

## 内外兼修，锦江之星发展提速

### 研究结论：

- **经济型酒店行业将继续保持高度景气。**过去十年，经济型酒店行业一直处于高速发展阶段：全国经济型酒店的门店数和客房数分别翻了 223 倍和 168 倍。今年前三季度，我国新增经济型酒店 1523 家，新增客房 144095 间，较去年年底分别增长 29.75% 和 26.48%。从行业龙头公布的三季度数据来看，剔除世博会影响，如家、汉庭和锦江上海以外地区的客房出租率较去年同期均有不同程度的提升，接近历史最高水平。我们认为，未来随着中小企业的增多和国民出游率的提升，经济型酒店行业有望延续这一增长势头，预计增速将维持在 20-30%。
- **2011 年以来，锦江之星门店扩张速度明显加快。**前三季度，锦江之星等经济型连锁酒店开业店面净增 102 家，是去年同期新开 49 家的 2 倍还多。预计今年新开门店数将超过 120 家，明年有望达到 150 家。此外，锦江之星还与上好佳国际子公司 CSI Hotels 签署了《锦江之星连锁酒店品牌授权经营合同》，独家授权该公司在菲律宾发展自营店和加盟店。作为首家进军海外市场的本土品牌，此举对公司提升品牌影响力、未来扩张等都有积极影响。
- **RevPAR 还有进一步提升的空间。**我们认为未来 RevPAR 的提升既可以来自客房出租率的提高，也可以来自平均房价的上涨。从分季度数据看，锦江客房出租率呈现出明显的上升趋势，且与如家、7 天、汉庭等主要竞争对手的差距正在逐步缩小；而在租金和人工成本不断上涨的背景下，适当提高客房价格符合公司利益。对此，我们做了弹性分析，结果表明：在平均房价上涨 10 元，客房出租率上升 1% 的情况下，锦江经济型酒店 12-13 年直营门店增加的利润将分别增厚每股收益 0.07 元和 0.08 元。
- **股权激励利好公司长期发展。**8 月 26 日，锦江股份董事会通过了对经营团队及核心骨干实施奖励的议案，同意对锦江之星与旅馆投资公司从首席执行官到地区总经理等共计 140 人实施奖励。我们认为，优秀的管理团队是经济型酒店最重要的核心竞争力之一，长期激励机制的建立，将管理层利益与公司业绩、股东利益紧密的联系在一起，有利于稳定骨干人员，保障公司核心业务的持续快速发展。
- **上调公司评级至“买入”。**预测公司 11-13 年每股收益分别为 0.73 元、0.95 元和 1.10 元，目标价 26.6 元。（注：不考虑减持长江证券贡献，则 EPS 为 0.59 元、0.73 元和 0.87 元）。考虑到目前股价距目标价有 30% 以上空间，未来行业景气度有望继续上升，上调公司评级至买入。
- **风险因素：**（1）扩张过快存在管理跟不上的风险；（2）对长江证券的减持数量低于预期。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

### 证券分析师

杨春燕

8621-63325888 × 6080

yangy@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010015

### 联系人

吴繁

8621-63325888 × 5010

wufan@orientsec.com.cn

### 投资评级 买入 增持 中性 减持 (上调)

|                       |                  |
|-----------------------|------------------|
| 股价 (2011 年 11 月 17 日) | 19.43 元          |
| 目标价格                  | 26.60 元          |
| 总股本/A 股 (亿股)          | 6.03             |
| A 股市值 (亿元)            | 117.27           |
| 国家/地区                 | 中国               |
| 行业                    | 旅游               |
| 报告发布日期                | 2011 年 11 月 17 日 |

### 股价表现



资料来源：WIND

### 财务预测

单位：百万元

| 主要财务指标   | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入     | 2125  | 2083  | 2567  | 3240  |
| 同比(%)    | 12%   | -2%   | 23%   | 26%   |
| 归属母公司净利润 | 399   | 450   | 579   | 673   |
| 同比(%)    | 16%   | 16%   | 29%   | 16%   |
| 毛利率(%)   | 84.5% | 86.9% | 87.2% | 87.7% |
| ROE(%)   | 8.9%  | 9.4%  | 11.1% | 11.6% |
| 每股收益(元)  | 0.63  | 0.73  | 0.95  | 1.10  |
| P/E (倍)  | 30.81 | 26.52 | 20.49 | 17.64 |
| P/B (倍)  | 2.74  | 2.49  | 2.28  | 2.05  |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 目 录

|           |                               |           |
|-----------|-------------------------------|-----------|
| <b>一、</b> | <b>经济型酒店行业将继续保持高度景气 .....</b> | <b>4</b>  |
| 1.        | 中国经济型酒店行业经历了高速发展 .....        | 4         |
| 2.        | 行业未来几年的发展空间仍然很大 .....         | 4         |
| 1)        | 从国际经验看，中国经济型酒店存量偏低 .....      | 4         |
| 2)        | 经济型酒店的目标客户群体仍在快速增长 .....      | 5         |
| 3.        | 市场集中度还将进一步提高 .....            | 6         |
| 4.        | 在经济下滑时期表现出强抗风险能力 .....        | 7         |
| <b>二、</b> | <b>未来客房提价预期强烈 .....</b>       | <b>8</b>  |
| 1.        | 出租率维持在高位，具备提价条件 .....         | 8         |
| 2.        | 租金、人力等成本不断上升，有提价压力 .....      | 9         |
| 3.        | 提价后大部分收入将转化为利润 .....          | 11        |
| <b>三、</b> | <b>内外兼修，锦江之星发展将提速 .....</b>   | <b>12</b> |
| 1.        | 2011 年开始，公司外延式扩张明显加快 .....    | 12        |
| 1)        | 前三季度门店开业加速 .....              | 12        |
| 2)        | 国际化迈出重要一步 .....               | 13        |
| 2.        | 公司开业酒店的盈利能力还有提升空间 .....       | 13        |
| 1)        | 公司客房出租率将继续保持上升 .....          | 13        |
| 2)        | 公司客房价格将在适当的时候上涨 .....         | 14        |
| 3)        | 提价弹性分析 .....                  | 15        |
| 3.        | 股权激励利好公司长期发展 .....            | 15        |
| 4.        | 食品与餐饮业务明年开始恢复性增长 .....        | 16        |
| <b>四、</b> | <b>盈利预测和估值 .....</b>          | <b>16</b> |
| <b>五、</b> | <b>风险因素 .....</b>             | <b>18</b> |

## 图表目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图 1：2000-2011Q3 全国经济型连锁酒店数量 .....    | 4  |
| 图 2：2000-2011Q3 全国经济型连锁酒店客房数 .....   | 4  |
| 图 3：中国经济型连锁酒店规模 .....                | 5  |
| 图 4：经济型酒店客源结构 .....                  | 6  |
| 图 5：中国经济型酒店行业集中度（按客房数） .....         | 7  |
| 图 6：中国制造业采购经理指数 PMI（月度） .....        | 7  |
| 图 7：经济型酒店行业龙头开业门店规模 .....            | 8  |
| 图 8：经济型酒店行业龙头营业收入规模（百万元） .....       | 8  |
| 图 9：经济型酒店行业龙头客房出租率 .....             | 8  |
| 图 10：经济型酒店行业龙头净利润率水平 .....           | 8  |
| 图 11：如家客房出租率（季度） .....               | 9  |
| 图 12：7 天客房出租率（季度） .....              | 9  |
| 图 13：汉庭客房出租率（季度） .....               | 9  |
| 图 14：锦江客房出租率（季度） .....               | 9  |
| 图 15：如家租金、人力等营业成本 .....              | 10 |
| 图 16：7 天租金、人力等营业成本 .....             | 10 |
| 图 17：汉庭租金、人力等营业成本 .....              | 10 |
| 图 18：锦江租金、人力等营业成本 .....              | 10 |
| 图 19：中国 CPI 当月数值（%） .....            | 11 |
| 图 20：经济型酒店经营成本和费用构成（以如家为例） .....     | 12 |
| 图 21：锦江之星新开门店数量（季度） .....            | 13 |
| 图 22：锦江经济型酒店客房出租率（季度） .....          | 14 |
| 图 23：锦江客房出租率与如家、7 天、汉庭的差距（季度） .....  | 14 |
| 图 24：锦江经济型酒店平均房价（季度） .....           | 14 |
| <br>                                 |    |
| 表 1：2008 年中美每千人拥有经济型酒店客房数 .....      | 5  |
| 表 2：2012-2013 年锦江之星直营店业绩贡献弹性分析 ..... | 15 |
| 表 3：公司主营业务收入与利润预测(1) .....           | 16 |
| 表 4：公司主营业务收入与利润预测(2) .....           | 17 |

