

锦江股份 600754. SH



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

值得期许的上海酒店龙头

投资要点

- 08年业绩基本符合预期。08年实现营业收入7.94亿元，同比下降4.93%；实现股东净利润2.73亿元，同比增长3.57%，每股收益为0.45元。净利润增长的主要原因在于长江证券分红和出售股票获得收益等所致。
- 09年一季度业绩略好于预期。公司一季度实现营业收入1.69亿元，同比下降15.5%；实现股东净利润0.99亿元，同比增长43.9%，每股收益为0.16元，略好于我们的预期。
- 公司酒店投资运营受金融危机影响明显。作为公司的核心业务之一，08年，酒店投资运营业务的营业收入为4.99亿元，同比下降6.19%。旗下四、五星级饭店的房价和出租率均出现不同程度下滑。同时，公司旗下店面的装修改造也影响了公司业绩。
- 酒店管理基本保持稳定。作为中国最具竞争力本土酒店品牌，其酒店管理业务日益成为公司的重点之一。截至08年底，公司新签的酒店管理合约13家，酒店管理家数到达100家，管理客房超过2.9万间，比07年底净增加5家酒店，同时，公司的第三方托管及“JREZ”建设也正逐步深化。
- 餐饮食品业务仍是公司一大看点。08年全年公司旗下的餐饮品牌仍保持了良好的发展态势，虽然上海肯德基净利润同比出现下滑，但并不改变其长期利润增长的可能。
- 公司投资收益不可小觑。09年公司投资收益的好坏在一定程度上决定着其净利润的增长空间。目前公司可供出售金融资产主要包括长江证券、交通银行、豫园商城等，价值达上亿元。
- 世博效应催生行业契机。世博会无疑对酒店旅游行业是一次重要的商机，尤其是作为上海唯一一家本地旅游酒店类上市公司，锦江股份不仅将是直接的受益者，也是参与者。
- 估值与预测。锦江股份是我国最大的酒店餐饮类上市公司，未来世博会、迪士尼和上海两个中心建设，都将直接或间接对其产生利好。但是仍需看到的是目前上海酒店行业还未有回暖迹象以及短期公司存在一些不确定的风险。预计公司09、10年的每股收益将分别为0.58元和0.63元左右，对应当前股价09、10年动态PE分别为33倍和31倍。虽近期股价的上升已部分兑现其未来增长，但是基于公司的发展潜能，我们仍给予锦江股份“推荐”投资评级。

餐饮旅游-酒店 III

评级 推荐 (首次)
上次评级:

目标价格
上次预测:

当前价格 ¥18.96
2009.5.21

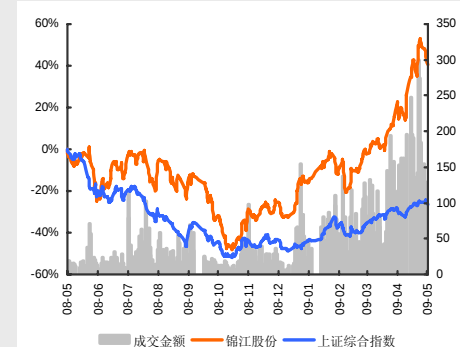
基础数据

总市值(百万元)	1,159
总股本/流通 A 股(百万股)	603/447
流通市值(百万元)	859
每股净资产(元)	4.56
净资产收益率(%)	7.07

