

经济型酒店进入高成长高盈利时期

研究结论

- 我们认为，中国的经济型酒店行业，特别是品牌连锁经济型酒店未来具有巨大的增长机遇。这种判断主要是基于如下三点，首先，目前经济型酒店的存量依然很低，未来存在巨大的增长空间；其次，经济型酒店的客源人数在未来将继续快速增长；最后，酒店业结构性失衡为经济型酒店创造了巨大的发展空间。
- 经济型酒店行业目前已进入高成长、高盈利阶段。我们的论据，首先，今年一季度和二季度已上市四家经济型酒店入住率和平均房价出现大幅上升，且盈利呈加速增长态势，其次，酒店地区分布中上海比重较低的如家和7天（前者10.06%、后者4.15%）半年报的良好业绩折射出世博不是导致行业景气的唯一因素。最后，整个经济型酒店行业的特征吻合行业生命周期中的成长期阶段。
- 如家、锦江、7天和汉庭等主要公司已建立起支持高成长、高盈利的盈利模式。规模方面，在已有较高规模的背景下继续快速扩张；品牌方面，品牌知名度和美誉度不断提升；会员方面，人数持续壮大；渠道方面，自有渠道占比大幅提高；管理方面，强大信息系统支持下的标准化管理日益显现规模效益。
- 品牌的外部性效应将开始体现，市场份额将进一步向前几大酒店品牌集中。2010年开始主要经济型酒店加快了开店速度，预计未来规模扩张将保持20-30%左右的增幅，3-5年后拥有千家以上门店的全国性品牌将脱颖而出，在主要经济型酒店的品牌优势和规模化运营下，小规模经济型酒店将受到冲击，行业面临整顿洗牌。
- 我们预计今年是以如家和锦江为代表的全国性经济型酒店房价上涨和入住率高企的第一年，未来几年随着新店开业速度的加快，这些品牌有望迎来规模和效益双双快速增长的黄金发展期，预计年净利润的增速在30%以上。
- 我们维持对锦江股份的增持评级，目标价26.6元。除了行业及龙头公司未来良好的成长性之外，公司较低的估值也是我们看好公司的原因之一。根据目前股价，锦江股份总市值近150亿，给予20倍PE予肯德基则28亿，近20亿的长江证券和现金，剩余近100亿市值。这部分市值包括锦江之星、吉野家、新亚大包等连锁餐饮业务，另外锦江之星有29家自有物业（预计20-30亿）。即使不考虑其他连锁餐饮业务，这70亿市值与目前130亿的如家和50多亿的七天，100亿的汉庭相比，也存在明显低估。
- 风险因素：管理无法跟上店铺的扩张，经济型酒店业绩下滑；经济出现二次探底，客源减少影响经济型酒店的入住率和平均房价。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨春燕

旅游行业资深分析师

8621-63325888×6080

yangy@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010015

糜韩杰

旅游、纺织行业助理分析师

8621-63325888×6119

mihanjie@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860110050019

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A股

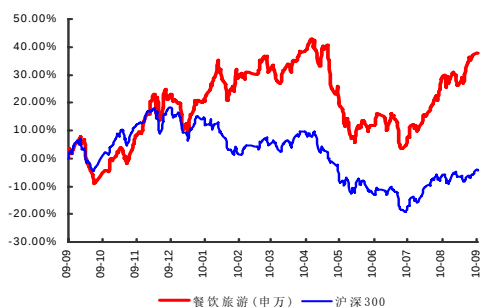
行业

旅游

报告日期

2010年09月09日

行业表现



评价周期

1个月

3个月

12个月

绝对表现 (%)

5.91

51.37

37.65

相对表现 (%)

4.18

50.68

42.01

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	09EPS	10EP(E)	11EPS(E)	股价	评级
锦江股份	0.47	0.61	0.68	25.48	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《锦江股份：规模与效益双增长》	2010年8月30日
《锦江股份：高管从二级市场增持A股股权点评》	2010年7月7日
《锦江股份：锦江之星入主在即》	2010年4月12日
《锦江股份：锦江之星之于上海世博会弹性分析》	2010年3月25日

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。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目 录