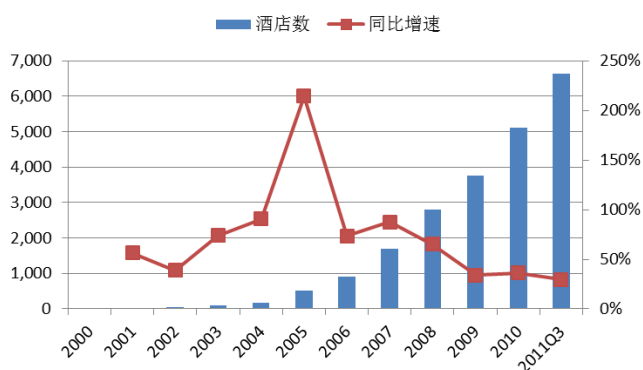
## 一、经济型酒店行业将继续保持高度景气

过去 10 年，经济型酒店行业一直处于高速发展阶段，酒店数量和客房数量的复合年增长率分别达到了 71.69% 和 66.95%。我们认为，随着中小企业的增多和国民出游率的提升，未来几年经济型酒店行业有望延续这一增长势头，预计年增速在 20-30%。

### 1. 中国经济型酒店行业经历了高速发展

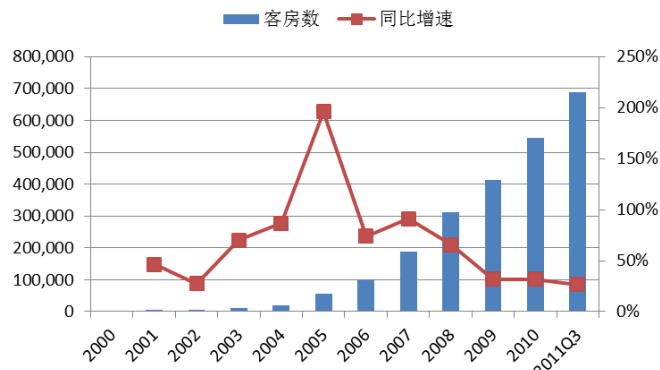
经济型酒店在中国最早出现在 90 年代，进入 2000 年后逐渐受到市场关注。根据盈蝶的统计数据，2000-2010 十年间，全国经济型酒店规模从 23 家增加到 5120 家，客房数从 3236 间增加到 544210 间，分别翻了 223 倍和 168 倍，取得了辉煌的成绩。今年前三季度，我国新增经济型酒店 1523 家，新增客房 144095 间，较去年年底分别增长 29.75% 和 26.48%，在庞大的基数上仍然保持较快的发展速度。

图 1：2000-2011Q3 全国经济型连锁酒店数量



资料来源：盈蝶，东方证券研究所

图 2：2000-2011Q3 全国经济型连锁酒店客房数



资料来源：盈蝶，东方证券研究所

## 2. 行业未来几年的发展空间仍然很大

### 1) 从国际经验看，中国经济型酒店存量偏低

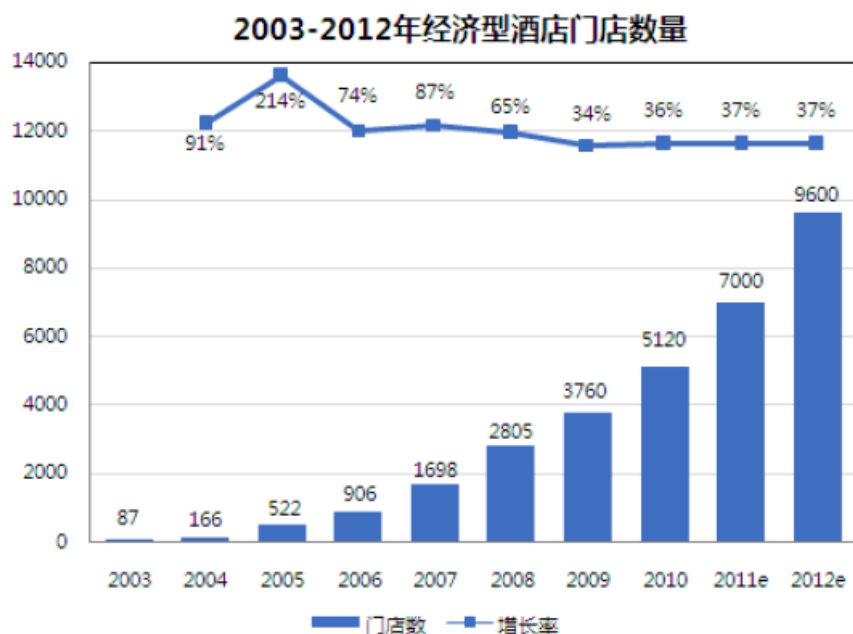
尽管我国经济型酒店增长势头惊人，但对比相对成熟的欧美市场，中国的经济型酒店仍然拥有很大的发展潜力。在成熟的美国酒店业，经济型酒店与所有星级酒店的数量比例是 7:3，而《2008 年中国经济型酒店调查报告》显示，中国经济型酒店超过 2000 家，星级酒店为 1.4 万家，两者关系与美国的数据形成倒挂。此外，2008 年中国每千人城镇人口拥有 0.52 个经济型酒店客房，而在美国这一数字为 3.04 个；尽管 2010 年中国这一数据提高至 0.82，但仍与美国有很大差距。

**表 1：2008 年中美每千人拥有经济型酒店客房数**

|           | 中国     | 美国     |
|-----------|--------|--------|
| 经济型酒店客房数  | 312930 | 755369 |
| 城镇人口数（千人） | 602317 | 248336 |
| 每千人拥有酒店数  | 0.52   | 3.04   |

资料来源：公司数据，东方证券研究所

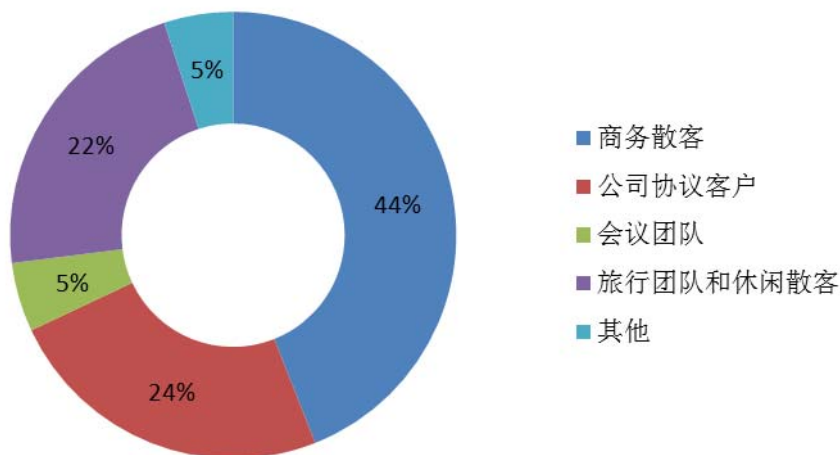
国家政策对经济型酒店未来的扩张予以保证，据 2010 年 3 月商务部出台的《关于加快住宿业发展的指导意见》，明确规定各地商务主管部门要认真贯彻《经济型饭店经营规范》国家行业标准，规范经济型酒店的发展，提高服务管理水平。力争用两到三年时间，将我国经济型酒店比重由不足 10% 提高到 20% 左右。艺旅的最新报告预测，2011-2012 年中国经济型酒店数量将增加至 7000 和 9600 家。我们认为，在国内现有规模的基础上，要达到美国酒店市场的成熟比例，那么经济型酒店数量将在现有的规模上至少再膨胀 3 倍，提升空间非常广阔。

