

锦江股份 (600754)

酒店/餐饮旅游

发布时间: 2013-02-22

报告类型 / 公司深度报告

谨慎推荐

谨慎推荐

品牌+管理塑造核心竞争力, 有望迎来业绩拐点

报告摘要:

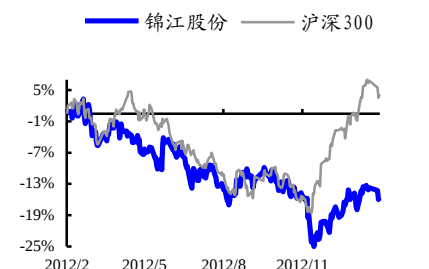
- 目前, 经济型酒店行业在我国步入黄金发展期。我国经济型酒店占酒店总量的比重在 20% 左右, 远低于欧美国家平均 70% 的水平。未来, 经济型酒店的市场集中度会更加集中, 行业表现出扩张和整合的并举态势, 聚合趋势更加明显, 增长空间巨大。作为国内经济型酒店龙头企业的锦江股份必将受益于整个行业的快速发展。
- 公司经济型酒店业务保持快速发展。经济型酒店业务的增长主要来自内生性和外延式扩张带来的增长。内生性的增长主要依靠经济型酒店数量上的稳健扩张以及 RevPar 水平的提高, 而外延式扩张的机会主要源于并购事件、海外扩张等带来的新品牌或新经营模式的延伸。经济型酒店数量上的稳健扩张是公司业绩增长的内在驱动力。出身酒店集团的锦江股份由于其强化品质优势, 数量扩张速度相对稳健。公司计划在未来 3 至 5 年开业酒店达到 1000 家的数量, 公司每年将新增约 150 家左右的酒店。公司注重发展加盟店, 锦江之星加盟店占比的不断提高有望提升公司经济型酒店业务的盈利能力。锦江之星的出租率和平均房价均有一定的提升空间, 我们预计未来 3-5 年锦江之星的 RevPAR 将有望小幅提升。
- 公司食品与餐饮业务 2011 年业绩有所下滑, 预计 2012 年将维持目前的业绩水平, 未来几年将恢复增长。公司注重管理、强化品牌建设, 遵循以“锦江之星”品牌为发展主力, 实施多品牌发展的战略, 将有效提升公司的核心竞争力。高管股权激励利于公司长期发展。
- 盈利预测及投资策略: 源于经济型酒店数量上的稳健扩张、加盟店占比的不断提高以及 RevPar 水平的提升带来的内生性增长以及源于对外并购、海外拓展等带来的外延式扩张机会将保证公司经济型酒店业务的持续快速发展。我们预计公司 2012-2014 的 EPS 分别为 0.65 元、0.82 元和 0.99 元, 公司目前股价 14.46 元, 对应动态 PE22 倍、18 倍和 15 倍, 维持“谨慎推荐”评级。
- 风险提示: 宏观经济波动风险、经营成本上升风险、扩张速度风险等。

股票数据

2013/2/20

收盘价 (元)	14.46
12 个月股价区间 (元)	12.41 ~ 18.24
总市值 (百万元)	8,723
总股本 (百万股)	603
A 股 (百万股)	447
B 股/H 股 (百万股)	156/0
日均成交量 (百万股)	2

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	0%	-1%	-15%
相对收益	-4%	-26%	-21%

相关报告

《锦江股份 2012 年三季报点评: 经济型酒店业务增长良好, 业绩符合预期》

2012-10-30

《锦江股份 2012 年半年报点评: 经济型酒店继续保持持续增长, 股权处置增加收益》

2012-8-30

《锦江股份调研报告: 品质优先、稳健扩张、强化品牌、内外兼修》

2012-6-06

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,125	2,116	2,488	2,898	3,350
(+/-)%	171%	0%	18%	16%	16%
归属母公司净利润	381	320	395	492	600
(+/-)%	35%	-16%	23%	25%	22%
每股收益 (元)	0.63	0.53	0.65	0.82	0.99
市盈率	26.10	31.04	22.25	17.63	14.61
市净率	2.33	2.52	2.36	2.17	1.96
净资产收益率 (%)	8.9%	8.1%	9.3%	10.7%	11.8%
股息收益率 (%)	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
总股本 (百万股)	603	603	603	603	603

证券分析师: 周思立

执业证书编号: S0550511010003
(021)20361108 zhousl@nescn

研究助理: 梁莉

(021)20361135 liangli@nescn

内 容 目 录

1. 公司概况：国内经济型酒店龙头	4
1.1. 股权结构	4
1.2. 主营业务结构	5
1.3. 财务分析	6
2. 行业分析：经济型酒店步入黄金发展期	7
2.1. 行业快速发展	7
2.2. 市场集中度有望继续提高	8
2.3. 行业增长空间巨大，品牌化、连锁化、规模化是发展趋势	9
3. 公司主营业务分析	10
3.1. 经济型酒店业务：内外兼修，快速发展	10
3.1.1. 品质优先，稳健扩张，加重发展加盟店	10
3.1.2. 出租率和平均房价均有提升空间，RevPar 有望小幅提升	12
3.1.3. 并购和海外拓展带来外延式扩张机会	13
3.2. 食品与餐饮业务：业绩下降，未来将恢复增长	14
4. 以“锦江之星”品牌为发展主力，实施多品牌发展战略	15
5. 高管股权激励：利好公司长期发展	16
6. 盈利预测及投资策略	16

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	4
图 2: 公司营业收入构成 (2012H)	6
图 3: 公司营业利润构成 (2012H)	6
图 4: 公司营业总收入与同比增速.....	6
图 5: 公司归属母公司股东的净利润与同比增速.....	6
图 6: 公司毛利率水平.....	7
图 7: 公司净利率水平.....	7
图 8: 公司期间费用.....	7
图 9: 全国经济型酒店总数与增速.....	8
图 10: 全国经济型酒店客房总数与增速.....	8
图 11: 2012 年 Q2 全国经济型酒店市场份额图	9
图 12: 锦江经济型酒店数量.....	10
图 13: 如家经济型酒店数量.....	10
图 14: 汉庭经济型酒店数量.....	11
图 15: 7 天经济型酒店数量	11
图 16: 国内主要经济型酒店加盟店比例.....	11
图 17: 国内主要经济型酒店出租率对比.....	12
图 18: 国内主要经济型酒店平均房价对比.....	12
图 19: 国内主要经济型酒店 RevPAR 对比.....	13

表 目 录

表 1: 公司前十大限售条件股东持股情况表 (截至 2012 年 9 月 30 日)	4
表 2: 公司主要子公司、参股公司的经营情况及业绩 (截至 2012 年 9 月 30 日)	5
表 3: 公司部分食品与餐饮企业营业收入和餐厅数量情况	15
表 4: 公司经济型连锁酒店各品牌 RevPAR (截至 2012 年 6 月 30 日)	16

