

锦江股份调研简报

公司经营稳健，股权投资收益丰厚

王鼎 酒店旅游/传媒 行业 研究员

电话: 020-87555888-627

eMail: wd@gf.com.cn

公司经营稳健，但成长能力稍显不足

酒店管理业务目前对集团内部酒店的管理收入依赖较大，与国外知名品牌相比仍存在一定差距；

酒店营运业务是公司主要利润来源。由于公司不再投资新增星级酒店，且目前公司酒店客房出租率已经处于较高水平，加之上海酒店业竞争激烈，该部分业务上升空间有限。

连锁餐饮业务是公司未来投资方向之一，除上海肯德基以外，其他业务对公司业绩贡献率较小，预计未来保持平稳增长，对公司业绩影响有限。

锦江之星业务稳健扩张，但目前经济型酒店行业竞争愈发激烈，公司与如家酒店连锁的差距有拉大的趋势。

公司财务稳健，长江证券投资收益丰厚

与同行业其他公司相比，公司财务状况良好，现金流充足，资产负债率低，在行业步入低谷期，或有更大作为。

长江证券股权投资对公司资产增厚效应明显，我们预计该项投资将为公司每股价值增加 3.59-5.98 元。

估值及评级

预计公司 2007 年-2009 年业绩为 0.39 元、0.43 元、0.47 元，我们给予公司 2008 年 35-40 倍市盈率，对应股价在 15.05-17.20 元。加上长江证券股权投资为公司带来每股 3.59-5.98 元的增加，公司合理的估值区间在 18.59-23.18 元之间，目标价位为 20.88 元。

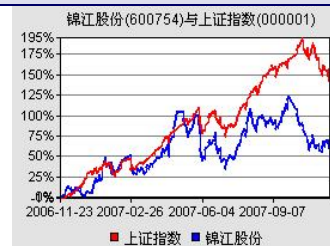
短期来看，虽然公司成长性有待加强，但是其估值在 A 股同类公司中相对偏低，而且公司经营稳健，股权投资收益丰厚。长期来看，公司充沛的现金流，较低的资产负债率为其在行业低谷期扩张做好了准备，而且存在母公司（锦江酒店 2006.HK）发行 A 股，吸收合并公司，从而获得一定溢价的可能性。综上所述，我们认为在目前市场震荡调整的情况下，公司既有较大安全边际，也有一定想象空间，给予公司“买入”评级。

公司评级



当前价格(元)	17.95
目标价格(元)	20.88
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-6.91%	-19.85%	60.16%
上证综指	-13.67%	-9.6%	141.67%

股票数据

总股本(万股)	60,324.07
流通 A 股(万股)	34,392.70
主要股东:	
上海锦江国际酒店（集团）股份有限公司	
主要股东持股比例	50.31%
流通 A 股比例	57.01%

财务比率

ROE	10.63%
ROA	8.58%
资产负债率	16.35%
每股净资产(元)	3.38

2006 年报数据。

酒店管理：利润增长点，但品牌实力尚显不足

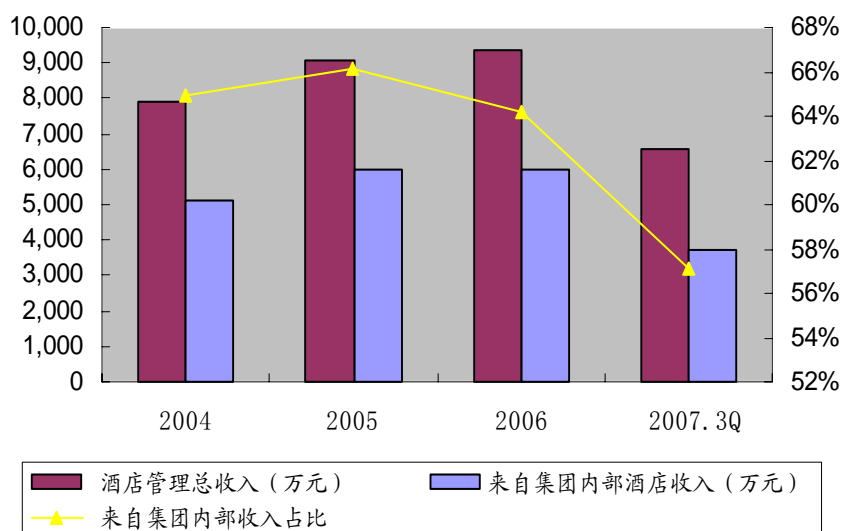
根据相关协议，公司将不再直接从事星级酒店投资业务，酒店管理业务是公司今后主要发展方向之一。截至2007年9月，公司管理星级酒店达93家。2006年该项业务对公司主营业务收入与毛利润的贡献率分别为10.1%和13.5%。

