

[2009.07.20]

快速扩张与业绩高增长的矛盾

——海外上市旅游公司综述

陈锡伟

021-38676385

chenxiwei@gtjas.com

- 本报告导读：
- 海外旅游业上市公司对比分析
 - 重点推荐：锦江酒店 (2006. HK)

投资要点：

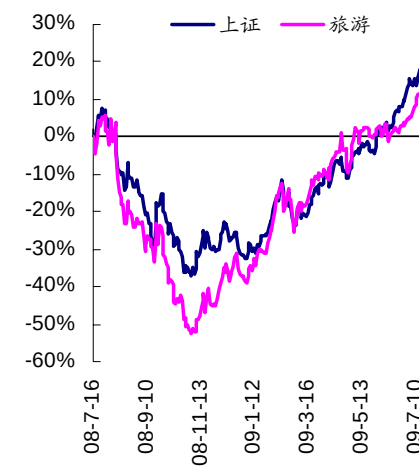
- **餐饮业：味千 VS 小肥羊。**我们坚持《连锁快餐与正餐业经营对比》中的观点：味千在经营利润率、上座率、物业选址等方面较小肥羊更具优势，因此，其扩张能力更强。
- **08 年味千、小肥羊业绩表现有差异是由于：**1) 非经常性因素；2) 不同的扩张战略。由此看来，快速扩张与业绩高增长之间存在矛盾，能否把握好两者的平衡显得更为关键。
- **更推荐味千。**我们预计 09 年味千、小肥羊 EPS 分别为 0.27 港元（增速为 30%）、0.15 元（增速为 10%），对应 PE 均为 19 倍，我们更看好味千的长期发展前景，因此更推荐味千。
- **经济型酒店：如家 VS 锦江之星。**如家、锦江之星不同的发展战略决定了两者的业绩表现，如家激进的步伐，加之金融危机的冲击，使得业绩低于预期；锦江之星扩张更为稳健，加上加盟店比例高，更好地实现了门店扩张和业绩的平衡性。未来行业内的领跑者必须依靠品牌优势、规模优势来实现较好的盈利能力。
- **重点推荐：锦江酒店 (2006. HK) ——重估价值高、世博受益第一股。**公司拥有的酒店物业评估价值为 134 亿元（评估日为 2006 年 9 月 30 日），目前公司市值只有 64 亿元，还低于持有的锦江股份股权的市值。锦江酒店是上市公司中在上海拥有酒店资源最多的，受益于世博会，预计 2010 年业绩提升幅度至少在 80%-100%。预计 2009 年、2010 年 EPS 分别为 0.07 元、0.13 元，PE 分别为 20 倍、11 倍，增持。
- **在线旅游业：携程 VS 亿龙，强者恒强。**携程、亿龙两者业绩表现迥异的原因：用户粘性导致的先发优势、规模效应、良性循环。我们认为携程在行业内的龙头地位还无法动摇，预计携程 09 年 EPS 为 17.3 元（增长 30%），目前 PE36 倍，给予增持评级。
- **携程：盈利模式给予溢价。**与味千、如家等相比，我们认为携程的盈利模式更优，体现为资本投入少、利润率高、轻资产运营等特征。单从盈利模式的角度，我们的推荐顺序是：携程、味千、小肥羊、如家。

细分行业评级

酒店	中性
旅游景点和旅行社	增持

重点公司	评级
携程	增持
味千 (中国)	增持
锦江酒店	增持
小肥羊	谨慎增持
如家	谨慎增持
亿龙	中性

行业指数一年走势图



数据来源：国泰君安证券

相关报告

主题性投资是主线	(09.06.16)
二季度：明确的恢复性增长	(09.04.07)
连锁快餐与正餐业经营对比	(08.06.23)

目录:

1. 餐饮业：味千 VS 小肥羊，谁跑得更快？	3
1.1. 经营情况对比	3
1.2. 业绩差异分析	3
1.3. 成本结构比较	6
1.4. 估值比较	8
1.5. 结论：更推荐味千	9
2. 经济型酒店：如家 VS 锦江之星，谁更专业？	9
2.1. 经营情况对比	9
2.2. 业绩差异分析	10
2.3. 如家 09 年一季报业绩：受金融危机、快速扩张双重挤压	11
2.4. 结论：快速扩张与业绩高增长的矛盾	12
2.5. 推荐：锦江酒店（2006.HK）——重估价值高、世博受益第一股	13
2.5.1. 经营情况分析	13
2.5.2. 推荐理由一：重估价值高	14
2.5.3. 推荐理由二：世博受益第一股	15
3. 在线旅游业：携程 VS 亿龙，强者恒强	16
3.1. 经营情况对比	16
3.2. 业绩差异分析	17
3.3. 携程：盈利模式给予溢价，增持。	18

最近，我们将视野拓宽至海外上市的旅游公司，尽管相关上市公司的年报和季报都已经公布，但仍有投资者关注。这些公司都是业内不错的优质公司，说他们是好公司，理由是：所处细分行业发展空间大、都处于快速扩张期、盈利模式好。因此，我们饶有兴趣地对味千、小肥羊、如家、锦江之星、携程、亿龙等公司进行了跟踪研究，以飨读者。

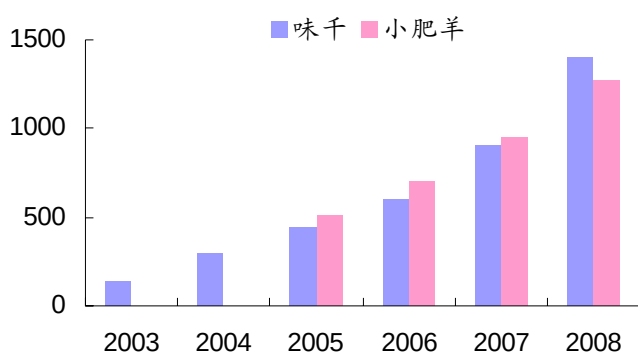
1. 餐饮业：味千 VS 小肥羊，谁跑得更快？

1.1. 经营情况对比

味千（中国）：08 年实现营业收入 16.7 亿港元，同比增长 54.6%；净利润 2.21 亿港元，同比下降 4.6%。基本 EPS 为 0.21 港元。

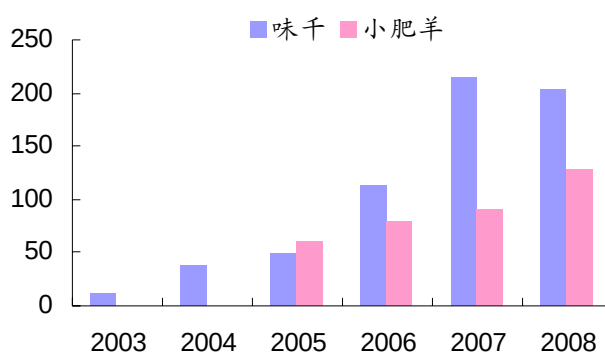
小肥羊：08 年实现营业收入 12.7 亿元，同比增长 34%；净利润 1.29 亿元，同比增长 41.2%。基本 EPS 为 0.136 元。

图 1：味千与小肥羊营业收入对比。（百万元人民币）



数据来源：公司财报、国泰君安证券

图 2：味千与小肥羊净利润对比。（百万元人民币）



数据来源：公司财报、国泰君安证券

1.2. 业绩差异分析

我们在报告《连锁快餐与正餐业经营对比》（20080623）中的相关观点如下：

- 无论是连锁正餐还是连锁快餐，业绩增长的动力还是以连锁门店的扩张为主，单店营利能力的提升对整体业绩的拉动作用有限；
- 味千拥有较高的上座率、较低的营业成本，从而获得了较高的利润率；
- 味千单店面积小（仅为小肥羊的 24%），选择合适物业的难度要小于小肥羊，对同时处于快速扩张期的两者而言，味千将更占优势；
- 通过对全聚德、小肥羊、味千（中国）在标准化程度、创新能力、资金后盾等的比较，我们认为，作为连锁快餐代表的味千（中国）今后快速扩张的能力要强于小肥羊、全聚德。

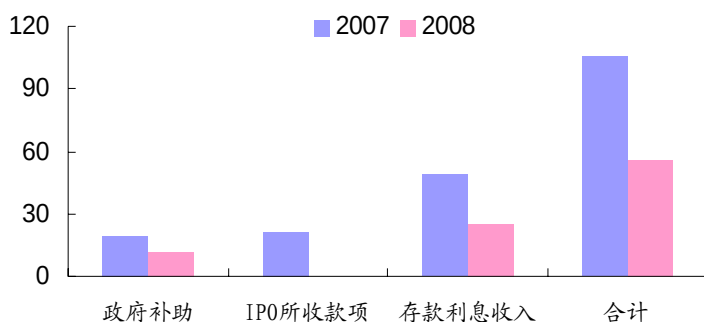
说实话，按照我们的观点，味千的业绩表现应该好于小肥羊，但 08 年两者的业绩有点出乎我们意料，因此，我们对两者年报进行了分析，结论如下：

● 两者业绩表现差异有非经常性因素

味千：08 年业绩下降的原因：1) 08 年利息收入和政府补贴的减少导致其他收入为 5500 万港元，同比减少 5000 万港元（利息收入下降是因为随着资本开支的增大，现金规模下降）；2) 新店扩张较快带来的成本与收入不匹配增长，如员工成本/收入的比例由 07 年的 14.6% 上升到 08 年的 17.8%。**如果剔除第一个因素影响，则 08 年净利润能够实现正增长，同比增速在 13% 左右。**

