

酒店运营，金融模式决定成败

一、喜达屋的两难困境

喜达屋酒店管理集团，是全球最大的酒店管理集团之一，主要定位于高端市场，旗下品牌包括豪华酒店 St. Regis（瑞吉酒店）、The Luxury Collection、W 酒店、威斯汀酒店、Le Meridien（皇家俱乐部）、Sheraton（喜来登酒店），以及中档酒店 Four Points（福朋喜来登酒店）、Aloft（雅乐轩酒店），和面向长期住客的 Element 原型酒店。截止 2008 年底，喜达屋在全球 100 个国家地区自有、租赁、托管或授权管理的酒店有 942 家，总客房数 285,000 间，其中有 69 间酒店是公司自有或控股的，有 436 间酒店是托管的，另有 437 家酒店是授权第三方的特许加盟酒店。此外公司还开发用于销售的分时度假酒店和度假别墅。

在地域分布上，喜达屋无疑是一个全球化的酒店管理集团。近年来，公司注重拓展亚太新兴市场，目前亚太市场占公司托管酒店总数的 20%，占公司特许加盟酒店的 10%，实际上，喜达屋是高端酒店管理集团中最看重亚洲市场的公司。

表（1）喜达屋旗下酒店品牌

	酒店		销售用途的分时度假酒店和度假村	
	酒店数	客房数	酒店数	客房数
St. Regis & Luxury Collection	76	13200	4	100
W	26	7800	0	0
Westin	162	64400	10	2300
Le Meridien	107	27700	0	0
Sheraton	409	143300	8	4500
Four Points	134	23500	0	0
Aloft	17	2500	0	0
其他	11	2400	4	300
合计	942	284800	26	7200

表（2）喜达屋旗下酒店结构

	酒店数	客房数
托管或参股	436	149900
特许加盟	437	111300
自有	69	23600
用于出售的分时度假酒店和度假别墅	26	7200
合计	968	292000

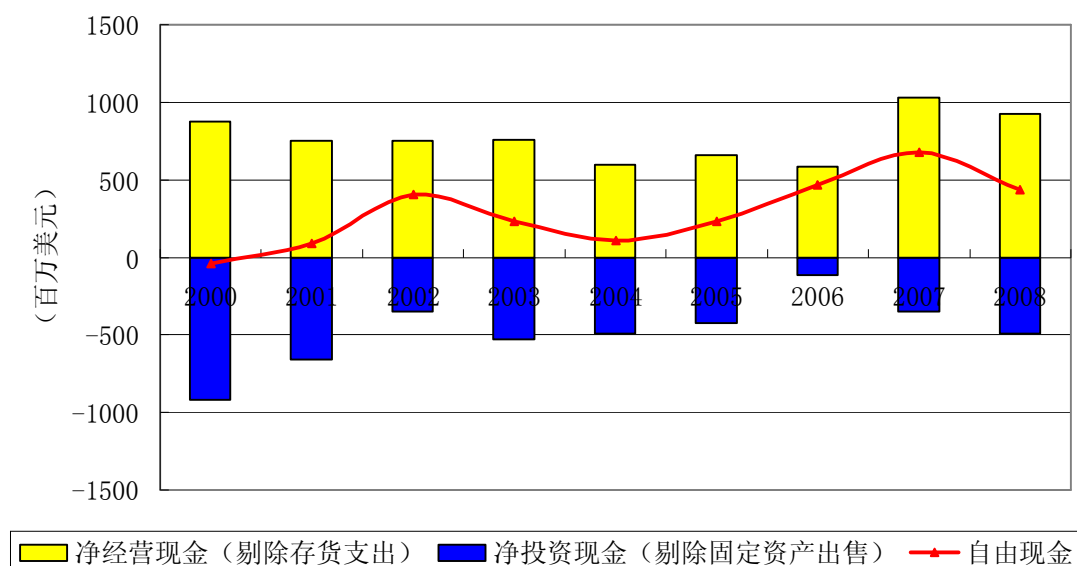
表（3）喜达屋酒店的地域分布

	酒店数	客房数
北美地区	512	169600
欧洲、非洲和中东	254	62000

亚太	143	47700
拉美	59	12700
合计	968	292000

在品牌与规模效应下，喜达屋的市场空间持续上升，2008年公司总收入59亿美元，剔除各项营业支出和管理费用后，贡献了6.5亿美元的净经营现金流，如果剔除分时度假产品等销售型物业的存货支出，实际产生9.3亿美元净经营现金流，而这一年的净投资现金流为1.7亿美元，剔除出售固定资产获取的3.2亿美元现金，实际投资支出4.9亿美元，也就是说，在2008年的行业低谷中，公司仍产生了4.3亿美元的自由现金。实际上，过去五年，公司平均每年产生7.6亿美元的净经营现金（不考虑销售物业存货支出），每年投资支出3.7亿美元现金（不考虑销售固定资产的现金流入），即，平均每年可产生3.85亿美元的自由现金。

