

酒店 III



刘璐丹

餐饮旅游行业研究员

021-3856 5944

锦江股份 (600754)

酒店、餐饮业务景气度下滑
投资收益确保利润平稳

推荐 (维持)

市场数据

报告日期	2009-4-14
收盘价(元)	15.07
52周最高/最低(元)	15.26/6.96
总股本(百万股)	603.24
流通股本(百万股)	603.24
总市值(百万元)	9090.84
流通市值(百万元)	9090.84
每股净资产(元)	4.56

主要财务指标

会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E	2009 中报
营业收入(百万元)	793.63	812.00	906.00	935.26	386.667
同比增长(%)	-4.93%	4.50%	11.60%	3.23%	-3.70%
净利润(百万元)	273.20	391.00	339.00	360.49	253.361
同比增长(%)	3.57%	44.90%	-13.20%	6.34%	53.97%
毛利率(%)	68.68%	70.00%	70.80%	69.49%	69.57%
净利率(%)	34.42%	48.20%	37.40%	38.54%	65.52%
每股收益(元)	0.45	0.65	0.56	0.60	0.42
每股经营现金流(元)	0.21	0.18	0.15	0.16	0.20

股价走势



投资要点

事件:

2008 年公司实现营业收入 79363 万元, 同比增长 -4.93%; 实现利润总额 32124 万元, 同比增长 -1.02%; 实现归属上市公司股东净利润 27320 万元, 同比增长 3.57%; 扣除非经常性损益项目的净利润为 24156 万元, 同比增长 17.79%; 实现每股收益 0.45 元。

拟定的股利分配方案为: 拟以总股本 60324 万股为基数, 向全体股东每 10 股派发人民币 3.50 元现金红利 (含税)。

点评:

相关报告

《安全边际明确的世博增长股》2009-3-31

《法人股是 09 年业绩的保证》2009-2-13

- 高星级酒店景气度下滑, 直接导致收入下降。收入、净利润结构基本与 07 年相当。关注两个特点: 上海肯德基净利润同比下降, 上海肯德基投资受益占比也有所下降; 酒店管理业务在收入基本持平的情况下, 利润增长, 净利润占比有所提高。
- 高星级酒店净利润大幅下滑; 酒店管理净利率显著提升; 餐饮品牌多为增收不增利, 利润同比下降; 上海肯德基利润 3 年来首次下降, 肯德基净利率下半年大幅下降; 公司本期分红和小非解禁共计获利 6762 万, 贡献每股收益 0.11 元。
- 我们认为 09 年高星级酒店行业整体将在 08 年底基数基础之上实现正增长, 公司的酒店营运、管理两项业务均将受益; 而 2010 年世博年间, 公司业绩可明确受益世博会, 酒店、餐饮均实现理想增长。我们仍维持对公司 09、10 年的盈利预测不变, 预计 09~10 年每股收益分别为 0.65 元、0.56 元。
- 目前股价对应 09 年动态 PE 为 23 倍。扣除 09 年中亚饭店 45%、肯德基 7% 股权转让收益, 经营性业务对应的每股收益为 0.40 元。维持“推荐”评级。长、短期均给予“推荐”评级。

➤ 酒店景气度下滑，直接导致收入下降

表 1、锦江股份主要财务数据

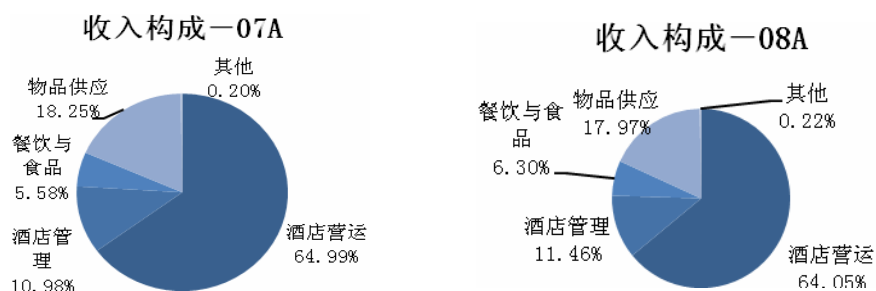
项目（%）	2007A	2008A
主营收入增长率	7.44	- 4.93
营业利润增长率	24.24	- 1.02
净利润增长率	21.21	3.57
毛利率	69.52	68.68
营业利润率	38.51	38.18

资料来源：兴业证券

公司收入小幅下滑 5%，主要是收入占比较大的酒店营运、物品供应收入均同比下滑了 6.2%。

从收入结构来看，基本与 07 年相当。餐饮业务和酒店管理的收入较为稳定，在总收入下降的情况下收入占比提高。

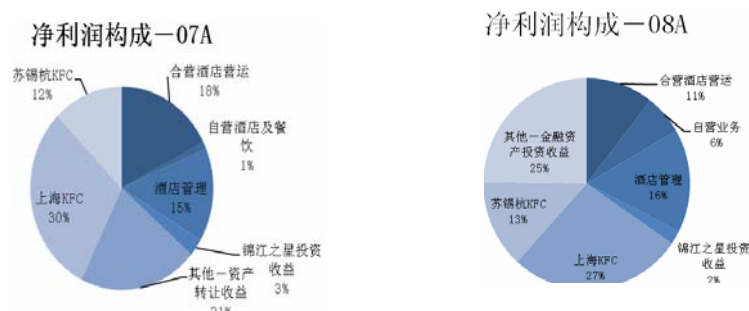
图 1、主营收入构成



数据来源：公司公告、兴业证券研发中心

➤ 净利构成未明显变化，非持续净利占比为 25%。

图 2、净利润构成



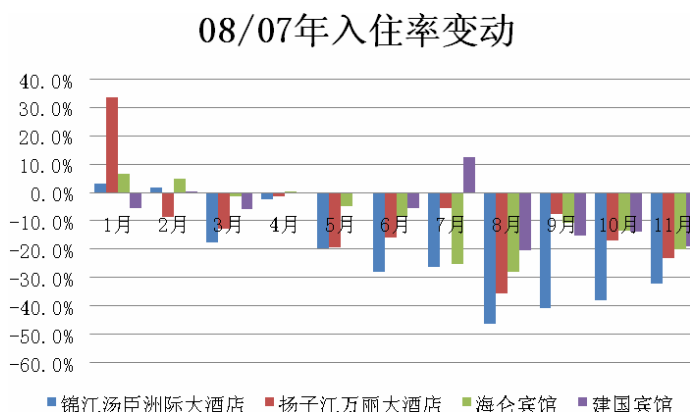
数据来源：公司公告、兴业证券研发中心

由上图可见，锦江股份 08 年净利润构成与 07 年相比未有明显变化；但仍有两个特点值得注意：上海肯德基净利润同比下降，上海肯德基投资受益占比也有所下降；酒店管理业务在收入基本持平的情况下，利润增长，净利润占比有所提高。