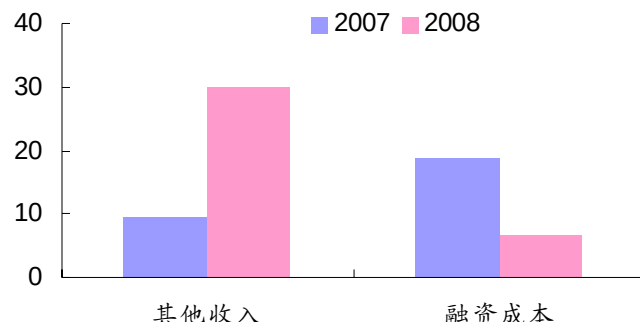
小肥羊：08 年业绩大幅增长的原因：1) 其它收入增加，08 年其他收入为 3000 万元，同比增加 2041 万元，主要是由于政府补助增加、转让日本店面收入、可转债免除利息等收入增加。2) 融资成本下降，08 年财务成本为 660 万元，比 07 年下降了 1400 万元，主要是由于可转债已经转股，可转债的利息支出大幅下降，同时 IPO 募集资金后，偿还了银行贷款，利息支出下降。**如果剔除这些因素，我们预计 08 年净利润同比增速在 10% 左右。**

图 3：味千 08 年其他收入同比减少 48% 是业绩下降重要原因。（百万元港元）



数据来源：公司财报、国泰君安证券

图 4：小肥羊 08 年业绩大增的重要原因是其它收入增加以及融资成本下降。（百万元人民币）



数据来源：公司财报、国泰君安证券

● 味千较为激进的扩张战略也是业绩低于预期的原因

味千：08 年采取了较为激进的开店策略，08 年新增 105 家餐厅，至 08 年底，味千共拥有 315 家餐厅，且全部为自营餐厅。08 年新进入了河南、河北、安徽、天津等四个省级区域以及 16 个新城市（包括济南、台州、惠州、淮安、张家港、漳州、晋江等），至 08 年末，味千的餐厅网络已经覆盖 18 个省、59 个城市。

小肥羊：08 年新开 33 家自营餐厅（其中包括收购 10 家运营良好的特许经营餐厅），并新开了 41 家特许经营餐厅，主要位于华东和华南经济较发达的一线和二线城市，截至 08 年底，公司共拥有 127 家自营店，248 家特许经营餐厅。

我们认为，由于味千在 08 年的扩张战略较为激进，而且新进入了一些三线城市，必然会产生收入和成本上的不匹配，而小肥羊的扩张战略更为稳健些，并且小肥羊的加盟店较多，稳定的加盟费收入可以起到业绩缓冲剂的作用。

味千 08 年中国内地的可比门店销售收入同比增长 6.9%，但按照全部门店来算，每日每店的营业额反而同比下降了 4.7%（为 1.4 万元），这就说明，新开门店拉低了整体公司的单店业绩，主要是单店客流量的下降所致，每日上座率由 07 年的

6.0次下降至08年的5.5次（尽管08年的人均消费同比提高11.8%至38元）。

基于此，味千表示在2009年要集中精力确保新开门店的质量，集中资源，重点开发一、二级城市，放缓进入新市场以及三级城市，重点发展沿海城市，以便尽量发挥现有工厂和加工配送中心的作用，09年计划新增90-100家餐厅，较08年开店数有所缩减。

小肥羊也表示将以审慎的步伐扩张分店网络，09年计划新开约40家门店。

表 1：味千新开门店拉低了公司整体的单店业绩。

中国内地	2007	2008	同比增速
可比门店：			
可比店面销售收入同比增速	7.30%	6.90%	
全部门店：			
每日每店营业额（人民币元）	15085	14377	-4.7%
每日客流量（人）	475	382	-19.6%
人均消费（人民币元）	34	38	11.8%
每日上座率（次）	6.0	5.5	-8.3%

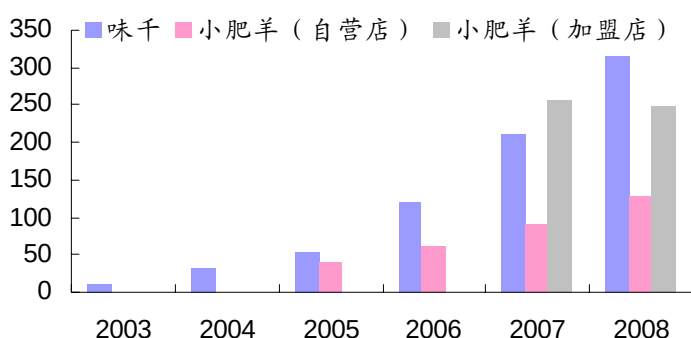
数据来源：公司财报、国泰君安证券

表 2：小肥羊 08 年经营情况同期对比。

	2007	2008	同比增速
可比门店销售收入同比增速	3.3%	10.0%	
人均消费（元）	51.16	53.93	5.4%
上座率（次）	1.40	1.35	-3.6%