一、经济型酒店行业的市场规模现状	4
二、经济型酒店行业未来具有巨大的增长机遇	5
1、目前经济型酒店存量很低	5
2、客源人数将在未来继续快速增长	5
3、酒店业结构性失衡	7
三、经济型酒店行业独特的运营和盈利模式	8
四、经济型酒店行业进入高成长、高盈利期	9
五、行业内主要公司具备高成长、高盈利核心动能	12
六、行业内主要公司盈利预估	15
五、风险因素分析	15
附录	16

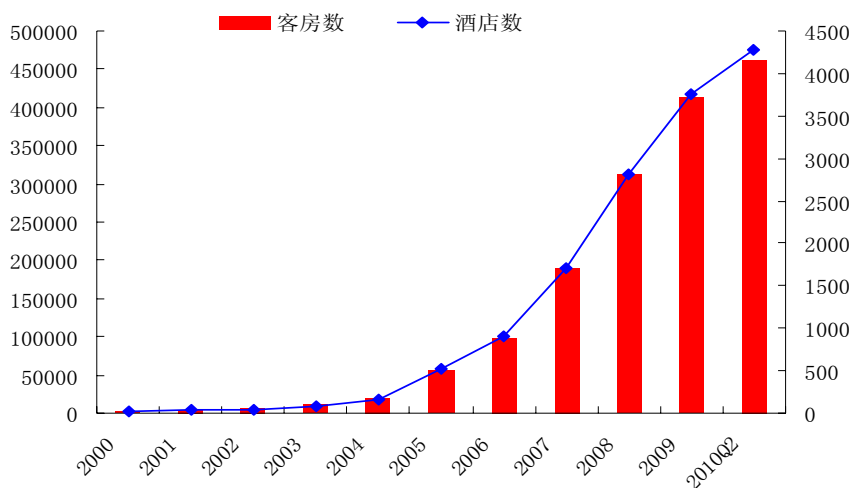
图表目录

图 1：经济型酒店数和客房数呈现爆发式增长	4
图 2：前七大经济型酒店的门店数和客房数	4
图 3：经济型酒店的主要客源是商务游客和个人游客	6
图 4：入境游快速复苏	7
图 5：经济型酒店重新定义住宿业的内部结构	8
图 6：经济型酒店的盈利模式	9
图 7：10 年 2 季度前 7 大经济型酒店市场占有率	9
图 8：今年四家上市经济型酒店入住率同比增长并于二季度创出新高 单位：%	11
图 9：今年四家上市经济型酒店平均房价同比增长并于二季度创出新高 单位：元	11
图 10：经济型酒店行业进入行业的成长期	12
图 11：四家上市公司的品牌已建立起较好的知名度和美誉度	13
图 12：营业成本占直营店收入的比重快速下降	14
图 13：2010 年 2 季度全国经济型连锁酒店排行榜	16
图 14：2010 年 2 季度全国中档商务连锁酒店排行榜	16
表 1：2008 年中美每千人经济型酒店客房数比较	5
表 2：经济型酒店在中国住宿业中的地位	7
表 3：四大经济型连锁酒店未来扩张计划	10
表 4：四家上市公司的会员制度渐趋成熟	13
表 5：细分品牌	14
表 6：四家上市经济型酒店盈利预测	15