交易数据

52 周内股价区间(元)	6.96-20.59
静态市盈率(倍)	42.41
动态市盈率(倍)	33.91
市净率	3.43

52 周内股价走势图

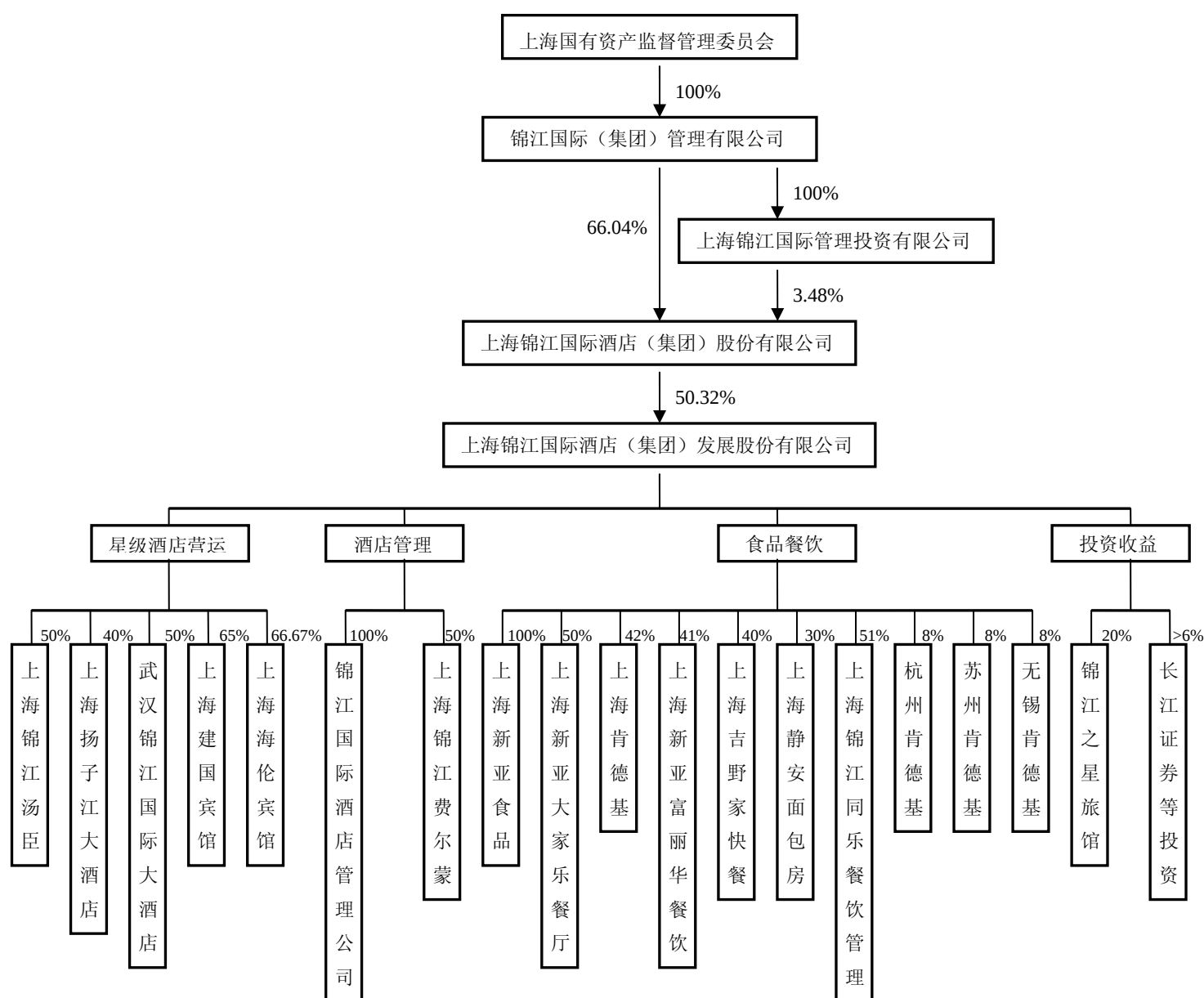


侯佳林 行业研究员
电话 021-32229888*3509
邮箱 houjialin@ajzq.com

相关报告

● 锦江股份是国内最大的酒店、餐饮业上市公司。公司利润的主要来源是酒店投资、酒店管理和餐饮三块业务。在酒店投资方面，公司拥有星级酒店为12家，其中11家位于上海，1家位于武汉，08年酒店投资业务利润占比20.56%；截止08年底，公司签约管理的星级酒店已达100家，利润占比17.61%；在餐饮业务方面，公司拥有上海肯德基42%股权及少数苏州、无锡、杭州肯德基股权和一系列中式餐饮公司的股权，利润占比58.14%；另外，公司通过参股锦江之星积极开拓经济型酒店管理业务，截止08年底其门店总数已达360家，实际经营240家，利润占比3.70%。