1. 公司概况：国内经济型酒店龙头

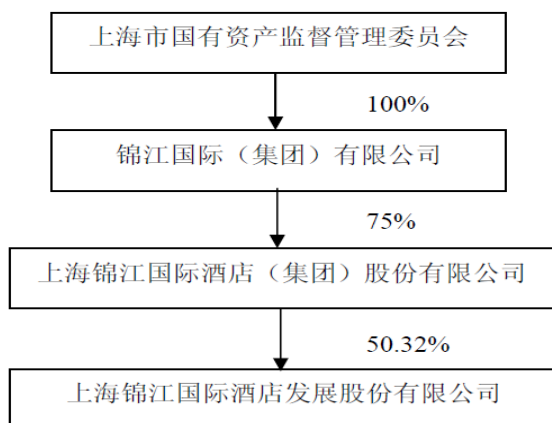
上海锦江国际酒店发展股份有限公司是中国最大的酒店、餐饮业上市公司，主营酒店管理、餐饮业务。2010年5月，公司重大资产重组方案获得中国证券监督管理委员会核准，自2010年6月起，公司主营转变为经济型酒店和餐饮业务。

重组后，公司将以经济型酒店等为重点发展方向，保持和强化锦江之星在国内经济型酒店行业中的市场先导地位，继续拓展连锁快餐的投资经营，进一步提升在“管理、品牌、网络、人才”等方面的核心竞争能力，继续保持本公司在国内同行业市场的领先地位，实现公司价值最大化。

1.1. 股权结构

公司成立于1993年，于1994年12月在上海证券交易所上市。公司大股东为上海锦江国际酒店集团，持股比例为50.32%。

图 1：公司股权结构



数据来源：东北证券，公司公告

表 1：公司前十大无限售条件股东持股情况表（截至 2012 年 9 月 30 日）

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
上海锦江国际酒店(集团)股份有限公司	303,533,935	50.32	A股流通股
易方达价值成长混合型证券投资基金	16,600,000	2.75	A股流通股
双钱集团股份有限公司	8,541,951	1.42	A股流通股
INVESCO FUNDS SICAV	8,091,643	1.34	B股流通股
长城安心回报混合型证券投资基金	4,900,000	0.81	A股流通股
华夏平稳增长混合型证券投资基金	3,800,000	0.63	A股流通股
TRISKELE CHINA FUND	3,451,541	0.57	B股流通股
易方达积极成长证券投资基金	3,400,000	0.56	A股流通股
银华优质增长股票型证券投资基金	3,349,772	0.56	A股流通股
INVESCO PERPETUAL HONG KONG & CHINA FUND	3,156,751	0.52	B股流通股
合计	358,825,593	59.48	

数据来源：东北证券，公司公告

表 2：公司主要子公司、参股公司的经营情况及业绩（截至 2012 年 9 月 30 日）

单位：万元 币种：人民币 审计类型：未经审计

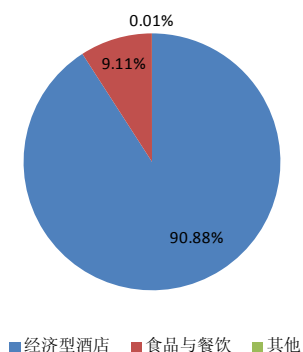
公司名称	期末持股比例	主营业务	2012 年 1 至 9 月份 营业收入	2012 年 1 至 9 月份 净利润
一、经济型连锁酒店业务（主要部分）：				
1、锦江之星旅馆有限公司	100%	经济型酒店的租赁经营、管理	112,625	15,809
2、上海锦江国际旅馆投资有限公司	100%	旅馆业的投资	38,082	2,429
其中子公司：山西金广快捷酒店管理有限公司（注 1）	100%	经济型酒店的租赁经营、管理	8,288	893
3、上海锦江达华宾馆有限公司（注 2）	100%	经营酒店及餐饮	42	-415
4、上海闵行饭店有限公司	100%	经营酒店及餐饮	1,909	186
二、食品与餐饮业务（主要部分）：				
1、上海锦江国际餐饮投资管理有限公司	100%	餐饮业开发管理、国内贸易	17,304	-2,393
其中子公司：上海新亚食品有限公司（注 3）	100%	生产月饼及冷冻食品	1,638	-275
上海新亚大家乐餐饮有限公司（注 3）	75%	中西餐饮	13,859	-1,412
上海锦江同乐餐饮管理有限公司（注 3）	51%	中西餐饮	1,807	67
联营公司：上海吉野家快餐有限公司（注 3）	42.815%	日式快餐	6,195	-1,216
2、上海肯德基有限公司	42%	西式快餐	235,963	13,229
3、上海新亚富丽华餐饮股份有限公司	41%	中式餐饮	114,730	572
4、杭州肯德基有限公司	8%	西式快餐	343,972	33,806
5、无锡肯德基有限公司	8%	西式快餐	96,153	6,610
6、苏州肯德基有限公司	8%	西式快餐	150,404	12,808
三、其他业务（主要部分）：				
长江证券股份有限公司	5.11%	证券经纪、证券投资咨询	170,447	55,062

数据来源：东北证券，公司公告

1.2. 主营业务结构

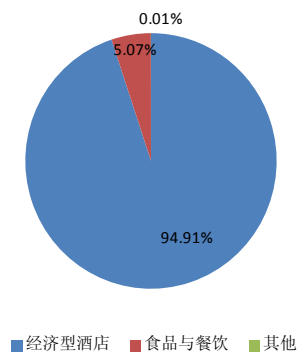
2010 年锦江股份与锦江酒店集团进行了重大资产置换交易，锦江股份将其所属的海仑宾馆等星级宾馆置出，置入锦江之星旅馆有限公司 71.225% 股权等经济型酒店资产。置换完成后，公司的资产主要由经济型酒店业务、低星级酒店业务以及餐饮业务组成。经济型酒店业务在公司收入结构中占比较高，2011 年，公司实现营业收入 21.16 亿元，经济型酒店业务实现营业收入 18.89 亿元，占比 89.3%；食品与餐饮业务实现营业收入 2.27 亿元，占比 10.7%。2012 年 6 月 30 日，公司实现营业收入 11.13 亿元，经济型酒店业务实现营业收入 10.11 亿元，占比 90.9%；食品与餐饮业务实现营业收入 1.01 亿元，占比 9.1%。经济型酒店业务也是公司营业利润的主要来源，2011 年，公司经济型酒店业务营业利润占总营业利润的 93.7%，食品与餐饮业务营业利润占总营业利润的 6.3%。2012 年 6 月 30 日，公司经济型酒店业务营业利润占总营业利润的 94.9%，食品与餐饮业务营业利润占总营业利润的 5.1%。

图 2: 公司营业收入构成 (2012H)



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 3: 公司营业利润构成 (2012H)