喜达屋的现金流状况



图（1）喜达屋酒店业务的现金流状况

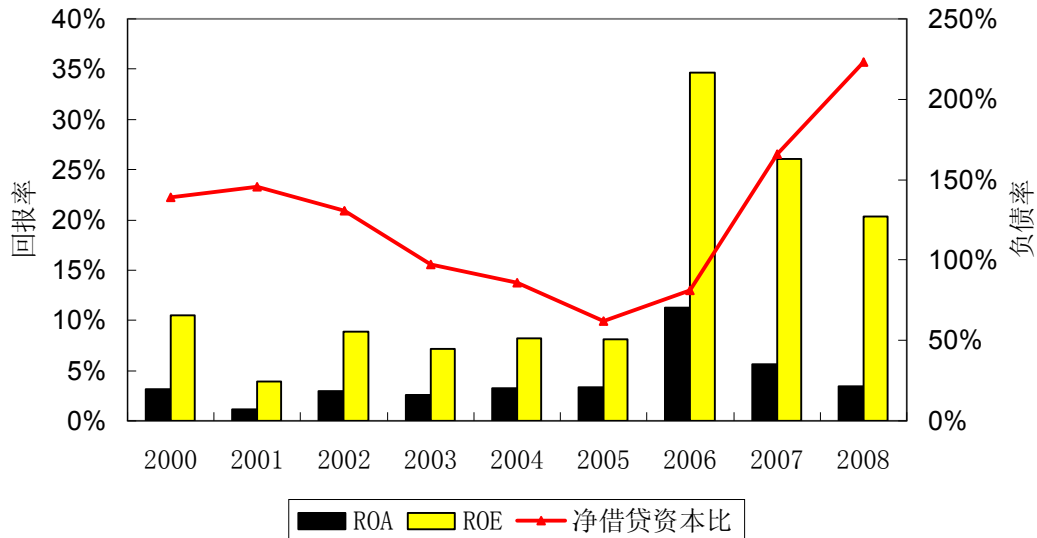
不过，酒店业务的高投入、重资产特性却降低了公司的资产回报率。2008年喜达屋自有酒店的建设改造投资总额达到2.82亿美元，用于销售的分时度假酒店和度假别墅方面的投资达到3.89亿美元，加上总部投资，总投资支出7.5亿美元，使总资产规模增加到97亿美元。另外，2009年一季度，喜达屋又与18家在建酒店签定了管理合同（17家为托管，1家为特许加盟），使公司的在建客房数达到95000间，尽管这些在建酒店大部分是托管或特许加盟的，但喜达屋通常会承诺为其提供贷款支持或部分参股，以保证这些酒店能够按照喜达屋的管理风格进行装修改造，结果每年的投资支出都在5亿美元左右。

与百亿美元的资产相对，2008年喜达屋的营业利润仅为6.2亿美元，净利润仅为3.3亿美元，净利润率5.6%，总资产回报率（净利润/总资产）只有3.4%，而过去五年平均的净利润率为9.2%，平均的总资产回报率为5.4%——重资产的特性导致了酒店行业的低资产回报率，而5%的总资产回报率显然无法满足股东的要求。

为了提高股东回报，酒店业的通常做法是提高财务杠杆。2008年底，喜达屋的总负债率高达83.3%（总负债/总资产），净负债资本比（（有息负债-富余现金）/权益资本）高达223.3%，而过去五年平均的总负债率为69.7%，平均的净负债资本比为123.8%。凭借高财