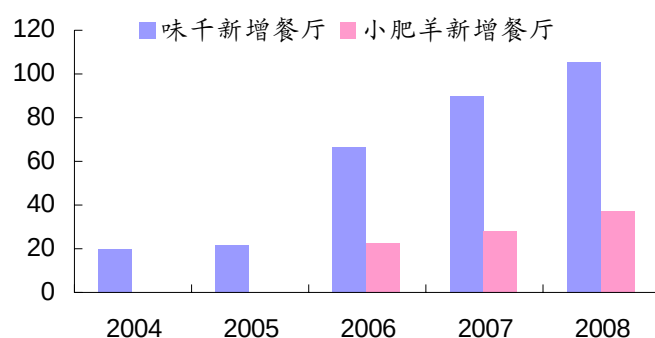
数据来源：公司财报、国泰君安证券

图 5：味千、小肥羊历年末餐厅总数。（单位：家）



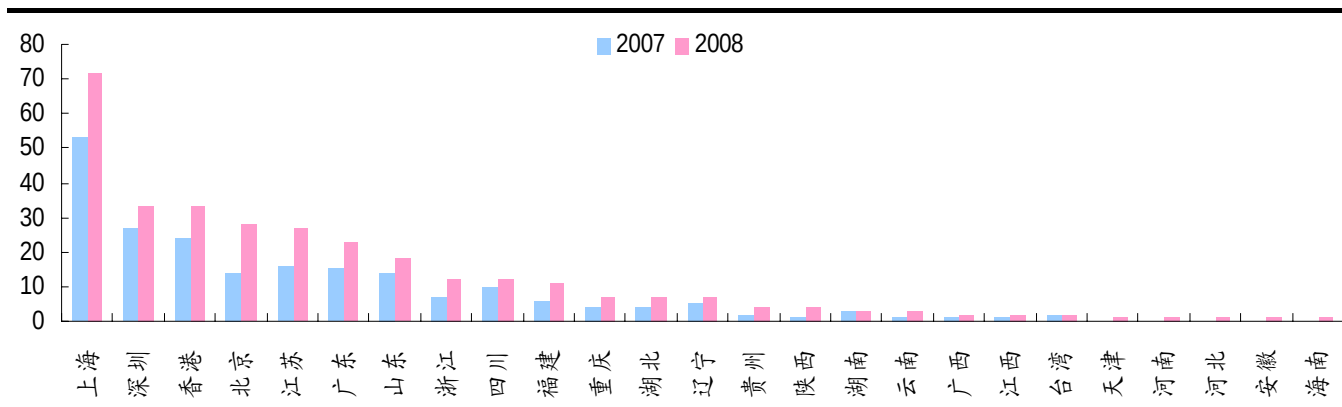
数据来源：公司财报、国泰君安证券

图 6：味千、小肥羊当年新增自营店数量。（单位：家）



数据来源：公司财报、国泰君安证券

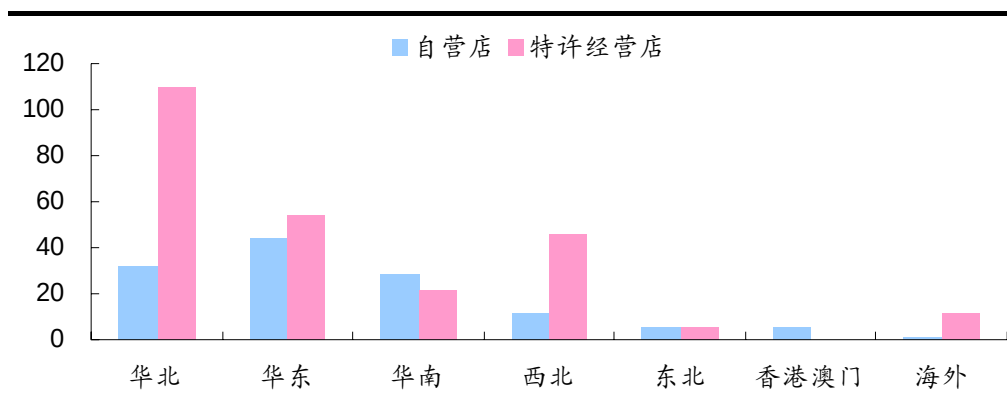
图 7：2007-2008 年味千自营店全国区域分布。（单位：家）



注：广东门店不包含深圳。

数据来源：公司财报、国泰君安证券

图 8：小肥羊 2008 年底自营店、特许经营店全国区域分布。（单位：家）



数据来源：公司财报、国泰君安证券

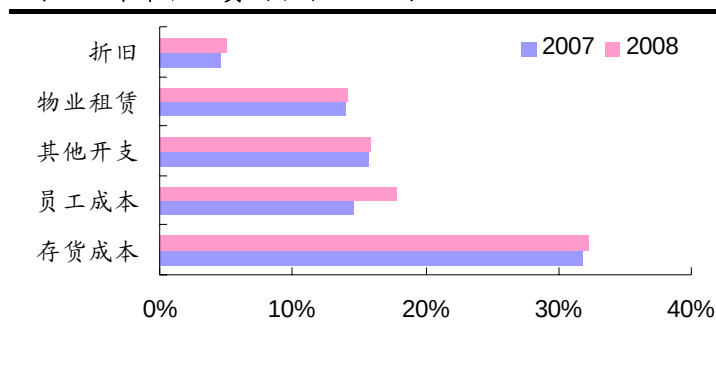
1.3. 成本结构比较

通过味千、小肥羊的成本结构分析，我们发现：

- 1) **两者餐厅业务毛利率相当，但小肥羊食品销售业务的毛利率拉低了整体毛利率。**由于小肥羊食品销售业务毛利率为 20% 左右，且食品销售业务收入占比为 19%，要高于味千（为 5%），因此，小肥羊 2008 年的毛利率（为 58.8%）要低于味千（为 67.8%），但如果要比较两者餐厅业务的毛利率，我们认为两者相当。
- 2) **成本结构。**从两者的成本结构来看，各项成本占收入比重由大到小依次是存货成本（30%-40%）、员工成本（18%-20%）、其他开支（15%）、租赁成本（10%-14%）、折旧费用（3%-5%）；
- 3) **各项成本中，人工成本增长较快。**味千员工成本占收入的比例由 2007 年的 14.6% 上升到 2008 年的 17.8%；小肥羊员工成本占收入的比例由 2007 年的 17.5% 上升到 2008 年的 20.2%。一方面是由于新店开张增加人手，但由于新店的收入提升有个过程，而人工成本是相对固定的，因此员工成本占收入比重上升；另一方面是由于员工工资、福利水平的提升。
- 4) **成本控制能力较好。**尽管有些成本增速较快，但总体而言，味千、小肥羊的

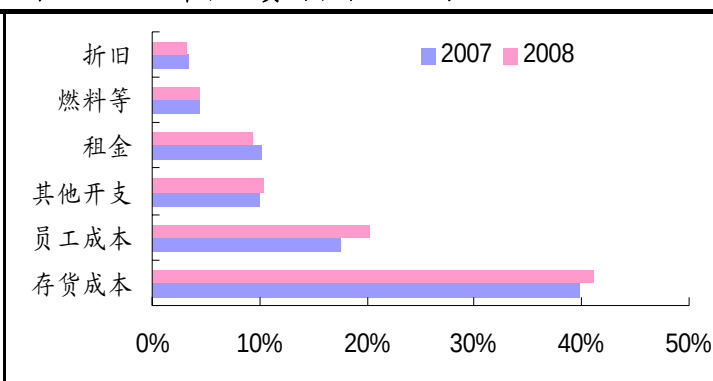
各项成本占收入的比重相对稳定，也显示出两者相对较好的成本控制能力。

图 9：味千各项费用占收入比例。



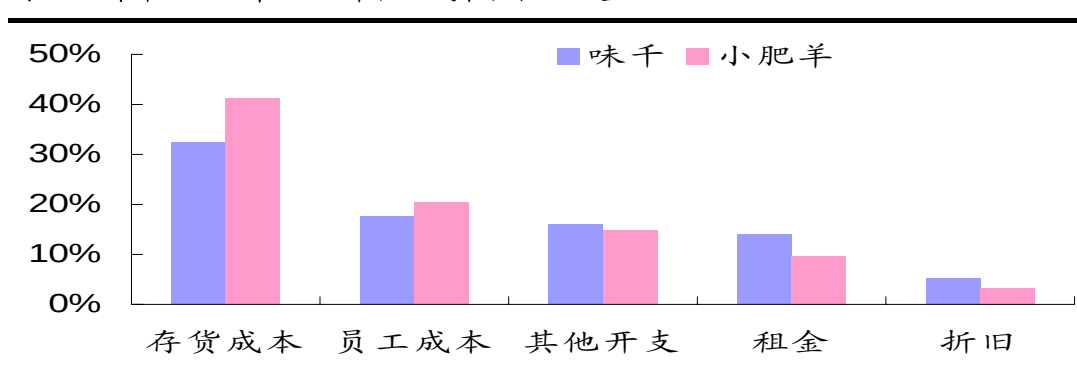
数据来源：公司财报、国泰君安证券

图 10：小肥羊各项费用占收入比例。



数据来源：公司财报、国泰君安证券

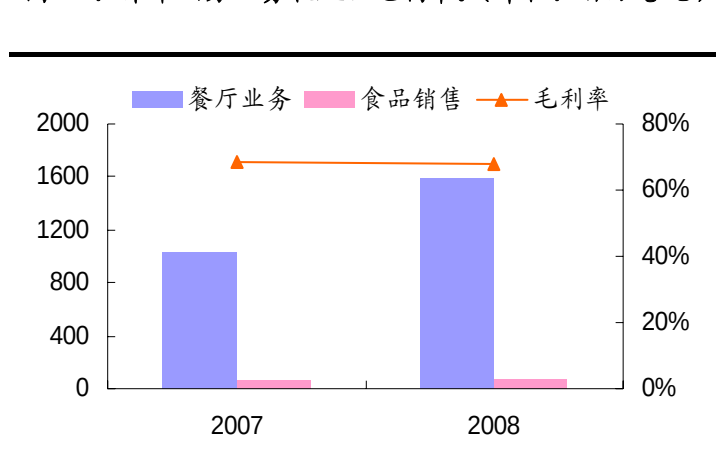
图 11：味千、小肥羊 2008 年各项成本占收入比重。



注：我们把小肥羊的燃料等成本计入其他经营开支中，以方便比较。

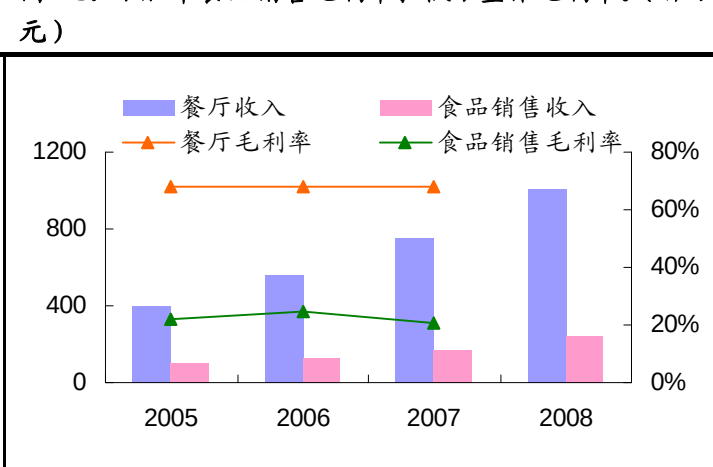
数据来源：公司财报、国泰君安证券

图 12：味千细分业务收入、毛利率。（单位：百万港元）



数据来源：公司财报、国泰君安证券

图 13：小肥羊食品销售毛利率拉低了整体毛利率。（百万港元）



数据来源：公司财报、国泰君安证券

1.4. 估值比较

引入实业投资者的视角。在比较味千、小肥羊 PE、PB 的同时，我们也引入实业投资者的视角，2009 年 4 月 28 日，锦江股份（600754）将持有上海肯德基 7% 的股权转让给百胜（中国）投资有限公司，2008 年底，上海肯德基拥有 233 家门店，2008 年实现收入 21.3 亿元，实现净利润 1.5 亿元，转让价格以上海肯德基净资产评估值确定，截至 2008 年 11 月 30 日，上海肯德基净资产评估值为 11.4 亿元。

从 PB 看，小肥羊为 2.8 倍（按 2008 年净资产计），略高于味千（2.5 倍），但均低于上海肯德基（3.0 倍），我们认为主要是由于：1）上海肯德基成立于 1989 年，经过多年的折旧计提，目前账面净资产已经难以反映现实价值了；2）味千、小肥羊分别于 2007 年、2008 年上市，募集资金增厚了净资产。

从 PE 看，小肥羊为 21 倍（按 2008 年业绩计），略低于味千（25 倍），但均高于实业角度的上海肯德基（8 倍）。

从单店市值看，由于小肥羊含有食品销售业务（约占 20% 收入）、特许经营店业务，我们要将这些业务价值从其总市值中剔除。由于这两部分业务 2008 年分别贡献 1100 万元、1000 万元的经营利润，如果给予 20 倍 PE 的话，则这两部分价值 4.08 亿元。因此，小肥羊自营店的对应市值为 22.4 亿元，按 127 家门店计，单店市值为 1760 万元，高于味千的 1540 万元，但均远高于上海肯德基的 490 万元。

小肥羊、味千的 PE、单店市值都明显高于上海肯德基，我们认为主要由于：

- 1）由于转让上海肯德基是因为合作期限到期，锦江股份转让 7% 股权给百胜（中国）有一定的关联交易性质（百胜是上海肯德基的大股东），定价有可能偏低。
- 2）上海肯德基经过多年的发展，已经步入稳定期，且其扩张范围局限在上海，而味千、小肥羊刚刚步入快速扩张期，而且是全国性扩张，有更大的想象空间，资本市场愿意给更高的溢价。
- 3）尽管味千、小肥羊的单店价值偏高，但由于单店价值这个指标是静态指标，对处于快速扩张中的公司并不很合适。而从 PE 指标看，味千、小肥羊估值合理，关键是看两者能否把握好扩张和业绩的平衡。