**图 3：中国经济型连锁酒店规模**


资料来源：艺旅，东方证券研究所

## 2) 经济型酒店的目标客户群体仍在快速增长

经济型酒店的客源主要是商务游客和个人游客，两类客源占比在三分之二以上，当前分别获益于中小企业数量的增加以及国内游和入境游的蓬勃发展，呈现出快速增长的态势。

**图 4：经济型酒店客源结构**


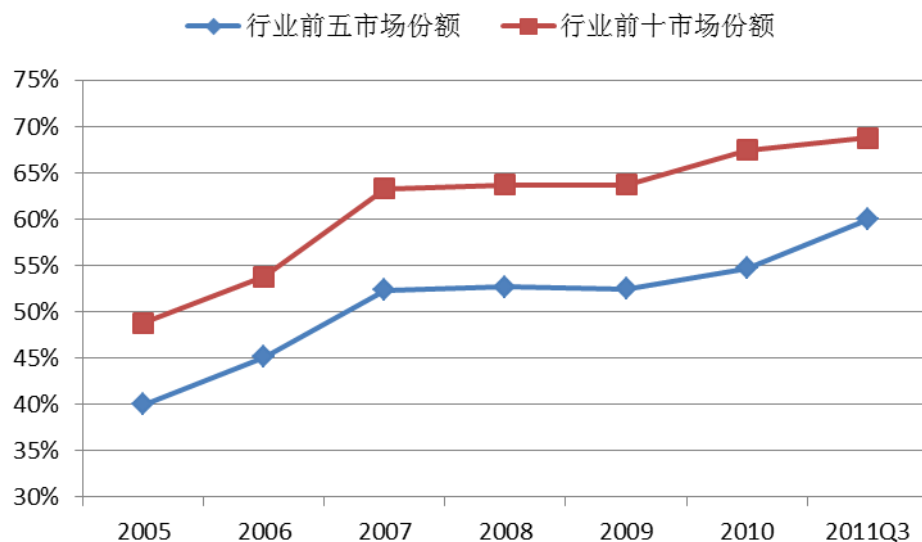
资料来源：《2008 中国经济型酒店调查报告》，东方证券研究所

首先，国内中小企业不断增加。中小企业数量的增加是中国商务游增长的最主要动力，由于中小企业的商务游客一般预算不高，因此对出行成本十分关注，经济型酒店出色的性价比无疑成了其出行的优先选择。2010 年在工商部门注册的中小企业已达 1023 万户，预计未来中国中小企业的数量增长速度将保持在 7%。艺旅咨询预计近 5 年我国国内商务出行市场规模增速约为 20%。

其次，国内游市场快速增长。一方面，随着中国经济的强劲增长，中国居民可支配收入的稳步提高，对于消费，特别是旅游消费的需求也随之增长；另一方面，近年国内交通设施（机场、高速公路和铁路）的建设，极大地缩短了旅游目的地的时间距离，便利了游客的出行。据统计，国内游人数从 2003 年的 8.7 亿人次增长至 2010 年的 21 亿人次，年复合增长率达到 13.4%。根据旅游行业十二五规划，到 2015 年，旅游市场规模进一步扩大，国内旅游人数达 33 亿人次，年均增长 10%；入境过夜游客人数达 9000 万人次，年均增长 8%。

### 3. 市场集中度还将进一步提高

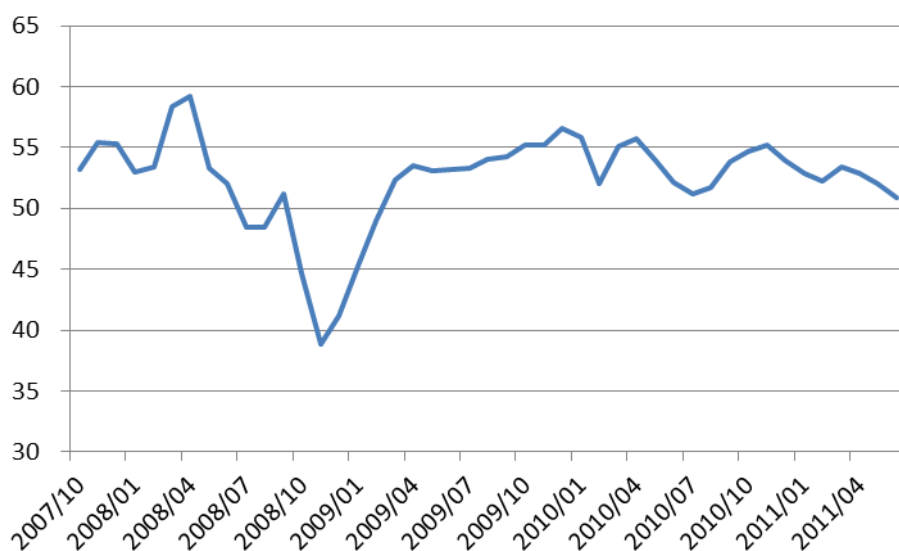
2005 年以来，经济型酒店行业保持快速发展，同时市场份额开始向具有规模优势的前几家大型品牌连锁酒店集中，行业前五和前十的市场份额经历了“上升→稳定→上升”的过程，由 2005 年的 40.01%和 48.80%分别提高至 2011 年三季度的 60.00%和 68.75%。我们认为，行业经历完第一轮快速发展，目前刚完成资源的初步整合，未来几年大型品牌连锁酒店将凭借先发优势，通过品牌加盟、兼并收购等手段继续扩大自身的市场占有率，行业前五和前十的市场份额将继续上升。

**图 5：中国经济型酒店行业集中度（按客房数）**


资料来源：艺旅，东方证券研究所

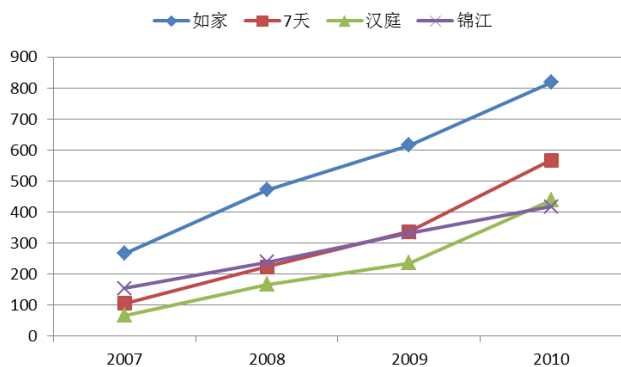
#### 4. 在经济下滑时期表现出强抗风险能力

2008-2009 年，全球经历了严重的金融危机，中国经济也受到了不小的打击，08 年的三季度至 09 年一季度期间，PMI 指数大多数时候处于 50 以下。

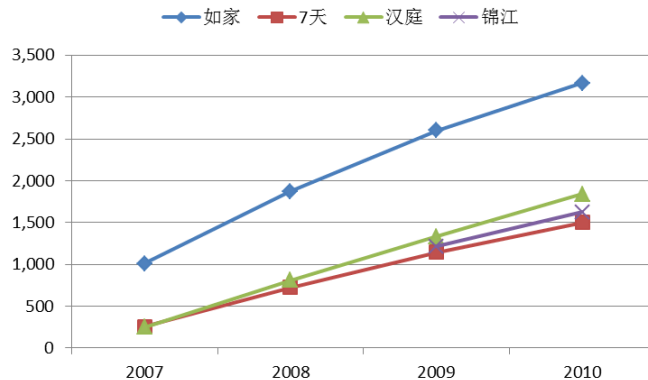
**图 6：中国制造业采购经理指数 PMI（月度）**


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

但是，经济型酒店的扩张并没有因此放慢步伐，尤其是大型品牌连锁酒店，更是借此机会进行低成本扩张，酒店规模和营业收入都继续保持高速增长。

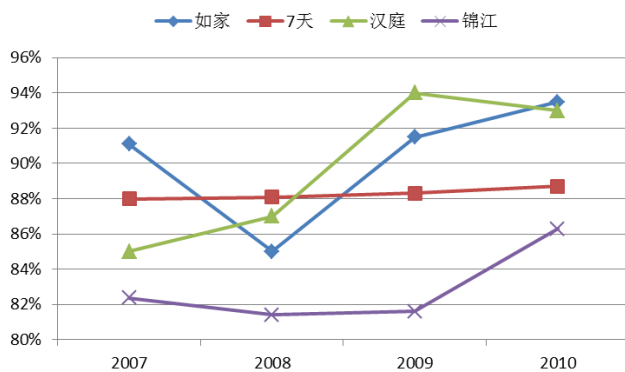
**图 7：经济型酒店行业龙头开业门店规模**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