目前，该业务主要扩张方向是二、三线城市的高星级酒店。公司将借助集团公司投资的各区域的旗舰店，提高品牌知名度，获取更多高星级酒店的管理合约。公司2005年投资开发了锦江中央预定系统（Jrez），2006年收购了锦江国际管理学院，从长期来看，这两项投资，将进一步完善预定网络，提高人才培养效率，从而提升公司酒店管理水平与实力，加强公司管理合约的议价能力。

我们认为，类似于国外酒店业发展路径，随着国内酒店项目的增多，以管理输出为主的专业酒店管理公司也将逐渐成为行业发展的方向，专业酒店管理公司拥有广阔的发展前景。但目前公司的品牌实力、管理能力仍存在许多不足，主要表现在：

对集团内部酒店的管理收入依赖较大。公司管理的酒店中32.3%为集团内部酒店，历年来内部关联交易收入占60%以上（2007年由于和平饭店装修，关联交易收入占比有所降低，为57%）。这反映出该项业务很大程度上依靠集团的支持，独立扩张能力仍有待进一步加强。

图1：来自集团内部酒店的管理收入占比较高



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

与国外竞争对手相比品牌实力差距较大。目前国内酒店行业的绝大部分利润来自于高星级酒店市场。但公司在高星级酒店管理市场，尤其是一线城市，如北京、上海、广州、深圳的高星级酒店管理市场中与外资知名品牌有较大差距。锦江国际集团参股、控股的11家五星级酒店中，有6家

为国外其他酒店管理公司管理。目前正在装修改造的和平宾馆也将引入费尔蒙酒店公司共同管理。引入外资知名酒店管理品牌对公司自身的管理水平能起到提高、促进的作用，但也从一个侧面反映出公司在高星级酒店管理上能力上尚有欠缺。

目前外资酒店管理公司迅速向国内二、三线城市扩张。我们认为随着行业竞争由一线城市向二、三线城市的漫延，公司面临的压力也将越来越大。未来几年，公司管理费的收取比例很难有较大的提高，收入的增长将主要来自于管理合约的增多与被管理酒店自身业绩的提高。按照公司每年增加2000间客房的计划，我们预计该部分业务收入增速将保持在8%左右。

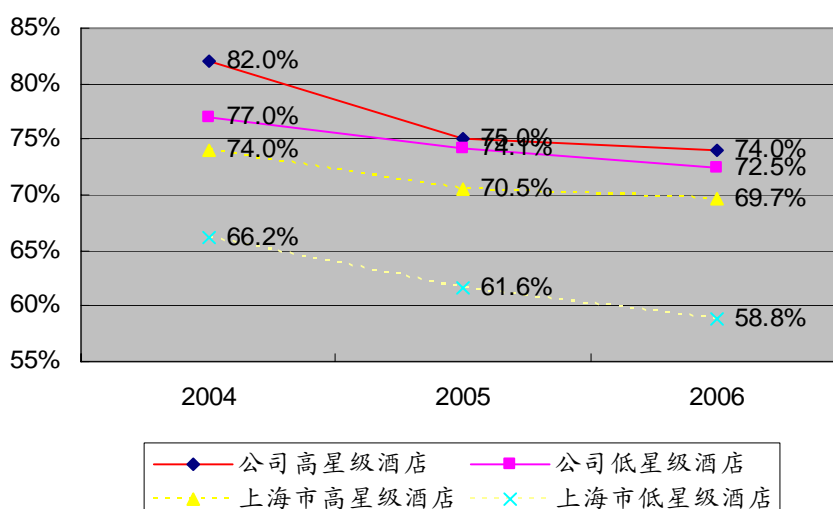
酒店营运：主要利润来源，但增长空间有限

酒店运营业务是公司收入与利润的主要来源，2006年该项业务对公司主营业务收入与毛利润的贡献率达67.1%和80.0%。公司拥有15家酒店权益，其中五星、四星、三星、二星级酒店各3家，另有3家经济型酒店，除温州王朝与新开业的武汉锦江以外，其他都集中于上海地区。