➤ 酒店营运：景气度下滑，高星级酒店收入、净利润同比较大幅度下

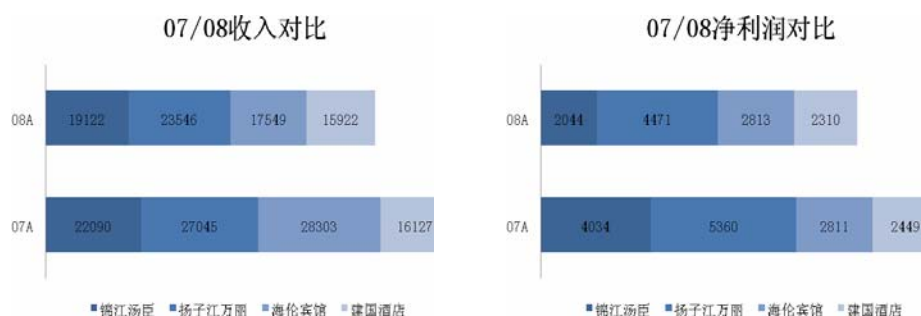
滑。

图 3、高星级酒店入住率 08/07 同比大幅下滑



数据来源：兴业证券研发中心

图 4、四家高星级酒店收入、净利润同比下降



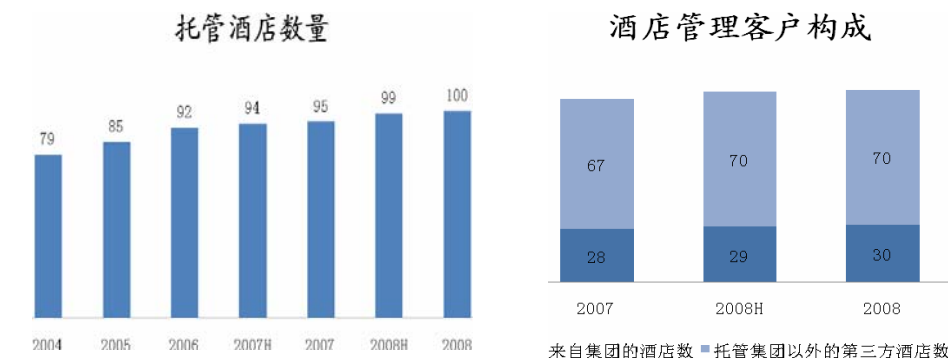
数据来源：兴业证券研发中心

由于下半年高星级酒店入住率快速下滑，公司四家高星级酒店合计净利润同比下滑 21%。其中锦江汤臣酒店受影响最大，净利润下滑近一半（49%）。而四星级酒店则相对较好，海伦宾馆净利润持平，建国饭店下滑了 6%。

➤ 酒店管理：收入同比持平，但利润率显著提升。

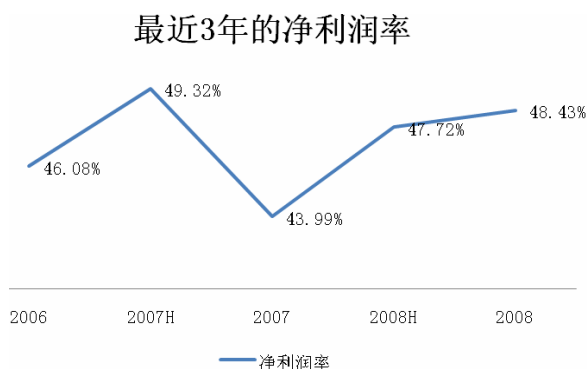
截至年底，酒店管理公司与 100 家酒店签订了管理合同；08 年内新增 5 家签约管理酒店，其中来自集团的客户新增 2 家，合计达到 30 家；来自第三方客户新增 3 家，总数达到 70 家。

图 5、酒店管理业务拓展情况



数据来源：兴业证券研发中心

图 6、酒店管理 08/07 净利润率显著提高



数据来源：兴业证券研发中心

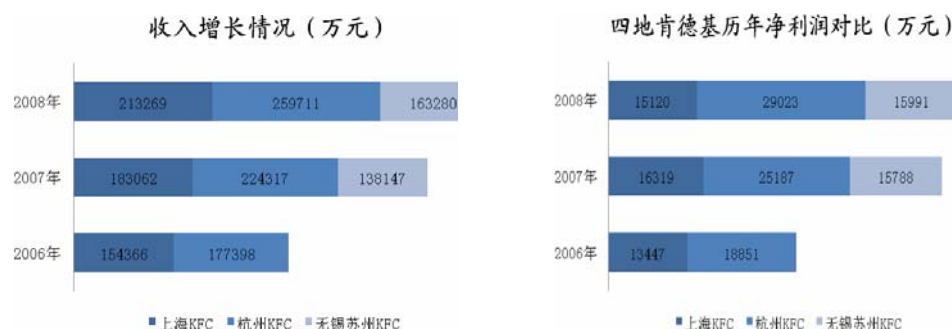
由于净利润率提高，尽管酒店管理业务的收入为 8924 万元，基本与 07 年 8983 万持平，净利润却同比增长了 9.4%。

酒店管理业务净利率变动较大，主要与当期新开业酒店数量相关。随成熟店占比增加，净利润率仍有进一步提升的空间。

➤ 肯德基投资：上海肯德基利润 3 年来首次下降，肯德基净利率下半年大幅下降

总体来看，四地肯德基收入仍保持增长，但全年利润增长显著放缓，上海肯德基净利润三年来首次同比下降。

图 7、四地肯德基收入、净利润对比



数据来源：兴业证券研发中心

表 3、四地肯德基净利率不同程度下滑

净利率	2006 年	2007 年	2008 年	2008H
上海 KFC	8.71%	8.91%	7.09%	8.18%
杭州 KFC	10.63%	11.23%	11.18%	11.62%
无锡苏州 KFC		11.43%	9.79%	10.75%

资料来源：兴业证券

上海肯德基 08 年净利润率下滑了 1.82 个百分点，直接导致收入增长 16.5%，而净利润同比下滑 7%。无锡、苏州肯德基净利润率也有大幅下滑，两地合计收入同比增长 18%，但净利润仅同比增长 1%。杭州肯德基表现最好，净利率仅小幅下滑，净利润仍有 15% 增长。

通过与半年报比较，可以看到净利率应主要是在下半年出现了大幅下滑。究其原因，我们认为主要有两点：

- 1、下半年伴随通胀探顶、消费欲望下降，肯德基进行了一系列套餐降价优惠活动，这些优惠大大降低了毛利率；
- 2、参考其他服务型企业 08 年费用状况，新劳动法实施增加了企业用工成本，08 年人工成本有较大上升。

➤ 其他餐饮：主要品牌利润同比下降

表 4、其他餐饮投资收入、净利润变动

品牌（股权比例） 单位：万元	2007A	2008A	收入变动	2007A	2008A	净利润变动
新亚食品厂（100%）	3254	3059	-5.99%	371	208	-43.94%
锦江同乐（51%）	1181	1682	42.42%	-533	-471	11.63%
新亚大家乐（50%）	20181	20,817	3.15%	6	6	0.00%
新亚富丽华（41%）	5446	7056	29.56%	239	401	67.89%
吉野家（40%）	3703	5739	54.98%	-190	-332	-74.74%
静安面包房（30%）	7841	8264	5.40%	624	533	-14.58%
合计	41606	46617	12.04%	517	345	-33.22%

资料来源：兴业证券

除富丽华净利润同比增长 68% 以外，其他品牌均“增收不增利”。吉野家收入增长 55%，亏损幅度加大到 -332 万，主要是 2 家新店开业增加一次性费用。肯德基外的其他餐饮投资合计收入是同比增长 12%，而净利润下滑了 33%。我们认为净利润下滑依然与前三季度 CPI 较高、人工成本大幅增长相关。

➤ 投资收益：分红 + 小非解禁获利 6762 万，贡献每股收益 0.11 元

表 5、年内所获分红收益

证券	证券简称	初始投资额（万元）	占该公司股权比例	报告期内损益（所获现金股利，万元）
000783	长江证券	15,603	6.01	5,031.87
002186	全聚德	80	0.48	36.00
600655	豫园商城	173	0.085	5.15
601328	交通银行	100	0.002	20.04
合计				5,093.06

资料来源：公司公告、兴业证券

公司 08 年获现金分红 5093 万，主要来自 1 亿股长江证券现金股利（5032 万）。

表 6、证券投资收益

	期初股份数量 (万股)	报告期卖出股份数 量(万股)	期末股份数量 (万股)	产生的投资收益 (万元)
上海电气	131.76	131.76	0.00	894.06
全聚德	100.00	32.50	67.50	689.68
同达创业	33.00	13.00	20.00	85.72
二级市场 投资收益				1669.46

资料来源：公司公告、兴业证券

公司通过在二级市场抛售法人股，获得投资收益 1669 万，贡献了每股收益 0.03 元。

表 7、截至 08 年底锦江持有的法人股

	08 年 Q4 期末持有量 (万股)	成本价(元/股)	解禁日期
长江证券	10063.75	1.46	2010 年 12 月 27 日
全聚德	67.50	1.18	已解禁
上电股份	18.00	3.67	已解禁
同达创业	20.00	1.63	已解禁
豫园商城	51.53	3.36	已解禁
交通银行	80.14	1.25	已解禁
申万	1108.86	0.90	

资料来源：公司公告、兴业证券

截至年底，锦江仍持有较多的法人股，这些法人股也能够行业景气度欠佳的情况下成为“业绩稳定器”。长江证券的一亿股股份将在 2010 年底解禁。

➤ 预计 09~10 年每股收益为 0.65 元、0.56 元，维持“推荐”评级。

我们认为 09 年高星级酒店行业整体将在 08 年低基数基础之上实现正增长，公司的酒店营运、管理两项业务均将受益；而 2010 年世博年间，公司业绩可明确受益世博会，酒店、餐饮均实现理想增长。我们仍维持对公司 09、10 年的盈利预测不变，预计 09~10 年每股收益分别为 0.65 元、0.56 元；目前股价对应 09 年动态 PE 为 23 倍。扣除 09 年中亚饭店 45%、肯德基 7% 股权转让收益，经营性业务对应的每股收益为 0.40 元。维持“推荐”评级。长、短期均给予“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% 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。