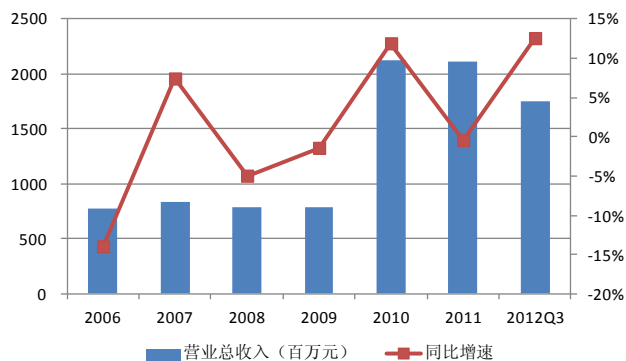


数据来源: 东北证券, 公司公告

1.3. 财务分析

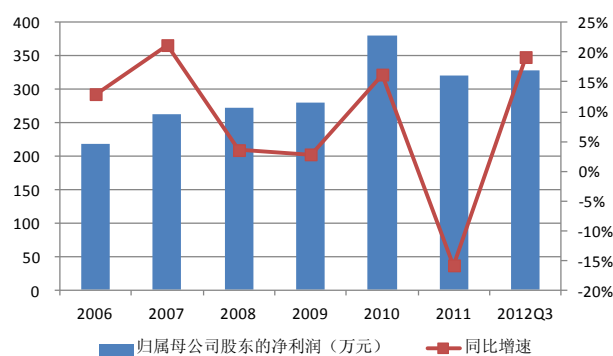
公司经营业绩平稳增长, 营业总收入从 2006 年的 77694 万元上升到 2011 年的 211608 万元; 归属于母公司股东的净利润从 2006 年的 21762 万元上升到 2011 年的 32048 万元。2011 年, 公司全年共实现营业收入 211608 万元, 同比下降 0.40%; 实现归属于母公司股东的净利润 32048 万元, 同比下降 15.80%, 实现每股收益 0.53 元。2012 年前三季度, 公司共实现营业收入 175576 万元, 同比增长 12.58%; 实现归属于母公司股东的净利润 32850 万元, 同比增长 19.20%, 实现每股收益 0.54 元。

图 4: 公司营业总收入与同比增速



数据来源: 东北证券, 公司公告

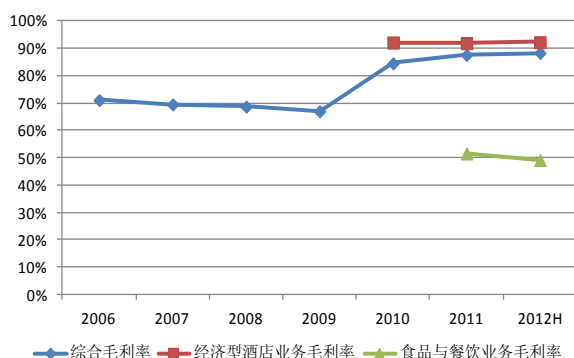
图 5: 公司归属母公司股东的净利润与同比增速



数据来源: 东北证券, 公司公告

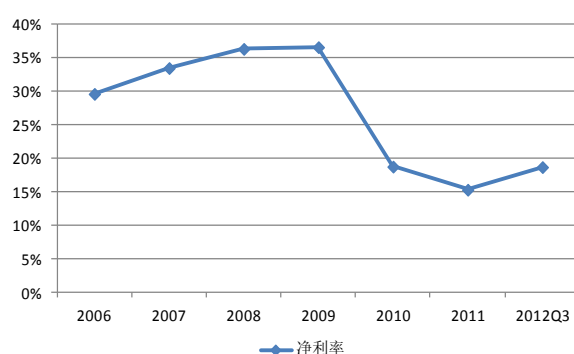
公司毛利率情况较为稳定, 2011 年, 公司经济型酒店业务毛利率为 91.91%, 比去年同期减少 0.22 个百分点, 食品与餐饮业务毛利率为 51.60%, 比去年同期减少 0.78 个百分点, 综合毛利率为 87.59%, 比去年同期增加 3.09 个百分点。公司 2012 年中报显示, 经济型酒店业务毛利率为 92.25%, 比去年同期增加 0.49 个百分点, 食品与餐饮业务毛利率为 49.20%, 比去年同期减少 2.35 个百分点, 综合毛利率为 88.33%, 比去年同期增加 0.62 个百分点。公司 2012 年三季报显示, 综合毛利率为 88.06%, 比去年同期增加 0.65 个百分点。

图 6: 公司毛利率水平



数据来源: 东北证券, 公司公告

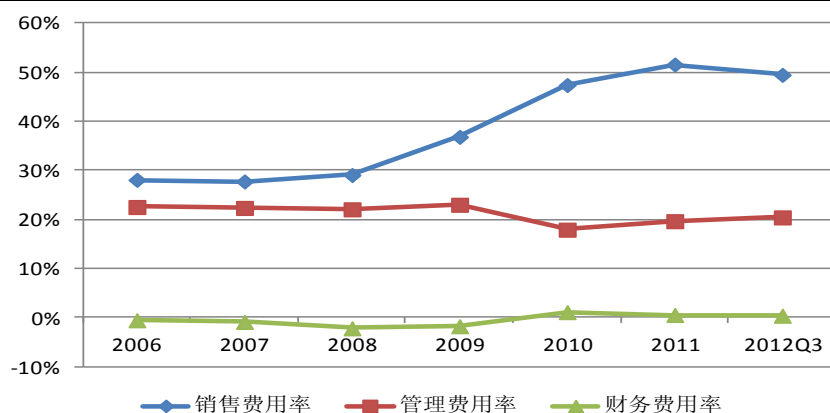
图 7: 公司净利率水平



数据来源: 东北证券, 公司公告

从费用控制方面看, 2011 年公司销售费用率为 51.58%, 比去年同期增加 4.19 个百分点, 管理费用率为 19.64%, 比去年同期增加 1.73 个百分点, 财务费用率为 0.53%, 比去年同期减少 0.57 个百分点。公司 2012 年三季报显示, 销售费用率为 49.47%, 比去年同期减少 1.15 个百分点, 管理费用率为 20.41%, 比去年同期增加 1.46 个百分点, 财务费用率为 0.37%, 比去年同期减少 0.14 个百分点。公司三项费用率控制良好。

图 8: 公司期间费用



数据来源: 东北证券, 公司公告

2. 行业分析: 经济型酒店步入黄金发展期

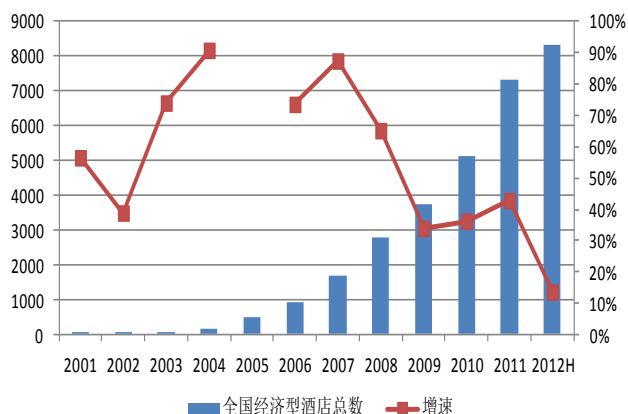
2.1. 行业快速发展

随着中国经济的发展, 居民出游及中小企业商务活动呈现出蓬勃发展态势。由于该类人群对酒店价格的敏感性较强, 促进了经济型酒店市场的发展。根据国家旅游局的不完全统计, 国内游客 70-80% 属于大众化消费, 自由行散客的比重也逐步增加; 部分大中型企业的中层管理者由于差旅费用的限制, 也开始选择经济型酒店。

目前, 经济型酒店市场在中国正处于一个快速成长阶段。截至 2012 年二季度, 我国经济型酒店数已达到 8313 家, 与 2011 年年底相比增加了 999 家, 增长幅度为 13.66%。客房总数达到 837220 间, 与 2011 年年底相比增加了 90175 间, 增长幅度

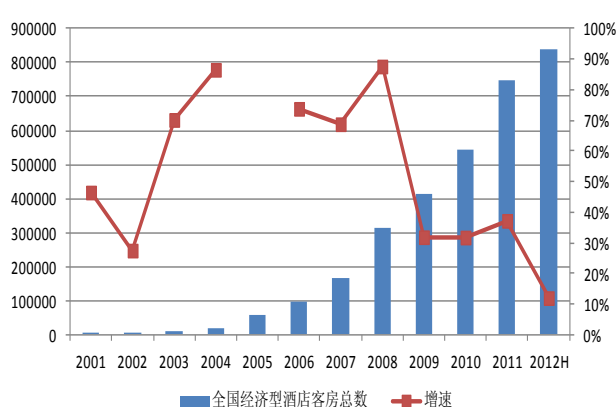
为 12.07%。经济型酒店自 05、06 年进入高速发展期以来，始终保持强劲的增势。随着 7 天在纽交所及汉庭在纳斯达克的成功上市，相信这股热潮还会持续很长一段时间。自如家酒店收购莫泰，7 天连锁酒店收购华天之星后，中国经济型酒店的市场集中度会更加集中，行业表现出扩张和整合的并举态势，聚合趋势更加明显，未来的增长仍有很大的空间。

图 9：全国经济型酒店总数与增速



数据来源：东北证券，盈蝶咨询

图 10：全国经济型酒店客房总数与增速



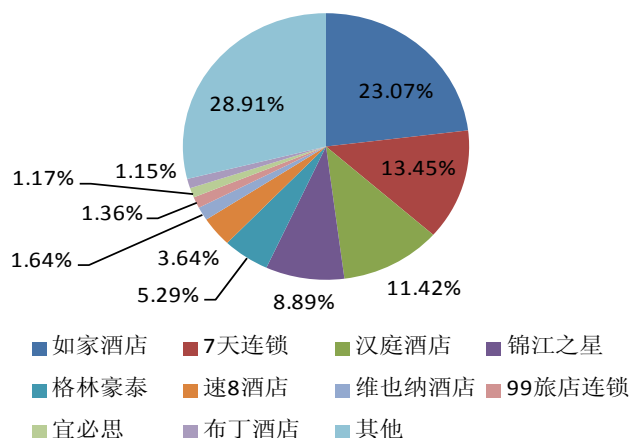
数据来源：东北证券，盈蝶咨询

2.2. 市场集中度有望继续提高

从 1997 年开始中国市场第一家真正意义上的经济型酒店品牌——锦江之星诞生至今，已经形成三大阵营。第一大阵营是全国性的本土经济型酒店品牌，例如如家、锦江之星、莫泰、7 天等等。第二大阵营是区域性的特色经济型酒店品牌，山水时尚酒店、桔子酒店、万好万家酒店等。桔子酒店定位于设计师酒店，以北京市场为主，注重房间的设计。第三大阵营是国际酒店管理集团，例如法国雅高的宜必思及美国的速 8。

从市场集中度看，截至 2012 年二季度，如家酒店因对莫泰酒店的收购，市场份额遥居第一，开业酒店数达到 1580 家，比 2011 年底增加 154 家，客房数达到 193105 家，比 2011 年底增长 9.37%，占整个经济型酒店市场总量的 23.07%。市场占有率位居第二的是 7 天连锁酒店，开业酒店数达到 1132 家，比 2011 年底增加 188 家，客房数达到 112631 家，比 2011 年底增长 18.95%，占整个经济型酒店市场总量的 13.45%。汉庭酒店入股星程酒店后仍位列第三，开业酒店数达 863 家，比 2011 年底增加 224 家，客房数达到 95573 家，比 2011 年底增长 33.44%，占整个经济型酒店市场总量的 11.42%。锦江之星所占市场份额位居第四，开业酒店数达 606 家，比 2011 年底增加 52 家，客房数达 74457 家，占整个经济型酒店市场总量的 8.89%。我们认为，中国经济型酒店的市场集中度有望继续提高。

图 11: 2012 年 Q2 全国经济型酒店市场份额图



数据来源：东北证券，盈蝶咨询

2.3. 行业增长空间巨大，品牌化、连锁化、规模化是发展趋势

从供给角度看，我国经济型酒店供给低于高星级酒店，无法满足各种消费者的巨大市场需求。目前我国经济型酒店占酒店总量的比重在 20% 左右，远低于欧美国家平均 70% 的水平。可见，我国经济型酒店未来的增长仍有很大的空间。从需求角度看，中小型企业商务出行旅客占据了经济型酒店商务出行旅客的主要部分。随着中小型企业的持续快速发展及其在国民经济中地位的日益提高，经济型酒店的个人商务出行需求也将持续扩大。随着我国国民经济的发展，居民可支配收入的提高，交通条件的改善，尤其是私家车的普及，自助游将逐渐增加，对经济型酒店的需求也日益增加，我国经济型酒店的快速扩张就是很好的印证。我们看好经济型酒店在未来广阔的发展空间。

但是，我们看到，由于人工及物业成本的飙升，品牌低端及行业高速扩张也导致酒店的客房价格难以提升，经济型酒店遇到了前所未有的经济效益问题。中国饭店协会之前发布的《中国经济型饭店调查报告》显示，目前，新开业经济型酒店的平均投资额比以往增长了 18%，物业租赁成本平均上涨 29%，其中上海、北京地区的增长甚至超过了 40%。此外，店长平均年薪上涨 24%，但营业收入增幅则仅为 11%，由此企业利润空间被进一步压缩，投资回收期延长，需要 5 年以上才能收回投资的单店比例从 48% 上升到了 66%。经济型酒店正在遭遇盈利瓶颈。

经济型酒店朝品牌化、连锁化、规模化发展已是大势所趋。一方面，要加快行业整合，加快企业规模化发展，提高行业整体实力及控制风险能力；另一方面，要拓宽酒店经营范围，以经济型酒店为主，同时向中高端市场发力，提高企业业绩增长点，提供差异化优质服务、精细化管理运作、提升品牌软实力，这也将成为国内经济型酒店塑造品牌持久影响力的关键。随着不同群体消费者的需求的日益分化，尤其是市场竞争的差距逐渐激烈，产品创新和市场细分将成为未来经济型酒店发展的重要趋势。

3. 公司主营业务分析

3.1. 经济型酒店业务：内外兼修，快速发展

公司经济型酒店业务的增长主要来自内生性和外延式扩张带来的增长。内生性的增长主要依靠经济型酒店数量上的稳健扩张以及 RevPar 水平的提高,而外延式扩张的机会主要源于并购事件、海外扩张等带来的新品牌或新经营模式的延伸。

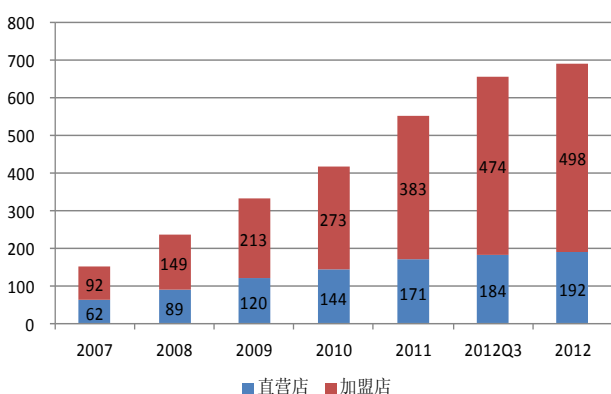
3.1.1. 品质优先，稳健扩张，加重发展加盟店

经济型酒店数量上的稳健扩张是锦江股份业绩增长的内在驱动力。经济型酒店业务分为直营型酒店和加盟型酒店。公司 2012 年三季报显示,截至 2012 年 9 月 30 日,公司已经开业的经济型连锁酒店合计为 658 家,其中开业直营酒店 184 家,开业加盟酒店 474 家。已经开业的经济型连锁酒店客房总数 80337 间,其中开业直营酒店的客房间数为 25955 间,开业加盟酒店的客房间数为 54382 间。开业的直营酒店家数和加盟酒店家数分别占全部开业酒店总数的 27.96%和 72.04%,开业的直营酒店客房间数和加盟酒店客房间数分别占全部开业酒店客房总数的 32.31%和 67.69%。

公司 2012 年 12 月部分经营数据简报显示,截至 2012 年 12 月 30 日,公司已经开业的经济型连锁酒店合计为 690 家,其中开业直营酒店 192 家,开业加盟酒店 498 家。已经开业的经济型连锁酒店客房总数 83860 间,其中开业直营酒店的客房间数为 26748 间,开业加盟酒店的客房间数为 57112 间。开业的直营酒店家数和加盟酒店家数分别占全部开业酒店总数的 27.83%和 72.17%,开业的直营酒店客房间数和加盟酒店客房间数分别占全部开业酒店客房总数的 31.90%和 68.10%。

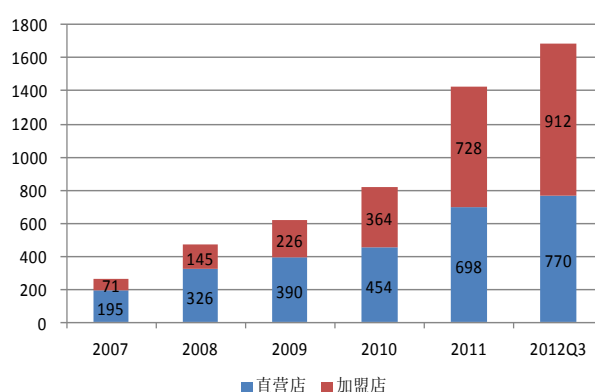
和在美国上市的三大经济型酒店如家、汉庭、7 天相比,截至 2012 年 9 月 30 日,如家在中国共有 1682 家酒店,7 天运营门店 1236 家,汉庭已有门店 938 家。出身酒店集团的锦江股份由于其强化品质优势,数量扩张速度相对稳健。公司计划在未来 3 至 5 年开业酒店达到 1000 家的数量,公司每年将新增约 150 家左右的酒店。经济型酒店数量上的稳健扩张给公司经济型酒店业务带来稳定的收益。

图 12: 锦江经济型酒店数量



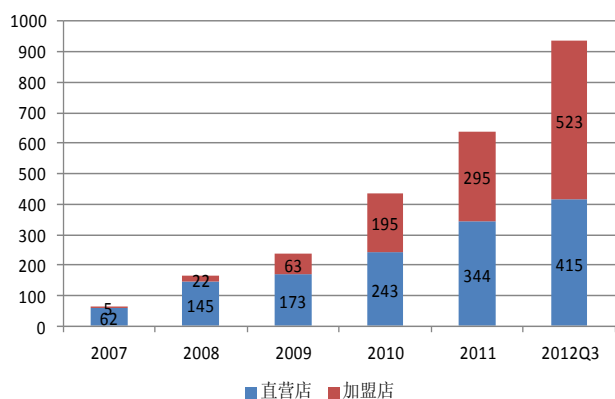
数据来源：东北证券，公司公告

图 13: 如家经济型酒店数量



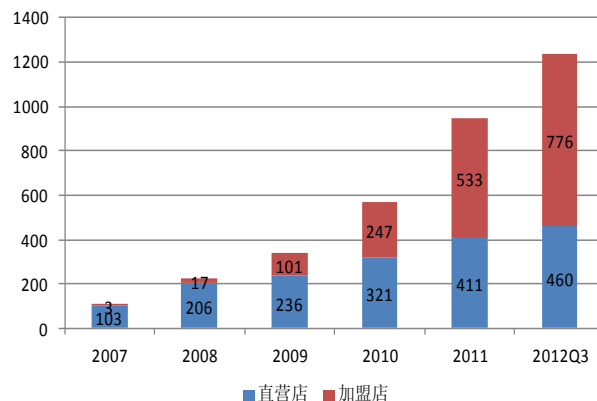
数据来源：东北证券，公司公告

图 14: 汉庭经济型酒店数量



数据来源: 东北证券, 公司公告

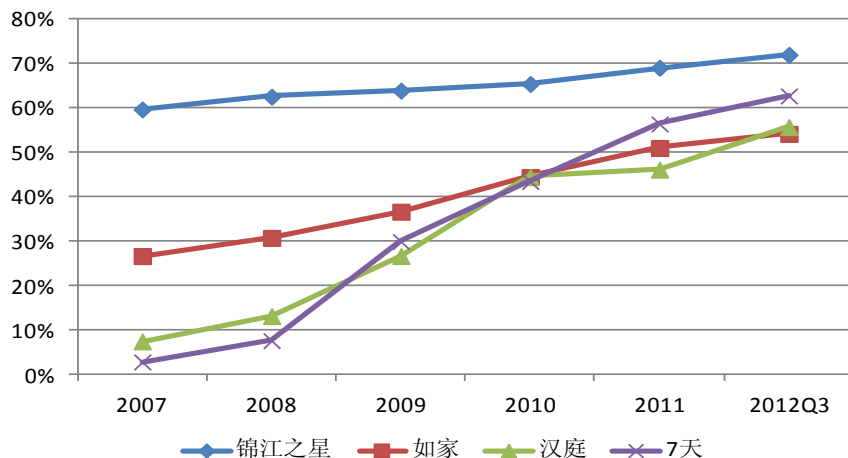
图 15: 7 天经济型酒店数量



数据来源: 东北证券, 公司公告

经济型酒店一般通过发展直营店完成初始规模化快速扩张, 通过直营店塑造良好的品牌形象。但是, 直营店需要投入大量现金进行物业租赁和装修, 开业后还需要 3-6 个月才能达到正常的入住率, 所以通常前期会有一段时间的亏损。与直营店相比, 加盟店总部非但不需要投入资金, 而且能够很快获得利润。在最初加盟时, 加盟商需要向总部付出一笔首期加盟费用, 此后, 每年按照营收的一定比例(通常为 5% 上下)向总部缴纳管理费, 此外, 还需根据订房数量向总部缴纳中央订房系统渠道销售费。目前, 与其它品牌相比, 锦江之星的加盟店比例相对较高且加盟店比例逐年提升。2012 年三季报显示, 如家加盟店占所有门店比例为 54.2%, 汉庭为 55.8%, 7 天为 62.8%, 一直偏重加盟的锦江之星最高, 达到 72%, 充分反映了锦江之星拥有良好的品牌实力, 我们认为, 锦江之星加盟店占比的不断提高有望提升公司经济型酒店业务的盈利能力。

图 16: 国内主要经济型酒店加盟店比例



数据来源: 东北证券, 公司公告

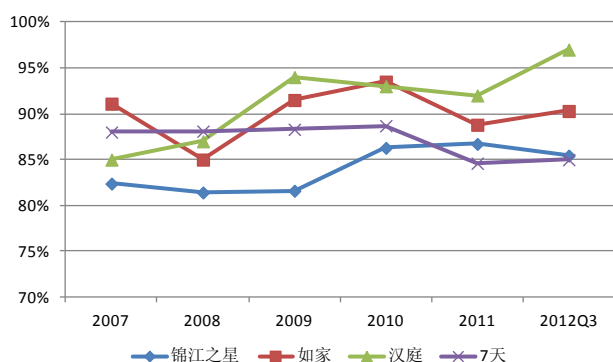
3.1.2. 出租率和平均房价均有提升空间，RevPar 有望小幅提升

与如家、汉庭等主要竞争对手相比，锦江之星的客房出租率仍显得偏低，仍有一定的提升空间。截至 2012 年 9 月 30 日，汉庭的客房出租率为 97.00%；如家的客房出租率为 90.30%；锦江之星的客房出租率为 85.44%；7 天的客房出租率为 85.00%。

从国内主要经济型酒店的平均房价来看，近 5 年来，汉庭、如家、锦江之星、7 天的平均房价都维持在相对稳定的水平。汉庭的商务型定位使其获得了更多商务人士的认可，所以平均房价相对较高；7 天的定位则更倾向于吸引较低收入群体，如学生等，所以其平均房价较低。除世博会效应使锦江之星 2010 年平均房价达到 187.62 元外，其余年份平均房价基本维持在 175 元左右。截至 2012 年 9 月 30 日，汉庭的平均房价为 183.00 元；如家的平均房价为 174.00 元；锦江之星的平均房价为 181.19 元；7 天的平均房价为 165.60 元。我们预计，在宏观经济和行业景气发展的环境下，锦江之星的平均房价有望每年上涨 2-4%。

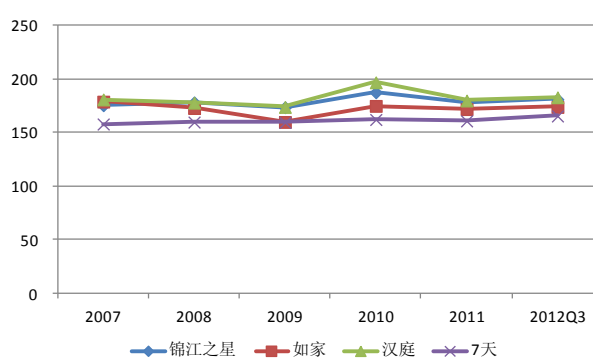
2009 年之前，锦江之星 RevPAR 维持在 145 元附近。2009 年，锦江之星 RevPAR 小幅下落。2010 年 5 月至 10 月份，正值中国 2010 年上海世博会的举行期，上海地区锦江之星等经济型连锁酒店平均房价和平均客房出租率的迅速增长，带动了公司经济型连锁酒店 RevPAR 的显著提升，锦江之星的 RevPAR 由 2009 年的 141.73 元提升到 2010 年的 161.88 元。2011 年全年，公司采取各种有效的客房促销措施，在稳定平均房价的基础上，推动平均客房出租率在去年的基础上继续提升到 86.71%，使 RevPAR 保持在近年的较好水平，达到 154.42 元，超越了如家 2.42 个百分点，与汉庭的差距缩小到 10.58 个百分点。截至 2012 年三季度，汉庭的 RevPAR 为 178.00 元；如家的 RevPAR 为 157.00 元；锦江之星的 RevPAR 为 154.81 元；7 天的 RevPAR 为 140.90 元。总体而言，锦江之星的出租率和平均房价均有一定的提升空间，我们预计未来 3-5 年锦江之星的 RevPAR 将有望小幅提升。

图 17: 国内主要经济型酒店出租率对比



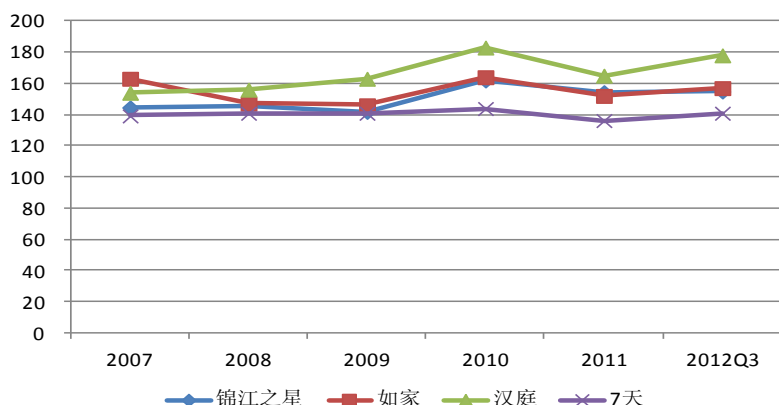
数据来源：东北证券，公司公告

图 18: 国内主要经济型酒店平均房价对比



数据来源：东北证券，公司公告

图 19: 国内主要经济型酒店 RevPAR 对比



数据来源：东北证券，公司公告

3.1.3. 并购和海外拓展带来外延式扩张机会

经济型酒店以轻资产、重渠道、连锁化发展有效地满足了资本市场的内在要求。在资本市场的推动下，尽管有着日渐扩大的市场空间，但是，我们也要看到，经济型酒店业态正在从早期的充分竞争向着一定意义上的垄断竞争转型。尽管位列前几名的优势企业已经取得了较大的市场份额和领先地位，但是，由于市场需求和行业增长空间很大，在未来几年内，各主要公司仍将进一步扩张门店数量，特别是在经济型酒店数量相对较少的二线、三线城市，以扩大市场覆盖率、保持和提高市场份额和领先地位，进行大规模的并购成为经济型酒店抢占市场份额，维持发展速度和市场地位的利器。2010 年 9 月 19 日，锦江股份全资子公司上海锦江国际旅馆投资公司以 1.34 亿元获得金广快捷 70% 股权，2012 年 3 月 16 日又以 6492 万元对价收购金广快捷创始人股东金广投资 30% 股权，至此金广快捷成为锦江股份全资子公司。未来，公司将继续加快对外并购的步伐，加速自身的外延式扩张。