务杠杆，2008 年公司将 3.4%的总资产回报率放大为 20.3%的净资产回报率，并使过去五年平均 5.4%的总资产回报率放大为 19.5%的净资产回报率。

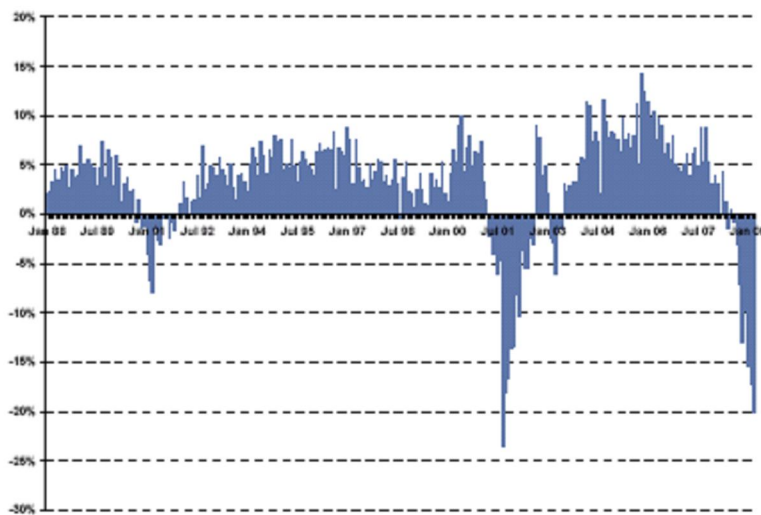
喜达屋：用财务杠杆放大回报率



图（2）喜达屋：用财务杠杆放大回报率

高财务杠杆虽然将公司的净资产回报率提高到 20%水平，但却也埋下了隐患。酒店业，尤其是喜达屋定位的高端酒店，对经济周期极为敏感，继 2008 年营业利润下降 28%、净利润下降 39%后，2009 年一季度喜达屋的净利润同比再降 68%，分析师预测公司全年净利润降幅将在 68%左右，2010 年还将再降 21%，到 2011 年才会恢复增长，相应的，2009 年的净经营现金流将减少 20-30%，在投资支出不变的情况下，自由现金将减少到 1-2 亿美元。

Monthly RevPAR growth yoy (Jan 1988-April 2009)

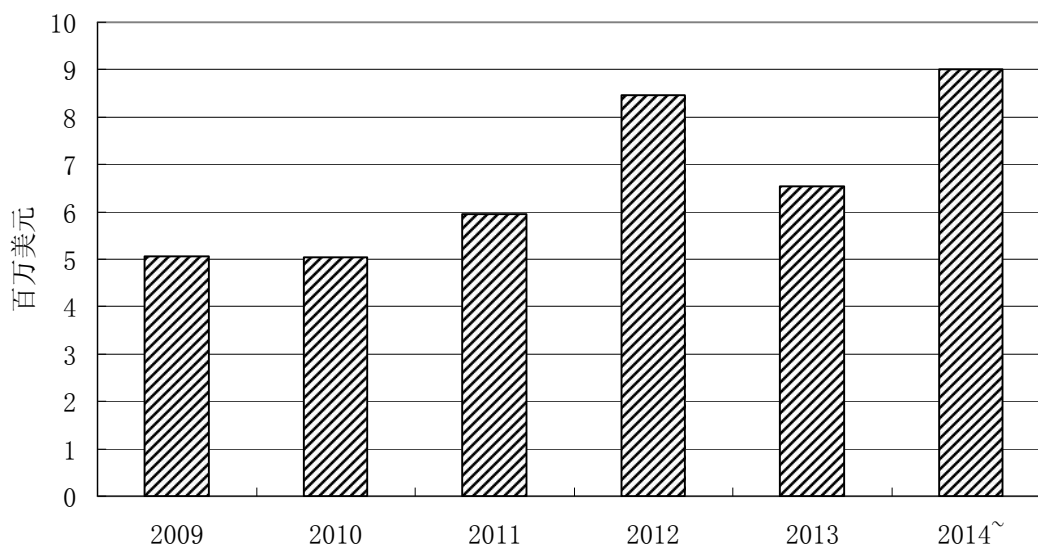


图（3）美国酒店业的月度每客房收入增长率（同比）（1988 年 1 月-2009 年 4 月）

如果说利润的下降还不是一个致命打击的话，那么债务则成为一个严重问题。在金融危机背景下，全球信贷紧缩，喜达屋的到期债务可能难以续借：2009 年和 2010 年公司各有

5 亿美元借款到期，2011 年有 6 亿美元借款到期，2012 年 8.5 亿美元……如果这些债务不能续借或找到新融资途径的话，仅凭低谷期每年产生的 1-2 亿美元自由现金是不足以还债的。