一、经济型酒店行业的市场规模现状

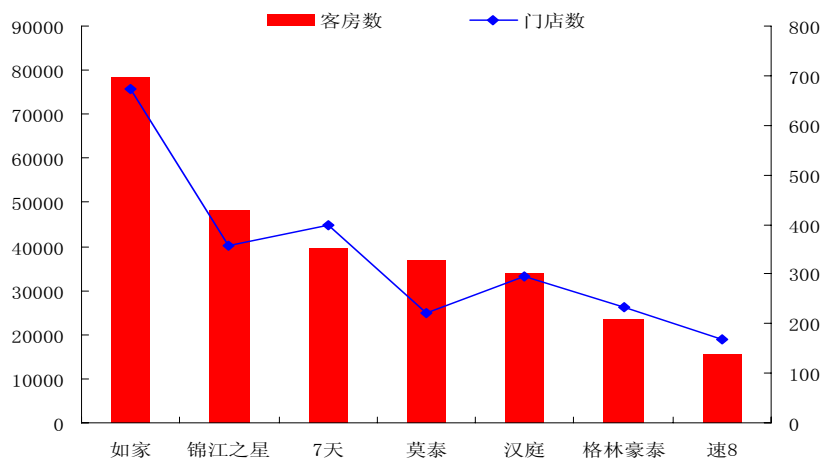
经济型酒店在中国最早出现在 90 年代，进入 2000 年逐渐受到市场关注，从 2003 年起，经济型酒店进入高速发展期以来，尽管期间经历 2008 年全球性的金融危机，但是并未放慢发展的脚步，始终保持强劲增长，到 2010 年 2 季度，在短短的 6.5 年间从最初的 87 家酒店 10292 间客房，增长至 4270 家酒店，461115 间客房，年复合增长率分别达到 82.03%，和 79.49%。根据盈蝶咨询网的统计截止 2010 年 2 季度，经济型酒店旗下酒店数超过 100 家，客房数超过 10000 家的品牌连锁经济型酒店共有 7 家，分别是如家快捷酒店，锦江之星，莫泰 168，7 天连锁酒店，汉庭快捷，格林豪泰和速 8。

图 1：经济型酒店数和客房数呈现爆发式增长



资料来源：盈蝶咨询，东方证券研究所整理

图 2：前七大经济型酒店的门店数和客房数



资料来源：盈蝶咨询，东方证券研究所整理

二、经济型酒店行业未来具有巨大的增长机遇

我们认为，中国的经济型酒店行业，特别是品牌连锁经济型酒店正在进入高速成长期，未来具有巨大的增长机遇。这种判断主要是基于如下三点，首先，目前经济型酒店的存量依然很低，未来存在巨大的增长空间；其次，经济型酒店的客源人数在未来将继续快速增长；最后，酒店业结构性失衡为经济型酒店创造了巨大的发展空间。

1、目前经济型酒店存量很低

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极大的发展空间。在美国酒店业，经济型酒店与所有星级酒店的数量比例是 7:3，而在中国，《2008 年中国经济型酒店调查报告》显示，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 年国内每千人拥有 0.52 个经济型酒店客房，而在美国这一数字为 3.04 个。假设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膨胀 5 倍左右才能基本满足市场的需求。

表 1：2008 年中美每千人经济型酒店客房数比较

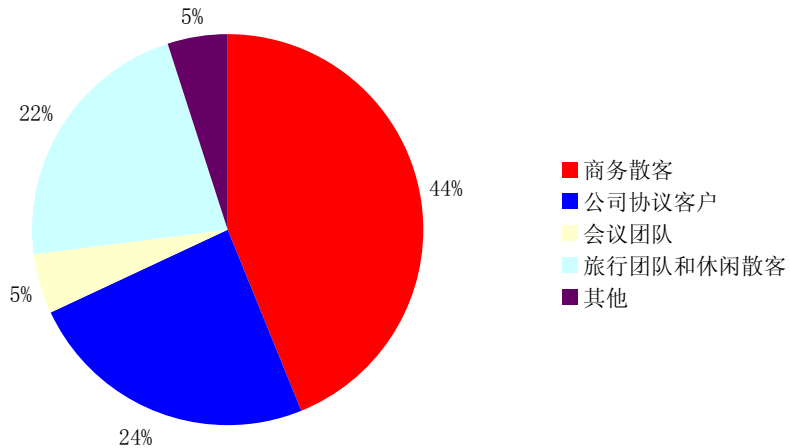
	中国	美国
经济型酒店客房数	312930	755369
城镇人口数（千人）	602317	248336
每千人拥有酒店数	0.52	3.04

资料来源：公司数据，东方证券研究所整理

另外国家政策也对经济型酒店未来的扩张予以了保证，据今年 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现在不足 10%提高到 20%左右。

2、客源人数将在未来继续快速增长

经济型酒店的客源主要是商务游客和个人游客，这两类主要客源分别获益于中小企业数量的增加，国内游和入境游的蓬勃发展而呈现出快速增长的态势。

图 3：经济型酒店的主要客源是商务游客和个人游客


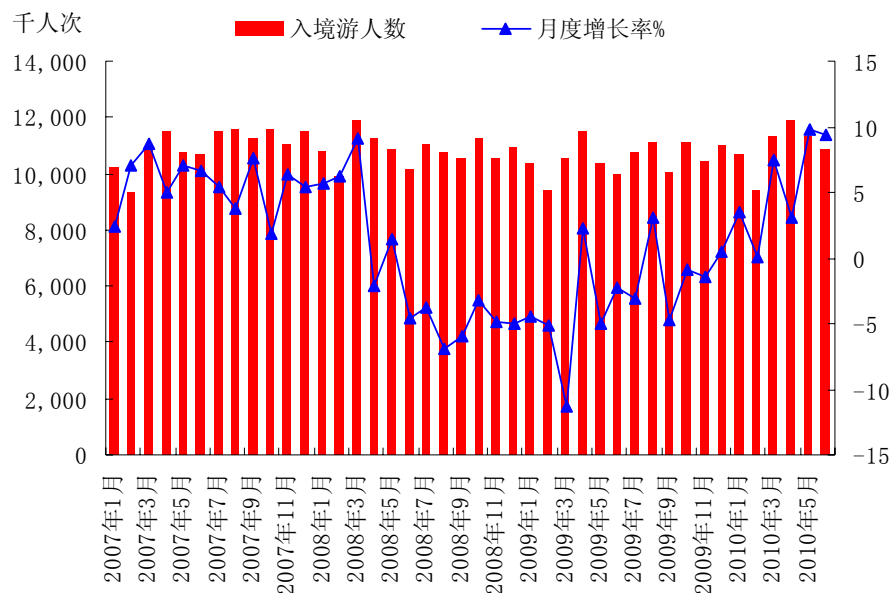
资料来源：2008 中国经济型酒店调查报告，东方证券研究所整理

首先，国内中小企业数量增加。中小企业数量的增加是中国商务游增长的最主要动力，为经济型酒店带来的巨大的住宿需求。按照 iResearch 的统计，中国中小企业的数量已从 2003 年的 2360 万家增长至 2007 年的 3450 万家，年均复合增长率达到 10%，另外据 iResearch 的估计 2010 年至 2012 年中小企业的数量增长速度将保持在 7.3%。由于中小企业的商务游客多预算不高，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必然选择。

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 2022.19 万人次增长至 2009 年的 4765.60 万人次，年复合增长率达到 15.36%，国内旅游收入也从 2003 年的 4882.96 亿元增长至 2009 年的 12893.9 亿元，年复合增长率达到 17.57%。

同时根据国家统计局的数据，每 100 户居民的汽车拥有量从 2000 年的 0.5，增长至 2007 年的 6.1，增长了 11 倍，家庭汽车保有量的提高，增加了游客的自助游需求。

最后，入境游快速复苏。2010 年 6 月全国入境游客数为 1088.30 万人次，较去年同期增长 9.41%，1 至 6 月累计 6551.99 万人次，增长 5.57%，触底回升态势明显，增速已恢复至金融危机前 2007 年的水平。同时，全球经济目前仍处于复苏阶段，大量涌入的国外游客在消费预算有限的情况下，也会更多接受在国外已广泛流行的经济型酒店。

图 4：入境游快速复苏


资料来源：国家旅游局，东方证券研究所整理

3、酒店业结构性失衡

根据 2009 年国务院发布的 2008 年末全国第二次经济普查的数据，截止 08 年底，国内共有住宿企业法人单位 5.83 万家，其中旅游饭店 1.8 万家，占 30.87%，其余高星级酒店（五星和四星）为 3000 家，占 5.15%，其余三星及以下一般社会旅馆 3.3 万家，占 63.96%。考虑全国近 4270 家经济型酒店（据盈蝶咨询 2010 年 2 季度统计），约占三星及以下一般社会旅馆总数 11.46%，仅占全国住宿单位的 7.33%。由于在规范、单体、服务、网络上的缺失，低星级酒店及一般社会旅馆整体服务水平较差，客户满意度低。新建的经济型酒店以 3-4 星级酒店客房的优势能较好的满足这部分需求。酒店行业结构性问题为行业创造的空间非常大。