除了进行对外并购，国内经济型酒店竞争激烈，市场饱和度很高，海外拓展是寻找新的增长点的一个很好的途径。公司逐步加快品牌输出乃至海外扩张的步伐，对公司提升品牌影响力、未来扩张等都有积极的影响。随着公司自身运营能力、标准化程度的不断增强，对海外市场的日益成熟，公司未来将直接进入海外经济型酒店市场。

2011 年度，公司经济型酒店业务大力扩大“锦江之星”等品牌影响力，积极开拓国外市场，加速海外扩张。主要举措有：2011 年 9 月 2 日，公司全资子公司锦江之星旅馆有限公司（系授权人）与 CSI Hotels Incorporated（系被授权人）、上好佳（国际）有限公司（系担保人）签署了《锦江之星连锁酒店品牌授权经营合同》。自 2011 年 9 月 2 日起至 2026 年 9 月 1 日止，锦江之星旅馆有限公司授予 CSI Hotels Incorporated 在菲律宾共和国境内经营“锦江之星”品牌连锁酒店的独家权利和许可，CSI Hotels Incorporated 根据合同约定的授权经营期限内发展任务指标可发展自营店和加盟店。

2011 年 11 月 22 日，公司全资子公司锦江之星旅馆有限公司与 Louvre Hotels Group S.A.S.（以下简称“卢浮酒店集团”）举行《品牌合作框架协议》的签约仪式。锦江之星在中国境内的直营酒店中挑选 15 家“锦江之星”品牌连锁酒店作为合作酒店，

卢浮酒店集团在法国境内的直营酒店中挑选 15 家“Campanile”品牌连锁酒店作为合作酒店。15 家“锦江之星”品牌连锁酒店分布于上海、北京、杭州和西安四个城市；15 家“Campanile”品牌连锁酒店分布于巴黎、尼斯、里昂、马赛、普罗旺斯和波尔多六个城市。协议期限为三年。此次锦江之星与卢浮酒店集团的合作是继锦江之星菲律宾项目之后，大陆经济型酒店品牌海外拓展的又一不凡之举。这一举措有利于实现“锦江之星”品牌进入欧洲市场，扩大“锦江之星”品牌的影响力，提升欧洲对“锦江之星”品牌的关注度和知晓度，并吸引更多的欧洲客人入住“锦江之星”品牌连锁酒店。同时，也可与卢浮酒店集团交流经济型酒店运营经验和最佳实践。

除此之外，2012 年 6 月 5 日，锦江之星公司在上海与韩国 SANG WON HOUSING CO.LTD 公司签订特许经营合同，“锦江之星”品牌将正式亮相韩国。与之前菲律宾项目的品牌授权、法国项目的品牌联盟方式不同，此次合作采取的是单店特许经营的方式，首家特许经营店将由 SANG WON HOUSING CO.LTD 公司按照锦江之星的海外标准，在韩国首尔投资建造，预计今年年底开业。

总体而言，公司经济型酒店业务在行业持续景气的环境下，源于经济型酒店数量上的稳健扩张、加盟店占比的不断提高以及 RevPar 水平的提升带来的内生性增长以及源于对外并购、海外拓展等带来的外延式扩张机会将保证公司经济型酒店业务的持续快速发展。

3.2. 食品与餐饮业务：业绩下降，未来将恢复增长

2011 年度，公司食品与餐饮业务合并营业收入 22695 万元，比上年同期下降 1.74%；归属于食品与餐饮业务分部的净利润 10828 万元，比上年同期下降 11.31%。归属于食品与餐饮业务分部的净利润的下降，主要受中国 2010 年上海世博会举行期间经营业绩比较基数较高，以及部分企业食品原料和门店租金等成本上升的影响。

公司 2012 年三季报显示，截至 2012 年 9 月 30 日，公司食品与餐饮业务实现营业收入 17639 万元，比上年同期下降 0.47%。公司持有 100%股权的上海新亚食品有限公司于 2012 年 1 至 9 月份实现营业收入 1638 万元，比上年同期下降 34.32%。公司持有 75%股权的上海新亚大家乐餐饮有限公司于 2012 年 1 至 9 月份实现营业收入 13859 万元，比上年同期增长 2.82%。报告期末连锁餐厅总数为 59 家，上年末为 59 家。公司持有 51%股权的上海锦江同乐餐饮管理有限公司于 2012 年 1 至 9 月份实现营业收入 1807 万元，比上年同期增长 2.03%。报告期末餐厅总数为 2 家，上年末为 2 家。公司持有 42.815%股权的上海吉野家快餐有限公司于 2012 年 1 至 9 月份实现营业收入 6195 万元，比上年同期下降 6.93%。报告期末连锁餐厅总数为 24 家，上年末为 21 家。公司持有 42%股权的上海肯德基有限公司于 2012 年 1 至 9 月份实现营业收入 235963 万元，比上年同期增长 8.08%。报告期末连锁餐厅总数为 302 家，上年末为 289 家。

在食品与餐饮业务发展战略上，公司将不断完善餐饮管理架构，强化管理职能，加强对餐饮企业的管理和支持力度。借鉴社会餐饮企业经营机制优势，探索和建立餐饮业务发展激励机制，增强餐饮业务发展动力；抓住“整合食品加工资源，打造食品加工与餐饮产业链”这个突破口，大力推动“新亚大包”品牌转型，提升中式快餐业务盈利能力。继续提高“锦庐”品牌的知名度和盈利能力。继续支持“上海肯

德基”保持其在上海快餐市场的领先地位。支持“吉野家”加快发展速度，开发区域以上海为主，同时在江浙地区设立门店。我们预计 2012 年公司食品与餐饮业务将维持目前的业绩水平，未来几年将恢复增长。

表 3: 公司部分食品与餐饮企业营业收入和餐厅数量情况

食品与餐饮企业	2012年7-9月 (万元)	同比增减	2012年1-9月 (万元)	同比增减	报告期末餐厅数	上年末餐厅数
上海新亚食品有限公司	1604	-33.80%	1638	-34.32%	--	--
上海新亚大家乐餐饮有限公司	5004	0.26%	13859	2.82%	59	59
上海锦江同乐餐饮管理有限公司	570	-4.52%	1807	2.03%	2	2
上海吉野家快餐有限公司	2116	-17.54%	6195	-6.93%	24	21
上海肯德基有限公司	87254	2.62%	235963	8.08%	302	289

数据来源：东北证券，公司公告

4. 以“锦江之星”品牌为发展主力，实施多品牌发展战略

在经济型酒店行业激烈竞争的快速发展阶段，品牌营销无疑是提高竞争力、抢占市场份额的一个制胜法宝。多品牌战略可以细分市场，满足不同需求的消费者，使消费者容易产生品牌忠诚度，增加客源市场，提高市场占有率。拥有多个品牌也是分担风险的有效方法，各品牌间相互独立，相互之间不会造成影响，从而提供了策略的灵活性，吸引更多消费者的目光，增加本酒店或下属酒店被选中的机会，提高了核心竞争力，有利于企业的内部管理。例如，如家酒店集团旗下设如家快捷、莫泰与和颐三个品牌；而汉庭酒店集团旗下拥有全季、星程、汉庭快捷、海友客栈四大品牌。

在完全收购金广快捷后，公司形成高端品牌——白玉兰、中端品牌——锦江之星和金广快捷、低端品牌——百时快捷的分品牌格局。截至 2012 年 9 月 30 日，已经开业的 658 家经济型连锁酒店中，“锦江之星”品牌连锁酒店 576 家，“百时快捷”品牌连锁酒店 60 家，“金广快捷”品牌连锁酒店 16 家，“白玉兰”品牌连锁酒店 6 家。

从品牌战略看，公司将遵循以“锦江之星”品牌为发展主力，实施多品牌发展的战略。公司将进一步完善各区域商圈发展规划重点，加大目标城市开发力度；加快分品牌发展布局，实现企业内外资源共享。“锦江之星”品牌继续加大在部分重点一、二线城市的开发力度，继续深入抢占中国三线城市市场；“百时快捷”品牌重点突破发展格局，填补有潜力的空白大中城市；继续完善高端品牌、“白玉兰”品牌的全国门店网络布局；重塑“金广快捷”酒店品牌，加快发展速度。

表 4: 公司经济型连锁酒店各品牌 RevPAR (截至 2012 年 6 月 30 日)

	平均房价 (元)		平均入住率 (%)		RevPAR (元)		
	2012 年 1 至 6 月	2011 年 1 至 6 月	2012 年 1 至 6 月	2011 年 1 至 6 月	2012 年 1 至 6 月	2011 年 1 至 6 月	同比 增减 (%)
锦江之星	181.94	176.95	84.25	85.08	153.29	150.55	1.82
百时快捷	107.94	107.95	75.13	70.91	81.09	76.54	5.94
金广快捷	184.51	187.16	88.83	86.85	163.91	162.54	0.84
白玉兰	213.47	200.65	66.58	53.70	142.13	107.75	31.91
全部品牌	178.86	175.54	83.78	84.48	149.84	148.30	1.04

数据来源: 东北证券, 公司公告

5. 高管股权激励: 利好公司长期发展

2011 年 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, 奖励范围是锦江之星和旅馆投资公司包括地区总经理在内的 140 位经营者和核心骨干, 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。

这一激励约束机制的建立有利于倡导锦江之星与管理层及核心骨干员工共同持续发展的理念, 巩固锦江之星在行业内的领先地位, 不断提高锦江之星的核心竞争力, 确保锦江之星发展战略和经营目标的实现, 利于公司长期的发展。我们预期将来公司会推出范围进一步扩大的激励方案。

6. 盈利预测及投资策略

作为国内经济型酒店的龙头企业之一, 公司必将受益于我国经济型酒店行业的高景气发展。源于经济型酒店数量上的稳健扩张、加盟店占比的不断提高以及 RevPar 水平的提升带来的内生性增长以及源于对外并购、海外拓展等带来的外延式扩张机会将保证公司经济型酒店业务的持续快速发展。公司注重管理、强化品牌建设, 遵循以“锦江之星”品牌为发展主力, 实施多品牌发展的战略, 将有效提升公司核心竞争力。公司推出的高管股权激励措施有利于公司长期发展。我们预计公司 2012-2014 的 EPS 分别为 0.65 元、0.82 元和 0.99 元, 公司目前股价 14.46 元, 对应动态 PE22 倍、18 倍和 15 倍, 维持“谨慎推荐”评级。

风险提示: 宏观经济波动风险、经营成本上升风险、扩张速度风险等。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	594	761	889	1,230	净利润	324	399	498	607
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0
应收款项	42	44	56	59	折旧及摊销	303	169	254	224
存货	27	26	34	36	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	7	8	9	9	财务费用	11	12	14	17
流动资产合计	758	941	1,101	1,469	投资损失	-151	-151	-174	-192
可供出售金融资产	954	876	876	876	运营资本变动	65	162	21	221
长期投资净额	1,223	1,145	1,145	1,145	其他	0	-1	88	-9
固定资产	1,202	1,602	2,017	2,447	经营活动净现金流量	529	564	584	845
无形资产	269	278	286	295	投资活动净现金流量	-311	-293	-285	-283
商誉	40	40	40	40	融资活动净现金流量	-323	-105	-171	-221
非流动资产合计	4,228	4,441	4,661	4,927	企业自由现金流	47	158	168	417
资产总计	4,986	5,382	5,762	6,395					
短期借款	5	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	324	435	411	567		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	128	150	175	202	每股指标				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.53	0.65	0.82	0.99
流动负债合计	791	1,086	1,139	1,386	每股净资产 (元)	6.55	7.00	7.62	8.41
长期借款	0	0	0	0	每股经营性现金流量 (元)	0.88	0.94	0.97	1.40
其他长期负债	12	12	12	12	成长性指标				
长期负债合计	175	176	176	176	营业收入增长率	-0.4%	17.6%	16.5%	15.6%
负债合计	955	1,150	1,153	1,300	净利润增长率	-15.8%	23.1%	24.6%	22.0%
归属于母公司股东权益合计	3,949	4,223	4,594	5,073	盈利能力指标				
少数股东权益	82	87	93	100	毛利率	87.6%	88.5%	89.0%	89.0%
负债和股东权益总计	4,986	5,460	5,840	6,473	净利率	15.1%	15.9%	17.0%	17.9%
					运营效率指标				
利润表 (百万元)					应收账款周转率 (次)	6	6	6	6
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率 (次)	34	34	34	34
营业收入	2,116	2,488	2,898	3,350	偿债能力指标				
营业成本	263	286	319	369	资产负债率	19.1%	21.4%	20.0%	20.3%
营业税金及附加	118	139	162	188	流动比率	0.96	0.87	0.97	1.06
资产减值损失	0.51	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.92	0.84	0.94	1.03
销售费用	1,091	1,256	1,449	1,641	费用率指标				
管理费用	416	485	551	620	销售费用率	51.6%	50.5%	50.0%	49.0%
财务费用	11	12	14	17	管理费用率	19.6%	19.5%	19.0%	18.5%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	财务费用率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
投资净收益	151	151	174	192	分红指标				
营业利润	368	460	577	708	分红比例				
营业外收支净额	16.72	15.39	14.82	14.06	股息收益率	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
利润总额	385	475	592	722	估值指标				
所得税	60	76	94	115	P/E (倍)	31.04	22.25	17.63	14.61
净利润	324	399	498	607	P/B (倍)	2.52	2.36	2.17	1.96
归属于母公司净利润	320	395	492	600	P/S (倍)	4.70	4.00	3.43	2.97
少数股东损益	4	5	6	7	净资产收益率	8.1%	9.3%	10.7%	11.8%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760