公司的发展战略是通过实施“国际化、品牌化、市场化”，以星级酒店管理业务为发展方向，并将通过锦江之星旅馆有限公司参与经济型酒店管理业务，继续拓展连锁中西快餐的投资经营，提升公司在‘管理、品牌、网络、人才’等方面的核心竞争能力。

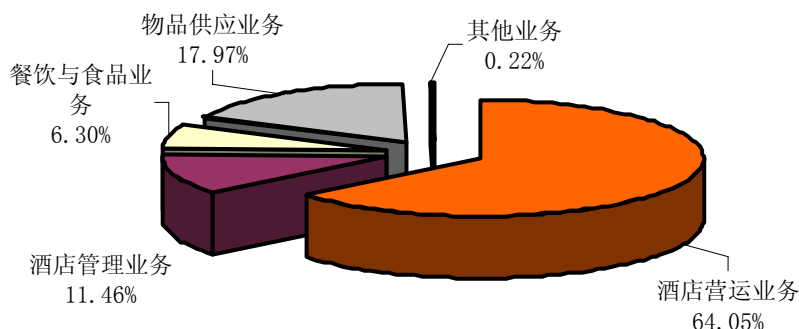
图1 公司主要股权结构情况



数据来源：上市公司年报，爱建证券研发部整理

● **08年业绩基本符合预期。**公司08年实现营业收入79,363万元，同比下降4.93%，实现归属于上市公司股东的净利润27,320万元，同比增长3.57%，扣除非经常性损益后为24,156万元，同比增长17.79%。基本每股收益为0.45元，同比增长3.57%，基本符合我们的预期。营业收入下降而净利润增长的主要原因在于公司可供出售金融资产收益同比大幅增长92%和公司实际税率由07年的32.4%下降至08年的23%所致。但是仍须认识到公司08年的四大主营业务缺乏亮点，除餐饮与食品业务收入同比增长6.96%以外，其他几项业务收入都在不同程度上出现收入下滑的局面。从这一定程度上也体现出了此次金融危机对旅游酒店行业所带来的负面影响。

