

业绩增长符合预期

研究结论

- 2008 年度公司实现营业收入 7.93 亿 万元，同比下降 4.93%；利润总额 3.21 亿元，同比下降 1.02%；归属于上市公司股东的净利润 2.73 亿元，同比增长 3.57%；每股收益 0.45 元，符合预期。
- 高星级酒店入住率同比下降 10.5 个百分点。08 年一系列事件对高星级酒店负面影响较大，尤其是 9 月份以下金融危机蔓延使得上海高星级酒店房价继续下跌，入住率跌到 40% 以下，全行业亏损。由此，公司下属四家高星级酒店 08 年客房平均出租率仅为 67%，同比下降 10.5 个百分点，平均房价为 1026 元，比上年下降 0.9%。其中锦江汤臣下降最为明显，08 年净利润下降达 49%，其他三家高星级酒店表现相对较好，在上海高星级酒店中总体处于中上水平。海仑客房改造完成后入住率和房价均有一定提高，年内净利润出现 14.9% 的正增长。
- 上海肯德基单店盈利下降 13.2 万元。公司持股 49% 的上海肯德基有限公司全年实现营业收入 21.3 亿元，比上年增长 16.5%，净利润 1.5 亿元，同比下降 7.3%；单店净利润 64.9 万元，较上年下降 13.2 万元，低于市场预期。调研了解到，虽然肯德基积极推出新产品使得主营收入保持正增长，但人工成本和促销费用上升造成年内整体增收不增利。
- 锦江之星净利润增长 4523 万元，增幅达 123%。公司分别持股 20% 的锦江之星旅馆有限公司与上海锦江国际旅馆投资有限公司年内发展较快，截至 2008 年底，营运和筹建中的锦江之星旅馆共有 360 家，客房数超过 4.8 万间。锦江之星门店已遍及中国 29 个省、自治区和直辖市的 98 个城镇。报告期内，08 年度锦江之星的管理和投资公司共盈利达 8210 万元，同比增长 123%，贡献权益利润 1640 万元，折合每股收益 0.03 元。这是 08 年公司各项业务最大的亮点。
- 我们对 09-10 年上海高星级酒店并不悲观。虽然当前入境游恢复较慢，高星级酒店当前仍可能亏损，但随着世博建设的推进，预计入境客和国内游客的人次将有较快增长，而 4 月上海即将举办 F1 比赛，将带来一定的客源。相对全国其他地区来看，我们预计二季度开始上海高星级酒店的恢复速度将明显加快，2010 年上海国内外游客的接待量有望创历史新高，酒店业将成为最大的受益者。
- 维持公司 09-10 年 0.53 元和 0.67 元的预测值，目前股价 09 年动态市盈率 26 倍，维持增持评级。
- 催化剂：世博项目推进，迪斯尼获批，酒店入住率明显回升
- 主要风险：金融危机影响加大，减持上海肯德基股权



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨春燕

旅游/轻工行业资深分析师

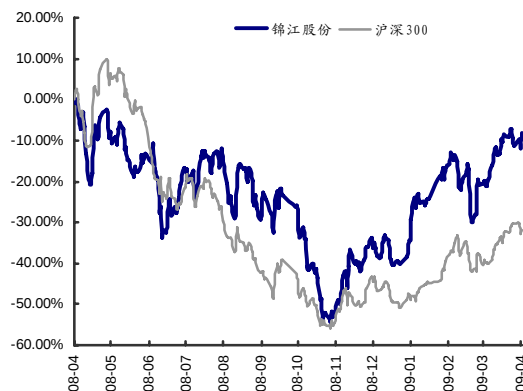
8621-63325888 × 6080

yangy@orientsec.com.cn

投资评级 **买入 增持** 中性 减持 (维持)

股价 (09 年 4 月 9 日)	13.98 元
目标价格 (12 个月)	15.9 元
总股本/A 股 (万股)	60324/44724
A 股市值 (百万元)	84 亿元
国家/地区	中国
行业	旅游
报告日期	2009 年 4 月 10 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	12.41%	21.07%	-8.21%
相对表现 (%)	3.87%	4.82%	23.53%

资料来源：WIND

财务预测

会计年度	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入 (百万)	835	793	958	1250
营业利润 (百万)	322	303	423	571
净利润 (百万)	264	289	321	404
EBITDA (百万)	378	345	464	617
每股收益 (元)	0.44	0.45	0.53	0.67
净资产收益率 (%)	5.3%	9.93%	6.2%	7.6%
每股经营现金流 (元)	0.32	0.21	0.19	0.32
市盈率(X)	32.0	33.5	26.3	20.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

1. 2008 年经营情况

主营收入保持平稳

2008 年度公司实现营业收入 7.93 亿 万元，同比下降 4.93%；利润总额 3.21 亿元，同比下降 1.02%；归属于上市公司股东的净利润 2.73 亿元，同比增长 3.57%；每股收益 0.45 元，符合预期。

