

来源：国金证券研究所

图表2：公司三张报表摘要
损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	794	783	2,125	2,094	2,501	2,960
增长率		-1.4%	171.5%	-1.4%	19.5%	18.4%
主营业务成本	-249	-258	-329	-259	-298	-340
% 销售收入	31.3%	33.0%	15.5%	12.4%	11.9%	11.5%
毛利	545	524	1,795	1,835	2,204	2,620
% 销售收入	68.7%	67.0%	84.5%	87.6%	88.1%	88.5%
营业税金及附加	-33	-34	-111	-117	-140	-166
% 销售收入	4.1%	4.3%	5.2%	5.6%	5.6%	5.6%
营业费用	-231	-288	-1,007	-1,026	-1,168	-1,356
% 销售收入	29.1%	36.8%	47.4%	49.0%	46.7%	45.8%
管理费用	-175	-180	-380	-385	-443	-497
% 销售收入	22.1%	23.0%	17.9%	18.4%	17.7%	16.8%
息税前利润（EBIT）	107	22	297	306	453	601
% 销售收入	13.5%	2.8%	14.0%	14.6%	18.1%	20.3%
财务费用	17	14	-23	-11	-12	-14
% 销售收入	-2.2%	-1.8%	1.1%	0.5%	0.5%	0.5%
资产减值损失	0	-1	-11	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	179	294	189	140	125	146
% 税前利润	55.7%	87.7%	40.2%	31.0%	21.5%	19.5%
营业利润	303	329	452	435	565	734
营业利润率	38.2%	42.1%	21.3%	20.8%	22.6%	24.8%
营业外收支	18	6	19	17	17	17
税前利润	321	335	471	452	581	750
利润率	40.5%	42.8%	22.1%	21.6%	23.2%	25.3%
所得税	-33	-48	-71	-76	-114	-151
所得税率	10.2%	14.4%	15.2%	16.9%	19.6%	20.1%
净利润	289	287	399	376	467	599
少数股东损益	15	6	18	3	4	6
归属于母公司的净利润	273	281	381	372	463	594
净利率	34.4%	35.9%	17.9%	17.8%	18.5%	20.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	289	287	399	376	467	599
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	61	68	290	119	144	155
非经营收益	-176	-292	-176	-152	-60	-172
营运资金变动	-47	-6	131	-89	36	44
经营活动现金净流	126	56	644	254	588	626
资本开支	-38	-4	-278	359	-720	-742
投资	35	36	-21	-16	-20	-16
其他	180	160	158	140	125	146
投资活动现金净流	177	191	-140	483	-615	-611
股权募资	0	2	2	0	0	0
债权募资	-6	-6	-663	-35	-22	10
其他	-234	-219	-281	-23	-86	-26
筹资活动现金净流	-239	-222	-942	-58	-108	-16
现金净流量	64	25	-438	679	-135	-1

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	742	767	698	1,378	1,243	1,242
应收款项	59	48	76	81	93	105
存货	13	15	22	12	13	14
其他流动资产	31	19	35	29	30	31
流动资产	844	850	832	1,500	1,379	1,393
% 总资产	26.2%	17.9%	15.0%	26.0%	22.1%	20.2%
长期投资	1,861	3,420	1,779	1,795	1,814	1,830
固定资产	263	244	1,430	2,094	2,693	3,300
% 总资产	8.1%	5.1%	25.8%	36.3%	43.1%	47.9%
无形资产	254	248	1,457	331	325	320
非流动资产	2,377	3,912	4,704	4,262	4,870	5,491
% 总资产	73.8%	82.1%	85.0%	74.0%	77.9%	79.8%
资产总计	3,222	4,762	5,536	5,762	6,249	6,883
短期借款	6	2	42	2	0	0
应付款项	111	125	646	565	608	659
其他流动负债	95	90	146	184	130	259
流动负债	211	217	834	751	738	918
长期贷款	2	0	44	49	29	39
其他长期负债	181	550	302	289	342	308
负债	394	767	1,179	1,089	1,109	1,265
普通股股东权益	2,751	3,912	4,274	4,586	5,049	5,522
少数股东权益	77	83	84	87	91	96
负债股东权益合计	3,222	4,762	5,536	5,762	6,249	6,883

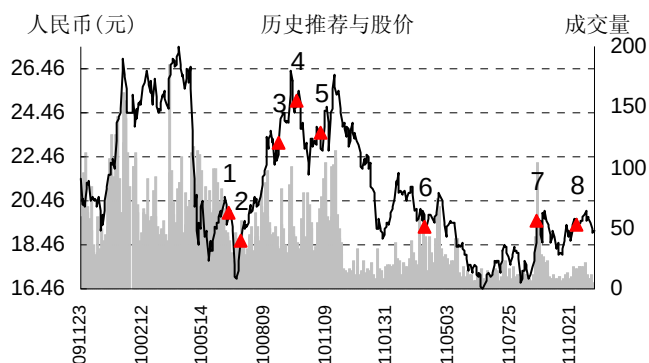
比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.453	0.466	0.631	0.617	0.768	0.984
每股净资产	4.561	6.486	7.084	7.602	8.370	9.154
每股经营现金净流	0.209	0.093	1.062	0.421	0.974	1.038
每股股利	0.350	0.360	0.380	0.100	0.000	0.200
回报率						
净资产收益率	9.93%	7.18%	8.91%	8.12%	9.17%	10.75%
总资产收益率	8.48%	5.90%	6.87%	6.46%	7.41%	8.62%
投入资本收益率	3.18%	0.42%	5.32%	5.09%	6.61%	8.06%
增长率						
主营业务收入增长率	-4.93%	-1.39%	171.49%	-1.44%	19.45%	18.36%
EBIT增长率	-16.65%	-79.15%	1232.25%	3.27%	47.73%	32.79%
净利润增长率	3.57%	2.85%	35.46%	-2.15%	24.35%	28.19%
总资产增长率	-48.55%	47.81%	16.25%	4.07%	8.46%	10.15%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16.9	14.7	5.3	6.1	5.5	5.0
存货周转天数	17.2	19.8	20.8	17.0	16.0	15.0
应付账款周转天数	81.2	76.3	236.3	400.0	390.0	380.0
固定资产周转天数	117.5	113.3	199.0	305.5	331.5	342.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-25.96%	-19.14%	-14.07%	-28.41%	-23.63%	-21.42%
EBIT利息保障倍数	-6.1	-1.6	12.7	27.1	37.1	44.5
资产负债率	12.23%	16.11%	21.30%	18.90%	17.75%	18.38%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-06-22	买入	19.97	N/A
2	2010-07-07	买入	18.70	N/A
3	2010-08-28	买入	23.14	N/A
4	2010-09-21	买入	25.04	N/A
5	2010-11-01	买入	23.60	N/A
6	2011-03-29	买入	19.31	N/A
7	2011-08-30	买入	19.54	N/A
8	2011-10-31	买入	19.42	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B