根据与母公司锦江酒店（2006.HK）的协定，公司将不再投资星级酒店业务，因此该业务今后收入的增长将只能依靠客房出租率与房价的提高。

公司酒店客房出租率已经处于较高水平，提高空间有限。公司高星级（指四、五星级，下同）酒店出租率历年保持在75%左右，而低星级（二、三星，下同）酒店稳定在70%左右，均高于上海同行业水平。由于酒店行业存在淡旺季，且每年正常的修缮部分客房不能营业等原因，全年客房出租率保持在80%以上就是一个很高的水平，因此我们认为出租率提升空间有限。

图2：2004年-2006年公司酒店客房出租率比较



数据来源：公司公告、上海市旅游局、广发证券发展研究中心

上海酒店市场竞争激烈，房价提升空间较小。由于2010年世博会的影响，据估计，未来三年上海将新增约11500间高星级酒店客房，相比于2005年上海高星级酒店客房总数26221间的规模，增长率接近50%。短时间客房供应量的大量增加必将导致行业竞争加剧，使开房率与房价提升更加困难。这也是近年来上海平均房价、出租率逐年走低的原因。

综合以上原因，我们认为酒店营运业务将保持平稳增长，增长空间有限。我们预计该项业务2008年，2009年增速分别为12%和8%。

连锁餐饮：公司投资方向，业绩平稳增长

连锁餐饮业是公司今后几年主要投资方向，公司也有意向通过合作的方式，继续引入新的外资连锁餐饮品牌。由于大部分连锁餐饮品牌是参股，因此除锦庐外的餐饮业务盈利都在投资收益项体现。

肯德基业务保持较快增长。公司该项业务收入增幅的主要来源为参股49%的上海肯德基。上海肯德基合同2009年到期，由于双方合作愉快，续签合同没有悬念，但除苏州、无锡、杭州肯德基分别参股8%的业务外，公司与肯德基再行合作的可能性很小，因此收入的增长也只限于现有业务规模的扩大。近三年上海肯德基复合增长率为12.7%，我们预计今后两年仍将保持13%左右的增速。

锦庐是公司2006年6月开始营运的高档餐饮品牌，目前只有2家，分别在锦江饭店与武汉锦江大酒店。公司表示将根据具体情况，逐步增加该品牌餐厅的数量。目前该品牌尚处于起步阶段，前期投入较大，对公司业绩的增长有限，预计2007年仍维持亏损状态，2008年才可能出现盈利。

静安面包房与新亚富丽华历年的利润稳定，分别保持在650万与350万左右。静安面包房门店数量扩张较快，保持在20%左右，我们预计随着新开门店逐渐进入成熟期，从2008年开始这部分收益将保持在每年20%的增速。

新亚大家乐与吉野家经过近几年的调整与扩张，亏损额度逐年递减。截至2007年6月，新亚大家乐亏损195万，与上年同期相比减亏662万，预计今年能扭亏为盈。吉野家门店数由去年的8家，增加到今年3季度的12家，由于今年新开门店较多，前期投入大，今年仍将维持微亏状态，我们预计2008年开始，随着门店逐步成熟，这部分收益将保持15%的年增速。

总体而言，餐饮业务将保持平稳增长，但由于基数较小，对公司业绩影响有限。

锦江之星：业务稳健扩张，竞争环境日益激烈

锦江之星是中国最早的经济型酒店，目前公司拥有锦江之星20%的股权。从2003年到2007年3季度，锦江之星酒店数量的年复合增长率达到69.6%，目前已达248家（含筹建中酒店）。2004年-2006年由于开店速度较快，新店需要一定的培育期等原因，平均客房收入（RevPAR）从2004年的155元下滑到2006年的144元。