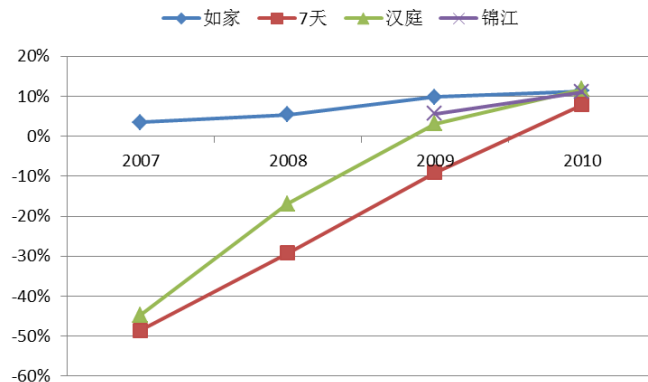
**图 8：经济型酒店行业龙头营业收入规模（百万元）**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

总体而言，大型品牌连锁经济型酒店的客房出租率并没有随着门店规模的快速扩张而下降，反而有不同程度的提高；即使如家的客房出租率在 2008 年金融危机最严重的时候下滑较多，但在随后的两年便迅速回升并创出新高。此外，从盈利水平看，随着酒店规模的不断扩大，规模效应的优势逐步显现，四家连锁酒店的净利润率水平均表现出稳步提升的良好势头。

**图 9：经济型酒店行业龙头客房出租率**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 10：经济型酒店行业龙头净利润率水平**


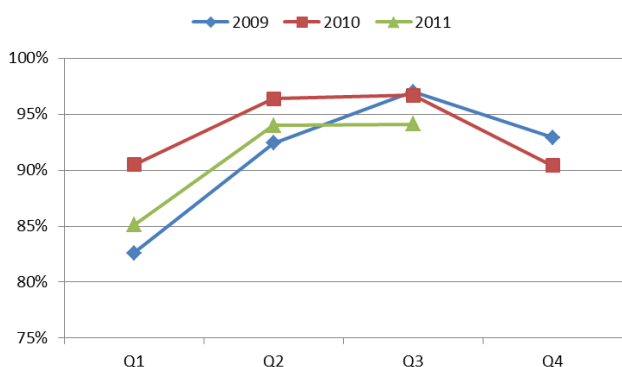
资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 二、 未来客房提价预期强烈

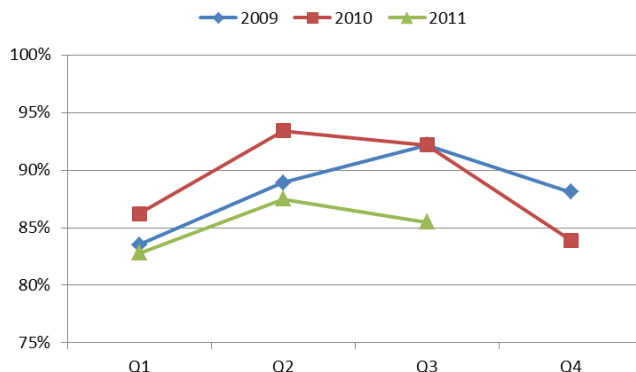
### 1. 出租率维持在高位，具备提价条件

经济型酒店的目标客户主要为中小企业商务人士和普通个人游客，这部分消费者对价格比较敏感，房价的上涨通常会对客房出租率产生一定影响。但是，中国经济型酒店行业目前正处于高成长高盈利时期，客房出租率一直保持在较高水平。从近几年行业龙头的经营情况看，如家和汉庭的平均出租率在 90% 以上，锦江和 7 天在 85-90% 之间。根据最新公布的季报数据，在剔除去年同期上海

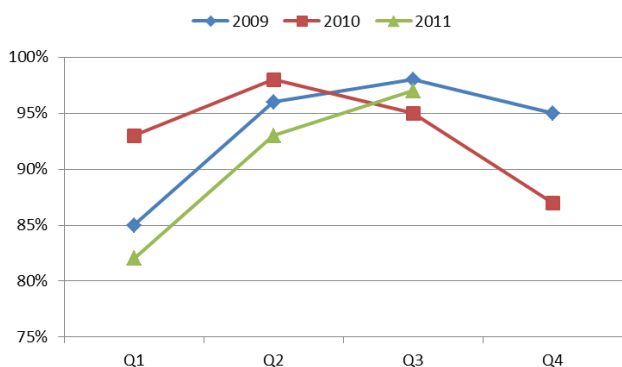
举办世博会对当地开业酒店产生的影响之后，除 7 天外，其他三家酒店的客房出租率均有不同程度的上升；其中，如家和汉庭上海以外地区经营 18 个月以上可比门店的客房出租率分别增加 1.2 个百分点和 2.5 个百分点，锦江虽然全国客房出租率较去年同期略低 0.16 个百分点，但考虑到上海地区客房出租率大幅下降的因素，上海以外地区的客房出租率实际上是上升的。我们认为，相对于美国成熟市场经济型酒店行业平均 50-60% 的客房出租率而言，我国经济型酒店 80-90% 的客房出租率还有较大的腾挪空间，这为客房涨价提供了基本条件。

**图 11：如家客房出租率（季度）**


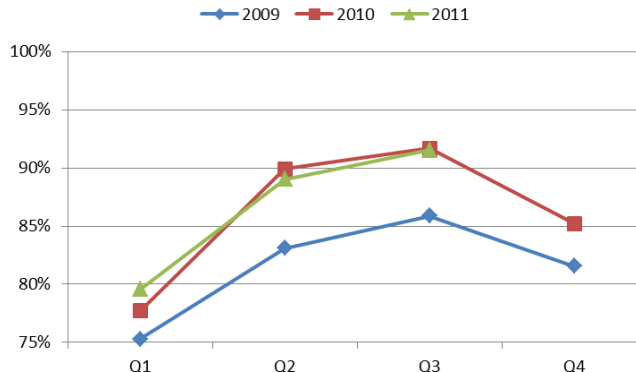
资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 12：7 天客房出租率（季度）**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 13：汉庭客房出租率（季度）**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

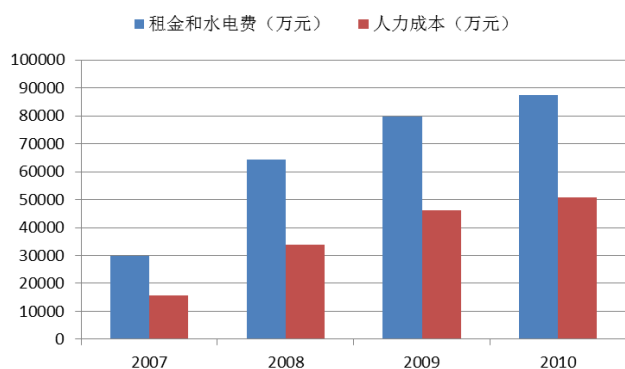
**图 14：锦江客房出租率（季度）**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

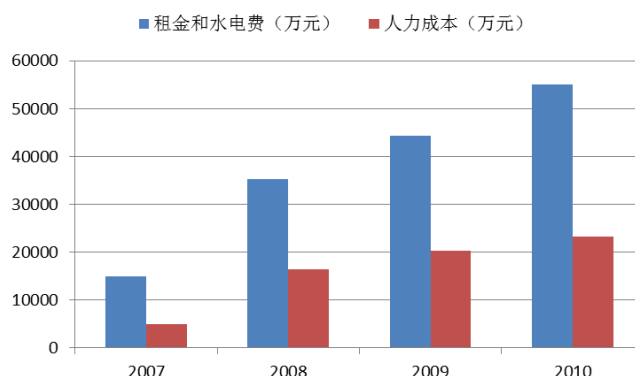
## 2. 租金、人力等成本不断上升，有提价压力

最近几年，由于经济型酒店的跑马圈地快速扩张，相应的物业租金也是水涨船高，从上市公司公布的数据可以看出，2007 年以来，租金和水电费复合增长率如家为 42.9%，7 天为 54.3%，汉庭为 73.0%，虽然增速有所放缓，但仍然维持在高位，并且随着早期租赁合约的陆续到期，新签合同产生的租金费用将大幅增加。