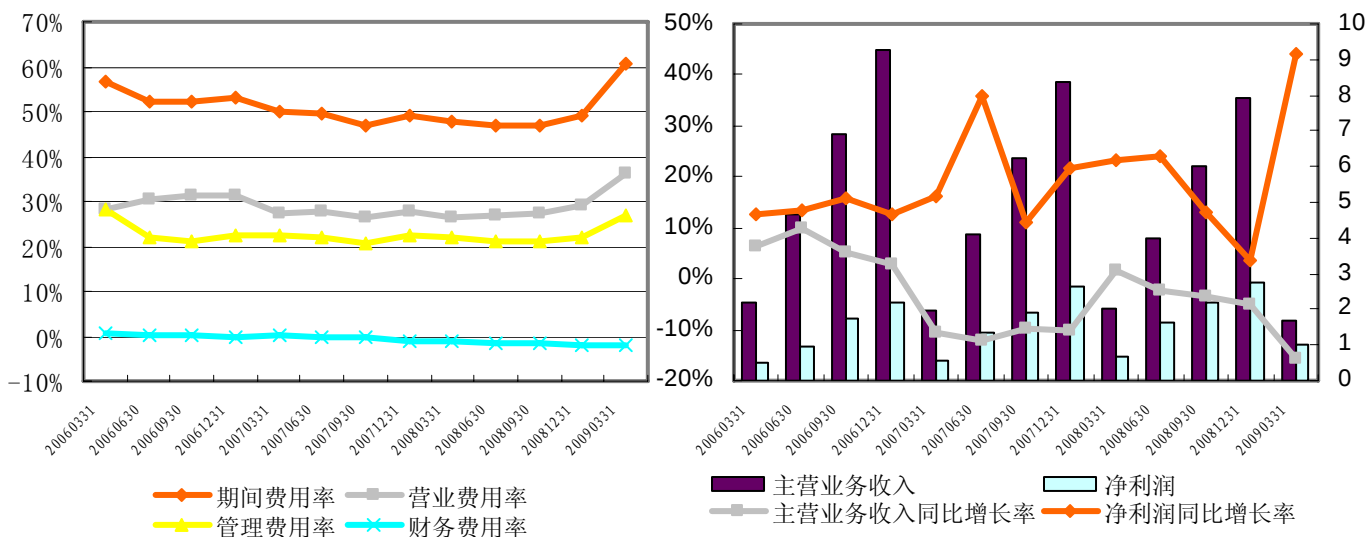
图2 08年各业务占销售收入的比重



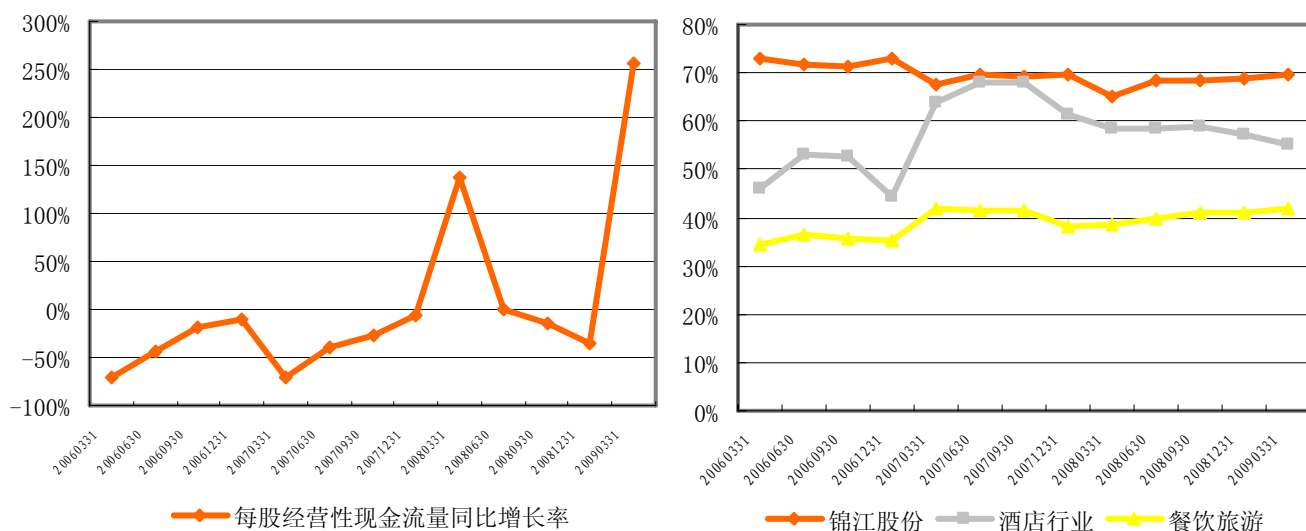
数据来源：上市公司年报

● **一季报业绩略好于预期。**公司实现营业收入16,891万元，同比下降15.5%，实现营业利润12,009万元，同比增长51.5%，实现归属于上市公司股东净利润9,914万元，同比增长43.9%，基本每股收益0.16元，较去年同期0.11元同比增长43.92%，略好于我们的预期。净利润出现增长的主要原因在于公司一次性股权转让中亚饭店与上海肯德基的部分股权收益贡献近1.5个亿。此外，公司目前还拥有长江证券大约1亿股左右的股份，约占总股本的6%左右。因此，在目前酒店行业较为低迷的情况下，预计公司09年仍将会获得一定的投资回报。