经过四年的飞速扩张，经济型酒店已经从自建、租赁经营为主的“自由扩张阶段”进入收购、兼并风起云涌的“重组整合阶段”，行业竞争格局初步显现，行业竞争愈加激烈。

行业竞争激烈，成本迅速升高。由于众多新兴品牌的涌现，加之房地产价格飞升，占据经济型酒店核心成本的物业租赁费大幅上涨，据估计，一线城市对比三年前物业成本已上涨100%以上。

与如家酒店连锁差距或有拉大的趋势。近几年，如家酒店规模增长极其迅速，在2007年10月22日收购另一家经济型酒店品牌“七斗星”之后，已开业酒店数达224家，客房达27830间，稳居规模第一。如家不仅在扩张速度上高于锦江之星，单店盈利水平上也相对较好，从2004年-2006年RevPAR一直高于锦江之星。

由于公司体制及文化等原因，锦江之星对中层管理人员，尤其是店长的激励不够，因此在整个行业高速扩张的背景下，很难招到合适的人员。目前看来，锦江之星的先发优势已经所剩不多，公司要在后续的竞争中保持并扩大市场份额，并最终胜出存在较大不确定性。

图3: 锦江之星和如家RevPAR比较

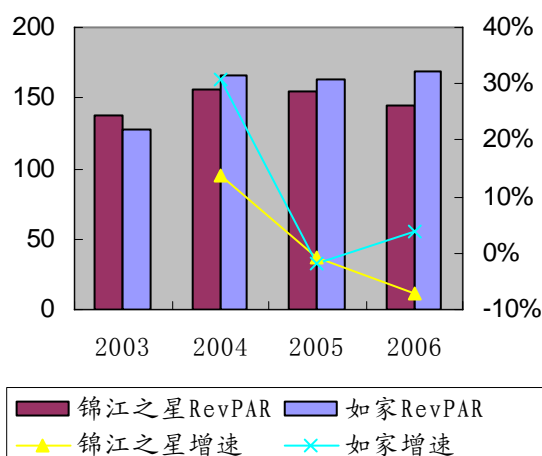
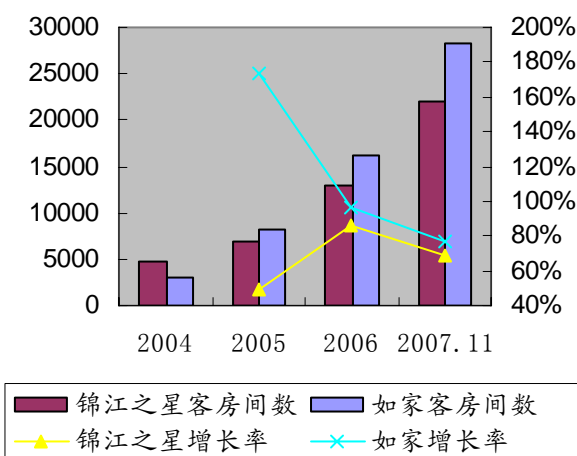


图4: 锦江之星和如家客房增长情况比较



数据来源：公司公告、中国经济型酒店网、广发证券发展研究中心

根据集团计划，到2010年锦江之星酒店数量将达600家，其中品牌加盟占70%。我们预计，从2007到2010年三年中，酒店规模将保持每年新增110家的速度，锦江之星的收入与营业利润的复合增长率将保持在25%左右。

表 1: 锦江之星业绩预测

	2006	2007E	2008E	2009E	2010E
酒店数量（家）	181	265	370	489	600
入住率	74%	74%	80%	75%	82%
平均房价（元）	194	194	200	200	200
收入(百万元)	430.30	516.36	671.27	738.39	996.83
营业利润（百万元）	44.90	52.98	67.82	74.60	100.71

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司财务稳健，长江证券投资收益丰厚

公司财务状况良好，现金流充足，在行业步入低谷期，或有更大作为。历年来公司营运资金一直保持在5亿左右，根据2006年年报，公司流动比率、速动比率分别为2.95与2.90，资产负债率仅为10.01%，大大优于同业平均水平。酒店业是一个周期性较强的行业，我们认为公司稳健的经营作风，良好的财务状况，将保证公司顺利度过行业低谷期，并获得收购兼并其他项目，扩大公司规模的机会。