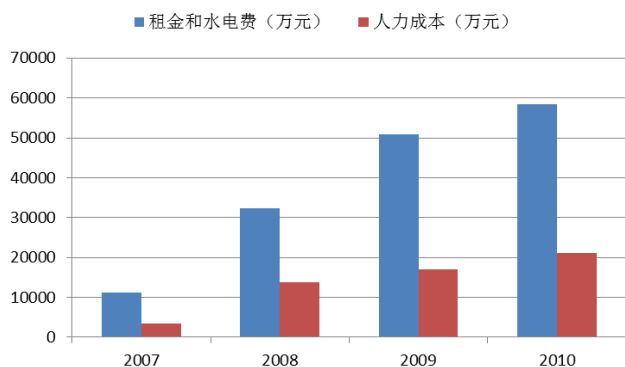
此外，酒店业是劳动密集型行业，人工成本的不断上涨将压缩公司利润。国家统计局数据显示，2007 年，居民收入占国民可支配收入比重为 57.5%，比 1992 年下降 10.8 个百分点，而政府收入和企业收入却呈快速上升趋势。同时，我国职工工资总额占 GDP 的比重，在 1978 年至 2007 年的 30 年间，由 17% 降至 11%。劳动报酬占 GDP 的比重下降，说明劳动报酬有很大的上升空间。2010 年，全国共有 30 个地区上调了最低工资标准，平均增长幅度为 22.8%。今年开始，又进行了新一轮工资调整，全国 21 个地区平均增幅在 20% 以上。我们预计，未来工资水平还有进一步提升的趋势，人工成本的压力将不断增大。

**图 15：如家租金、人力等营业成本**


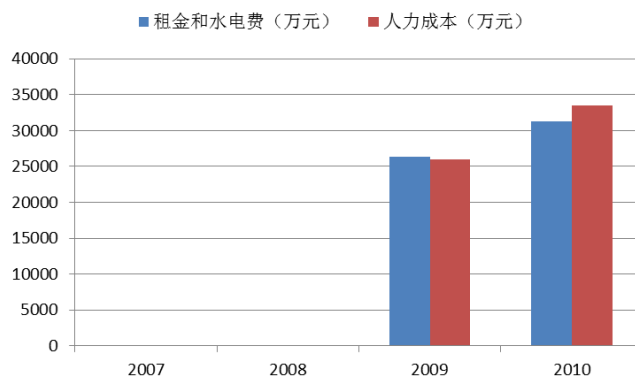
资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 16：7 天租金、人力等营业成本**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

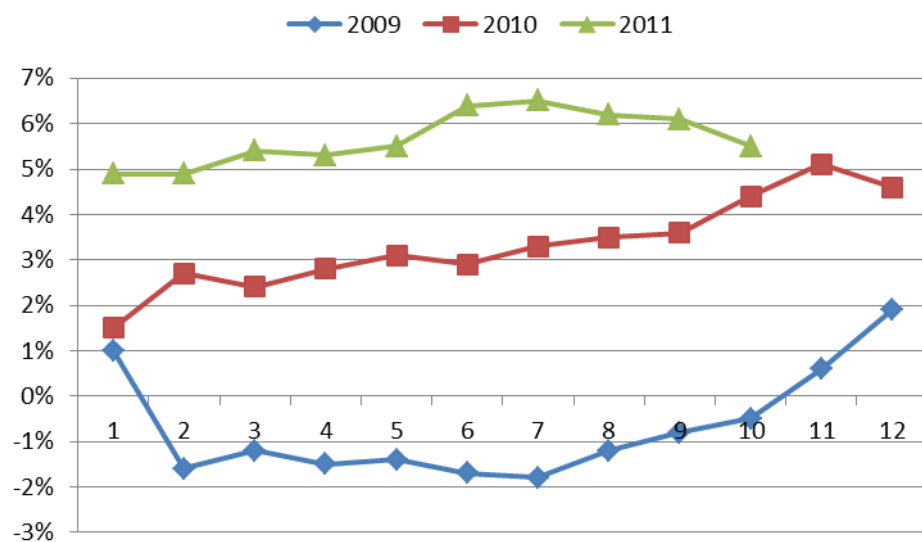
**图 17：汉庭租金、人力等营业成本**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 18：锦江租金、人力等营业成本**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

今年以来，CPI 一直徘徊在 5.5-6.5% 高位附近，市场对通胀的担忧始终存在。在经济型酒店经营成本持续上涨的过程中，刚开始时酒店会通过加强自身成本控制，自行消化部分成本上涨；因此，经济型酒店的成本上涨和房价提升并不是同步的，两者之间会保持一个时间差，是个缓慢的过程，与酒店的供求关系等多种因素相关。我们认为，未来客房价格随成本上涨只是时间问题。

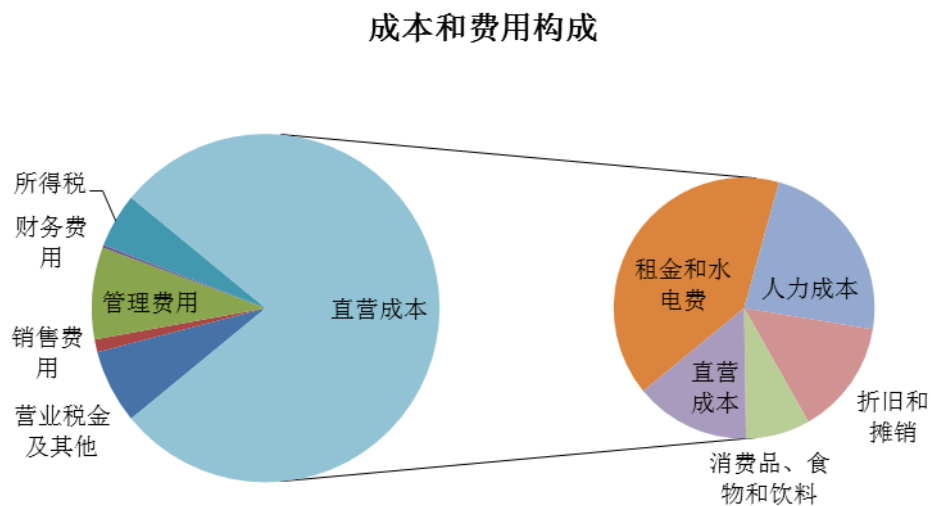
**图 19：中国 CPI 当月数值（%）**


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

### 3. 提价后大部分收入将转化为利润

经济型酒店的直营店收入=直营店平均房价\*直营店出租率\*期间可供出租房间数，从公式可以看出，房价的提高对收入提升作用明显。而成本和费用可以细分为直营成本、营业税金及其他、销售费用、管理费用、财务费用和所得税，其中，营业税金及其他、三项费用率和所得税与营业收入或利润总额成一定比例关系；继续分拆直营成本，受房价直接影响的有人力成本，以及消费品、食物和饮料两项，其他几项相对固定。根据我们的测算，房价提升带来的收入，在扣除成本和费用后，约有40-50%可转化为公司净利润。

图 20：经济型酒店经营成本和费用构成（以如家为例）



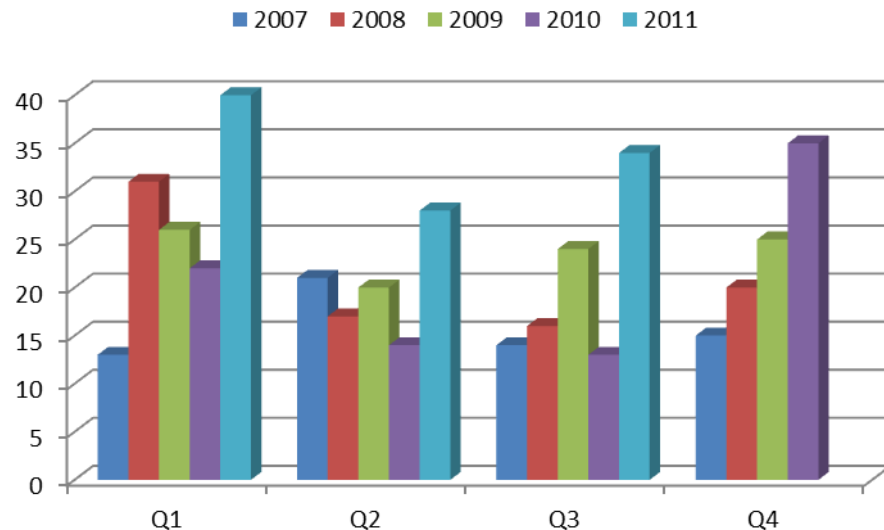
资料来源：公司公告，东方证券研究所

### 三、 内外兼修，锦江之星发展将提速

#### 1. 2011 年开始，公司外延式扩张明显加快

##### 1) 前三季度门店开业加速

前三季度，锦江之星等经济型连锁酒店开业店面净增 102 家，其中 20 家为直营店，其他 82 家为加盟店。这使得公司开业酒店数量达到 519 家，较 2010 年年底增长 24.5%，开店速度从绝对数量上看是去年同期的 2 倍。而到 2012 年 1-2 季度，随着这些新开业门店逐渐成熟进入盈利期，规模效益将越来越明显，届时公司业绩有望加速增长。

