

后世博效应消退, RevPAR 或持续提升

研究结论:

- **10-11 月行业保持景气, 汉庭 RevPAR 提升幅度超预期。**11 月 25 日汉庭发布公告称, 10 月份全部开业酒店的 RevPAR 为 176 元, 较 9 月份环比增长 6%; 上海地区以外的成熟酒店 (运营 18 个月以上) 的 RevPAR 较去年同期增长 6%, 其中, 4% 来自房价的上涨、2% 来自出租率的提高。行业其他几家龙头企业情况类似。如, 锦江之星上海以外地区 10 月 RevPAR 也有明显增长, 我们分析认为 11 月受后世博影响减弱, 锦江之星的 RevPAR 同比预计上升在 4% 以上, 全国范围内客房出租率的上升和部分地区房价的上涨可能是主要原因。我们认为行业景气推动龙头企业 RevPAR 上升将有望在未来几年得以持续, 此次汉庭的公告进一步佐证了我们前期的观点。
- **低端消费升级和高端消费下沉催发大量经济型酒店需求。**一方面, 随着国民可支配收入的稳步提高, 消费习惯升级转型, 对出游的需求随之增长, 经济型酒店正好匹配这类人群的消费能力。另一方面, 由于企业对未来经济增长的前景不乐观, 导致企业缩减开支, 一部分对星级酒店的需求将转向经济型酒店。因此, 我们认为, 未来经济型酒店主要品牌的 RevPAR 预期将受到客房价格和出租率双升的推动。值得一提的是, 08 年的金融危机时, 经济型酒店表现出非常强的抗风险能力, 如汉庭最差季度 RevPAR 同比下降 4%, 之后迅速回升,
- **锦江之星预期将显著受益于 RevPAR 的上升。**从平均房价来看, 锦江之星处于行业较高水平, 但出租率较其他品牌仍有近 5 个百分点的差距, 在行业景气、有效的管理层激励的带动下, 预计锦江之星的出租率有望稳定提升, 预计 2012 年整体出租率有望提升 2-3 个百分点, 房价小幅上涨。根据我们的弹性分析, 在平均房价上涨 10 元, 客房出租率上升 1% 的情况下, 预计锦江经济型酒店 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, 通过二级市场增持的方式将管理层利益与公司业绩、股东利益紧密的联系在一起。预计未来几年锦江之星的扩张速度将明显加速。前三季度, 锦江之星新增门店 102 家, 是去年同期新开 49 家的 2 倍还多, 全年预计超过 120 家, 明年有望达到 150 家。
- **维持公司“买入”评级,**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)。
- **风险因素:**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

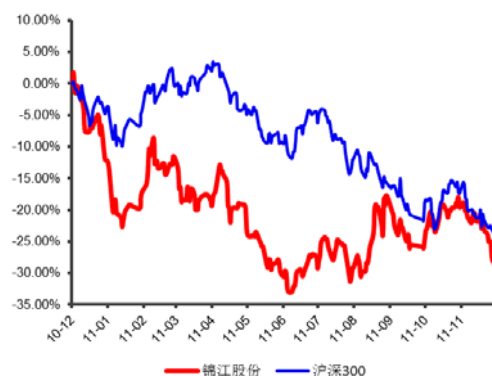
8621-63325888 × 5010

wufan@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 12 月 13 日)	16.77 元
目标价格	26.60 元
总股本/A 股 (亿股)	6.03
A 股市值 (亿元)	101
国家/地区	中国
行业	旅游
报告发布日期	2011 年 12 月 14 日

股价表现

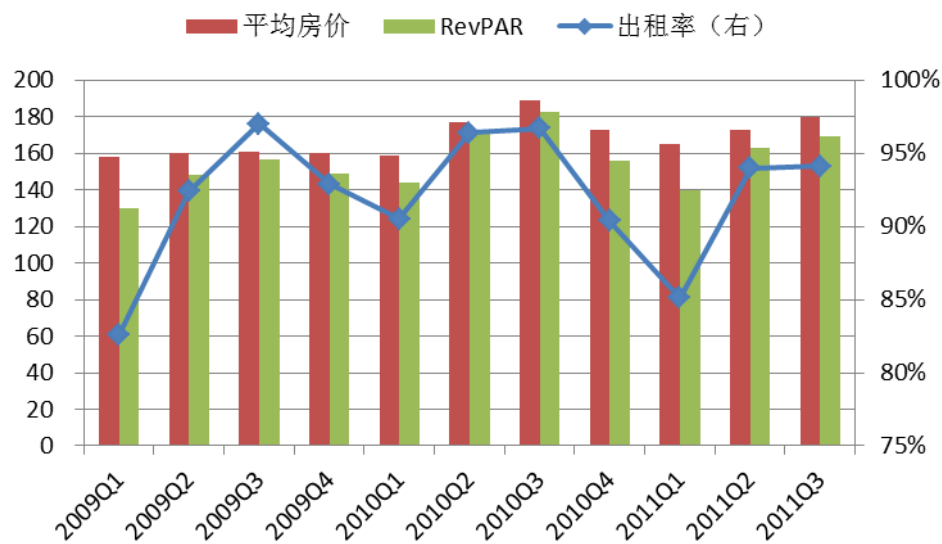


资料来源: WIND

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)	26.45	22.77	17.59	15.14
P/B (倍)	2.36	2.13	1.96	1.76

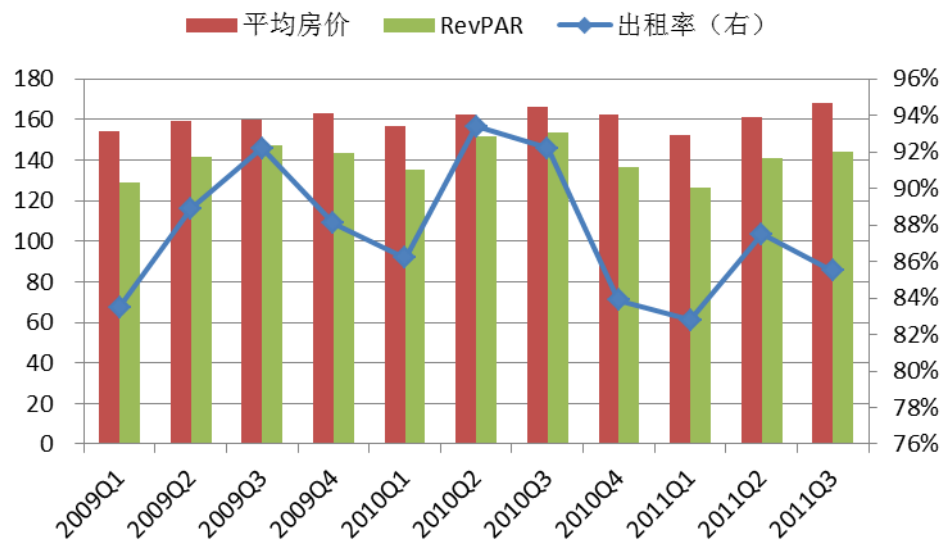
资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

图 1：如家经营情况



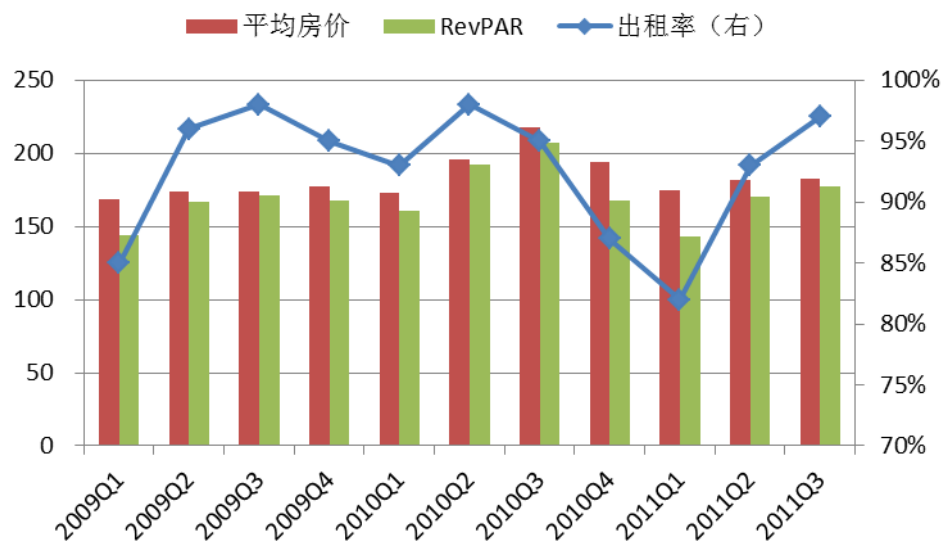
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：7 天经营情况



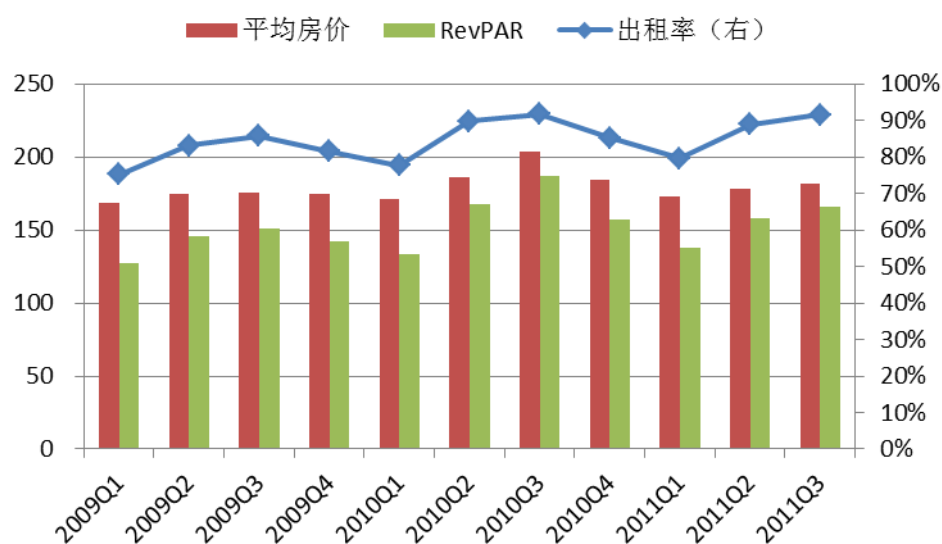
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：汉庭经营情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：锦江经营情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 1：如家可比门店经营情况

	1Q2010		2Q2010		3Q2010		4Q2010		1Q2011		2Q2011		3Q2011	
开业酒店数	409		466		513		536		569		607		626	
出租率	86%	93%	95%	98%	99%	98%	95%	93%	92%	90%	98%	97%	98%	98%
平均房价	159	162	162	180	163	192	161	174	159	166	177	175	189	182
RevPAR	137	151	152	176	161	188	153	163	147	149	173	170	185	179
RevPAR 变化	14		24		27		10		2		-3		-6	

来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：汉庭可比门店经营情况

	1Q2010		2Q2010		3Q2010		4Q2010		1Q2011		2Q2011		3Q2011	
开业酒店数	144		167		181		201		216		236		280	
出租率	89%	96%	99%	102%	99%	99%	97%	91%	95%	89%	101%	99%	98%	101%
平均房价	169	175	175	201	175	221	176	199	173	182	199	192	219	191
RevPAR	150	168	173	205	173	220	171	181	165	161	202	191	214	193
RevPAR 变化	18		32		47		10		-4		-11		-21	

来源：公司公告，东方证券研究所

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
流动资产	832	836	852	885	营业收入	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
非流动资产	4704	5767	6850	7893	公允价值变动收益	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	营业利润	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
资产总计	5536	6603	7702	8777	利润总额	471	538	687	801
流动负债	834	1326	2055	2521	所得税	71	88	108	129
短期借款	41	858	1391	1854	净利润	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	归属于母公司净利	381	442	572	665
非流动负债	345	469	407	438	EBITDA	475	655	861	1025
长期借款	44	44	44	44	EPS (元)	0.63	0.73	0.95	1.10
其他	302	426	364	395	主要财务比率				
负债合计	1179	1795	2462	2959	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	84	92	99	107	成长能力				
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	获利能力				
负债和股东权益	5536	6603	7702	8777	毛利率	84.5%	86.9%	87.2%	87.7%
现金流量表					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%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	偿债能力				
经营活动现金流	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	营运能力				
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
投资活动现金流	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	每股指标 (元)				
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
筹资活动现金流	-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	估值比率				
长期借款	44	0	0	0	P/E	26.45	22.77	17.59	15.14
普通股增加	0	0	0	0	P/B	2.36	2.13	1.96	1.76
资本公积增加	122	0	0	0	EV/EBITDA	16	12	9	8
其他	-1149	-53	-241	-213					
现金净增加额	-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