组图3-4 公司盈利水平与期间费用变化



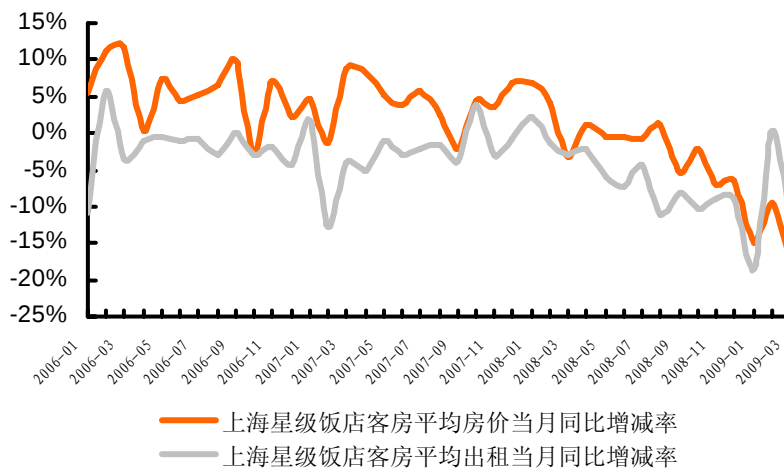
组图5-6 公司每股经营性现金流与销售毛利率变化



数据来源：WIND资讯

● **酒店投资营运受金融危机影响明显。**公司的酒店投资营运业务受金融危机影响比较严重，旗下的四星、五星以及低级别的酒店都出现了平均房价和出租率的不同程度下滑。尽管近些年公司旗下星级酒店入住率表现始终是优于市场平均水平的，但由于受酒店市场整体景气度下滑的负面冲击，公司这方面的营业收入同比下降了6.19%，尤其是武汉锦江大酒店目前仍处在扭亏为盈阶段。同时，08年公司还投资约2,728万元用于对新亚大酒店、新城饭店、南京饭店、东亚饭店、闵行饭店、建国宾馆等的装修改造，预计09年仍然会有酒店开展相应规模的装修改造，会给公司短期业绩造成一定的压力。不过，令人可喜的是锦江之星经济型酒店发展较为快速，截至08年年底，在运营和筹建中的锦江之星旅店达到了360家房间数超过4.8万间，其中，实际经营240家，08年业务利润占达3.70%。

图7 上海星级饭店客房平均房价和出租当月同比增减率



数据来源：WIND资讯

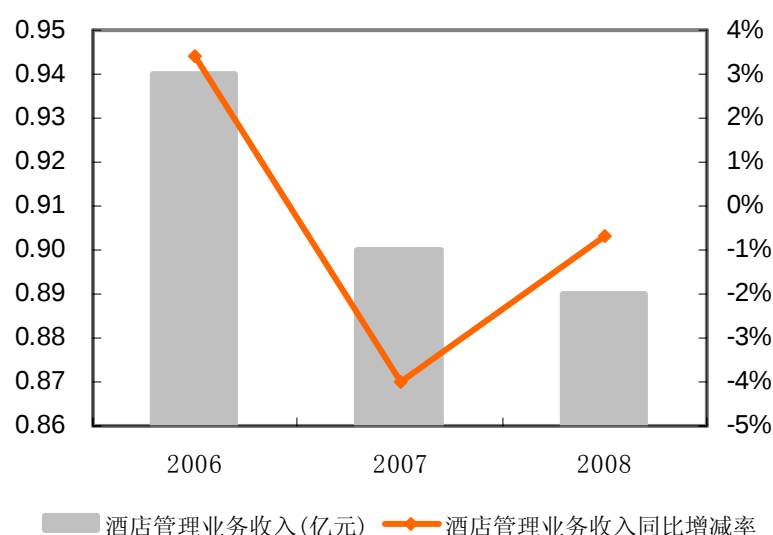
表1 公司星级酒店运营情况

四星级酒店							
08年出租率	同比增减	平均房价	同比增减	09年一季度	同比增减	平均房价	同比增减
67%	-10.5%	1,026	-0.9%	49%	-23%	860	13%
低星级酒店							
08年出租率	同比增减	平均房价	同比增减	09年一季度	同比增减	平均房价	同比增减
62.3%	-8.1%	312	0.5%	50%	-6%	288	-5%