高星级酒店入住率同比下降 10.5 个百分点

报告期公司酒店营运业务实现收入 4.99 亿元，占到公司主营业务收入的 63%，是公司主要的收入与利润来源。从我们的调研了解到，上海高星级酒店自 08 年 2 月开始陆续受到经济下滑的影响，之后奥运期间的入境限制对入境游市场影响较大，高星级酒店受到负面影响最为严重，9 月份开始蔓延的金融危机对行业产生的负面影响最为持久也最为严重，年末上海四五星酒店的入住率平均仅在 35-40%之间，行业整体处于亏损状态。

反映在公司的报表上，公司下属四家高星级酒店 08 年客房平均出租率仅为 67%，同比下降 10.5 个百分点，其中下半年平均为 61.2%，比上年同期减少 17.3 个百分点。全年平均房价为 1026 元，比上年下降 0.9%；其中下半年平均为 1003 元，比上年同期下降 1.5%。分酒店来看，锦江汤臣由于客房装修、浦东地区商务客源较多，地区竞争激烈等原因，08 年净利润下降达 49%，其他三家高星级酒店表现相对较好，在上海高星级酒店中总体处于中上水平。海仑客房改造完成后入住率和房价均有一定提高，年内净利润出现 14.9%的正增长。

表 1：锦江股份下属高星级酒店近年经营情况

单位：万元，%

	2005	2006	2007	2008
锦江汤臣 50%				
主营业务收入	21630	23957	22090	19157
同比		10.8%	-7.8%	-13.3%
净利润	4601	4928	4034	2044
同比		7.1%	-18.1%	-49.3%
扬子江 40%				
主营业务收入	28200	28969	27045	23528
同比		2.7%	-6.6%	-13.0%
净利润	4625	5354	5360	4471
同比		15.8%	0.1%	-16.6%
海仑 66.7%				
主营业务收入	13512	14423	18303	17593
同比		6.7%	26.9%	-3.9%
净利润	2069	2236	2449	2813
同比		8.1%	9.5%	14.9%
建国 66.7%				

主营业务收入	14189	14148	16127	15921
同比		-0.3%	14.0%	-1.3%
净利润	2193	1923	2449	2310
同比		-12.3%	27.4%	-5.7%
武汉锦江 50%				
主营业务收入			1773	4433
同比				150.0%
净利润			-6018	-6609
同比				9.8%

资料来源：东方证券研究所

武汉锦江市场开拓较慢。作为一家 07 年 7 月新开业的五星级酒店，武汉锦江定位于武汉高档市场，由于金融危机、开业初期费用较多等影响，08 年该酒店的亏损额高达 6609 万元，影响每股收益 0.05 元，亏损额度大于我们的预期。

酒店管理业务受到负面影响较小

截止 08 年底，公司签约管理的星级酒店达 100 家，客房数超过 2.9 万间，保持平稳小幅增长态势。目前公司管理的星级酒店分布全国 21 个省、自治区和直辖市的 49 个城市，全国性网络基本形成。公司自建的 JREZ 订房系统继续保持快速发展，年内实现预订超过 10 万房夜，同比增长 52%，其中来自国际 IDS 和 GDS 客源占 59%。我们认为全国性网络基本形成和订房系列的持续增长是公司酒店管理业务核心竞争力提高的重要标志，这也将成为公司应对金融危机的重要砝码。从经营效益来看，08 年该业务受到金融危机影响相对有限，报告期酒店管理业务实现收入 8923.5 万元，基本持平，酒店管理公司实现净利润 4322 万元，同比增长 9.4%，折合每股收益 0.07 元。

上海肯德基单店盈利下降 13.2 万元

公司持股 49% 的上海肯德基有限公司全年实现营业收入 21.3 亿元，比上年增长 16.5%，报告期末餐厅总数为 233 家，同比增长 11.5%，净利润 1.5 亿元，同比下降 7.3%；单店净利润 64.9 万元，较上年下降 13.2 万元。调研了解到，虽然肯德基积极推出新产品使得主营收入保持正增长，但人工成本和促销费用上升造成年内整体增收不增利。

相对而言苏锡杭肯德基的经营情况更好一些。08 年度苏锡杭肯德基实现收入 42.3 亿元，同比增长 16.7%，实现净利润 4.5 亿元，同比增长 9.9%，净利润率 11.8%，较上海提高 4.7 个百分点。苏锡杭肯德基覆盖范围更广，地区密度远小于上海地区，致使其单店盈收好于上海是主要原因。

公司其余连锁餐饮业务总体出现增长态势，但目前对净利润贡献仍较小。

表 2：上海肯德基近年经营情况

单位：家，万元，%

上海肯德基 49%	2003	2004	2005	2006	2007	2008
门店数量	112	143	170	191	209	233
同比		27.7%	18.9%	12.4%	9.4%	11.5%

收入	105005	131201	136255	154366	183062	213269
同比		24.9%	3.9%	13.3%	18.6%	16.5%
单店收入	938	917	802	808	876	920
净利润	9047	10596	10452	13447	16319	15120
同比		17.1%	-1.4%	28.7%	21.4%	-7.3%
净利润率	8.6%	8.1%	7.7%	8.7%	8.9%	7.1%
单店净利润	80.8	74.1	61.5	70.4	78.1	64.9