表 3：上海肯德基、小肥羊、味千估值对比。（单位：百万元人民币）

	上海肯德基	小肥羊	味千
	2008 年	2008 年	2008 年
自营店数量（家）	233	127	315
营业收入	2133	1272	1398
净利润	151	129	204
净资产评估值/总市值	1143	2647	4866
其他业务价值估算：			
食品业务经营利润		11	
食品业务价值（假定 PE=20 倍）		211	
特许经营门店经营利润		10	

特许经营门店价值 (假定 PE=20 倍)

197

PE (2008 年)	8	21	25
PB (2008 年)	3.0	2.8	2.5
直营店市值	1143	2238	4866
直营店单店市值	5	18	15

数据来源: 国泰君安证券

1.5. 结论: 更推荐味千

经过对味千、小肥羊的比较, 我们认为:

- 维持《连锁快餐与正餐业经营对比》中的观点, 味千在经营利润率、上座率、物业选址等方面较 小肥羊 更具优势, 因此, 其扩张能力更强;
- 业绩上, 由于味千 09 年减缓扩张步伐, 调整区域布局, 非经常性因素的减少, 我们预计味千 09 年的 EPS 为 0.27 港元 (增速为 30%), 小肥羊由于非经常收入的减少, 我们预计其 09 年 EPS 为 0.15 元 (增速为 10%)。
- 按照目前股价和 09 年业绩计, 味千、小肥羊 PE 都为 19 倍, 我们更看好味千的长期发展前景, 因此更推荐味千。

2. 经济型酒店: 如家 VS 锦江之星, 谁更专业?

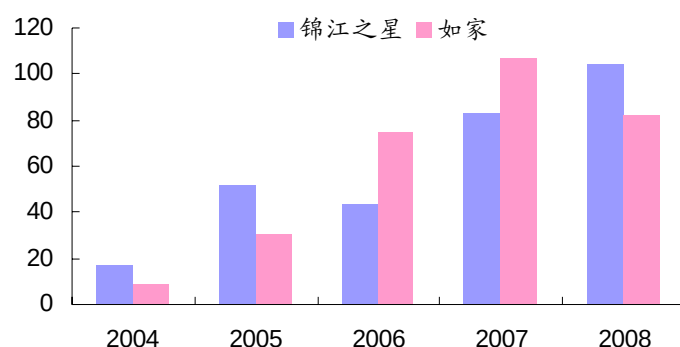
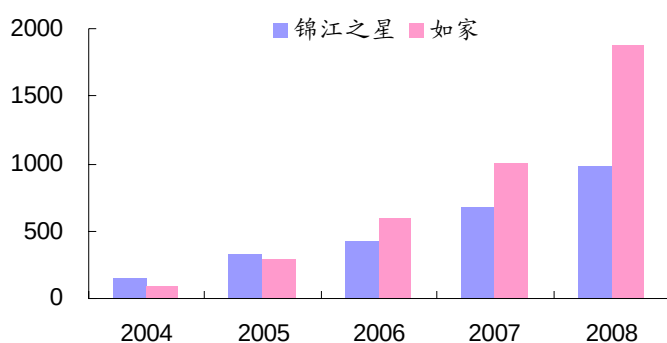
2.1. 经营情况对比

如家: 2008 年实现营业收入 18.7 亿元, 同比增长 85.4%; 实现净利润 1.01 亿元, 同比增长 183.1%。2008 年 EPS 为 1.43 元。

如家净利润增速较快有非经常性因素: 1) 08 年外汇汇兑损失 6600 万元 (07 年为 5300 万元); 2) 08 年股权激励费用为 2500 万元 (07 年为 1500 万元); 3) 08 年可转债回购收益有 1.03 亿元 (07 年没有此项收益)。因此如果剔除这些因素, **08 年调整后净利润为 8800 万元, 同比下降 23%** (07 年调整后净利润有 1.15 亿元)。

锦江之星: 2008 年实现营业收入 9.83 亿元, 同比增长 46%; 实现营业利润 1.29 亿元, 同比增长 43.5% (08 年营业利润中有 2000 万是由于锦江之星因租约终止而获得的第三方补偿收益, 如果剔除这项因素, 锦江之星 2008 年营业利润同比增长 26%)。

图 14: 锦江之星、如家营业收入对比。(百万元人民币) 图 15: 锦江之星、如家营业利润对比。(百万元人民币)



数据来源: 公司财报、国泰君安证券

注: 锦江之星营业利润为剔除非经常性因素后的。

数据来源: 公司财报、国泰君安证券

表 4: 如家调整后净利润实际下降 23.1%。(单位: 百万元)

	2007	2008	增速
净利润	36	101	183.1%
外汇汇兑损失	53	66	23.1%
股权激励费用	15	25	64.8%
可转债回购收益	0	(103)	
其他非经常性损失	11		
扣除非经常性损益后的净利润	115	88	-23.1%

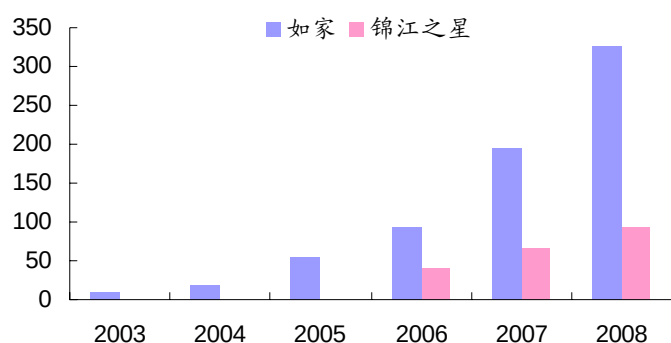
数据来源: 公司财报、国泰君安证券

2.2. 业绩差异分析

2008 年, 如家的收入是锦江之星的 1.9 倍, 但营业利润只有锦江之星的 79%, 如家的营业利润率为 4.4%, 低于锦江之星的 13.1%。我们认为主要是由于:

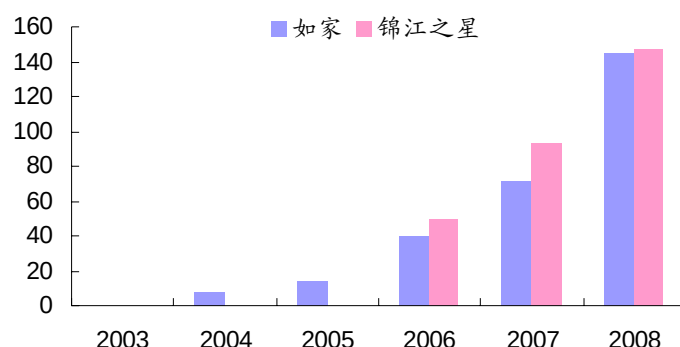
- 1) **两者扩张速度不同。**2008 年底, 如家直营店为 326 家, 08 年新增 131 家; 锦江之星直营店总数为 93 家, 08 年新增 26 家。如家扩张速度明显快于锦江之星, 而且如家新进入了一些内地三线城市 (出租率和房价有所拉低), 由于租金、人员等成本固定, 因此新店的收入与成本不匹配增长, 如直营店的租金成本占收入的比例由 2007 年的 31.1% 上升至 2008 年的 36.3%, 人工成本则由 16.2% 上升至 19.1%, 折旧由 8.9% 上升至 10.8%, 因此毛利率由 2007 年的 28.3% 下降至 2008 年的 20%。而锦江之星扩张稳健, 较好地平衡了扩张和业绩表现。
- 2) **两者发展模式不同。**如家以直营店扩张为主, 2008 年加盟店比例仅为 30.8%; 而锦江之星以加盟店扩张为主, 2008 年加盟店比例高达 61.3%。加盟店以收取首次加盟费和持续加盟费为营利模式, 不承担成本, 因此, 其利润率更高, 在大量新店处于市场培育期的时候, 加盟店的比例高意味着业绩的稳定性更好。