数据来源：爱建证券研发部整理

● **酒店管理基本稳定。**08年度公司星级酒店管理业绩基本保持稳定，实现营业收入8,923万元，同比小幅下降0.66个百分点。以规模和盈利水平而言，锦江酒店管理公司在内资酒店管理者中始终居于前列。截至08年底，公司新签的酒店管理合约13家，酒店管理家数到达100家，管理客房超过2.9万间，比07年底净增加5家酒店。非常值得一提的是公司管理酒店的第三方来自非集团的数量达到70家，占整体比例的70%，进一步扩大了第三方托管比例，公司履约管理的星级酒店也逐步扩展到全国21个省、自治区和直辖市的49个城市，体现出其较强的管理输出能力。在网络营销方面，公司继续推进中央预订渠道“JREZ”的建设，08年全年实现预订已超过10万间夜，同比增长52%，来自国际IDS和GDS客源占59%。事实上，酒店管理一直是锦江股份未来工作的重点之一，特别是锦江国际在H股上市之后，能够较为清晰的划分锦江股份与锦江国际在主业上的分工关系。预计公司酒店管理业务的增长有望继续受益于已签约的筹建中酒店的陆续开业和第三方合约拓展。

图8 酒店管理业务收入（亿元）与同比增减率



数据来源：上市公司年报

● **餐饮食品是公司一大看点。**公司餐饮食品业务08年全年实现收入4906万元，同比增长6.96%。其中，公司持股40%的上海吉野家快餐有限公司和持股30%的上海静安面包房的发展速度相对较快，08年餐厅总

数分别达到21家和72家，新开门店分别为9家和7家。不过，公司餐饮中最大的看点仍是来自上海肯德基的经营，上海肯德基08年末餐厅总数为233家，年内净增24家门店；实现营业收入213,269万元，比上年增长16.5%，净利润却同比下降7.3%至15,120万元。净利率下降1.8个百分点的原因在于08年品牌使用费上涨、门店续约租金上涨和上半年物料及运输成本上涨。预计09年仍然会有续约工作进行，且经济形势不好下，销售同店增长存在下降可能。尽管如此，公司餐饮食品业务总体上保持了相对较好的盈利能力。

表2 公司主要控股餐饮企业情况

主要控股餐饮公司	08年营业收入(万元)	同比增长率
新亚大家乐	20,814	3.1%
静安面包房	8,267	5.4%
锦江同乐餐饮	1,682	42.5%
吉野快餐	5,739	55%
上海肯德基	213,269	16.5%

数据来源：上市公司年报

● **投资收益仍不可小觑。**公司可供出售的金融资产是其资产净利润的一大来源，为公司持续扩张提供了良好的现金支持。09年3月公司挂牌转让中亚饭店45%股权，获利8387万元。同月，与上海肯德基的续签也确定下来，公司持股比例下降7%，重大不确定性风险得到释放。预计转让予合作方的7%的股权约为公司带来5000万左右的收益。目前公司可供出售的金融资产主要还包括持有长江证券、全聚德、豫园商城、交通银行等股票的资产，由于今年以来的行情回暖，公司这部分账面价格大约有16亿元左右。无论是从分红角度还是消费抛售，都将给公司带较为丰厚的收益。这也许是公司在未来扩张道路上较其他公司所独具的优势所在。另外，仍需要认识到公司通过参股20%锦江之星旅馆有限公司和20%的锦江之星投资公司来参与锦江之星经济型酒店的管理业务，获得了一定的利润回报。