资料来源：东方证券研究所

锦江之星净利润增长 4523 万元，增幅达 123%

在报告期内，公司分别持股 20% 的锦江之星旅馆有限公司与上海锦江国际旅馆投资有限公司发展较快，截至 2008 年底，营运和筹建中的锦江之星旅馆共有 360 家（其中 7 家为百时品牌连锁店），客房数超过 4.8 万间。锦江之星门店已遍及中国 29 个省、自治区和直辖市的 98 个城镇。报告期内，锦江之星被亚洲酒店论坛中心评为“中国最佳经济型连锁酒店”荣誉称号。从经营指标来看，08 年度锦江之星的管理和投资公司共盈利达 8210 万元，同比增长 123%，贡献权益利润 1640 万元，折合每股收益 0.03 元。

长江证券分红收益 5093 万元，折合每股收益 0.08 元

报告期公司因持有 1 亿股长江证券股权分红获得收益 5093 万元，出售可供出售金融资产获得收益 1669 万元，两者合计达 6762 万元，折合每股收益 0.12 元。此项收益的增长是 08 年公司保持净利润平稳增长的主要原因。

2. 2009 年展望

二季度开始上海高星级酒店入住率有望快速提高

从 09 年的情况看，全国入境市场恢复较慢（根据国家旅游局的统计，09 年 1-2 月，全国接待入境旅游者人数 1973 万人次，同比下降 4.76%，过夜旅游者人次 768.55 万人次，同比下降 9.41%，实现旅游外汇收入 56.04 亿美元，同比下降 14.32%，其中入境外国人接待情况出现 20% 的负增长），1-2 月上海高星级酒店房价和入住率基本处于低位。从我们的调研看，1 月高星级酒店平均客房出租率仅 36%，2 月虽然恢复较快，基本达到 45%，但仍处于亏损状态。预计一季度高星级酒店经营性盈利较难实现。但值得一提的是，目前国内商务市场有所恢复，尤其是随着世博建设的推进，预计入境客和国内游客的人次将有较快增长，而 4 月上海即将举办 F1 比赛，将带来一定的客源。相对全国其他地区来看，我们预计二季度开始上海高星级酒店的恢复速度将明显加快。

肯德基业务进入平稳增长期

虽然 08 年上海肯德基净利润出现负增长，但我们总体对肯德基业务仍保持谨慎乐观态度。随着世博的临近，上海的出入境人次有望迅速恢复，这对肯德基业务产生较好支撑。而这几年影响公司的人工成本，目前上涨基本到位，短期内继续提高空间有限。未来随着接待人次的增长，收入和净利润有望保持小幅增长。苏锡杭肯德基由于基数仍不大，未来二年仍有望保持 10% 以上的增长。值得一提的是，上海肯德基合同将于 09 年 5 月到期，百胜集团收回一定股权的可能性较大，虽然短期内有望产生一定的投资收益，但该事件仍可能对公司股价产生一定的负面影响。

锦江之星进入快速增长期

公司对锦江之星的规划是 2010 年门店数达到 600 家，开业数达到 400 家，目前公司没有变更的计划。从锦江之星的经营情况看，虽然经济型酒店受到金融危机的影响，但总体负面影响有限，如公司持股满 20% 的上海三家经济型酒店客房出租率 08 年平均为 91.1%，比上年减少 3.7 个百分点；其中下半年平均为 91.9%，比上年同期减少 2.8 个百分点。平均房价全年平均为 219 元，比上年下降 4.7%；其中下半年平均为 215 元，比上年同期下降 2.7%，经营情况好于行业平均水平，更远好于星级酒店。由于目前市场物业的租金下降，大部分经济型品牌可能减缓扩张的速度，我们认为这对于公司资金充沛的锦江之星反而是一次难得的机遇。考虑到目前公司成熟店和加盟店占比的迅速提高，预计 08 年开始公司业绩进入释放期，预计 09 年该业务净利润增长在 30% 以上，2010 年有望达到 50% 以上。

维持公司 09-10 年 0.53 元和 0.67 元的预测值，目前股价 09 年动态市盈率 26 倍，维持增持评级。

表 3：锦江股份利润预测表
单位：百万元

会计年度	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	835	794	958	1250
营业成本	254	249	305	324
营业税金及附加	34	33	39	51
营业费用	232	230	262	331
管理费用	186	175	216	269
财务费用	-7	-17	-21	-22
资产减值损失	-0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	186	179	265	273
营业利润	322	303	423	571
营业外收入	3	1	6	7
营业外支出	0	1	1	2
利润总额	325	321	427	576
所得税	45	33	85	144
净利润	280	288	342	432
少数股东损益	16	15	21	28
归属于母公司净利润	264	273	321	404
EPS（元）	0.44	0.45	0.53	0.67

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

杨春燕：造纸、旅游资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn