

2012年02月14日



锦江股份 (600754.SH) 酒店餐饮行业

评级: 买入 维持评级

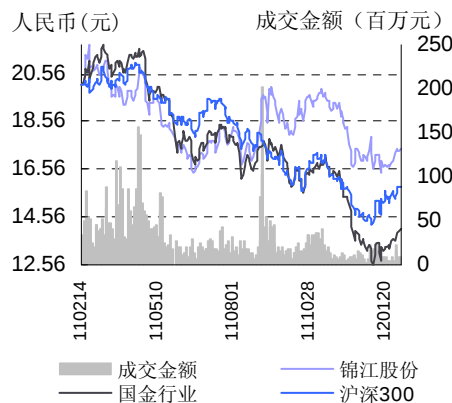
公司研究

市价(人民币): 17.40元
 目标(人民币): 20.50-22.50元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	447.24
总市值(百万元)	10,496.39
年内股价最高最低(元)	21.79/16.42
沪深300指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

- 《强化自身品牌建设,加速海外扩张》, 2011.11.23
- 《业绩符合预期,最差的时候或已过去》, 2011.10.31
- 《门店扩张提速,世博高基数影响明显》, 2011.8.30

苏超 联系人
 (8621)61357581
 suchao@gjzq.com.cn

毛峥嵘 分析师 SAC 执业编号: S1130511030004
 (8621)61038317
 maozhr@gjzq.com.cn

稳中求进夯实价值, 品牌建设积蓄再发优势

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.466	0.631	0.548	0.692	0.917
每股净资产(元)	6.49	7.08	7.48	7.87	8.49
每股经营性现金流(元)	0.09	1.06	0.37	0.91	0.94
市盈率(倍)	50.60	36.82	31.75	25.13	18.98
行业优化市盈率(倍)	48.61	50.67	42.15	42.15	42.15
净利润增长率(%)	2.85%	35.46%	-13.15%	26.35%	32.40%
净资产收益率(%)	7.18%	8.91%	7.32%	8.79%	10.80%
总股本(百万股)	603.24	603.24	603.24	603.24	603.24

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

■ 关键假设 - 经营发展稳中求进, 品牌建设积蓄再发优势

- 经济型酒店行业的快速发展及公司品质优先的发展战略共同决定了其并不是很快但稳定提升的开店速度和 RevPar 水平; 而品牌连锁酒店的规模效应进一步保障公司业绩增长。
- 在此基础上, 随着行业进入垄断竞争阶段, 市场对酒店品质的高标准以及品牌价值的高度重视, 使得公司尽管由于体制束缚丧失了先发优势, 仍可凭借其品牌上的相对优势蓄势“再发”, 获得新的发展契机。

■ 我们与市场观点的不同之处 - 国有酒店集团出身影响公司战略定位及经营决策。

- 公司隶属于锦江酒店集团, 国有体制影响公司管理及激励机制的灵活性, 而酒店业出身使公司在经营中更为注重酒店管理的品质。二者从根本上决定了公司相对主要竞争者较慢的扩张速度和较高的产品品质。因此, 如公司管理机制能有所突破, 或市场增强对品牌竞争力的关注, 锦江的发展有望显著提速。

■ 估值、盈利预测及投资建议

- 公司近一年静态市盈率处于 26.5~35 倍区间内, 其中, 经济型酒店业务给予的合理估值相对较高, 鉴于该板块业绩占比将提高, 公司的综合估值水平有望逐步提升。
- 公司自身较强的业务拓展能力、不断改善的营销管理能力及高管激励机制将保障其业绩增长。在不考虑公司并购其他品牌和对现有可供出售金融资产大规模减持的前提下, 我们预计公司 2011~2013 年每股收益分别为 0.548 元、0.692 元和 0.917 元。
- 综合相对估值、DCF 估值、分部门估值结果, 我们认为锦江股份 6~12 个月合理目标价格区间为 20.50~22.50 元, 相对于当前股价, 仍有 18%~29% 的上涨空间。据此, 我们维持对公司的“买入”评级。

■ 股价催化剂: 品牌并购、海外扩张、公司管理机制改善

- 可能存在的品牌并购、海外扩张、新经营模式的推行以及管理机制改善均有望催化公司股价表现。

■ 风险

- 租金及人工成本不断上升, 利润率有下降风险;
- 公司扩张速度存在低于预期的可能; 外延式扩张时点具有不确定性;
- 自然灾害等不可抗力因素将重创旅游行业。

内容目录

1. 盈利预测及说明.....	4
2. 估值与投资建议.....	5
2.1. 估值	5
2.1.1. PE 相对估值	5
2.1.2. DCF 估值	6
2.2. 投资建议	8
3. 公司简介: 隶属于国有酒店集团的经济型酒店运营商.....	8
4. 行业分析: 行业快速发展, 市场格局走向垄断竞争.....	10
5. 公司战略: 品质优先影响扩张速度, 厚积薄发有望重获“再发”契机.....	12
6. 主业分析: 经济型酒店内生外延, 餐饮及其他投资贡献稳定收益.....	15
6.1. 经济型酒店经营: 内生外延助增长, 规模、品牌效应加速业绩释放.....	15
6.2. 餐饮板块及其他: 投资回报提供稳定现金流, 利润占比不断减小	19
6.3. 高管自行购买股票实现股权激励, 考核方案完善奖励机制.....	20
7. 风险提示.....	21
7.1. 租金及人工成本不断上升, 利润率有下降风险	21
7.2. 品牌扩张速度低于预期	21
7.3. 外延式扩张时点具有不确定性	21
7.4. 自然灾害等不可抗力因素将重创旅游行业	21
附录: 三张报表预测摘要.....	22

图表目录

图表 1: 锦江股份盈利预测详表(2009H-2013F)	5
图表 2: 旅游餐饮行业主要上市公司估值一览	6
图表 3: DCF 估值主要假设条件	6
图表 4: 锦江股份 DCF 估值表	7
图表 5: 锦江股份分部门估值表	8
图表 6: 锦江股份资产结构图	9
图表 7: 经济型酒店业务收入贡献较大(2011H)	10
图表 8: 经济型酒店业务收入及净利润占比稳步提升	10
图表 9: 市场规模不断扩大(2000 年-2011Q3)	10
图表 10: 经济型酒店市场集中度-2011Q3	10
图表 11: 我国经济型酒店行业增长空间巨大	11
图表 12: 我国经济型酒店前十大品牌市场占有率较稳定	11
图表 13: 美国经济型酒店市场品牌集中度高于我国	12
图表 14: 锦江市场份额逐渐下降, 丧失先发优势	12
图表 15: 国有酒店集团出身影响锦江股份战略定位及经营选择	13
图表 16: 锦江之星 EBITDA%比例较高	13
图表 17: 锦江之星 EBITDA%水平较为稳定	13
图表 18: 锦江之星加盟条例更为强硬	14
图表 19: 锦江之星加盟店比例较高	14
图表 20: 锦江之星 SWOT 分析图	15
图表 21: 营业收入对直营店开业店数敏感度高于加盟店开业店数	16
图表 22: 锦江之星开业客房数及经营数据预测	17
图表 23: 汉庭加盟店比例提高, 酒店规模增加成本费用率下降	18
图表 24: 直营店期末开业店数、营业成本及费用率对利润的敏感性分析	18
图表 25: 经济型酒店分部利润表预测(2009-2013F)	19
图表 26: 餐饮业务收入及利润贡献预测详表	20

1. 盈利预测及说明

- 经过 2010 年的资产重组后，目前锦江股份主业集中在经济型酒店和餐饮业务板块。其中经济型酒店业务收入占比较大，亦为未来业绩增长的主要动力。餐饮板块收入贡献较小，但是对一些餐饮公司的股权投资为公司提供了较为稳定的利润来源和现金流。
- 未来经济型酒店业务的内生性增长主要源自于平均房价及入住率的提升，开业酒店数的增加，以及规模效应所带来边际成本的减少。外延式增长的机会在于对其他品牌的并购、海外扩张等。此外，餐饮业务将保持平稳发展，为公司经营提供稳定现金流。
- 公司正在不断增强内部管理信息系统，积极拓展销售渠道，会员数和签约企业客户数量正持续增加。这些因素虽会短期增加管理费用和销售费用，但随着收入的快速增长，期间费用率有望呈现一定的下降。
- 公司子公司-新亚大家乐、旅馆投资公司实际所得税率所享受的过渡期优惠税率，将在 2012 年调整为 25%。同时考虑到公司投资收益项目的发展趋势，我们预计 2011-2013 年合并报表的所得税率分别为 16.81%、19.67%、19.30%。

盈利预测

在不考虑公司并购其他品牌和对现有可供出售金融资产大规模减持的前提下，我们预计公司 2011~2013 年归属于母公司股东净利润分别为 3.31 亿元、4.18 亿元和 5.53 亿元，分别较上年增长-13.15%、26.35%和 32.40%；净利润率逐年提升，分别为：15.8%，16.7%，18.9%；净资产回报率分别为 7.32%、8.79%、10.80%，也呈现逐年上升的态势。每股收益分别为 0.548 元、0.692 元和 0.917 元(详细假设和预测见图表 1)。

图表1：锦江股份盈利预测详表(2009H-2013F)

单位：百万元	2009H	2009	2010H	2010Q3	2010	2011H	2011Q3	2011F	2012F	2013F
营业总收入	865.66	1,898.31	1,105.26	1,657.73	2,124.54	963.85	1,559.50	2,094.09	2,505.32	2,929.26
经济型酒店运营及管理业务	550.15	1,201.11	731.3674	1,205.29	1,606.01	856.4518	1,382.06	1,865.59	2,262.37	2,666.86
食品和餐饮业务	63.97	187.49	94.9603	180.23	230.28	96.7186	177.22	206.50	216.95	233.40
其他业务收入	11.51	29.06	12.14	-	21.46	10.68		22.00	26.00	29.00
营业总成本										
营业成本	151.16	335.00	196.83	270.98	329.20	118.49	196.40	257.35	291.21	331.61
经济型酒店运营及管理业务	43.51	92.19	57.4763	92.86	123.53	69.62	110.03	151.66	180.99	213.35
食品和餐饮业务	30.53	88.25	45.1112	86.51	109.34	46.70	86.36	101.19	105.22	112.97
其他业务成本	3.89	7.33	4.01	-	6.06	2.17		4.50	5.00	5.30
毛利率	82.54%	82.35%	82.19%	83.65%	84.50%	87.71%	87.41%	87.71%	88.38%	88.68%
营业税金及附加	44.77	97.72	56.91	85.86	111.3	54.2	86.9	117.3	140.3	164.0
主营业务税金及附加比率	5.17%	5.15%	5.15%	5.18%	5.24%	5.63%	5.57%	5.60%	5.60%	5.60%
主营业务利润	669.7	1,465.6	851.5	1,300.9	1,684.1	791.1	1,276.2	1,719.5	2,073.8	2,433.6
销售费用	431.89	939.51	514.90	763.61	1,006.92	508.29	789.38	1,038.7	1,183.8	1,353.3
营业费用率	49.89%	49.49%	46.59%	46.06%	47.39%	52.73%	50.62%	49.60%	47.25%	46.20%
管理费用	186.3	379.8	185.7	285.3	380.4	179.5	295.6	414.6	479.8	547.8
管理费用率	21.52%	20.01%	16.80%	17.21%	17.91%	18.62%	18.95%	19.80%	19.15%	18.70%
财务费用	13.95	29.09	14.40	21.66	23.36	5.15	8.02	11.20	12.20	13.50
资产减值准备	0.01	0.56	10.62	10.62	11.08	0.03	0.03	0.20	0.10	0.10
投资收益	199.14	280.03	137.98	188.11	189.39	109.16	129.45	131.35	111.95	157.78
营业利润	236.76	396.68	263.89	407.77	451.69	207.35	312.62	386.13	509.93	676.70
营业外收支净额	11.31	12.84	14.42	16.26	18.87	14.24	13.26	15.0	15.0	15.0
利润总额	248.07	409.52	278.30	424.03	470.56	221.59	325.88	401.13	524.93	691.70
所得税	46.38	71.61	33.89	55.88	71.47	28.59	47.67	67.4	103.2	133.5
实际所得税率	18.70%	17.49%	12.18%	13.18%	15.19%	12.90%	14.63%	16.81%	19.67%	19.30%
净利润	201.7	337.9	244.4	368.1	399.1	193.0	278.2	333.7	421.7	558.2
减：少数股东损益	3.10	10.54	13.75	18.60	18.48	0.33	2.64	3.10	4.00	5.20
少数股东损益比例	1.54%	3.12%	5.63%	5.05%	4.63%	0.17%	0.95%	0.93%	0.95%	0.93%
归属于母公司所有者的净利润	198.6	327.4	230.7	349.6	380.6	192.7	275.6	330.6	417.7	553.0
增长						-16.47%	-21.16%	-13.15%	26.35%	32.40%
每股收益	0.329	0.543	0.382	0.579	0.631	0.319	0.457	0.548	0.692	0.917

来源：国金证券研究所

注：历史数据根据后期追溯披露口径调整

2. 估值与投资建议

2.1. 估值

2.1.1. PE 相对估值

虽然旅游餐饮板块近期略有反弹，但因 1 月份持续跑输大盘，行业重点上市公司 2012 年市盈率平均值回落到 30.48 倍(38.43X11PE)，考虑剔除极端值对行业平均估值水平的影响，行业市盈率中值为 23.11 倍(30.42X11PE)。

锦江股份近一年静态市盈率处于 26.5~35 倍区间，考虑到过去一年中经济型酒店业务仅贡献不到一半的公司业绩，加之参考美国上市的三家经济型酒店公司市盈率水平，我们认为，公司历史估值处于合理位置。鉴于未来经济型酒店业绩贡献不断增加，业绩占比将提高，公司的综合估值水平将会有所提升。此外，旅游板块的季节性波动以及可能存在的扩张事件都有望进一步推动估值提升。

据此，我们按照 2012 年盈利 30~33 倍的目标 PE 给予公司 6~12 个月目标价格区间，为 20.67 至 22.74 元。

图表2：旅游餐饮行业主要上市公司估值一览

行业	代码	简称	收盘价	总市值 (亿元)	每股收益EPS				市盈率PE				市净率 PB最新	EV/EBITDA	投资 评级
			2012/2/13		10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E			
旅游资源	000888	峨眉山A	17.22	40.4994	0.47	0.61	0.77	0.98	36.78	28.31	22.44	17.60	4.64	7.55	买入
	000978	桂林旅游	8.01	28.84	0.21	0.20	0.27	0.35	68.25	40.25	30.11	23.22	2.01	5.45	买入
	600749	西藏旅游	11.18	21.15	0.13	0.16	0.22	0.33	109.17	70.63	51.03	33.79	3.28	N/A	持有
	002033	丽江旅游	19.46	31.88	0.09	0.72	0.90	1.00	397.86	27.15	21.60	19.38	3.66	30.41	买入
	600054	黄山旅游	15.40	72.59	0.49	0.60	0.70	0.77	35.79	25.67	21.97	20.00	4.18	N/A	买入
	002159	三特索道	13.63	16.36	0.25	0.36	0.54	0.63	73.47	38.39	25.43	21.57	3.49	N/A	买入
	000430	ST张家界	8.78	28.17	0.09	0.28	0.38	0.45	85.93	31.36	23.11	19.51	10.71	38.17	买入
主题公园	000069	华侨城A	7.12	398.25	0.98	0.67	0.82	1.02	12.42	10.63	8.68	6.98	2.74	0.14	买入
	300144	宋城股份	21.80	80.57	1.26	0.61	0.76	1.03	57.90	35.79	28.55	21.27	3.01	7.81	买入
	600706	ST长信	11.83	10.33	0.03	0.60	0.76	0.90	621.02	19.72	15.57	13.14	(13.77)	N/A	持有
餐饮	000721	西安饮食	7.20	14.37	0.17	0.24	0.36	0.42	68.85	29.75	19.83	16.99	3.19	N/A	买入
	002186	全聚德	28.03	39.68	0.71	0.85	0.98	1.14	47.15	33.06	28.69	24.59	5.09	N/A	持有
	002306	湘鄂情	16.73	33.46	0.29	0.54	0.70	0.87	98.93	31.10	23.83	19.27	2.77	9.15	买入
酒店	000428	华天酒店	4.36	31.35	0.25	0.19	0.23	0.30	38.26	22.83	18.84	14.38	2.14	0.83	买入
	600754	锦江股份	17.40	104.96	0.63	0.55	0.69	0.91	36.82	31.75	25.25	19.05	2.58	2.08	买入
	601007	金陵饭店	7.13	21.39	0.38	0.38	0.42	0.52	25.61	19.01	16.94	13.61	1.88	N/A	买入
	600258	首旅股份	12.74	29.48	0.81	0.46	0.57	0.65	27.65	27.64	22.55	19.51	2.96	3.23	买入
旅游综合	600138	中青旅	15.29	63.51	0.64	0.66	0.76	0.84	22.44	23.12	20.00	18.13	2.58	2.59	买入
	601888	中国国旅	26.08	229.50	0.47	0.75	1.09	1.38	66.55	34.75	23.92	18.95	5.02	3.63	买入
	600593	大连圣亚	15.34	14.11	0.06	0.08	0.13	0.10	350.58	187.76	121.75	158.63	4.66	N/A	持有
	600358	国旅联合	4.20	18.14	0.05	0.05	0.06	0.00	106.52	N/A	70.00	N/A	3.08	N/A	持有
行业均值			13.76	63.27	0.40	0.45	0.58	0.70	113.71	38.43	30.48	25.98	2.85	9.25	
行业中值			13.63	31.35	0.29	0.54	0.69	0.77	66.55	30.42	23.11	19.33	3.08	4.54	

来源：Wind，国金证券研究所

2.1.2. DCF 估值

图表3：DCF 估值主要假设条件

资产贴现率Ka		股票贴现率Ke	
行业Beta	1.11	股本总额(百万股)	603.24
无风险利率	3.62%	股价	17.40
风险溢价	6.45%	股票市值	10,496.39
资产贴现率Ka	10.76%	债务总额	85.46
加权平均资本成本WACC		债务利率	4.80%
		实际税率	16.81%
D/(E+D)	0.81%	股票Beta	0.89
E/(E+D)	99.19%		
WACC	9.30%	股票贴现率Ke	9.34%

来源：国金证券研究所

我们采用 APV、WACC、FCFE、AE 三种绝对估值方法对公司进行了估值，估值结果分别为 14.64 元、21.45 元、21.38 元和 23.63 元(见图表 4)。

图表4：锦江股份DCF估值表

估值方法	每股价值	估值方法	每股价值
APV	14.64	FCFE	21.38
WACC	21.45	AE	23.63

I、APV

每股价值	14.64	TV增长率	4.0%
企业值	8,999.75	Ka	10.76%
股票价值	8,830.57	债务	85.46
		投资	1,778.54
		少数股东权益	83.72

会计年度截止日：12/31	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TV	合计
FCF	-532.64	-177.26	-168.65	-1,172.48	381.90	554.18	701.06	872.53	1,072.84	1,304.58	20,078.04	22,914.10
ITS	3.60	4.83	4.58	7.05	11.51	6.54	2.19	1.05	1.15	1.26	19.46	63.21
PV(FCF)	-480.91	-144.50	-124.13	-779.13	229.13	300.20	342.88	385.30	113.63	116.96	7,227.56	7,186.99
PV(ITS)	3.25	3.94	3.37	4.69	6.91	3.54	1.07	0.46	0.00	0.00	7.00	34.22

II、WACC

每股价值	21.45	TV增长率	4.0%
企业值	13,108.97	WACC	9.30%
股票价值	12,939.79	债务	85.46
		投资	1,778.54
		少数股东权益	83.72

会计年度截止日：12/31	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TV	合计
FCF	-532.64	-177.26	-168.65	-1,172.48	381.90	554.18	701.06	872.53	1,072.84	1,304.58	25,605.76	28,441.83
PV(FCF)	-487.33	-148.38	-129.16	-821.57	244.83	325.06	376.23	428.41	481.95	536.19	10,524.20	11,330.43

III、FCFE贴现

每股价值	21.38	TV增长率	4.0%
企业值	12,895.44	Ke	9.34%
股票价值	12,895.44	债务	85.46
		投资	1,778.54
		少数股东权益	83.72

会计年度截止日：12/31	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TV	合计
FCFE	-586.73	-206.98	-167.79	-177.36	25.81	18.35	501.50	874.36	1,075.32	1,307.66	25,458.71	28,122.87
PV(FCFE)	-536.61	-173.12	-128.36	-124.08	16.52	10.74	268.39	427.96	481.35	535.34	10,422.49	11,200.62

IV、AE

每股价值	23.63	TV增长率	4.0%
企业值	14,252.20	Ke	9.34%
股票价值	14,252.20	投资	1,778.54
		期初净资产	4,273.61

会计年度截止日：12/31	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TV	合计
AE	-68.65	-3.98	109.25	188.07	275.64	409.37	487.92	583.98	688.84	809.08	15,751.76	19,231.26
PV(AE)	-62.79	-3.33	83.57	131.57	176.36	239.55	261.12	285.83	308.34	331.23	6,448.58	8,200.04

来源：国金证券研究所

我们对公司分部门进行估值。考虑到板块增长，经济型酒店板块给予 30 倍市盈率，餐饮及其他板块虽增速较小，但因其为现金回报，给予 20 倍市盈率，按照 2012 年 2 月 13 日收盘情况计算所持长江证券股份市值，三项汇总，公司 2012-2013 年的合理估值为 19.70 元、25.49 元。

图表5：锦江股份分部门估值表

单位：百万元	合理市盈率	2011F	2012F	2013F
净利润	1	330.58	417.69	553.02
经济型酒店	30	184.55	248.83	327.58
餐饮及其他	20	146.03	168.86	225.44
长江证券-可供出售金融资产市值	1	1,041.9	1,041.9	1,041.9
合理估值（元）	1	15.75	19.70	25.49

来源：国金证券研究所

综上所述，我们给予公司未来 6-12 月目标价 20.5-22.5 元，相对于当前股价，仍有 18%~29% 的上涨空间。此外，公司可能存在的对外扩张事件及管理机制改善有望催化股价表现，继续维持对公司的“买入”评级。

2.2. 投资建议

如我们在《简约的繁华-2010 年中国经济型酒店行业研究报告》中所述，在消费升级及城镇化推进的背景下，我国经济型酒店行业发展空间巨大；而品牌运营商可在市场细分、区域渗透、并购整合及加盟模式扩张四个维度上挖掘自身成长潜力。在行业逐步成熟的过程中，市场集中度将持续提高，优异的企业脱颖而出，成为垄断竞争者，享受品牌溢价及规模效应所带来的利润快速增长。虽然锦江股份过去的发展速度低于其他主要竞争者，但是我们判断，锦江股份具有成为行业垄断竞争者的资质和可能。特别是当行业发展至第二阶段，即品牌品质逐渐成为经济型酒店公司竞争焦点之时，锦江相对优势突出，如辅以一定的管理层激励或管理机制的改善，公司发展或将迎来新契机、新面貌。

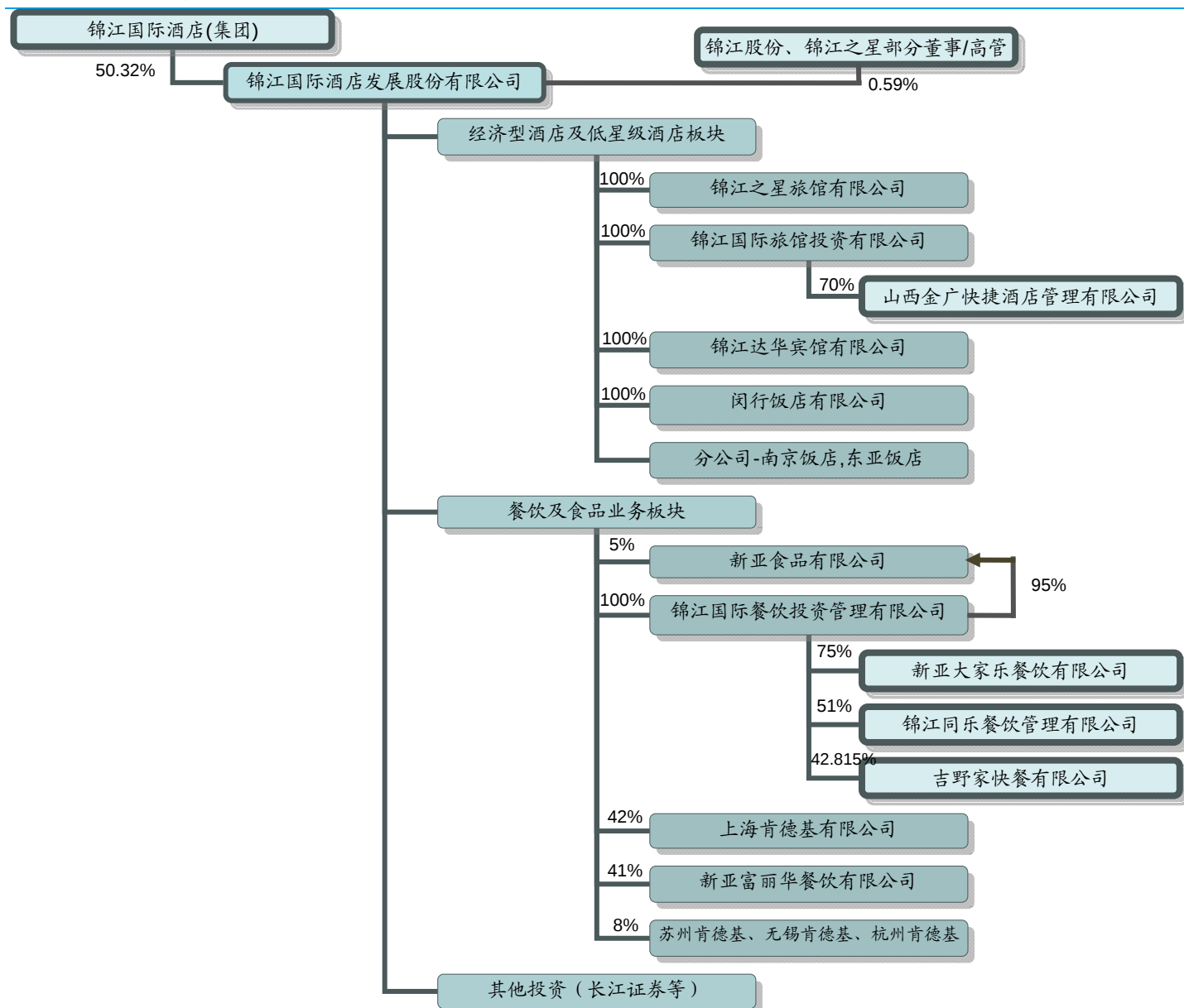
我们认为，锦江股份处于一个依然快速发展的行业，具有良好成长性；且公司自身较强的业务拓展能力、正在不断改善的销售管理能力及高管激励机制，将保障确定性的业绩增长。对于近期深陷于“成长性迷雾”的市场投资者而言，公司稳定成长的基本面提供了合理的投资安全边际，而可能存在的品牌并购、海外扩张、新经营模式的推行以及管理机制改善均有望进一步催化公司股价表现。据此，我们继续维持对公司“买入”的投资评级。

3. 公司简介：隶属于国有酒店集团的经济型酒店运营商

锦江股份隶属于上海锦江国际酒店集团。2010 年锦江股份与锦江酒店集团进行了重大资产置换交易，此后，锦江股份的主要资产精简为两部分：锦江之星为代表的经济型酒店及四家低星级酒店、中西式快餐为主的餐饮与食品资产(见图表 6)。

值得强调的是，公司出身于国有酒店集团，拥有专业化的酒店管理团队，因此侧重于从酒店运营角度出发制定发展战略。这些因素在一定程度上决定了公司经济型酒店业务的历史发展轨迹，并将影响其未来发展路径。

图表6：锦江股份资产结构图



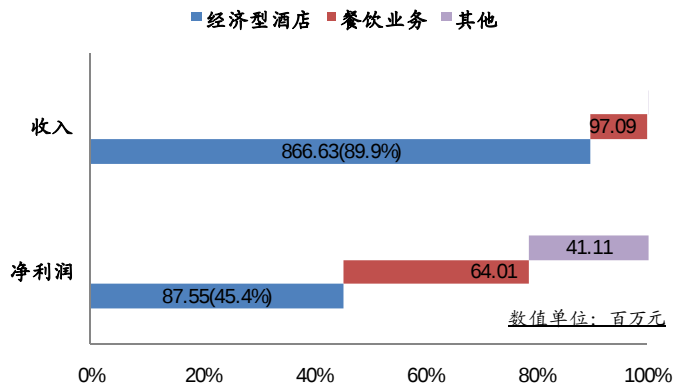
来源：公司财务报告，国金证券研究所

目前公司收入结构中，经济型酒店业务占比较高，据 2011 年中报披露数据显示，其占比达到 89.9%(见图表 7)；餐饮业务虽实现的并表收入不大，但通过股权投资收益对业绩有贡献；此外部分投资项目也会带来一些投资收益。¹

尽管 2010 年公司经营受到世博会的显著影响，但就 2009 年至 2011 年上半年整体情况分析，经济型酒店业务板块的收入和净利润占比正在稳步提升(见图表 8)。我们认为，经济型酒店业务相对增长速度更快，并将成为公司业绩增长的主要动力来源。

¹因 2010 年年报数据中包含资产重组所产生的损益，且世博会对公司经营影响较大，2010 年数据不能恰当反映公司目前盈利结构，我们使用 2011 年上半年经营数据。但因公司部分股权投资分红在上半年入账，故 2011 年上半年数据所显示的餐饮及其他业务的利润占比较全年值或有所扩大。