**图 21：锦江之星新开门店数量（季度）**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 2) 国际化迈出重要一步

9月2日，锦江股份公告，全资子公司锦江之星与CSI Hotels、上好佳（国际）签署了《锦江之星连锁酒店品牌授权经营合同》，独家授权CSI在菲律宾发展自营店和加盟店，合同期限为15年，锦江之星将收取品牌授权经营费、持续管理费、中央订房系统渠道销售费等相关费用。

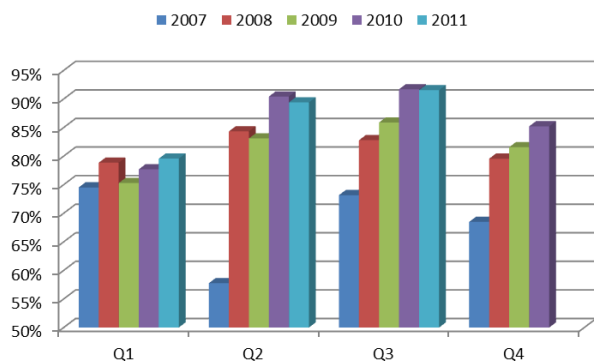
锦江股份的国际化打开了新的增长空间。虽然该协议对公司总体收入的贡献有限，但我们认为这是锦江股份迈向国际化的重要一步，作为首家进军海外市场的本土品牌，对公司提升品牌影响力、未来扩张等都有积极影响，同时以独家授权方式拓展将显著降低公司境外扩张的潜在风险。

## 2. 公司开业酒店的盈利能力还有提升空间

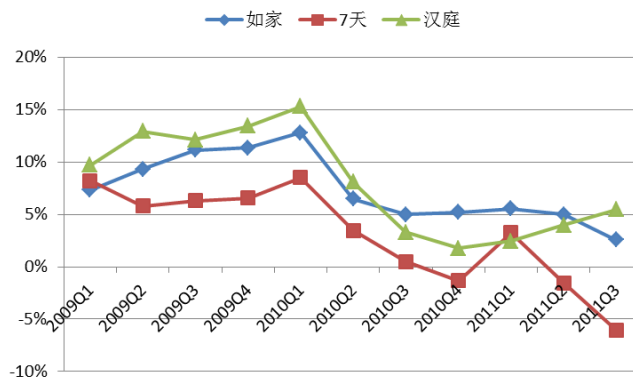
今年前三季度，锦江的RevPAR为177.77元，我们认为这一数值在未来还有进一步提升的空间，而提升既可以来自客房出租率的提高，也可以来自平均房价的上涨。

### 1) 公司客房出租率将继续保持上升

从分季度数据看，自2007年以来锦江客房出租率呈现出明显的上升趋势，平均每年可以上升1-3个百分点。而与如家、汉庭等主要竞争对手相比，锦江的客房出租率仍显得偏低，还有一定的提升空间。从去年一季度起，锦江与如家和汉庭客房出租率的差距逐步由峰值12.81个百分点和15.31个百分点缩小到当前的2.56个百分点和5.46个百分点，相比7天更是成功地实现了超越。随着公司营销策略的改进，锦江客房出租率与如家和汉庭的差距有望在未来进一步缩小。

**图 22：锦江经济型酒店客房出租率（季度）**


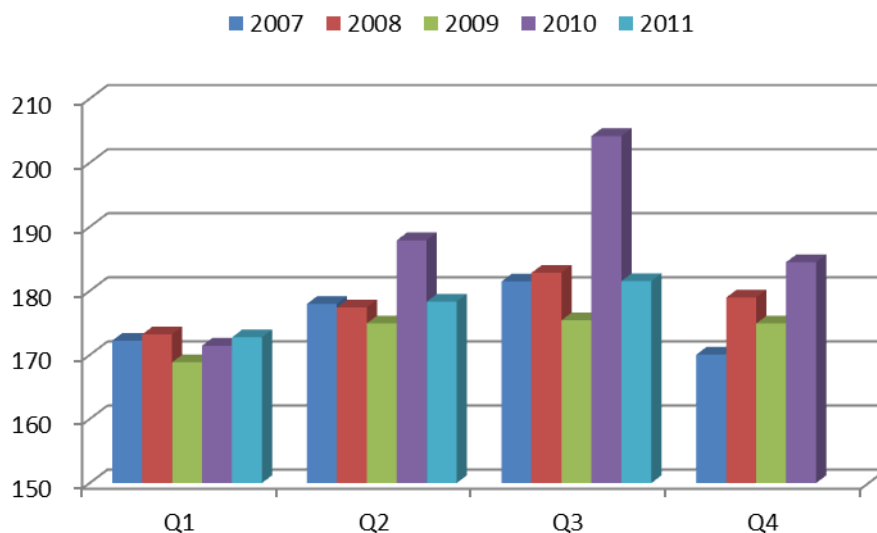
资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 23：锦江客房出租率与如家、7 天、汉庭的差距（季度）**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 2) 公司客房价格将在适当的时候上涨

正如前文论述的那样，租金和人工成本的上涨已经是大势所趋，在不影响出租率的前提下，适当提高客房价格符合公司利益，有利于公司的长期发展。根据过去的经验，房价上涨初期会导致客房出租率有所下降，但通常在 3-6 个月后出租率就能恢复到涨价前的水平。我们预计，在行业持续景气的环境下，公司客房价格有望每年上涨 3-5%。

**图 24：锦江经济型酒店平均房价（季度）**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

### 3) 提价弹性分析

我们对平均房价和客房出租率的改善对 EPS 的影响做了敏感性分析，假设新增收入的净利润率为 45%，结果表明：在平均房价上涨 10 元，客房出租率上升 1% 的情况下，锦江经济型酒店 12-13 年的直营门店收入将分别增加 9340 万元和 11081 万元，对应增加归属母公司净利润 4203 万元和 4986 万元，折合每股收益 0.07 元和 0.08 元。

**表 2：2012-2013 年锦江之星直营店业绩贡献弹性分析**

| delta(2012EPS) |        | 客房价格变化(元) |       |      |      |       |       |       |       |
|----------------|--------|-----------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|
|                |        | -10.00    | -5.00 | 0.00 | 5.00 | 10.00 | 15.00 | 20.00 | 25.00 |
| 出租率变化(%)       | -2.00% | N.A.      | N.A.  | N.A. | 0.00 | 0.03  | 0.06  | 0.09  | 0.12  |
|                | -1.00% | N.A.      | N.A.  | N.A. | 0.02 | 0.05  | 0.07  | 0.10  | 0.13  |
|                | 0.00%  | N.A.      | N.A.  | N.A. | 0.03 | 0.06  | 0.09  | 0.11  | 0.14  |
|                | 1.00%  | N.A.      | N.A.  | 0.01 | 0.04 | 0.07  | 0.10  | 0.13  | 0.16  |
|                | 2.00%  | N.A.      | N.A.  | 0.02 | 0.05 | 0.08  | 0.11  | 0.14  | 0.17  |
|                | 3.00%  | N.A.      | 0.01  | 0.04 | 0.06 | 0.09  | 0.12  | 0.15  | 0.18  |
|                | 4.00%  | N.A.      | 0.02  | 0.05 | 0.08 | 0.11  | 0.14  | 0.17  | 0.20  |
|                | 5.00%  | N.A.      | 0.03  | 0.06 | 0.09 | 0.12  | 0.15  | 0.18  | 0.21  |
|                |        |           |       |      |      |       |       |       |       |
|                |        |           |       |      |      |       |       |       |       |

| delta(2013EPS) |        | 客房价格变化(元) |       |      |      |       |       |       |       |
|----------------|--------|-----------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|
|                |        | -10.00    | -5.00 | 0.00 | 5.00 | 10.00 | 15.00 | 20.00 | 25.00 |
| 出租率变化(%)       | -2.00% | N.A.      | N.A.  | N.A. | 0.00 | 0.04  | 0.07  | 0.10  | 0.14  |
|                | -1.00% | N.A.      | N.A.  | N.A. | 0.02 | 0.05  | 0.09  | 0.12  | 0.15  |
|                | 0.00%  | N.A.      | N.A.  | N.A. | 0.03 | 0.07  | 0.10  | 0.14  | 0.17  |
|                | 1.00%  | N.A.      | N.A.  | 0.01 | 0.05 | 0.08  | 0.12  | 0.15  | 0.19  |
|                | 2.00%  | N.A.      | N.A.  | 0.03 | 0.06 | 0.10  | 0.13  | 0.17  | 0.20  |
|                | 3.00%  | N.A.      | 0.01  | 0.04 | 0.08 | 0.11  | 0.15  | 0.18  | 0.22  |
|                | 4.00%  | N.A.      | 0.02  | 0.06 | 0.09 | 0.13  | 0.16  | 0.20  | 0.23  |
|                | 5.00%  | N.A.      | 0.04  | 0.07 | 0.11 | 0.14  | 0.18  | 0.21  | 0.25  |
|                |        |           |       |      |      |       |       |       |       |
|                |        |           |       |      |      |       |       |       |       |

资料来源：东方证券研究所

### 3. 股权激励利好公司长期发展

8 月 26 日，锦江股份董事会通过了对经营团队及核心骨干实施奖励的议案，同意对锦江之星与旅馆投资公司从首席执行官到地区总经理等共计 140 人实施奖励，可计提奖励基金总额为 1228 万元，同时还通过了考核激励方案实施细则。

我们认为，优秀的管理团队是经济型酒店最重要的核心竞争力之一，长期激励机制的建立，将管理层利益与公司业绩、股东利益紧密的联系在一起，有利于稳定骨干人员，保障公司核心业务的持续快速发展。另外，锦江之星之前以稳健的步伐扩张，与竞争对手的速度相比显得有些缓慢，股权激励的实施或许是公司加快扩张速度的契机。

#### 4. 食品与餐饮业务明年开始恢复性增长

世博效应的主要影响即将过去。去年 5-10 月上海举行世博会，在此期间，上海肯德基有限公司（在世博园区内开设 7 家餐厅）实现营业收入 155540 万元，比上年同期增长 41.03%；上海新亚大家乐餐饮有限公司（在世博园区内开设 5 家流动销售点）实现营业收入 9693 万元，比上年同期增长 11.02%；上海吉野家快餐有限公司（在世博园区内开设 1 家餐厅）实现营业收入 6372 万元，比上年同期增长 61.53%；上海锦江同乐餐饮管理有限公司实现营业收入 1261 万元，比上年同期增长 32.59%。而从今年前三季度的情况来看，这四家公司的营业收入增长分别为 6.20%、-0.28%、-13.92%和 0.34%，下滑十分明显。我们预计，进入 11 月以后，世博因素的影响有限并逐渐消退，公司食品与餐饮业务的收入增速也将随之恢复较高水平。

上海肯德基折旧方法的调整有利于未来业绩的释放。2010 年四季度，肯德基的租赁成本摊销改为直线摊销法，这提高了前期的摊销成本但同时也降低了未来的摊销成本，长期来看并不是坏事。我们认为，上海肯德基的发展高峰期已经过去，未来将平稳发展，而苏锡杭肯德基将继续保持较快的发展速度，预计整体年增速在 15%以上。

### 四、 盈利预测和估值

我们对锦江股份 11-13 年的经营情况做了以下基本假设：

- (1) 经济型酒店行业保持景气，平均房价逐年提高，出租率维持高位，营业收入增速分别为 12.0%、24.5%和 27.8%；
- (2) 公司投资的肯德基业务继续增长，分别实现权益利润 1.1 亿元、1.3 亿元和 1.5 亿元，长江证券及其他也分别贡献收益 1.5 亿元、2.0 亿元和 2.0 亿元；
- (3) 餐饮与食品业务未来三年的发展速度均为 15%；
- (4) 销售费用率，管理费用率和财务费用率等保持相对稳定。

**表 3：公司主营业务收入与利润预测(1)**

| 单位：万元        |         |         |         |         |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
|              | 2010    | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
| 主营业务收入       |         |         |         |         |
| 经济型酒店营运及管理业务 | 162,127 | 181,596 | 225,997 | 288,779 |
| 同比(%)        |         | 12.0%   | 24.5%   | 27.8%   |
| 成本           | 12,757  | 14,528  | 18,080  | 23,102  |
| 毛利率(%)       | 92.1%   | 92.0%   | 92.0%   | 92.0%   |
| 餐饮与食品业务      | 10,999  | 12,750  | 14,662  | 16,862  |
| 同比(%)        |         | 15.0%   | 15.0%   | 15.0%   |
| 成本           | 10,999  | 12,750  | 14,662  | 16,862  |
| 毛利率(%)       | 52.4%   | 52.0%   | 52.0%   | 52.0%   |
| 其他业务         | 100     | 105     | 110     | 116     |

|        |         |         |         |         |
|--------|---------|---------|---------|---------|
| 同比(%)  |         | 5.0%    | 5.0%    | 5.0%    |
| 成本     | 33      | 42      | 44      | 46      |
| 毛利率(%) | 67.0%   | 60.0%   | 60.0%   | 60.0%   |
| 合计     | 212,454 | 208,263 | 256,654 | 324,024 |
| 同比(%)  |         | -2.0%   | 23.2%   | 26.2%   |
| 成本     | 32,920  | 27,320  | 32,786  | 40,010  |
| 毛利率(%) | 84.5%   | 86.9%   | 87.2%   | 87.7%   |

资料来源：东方证券研究所

由此计算得出，11-13 年公司营业收入为 20.83、25.67、32.40 亿元，实现归属母公司净利润 4.50、5.79、6.73 亿元，对应预测 EPS 分别为 0.73 元，0.95 元和 1.10 元，上调公司评级至“买入”，目标价 26.60 元。（注：若不考虑减持长江证券对公司业绩的贡献，则对应 EPS 分别为 0.59 元、0.73 元和 0.87 元。）

**表 4：公司主营业务收入与利润预测(2)**

| 利润表       |      | 单位：百万元 |       |       |  |
|-----------|------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度      | 2010 | 2011E  | 2012E | 2013E |  |
| 营业收入      | 2125 | 2083   | 2567  | 3240  |  |
| 营业成本      | 329  | 273    | 328   | 400   |  |
| 营业税金及附加   | 111  | 108    | 133   | 168   |  |
| 营业费用      | 1007 | 1000   | 1201  | 1523  |  |
| 管理费用      | 380  | 375    | 462   | 583   |  |
| 财务费用      | 23   | 57     | 92    | 119   |  |
| 资产减值损失    | 11   | 6      | 0     | 0     |  |
| 公允价值变动收益  | 0    | 0      | 0     | 0     |  |
| 投资净收益     | 189  | 258    | 328   | 346   |  |
| 营业利润      | 452  | 522    | 678   | 792   |  |
| 营业外收入     | 21   | 18     | 12    | 12    |  |
| 营业外支出     | 3    | 2      | 3     | 2     |  |
| 利润总额      | 471  | 538    | 687   | 801   |  |
| 所得税       | 71   | 88     | 108   | 129   |  |
| 净利润       | 399  | 450    | 579   | 673   |  |
| 少数股东损益    | 18   | 8      | 7     | 8     |  |
| 归属于母公司净利润 | 381  | 442    | 572   | 665   |  |
| EBITDA    | 475  | 655    | 861   | 1025  |  |
| EPS（元）    | 0.63 | 0.73   | 0.95  | 1.10  |  |

