

酒店 III



刘璐丹

餐饮旅游行业研究员

021-3856 5944

锦江股份 (600754)

09 有保障, 10 大增长

推荐 (维持)

市场数据

报告日期	2009-2-12
收盘价(元)	13.17
52周最高/最低(元)	20.83/6.96
总股本(百万股)	603.24
流通股本(百万股)	603.24
总市值(百万元)	7944.68
流通市值(百万元)	7944.68
每股净资产(元)	8.37

股价走势



相关报告

调研信息速递:

- 上海高星级酒店 1 月份出租率创历史新低, 公司酒店营运业务 09 年压力较大。

供给增加过快, 入境游客大幅减少, 加之经济形势不佳, 上海市高星级酒店市场在上半年均面临巨大经营压力。锦江股份旗下高星级酒店 1 月份出租率在 30% ~ 40%。而入境游客占比达到 6 成左右的锦江洲际酒店、扬子江万丽酒店所受影响最重。

但我们认为, 高星级酒店的入住率并不具备很明显的连续性, 09 年全年的形势很难通过 1 月份的数据作出判定, 后续仍要密切跟踪。预计 4 月份以后, 随宏观经济状况好转、尤其是商务旅游旺季到来, 高星级酒店有望走出极低的出租率。

而在目前的困境之下, 部分外资品牌已经采取长时间轮休等方式降低运营成本; 预计锦江也将采取措施, 例如在出租率无望回升时期, 关闭部分楼层。且自 05 年起, 国有企业员工年均工资增加幅度在 9% 左右, 而 09 年应不会再增长, 酒店营运的成本费用额将有所下降。

公司于 09 年 2 月公告, 将现持有的上海中亚饭店 45% 股权于上海联合产权交易所挂牌交易, 以资产评估值为基础, 挂牌价格为人民币 11982 万元。目前已经有业主与锦江股份的管理层有接触。预计此次转让将在 5 月份有结果; 转让完成后, 将大幅增加一次性的股权转让收益, 预计贡献当期每股收益 0.12~0.15 元。

- 截至 08 年底, 酒店管理公司签约 99 家酒店。下半年签约酒店总数未能实现增长。08 年较 07 年整体新增管理酒店 4 家。

下半年签约酒店总数未能实现增长的主要原因是, 数家原已签约酒店在合同到期后, 由于物业等因素, 未再续约; 导致数据上增减相抵。

目前酒店管理公司管理的集团酒店约为 28 家, 另外 71 家为第三方酒店。我们发现, 集团酒店店均贡献 150 ~ 200 万左右的管理费收入, 而第三方酒店店均管理费贡献为 50 ~ 80 万; 二者差距较大的可能原因包括: 1、集团方酒店大多已经进入成熟期, 收入和 GOP 相对丰厚, 而第三方酒店有部分仍在培育期; 2、集团方酒店集中在上海、北京等房价和 RevPAR 水平较高的区域, 而第三方酒店所在区域 RevPAR 和酒店规模总体而言都小一些。

锦江酒店管理公司的管理费收取方式为: 年管理费 = 收入 × 2% (基本

管理费) + $GOP \times 2 - 4\%$ (奖励管理费)

09 年整体星级酒店市场景气度较低, 将影响酒店的营收状况。因此酒店管理公司的收入也会受到负面影响。但 07~08 年新开业的酒店营收仍有望增长, 能一定程度抵消市场不景气的影响。

在拓展酒店管理合同方面, 预计酒店管理公司仍将维持年均 5~10 家的增长速度。但是在外资品牌的竞争、酒店业主方经营压力加大的行业情况下, 预计业务拓展的难度也会随之加大。

- **上海肯德基: 百胜餐饮已于 08 年将品牌使用费/收入的比例提高了 1%, 此举将降低上海肯德基的净利率约 0.75 个百分点。**上海肯德基的续约谈判可能将在 09 年 3~4 月份进行, 大幅降低股权比例的可能性不大。我们测算, 即使锦江股份的股权比例由目前的 49% 大幅降低至 35%, 对公司 2010 年全年的每股收益影响约为 -0.02 元, 不会很大程度拖累业绩。