表 2：经济型酒店在中国住宿业中的地位

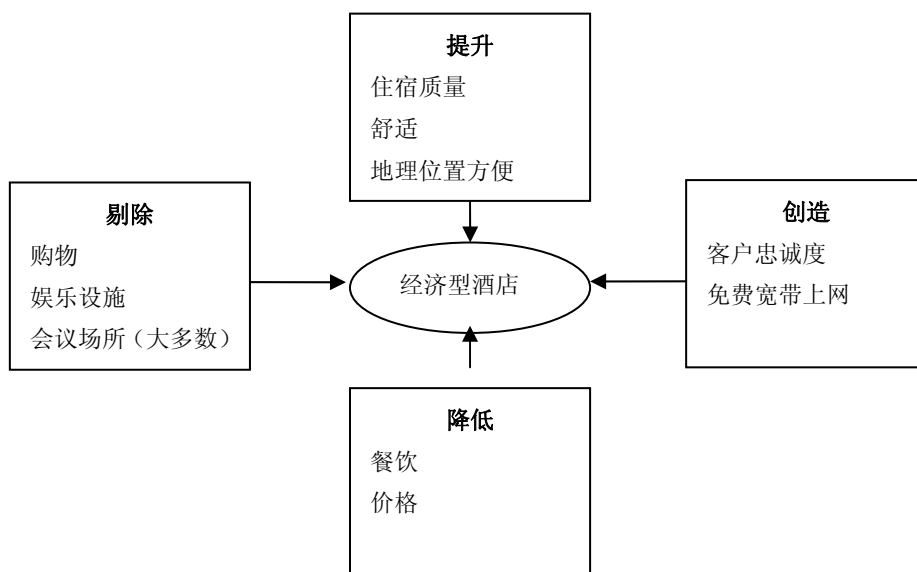
2010 年	饭店数	占比
高星级酒店	3000	5.15%
三星及以下一般社会旅馆	37270	63.96%
其中：经济型酒店	4270	7.33%
旅游饭店	18000	30.87%
合计	58270	100.00%

资料来源：国家旅游局，盈蝶咨询，东方证券研究所整理

三、经济型酒店行业独特的运营和盈利模式

经济型酒店的运营明显区别于传统的星级酒店和旅社，针对星级酒店过多的服务提供（食、宿、购、娱的全方位服务），旅馆的地理位置和卫生条件的层次不齐，经济型酒店打破常规，剔除不必要的购物和娱乐设施，降低餐饮的服务范围（仅提供早餐），注重提升店址地理位置的方便性和住宿质量的卫生和舒适，并且选择低于传统三四星级酒店的价格，重新定义了住宿业的内部结构，获得了蓬勃的发展。

图 5：经济型酒店重新定义住宿业的内部结构



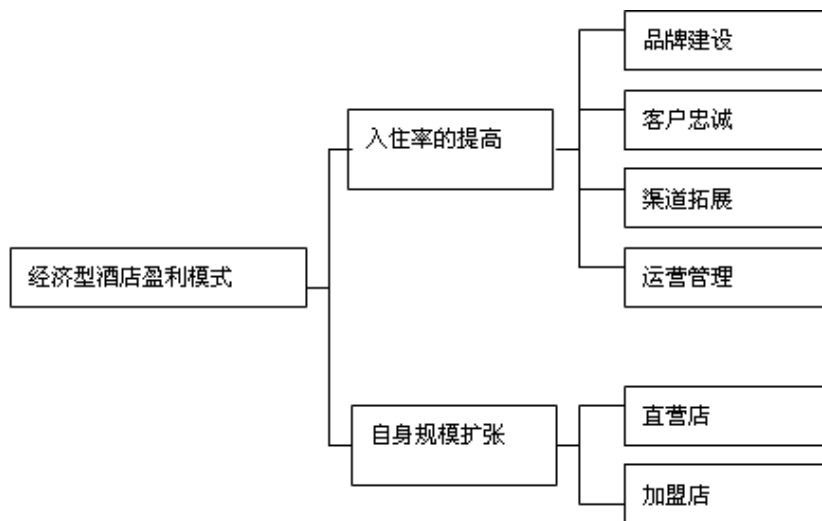
资料来源：旅游绿皮书，东方证券研究所整理

关于经济型酒店的盈利模式，以 7 天为代表的连锁酒店近期开始采用直销的方式，摆脱了第三方中介的分销传统，目前大部分经济型酒店仍没有完全放弃第三方中介，但通过第三方中介的占比被压缩在非常小的范围内。如锦江之星和如家，这一占比均不到 5%。经济型酒店的利润主要来自入住率的提高和自身规模的扩张。

入住率的提高主要依靠品牌的建设，客户的忠诚度，渠道的拓展和公司的运营管理。品牌的建设主要通过提高产品的质量，提供标准的服务和具有区别于其他同类品牌的特色。客户的忠诚度主要通过会员制管理，为会员客户提供独有的优惠、便捷和温馨的服务。渠道的拓展，主要通过自身中央预订系统的建设，电话，网络，短信等通讯方式的运用，和第三方中介的合作，也包括与银行和民航互享客户等方式。公司的运营管理，主要是通过管理系统的建设，对公司的物流、信息流和人员流进行高效，准确和实时的动态管理。

自身规模的扩张，主要通过直营店和加盟店的连锁经营模式，在统一的标准下，增加公司的店铺规模，特别是加盟店模式，在目前经济型酒店品牌逐渐形成，管理初具模式的背景下，其低资产成本优势，将加速店铺数量的增长，规模效应的形成，将提升公司的竞争优势，提高公司的盈利。

图 6：经济型酒店的盈利模式

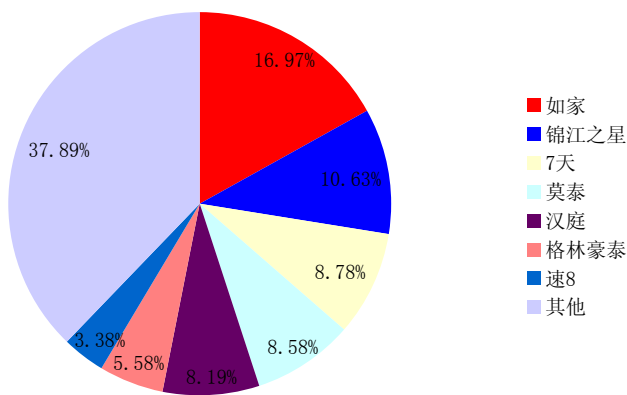


资料来源：东方证券研究所整理

四、经济型酒店行业进入高成长、高盈利期

经过近几年的快速发展，经济型酒店行业初具规模，目前处在品牌的形成阶段。截止 2010 年 2 季度，全国性品牌客房数超过一万家的 7 家品牌连锁经济型酒店分别是如家（78231 间）、锦江之星（48035 间）、莫泰 168（37004 间）、七天连锁（39561 间）、汉庭快捷（33718 间）、格林豪泰（23623 间）、速 8（15595 间）。虽然行业前七位的集中度从过去 35-40%，发展到目前的 60-63%，但是与全球经济型酒店巨头动辄二三千家店的规模相比，国内主要品牌仍处于起步阶段，仅如家一家具有一定的规模优势。

图 7：10 年 2 季度前 7 大经济型酒店市场占有率



资料来源：盈蝶咨询，东方证券研究所整理

根据已上市的四家经济型酒店（如家、锦江、7天和汉庭）财务报告披露的发展规划，2010年开始主要经济型酒店加快了开店速度，随着此轮主要品牌的快速扩张，预计未来3-5年拥有千家以上门店的全国性品牌将脱颖而出，品牌的外部性效应将开始体现。同时大型连锁经济型酒店的加速开店，也会对小品牌酒店的入住率构成冲击，分流客户，当小品牌酒店的入住率低于盈亏的临界点，通常为入住率60-70%，大量的小规模经济型酒店将无力支撑，给行业带来整顿洗牌的机会，市场份额将进一步向前几大巨头集中。

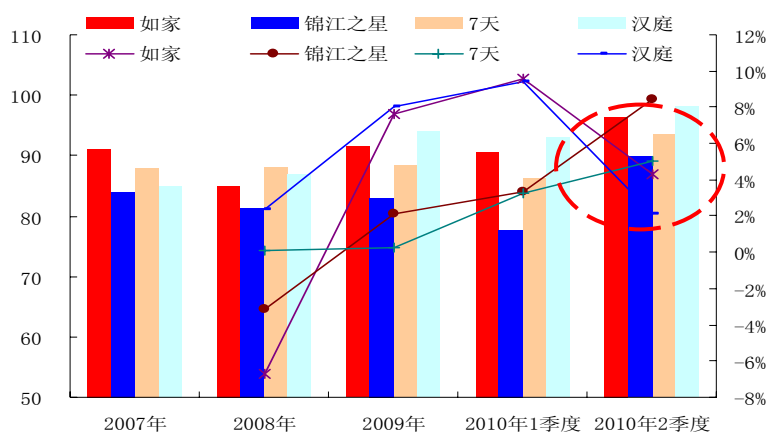
表 3：四大经济型连锁酒店未来扩张计划

如家	今年新开店 180—200 家，2011 年即可达到 1000 家的规模
锦江之星	今年将开店 100—120 家，公司计划在 3—5 年内将规模发展到 1000 家左右
7 天	未来扩张到 1800 家店
汉庭	今年新开店将达到 180—200 家

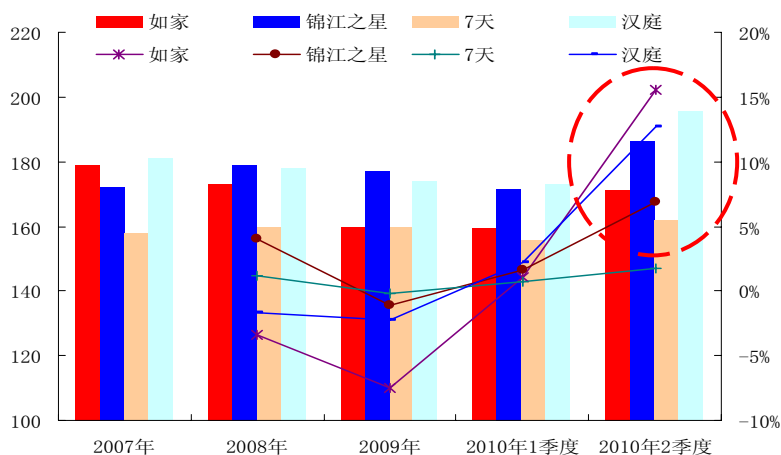
资料来源：东方证券研究所整理

从四家已上市的经济型酒店一、二季度的运营情况看，如家今年一季度平均房价为 159 元，二季度为 171 元，分别较去年同期增长 1.1% 和 15.54%；入住率方面，一季度为 91%，二季度为 96.4%，分别较去年同期增长 9.56% 和 4.33%；锦江之星方面，一季度平均房价为 172 元，二季度为 186.4 元，分别较去年同期增长 1.6% 和 6.88%；入住率一季度为 78%，二季度为 89.8%，分别较去年同期增长 3.32% 和 8.45%；7 天今年一季度平均房价为 155 元，二季度为 162.2 元，分别较去年同期增长 0.7% 和 1.69%；一季度入住率为 86%，二季度为 93.4%，分别较去年同期增长 3.23% 和 8.45%；汉庭今年一季度平均房价为 173 元，二季度为 196 元，分别较去年同期增长 2.19% 和 12.64%；入住率方面，一季度为 93%，二季度为 98%，分别较去年同期增长 9.41% 和 2.08%；四家公司的入住率和平均房价都出现了有别于以往的双双上升，并且他们的盈利也普遍出现加速增长的趋势，这预示着经济型酒店行业正在步入高成长、高盈利阶段。

值得一提的是，从已获得的信息看，地区性品牌，今年基本没有增长，入住率在 60-70%，由于无扩张，缺乏规模效应，因此单店处于盈亏平衡水平。这也进一步证明了前面谈到的大型连锁经济型酒店的品牌外溢效应，他们有望充分享受行业高成长带来的高盈利。

