

社会服务行业

报告原因: 投资者见面会

2009 年 4 月 20 日

市场数据: 2009 年 4 月 17 日

总股本(亿股)	6.03
流通股本(亿股)	6.03
流通市值(亿元)	94.07
1 年内最高最低价(元)	15.8 / 6.80

基础数据: 2008 年 12 月 31 日

资产负债率	12.23%
毛利率	68.68%
净资产收益率	9.93%

相关研究:

分析师:

加丽果

010-82190386

jialiguo@sxzq.com

联系人:

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

请务必阅读正文之后的特别声明部分

锦江股份 (600754)

世博带来的春天正徐徐走来

买入

首次评级

公司研究/调研简报

投资者见面会概述

4 月 16 日, 我们参加了主要由锦江股份首席执行官陈灏先生主持的投资者见面会, 陈灏先生就公司 2008 年的经营情况和 2009 年的经营目标进行了详细的阐述, 并对 2010 年即将在上海召开的世博会给锦江股份带来的机遇进行了客观的评价和预测, 对于世博会后的锦江股份, 如何面对上海酒店业供过于求的严重竞争情况也给予了一定的应对措施。对于市场上比较关注的公司为何出售上海肯德基 7% 的股权和出售中亚饭店 45% 的股权和新亚大家包今后的走势, 公司经理层也给出了合理的解释。我们认为, 锦江股份作为中国本土酒店管理的王者, 公司现金流充沛, 资产负债率较低, 经营稳健, 分红政策良好, 追求不断创新, 拥有将近 16 亿的可供出售金融资产令公司在今后的兼并收购战略上可防可攻, 锦江股份也将是世博会的直接受益者之一, 我们估计世博会将会给公司现有的酒店运营业务和餐饮业务 2010 年带来约 10%-20% 的盈利增长。公司最近一年股价走势已经高于大盘, 已走出一上升通道。综合以上分析, 我们给予公司首次评级为“买入”。

见面会要点

1. 2008 年经营情况回顾和分析

- 受金融危机、地震及雪灾的影响, 2008 年公司酒店投资业务同比减少将近 30%, 酒店管理业务和餐饮服务业务成长性良好, 分别同比增长 11.3% 和 1.2%。
- 经营稳定但有所发展, 持续回报仍要坚持。从 2004 年到 2008 年公司的分红比例都在 85% 以上, 虽然在金融危机中强调现金为王, 但公司管理层表示, 比较好的给予投资者的回报即分红政策还是要坚持。
- 公司客房出租率始终高于上海同类酒店水平, 尤其是四星级酒店海仑宾馆的 REVPAR 在上海 40 多家四星级酒店中排名第一。
- 锦江之星旅馆公司, 截止 2008 年底, 已经获准筹建 360 家, 开业经营达到 240 家, 盈利和回报能力估计会逐年增强。在 2008 年四季度的 REVPAR 指标已经超过如家两元。
- 酒店管理方面, 2008 年新签 13 家。目前管理的星级酒店有 100 家, 其中 70 家是第三方委托投资管理, 其余的是锦江集团投资的酒店。酒店管理方面目前压力不小, 计划 2009 年新签酒店管理还是不少于 2000 间客房。积极应对金融危机需要不断加强开源节流。