图 16: 锦江之星、如家自营店总数对比。



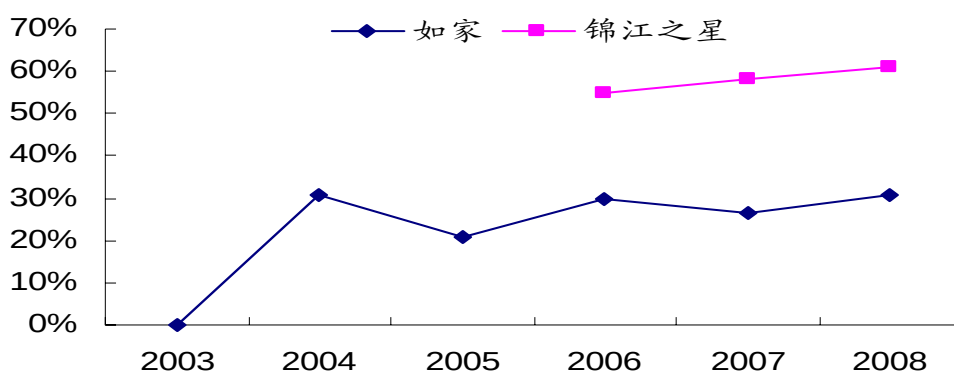
数据来源: 公司财报、国泰君安证券

图 17: 锦江之星、如家加盟店总数对比。



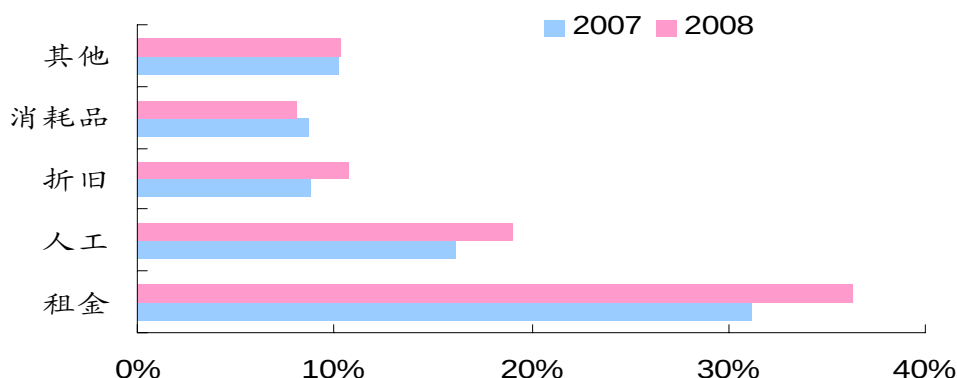
数据来源: 公司财报、国泰君安证券

图 18: 锦江之星的加盟店比例明显高于如家。



数据来源: 公司财报、国泰君安证券

图 19: 2008 年如家直营店各项成本占收入比重均有上升。



数据来源: 公司财报、国泰君安证券

2.3. 如家 09 年一季报业绩: 受金融危机、快速扩张双重挤压

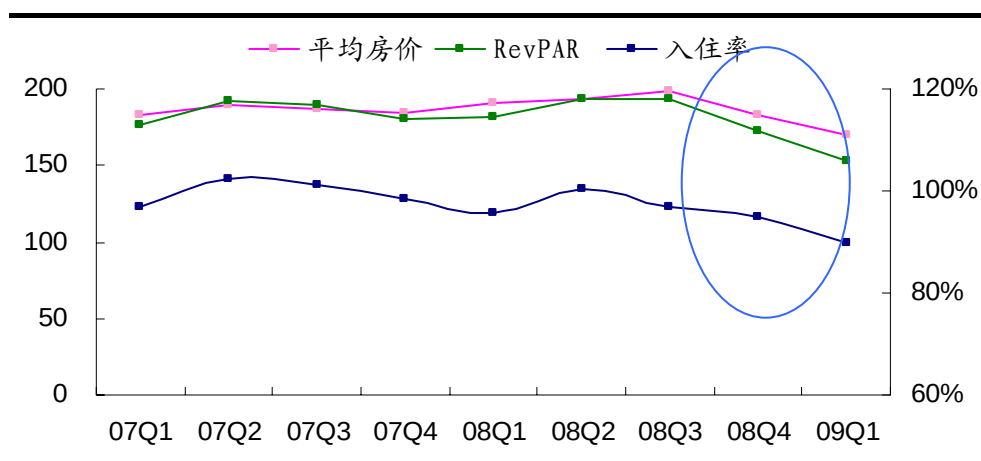
如家 09 年一季报业绩依然不甚理想。09 年 1 季度, 如家实现营业收入 5.32 亿元, 同比增长 49.1%; 净利润为 45 万元 (08 年同期为-5029 万元)。表面上看, 今年

一季度是大幅减亏了，但 08 年大幅亏损有外汇汇兑损失的因素，如果剔除非经常性因素，09 年一季度调整后的净利润为-795 万元，而 08 年 1 季度调整后净利润为 377 万元。

业绩下降主要源自平均房价的下降。09 年 1 季度全部门店入住率为 82.6%，平均房价为 158 元，同比下滑 8%，Revpar 为 130 元，同比下降 7%，这是由于：1）如家连锁网络向内地城市的渗透，消费能力的下降拉低了平均房价；2）受金融危机影响，如家加大了促销力度，使得房价进一步下降。

我们认为，由于经济型酒店租金、人工成本相对固定，而且利润率并不高（如 08 年调整后净利率仅为 4.7%），因此净利润对收入（即 Revpar）的敏感度很高，房价的下降直接导致业绩的下滑。此外，我们也可以看出，金融危机对经济型酒店也有冲击，只不过比高星级酒店受到的冲击小。我们从如家开业 18 个月以上的可比酒店的运营数据看出（这可以剔除新开门店的影响），入住率、平均房价均在 08 年第四季度开始下滑，延续至 09 年第一季度。

图 20：受金融危机影响，如家可比门店（开业 18 个月以上）Revpar 在最近几个季度连续下滑。（单位：元）



数据来源：公司财报、国泰君安证券

2.4. 结论：快速扩张与业绩高增长的矛盾

通过如家、锦江之星的比较，我们发现：

- 如家的扩张步伐较为激进，加之金融危机的冲击，因此收入、成本的不匹配增长更为明显，但随着经济的复苏，平均房价有望从低谷提升，将会减缓快速扩张对业绩的冲击。
- 锦江之星扩张更为稳健，加上加盟店比例高，更好地实现了门店扩张和业绩的平衡性。
- 如家、锦江之星的不同发展战略也可以折射出双方创始人的不同背景：互联网背景、酒店专业背景。
- 对于经济型酒店，房价的稳定较为关键，因为租金、人工成本较为固定，且有上升趋势。

➤ 经济型酒店依然有较大的发展空间，尽管目前如家、锦江之星利润规模不大，但如果成熟门店的比例进一步加大（09年一季度末如家为41%左右），利润规模将得以释放。

➤ 目前来看，如家、锦江之星等业绩增长主要依靠门店的扩张，内生性增长依然有限，因此，未来行业内的领跑者不光要在规模上取胜，还必须依靠品牌优势、规模优势来实现较好的盈利能力。

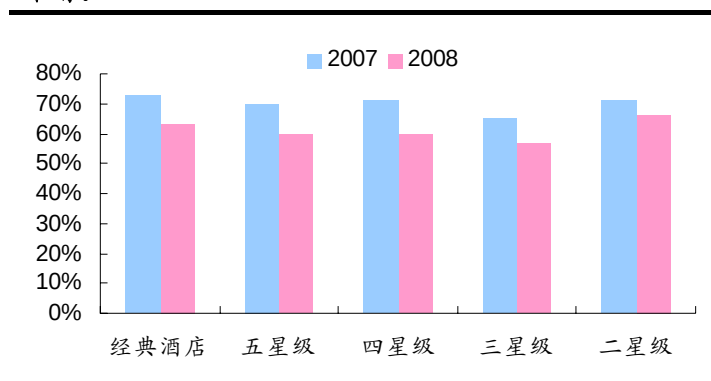
2.5. 推荐：锦江酒店（2006.HK）——重估价值高、世博受益第一股

2.5.1. 经营情况分析

公司主业为酒店运营、酒店管理、锦江之星、餐饮等，除锦江之星全国扩展外，其他业务基本以上海为主，也是锦江股份（600754）的母公司，2008年实现营业收入34亿元，同比增长6.4%；实现净利润2.7亿元，同比下降29.5%。08年EPS为0.06元。

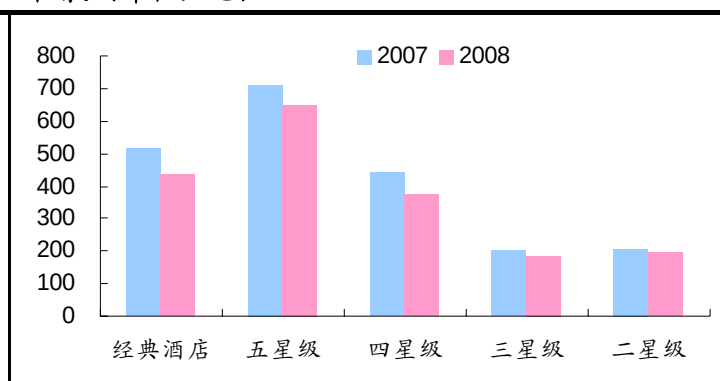
08年业绩下降主要是由于：1）其他收入减少，包括处置资产收益、出售可供金融资产收益等，如果扣除这些影响，营业利润与上年基本持平。2）受金融危机影响，上海高星级酒店业受到冲击，入住率和房价均有下滑，如公司旗下五星级酒店、四星级酒店 Revpar 分别同比下滑8%、15%，分别为650元、373元。

图 21：受金融危机影响，锦江酒店旗下酒店入住率有所下滑。



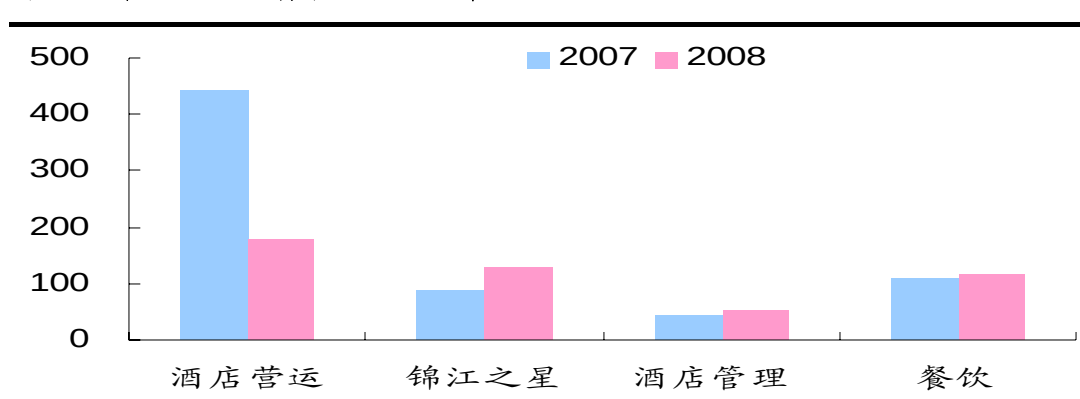
数据来源：公司财报、国泰君安证券

图 22：受金融危机影响，锦江酒店旗下酒店 Revpar 有所下滑。（单位：元）



数据来源：公司财报、国泰君安证券

图 23：锦江酒店分业务营业利润。（单位：百万元）



注：酒店运营业务下降较快主要是由于07年有较多的可供出售股权投资收益。

数据来源：公司财报、国泰君安证券

2.5.2. 推荐理由一：重估价值高

公司是全国最大的酒店集团，旗下拥有众多资产优良的酒店物业，如拥有经典酒店 6 家（包括位于外滩的和平饭店）、五星级酒店 6 家、四星级 9 家，三星级 8 家、二星级 3 家。