上海地区肯德基门店未来将随城市建设的外延、地铁线路的铺设而自然增长, 预计保持 07~08 年年均 20 家的增长速度。

- **2009~2011 年, 苏锡杭三地肯德基净利润仍有望维持 20~30% 的增长。**截至 08 年三季末, 三地肯德基的门店数量分别为: 杭州肯德基 236 家、无锡肯德基 64 家、苏州肯德基 98 家。无锡、苏州的门店数量还不多, 仍有保持现有增长速度, 杭州肯德基还有在浙江省内其他城市扩张的潜力。预计三地肯德基未来 3 年内仍维持 20~30% 的净利增长。
- **肯德基将更多倚重通过新品开发来应对麦当劳降价的影响。**2 月份麦当劳套餐大幅降价, 部分产品的价格已经“回到十年前”。调研得知, 目前肯德基中国还没有打算同样大幅降价来应对竞争, 肯德基中国将尽量发挥自身的新品研发能力, 通过推出新品来避免同质竞争。但我们认为, 对于西式快餐而言, 消费者的价格弹性还是很高的, 肯德基未来仍有降价应对麦当劳特价套餐的可能。
- **在公司投资、自营的其他餐饮品牌中,**新亚食品厂 (100% 权益)、新亚富丽华 (41% 权益)、静安面包房 (30% 权益) 三个品牌的业绩与往年基本持平; 而定位高端沪菜的 2 家“锦庐”餐厅 (锦江同乐餐饮投资, 51% 权益), 则受到经济的较大影响, 08 年全年有小幅亏损; 而吉野家 (40%) 上海的经营情况逐渐转好, 经营期超过一年的门店基本均实现盈利, 09 年吉野家将加大开店速度。
- 受让天亨中国 25% “新亚大家乐”的股权、并转让出 6 家大家乐门店后, 公司将持有 75% 股权, 单独经营新亚大包品牌。“新亚大包”和“大家乐”两个品牌 07 年共计盈利 6 万、08 年上半年亏损 280 万, 而新亚大包品牌自身是盈利的。分开经营后, 预计新亚大包利润将保持稳定。
- **在酒店、餐饮业务在 2009 年的增长压力均较大的情况下, 公司持有的法人股将是保证 09 年业绩的坚强后盾。**公司 09 年初仍持有全聚德、同达创业、豫园商城、交行等已解禁的股票, 我们根据近期均价进行测算, 这部分股权目前即可贡献 3800 万投资收益, 折合每股收益为 0.06 元。此外, 公司以 1.46 元/股成本持有的 10063.75 万股的长江证券 (2010 年 12 月 27 日到期), 以及 1108 万股申万证券。

- 我们认为，尽管 09 年酒店营运、餐饮等经营性业务的压力较大，但通过减持法人股、资产转让等，09 年全年业绩仍将稳定。经营业务的拐点将在 2010 年出现。
- 2010 年锦江股份的主营业务有诸多亮点：
 - 1、世博年期间，高星级酒店出租率将回复历史较高水平，较之 09 年的低点，更是呈现同比大幅反弹之势。由于费用相对固定，我们预计高星级酒店营运业务的净利润将较出租率有更大幅度的增长；
 - 2、公司餐饮品牌定位广泛，低端品牌新亚大包、中档品牌肯德基和吉野家、高端沪菜品牌“庐锦”餐厅都将受益于世博年游客总量的增加；
 - 3、酒店管理业务即使外延扩张压力大，随已签约酒店的陆续开业，以及 2010 年高星级酒店行业的景气度逐步恢复，也有望较 08、09 年业绩较大幅提升。
 - 4、公司还持有的 1 亿股长江证券（持股比例为 5.9%，2010 年 12 月解禁）、1108 万股申万长江证券 1 月 21 日公布业绩预告，08 年预计实现净利润 7 亿元；根据兴业金融研究团队预测，2009 年券商整体利润水平将与 2008 年基本持平。因此，我们认为无论从小非抛售，还是获取分红的角度来看，锦江股份持有的券商股都将在 2010 年贡献较丰厚的收益。
- 预计公司 2008 年每股收益为 0.45 元，考虑证券投资收益，2009 年业绩将基本持平或略有增长，为 0.48 元；2010 年经营性业务景气度大幅回升，业绩体现出较好的弹性，暂不考虑券商股分红因素，主营对应的每股收益可达 0.65 元。我们认为 2010 年的业绩反弹值得期待，维持“推荐”评级。

●

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京、广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。