- 餐饮方面是稳定增长，逐渐步入良好渠道。大家乐门店2008年实现扭亏为盈，肯德基仍是利润主要来源。

2. 2009年公司面对金融危机的发展策略和经营计划

首先是餐饮方面整合问题

- 对于为何要出售公司利润主要来源之一的上海肯德基7%的股权及今后肯德基的扩张速度，公司管理层表示，出售7%的股权是由于肯德基的合作期限到期，公司与相关各方为了获得持续经营权进行长期艰苦谈判而形成的结果，静态的来看，公司每年减少约1000万利润，但是用折现的方法计算，公司挂牌出售价格大约为8000万，出售得到的价格要高于10年的净利润加成本用直线法折现下来的价值。公司表示，肯德基开店数量一直会加大，但利润的增长幅度会非常平稳，不会出现跨越式增长，一方面因为公司的人工成本会持续增长，更重要的是，公司的加盟费从原来的5%已经提高到6%，和别的公司相比，原来1%的加盟费优势已经不存在。
- 对于为何要转让45%中亚饭店股权问题，公司管理层表示，由于中亚饭店的合作方变为了民营企业，民营企业的经营思路和公司的经营思路有一定的分歧，并且中亚饭店的利润情况也一直不容乐观，尤其是和民营企业合作后，利润情况更是下降到2008年亏损到1200万，历史上，中亚饭店最好业绩也是利润为100万，所以出售中亚饭店得到7000万现金，用于公司最好的盈利业务是比较好的选择。
- 对于为何受让新亚大家乐25%的股权，公司管理层表示，大家乐在香港市场比较好，但在华南地区做的比较差，新亚大家乐公司在公司的管理下转型做新亚大包的两家门店尝试中，2008年已实现扭亏为盈。公司把大家乐门店部分转让出去，将转型做新亚大包，对两家公司都是利好。受让后，公司持股75%后，将可以提高管理效率，公司将来会在董事会层面参与公司决策管理。

其次，酒店投资方面面对出租率下滑要采取的措施

- 2009年一季度，上海酒店业并无复苏迹象。针对这种情形，公司的应对策略首先是加大国内会议、项目资源和商务市场营销力度；其次是降低采购成本，建立网上采购平台，争取2009年上海地区所有酒店都进行网上大宗采购；第三，合理控制人工成本。



第三，关于锦江之星的扩张速度问题

- 锦江之星扩张速度于2010年要达到600家的计划不变，靠目前的模式要从360家扩张到600家有点困难，公司不排除未来使用兼并收购扩大规模，公司估计2012-2013年锦江之星的利润可达到转折点，迈入成熟期。

3. 关于 2010 年世博会给公司带来的机遇

- 公司将管理世博园区公寓酒店900间客房。
- 上海地区公司全部酒店都要进入世博会招标酒店，公司有一定的招标竞争优势，因为世博会订房中心主任原是公司工作人员。
- 对于世博会带给公司酒店业能否大幅度提升，公司管理层认为由于竞争的激烈和上海酒店业供过于求的情况，出现一定的增幅是可以期待的，但大幅的增长是不太可能的。

4. 对于世博会后公司酒店业的发展前景问题

- 公司管理层对上海星级酒店世博会后供过于求的情况表示了一定的担忧，认为确实是个严峻的问题，但他们还是表示，由于中央要求2020年以前要把上海建成两个中心（金融中心和航运中心），将会给上海的酒店业带来商机，公司将进一步加强品牌建设，加大国际影响力度，迎接新的商机到来。

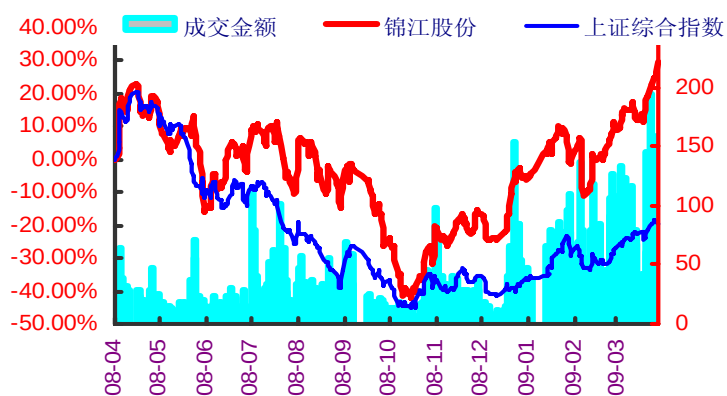
5. 关于公司大概 16 亿可供出售金融资产的处置问题

- 公司管理层表示要看公司发展战略的需求来处置，这部分资产的成本只有两亿左右，公司未来要做大做强，手段之一可能是要兼并收购，这部分资产随时可以处置，随时可以用于兼并收购，这样收购做大做强不增加公司的财务成本，不影响公司当前收益，战略规划的实施决定了金融资产处置的速度、时间和顺序。

6. 关于公司是否实施股权激励问题

- 公司认为股权激励可以加强约束和激励机制，公司未来一定会实施股权激励，只是激励方法上要做到首先对股民无不利影响；其次，对公司的利润要无影响，不增加公司的负担；第三，要达到激励和约束的双重目标。

一年内公司股价与大盘对比走势



投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。