表3 公司主要投资收益情况

被投资公司	出售股数 (万股)	出售金额 (百万元)	08年末股数 (万股)	股票 现价	市值 (百万元)	成本 (百万元)	浮盈 (百万元)
长江证券	—	—	10064	15.58	1567	147	1420
全聚德	32	7.3	68	28.62	19	1	18
同达创业	13	1.1	20	14.38	2.8	1	1.8
豫园商城	—	—	62	18.83	11.67	1	10.67
交通银行	—	—	80	7.14	5.7	2	3.7
上海电气	80	9.6	0	10.57	—	0	0

注：股票现价为09年5月21日

数据来源：爱建证券研发部整理

● **世博会为公司带来契机。**众所周知，世博会是能带来较大客流量

的综合性展览盛事，估计此次世博会期间将有7000万人次的客流量，很有可能将为公司带来实质性的客流增长。而从历史上来看，世博会境外游客的比重一般是10%左右，由于金融危机，上海世博会预计会有5%左右，也就是350万额外增量。上海08年全年入境才600多万，因此世博会将对上海旅游和酒店市场产生较大影响。就对公司各业务而言，受益最大的仍是其酒店运营业务，如按目前星级酒店平均1000元的房价来算，至少可为公司带来10%以上的营业收入，而目前公司已确定将管理世博园区内公寓酒店900套客房也将为公司提供直接收益。同时，上海地区公司全部酒店都要进入世博会招标酒店，作为东道主和本土酒店管理的王者，公司有一定的招标竞争优势。更重要的是公司还是世博会主办地唯一的一家旅游酒店上市公司，必将获得更多资金的持续关注。除此之外，迪士尼项目落户上海，也将进一步提升公司的未来价值，而上海将建设国际金融中心 and 航运中心的大战略，从长远来看也必将提升上海的商务和旅游市场的吸引力，对公司酒店餐饮业务也将起到支撑作用。

● **主要风险。**公司的风险主要体现在以下：

- 一是世博会对酒店旅游业房价和入住率的影响低于预期；
- 二是上海酒店市场回暖及武汉锦江减亏进程晚于预期等不利因素。

● **估值与预测。**锦江股份是目前国内本土酒店管理的王者，是中国最大的酒店和餐饮业上市公司，网点规模已扩展到全国21个省、市和自治区的49个城市。未来的世博会、迪士尼和上海两个中心建设都将直接或间接利好旅游酒店行业的发展，尤其是作为上海唯一一家本地酒店旅游类的上市公司，锦江股份不但将会是直接受益者，也将是参与者。但是，目前仍需看到的是上海酒店行业景气度依然处在低位，全市平均房价和出租率还没有回暖迹象，再加上需要考虑到相关风险因素可能对公司带来的负面影响以及09年公司转让股份等一次性投资收益的情况。我们预计公司09、10年的每股收益将分别为0.58元和0.62元左右，对应当前股价09、10年动态PE分别为33倍和31倍。虽近期股价的上升已部分兑现其未来增长，但是基于公司未来的发展潜能，我们仍给予锦江股份“推荐”投资评级。

表4 公司盈利预测

财务摘要	2007	2008	2009E	2010E
主营收入(百万元)	834.76	793.63	825.50	1012.30
收入同比	7.44%	-4.93%	4.02%	22.62%
净利润(百万元)	263.78	273.20	340.50	352.10
净利同比	21.21%	3.57%	24.63%	3.41%
EPS(元)	0.44	0.45	0.58	0.63
EPS 同比	25%	2.3%	28.88%	6.90%
PE(倍)	44	42	33	31

数据来源：爱建证券研发部

投资评级说明

公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内， 个股相对大盘升幅20%以上

推 荐： 预期未来6个月内， 个股相对大盘升幅5%~20%

中 性： 预期未来6个月内， 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避： 预期未来6个月内， 个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级：

强于大市：预期未来6个月内， 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性： 预期未来6个月内， 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市：预期未来6个月内， 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。