表 2：A 股酒店类上市公司偿债能力指标比较

	流动比率（倍）	速动比率（倍）	资产负债率（%）
锦江股份	2.95	2.90	10.01
新都酒店	0.34	0.33	39.50
华天酒店	0.89	0.81	60.57
东方宾馆	0.40	0.38	29.63
万好万家	0.99	0.16	66.67
金陵饭店	3.06	2.91	15.37
行业均值	1.24	0.87	36.15
行业中值	0.99	0.81	39.50

数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

长江证券增值效应明显

截至2007年9月30日，公司投资于其他上市、非上市公司股权1.71亿元，占股东权益的8.1%，目前来看这部分投资收益丰厚，尤其是对长江证券的投资，对公司资产增厚效果明显。根据下表中相关假设，我们预计该项投资将为公司每股价值增加3.59-5.98元。

表 3：对所持长江证券股份假设及估值预测

长江证券总股本（百万股）	1674.54
公司所持股份（百万股）	100.64
所持股份占比	6.01%
长江证券 2007 年预计净利润（百万元）	2400.00
长江证券每股收益(元)	1.43
长江证券预计市盈率（倍）	15—25
长江证券股价（元）	21.50 —35.83
公司所持股份价值（百万元）	2163.60—3606.00
对公司每股增厚（元）	3.59 —5.98

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

盈利预测与评级

业绩预测及主要假设

- 1、假设酒店管理业务每年增加2000间，管理费收取比例保持不变。预计2008年、2009年酒店管理业务保持每年8%左右的增长率；
- 2、假设锦庐餐厅2008年、2009年每年增加一间，连锁餐饮业务收入保持50%的增速；
- 3、假设上海酒店业保持平稳增长，预计2008年、2009年公司酒店运营业务增速为12%和8%；
- 4、预计贸易及其他业务收入年增长率保持在16%；
- 5、假设公司综合毛利率保持不变；
- 6、假设2007年—2009年公司所得税税率分别为15%、18%、20%。

表 4：主营业务收入预测(单位：百万元)

	2006	2007E	2008E	2009E
酒店管理业务	93.57	91.70	100.87	105.91
酒店营运业务	623.29	685.62	767.89	829.32
连锁餐饮业务	49.21	88.58	132.87	186.01
贸易及其他业务	163.44	189.59	219.92	255.11
合计	929.51	1055.49	1221.55	1376.36

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 5：利润表 (单位：百万元)

	2006	2007E	2008E	2009E
一、主营业务收入	929.51	1055.49	1221.55	1375.36
主营业务成本	252.85	290.89	336.55	378.96
主营业务税金及附加	39.21	44.55	51.54	58.04
二、主营业务利润	637.45	720.50	833.61	938.65
其他业务利润	8.27	8.27	8.27	8.27
存货跌价损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营业费用	290.51	330.02	381.83	429.94
管理费用	206.77	242.86	266.04	299.57
财务费用	-3.21	-3.00	-3.00	-3.00
三、营业利润	151.65	158.89	197.01	220.41
投资收益	109.23	131.08	146.81	158.55
补贴收入	0.98	0.98	0.98	0.98
营业外收入	12.42	14.29	14.29	14.29
营业外支出	11.37	10.26	10.26	10.26
营业外收支净额	1.05	4.03	4.03	4.03
四、利润总额	262.92	294.98	348.83	383.98
所得税	33.43	44.25	62.79	76.80
少数股东损益	12.69	18.35	21.70	23.89
五、净利润	216.79	232.38	264.34	283.29
每股收益	0.36	0.39	0.43	0.47

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

估值分析及评级

我们预计2007年-2009年业绩分别为0.39元、0.43元、0.47元，参考母公司锦江酒店及A股市场估值水平，出于谨慎原则给予公司2008年35-40倍市盈率，对应股价在15.05-17.20元。加上长江证券股权投资为公司带来每股3.59-5.98元的增加，公司合理的估值区间在18.59-23.18元之间，目标价位为20.88元。