➤ **大部分酒店都位于上海核心商业区，物业重估价值极高。**按照公司 IPO 时评估机构给予的评估价值，公司拥有的酒店物业在 2006 年 9 月 30 日的权益评估价值为 134 亿元，按照目前股本 45.6 亿股计，每股价值为 2.9 元（即 3.3 港元），而这些还只是酒店运营业务，并不包括酒店管理、餐饮、锦江之星、大量的法人股等业务。

➤ **PB 不到 1 倍，09 年中报 PB 更低。**目前股价位 1.60 港元，对应 08 年 PB 仅 0.93 倍，而且公司拥有的法人股是按照公允价值计，法人股的股价自 08 年底已经大幅上涨（08 年底可供出售金融资产的帐面值为 12.2 亿元），这些可供出售的金融资产的公允价值变动全部计入净资产，因此，如果按照 09 年中报的净资产计，PB 则更低。

➤ **锦江酒店市值低于持有锦江股份（600754）股权的市值。**锦江酒店持有锦江股份（600754）50.32%的股权，目前锦江股份的市值为 130 亿元，锦江酒店对应持有锦江股份的股权市值为 65.6 亿元，而锦江酒店目前市值只有 64 亿元。由于锦江酒店除了持有锦江股份股权外，还包括和平饭店等众多高星级酒店以及锦江之星其余 80%股权，因此，从这个角度看，锦江酒店也是被低估的。

表 5：锦江酒店旗下自有酒店明细。（单位：间）

	持股比例	客房总数		持股比例	客房总数
五星级酒店			经典酒店		
新锦江大酒店	100%	648	锦江饭店	100%	434
华亭宾馆	50%	803	和平饭店	100%	260
锦江汤臣大酒店	25%	421	国际饭店	100%	244
上海扬子江万丽大酒店	20%	553	金门大酒店	100%	189
昆仑饭店	47%	646	新亚大酒店	50%	344
武汉锦江国际大酒店	75%	400	新城饭店	50%	142
四星级酒店			三星级酒店		
建国宾馆	33%	454	和平汇中饭店	100%	103
银河宾馆	100%	666	新苑宾馆	57%	310
虹桥宾馆	100%	642	金沙江大酒店	100%	294
龙柏饭店	100%	149	达华宾馆	100%	90
上海宾馆	100%	755	青年会宾馆	100%	159
海仑宾馆	34%	401	南华亭大酒店	100%	190
广场长城假日大酒店	100%	543	中亚饭店	23%	388
无锡锦江大酒店	25%	285	江苏锦江南京饭店	40%	305
昆明锦江大酒店	100%	320			
经济型酒店			二星级酒店		
			东亚饭店	50%	167

锦江之星	93 家自营店	南京饭店	50%	165
	147 家加盟店	闵行饭店	50%	140

数据来源：公司财报、国泰君安证券

2.5.3. 推荐理由二：世博受益第一股

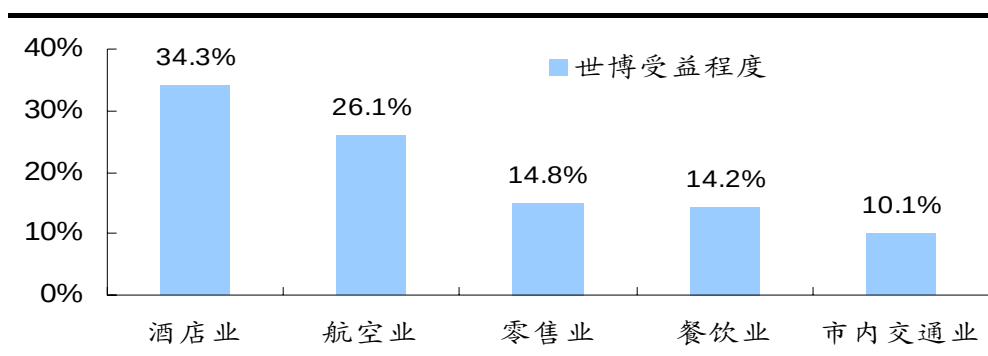
➤ **首先，酒店业是最受益于世博会的行业。**在我们的报告《精彩世博、热点纷呈》(20090519)中测算，2010年世博会对上海的酒店业的受益程度为34.3%（按照新增收入/07年行业收入测算），高于航空、零售、餐饮等行业。

➤ **其次，锦江酒店是上市公司中在上海拥有酒店资源最多的。**公司的绝大部分酒店都位于上海，因此，随着世博会的召开，公司将直接受益于房价的提升和入住率的提高。

➤ **预计2010年业绩提升幅度至少在80%-100%。**我们对公司可能的受益程度做了估计，假设2010年酒店运营收入提高20%（事实上这个假设比较保守），按照80%的毛利率，5.5%的营业税率、25%的所得税率，可新增净利润2.6亿元，按照70%的权益比例（按照权益客房数/全部客房数测算），新增权益利润1.82亿元，相对于08年净利润提高67%。但这仅是星级酒店的受益程度，如果再考虑锦江之星、餐饮业务（如上海肯德基、新亚大包等）、酒店管理业务的受益程度，我们预计2010年业绩提升幅度至少在80%-100%。

➤ **给予增持建议。**我们预计2009年、2010年EPS分别为0.07元、0.13元。按照目前股价1.60港元（=1.41元人民币），对应09、10年PE分别为20倍、11倍，我们给予增持建议。

图 24：2010 年世博会对上海产业的受益程度比较。



数据来源：国泰君安证券

表 6：锦江酒店星级酒店运营业务世博会受益程度测算。（单位：百万元）

酒店运营收入（2008 年）	2295
收入增速（假设）	20%
收入增量	459
毛利率	80%
营业税	6%
所得税	25%
净利润增量	260
股权比例	70%

权益利润增量	182
08 年净利润	270
净利润增速	67%

注：1) 权益比例按照权益客房数/全部客房数测算。2) 20%的收入增速假设显得保守。3) 这只是星级酒店运营业务的受益程度，不包括锦江之星等其他业务。

数据来源：国泰君安证券

表 7：锦江酒店星级酒店运营业务世博会受益程度（即 2010 年的净利润增速）的敏感性分析。

		星级酒店运营收入增速（相对于 2008 年）					
		10%	15%	20%	25%	30%	35%
权益比例	60%	29%	43%	58%	72%	87%	101%
	70%	34%	51%	67%	84%	101%	118%
	80%	39%	58%	77%	96%	116%	135%

注：深色区域是我们认为发生概率较大的。

数据来源：国泰君安证券

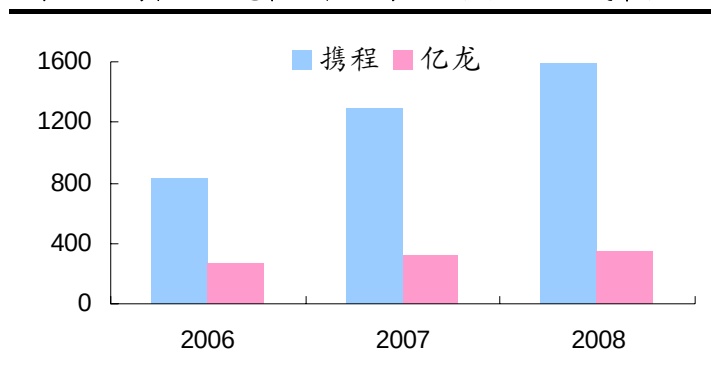
3. 在线旅游业：携程 VS 亿龙，强者恒强

3.1. 经营情况对比

携程：08 年实现营业收入 15.9 亿元，同比增长 23.4%；实现净利润 4.44 亿元，同比增长 11.5%。每股收益 13.3 元。09 年一季度实现营业收入 4.29 亿元，净利润 1.21 亿元，分别同比增长 16.9%、22.8%。

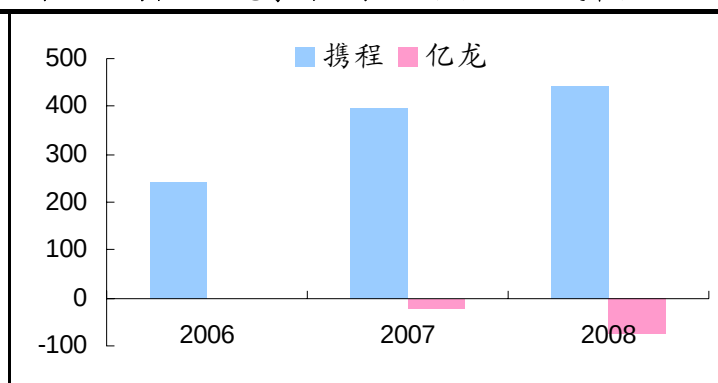
亿龙：08 年实现营业收入 3.48 亿元，同比增长 10.5%；实现净利润-7659 万元（07 年净利润为-2217 万元）。每股收益为-1.54 元。09 年一季度实现收入 8247 万元，实现净利润 200 万元。