喜达屋的到期负债结构



图（4）喜达屋的到期负债结构

正是出于对公司财务状况的担忧，公司股价从 2007 年的 70 美元下降到最低时 10 美元，目前维持在 20 美元左右，降幅达到 70% 以上，而同期标普 500 指数降幅为 40%，今天，全球豪华酒店管理集团喜达屋的总市值还不到 60 亿美元。为了缓解资金压力并降低财务杠杆，2009 年喜达屋开始在全球范围寻找投资人。



图（5）喜达屋与标普 500 指数走势比较

（蓝色线（HOT）为喜达屋股价走势，红色线（SPX）为标普 500 指数走势）

不过，即使喜达屋能够找到战略投资人，度过此次危机，它仍然面临收益率与安全性的两难抉择。实际上，全球酒店行业平均的总资产回报率就在 5% 左右，这是由这个行业的重资产特征决定的，也因此为了达到股东要求的回报率，酒店行业普遍采用高负债、高财务杠杆的做法，行业平均的负债水平在 70% 左右。但高负债的特性使酒店企业在经济低谷中面临更大的财务压力，尤其是酒店业本身就是一个对经济周期很敏感的行业，结果，在每次经济危机中，酒店业都会遭遇一场大洗礼。

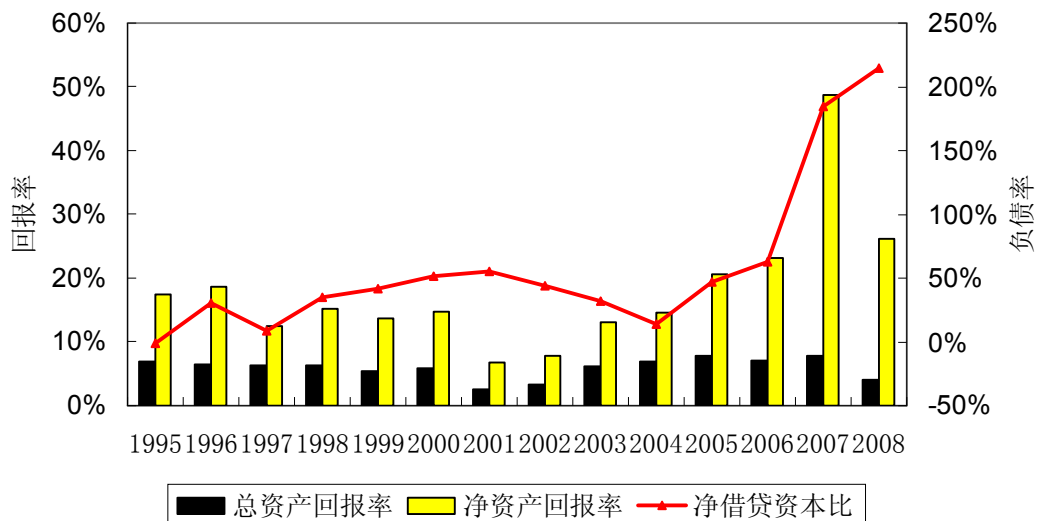
如何才能摆脱这一命运？酒店行业重资产的特性决定了它必须要使用杠杆来提高回报率，但财务杠杆会增加周期风险，更安全的做法是使用经营杠杆，在这方面，马里奥特的做法成为全球酒店业的典范。

二、 马里奥特：用经营杠杆替代财务杠杆

马里奥特（Marriott）是全球最大的酒店管理集团，旗下有 3178 家酒店，56 万间客房，包括万豪品牌、丽兹·卡尔顿品牌、万丽（Renaissance）品牌等，其中直接经营酒店 1099 家，特许加盟酒店 2079 家。

如此庞大的酒店“家族”，在人们的想象中马里奥特应该是一个拥有庞大固定资产的“大家伙”，但实际上，尽管马里奥特的酒店数是喜达屋的三倍，年收入额（1300 亿美元）是喜达屋的两倍，其总资产额却比喜达屋还少。最重要的是，马里奥特过去五年平均的总资产回报率为 6.7%，比喜达屋高出 25%，净资产回报率为 26.7%，比喜达屋高出 37%。马里奥特是如何用更“轻”的资产实现更高的回报的？