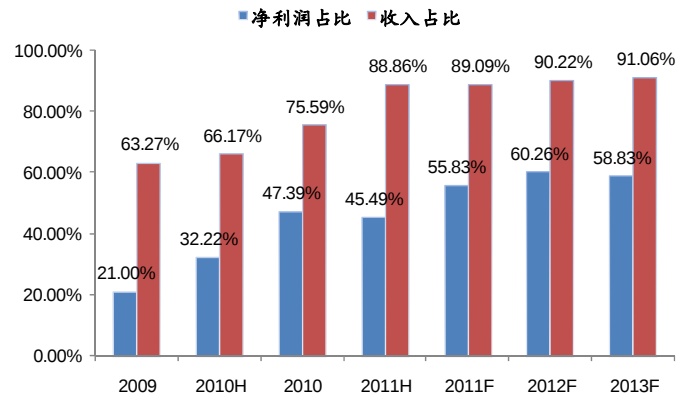
图表7：经济型酒店业务收入贡献较大(2011H)



来源：公司财务报告，国金证券研究所

注：图表 7,8 因核算口径有部分出入，数据略有差异。

图表8：经济型酒店业务收入及净利润占比稳步提升

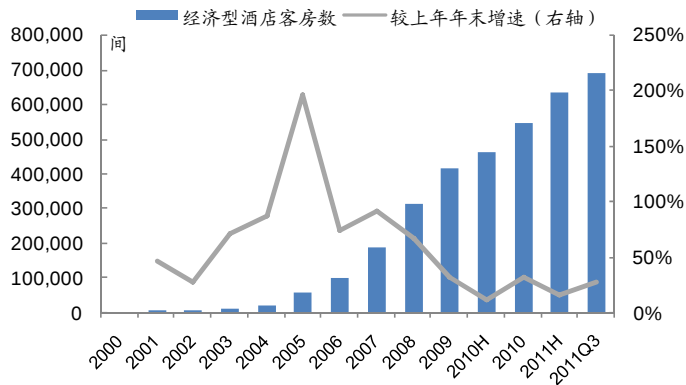


作为集团的经济型酒店运营平台，锦江股份的战略核心亦定位于经济型酒店板块，以下对公司成长性的分析主要集中于酒店业务板块。我们将基于产业发展趋势，对公司发展策略及经营举措做出一定分析和研判，并对其经营结果做出合理预测，当然，我们还将简单测算餐饮板块及其他投资的业绩贡献。

4. 行业分析：行业快速发展，市场格局走向垄断竞争

根据盈蝶咨询提供的行业数据，截止 2011 年三季度，经济型酒店客房总数达到 688,305 间，相较上年年末增长 26.48%(见图表 9)。客房数排名前四的经济型酒店公司，分别为如家、7 天、汉庭、锦江，其市场占有率合计为 54.74%(见图表 10)。

图表9：市场规模不断扩大 (2000 年-2011Q3)



来源：盈蝶咨询，国金证券研究所

图表10：经济型酒店市场集中度-2011Q3

	客房数(间)	客房占有率	门店数(家)	门店占有率
如家酒店	162,350	23.59%	1,315	19.80%
7天连锁	83,487	12.13%	838	12.61%
汉庭酒店	65,524	9.52%	580	8.73%
锦江之星	65,386	9.50%	519	7.81%
前四汇总	376,747	54.74%	3,252	48.95%
格林豪泰	36,201	5.26%	379	5.71%
速8酒店	24,239	3.52%	283	4.26%
星程酒店	11,597	1.68%	116	1.75%
维也纳酒店	10,771	1.56%	60	0.90%
宜必思	9,289	1.35%	53	0.80%
99旅馆	8,822	1.28%	123	1.85%
前十汇总	477,666	69.40%	4,266	64.22%
总客房数	688,305	100.00%	6,643	100.00%

注：如家公司数据不包括莫泰 168

我们认为，未来几年内，行业依然将保持较快增长，逐步迈向成熟。按照最新人口普查数据测算，我们预计 2020 年经济型酒店行业客房数达到 272 万间，理想化 10 年复合增长率为 17.45%²(见图表 11)。如我们在《简约的繁华》一文中所述，经济型酒店行业发展空间之巨大是毋庸置疑的。

从资本回报情况看，行业发展尚不成熟。据业内人士反馈，目前经济型酒店行业相较其他行业依然存在超额收益率，产业资本等仍在陆续流入行业。因市场

² 具体测算逻辑、敏感性分析详见我们 2010 年 9 月发布的《简约的繁华-2010 年中国经济型酒店行业研究报告》，部分数据假设有变动

发展程度不同，各地区经济型酒店净利润率在 15%-25%之间。在一些成熟区域，如华东地区，经济型酒店的资本回报率为 8%-10%，而新开拓的市场资本回报率都基本在 10%以上。从锦江之星直营店经营数据看，租赁物业的投资回收期约为 6-7 年，购买物业的约为 10 年。当然，随着行业日益成熟，投资回报率最终将回归到资本投资回报率的市场均值。而在此过程中，各品牌运营商可在市场细分、区域渗透、并购整合及加盟模式扩张四个维度上挖掘自身发展潜力，共同分享市场快速成长的蛋糕。

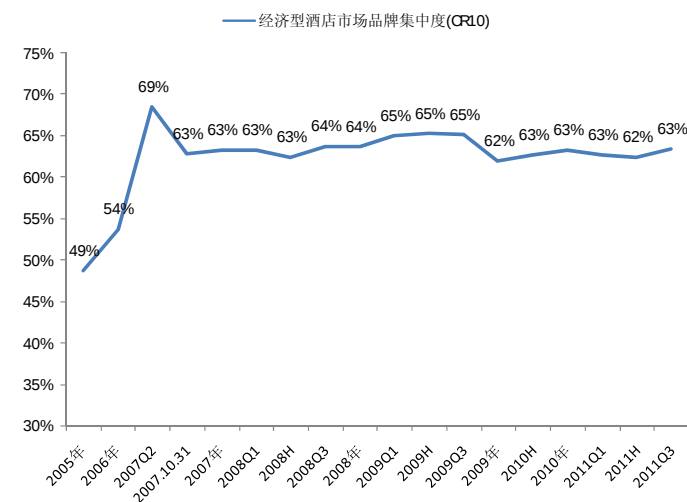
行业的成长性无虞，我们需要关注的是在此发展过程中，市场格局所面临的变化，以及锦江股份在其中所处的位置和其变动趋势。

图表11：我国经济型酒店行业增长空间巨大

☆ 根据2010年第六次全国人口普查主要数据测算2020年我国城镇人口数		
	2010/11/1	2020年F
		假设及备注
大陆人口总数 (千人)	1,339,725	1,394,289
		按照0.4%年增速(过去十年年平均增长0.57%，较1990-2000年年均增速下降0.5个百分点)
城镇化率	49.68%	55.68%
		2010年中国社科院发布《中国城市发展报告》蓝皮书中预计，今后一段时间，中国城镇化进程仍将处于一个快速推进的时期。到2015年城镇化率达到52%左右，到2030年达到65%左右。
城镇人口数 (千人)	665,575	776,340
		我们预计未来10年城镇化率平均增速为0.6%，2020年城镇化率超过55%。
★ 测算2020年经济型酒店市场容量		
城镇人口(千人)		776,340
乘以 间/千人保有量(间/千人)		*7
中低端市场客房需求(间)		5,434,380
考虑到旅馆业及低星级酒店，按照50%估算		
2020年经济型酒店的客房规模(间)		2,717,190
2010年经济型酒店客房数(间)		544,210
理想化的10年复合增长率		17.45%

来源：盈蝶咨询，国金证券研究所

图表12：我国经济型酒店前十大品牌市场占有率较稳定



我国经济型酒店的统计数据显示，近几年前十大经济型酒店品牌市场占有率(CR10)维持在 62%-65%的区间内(见图表 12)，该数据在一定程度上佐证了行业仍处在快速成长期，市场远未成熟，各品牌均保持较快增速，争相填补空白市场，增加对目标市场的渗透。

对比美国酒店行业数据(2000,Smith Travel Research Database)，其中“Economy”类别等同于我国经济型酒店的一般品牌，“Mid-Price No F&B”则为偏高端品牌，“Budget”为低端品牌。鉴于我国经济型酒店目前仍以中端品牌为主，与美国市场“Economy”类酒店 CR(6)=80%的集中度相比，中国经济型酒店的行业集中度有望继续提高(见图表 13)。

图表13：美国经济型酒店市场品牌集中度高于我国

	房间总数	品牌总数	集中度情况	品牌举例
Mid-Price No F&B	384,163	19	11个品牌提供的客房数占总客房数比例为84%	Comfort Inn, Holiday Inn Express
Economy	302,799	21	6个品牌提供的客房数占总客房数比例为80%	Days Inn, Travelodge
Budget	337,734	37	12个品牌提供的客房数占总客房数比例为88%	Super 8, Motel 6

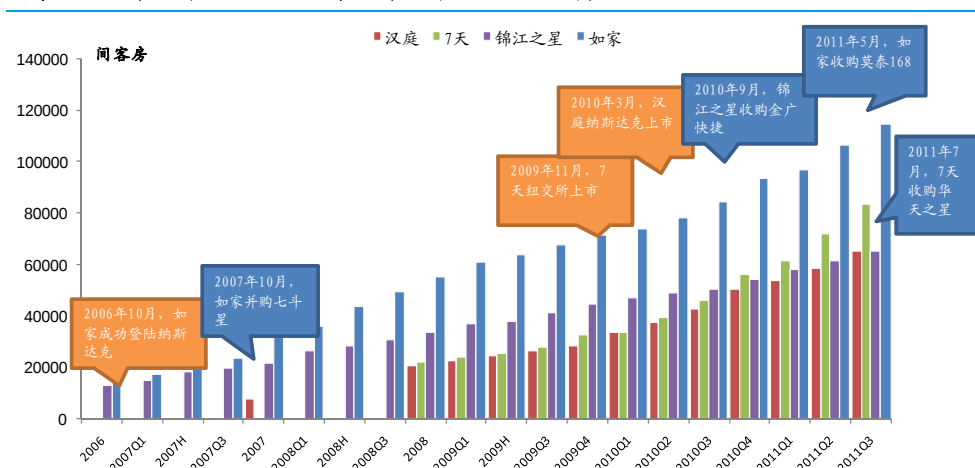
来源：Smith Travel Research Database，国金证券研究所

此外，由历史数据看，我国经济型酒店市场集中度在 07 年出现大幅提升，我们认为当年物业租金成本上升应是主要原因之一（成本上升使得小规模的酒店经营压力增加）。因此，未来租金及人工成本不断提升也将成为推动经济型酒店行业集中度增加的动力，行业整体市场格局亦将逐步走向垄断竞争。优秀的企业在发展中可脱颖而出，成为垄断竞争者，享受品牌溢价及规模效应所带来的利润快速增长。

5. 公司战略：品质优先影响扩张速度，厚积薄发有望重获“再发”契机

锦江之星在 1997 年开出了我国第一家经济型酒店，一度在市场上占据领先优势，但近几年，其市场占有率有所下滑，开业酒店数增长速度低于行业内其他品牌，目前开业客房数已陆续被如家、7 天、汉庭超越(见图表 14)。截止至 2011 年三季度末，锦江股份旗下共开业经济型酒店 519 家，客房数达到 65,386 万间，规模全国排名第四。

图表14：锦江市场份额逐渐下降，丧失先发优势



来源：各公司财务报告，国金证券研究所

锦江扩张速度相对较慢一直是被资本市场所诟病的，我们认为，根本原因在于锦江与其余三家经济型酒店公司不同——其出身于国有酒店集团。

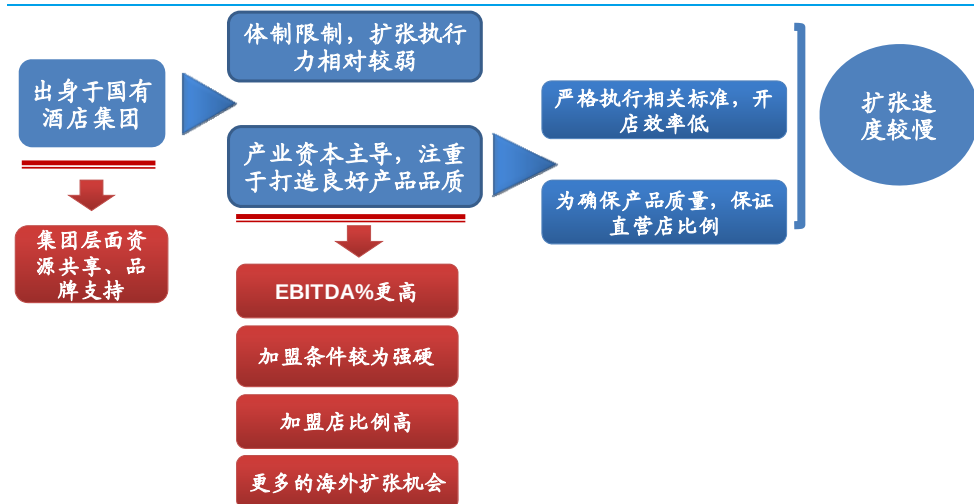
一方面，该背景导致其更注重酒店管理品质，严格执行相关建设标准，开店速度相对较慢；其次，公司力求将直营店与加盟店比例保持在 3:7 的水平，目前加盟店占比已达到 68.4%(接近目标值 70%)，未来的扩张必须直营店和加盟店齐头并进，而加盟店比例提高所能引致的扩张提速效应也将逐步减少；最后，

国有体制使得投资监管程序较为严格，也在一定程度上导致公司的扩张执行力相对较弱，构成开店速度较慢的原因之一。

相比较而言，其他三家连锁经济型酒店公司或萌芽于产业链上游企业或是由PE资本驱动，在经营定位上更侧重于“连锁”概念，扩张速度较快。

但从另一个角度来看，酒店集团背景亦为公司提供了更多的共享资源和品牌支持，良好的产品品质使得公司经济型酒店业务销售收入的盈利能力强于其他品牌(EBITDA%较高)，能够给出较为强硬的加盟条件并维持较高加盟店比例，此外，也面临更多的海外扩张机遇。

图表15：国有酒店集团出身影响锦江股份战略定位及经营选择



来源：国金证券研究所

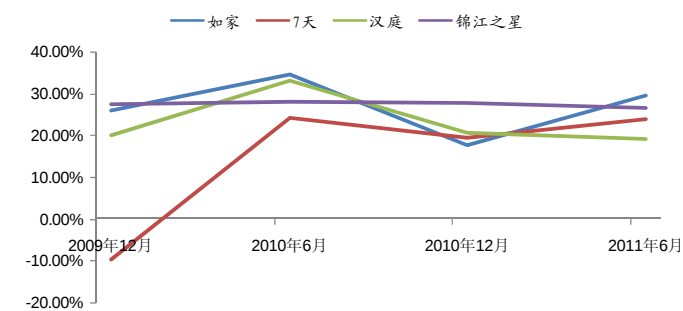
EBITDA%：锦江之星单房间初始投入近 10 万元，而其他品牌运营商单房间投入为 5-7 万元。虽然初始投入大，但是锦江之星经营期内的 EBITDA%最高(见图表 16,17)，并且表现稳定，并不如其余三家企业受季节淡旺季以及事件驱动（2010 年世博会）的影响明显。该数据一定程度上表明了，锦江之星品牌管理能力更高，对经营的掌控力更好。

图表16：锦江之星 EBITDA%比例较高

	2009/12/31	2010/6/30	2010/12/31	2011/6/30	均值
如家	25.81%	34.51%	17.64%	29.56%	26.88%
7天	-9.7%	24.0%	19.30%	23.6%	14.30%
汉庭	19.79%	32.92%	20.52%	19.04%	23.07%
锦江之星	27.33%	28.04%	27.86%	26.36%	27.40%

来源：各公司财务报告，国金证券研究所

图表17：锦江之星 EBITDA%水平较为稳定



加盟条件：我们横向比较前四家经济型酒店的加盟条件后发现，锦江之星的加盟条件较为强硬：锦江收取更高的一次性加盟费 and 单店改造费用、相对较低的持续加盟费(见图表 18)。这样的加盟费模式意味着加盟商需要较大初始投资，投资风险偏高。因此，锦江之星的加盟商需具有对品牌更强的信任，也表明了加盟商对锦江之星品牌质量的高度认可。

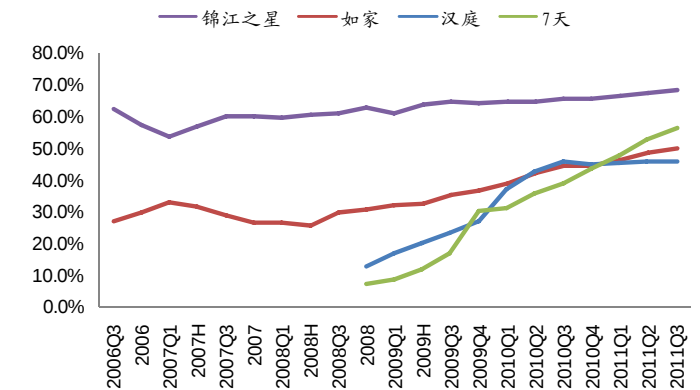
加盟店比例：经济型酒店品牌发展早期是以直营店为主，通过直营店塑造良好的品牌形象，但随着品牌的不断发展，加盟店比例将逐渐提升，品牌管理能力越强，所能支撑的加盟店比例越高。目前，与其它品牌相比，锦江之星的加盟店比例相对较高，其中一部分源于锦江之星产品的发展定位较为成熟，我们也注意到其余三家公司的加盟店比例也在逐步增加(见图表 19)。只有当四者都步入成熟稳定发展阶段，其加盟店比例或将更能反映品牌实力。

图表18：锦江之星加盟条例更为强硬

	锦江之星	如家	汉庭	7天
一次性加盟费	20万元/家，2500元/间	10万元/家，八年后无息归还	10万元/家，合同期满归还；3000元/间	3000元/房间
持续加盟费	收入的5%，10元/间·月	收入的6%	收入5-7%，可选择捆绑式加盟	收入7%
中央渠道费	20元/间·夜	20元/间·夜	20元/间·夜	20元/间·夜，2011年免收
其他费用		采购保证金20万元，开业后无息归还 如家系统安装维护费首次5000元，维护费1万元/年 操作系统许可费1万元/八年 工程筹备管理支持费5000元/月	PMS系统费初始1万元，维护1000元/月 工程配合费8000元/月	工程支持费1.5万 运营启动资金20万
单房改造费用	10万元		5-7万元	

来源：各公司网站，公司财务报告，国金证券研究所

图表19：锦江之星加盟店比例较高



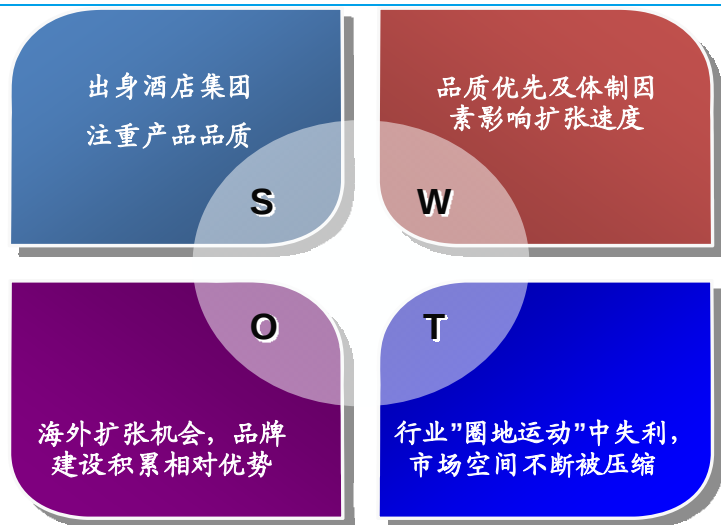
海外扩张：锦江 2011 年首度走向国门，完成了两例海外项目(进军菲律宾市场及与法国卢浮酒店集团的合作)，我们相信，外方选择锦江亦主要是对锦江之星品牌和管理能力的认可。

以上直接或间接的证据均表明了锦江品牌品质在行业中较为突出。同时，公司也在根据顾客的需求不断改进自身产品，公司即将推出的第四代升级版酒店产品，其中针对新的市场需求对一些服务标准进行了调整。

客观来讲，品牌优先战略确实拖累公司的发展速度，导致市场占有率下降，丧失先发优势。然而，我们判断随着消费升级，人们的消费选择标准将从最简单的产品有无、价格高低逐步转变为酒店服务质量高低的判断，乃至最终上升至酒店品牌及文化的认可度。在此过程中，市场对品牌形象，产品质量的关注度也会逐步提高，各品牌的差异性将更为显著。而在供给层面，当行业的“圈地”扩张运动进入后期，各公司的经营重心也将逐渐转移至品牌品质上来。我们认为，锦江的品牌优势有望助其在新的行业发展阶段中获得“再发”契机，提高其市场地位。

综上所述，我们总结锦江之星的优劣势及发展机会和潜在威胁 SWOT 分析图如图表 20。

图表20：锦江之星 SWOT 分析图



来源：国金证券研究所

6. 主业分析：经济型酒店内生外延，餐饮及其他投资贡献稳定收益

6.1. 经济型酒店经营：内生外延助增长，规模、品牌效应加速业绩释放

我们认为，按照现有的商业模式，经济型酒店业务未来的增长主要来自于直营店、加盟店数量的增加、Revpar 水平的提高，此外，规模效应带来的边际费用率下降也将是刺激该板块业务内生性增长的动力。而外延式扩张的机会主要源于海外扩张，并购事件等所带来的新品牌或新经营模式的延伸。事实上，以上所述的内生外延式扩张模式适用于所有的经济型酒店品牌，我们无法定量测算因品质较高，锦江加盟店比例、规模效应究竟能较其余品牌显著几成，海外扩张、合作机会能更多几例，但如前文所述，品牌溢价能力随着行业的发展将越发突出。

以下，我们将基于锦江历史经营数据，结合公司战略及行业发展趋势，对锦江股份经济型酒店业务的发展做出详细的分析。

相对单体酒店的有限成长性，连锁经济型酒店可在规模扩张中实现其收入及利润的快速增长。经济型酒店业务增长驱动力之一：开业客房数增加、入住率及平均房价水平提高、其他相关业务模块增长共同推动收入提升。

开业客房数增加提高收入。客房数的增长主要源于特许加盟模式的深入及分品牌战略的实施。锦江股份已经明确以特许加盟为主，自建、直营为辅，争取保持直营与加盟店 3:7 的比例发展。从分品牌维度看，将遵循以锦江之星品牌为发展主力，实施高、中、低多品牌发展的战略。公司现有三个经济型酒店子品牌，为百时快捷、锦江之星和白玉兰酒店，分别定位百元、中端及高端经济型酒店。如新品牌创造的房费增长能够超过新品牌团队构建费用，不排除公司继续增加子品牌的可能。我们预计在一年新开 100-120 家店，加盟店比例占 70% 的假设下，经济型酒店板块收入有望实现近 20% 的增幅，具体开店情况预测值见图表 22。

其中，直营店增加对收入规模扩大的影响更显著，而加盟模式扩张因边际成本较小，其收入净利率相对较高。我们根据图表 22 中 2011 年开业店数的预测情况，假设其余变量均保持不变，就公司营业收入与直营店、加盟店开业店数敏感性做出分析(见图表 21)，数据显示营业收入对直营店开业店数敏感度高于加盟店。

图表21：营业收入对直营店开业店数敏感度高于加盟店开业店数

直营店、加盟店期末开业店数对收入的敏感性分析(单位：百万元)								
直营店数	加盟店数	369	374	378	379	380	384	389
		-10	-5	-1	0	+1	+5	+10
160	-10	-88.69	-87.18	-85.97	-85.67	-85.37	-84.16	-82.65
165	-5	-45.86	-44.35	-43.14	-42.83	-42.53	-41.32	-39.81
169	-1	-11.59	-10.08	-8.87	-8.57	-8.26	-7.06	-5.55
170	0	-3.02	-1.51	-0.30	0.00	0.30	1.51	3.02
171	+1	5.55	7.06	8.26	8.57	8.87	10.08	11.59
175	+5	39.81	41.32	42.53	42.83	43.14	44.35	45.86
180	+10	82.65	84.16	85.37	85.67	85.97	87.18	88.69

来源：国金证券研究所

入住率及平均房价水平提高亦将增加营收。这二者主要受酒店地理位置、单店客房数及品牌管理能力的影响。据调查，经济型酒店客源结构中 43%为商务散客³，因此酒店地理位置（距离商务中心区域距离、交通便利程度）将直接影响客房入住率及房价水平；若单店客房体量较小，酒店入住率则较高，据我们了解，锦江之星新店在开业一年内入住率一般可达到 80%，百时快捷因单店房间数较小，约为 50 间房，入住率则相对较高。我们预计公司整体入住率和平均房价水平将稳步提升，自营店及加盟店详细预测经营数据见图表 22。

餐饮、商品销售及其他收入亦水涨船高，中央渠道费加速促进品牌价值转化为利润贡献。自 2011 年 4 月起，锦江之星开始向加盟商收取中央渠道费，如公司通过其客房预订系统（包括呼叫中心和网站预订）向加盟商输送客源，将向加盟商收取 20 元/间·夜的费用。中央渠道费模式对于公司而言，所需要消耗的边际成本极小，实质上是加速推动品牌价值转化为利润贡献。目前锦江之星所接待的旅客中超过 20%是来自呼叫中心和网站。近期，锦江之星与锦江国际电子商务公司签署合作协议，公司拟加入集团正在构建的由网站及呼叫中心组成的电子商务平台，并考虑加入锦江国际客户忠诚度计划——“享计划”进行会员管理的合作。目前锦江之星会员超过 220 万，会员贡献收入占比约 35%，我们认为公司有效的营销措施，有望推动会员数及会员收入贡献占比双双提升，进一步强化公司品牌价值。

³慧聪酒店网新闻稿：<http://info.hotel.hc360.com/2011/11/210953407211.shtml>

图表22：锦江之星开业客房数及经营数据预测

单位：百万元	2009	2010H	2010	2011H	2011F	2012F	2013F
营业总收入	1,213.89	738.19	1,621.27	866.93	1,884.09	2,284.37	2,691.36
增速			33.56%	17.44%	16.21%	21.25%	17.82%
自有和租赁酒店收入	1,138.55	686.63	1,522.54	803.62	1,721.18	2,086.26	2,451.13
期末开业自营店数(家)	120	131	144	159	170	206	240
期末开业自营店房间数(间)	19,021	20,134	21,779	23,460	24,820	29,870	34,560
报告期内新增自营店(家)		11	24	15	26	36	34
单店营业额	9.49	5.24	10.57	5.05	10.12	10.13	10.21
入住率	80.40%	83.97%	86.42%	86.07%	87.80%	87.99%	88.25%
平均房价(元)	175.73	181.03	188.28	179.20	183.10	183.80	184.40
RevPar(元)	141.29	152.01	162.71	154.24	160.76	161.73	162.73
自营店客房收入	907.50	549.77	1,227.20	638.45	1,382.14	1,675.18	1,969.69
餐饮	152.16	86.63	186.07	96.40	207.32	254.63	301.36
比率:	16.77%	15.76%	15.16%	15.10%	15.00%	15.20%	15.30%
商品销售	12.14	7.33	16.59	8.88	19.21	23.45	27.58
比率:	1.34%	1.33%	1.35%	1.39%	1.39%	1.40%	1.40%
其他收入:							
会员卡	25.36	16.05	35.06	22.77	45.00	56.00	68.00
会员数(万人)		99.20	161.10				
租赁	12.04	6.16	14.84	9.90	18.50	22.00	24.50
其他	29.05	17.50	42.79	24.02	49.00	55.00	60.00
加盟和管理酒店收入	75.34	51.56	98.72	63.31	162.92	198.11	240.24
报告期内新签约加盟店(家)		50	106	79	150	128	146
首次加盟费		19.40	26.20	23.03	51.42	45.39	48.70
期末开业加盟店数(家)	213	238	273	326	384	482	583
期末开业加盟店房间数(间)	26,028	28,889	32,475	38,044	44,160	54,948	65,296
报告期内新增加盟店(家)		25	60	53	111	98	104
入住率	82.51%	83.96%	86.18%	83.48%	85.40%	85.84%	86.14%
平均房价(元)	172.17	178.81	187.17	173.14	176.80	177.40	177.95
RevPar(元)	142.06	150.13	161.30	144.54	150.99	152.28	153.29
加盟店房费收入					2152.28	2847.15	3436.04
加盟管理费		35.02	72.52	40.20	102.46	136.61	166.23
中央渠道费				2.97	9.03	16.11	25.31

来源：公司财务报告，国金证券研究所

经济型酒店业务增长驱动力之二：规模效应降低费用率。连锁经济型酒店品牌规模扩张除了带来收入的快速增长外，还通过规模效应逐步提高经营效率，降低费用率，从而加快利润的释放。

因 7 天上市时间较短，公开数据时间序列不长，如家和锦江受资产收购及资产重组事件影响，数据的可比性差，我们最终整理了汉庭连锁酒店(NASDAQ: HTHT)2007-2010 年财务数据(见图表 23)，以验证连锁酒店经营的规模效应。选取了酒店运营成本、销售费用、管理费用三个成本费用项目进行分析，其中酒店运营成本与自营店经营情况相关，随着直营店规模的扩大，其占自营店收入比例呈现直线下降。其次，销售费用及管理费用占收入比例也出现明显下滑，经济型酒店经营的规模效应逐步显现。

图表23：汉庭加盟店比例提高，酒店规模增加成本费用率下降

	2007年	2008年	2009年	2010年
开业酒店数(家)	67	167	236	438
自营店	62	145	173	243
加盟店	5	22	63	195
加盟店比例	7.46%	13.17%	26.69%	44.52%
酒店运营成本(千元)	-228,362	-687,364	-1,004,472	-1,180,202
占自营店收入比	92.01%	86.16%	77.93%	69.11%
销售费用	-17,581	-40,810	-57,818	-70,786
占总收入比	7.05%	5.04%	4.33%	3.85%
管理费用	-65,653	-81,665	-83,665	-119,989
占总收入比	26.32%	10.08%	6.27%	6.53%

来源：公司财务报告，国金证券研究所

2009-2010 年，锦江之星的呼叫中心、ERP 系统的改造、建设基本完成，相信未来电子商务平台成功搭建后，规模效应得到体现将推动业绩更快增长。

基于前文敏感性分析的假设，我们对直营店规模、营业成本费用占直营店收入比率对利润做了敏感性分析，结果见图表 24。按照我们的数据预测，在直营店数一定的情况下，成本费用率变化 0.1%，将引起利润出现 0.74%的反向变动，并且该变动幅度随着直营店数的增加而扩大。

图表24：直营店期末开业店数、营业成本及费用率对利润的敏感性分析

直营店期末开业店数、营业成本及费用率对利润的敏感性分析									
直营店数(家)	费用率	71.29%	76.29%	80.29%	80.79%	81.19%	81.29%	81.39%	81.79%
		-10.0%	-5.0%	-1.0%	-0.5%	-0.1%	0.0%	+0.1%	+0.5%
160	-10	68.14%	32.45%	3.90%	0.33%	-2.53%	-3.24%	-3.95%	-6.81%
165	-5	71.04%	34.72%	5.67%	2.04%	-0.87%	-1.59%	-2.32%	-5.23%
169	-1	73.29%	36.49%	7.05%	3.37%	0.42%	-0.31%	-1.05%	-4.00%
170	0	73.85%	36.92%	7.38%	3.69%	0.74%	0.00%	-0.74%	-3.69%
171	+1	74.40%	37.36%	7.72%	4.02%	1.05%	0.31%	-0.43%	-3.39%
175	+5	76.57%	39.06%	9.05%	5.30%	2.30%	1.54%	0.79%	-2.21%
180	+10	79.21%	41.12%	10.66%	6.85%	3.80%	3.04%	2.28%	-0.77%

来源：国金证券研究所

我们根据公司披露数据口径，对分项成本和费用进行预测(见图表 25)。综合规模效应带来的收入增长及成本费用率的下调，暂不考虑对其他品牌的并购，预计 2011-2013 年经济型酒店业务分部(不包括达华宾馆、闵行饭店、南京饭店及东亚饭店四家宾馆)贡献每股收益 0.306 元、0.412 元和 0.543 元。净利润率逐年提升(9.8%、10.89%、12.17%)，我们预计分部利润贡献占比也将逐年提高，根据我们预测情况占比分别为 55.83%、59.57%、59.23%⁴。

⁴我们预测 2012 年公司其他投资收益出现显著下降，因此当年经济型酒店业务利润贡献比例较高。

图表25：经济型酒店分部利润表预测(2009-2013F)

单位：百万元	2009	2010H	2010	2011H	2011F	2012F	2013F
营业总收入	1,213.89	738.19	1,621.27	866.93	1,884.09	2,284.37	2,691.36
增速			33.56%	17.44%	16.21%	21.25%	17.82%
营业税金及附加	68.52	41.41	90.12	48.76	105.51	127.92	150.72
营业税金及附加比率	5.65%	5.61%	5.56%	5.62%	5.60%	5.60%	5.60%
营业成本和费用：	1,023.85	584.54	1,269.81	707.52	1,537.71	1,828.65	2,106.91
自有和租赁酒店成本合计	902.68	509.06	1,095.97	613.29	1,302.54	1,551.55	1,794.57
	79.28%	74.14%	71.98%	76.32%	75.68%	74.37%	73.21%
租金和能源	263.19	152.75	312.38	181.70	378.66	454.81	531.89
比率：	23.12%	22.25%	20.52%	22.61%	22.00%	21.80%	21.70%
人工成本	260.26	110.06	335.55	141.52	395.87	467.32	536.80
比率：	22.86%	16.03%	22.04%	17.61%	23.00%	22.40%	21.90%
折旧	116.23	59.78	125.52	63.26	153.00	185.40	216.00
单店折旧：	0.97	0.46	0.87	0.40	0.90	0.90	0.90
摊销	113.01	58.52	124.93	74.46	154.70	191.58	228.00
单店摊销：	0.94	0.45	0.87	0.47	0.91	0.93	0.95
消耗用品、食品和饮料	136.66	47.90	178.68	54.59	199.66	231.58	259.82
比率：	12.00%	6.98%	11.74%	6.79%	11.60%	11.10%	10.60%
其他	13.32	80.06	18.91	97.76	20.65	20.86	22.06
比率：	1.17%	11.66%	1.24%	12.16%	1.20%	1.00%	0.90%
期间费用合计		75.48	173.83	94.23	235.17	277.10	312.34
销售和市场费用	74.20	21.54	101.18	19.62	111.73	134.78	157.44
比率：	6.11%	2.92%	6.24%	2.26%	5.93%	5.90%	5.85%
一般行政管理费用	45.86	48.54	70.29	70.05	113.05	127.92	141.30
比率：	3.78%	6.58%	4.34%	8.08%	6.00%	5.60%	5.25%
开办费	1.12	5.39	2.37	4.56	10.40	14.40	13.60
单店费用		0.49	0.10	0.30	0.40	0.40	0.40
营业利润	121.53	112.24	261.99	110.65	240.87	327.80	433.73
财务费用	33.76	14.37	20.79	3.17	6.32	7.30	7.55
营业外收支净额	8.13	5.07	11.14	8.85	14.50	15.00	15.00
三、利润总额	95.89	102.52	252.34	116.32	249.05	335.50	441.18
所得税费用	24.99	26.10	65.88	28.00	62.26	83.87	110.30
实际所得税费率	26.06%	25.46%	26.11%	24.07%	25.00%	25.00%	25.00%
四、净利润	70.90	76.42	186.45	88.32	186.79	251.62	330.89
减：少数股东收益	2.15	2.10	6.08	0.68	2.24	2.79	3.31
比率：	3.03%	2.74%	3.26%	0.77%	1.20%	1.11%	1.00%
归属于经济型酒店业务分部的净利润	68.75	74.32	180.37	87.64	184.55	248.83	327.58
比率：					9.80%	10.89%	12.17%
EPS	0.114	0.123	0.299	0.145	0.306	0.412	0.543
净利润占比	21.00%	32.22%	47.39%	45.49%	55.83%	59.57%	59.23%
增速			162.4%	17.9%	2.3%	34.8%	31.6%

来源：公司财务报告，国金证券研究所

并购其他经济型酒店品牌及新经营模式带来公司外延式扩张机会。锦江之星 2010 年收购金广快捷，增加了锦江在山西市场的市占率。如前文所述，随着行业供给的增加，以及成本费用压力的提高，品牌间并购将更为频繁。对于锦江而言，并购金广快捷一方面是出于强化区域市场影响力的目的，另一方面也是因金广快捷整体产品品质较高，且经营数据较为优异。我们相信锦江未来的对外并购也将以此为标准，最大化股东利益。

公司还在尝试新经营模式以加强现有经济型酒店品牌建设及品牌管理输出。2011 年签约的菲律宾项目是通过区域总代理方式实现酒店品牌输出，虽然项目对公司业绩贡献有限，但其投资风险小，是较好的海外扩张模式。其次，与法国卢浮酒店品牌销售渠道共享的合作亦将加强公司酒店品牌的海外影响力。

作为中国第一家经济型酒店品牌，锦江之星具有优秀的产品创新意识，酒店集团的出身又为其带来专业视野，而管理团队的经营魄力则将进一步推动公司试水新的经营模式。

6.2. 餐饮板块及其他:投资回报提供稳定现金流，利润占比不断减小

公司餐饮业务仅有上海新亚大家乐及锦江同乐收入并表，餐饮板块收入占比较低，但公司参股部分餐饮公司，这些投资产生较大投资收益，直接影响公司利润。鉴于相对较慢的增长速度，餐饮及食品业务的业绩贡献将不断被稀释，而该分部作为现金牛项目，将持续为公司提供稳定的现金流。

根据相关业务的投资性质及对公司盈利的影响路径，我们分类对餐饮业务做盈利预测，预计餐饮业务 2011-2013 年实现收入 2.1 亿元、2.17 亿元、2.33 亿元；实现投资收益 0.92 亿、1.03 亿、1.10 亿元(见图表 26)。

图表26：餐饮业务收入及利润贡献预测详表

单位：百万		2009	2010H	2010	2011H	2011E	2012E	2013E
并表收入								
上海新亚大家乐	营业收入（百万）	169.18	83.77	176.64	84.88	182.70	191.75	207.00
	净利润（百万）	0.21	0.13	0.69	-0.32	0.18	0.29	0.33
上海锦江同乐	营业收入（百万）	18.34	10.99	23.77	11.74	23.80	25.20	26.40
	净利润（百万）	-1.09	0.05	0.40	-0.43	-0.24	0.25	0.26
并表餐饮收入汇总（百万）		187.49	94.96	230.98	96.72	206.50	216.95	233.40
营业成本		88.25	45.24	109.99	46.70	101.19	105.22	112.97
毛利率		52.93%	52.36%	52.38%	51.72%	51.00%	51.50%	51.60%
营业毛利		99.25	49.72	120.98	50.02	105.32	111.73	120.43
长期股权投资-权益法								
上海肯德基	营业收入（百万）	2,090.03	1,194.29	2,668.74	1,332.86	2,545.40	2,730.00	2,942.20
	净利润（百万）	153.95	93.87	194.04	66.11	118.36	123.40	129.46
	投资收益	64.66	39.43	81.50	27.77	49.71	51.83	54.37
上海吉野家	营业收入（百万）	72.81	43.10	100.91	40.90	96.83	113.10	130.50
	净利润（百万）	-7.94	-0.54	5.73	-0.09	-0.16	0.11	0.20
	投资收益	-3.40	-0.21	2.45	-0.04	-0.07	0.05	0.08
上海新亚富丽华	营业收入（百万）	73.09	39.52	85.42	43.69	95.16	104.67	115.14
	净利润（百万）	2.63	1.07	6.41	0.98	3.62	4.19	4.84
	投资收益	1.08	0.44	2.63	0.40	1.48	1.72	1.98
长期股权投资-成本法								
杭州肯德基	营业收入（百万）	2,761.40	1,458.71	3,048.22	1,842.23	3,734.07	4,088.81	4,456.80
	净利润	304.31	188.95	339.57	203.04	390.21	427.28	463.51
	收到上一年分红	23.22		24.34		27.12	31.22	34.18
无锡肯德基	营业收入（百万）	690.87	385.62	799.20	505.88	999.00	1,108.89	1,219.78
	净利润	61.59	36.99	67.51	47.98	89.91	99.80	109.78
	收到上一年分红	4.79		4.93		5.40	7.19	7.98
苏州肯德基	营业收入（百万）	1,033.97	566.45	1,186.30	739.56	1,476.94	1,624.64	1,770.86
	净利润	98.13	58.82	105.91	73.15	135.14	147.84	160.26
	收到上一年分红	8.01		7.86		8.47	10.81	11.83

来源：公司财务报告，国金证券研究所

此外，公司还持有长江证券(000783.sz)5.52%的股份，为可供出售金融资产，我们基于国金证券金融研究小组的预测值也对该部分投资的收益进行了预测。目前我们对公司的盈利预测未考虑对现有可供出售金融资产的大规模减持。

6.3. 高管自行购买股票实现股权激励，考核方案完善奖励机制

2010 年，锦江股份曾以现金向锦江之星高管收购其所持锦江之星公司 8.775% 股份。随后，锦江之星、旅馆投资公司的管理团队人员(共计 29 人)及锦江股份部分分公司董事、高管用个人自有资金从二级市场购入公司股票，共计 3,566,741 股。公司“曲线”实现了高管的股权激励。

此外，公司还对经济型酒店板块的经营团队建立考核激励方案，根据业务经营发展情况给予一定现金奖励。此前，基于 2010 年经济型酒店业务的盈利表现，板块经营团队和核心骨干获得了 1227.6 万元的奖励基金。奖励机制的完善进一步强化高管的激励机制。

我们认为，这些激励机制及可能存在的管理机制变化将进一步保障公司规模及业绩的快速增长，而由于锦江的激励机制是建立在一系列经营指标考核基础上

的，如若对于门店发展速度的考核权重有所提高，势必提高公司的发展速度，进而对公司的资本市场表现产生更为积极的催化作用。

7. 风险提示

7.1. 租金及人工成本不断上升，利润率有下降风险

如规模效应对成本的节约无法弥补租金及人工成本的上升，公司毛利率及净利率都面临下降压力。

7.2. 品牌扩张速度低于预期

如我们此前分析，公司扩张速度较主要竞争对手慢，根源在于公司是属于大酒店集团体系，由产业资本主导发展。因此，公司扩张速度依然存在低于市场预期的可能。

7.3. 外延式扩张时点具有不确定性

公司对并购对象的高要求，使得对外并购的机会显得可遇而不可求，并购时点具有不确定性；海外扩张及新模式的尝试亦具有偶然性。

7.4. 自然灾害等不可抗力因素将重创旅游行业

自然灾害、流行疾病等不可抗力事件将对行业运行、公司业绩产生重大的不利影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	794	783	2,125	2,094	2,505	2,929
增长率		-1.4%	171.5%	-1.4%	19.6%	16.9%
主营业务成本	-249	-258	-329	-257	-291	-332
% 销售收入	31.3%	33.0%	15.5%	12.3%	11.6%	11.3%
毛利	545	524	1,795	1,837	2,214	2,598
% 销售收入	68.7%	67.0%	84.5%	87.7%	88.4%	88.7%
营业税金及附加	-33	-34	-111	-117	-140	-164
% 销售收入	4.1%	4.3%	5.2%	5.6%	5.6%	5.6%
营业费用	-231	-288	-1,007	-1,039	-1,184	-1,353
% 销售收入	29.1%	36.8%	47.4%	49.6%	47.3%	46.2%
管理费用	-175	-180	-380	-415	-480	-548
% 销售收入	22.1%	23.0%	17.9%	19.8%	19.2%	18.7%
息税前利润 (EBIT)	107	22	297	266	410	533
% 销售收入	13.5%	2.8%	14.0%	12.7%	16.4%	18.2%
财务费用	17	14	-23	-11	-12	-13
% 销售收入	-2.2%	-1.8%	1.1%	0.5%	0.5%	0.5%
资产减值损失	0	-1	-11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	179	294	189	131	112	158
% 税前利润	55.7%	87.7%	40.2%	32.7%	21.3%	22.8%
营业利润	303	329	452	386	510	677
营业利润率	38.2%	42.1%	21.3%	18.4%	20.4%	23.1%
营业外收支	18	6	19	15	15	15
税前利润	321	335	471	401	525	692
利润率	40.5%	42.8%	22.1%	19.2%	21.0%	23.6%
所得税	-33	-48	-71	-67	-103	-133
所得税率	10.2%	14.4%	15.2%	16.8%	19.7%	19.3%
净利润	289	287	399	334	422	558
少数股东损益	15	6	18	3	4	5
归属于母公司的净利润	273	281	381	331	418	553
净利率	34.4%	35.9%	17.9%	15.8%	16.7%	18.9%

现金流量表 (人民币百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	289	287	399	334	422	558
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	61	68	290	119	144	155
非经营收益	-176	-292	-176	-141	-46	-184
营运资金变动	-47	-6	131	-87	30	40
经营活动现金净流	126	56	644	225	549	569
资本开支	-38	-4	-278	357	-721	-743
投资	35	36	-21	-16	-20	-16
其他	180	160	158	131	112	158
投资活动现金净流	177	191	-140	473	-629	-602
股权募资	0	2	2	0	0	0
债权募资	-6	-6	-663	-35	-12	20
其他	-234	-219	-281	-23	-115	-205
筹资活动现金净流	-239	-222	-942	-58	-127	-185
现金净流量	64	25	-438	640	-207	-218

资产负债表 (人民币百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	742	767	698	1,338	1,131	914
应收款项	59	48	76	81	93	104
存货	13	15	22	12	13	14
其他流动资产	31	19	35	29	30	31
流动资产	844	850	832	1,460	1,267	1,063
% 总资产	26.2%	17.9%	15.0%	25.5%	20.6%	16.2%
长期投资	1,861	3,420	1,779	1,795	1,814	1,830
固定资产	263	244	1,430	2,094	2,693	3,302
% 总资产	8.1%	5.1%	25.8%	36.6%	43.9%	50.4%
无形资产	254	248	1,457	331	325	320
非流动资产	2,377	3,912	4,704	4,262	4,871	5,492
% 总资产	73.8%	82.1%	85.0%	74.5%	79.4%	83.8%
资产总计	3,222	4,762	5,536	5,722	6,138	6,554
短期借款	6	2	42	2	0	0
应付款项	111	125	646	568	606	652
其他流动负债	95	90	146	213	310	317
流动负债	211	217	834	783	915	969
长期贷款	2	0	44	49	39	59
其他长期负债	181	550	302	289	342	308
负债	394	767	1,179	1,121	1,296	1,336
普通股股东权益	2,751	3,912	4,274	4,514	4,750	5,122
少数股东权益	77	83	84	87	91	96
负债股东权益合计	3,222	4,762	5,536	5,722	6,138	6,554

比率分析	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.453	0.466	0.631	0.548	0.692	0.917
每股净资产	4.561	6.486	7.084	7.482	7.875	8.492
每股经营现金净流	0.209	0.093	1.062	0.373	0.911	0.943
每股股利	0.350	0.360	0.380	0.150	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	9.93%	7.18%	8.91%	7.32%	8.79%	10.80%
总资产收益率	8.48%	5.90%	6.87%	5.78%	6.81%	8.44%
投入资本收益率	3.18%	0.42%	5.32%	4.49%	6.32%	7.71%
增长率						
主营业务收入增长率	-4.93%	-1.39%	171.49%	-1.43%	19.64%	16.92%
EBIT增长率	-16.65%	-79.15%	1232.25%	-10.30%	54.14%	29.79%
净利润增长率	3.57%	2.85%	35.46%	-13.15%	26.35%	32.40%
总资产增长率	-48.55%	47.81%	16.25%	3.35%	7.26%	6.79%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16.9	14.7	5.3	6.1	5.5	5.0
存货周转天数	17.2	19.8	20.8	17.0	16.0	15.0
应付账款周转天数	81.2	76.3	236.3	400.0	390.0	380.0
固定资产周转天数	117.5	113.3	199.0	305.5	330.9	346.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-25.96%	-19.14%	-14.07%	-27.98%	-22.57%	-16.39%
EBIT利息保障倍数	-6.1	-1.6	12.7	23.8	33.6	39.5
资产负债率	12.23%	16.11%	21.30%	19.60%	21.12%	20.38%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	4	9	35
买入	0	0	0	1	15
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.00	1.07	1.25

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-07-07	买入	18.70	N/A
2 2010-08-28	买入	23.14	N/A
3 2010-09-21	买入	25.04	N/A
4 2010-11-01	买入	23.60	N/A
5 2011-03-29	买入	19.31	N/A
6 2011-08-30	买入	19.54	N/A
7 2011-10-31	买入	19.42	N/A
8 2011-11-23	买入	19.39	N/A

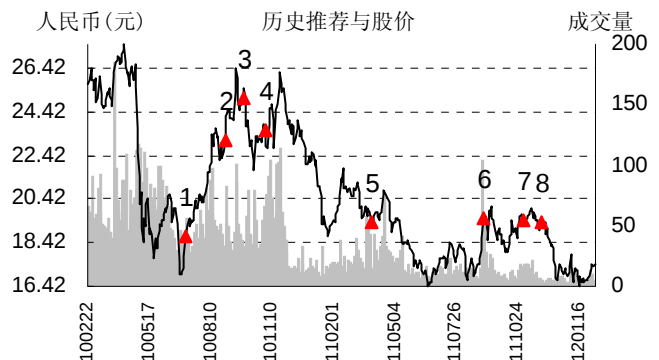
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
 3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979

传真：010-6621 5599-8803

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015

传真：0755-33516020

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518026

地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B