资料来源：东方证券研究所

## 五、 风险因素

(1) 扩张过快存在管理跟不上的风险

(2) 对长江证券的减持数量低于预期：

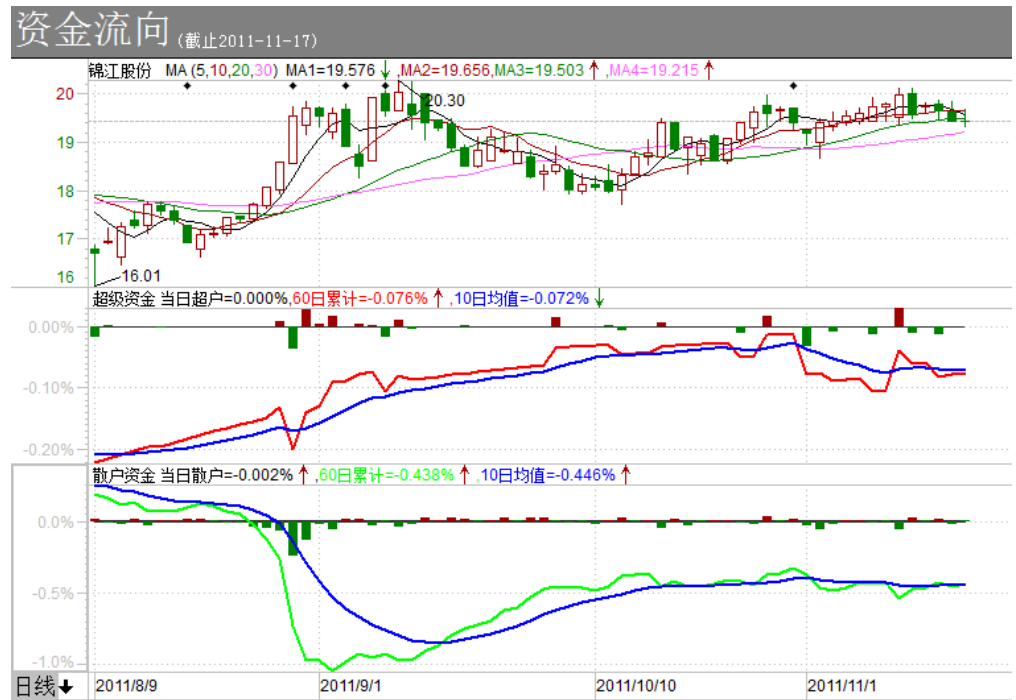
公司 2 月 28 日召开董事会审议通过了关于授权公司经营管理层适时出售“长江证券”流通股份的议案，公司经营管理层可以根据市场情况和经营需要适时出售不超过 2600 万股的“长江证券”股权。根据当前二级市场的股票价格（9.16 元），若出售 2600 万股长江证券，可实现投资收益约 1.7 亿元，但公司目前尚未进行减持操作，今年对长江证券的减持数量有可能低于预期。

**附表：财务报表预测与比率分析**

| 资产负债表          |             |              |              |              | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         |             |              |              |              | 单位:百万元          |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        | 会计年度            | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
| <b>流动资产</b>    | 832         | 836          | 852          | 885          | <b>营业收入</b>     | 2125        | 2083         | 2567         | 3240         |
| 现金             | 698         | 733          | 716          | 724          | 营业成本            | 329         | 273          | 328          | 400          |
| 应收账款           | 31          | 32           | 38           | 49           | 营业税金及附加         | 111         | 108          | 133          | 168          |
| 其它应收款          | 45          | 32           | 47           | 54           | 营业费用            | 1007        | 1000         | 1201         | 1523         |
| 预付账款           | 29          | 14           | 23           | 25           | 管理费用            | 380         | 375          | 462          | 583          |
| 存货             | 22          | 15           | 20           | 24           | 财务费用            | 23          | 57           | 92           | 119          |
| 其他             | 6           | 10           | 8            | 9            | 资产减值损失          | 11          | 6            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>   | 4704        | 5767         | 6850         | 7893         | 公允价值变动收         | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 270         | 568          | 419          | 493          | 投资净收益           | 189         | 258          | 328          | 346          |
| 固定资产           | 1158        | 1448         | 1784         | 2050         | <b>营业利润</b>     | 452         | 522          | 678          | 792          |
| 无形资产           | 260         | 278          | 313          | 339          | 营业外收入           | 21          | 18           | 12           | 12           |
| 其他             | 3017        | 3473         | 4334         | 5011         | 营业外支出           | 3           | 2            | 3            | 2            |
| <b>资产总计</b>    | 5536        | 6603         | 7702         | 8777         | <b>利润总额</b>     | 471         | 538          | 687          | 801          |
| <b>流动负债</b>    | 834         | 1326         | 2055         | 2521         | 所得税             | 71          | 88           | 108          | 129          |
| 短期借款           | 41          | 858          | 1391         | 1854         | <b>净利润</b>      | 399         | 450          | 579          | 673          |
| 应付账款           | 373         | 176          | 292          | 307          | 少数股东损益          | 18          | 8            | 7            | 8            |
| 其他             | 419         | 292          | 372          | 360          | <b>归属于母公司净</b>  | 381         | 442          | 572          | 665          |
| <b>非流动负债</b>   | 345         | 469          | 407          | 438          | EBITDA          | 475         | 655          | 861          | 1025         |
| 长期借款           | 44          | 44           | 44           | 44           | <b>EPS (元)</b>  | 0.63        | 0.73         | 0.95         | 1.10         |
| 其他             | 302         | 426          | 364          | 395          | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 1179        | 1795         | 2462         | 2959         | <b>会计年度</b>     | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 少数股东权益         | 84          | 92           | 99           | 107          | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 股本             | 603         | 603          | 603          | 603          | 营业收入            | 11.9%       | -2.0%        | 23.2%        | 26.2%        |
| 资本公积           | 2553        | 2553         | 2553         | 2553         | 营业利润            | 13.9%       | 15.6%        | 29.8%        | 16.8%        |
| 留存收益           | 1117        | 1560         | 1985         | 2555         | 净利润             | 16.3%       | 16.2%        | 29.4%        | 16.2%        |
| 归属母公司股东权益      | 4274        | 4716         | 5141         | 5711         | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | 5536        | 6603         | 7702         | 8777         | 毛利率             | 84.5%       | 86.9%        | 87.2%        | 87.7%        |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | 净利率             | 17.9%       | 21.2%        | 22.3%        | 20.5%        |
| 单位:百万元         |             |              |              |              | ROE             | 8.9%        | 9.4%         | 11.1%        | 11.6%        |
| <b>会计年度</b>    | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>经营活动现金流</b> | 641         | -384         | -321         | -126         | 资产负债率           | 21.3%       | 27.2%        | 32.0%        | 33.7%        |
| 净利润            | 399         | 450          | 579          | 673          | 净负债比率           |             |              |              |              |
| 折旧摊销           | 0           | 76           | 91           | 113          | 流动比率            | 1.00        | 0.63         | 0.41         | 0.35         |
| 财务费用           | 23          | 57           | 92           | 119          | 速动比率            | 0.97        | 0.62         | 0.40         | 0.34         |
| 投资损失           | -189        | -258         | -328         | -346         | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| 营运资金变动         | 0           | -859         | -681         | -724         | 总资产周转率          | 0.41        | 0.34         | 0.36         | 0.39         |
| 其它             | 407         | 150          | -75          | 39           | 应收账款周转率         | 68          | 66           | 72           | 74           |
| <b>投资活动现金流</b> | 641         | -345         | 11           | -114         | 应付账款周转率         | 1.54        | 0.99         | 1.40         | 1.34         |
| 资本支出           | 283         | 289          | 422          | 355          | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
| 长期投资           | 19          | 300          | -150         | 75           | 每股收益            | 0.63        | 0.73         | 0.95         | 1.10         |
| 其他             | 943         | 244          | 283          | 316          | 每股经营现金流         | 1.06        | -0.64        | -0.53        | -0.21        |
| <b>筹资活动现金流</b> | -942        | 763          | 293          | 249          | 每股净资产           | 7.08        | 7.82         | 8.52         | 9.47         |
| 短期借款           | 41          | 816          | 534          | 463          | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
| 长期借款           | 44          | 0            | 0            | 0            | P/E             | 30.81       | 26.52        | 20.49        | 17.64        |
| 普通股增加          | 0           | 0            | 0            | 0            | P/B             | 2.74        | 2.49         | 2.28         | 2.05         |
| 资本公积增加         | 122         | 0            | 0            | 0            | EV/EBITDA       | 20          | 14           | 11           | 9            |
| 其他             | -1149       | -53          | -241         | -213         |                 |             |              |              |              |
| <b>现金净增加额</b>  | -613        | 34           | -17          | 9            |                 |             |              |              |              |

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；  
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；  
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；  
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；  
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn