

刘璐丹

餐饮旅游行业研究员

021-3856 5944

锦江股份 (600754)**安全边际明确的世博增长股****推荐 (维持)****市场数据**

报告日期	2009-3-31
收盘价(元)	13.83
52周最高/最低(元)	16.00/6.96
总股本(百万股)	603.24
流通股股本(百万股)	603.24
总市值(百万元)	8342.82
流通市值(百万元)	8342.82
每股净资产(元)	5.57

主要财务指标

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	2009 中报
营业收入(百万元)	835	777	812	906	386.667
同比增长(%)	7.4%	-7.0%	4.5%	11.6%	-3.70%
净利润(百万元)	264	270	391	339	253.361
同比增长(%)	21.2%	2.3%	44.9%	-13.2%	53.97%
毛利率(%)	69.5%	69.1%	70.0%	70.8%	69.57%
净利润率(%)	31.6%	34.7%	48.2%	37.4%	65.52%
每股收益(元)	0.44	0.45	0.65	0.56	0.42
每股经营现金流(元)	0.32	0.23	0.18	0.10	0.20

股价走势**相关报告**

《法人股是 09 年业绩的保证》
2009-2-13

投资要点

- 预计 08~10 年每股收益分别为 0.45 元、0.65 元、0.56 元。扣除 09 年的非经常性因素后，09~10 年每股收益分别为 0.40 元、0.56 元；将业务进行分拆估值，我们预计公司合理价格区间在 14~18 元。
- 高星级酒店净利润弹性较大、上海肯德基股权比例降低的不确定性因素消除，2010 年高星级酒店市场回暖、以及世博会给公司酒店运营、餐饮投资等业务带来实质利好，令世博当年经营性业务净利润同比增速达到 40% 以上。
- 09 年“业绩稳定器”带来弱市增长：中亚饭店与上海肯德基股权转让将贡献 1.5 亿元一次性股权转让收益，折合 09 年每股收益 0.25 元。在 09 年旅游主业景气度低迷、其他投资收益同比下降（08 年获长江证券 5032 万现金分红）的背景下，大额股权转让收益将避免业绩的大幅波动，带来弱市增长。
- 公司业绩既可明确受益世博，又具备 A/B 股整合预期等催化剂因素，是具有明确安全边际的较为理想的世博概念股。目前股价对应 09 年动态 PE 为 21 倍。长、短期均给予“推荐”评级。
- 风险提示：世博会参会人数远低于预期；09 年宏观经济加速下滑，高星级酒店市场未能如期回暖；战争、疫病等旅游行业系统性风险。

目 录

投资概要	- 4 -
1、公司基本情况	- 5 -
2、业务构成：投资业务利润占比大	- 6 -
3、酒店运营：09 年上半年开始回暖，整体受益世博	- 8 -
4、酒店管理业务：平稳增长	- 15 -
5、餐饮业务：不确定性消除，持续增长	- 17 -
6、锦江之星稳健扩张，投资收益逐步提升	- 20 -
7、可供出售金融资产增厚每股价值约 2.8 元	- 22 -
8、09 年大额股权转让收益将成为业绩稳定器	- 23 -
9、安全边际明确、理想的世博概念股，目标价 18 元.....	- 23 -

图表目录

图 1、锦江股份股权结构	- 6 -
图 2、主营业务构成	- 7 -
图 3、07A/08H 收入结构	- 7 -
图 4、07A/08H 净利润构成	- 7 -
图 5、2004~2008 锦江股份与上海市的高星级酒店入住率波动	- 9 -
图 6、酒店营运业务:锦江股份星级酒店优于上海市平均水平	- 9 -
图 7、锦江股份旗下酒店 2 月份 RevPAR 降幅收窄	- 9 -
图 8、3 月份上海市星级酒店单日入住率跟踪	- 10 -
图 9、世博会前高星级酒店市场扩容状况	- 10 -
表 8、武汉锦江的盈利预测	- 13 -
图 10、2009、2010 年两年内收入增速持续提高	- 14 -
图 11、第三方酒店贡献的管理收入占比缓步提升	- 16 -
图 12、肯德基投资收益近年增长情况与利润占比	- 18 -
图 13、锦江之星门店增速低于其他品牌	- 21 -
图 14、2008~2010 年锦江之星开业直营店、加盟店数量对比	- 21 -
表 1:锦江国际(集团)旗下主要子公司、业务一览	- 5 -
表 2:2008Q3 公司主要股东情况	- 6 -
表 3:上海 09 年主要大型会议	- 8 -
表 4:以官方预计的 7000 万参观人次为基准预测	- 11 -
表 5:以 8500 万参观人次为基准预测	- 12 -
表 6:考察人均客房量-游客人次增长 VS 高星级酒店客房数增长	- 12 -
表 7:锦江汤臣、扬子江万丽酒店盈利预测	- 13 -
表 10:锦江酒店管理业务的 5 个事业部	- 15 -
表 11:国际著名酒店管理品牌 08 年扩张情况	- 15 -
表 12:酒店管理业务预测	- 16 -
表 13:近两年即将开业的酒店、预计开业时间	- 16 -
表 14:餐饮业务构成	- 17 -
表 15:四地肯德基投资收益预测	- 18 -
表 16:上海 KFC 权益比例降低对业绩的影响讨论	- 19 -
表 17:其他餐饮品牌盈利预测	- 20 -
表 18:锦江之星投资收益预测	- 21 -
表 19:公司持有可供出售金融资产价值测算	- 22 -
表 20:近年股权转让收益明细	- 23 -
表 21:自营业务盈利预测	- 24 -
表 22:投资业务盈利预测	- 24 -
表 23:分业务 PE 估值结果	- 25 -
附表:国际酒店集团概况	- 26 -
附表	- 27 -

投资概要

1、估值及投资建议

- 考虑投资者估值习惯，我们分拆公司酒店营运、酒店管理、餐饮投资（肯德基投资与中餐品牌投资）、经济型酒店投资四块业务，分别进行 PE 估值；同时将公司所持有的大额金融资产进行市值法估值。公司各业务合计价格在 15.7~16.8 元之间；上下浮动 10%，我们认为公司合理价格区间在 14~18 元。
- 预计 08~10 年每股收益分别为 0.45 元、0.65 元、0.56 元。扣除 09 年的非经常性因素后，09~10 年每股收益分别为 0.40 元、0.56 元；2010 年高星级酒店市场回暖、以及世博会给公司各项业务带来实质利好，令当年经营性业务净利润同比增速达到 40% 以上。
- 我们认为，锦江股份短期内业绩既可明确受益世博，又具备 A/B 股整合预期等催化剂因素，是具有明确安全边际的较为理想的世博概念股。目前股价对应 09 年动态 PE 为 21 倍。长、短期均给予“推荐”评级。

2、关键假设

- 2009 年上海市高星级酒店平均入住率将较 08 年有明显回升；
- 通过对 06~10 年上海市高星级酒店市场增量、世博期间游客人数的对比，我们认为 2010 年世博会期间上海高星级酒店市场供需将基本平衡；
- 中亚饭店、上海肯德基股权转让于上半年全部完成。

3、股价表现催化剂

- 在大额股权转让收益的支撑下，一季度、半期净利润同比大幅增长；
- 锦江股份 A、B 股整合加速；
- 长三角区域旅游刺激计划出台。

4、风险提示

- 世博会参会人数远低于预期；
- 09 年宏观经济加速下滑，高星级酒店市场未能如期回暖；
- 禽流感等疫情将对公司餐饮、酒店业务带来极大负面影响；
- 战争、疫病等旅游行业系统性风险。

1、公司基本情况

➤ 集团概况：上海锦江集团是上海市旅游产业的主要资产平台。

我们根据集团网站资料，集团旗下公司按主业经营内容划分为三类：

以酒店为主业的锦江酒店（H股）、锦江股份（A/B股）；

以运输为主业的锦江投资公司（A/B股）；

以旅行社为主业的锦江国际旅游（锦旅B股）。

此外，集团还分别以“锦江地产”和“锦江金融”为载体，进行房地产和金融投资。

表 1: 锦江国际（集团）旗下主要子公司、业务一览

	旗下主要子公司	集团持股比例	主营业务
锦江国际（集团）有限公司	锦江酒店 （H股、A/B股上市公司）	50.31%	酒店营运 酒店管理 餐饮投资
	锦江投资 （A、B股上市公司）	38.54%	客运服务：“锦江汽车” 现代物流：“锦海捷亚” 物流仓储：10座冷库
	锦江国际旅游 （锦旅B股）	50.21%	“上海国旅”、“上海锦旅”、 “上海旅行社”等5家国际、国内旅行社
	锦江地产	不祥	地产开发：锦馨苑、锦杨苑、里昂花园等项目 主题游乐园：锦江花园 锦江国际购物中心 物业管理：锦江物业管理公司
	锦江金融	不祥	为集团及成员单位提供金融服务、 管理金融类股权，受托对集团旗下三家上市公司进行股权管理： 锦江集团财务有线责任公司

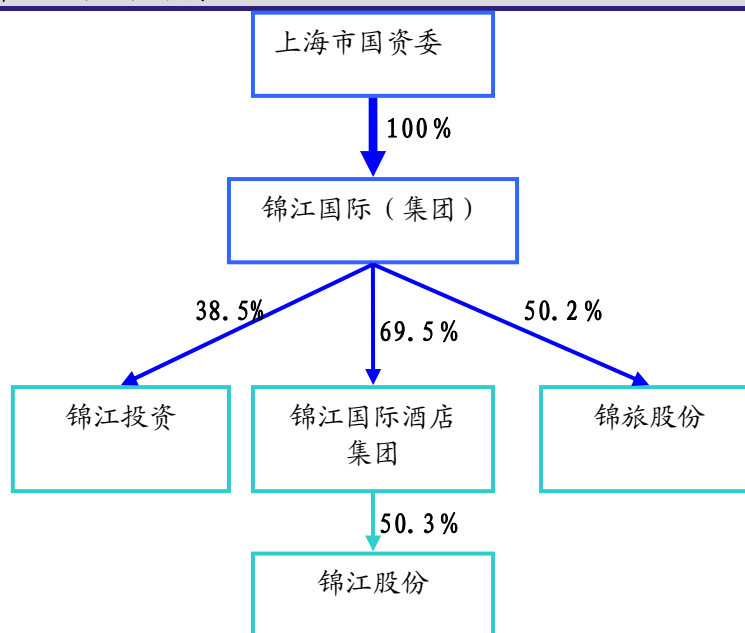
资料来源：集团网站、兴业证券整理

锦江酒店集团是锦江股份的第一大股东。集团于2006年12月15日在香港主板上市。

锦江酒店（H股）、锦江股份（A/B股）是锦江集团酒店资产的主要载体；2007年，以客房量计算，锦江酒店及其附属公司获国际酒店和餐厅协会出版的《HOTELS Magazine》评为全球酒店企业第17位；“锦江酒店”于二零零六年获TTG系列杂志选举为“最佳本土酒店集团”。

➤ 锦江股份股权结构：

图 1、锦江股份股权结构



数据来源：公司网站、兴业证券研发中心整理

表 2:2008Q3 公司主要股东情况

股东	股份数（万股）	持股比例	流通与否
上海锦江国际酒店（集团）	30346.58	50.31%	22837 万股将于 2009 年 1 月 23 日流通； 其余股份已于 08 年 1 月流通； 为维持国有控股地位，集团无出售计划。
集团以外的机构投资者	2836.40	4.70%	全流通
其他投资者	27141.09	44.99%	全流通
合计	60324.07	100%	

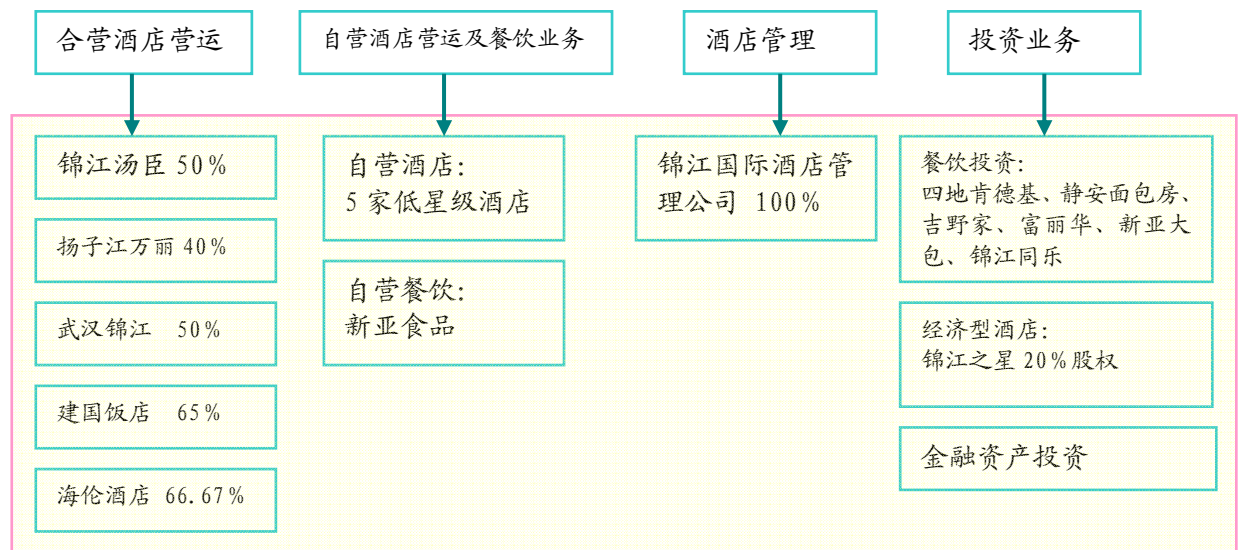
资料来源：公司公告、兴业研发整理

锦江国际酒店集团持有公司 50% 的股份，这部分股份于 09 年初已全流通。由于酒店在香港整体上市的部分包括了 A 股上市公司的业务，且要考虑维持 A 股上市公司得国有控股地位，集团不会抛售已流通股份。锦江股份的股权结构较稳定。

2、业务构成：投资业务利润占比大

我们将公司主业拆分为四个部分：合营酒店营运、自营酒店及餐饮、酒店管理业务、投资业务。其中投资业务在 08 年中期贡献了 49% 的净利润，我们又将投资业务拆分为餐饮业务投资、经济型酒店投资、金融资产投资三块。

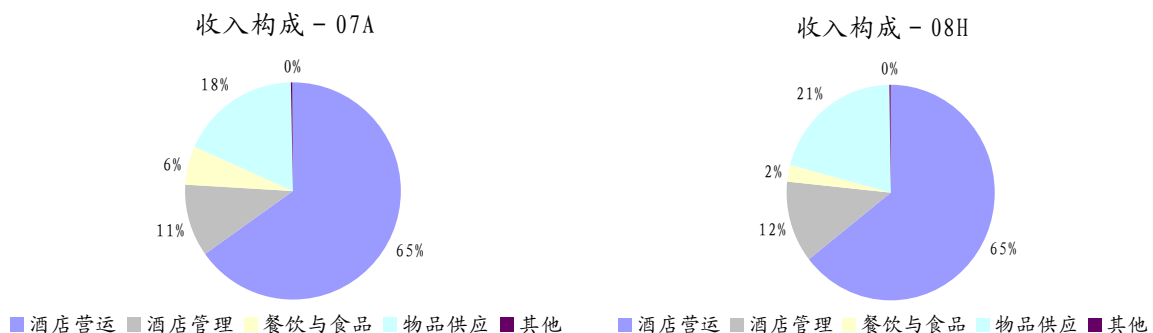
图 2、主营业务构成



数据来源：兴业证券研发中心

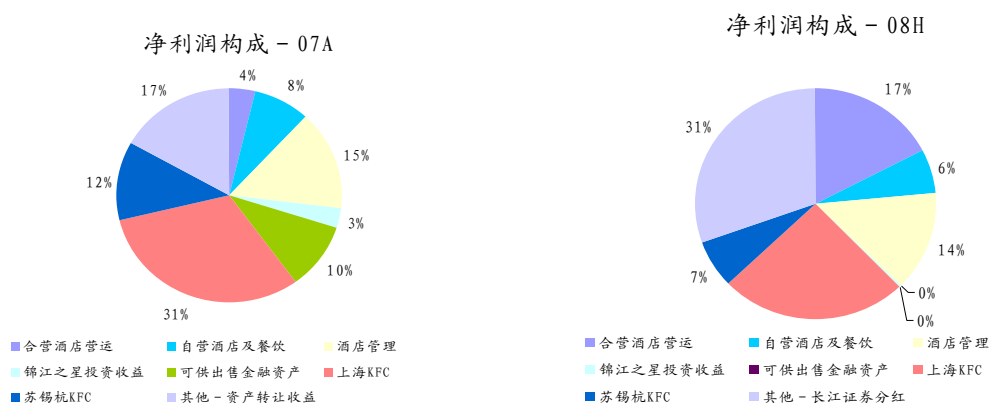
从公司 07A、08H 权益净利润的构成可见，合营酒店、四地肯德基投资收益等投资业务是公司利润的重要组成部分。

图 3、07A/08H 收入结构



数据来源：兴业证券研发中心

图 4、07A/08H 净利润构成



数据来源：兴业证券研发中心

由最近两个时间段的收入、净利结构可见，投资收益对锦江股份的当期收益有较大影响。

除四地肯德基投资以外,可供出售金融资产投资收益、长江证券分红等在最近两期的净利润构成中均有较大占比。

3、酒店运营: 09 年上半年开始回暖, 整体受益世博

我们跟踪 3 月份的日均入住率变动,可以发现,经济对酒店行业的负面影响仍存在,但全市星级酒店入住率降幅受窄的趋势也很明显。09 年是上海会展大年,伴随 3、4 月份大型会议的陆续展开,预计入住率同比止跌的拐点将在 4~5 月份出现。

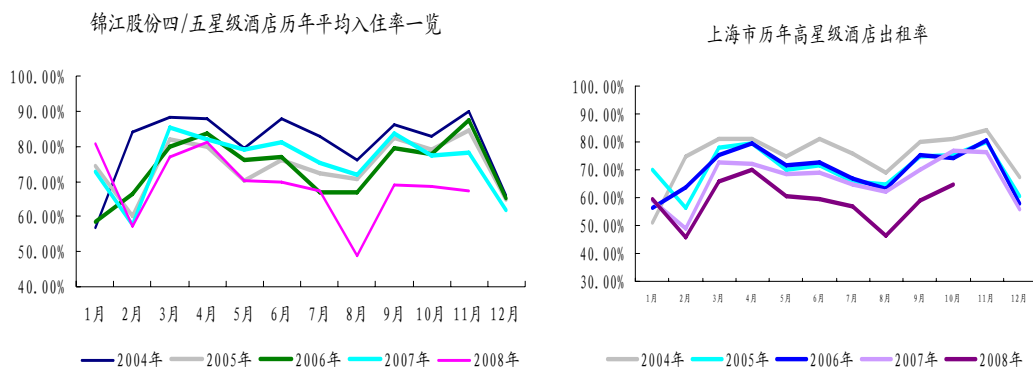
表 3:上海 09 年主要大型会议

会展	举行时间	简介
2009 春节上海市内文化旅游	1 月 25 日—2 月 7 日	包含: 上海博物馆、东方明珠广播电视塔、上海美术馆、上海城市规划馆、豫园商城等知名景点
第 91 届中国针棉织品交易会	2 月 22—24 日	经销商评选最受欢迎品牌、欧洲家纺设计展示、国际流行趋势发布以及丰富多彩的论坛等活动
“上海之春”房产展示交易会	3 月 12—15 日	展览面积近 2 万平方米,展商数近 200 家,观众数近 10 万名
2009 上海铺地材料地板及生产设备展览会、门窗幕墙玻璃展览会、建材装饰展览会、门窗幕墙玻璃展览会、建材装饰展览会	3 月 31 日—4 月 3 日	建设部主办 5000 展位
2009 首届百联旅游节	3 月 25 日—4 月 24 日	百联集团属下的百货商店、购物中心、奥特莱斯三大板块的 33 家大型商场均参与
2009 上海第 17 届中国国际建筑装饰展览会	4 月 1-4 日	同期举办 7 场建筑相关类展览。高档展会,8 会联展、12 万平方米展出面积、10 万中外专业观众
2009F1 中国大奖赛	4 月 17-19 日	上海国际赛车场举行
2009 第六届中国纺织服装跨国采购交易会	4 月 22-24 日	600 纺织服装精品展商年度亮相;配 30 海外买家。
第十三届上海国际汽车工业博览会	4 月 22-4 月 28 日	使用上海新国际博览中心全部 11 个室内展馆以及室外临时展馆,总规模达 17 万平方米。
2009 “浦东·三林”第四届世界龙狮锦标赛	5 月 10-12 日	联合会开发并整理出 14 个舞龙、南狮、北狮运动项目。
全国科技活动周暨上海科技节	5 月 16 日-22 日	活动将重点包括 7 个板块:主题活动、展览展示、科普论坛、评选表彰、系统活动、社区活动、网上科技节。
103 届中国文化用品商品交易会	6 月 29 日-7 月 1 日	此次展会设国际标准展位 1500 个,展览面积 30000 平方米,预计将吸引国内外 600 个知名文具企业参加;有来自中国、欧美、日本、韩国、东盟、东南亚、港澳台地区近 6 万名买家到会参观、采购。
2009 第八届上海国际电子设备、元器件及电子仪器展览会、9 第八届上海国际连接器接插件与线缆工业展览会	7 月 8 日—10 日	近年来,已发展为中国有名的电子行业展会,拥有大量固定的参展商和观众,是每年电子企业云集的贸易盛会。
2009 第七届上海国际手机产业展览会暨研讨会	7 月 8—10 日	亚洲手机第一大展
第 103 届中国日用百货商品交易会即中国现代家庭用品博览会	7 月 30 日-8 月 1 日	精品、时尚、国际名品三个展馆,30、000 平米展示空间,1800 个国际标准展位,700 余家国内外参展商,预计 50、000 名买家和观众云集盛会。
2009 第四届上海国际门窗幕墙展览会	8 月 28 日-8 月 30 日	在上海光大会展中心举办。

资料来源: 上海信息港网站、兴业研发整理

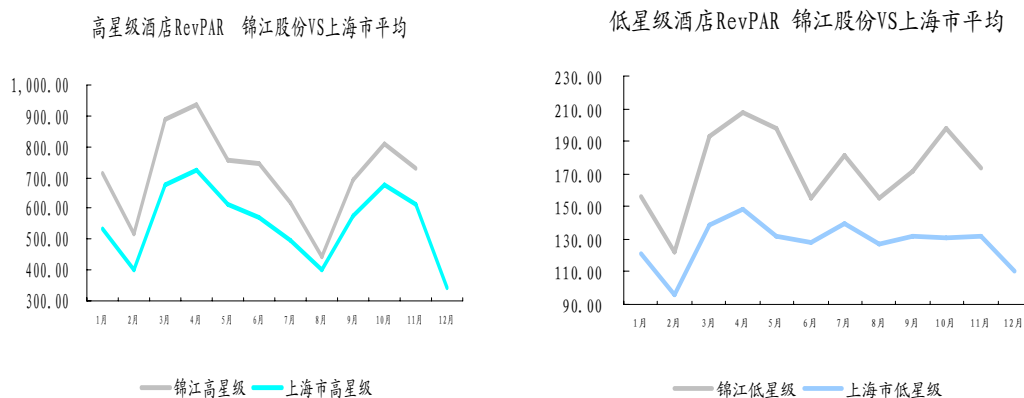
锦江的合营高星级酒店入住率持续高于上海市平均水平,并且二者呈显著正相关关系。

图 5、2004~2008 锦江股份与上海市的高星级酒店入住率波动



数据来源：兴业证券研发中心

图 6、酒店营运业务：锦江股份星级酒店优于上海市平均水平



数据来源：兴业证券研发中心

➤ 对 09 年高星级酒店市场的判断：

上半年酒店出租率可能出现的低点，而随 4 月份商务、旅游活动逐渐活跃，酒店旺季即将到来，乐观预计拐点有望在二季度出现，下半年逐渐恢复。

如图 7 所示，锦江股份旗下酒店 2 月份以来的 RevPAR 降幅明显较 1 月份收窄；

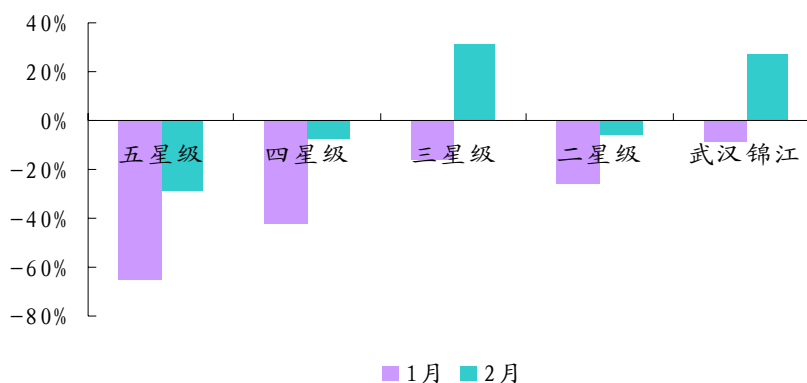
基于对上半年的谨慎考虑，我们认为在 08 年的低基数上，09 年高星级酒店业绩可望稍有恢复，但难以回到 07 年的水平；这为 2010 年的同比高速增长提供基础。

➤ 结论：1 季度是全年业绩低点，从 4 月开始有望逐渐恢复。我们认为 09 年上半年上海高星级酒店行业即将出现向上的拐点。

经济因素对高星级酒店市场的严峻影响将在一季度充分；随着 4 月份酒店旺季的到来，向上的入住率拐点有望显现。

图 7、 锦江股份旗下酒店 2 月份 RevPAR 降幅收窄

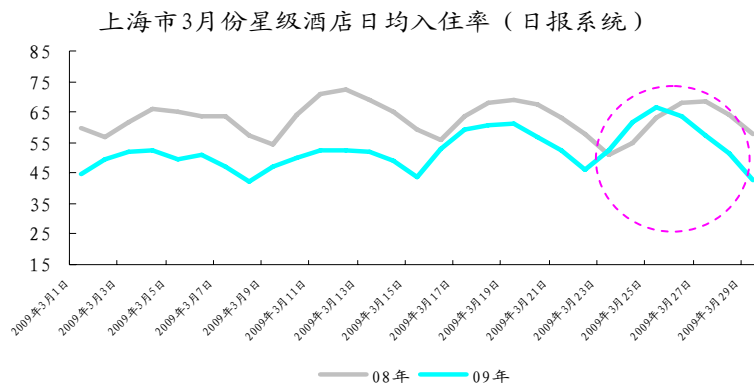
锦江股份星级酒店 09/08 RevPAR 变动率



数据来源：兴业证券研发中心

锦江股份旗下星级酒店在 09 年 1 月份经历了 RevPAR 的大幅下滑；其中五星级酒店 RevPAR 下滑 60% 以上。但进入 2、3 月份以来，尽管酒店 RevPAR 仍在下滑通道，但 2 月份的 09/08 同比降幅已经明显受窄。

图 8、3 月份上海市星级酒店单日入住率跟踪



数据来源：兴业证券研发中心

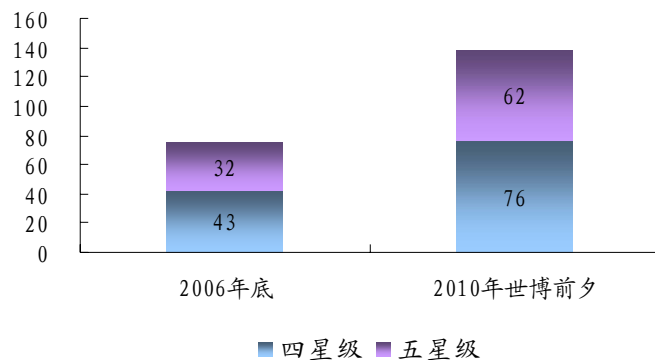
世博会期间上海高星级酒店市场供需分析：分情况讨论，供需均基本平衡。

2010 年以前上海市星级酒店加大供给量，由于旅游局并没有定期公布在建酒店数据，我们大致通过一些资料来粗估 2008-2010 年上海市星级酒店市场增量：

2006~2010 年世博会前，上海将兴建 63 家高星级酒店，新增客房 2 万间。同期 5 万多间假日酒店客房也将投入市场，郊区还将新增 2 万个床位的农家乐宾馆设施（06 年上海市旅游工作会议）。截至 06 年底，上海市五星级酒店总计 32 家、四星级酒店 43 家。

图 9、世博会前高星级酒店市场扩容状况

2010年世博会前高星级酒店将有较大增量



数据来源：兴业证券研发中心

2010 年以前是上海高星级酒店的投资高峰，我们需要了解的是，市场的供给增量是否与 2010 年的市场需求增量相匹配？

2007 年是上海旅游大年，非经常性因素影响很小，因此我们将 2007 年的上海市旅游数据作为对比依据，以此丈量 2010 年高端酒店市场的需求增量。

以官方预测为准，世博期间入境游增长 3 成，国内游增长较小。

表 4:以官方预计的 7000 万参观人次为基准预测

入境游(万人次)	2007 年 5~10 月	2010 年世博会参观人次 (官方预测)	世博期间的新增旅游人次 (与正常大年相比)
总人次	340	450	110
过夜人次	266	350	84
外国游客	227	300	73
国内游(万人次)	6630	6700	70

资料来源：上海市旅游局网站、兴业研发整理
世博会期间参观人次来自官方预计

我们认为，以官方公布的 7000 万共计参观人次、300 万境外参观人次为依据，世博期间入境游较 07 年同期增长约 32%、国内游增长约 1%；而 2010 年的高星级酒店数量较 07 年初增加 84%。

可见高星级酒店市场倚重的入境游高端市场增长较多。而由于基数大，尽管国内游客是世博会参观者的主要组成部分，其增长幅度却相对较小。

日本爱知世博会实际参观人次较官方预期高出 46%。根据历次世博会经验数据，官方预计的参加人次均较为保守。以日本爱知世博会为例，开幕前的官方预计参观人数为 1500 万，但最终的 actual 参观人数达到了 2200 万人次，超官方预期 46%。

结合场馆接待能力等因素，若采取较乐观的预期，假设上海世博实际参观人次较官方预计高 20%，也就是全部参观人次约为 8500 万。

将官方预测放大 20%，假设总计参观人次 8500 万左右，入境游将增加 6 成、国内游增长 2 成。

表 5:以 8500 万参观人次为基准预测

入境游(万人次)	2007 年 5~10 月	2010 年世博会参观人次 (将官方预测放大 20%)	世博期间的新增旅游人次 (与正常大年相比)
总人次	340	540	200
过夜人次	266	460	194
外国游客	227	360	133
国内游(万人次)	6630	7960	1330

资料来源：上海市旅游局网站、兴业研发整理
世博会期间参观人次来自官方预计

若将官方预计的参观人次放大 20% 至 8500 万人次左右，则 2010 年世博期间入境游较 07 年同期增长 59%、国内游增长 20%；我们认为这个结果发生的概率较大。

- **结论：根据历史数据与官方预测，我们预计，与正常的旅游大年相比（以 07 年为例），偏乐观地预计 2010 年世博会期间，入境游客增长约 59%，国内游客增长 20%，而此时高星级酒店市场规模增长 84%，不会出现明显的供需紧张。**

考虑 2010 年预计的高星级酒店供应量较 07 年增加了 8 成，即使国内参观者中高端游客占比大幅提高，整个上海市高星级酒店市场也呈供需基本平衡状态。因此，我们对锦江股份的高星级酒店出租率预测中，主要以各酒店的历史高点为参考，相对较保守。

表 6：考察人均客房量 - 游客人次增长 VS 高星级酒店客房数增长

07 年初高星级酒店客房量	07 年 5~10 月入境游人次(万)	入境游客人均客房量 (间/人次)
26025	340	77
世博时期高星级酒店客房量	官方预计世博期间入境游人次(万)	入境游客人均客房量 (间/人次)
48025	450	107
世博期间高星级酒店客房量	乐观预计世博期间入境游人次(万)	入境游客人均客房量 (间/人次)
48025	540	89

资料来源：上海市旅游局网站、兴业研发整理
世博会期间参观人次来自官方预计

- **出租率提升带动净利率更大幅度增加，世博会当年的酒店的净利润有望超预期增长。**
- 由于老酒店财务负担较轻，成本费用相对固定，出租率的提升往往带动净利率更大幅度增加。如表 7 所示，我们可以从汤臣、扬子江万丽两家酒店的历史得以印证。
- 三家合营高星级酒店中，锦江汤臣与扬子江万丽可直接受益世博会，出租率大幅提升。

表 7: 锦江汤臣、扬子江万丽酒店盈利预测

输出表	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
锦江汤臣 (50%) 客房总数: 421 间							
入住率	79.00%	77.30%	78.70%	77.80%	62.00%	66.00%	80.00%
平均房价 (元)	1025	1244	1336	1252	1287	1287	1351
客房收入	11822	14777	16157	14968	12262	13053	16612
餐饮及其他收入	6407	6853	7800	7122	6453	6694	7911
总收入	18229	21630	23957	22090	18715	19746	24523
增速	0.00%	18.66%	10.76%	-7.79%	-15.28%	5.51%	24.19%
总成本	2898.411	3354	3641	3336	2807	2962	3678
毛利率	84.10%	84.49%	84.80%	84.90%	85.00%	85.00%	85.00%
净利润	2589	4601	4928	4034	2195	2463	4533
净利率	14.20%	21.27%	20.57%	18.26%	11.73%	12.47%	18.49%
扬子江万丽 (40%) 客房总数: 544 间							
入住率	79.00%	78.30%	80.40%	79.20%	71.50%	76.00%	82.00%
平均房价 (元)	1070	1216	1193	1096	1073	1074	1181
客房收入	13795	18905	19045	17236	15228	16207	19235
餐饮及其他收入	2542	9295	9924	9809	8652	9004	9383
总收入	16337	28200	28969	27045	23880	25211	28619
增速	0.00%	72.61%	2.73%	-6.64%	-11.70%	5.58%	13.52%
总成本	2124	3612	3536	3245	2866	3025	3434
毛利率	87.00%	87.19%	87.79%	88.00%	88.00%	88.00%	88.00%
净利润	4262	4625	5354	5360	4442	4639	6888
净利率	26.09%	16.40%	18.48%	19.82%	18.60%	18.40%	24.07%

资料来源: 兴业研发

武汉锦江是锦江高星级酒店品牌的中部旗舰店 (锦江股份合营酒店, 股权比例 50%), 由于 07~08 年需计提巨额开办费, 导致开业前两年出现大额亏损。

09 年武汉锦江不再计提开办费, 仅此项目即可节省 1500 万费用。从 09 年以来入住率来看, 该旗舰店正在稳步度过市场培育期。未来两年内, 武汉锦江的减亏预期亦是合营酒店投资收益增长的一大两点。

表 8、武汉锦江的盈利预测

武汉锦江 (50%)	2007	2008H	2008E	2009E	2010E
客房数量	428	428	428	428	428
入住率	30.04%	29.40%	30.90%	35.00%	45.00%
平均房价 (元)	613	661	655	668	688
客房收入	1419	1522	3162	3653	4838
餐饮及其他收入	354	577	1154	2029	2546
总收入	1773	2099	4316	5682	7384
增速			143.41%	31.67%	29.94%
总成本	355	420	863	1136	1477
毛利率	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%
净利润	-6018	-3821	-4548	-3154	-1743
净利率	-339%	-182%	-105%	-56%	-24%

数据来源: 兴业证券研发中心

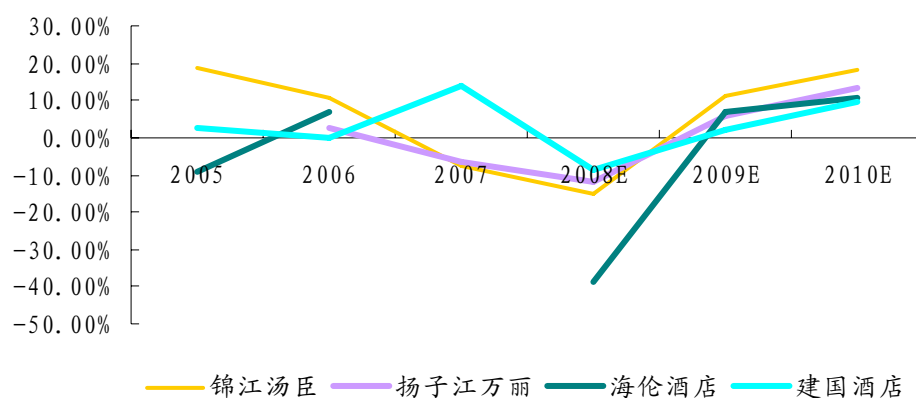
表 9：海伦、建国宾馆
盈利预测

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
海伦宾馆：权益比例 66.67%；总计 389 间客房						
入住率	68.80%	61.80%	74.10%	67.40%	73.00%	80.00%
平均房价（元）	971	1102	1081	1115	1148	1183
客房收入	9485	9670	11373	10667	11900	13432
餐饮及其他收入	4027	4753	16930	6667	6611	7070
总收入	13512	14423	28303	17334	18511	20502
增速	-9.42%	6.74%	96.24%	-38.76%	6.79%	10.75%
总成本	1759	2009	3962	2253	2406	2665
毛利率	86.98%	86.07%	86.00%	87.00%	87.00%	87.00%
净利润	2069	2236	2811	2163	3079	4378
净利润率	15.31%	15.50%	9.93%	12.48%	16.63%	21.35%
建国宾馆：权益比例 65%；总计 453 间客房						
入住率	74.10%	72.80%	78.40%	73.85%	76.42%	83.00%
平均房价（元）	741	725	736	741	764	786
客房收入	9074	8727	9541	9052	9649	10794
餐饮及其他收入	5115	5421	6586	5657	5360	5681
总收入	14189	14148	16127	14709	15009	16474
增速	2.55%	-0.29%	13.99%	-8.79%	2.04%	9.76%
总成本	2853	2812	3225	2942	3002	3295
毛利率	79.89%	80.12%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%
净利润	2193	1923	2449	2065	2256	3172
净利润率	15.46%	13.59%	15.19%	14.04%	15.03%	19.25%

资料来源：兴业研发

图 10、2009、2010 年两年内收入增速持续提高

2005 ~ 2010 年主要高星级酒店收入增速



数据来源：兴业证券研发中心

4、酒店管理业务：平稳增长

- 锦江酒店管理公司是锦江股份的全资子公司，07 年酒店管理业务的净利润占比为 15%，是利润的重要组成部分。锦江股份于 2006 年集团上市之际，将“酒店管理业务”作为未来酒店事业发展的方向，以避免跟集团在酒店营运方面的同业竞争。

目前锦江国际酒店管理业务已经建立了位于全国的 5 个事业部。

表 10: 锦江酒店管理业务的 5 个事业部

分部门	负责拓展区域	性公司（办事处）联络方式 点击各地区标志查看联络方式
公司业务发展部 兼华东办事处	江、浙、沪、皖	
北京办事处	黑、吉、辽、鲁、京、津、冀	
西北办事处	陕、甘、宁、晋、内蒙	
南方办事处	粤、桂、闽、琼	
华中办事处	鄂、湘、赣、豫	
西南办事处	川、滇、黔、渝、青	

资料来源：公司主页、兴业研发整理

- 外资酒店管理品牌强势地位难以动摇。

总体而言，外资酒店管理品牌在国内高端酒店管理市场上仍占主导，内资和外资品牌在单店绩效、管理能力上仍有较大差距。外资品牌渗入中国的时间很早，管理经验并不逊于国内品牌。近年来，外资品牌在酒店管理市场的扩张进一步加速。以 2008 年为例，洲际当年新增管理酒店 17 家，已经快于了锦江等国内品牌的扩张速度。

我们认为，外资酒店管理品牌的强势地位将较为稳定，内资品牌的长期扩张前景一般。

表 11: 国际著名酒店管理品牌 08 年扩张情况

品牌	新增高星级酒店数	新增客房数	进入中国的时间
洲际	17	4400	1984 年
温德姆	8	2000	2004 年
喜达屋	6	2270	1985 年
雅高	5	不详	1985 年
万豪	3	1230	1989 年
凯悦	2	522	1985 年
希尔顿	2	800	1988 年
最佳西方	2	不详	2002 年
香格里拉	2	970	1984 年

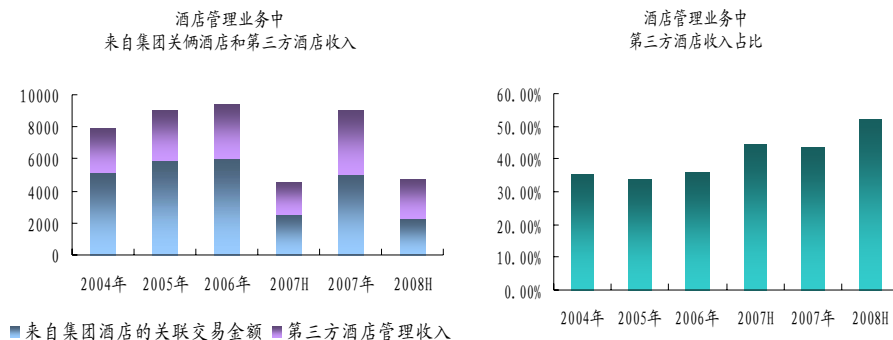
资料来源：兴业研发

- 锦江酒店管理公司第三方酒店贡献的管理收入占比缓步提升，酒店管理公司竞争力有所增强。

公司前期酒店管理收入增长较快，很大的原因是来自集团的酒店管理合同增加；我们认为第三方酒店贡献的管理收入更能体现公司的市场竞争力。

2007~2008 年，第三方酒店在锦江酒店管理业务中的收入贡献缓步提升，公司的市场化经营能力有所增强。

图 11、第三方酒店贡献的管理收入占比缓步提升



数据来源：兴业证券研发中心

► 酒店管理业务平稳增长，预计 08~10 年年均 10~15% 净利增长。

表 12：酒店管理业务预测

年份	2007 年	2008H	2008E	2009E	2010E
托管酒店总数	95	99	103	105	110
其中：托管集团的酒店数	28	28	28	28	28
托管第三方酒店数	67	71	71	71	71
集团酒店贡献的托管收入	5079	2284	4569	5026	5330
集团酒店单店收入	181	82	163	179	190
第三方酒店贡献的托管收入	3904	2493	4912	5390	5740
第三方酒店单店收入	58	35	69	76	81
酒店管理总收入	8983	4778	9481	10416	11070
单店收入	95	48	90	103	105
净利润	3952	2280	4029	4583	4981
净利率	44%	48%	42%	44%	45%

资料来源：兴业研发

表 13：近两年即将开业的酒店、预计开业时间

酒店名称	所在城市	预计开业时间
牡丹江东兴锦江大厦	黑龙江省牡丹江市	2009
宁波港都大酒店	浙江省宁波市	2009
锦江海景酒店	山东省日照市	2009
明申锦江高尔夫酒店	海南省三亚市	2009
甸园锦江宾馆	上海市	2009
绿景锦江商务酒店	广东省深圳市	2009
重庆锦江商务酒店	重庆市	2010
青城山逸岭锦江酒店	四川省都江堰市	2010
赣南酒店	江西省赣州市	2010
青岛多元锦江酒店	山东省青岛市	2010
福建泉州锦江国际大酒店	福建省泉州市	2010
世博村锦江公寓酒店	上海市	2010

5、餐饮业务：不确定性消除，持续增长

➤ 公司餐饮业务概述

我们将锦江股份的餐饮业务分为两部分：以肯德基投资为主的餐饮投资，以及自有经营品牌；

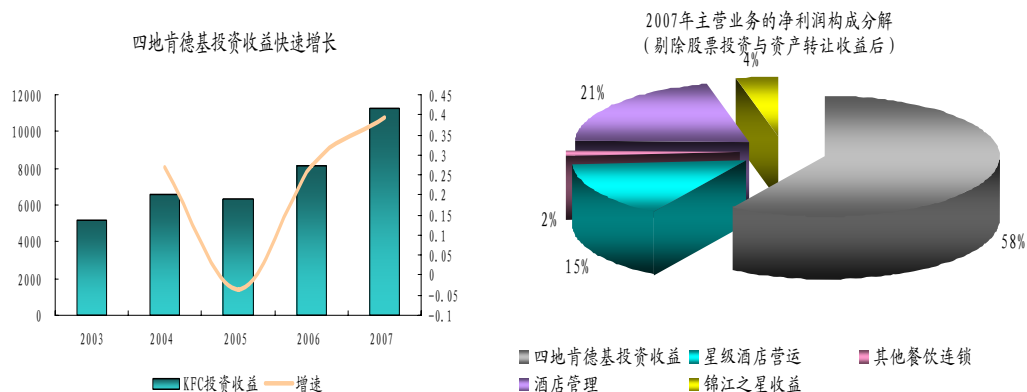
表 14：餐饮业务构成

	公司	权益比例	07 年 净利润	截至 08 中期门 店规模	发展规划
投资类	上海肯德基	49%	16319	221 家	自上世纪 90 年代初进入上海后，目前市区门店基本铺展到位，未来增长主要在随城区外扩随之进行的网点扩张
	杭州肯德基	8%	25187	杭州市区约 26 家	浙江地区二、三线城市仍有较多扩张机会；预计收入仍将保持 25 % 以上的高增速
	无锡肯德基	8%	5076	无锡市区约 23 家	不详
	苏州肯德基	8%	10712	苏州市区约 47 家	不详
	新亚富丽华	41%	239		不详
	新亚大家乐	50%	6	新亚大包 66 家，大家乐 6 家	不详
	静安面包房	30%	624	约 68 家	以维持现有规模为主，稳步扩张
	吉野家	40%	-190	14 家	参考北京吉野家发展，07 年整理部分亏损门店，稳健扩张
自有品牌类	锦江同乐	51%	-533	2 家	以“锦庐”品牌定位高端中餐，设在锦江高星级酒店内。稳健增长，目前重心为持续经营上海锦江饭店、武汉锦江内的两家锦庐餐厅，逐步减亏、扭亏
	新亚食品厂	100%	371	1 家	持续经营上海地区月饼销售，维持现规模。

资料来源：兴业研发

➤ 肯德基投资：增长快、净利占比大，已经是影响公司经营性业务利润增长的最重要因素

图 12、肯德基投资收益近年增长情况与利润占比



数据来源：兴业证券研发中心

从上图可见，上海、杭州、无锡、苏州四地肯德基投资收益呈加速增长态势，并且随着无锡、苏州肯德基的发展，业绩仍有较大增长空间。如果仅考虑持续经营性业务，剔除股票投资收益与资产转让收益后，肯德基投资收益的净利润占比达到了 58%，对公司未来业绩增长起到非常关键的作用。

四地肯德基增长前景分析：上海地区增速下降，苏锡杭三地维持高增速。

截至 08 年底，上海肯德基已经拥有 230 家左右的门店数；在经过了 20 年的发展后，目前上海地区肯德基门店增速将逐步放缓，未来外延增长主要是随城市外扩、地铁交通线延伸而进行的自然增长；而 2010 年受益于世博会，同店内生增长有望较高。长期来看，上海肯德基的利润增速将逐渐下滑至个位数。

表 15：四地肯德基投资收益预测

肯德基投资	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
上海 KFC							
门店数	170	191	209	231	251	266	278
同比增长	18.88%	12.35%	9.42%	8.66%	5.98%	4.51%	4.32%
收入(万元)	136255	154366	183062	213269	250273	286447	317332
同比增长	3.85%	13.29%	18.59%	16.50%	17.35%	14.45%	10.78%
单店收入(万元)	802	808	876	923	997	1077	1141
净利润	10452	13447	16319	17732	21103	25535	27144
同比增长	-1.36%	28.65%	21.36%	8.66%	19.01%	21.00%	6.30%
权益净利	5121	6589	7996	8689	9479	10725	11400
杭州 KFC							
收入(万元)	134944	177398	224317	277031	346289	432862	541077
同比增长	5.11%	31.46%	26.45%	23.50%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	15471	18851	25187	32186	40516	52809	66011
同比增长	-11.75%	21.85%	33.61%	27.79%	25.88%	30.34%	25.00%
权益净利	1238	1508	2015	2575	3241	4225	5281
无锡、苏州 KFC							
收入(万元)	0	0	138147	158402	182162	209487	240910
同比增长	0.00%	0.00%	0.00%	14.66%	15.00%	15.00%	15.00%

净利润	0	0	15788	17028	20493	24614	28909
同比增长	0.00%	0.00%	0.00%	7.85%	20.35%	20.11%	17.45%
权益净利	0	0	1263	1362	1639	1969	2313
KFC 投资收益合计	6359	8097	11274	12626	14360	16919	18994

资料来源：兴业研发（注：2009 年 5 月后，上海 KFC 以 42% 股权比例计算权益净利）

- **肯德基续约：不确定性释放，权益比例下降至 42%；分别影响 09、10 年经营性业务 EPS - 0.014 元、- 0.03 元。**

上海肯德基合同将于 2009 年 5 月 4 日到期。如市场之前预期，公司续约 10 年，但股权比例有所降低，由 49% 下降至 42%；根据公司 09 年 3 月 26 日决议，将以资产评估值为基础，在上海联合产权交易所挂牌转让 7% 股权。至此，市场关注的上海肯德基投资股权变动的不确定性得以释放。

肯德基投资收益对公司净利润影响较大，根据那么对 2010 年当期权益净利的负面影响将为 1800 万左右，影响当年 EPS - 0.03 元。

表 16：上海 KFC 权益比例降低对业绩的影响讨论

若权益比例降低	2009E	2010E	2011E
当年预计净利润	21103	25535	27144
原 49% 股权比例对应的权益净利	10341	12512	13300
42% 股权比例对应的权益净利	9479	10725	11400
权益净利减少	862	1787	1900
影响当年 EPS	0.014	0.030	0.031

资料来源：兴业研发（09 年权益净利按 5 月 4 日后 42% 股权比例计算）

- **其他餐饮经营品牌经营：对公司利润影响小，未来平稳发展。**

除肯德基外，锦江股份还有 6 个中餐品牌投资，这部分餐饮品牌发展平稳，07 年全年的净利润占比为 2.4%，对总体利润影响不大。中餐品牌中，“吉野家”、“静安面包房”具备连锁成长的潜质，是餐饮中除肯德基外值得关注的品牌。

09 年 2 月起新亚大家乐进行资产重组，锦江股份的全资子公司锦江国际餐饮投资受让新亚大家乐 25% 股权，并出让大家乐现有的 6 家门店；这意味着大家乐自 09 年起与新亚大包分开经营。

表 17：其他餐饮品牌盈利预测

其他餐饮业务	2007	2008E	2009E	2010E
新亚食品厂（100%）				
收入	3254	3319	3385	3453
增长率	3.76%	2.00%	2.00%	2.00%
净利润	371	365	389	411
锦江同乐（51%）				
门店数	1	2	2	2
主营业务收入	1181	1821	2705	3850
增长率	218.33%	54.20%	48.54%	42.34%
净利润	(533)	(249)	11	261
新亚大家乐（50%）				
新亚大包	67	66	66	66
大家乐门店数	6	6	0	0
收入	20181	21479	20766	21804
增长率	7.89%	6.43%	-3.32%	5.00%
税后利润	6	37	161	169
新亚富丽华（41%）				
收入	5446	5882	6470	7117
增长率	6.16%	8.00%	10.00%	10.00%
税后利润	239	321	381	485
吉野家（40%）				
门店数	12	14	16	18
收入	3703	4928	6195	7667
增长率	44.59%	33.08%	25.71%	23.75%
税后利润	-190	-5	29	55
静安面包房（30%）				
门店数	65	73	79	84
主营业务收入	7841	8747	9759	10887
增长率	12.56%	11.56%	11.56%	11.56%
净利润	624	656	732	817
主要中餐品牌的 权益净利贡献合计	311	583	903	1136

资料来源：兴业研发

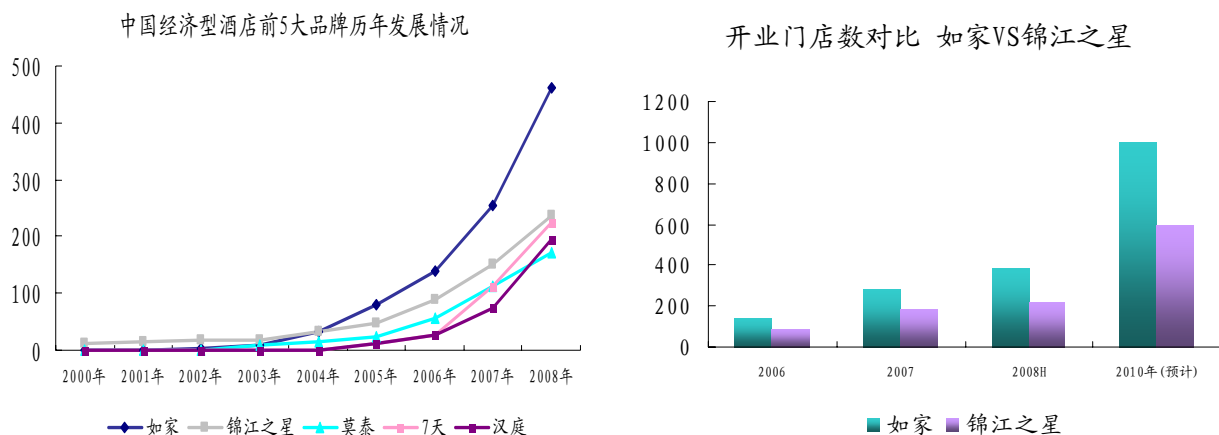
6、锦江之星稳健扩张，投资收益逐步提升

➤ 稳健为主的发展策略使得锦江之星的扩张速度低于其他品牌

我们认为经济型酒店作为我国中档酒店消费市场的代表产品，在未来十年间仍有极大的自身扩张、以及整合低星级酒店市场的空间；整个经济型酒店行业规模仍将保持快速发展。

“锦江之星”作为我国经济型酒店最早发展的连锁品牌之一，自 04 年行业爆发式增长以来，较之如家、7 天、汉庭等 90%~160% 的年复合增速，锦江之星 04 年至 08 年的复合增速为 62%，扩张速度为目前五大品牌中最慢的。

图 13、锦江之星门店增速低于其他品牌

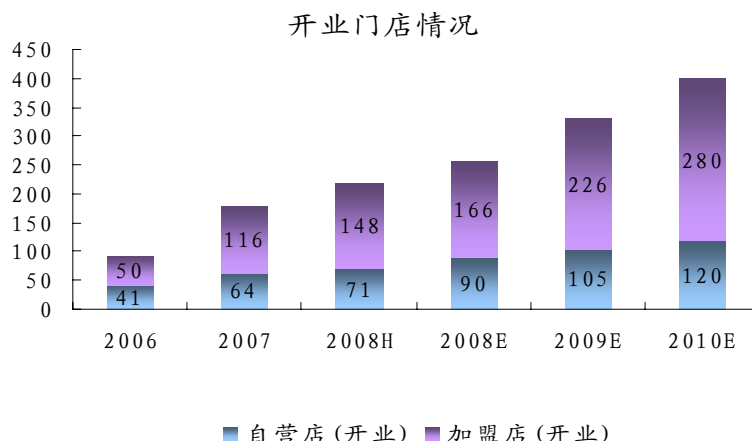


数据来源：经济型酒店网、兴业证券研发中心；如家、锦江之星 2010 年数据根据两家公司发展规划预测

➤ 锦江之星扩张策略：大力发展加盟店

根据锦江酒店（2006.HK）于 2007 年年报披露，锦江之星的发展规划为：到 2010 年争取发展到 600 家门店，其中开业门店 400 家，加盟店与直营店的比例为 7：3。与其他品牌不同，锦江之星将以加盟店作为 2010 年以前的重点发展方向。

图 14、2008~2010 年锦江之星开业直营店、加盟店数量对比



数据来源：兴业证券研发中心

➤ 锦江之星盈利预测：未来三年保持 40% 左右的净利润复合增速。

表 18：锦江之星投资收益预测

输出表	2006	2007	2008H	2008E	2009E	2010E
收入总额(万元)	43042	67360	44373	94886	130405	177025
增速	28.52%	56.50%	58.93%	40.86%	37.43%	35.75%
出租率	74.00%	74.00%	71.00%	73.00%	73.50%	74.00%
房价(元/间.天)	194	195	142	195	192	196
RevPAR	143.56	144.3	100.82	142.35	141.12	145.04

直营店收入（万元）	40186	63904	41513	89673	122867	168374
加盟店收入（万元）	2856	3456	2860	5213	7537	8651
直营店	41	64	71	90	120	160
加盟店	50	116	148	175	230	240
当期新增签约直营店	14	26	7	19	30	40
当期新增签约加盟店		43	32	27	55	10
直营客房数	6378	10432	11573	14670	19560	26080
加盟客房数	6567	15196	19388	22925	30130	31440
综合经营利润（万元）	4490	5121	3081	6832	9780	13808
经营利润率	10.43%	7.60%	6.94%	7.20%	7.50%	7.80%
净利润（万元）	3265	3687	2311	5124	7335	10356
所得税率	27.28%	28.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
锦江股份所获权益净利（万元）	653	737	462	1025	1467	2071

资料来源：兴业研发

7、可供出售金融资产增厚每股价值约 2.8 元

由于历史原因，公司以成本价参股了多家上海本地上市公司，随限售股解禁，预计这笔金融资产也将带来丰厚的投资收益。由于 09 年高星级酒店行业景气度较低，且新开业的武汉锦江仍在市场培育期，仍将产生大额亏损，我们认为这些投资收益将是保持 09 年业绩稳定的平衡器。

表 19：公司持有可供出售金融资产价值测算

	08 年 Q3 期末持有量 (万股)	09 年 3 月 30 日价格	09 年 3 月 30 日市值 (万元)	当日折合锦江股份 每股价值 (元/股)
长江证券	10063.75	15.29	153874.68	2.55
全聚德	100.00	27.11	2711.00	0.04
同达创业	33.00	11.72	386.76	0.01
豫园商城	51.53	15.87	817.80	0.01
交通银行	80.14	6.28	503.28	0.01
申银万国	1108.86	10.22	11332.51	0.19
合计			169626.04	2.81

资料来源：兴业研发（注：申银万国每股价值参考最近一次股权拍卖成交价格：2007 年 9 月上海东方国际商品拍卖有限公司拍卖申万股份共计 4000 万股；成交均价为 10.22 元/股）

8、09 年大额股权转让收益将成为业绩稳定器

近年来随公司对旗下业务进行整合，产生了大额股权转让收益，对当期业绩产生较大影响。

表 20：近年股权转让收益明细

时间	股权转让收益额 (万元)	股权转让明细
2005A	312.19	2005 年 1 月，转让上海新亚之光大酒店有限公司 51% 的股权，获出售净收益 312 万。
2007A	4597.74	经济型酒店整体资产包括：北京锦亚酒店、沈阳锦亚饭店、常州锦亚饭店、长春分公司；经济型酒店股权包括：上海锦亚旅馆有限公司 95% 的股权、天津锦江之星旅馆有限公司 50% 的股权、青岛锦江之星旅馆有限公司 50% 的股权，本次转让与 2007 年 6 月完成。
2009E	7000 (预计)	转让所持中亚饭店 45% 股权。将持有的中亚饭店 35% 股权转让给亨瑞投资，中亚饭店 10% 股权转让给申凯投资。
	6000 (预计)	转让 7% 肯德基股权；肯德基股权比例下降至 42%。

资料来源：公司公告、兴业研发

09 年 3 月 26 日公司签署中亚饭店 45% 股权转让协议，将其中 35% 股权转让给亨瑞投资，10% 股权转让给申凯投资。转让作价依据为中亚饭店净资产评估值 2.66 亿元，45% 股权对应转让价为 1.2 亿；在扣除人员安置费、投资成本、相关税费，并享有或承担评估基准日至交易完成日间的损益后，公司预计可取得股权收益约 7000 余万元。

我们根据上海肯德基 2008 年 11 月 30 日净资产评估值 11.43 亿元测算，公司所转 7% 股权转让价至少为 8000 万，扣除所得税影响后，预计该部分股权转让收益约为 6000 万。

中亚饭店与上海肯德基股权转让将贡献 1.5 亿元一次性股权转让收益，折合 09 年每股收益 0.25 元。我们认为，在 09 年旅游主业景气度低迷、其他投资收益同比下降（08 年获长江证券 5032 万现金分红）的背景下，大额股权转让收益将避免业绩的大幅波动，起到“业绩稳定器”的作用。

9、安全边际明确、理想的世博概念股，目标价 18 元

➤ 综合以上各业务盈利预测，我们分自营业务与投资收益两部分作出盈利预测。

考虑 09 年中亚饭店、上海肯德基股权转让收益，预计 08~10 年每股收益分别为 0.45 元、0.65 元、0.56 元。扣除 09 年的非经常性因素后，09~10 年每股收益分别为 0.40 元、0.56 元；2010 年高星级酒店市场回暖、以及世博会给公司各项业务带来实质利好，令当年经营性业务净利润同比增速达到 40%。

表 21：自营业务盈利预测

年份		2007	2008E	2009E	2010E
酒店营运	主营业务收入 (万元)	53,167.14	48,416.57	50,221.09	56,788.06
	同比增长率 %	-14.70%	-8.94%	3.73%	13.08%
	毛利率 %	85.20%	85.64%	86.54%	86.73%
酒店管理	主营业务收入 (万元)	8,983.00	9,480.75	10,525.03	11,450.28
	同比增长率 %	-4.00%	5.54%	11.01%	8.79%
	毛利率 %	97.28%	97.37%	97.50%	97.80%
餐饮业务	主营业务收入 (万元)	4,435.00	5,140.13	6,090.51	7,303.54
	同比增长率 %	-9.88%	15.90%	18.49%	19.92%
	毛利率 %	46.65%	48.98%	51.25%	53.36%
贸易业务	主营业务收入 (万元)	14,930.15	14,631.55	14,338.92	15,055.86
	同比增长率 %	14.32%	-2.00%	-2.00%	5.00%
	毛利率 %	5.20%	5.00%	5.00%	5.00%
营业费用 /主营业务收入 %		27.74%	28.41%	28.13%	28.16%
管理费用 /主营业务收入 %		22.34%	22.40%	22.38%	22.39%
财务费用 /主营业务收入 %		-0.89%	-1.19%	-1.11%	-1.10%
实际税率 %		13.85%	13.93%	13.90%	13.91%

数据来源：兴业证券研发中心整理

表 22：投资业务盈利预测

投资业务权益收益 (万元)	2007	2008E	2009E	2010E
四地肯德基	11274	12626	14360	16919
合营高星级酒店	1152	601	1510	4151
合营中餐品牌投资	212	321	444	510
锦江之星	737	1045	1308	1614
金融资产投资	2596 (股票 出让收益)	5032 (长江证 券分红)	0	0
合计	15971	19042	17622	23193

数据来源：兴业证券研发中心整理

- 分业务估值: 由于公司业务较为复杂, 我们采取分部估值法, 分别对酒店营运、酒店管理、餐饮投资、锦江之星投资业务进行 PE 估值。对于公司所持金融资产, 则采取金融资产市值折合锦江股份每股价值的处理方式。

我们在估值时并未考虑大额非经常性损益。

表 23：分业务 PE 估值结果

		2008E	2009E	2010E
酒店营运	净利润	3995	5029	9131
	对应 EPS	0.07	0.08	0.15
	PE 倍数	35	30	25
酒店管理	净利润	4029	4631	5153
	对应 EPS	0.07	0.08	0.09
	PE 倍数	35	30	25
KFC 投资	净利润	12626	14360	16919
	对应 EPS	0.21	0.24	0.28
	PE 倍数	35	30	25
中餐品牌投资	净利润	559	846	1061
	对应 EPS	0.01	0.01	0.02
	PE 倍数	25	20	20
锦江之星	净利润	1045	1308	1614
	对应 EPS	0.02	0.02	0.03
	PE 倍数	35	30	25
非经常性损益	净利润	5032	13000	0
	对应 EPS	0.08	0.22	0.00
金融资产	市值（以 09 年 3 月 30 日价格为参考）	169510	169510	169510
	折每股价值	2.81	2.81	2.81
EPS（合计）		0.45	0.65	0.56
对应价格		15.63	15.69	16.76

资料来源：兴业研发

（注：非经常性损益项目 - 08 年来自长江证券 5032 万分红；09 年来自中亚饭店 45% 股权转让以及肯德基 7% 股权转让收益）

由分部估值可得，公司各业务合计价格在 15.7~16.8 元之间；上下浮动 10%，我们认为公司合理价格区间在 14~18 元。

- **2010 年业绩明确增长，具有业绩支撑的世博概念股；给予公司“推荐”评级，目标价位 18 元**，较现价有 30% 左右的上涨空间。公司高星级酒店业务能够显著受益于世博而获得增长，2010 年公司经常性业务净利同比增长达 30.23%，增长主要就来自高星级酒店营运业务，是有业绩支撑的世博概念股。且在行业不确定性较大的 2009 年，锦江股份能够通过原有股权投资的增值和出让获得大额股权转让收益，保障了业绩的稳定增长。

我们认为，锦江股份短期内业绩既可明确受益世博，又具备 A/B 股整合预期等催化剂因素，是具有明确安全边际的较为理想的世博概念股。目前股价对应 09 年动态 PE 为 21 倍。长、短期均给予“推荐”评级。

附表：国际酒店集团概况

	市值	P/E	P/B	ROE %	基本业务描述
Sector: Services	1862.8B	21.83	1.52	22	
Industry: Lodging	12.0B	12.5	398.72	21	
酒店公司					
Marriott International, Inc. (MAR)	5.4B	10.57	3.81	39	截至 08 年中旬, MAR 经营着 3069 家酒店, 总共包含 54 万间房间, 并提供 2332 间酒店式公寓出租。
Starwood Hotels & Resorts Worl (HOT)	2.7B	7.11	1.45	20	截至 07 年底, 公司拥有的自有、加盟酒店资产共计 897 家, 客房约 28 万间。另在美国、墨西哥和巴哈马, 有 28 个度假村及住宅物业。
Choice Hotels International In (CHH)	1.6B	14.5	NA	NA	截至 07 年底, 公司经营 5570 家开放式酒店, 包含 45 万间客房, 另有 1093 家 (含 8.8 万间客房)、分布 39 个国家的旅馆在建设中。
Wyndham Worldwide Corporation (WYN)	1.0B	2.69	0.28	11	截至 07 年底, 公司拥有约 6500 家专营酒店, 合 55 万间客房。另外, 公司还在美国、加拿大、墨西哥、加勒比和南太平洋地区发展了大约 145 个度假村。
Marcus Corp. (MCS)	323.4M	16.97	0.99	6	截至 08 年中期, 公司在美国 7 个州经营 56 家电影院和 1 个娱乐中心。另, 公司经营 8 家酒店及度假村, 并管理着 12 家酒店、度假村及其他物业。
Home Inns & Hotels Management (HMIN)	285.3M	NA	NA	-2	截至 07 年底, 公司拥有 266 家连锁酒店, 其中包括 195 家租赁经营酒店和 71 家特许经营酒店。
Orient-Express Hotels Ltd. (OEH)	262.0M	15.86	0.31	6	截至 07 年底, 公司在世界各地拥有 41 家豪华酒店和度假村, 经营着纽约和布宜诺斯艾利斯的 2 家餐馆, 拥有欧洲等地 6 列旅游列车, 一艘缅甸游船, 5 艘法国运河船。
Morgans Hotel Group Co. (MHGC)	105.5M	NA	1.2	-18	截至 07 年底, 公司拥有或部分拥有并经营着 11 家豪华酒店资产, 总共包含约 3400 间房间。

数据来源：兴业证券研发中心整理

附表

资产负债表

单位: 百万元	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	767	3283	3320	3337
货币资金	678	3202	3236	3244
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	41	36	38	42
其他应收款	32	31	32	36
存货	11	12	11	13
非流动资产	5496	3089	3070	3012
可供出售金融资产	3957	1696	1696	1696
长期股权投资	992	889	925	913
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	280	238	192	144
在建工程	9	4	2	1
油气资产	0	0	0	0
无形资产	221	221	221	221
资产总计	6262	6372	6400	6352
流动负债	259	293	275	283
短期借款	11	11	11	11
应付票据	0	0	0	0
应付账款	56	60	59	65
其他	192	221	205	207
非流动负债	953	953	802	702
长期借款	2	2	2	2
其他	951	951	800	700
负债合计	1212	1246	1077	985
股本	603	603	603	603
资本公积	3624	3624	3624	3624
未分配利润	328	387	560	583
少数股东权益	77	94	118	139
股东权益合计	5050	5126	5323	5367
负债及权益合计	6262	6372	6400	6352

现金流量表

单位: 百万元	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	264	270	391	339
折旧和摊销	64	52	53	53
资产减值准备	-7	-6	-0	0
无形资产摊销	13	4	5	5
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-7	-10	-9	-9
投资损失	-186	-217	-176	-246
少数股东损益	16	17	24	21
营运资金的变动	16	-36	22	3
经营活动产生现金流量	1101	138	109	62
投资活动产生现金流量	-3584	2588	134	254
融资活动产生现金流量	2534	-202	-209	-308
现金净变动	51	2524	34	8
现金的期初余额	692	678	3202	3236
现金的期末余额	743	3202	3236	3244

利润表

单位: 百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	835	777	812	906
营业成本	254	240	244	265
营业税金及附加	34	32	33	37
销售费用	232	221	228	255
管理费用	186	183	188	211
财务费用	-7	-10	-9	-9
资产减值损失	-0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	186	217	176	246
营业利润	322	328	304	393
营业外收入	3	7	180	27
营业外支出	0	2	1	1
利润总额	325	333	482	419
所得税	45	46	67	58
净利润	280	287	415	360
少数股东损益	16	17	24	21
归属母公司净利润	264	270	391	339
EPS (元)	0.44	0.45	0.65	0.56

主要财务比率

	2007	2008E	2009E	2010E
成长性(%)				
营业收入增长率	7.4%	-7.0%	4.5%	11.6%
营业利润增长率	27.4%	2.1%	-7.5%	29.4%
净利润增长率	21.2%	2.3%	44.9%	-13.2%
盈利能力(%)				
毛利率	69.5%	69.1%	70.0%	70.8%
净利率	31.6%	34.7%	48.2%	37.4%
ROE	5.3%	5.4%	7.5%	6.5%
偿债能力(%)				
资产负债率	19.4%	19.5%	16.8%	15.5%
流动比率	2.96	11.22	12.09	11.80
速动比率	2.92	11.18	12.05	11.76
营运能力(次)				
资产周转率	0.19	0.00	0.00	0.00
应收帐款周转率	22.13	19.81	21.29	21.88
每股资料 (元)				
每股收益	0.44	0.45	0.65	0.56
每股经营现金	0.32	0.23	0.18	0.10
每股净资产	8.24	8.34	8.63	8.67
估值比率 (倍)				
PE	31.24	30.54	21.07	24.29
PB	1.66	1.64	1.58	1.58

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%部 ~ 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

朱元贱 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。