图 25：携程、亿龙营业收入对比。（百万元人民币）



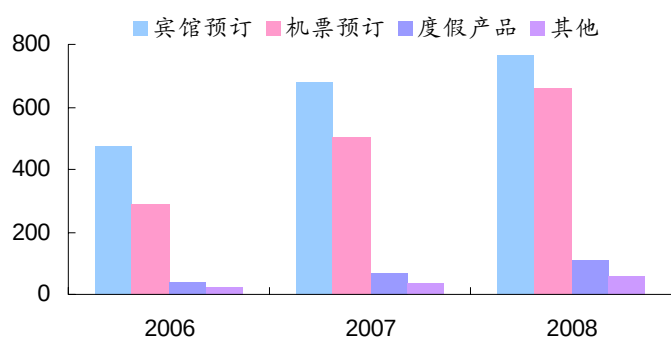
数据来源：公司财报、国泰君安证券

图 26：携程、亿龙净利润对比。（百万元人民币）



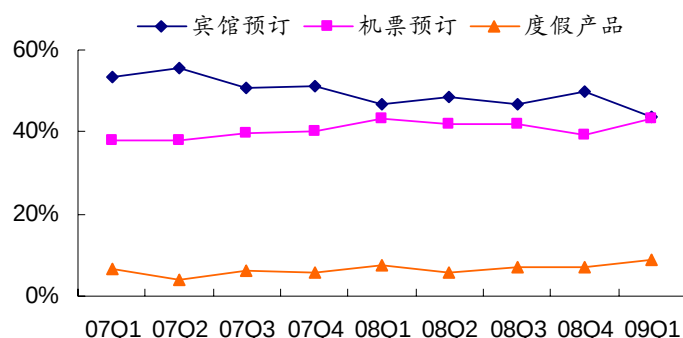
数据来源：公司财报、国泰君安证券

图 27: 携程细分业务收入。(单位: 百万元)



数据来源: 公司财报、国泰君安证券

图 28: 携程宾馆预订业务比例下降、度假业务比例上升。



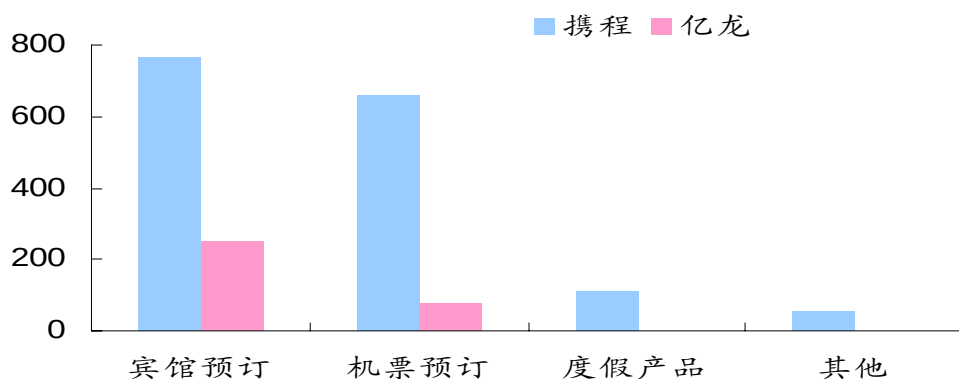
数据来源: 公司财报、国泰君安证券

3.2. 业绩差异分析

携程、亿龙两者都从事在线旅游服务业务, 但业绩表现迥异, 我们认为这是由于:

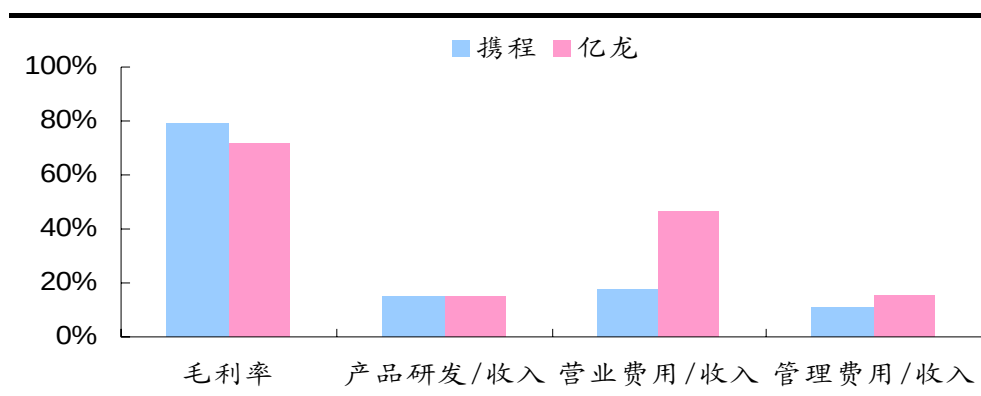
- **用户粘性导致的先发优势。**由于产品同质化, 因此谁先取得先发优势, 谁就能获得更多的优质客户资源, 而且在线旅游产品拥有互联网业特有的用户粘性与路径依赖, 会使得这种先发优势不断得到加强。
- **规模效应。**可以看到, 携程、亿龙的收费单价相差无多 (携程酒店预订单价在 70 元/次左右, 机票预订在 45 元/次左右, 亿龙分别在 65 元/次和 42 元/次左右), 两者的收入规模差距主要在预订量上。由于航空公司的家数明显少于酒店家数, 因此, 携程在机票预订上的规模效应更加明显 (在机票预订渠道更具优势), 亿龙在机票预订上与携程的差距要大于宾馆预订业务。
- **良性循环。**一旦收入规模形成后, 也意味着品牌影响力和知名度的提升, 这样企业的营销等费用占收入的比例就会下降, 利润率得以提升, 形成良性循环。比如, 尽管携程、亿龙毛利率差距不大 (2008 年分别是 79% 和 72%), 但营业费用率差距较大 (2008 年携程、亿龙的营业费用率分别为 18% 和 47%), 这直接导致了亿龙极低的利润率, 甚至为负。

图 29: 亿龙在机票预订上与携程的差距更大。(单位: 百万元)



数据来源: 2008 年公司财报、国泰君安证券

图 30：亿龙的营业费用、管理费用率明显要高于携程。



数据来源：公司财报、国泰君安证券

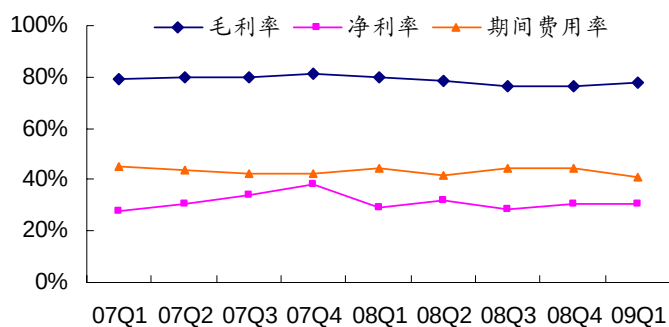
3.3. 携程：盈利模式给予溢价，增持。

亦会受到金融危机冲击。尽管携程各项成本控制较好，毛利率、净利率都保持稳定，但是也会受到金融危机的影响，如携程在 08 年一季度开始，收入、净利润增速就逐渐下滑，其中 08 年的第三、第四季度净利润还出现负增长。

受金融危机冲击的传导途径。净利润增速下滑主要是收入增速下滑，而收入增速下滑主要由于：1) 金融危机导致商务、旅游人数的减少，从而减少预订量；2) 机票、酒店的价格下降，相应机票、酒店的预订单价也下降（佣金率基本稳定）。

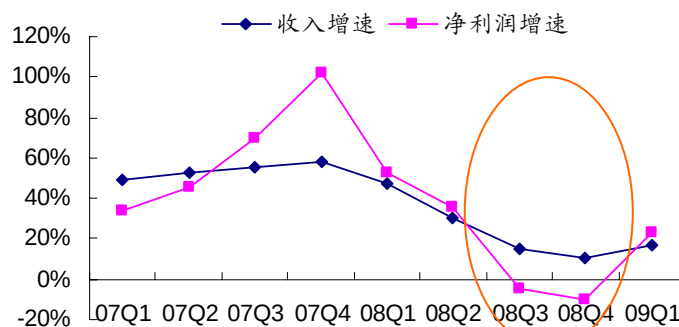
给予增持评级。可以看到，尽管携程会受到金融危机的冲击，但影响不大，08 年净利润依然实现 11.5% 的增长，且在 09 年第一季度开始反弹，收入、净利润增速分别达到 16.9% 和 22.8%。我们认为携程在行业内的龙头地位还无法动摇，预计携程 09 年 EPS 为 17.3 元（增长 30%），目前股价对应 09 年 PE36 倍，给予增持评级。

图 31：携程成本控制较好，毛利率、净利率、期间费用率保持稳定。



数据来源：公司财报、国泰君安证券

图 32：受金融危机影响，携程 08 年以来收入、净利润增速下降。

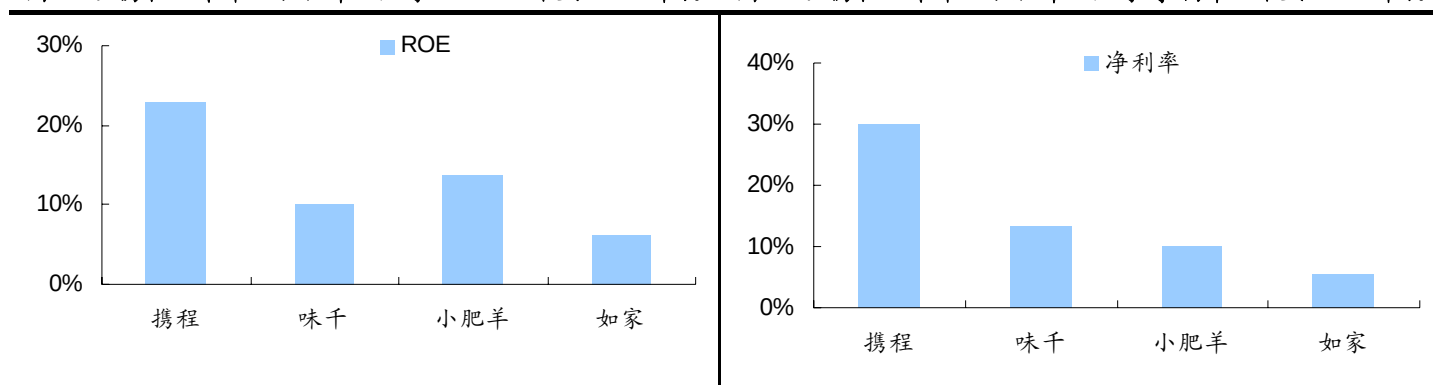


数据来源：公司财报、国泰君安证券

与味千、如家等相比，我们认为携程的盈利模式更优，因为：

- **资本投入少。**味千、如家等的发展是以连锁扩张实现的，而连锁扩张要求不断的资本投入，而携程不需要实体的扩张，因此它所需要的资本投入较少，每年产生的现金流也足以满足资本开支和股东红利。2008 年，携程的经营现金流达 5.9 亿元，投资现金流为-4.99 亿元（主要是斥资 2.66 亿元投资如家）。
- **利润率高。**携程 2008 年的 ROE 为 23%，净利率为 30%，远高于味千、如家等。
- **轻资产运营。**携程流动资产/总资产比例为 64%，现金/总资产比例为 42%，属轻资产运营。虽然味千 2008 年现金/总资产比例高达 63.5%，但主要是由于 IPO 后募集资金刚开始使用，随着门店的扩张，现金/总资产的比例将会下降，如 08 年现金/总资产比例较 07 年下降了 13 个百分点（07 年为 76%）。
- **单从盈利模式的角度，我们的推荐顺序是：携程、味千、小肥羊、如家。**

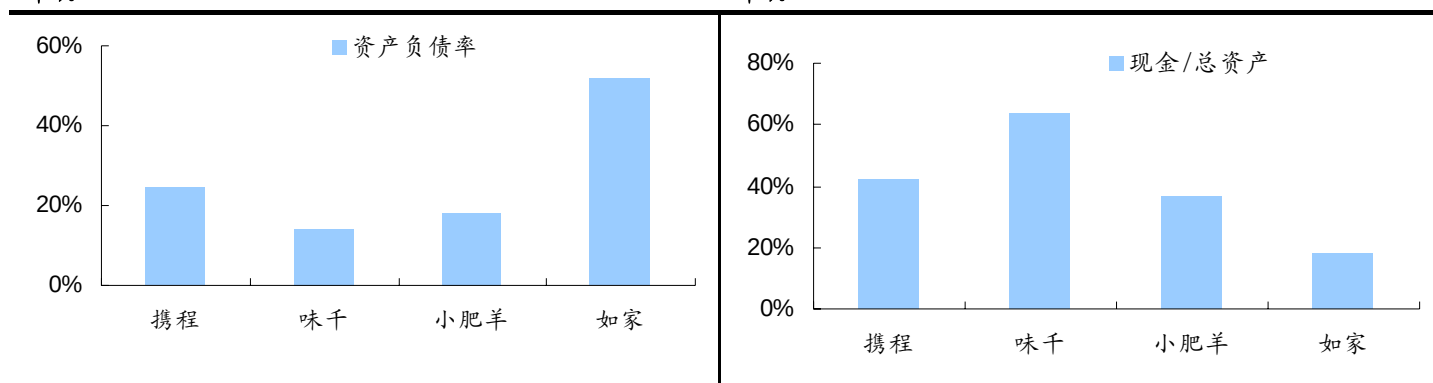
图 33: 携程、味千、小肥羊、如家 ROE 比较 (2008 年)。 图 34: 携程、味千、小肥羊、如家净利率比较 (2008 年)。



数据来源：公司财报、国泰君安证券

数据来源：公司财报、国泰君安证券

图 35: 携程、味千、小肥羊、如家资产负债率比较 (2008 年)。 图 36: 携程、味千、小肥羊、如家现金/总资产比较 (2008 年)。

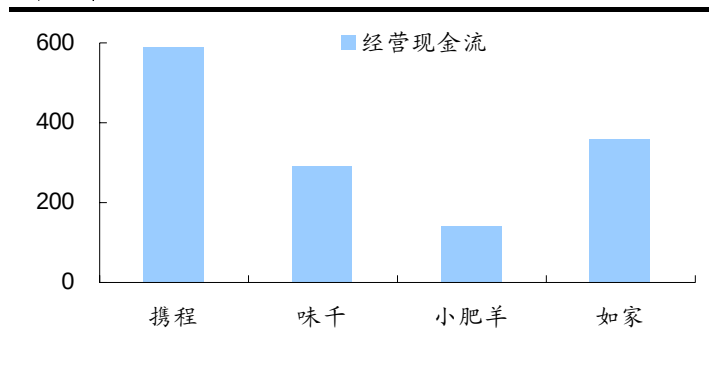


注：味千、小肥羊由于 IPO 后归还了银行贷款，所以资产负债率较低。

数据来源：公司财报、国泰君安证券

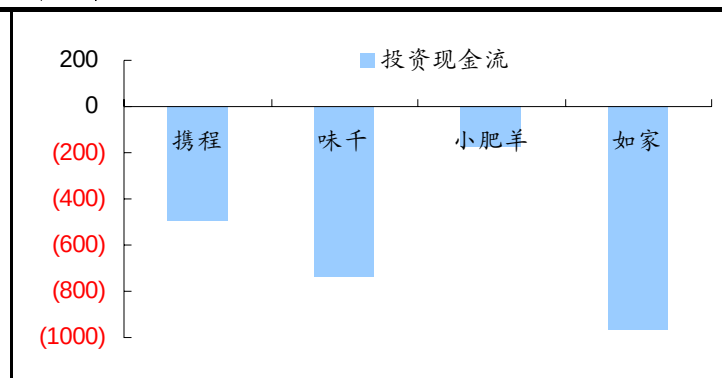
数据来源：公司财报、国泰君安证券

图 37: 携程、味千、小肥羊、如家经营现金流比较 (2008 年, 单位: 百万元)。



数据来源: 公司财报、国泰君安证券

图 38: 携程、味千、小肥羊、如家投资现金流比较 (2008 年, 单位: 百万元)。



注: 携程 08 年投资现金流较大是由于斥资 2.66 亿投资如家, 06-07 年的投资现金流分别只有 -2.07、-2.7 亿元。

数据来源: 公司财报、国泰君安证券

图 39: 公司估值对比。

	股价 7.16	EPS 08	EPS 09	EPS 10	PE 08	PE 09	PE 10	PB 08	市值
餐饮业:									
香港									
稻香控股	2.25	0.19	0.20	0.22	12	11	10	2.2	2282
大家乐集团	16.02	0.76	0.85	0.95	21	19	17	3.7	8910
小肥羊	3.20	0.14	0.15	0.17	21	19	16	2.8	3040
味千(中国)	5.17	0.21	0.27	0.32	25	19	16	2.5	5519
美国									
麦当劳	57.22	3.83	3.63	3.88	15	16	15	5.0	63128
百胜餐饮	33.65	2.03	1.90	2.13	17	18	16	32.9	15532
星巴克	14.41	0.43	0.74	0.71	34	19	20	4.0	10604
酒店业:									
香港									
锦江酒店	1.60	0.06	0.07	0.13	24	20	11	0.9	7304
香格里拉	11.76	0.06	0.09	0.06	26	18	26	1.1	34053
美国									
如家酒店	15.64	2.86	2.48	2.98	37	43	36	2.4	554
CHOICE HOTELS	26.93	1.62	1.73	1.62	17	16	17	-	1629
万豪国际	20.44	1.03	1.56	0.85	20	13	24	5.4	7223
MARCUS	12.39	0.70	0.69	0.57	18	18	22	1.1	369
在线旅游业:									
携程旅行网	45.28	0.97	1.27	1.56	46	36	29	10.7	3020
亿龙旅行网	6.49	-0.45	-0.40	-0.13	-	-	-	1.1	162

注: 1) 股价、EPS 单位为元 (当地货币)。2) 市值为百万元 (当地货币)。

数据来源: Bloomberg、国泰君安证券

作者简介:

陈锡伟: 1998 - 2005 年分获复旦大学经济学系学士、硕士, 2005 年 8 月进入国泰君安研究所, 任旅游酒店、传媒行业研究员, 2005 年获 CPA 资格。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com