马里奥特：财务杠杆与回报率



图（6）马里奥特：2007 年以前净借贷资本比一直在 50%左右

其实，在上世纪七十年代，马里奥特和其他多数酒店集团一样，靠自建酒店来扩张。但在石油危机期间，银行贷款利率暴涨，企业的资金链非常紧张，为了获取扩张所必须的金融资源，公司迫切需要将固定资产所束缚的现金流释放出来——这些固定资产尽管也能够为企业带来一定的资产升值收益，但它限制了公司的品牌扩张，并使其面临高财务杠杆下的债务危机。

于是，在石油危机的冲击下，马里奥特对其业务结构进行了重大重组，成立了专营地产业务的分公司，将马里奥特的所有酒店资产剥离给这家公司，由该公司进行资产证券化的包装以释放、回笼现金流。而马里奥特酒店管理公司则几乎不直接拥有任何酒店，而是以委托管理的方式赚取管理费收益。目前两家公司各自经营良好，酒店管理公司在直营的同时开发了特许业务；而地产公司则不仅证券化马里奥特品牌下的资产，还开始为喜达屋等其他酒店品牌处理固定资产，“轻”化企业负担（喜达屋后来也开始将旗下许多酒店资产出售给马

里奥特的地产公司)。同时，地产公司与管理公司之间又进行紧密的合作，根据管理公司扩张需求，地产公司为其融资新建或改建酒店，然后与管理公司签定长期委托经营合同。而马里奥特的品牌效应则保证了地产公司的证券化收益。

在对资产负债表做了上述“手术”后，马里奥特用出售资产所获得的现金来支持旗下品牌扩张与管理输出——马里奥特是酒店业托管经营和特许加盟方式的鼻祖，在新经营模式下，公司迅速发展成为全球最大的酒店管理集团。目前，集团旗下的 3178 家酒店中，托管经营的酒店 1058 家，长期租赁酒店 35 家，特许加盟 2079 家，自有酒店只有 6 家。

如果不采用这种分离物业资产的“轻资产”运营模式，企业的财务负担将是巨大的。根据我们的测算，马里奥特目前仅有的 6 家酒店的土地资产总值为 4.69 亿美元，即使不考虑建筑成本和内部家具设备，每家酒店仅土地一项的固定资产值就在 7800 万美元，如果马里奥特目前直营的 1099 家酒店全部自有，那么仅土地一项就要多支出 859 亿美元，把这 859 亿美元放入资产负债表左侧，将使总资产从现在的 89 亿美元增加到近千亿美元，不仅融资难，而且回报率将大幅降低，并使公司的固定成本大幅上升，在低谷中面临更严峻的财务压力。

总之，马里奥特的“轻资产”战略加速了品牌的扩张、提高了经营的回报率，并使企业在周期波动中具有更好的生存空间，也因此，在次贷危机期间，马里奥特的股价降幅一直比喜达屋小，估值水平也是喜达屋的 2-3 倍。

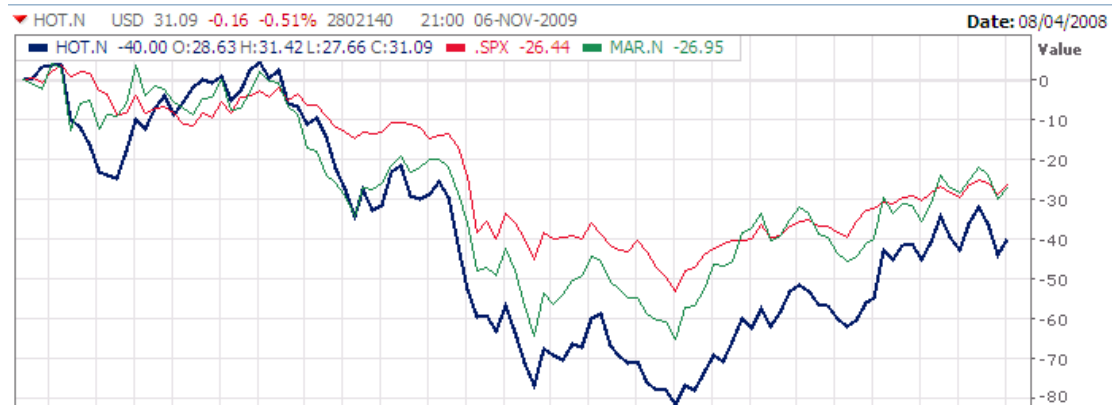


图 (7) 马里奥特与喜达屋的股价走势比较
(蓝色线 (HOT) 为喜达屋股价走势，绿色线 (MAR) 为马里奥特股价走势，红色线 (SPX) 为标普 500 指数走势)