短期来看，虽然公司成长性有待加强，但是其估值在A股同类公司中相对偏低，而且公司经营稳健，股权投资收益丰厚。长期来看，公司充沛的现金流，较低的资产负债率为公司在行业低谷期扩张做好了准备。而且存在母公司（锦江酒店2006.HK）发A股，吸收合并公司的可能性。因此我们认为，在目前市场震荡调整的情况下，公司是较为安全的投资品种，给予公司“买入”评级。

表 6：主要相关公司估值比较

证券代码	证券简称	PE		PEG	PB	ROE(%)
		2007E	2008E	2007E		
600576	万好万家	57.1	50.6	0.1	5.2	1.5
601007	金陵饭店	55.1	42.8	2.0	3.7	11.8
2006.HK	锦江酒店	38.8	30.7	1.1	2.9	11.9

数据来源：wind资讯、bloomberg资讯、广发证券发展研究中心

附表:

资产负债表 (单位: 百万元)				
	2006	2007E	2008E	2009E
货币资金	695.9	889.7	1201.0	1531.8
应收款项	68.9	72.6	78.8	84.6
存货	14.2	16.3	18.9	21.3
其他流动资产	2.2	2.5	2.8	3.2
流动资产	781.1	981.1	1301.6	1639.8
长期资产	1712	1705	1698	1691
资产总计	2493	2686	3000	3331
短期贷款	74	0	0	0
应付款项	255	264	294	320
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债	329	264	294	320
长期负债	84.2	57.5	57.5	57.5
负债	413	322	351	378
少数股东权益	74.5	92.9	114.4	138.2
负债股东权益合计	2527	2686	3000	3331

利润表 (单位: 百万元)				
	2006	2007E	2008E	2009E
一、主营业务收入	930	1056	1222	1376
主营业务成本	252.9	290.9	336.6	379.0
主营业务税金及附加	39.2	44.5	51.5	58.0
二、主营业务利润	637	720	834	939
其他业务利润	8.3	8.3	8.3	8.3
存货跌价损失	0.0	0.0	0.0	0.0
营业费用	291	330	382	430
管理费用	207	243	266	300
财务费用	-3.2	-3.0	-3.0	-3.0
三、营业利润	151.7	158.9	197.0	220.4
投资收益	109.2	131.1	144.2	155.7
补贴收入	1.0	1.0	1.0	1.0
营业外收入	12.4	14.3	14.3	14.3
营业外支出	11.4	10.3	10.3	10.3
营业外收支净额	1.1	4.0	4.0	4.0
四、利润总额	262.9	295.0	346.2	381.1
所得税	33.4	44.2	62.3	76.2
少数股东损益	12.7	18.4	21.5	23.7
五、净利润	216.8	232.4	262.4	281.2
每股收益	0.36	0.39	0.43	0.47

财务比例分析				
获利能力指标	2006	2007E	2008E	2009E
EBITDA	239	313	364	398
EBIT	260	292	343	378
净资产收益率	3%	3%	3%	3%
总资产报酬率	2%	2%	2%	2%
主营业务利润率	69%	68%	68%	68%
期间费用率	53%	54%	53%	53%
营业费用率	31%	31%	31%	31%
管理费用率	22%	23%	22%	22%
财务费用率	0%	0%	0%	0%
成长能力指标				
每股收益增长率	13%	7%	13%	7%
总资产增长率	3%	8%	12%	11%
净资产增长率	3%	11%	12%	11%
主营收入增长率	3%	14%	16%	13%
EBIT 增长率	10%	12%	18%	10%
净利润增长率	13%	7%	13%	7%

偿债能力指标				
流动比率	237%	371%	443%	512%
速动比率	233%	365%	437%	505%
资产负债率	16%	12%	12%	11%
营运资金(百万元)	452	717	1008	1320
营运能力指标				
存货周转率	15	19	19	19
应收账款周转率	31	31	31	31
固定资产周转率	128%	139%	160%	180%
净资产周转率	46%	49%	51%	51%
总资产周转率	37%	41%	43%	43%

现金流量表 (单位: 百万元)				
	2006	2007E	2008E	2009E
经营活动现金流	206.7	543.4	599.5	641.4
投资活动现金流	-56.6	105.9	115.5	127.1
筹资活动现金流	-178	-452	-404	-439

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

锦江股份(600754)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。