今天，马里奥特的模式已经开始被其他酒店管理集团广泛效仿：为了减轻资产负担，喜达屋自 2006 年以来也开始减少自有酒店持有，先后以 50 亿美元总价出售了 56 间酒店的权益，从而更加聚焦于酒店托管或特许加盟领域，而喜达屋的豪华酒店定位使它的管理输出更加容易——在全球范围内的管理输出只存在于四五星级酒店的市场，其他星级的酒店都更多采用本土化运营方式。结果，2008 年喜达屋酒店集团收入中半数来自于托管费和特许加盟费，而利润贡献中 65% 都来自于费用收入。

喜达屋的现金流状况

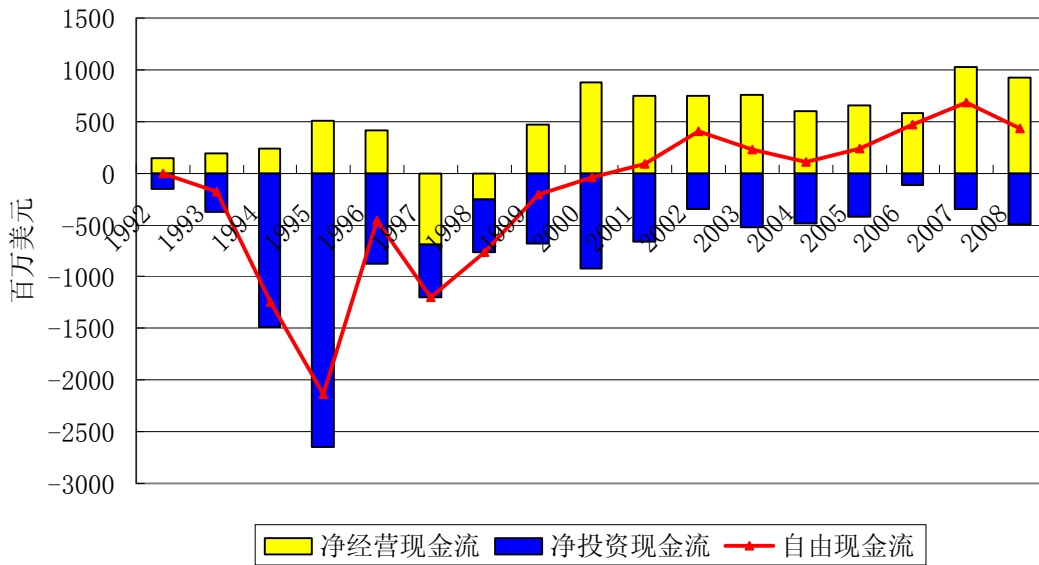


图 (7) 喜达屋：自营运方式向托管和授权转型后，自由现金流为正

三、 启示：金融模式决定成败

为什么要研究喜达屋与马里奥特？

第一， 喜达屋与马里奥特的较量不是经营模式的较量，不是服务水平的较量，而是金融模式的较量，没有上世纪 70 年代的变革，马里奥特很难超越其他竞争者，成为全球最大酒店管理集团。因此，对于很多企业来说，金融模式决定企业成败。

第二， 对于国内的酒店集团来说，在国外酒店集团大举进军，而自身品牌又难以输出的背景下，如何找准自己的定位？我们认为未来国内酒店业的成长空间只有两个，一是仿效马里奥特的酒店地产公司，定位于酒店资产持有型公司，在管理上与国际酒店管理集团合作，引进一线品牌，在资产上借助 REITS 途径，解决融资问题，在适度降低负债率的情况下为投资人提供一个 7-10% 的相对稳定回报；二是在国际酒店集团还未完成轻资产转型前，把握周期低谷中的套利机会，低价收购国际品牌——金融风暴中面临债务危机的喜达屋市值最低时不到 30 亿美元，其第一大股东富达基金仅持有 9.75% 股权，这意味着在金融危机中以 3 亿美元、约 20 亿人民币就可以成为这家国际一流酒店集团的大股东，这对于中国酒店业的全球拓展和国际酒店集团的布局中国都是十分有利的——当然，随着国际酒店集团的轻资产转型，这样的机会正在减少。