图 8：今年四家上市经济型酒店入住率同比增长并于二季度创出新高 单位：%


资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

图 9：今年四家上市经济型酒店平均房价同比增长并于二季度创出新高 单位：元


资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

就行业进入高成长高盈利阶段的判断，我们主要是基于：

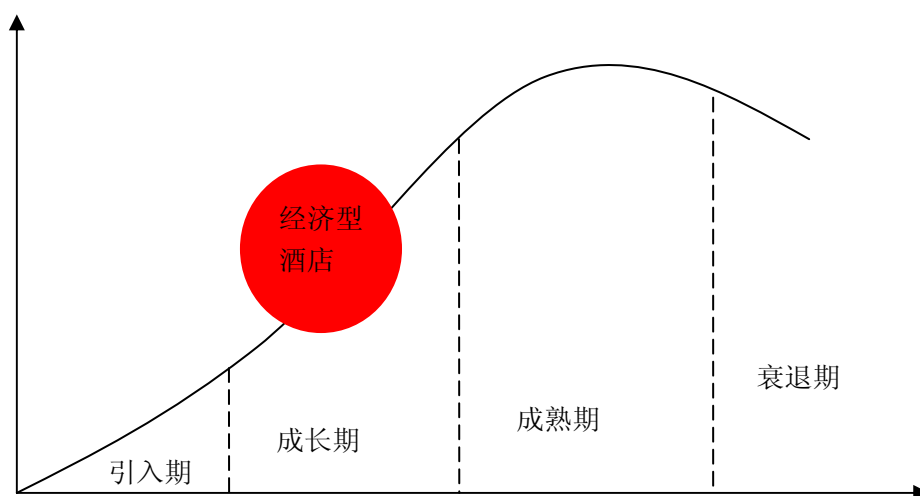
1、上海世博会不是导致行业景气的唯一因素。汉庭和锦江由于相当部分的酒店分布在上海（汉庭上海酒店数占比 25%，锦江上海酒店数占比 20%），因此明显受益于世博带来的高入住率和高房价的效应；但反观如家和七天，前者上海的酒店数占所有酒店数的 10.06%，后者更少，仅占比 4.15%，其受益于世博会的效应是非常有限的。但我们看到，今年二季度以来，这四大品牌房价和入住率的上升是全局性的。通过扣除上海地区的影响，我们发现整体 REVPAR（房价*入住率）上升幅度仍在 10%以上。我们认为，世博不是导致行业景气的唯一因素，经济型酒店的高入住率和高房价不会在世博过后出现大幅的回落。

2、行业自身进入成长期才是核心。根据行业生命周期的四个阶段：引入期、成长期、成熟期和衰退期中成长期的特点：顾客对产品的认知能力迅速提高，购买踊跃，销量大增，产品形成差异化趋势以满足顾客有差异的需求，生产能力呈现不足，市场竞争逐渐形成。企业应付风险的能力增强，利润呈加速增长。结合目前经济型酒店的情况，如家、锦江、7天、汉庭等前7大品牌基本为市场所熟知；国内游和入境游的持续稳定增长带动经济型酒店的需求不断增加；虽然产品还未形成明显的差异化，但行业内主要酒店均已开始通过不同的预订方式和会员优惠等手段以展现各自的不同和优势；直营酒店和加盟酒店的建设快速推进，企业规模不断扩大；企业利润呈加速增长。两者是十分相符的，因此可以推断经济型酒店行业目前已进入成长期。

我们的观点：

我们认为，当前出现的行业需求大幅增长和新增需求向全国性品牌集中的趋势有望在未来3-5年得以延续和强化。今年上半年主要品牌出现的单店盈利上升，入住率创近年新高已经表明了以如家和锦江之星为代表的经济型酒店的全国性品牌效应，随着自有渠道输出能力的增强，这种品牌效应将在未来几年持续增强，而全国性网络的建设也助长了这一品牌的影响力。我们预计今年是这些品牌房价上涨和入住率高企的第一年，未来几年随着新店开业速度的加快，这些品牌有望迎来规模和效益双双快速增长的黄金发展期，预计年净利润的增速在30%以上。

图 10：经济型酒店行业进入行业的成长期



资料来源：东方证券研究所整理

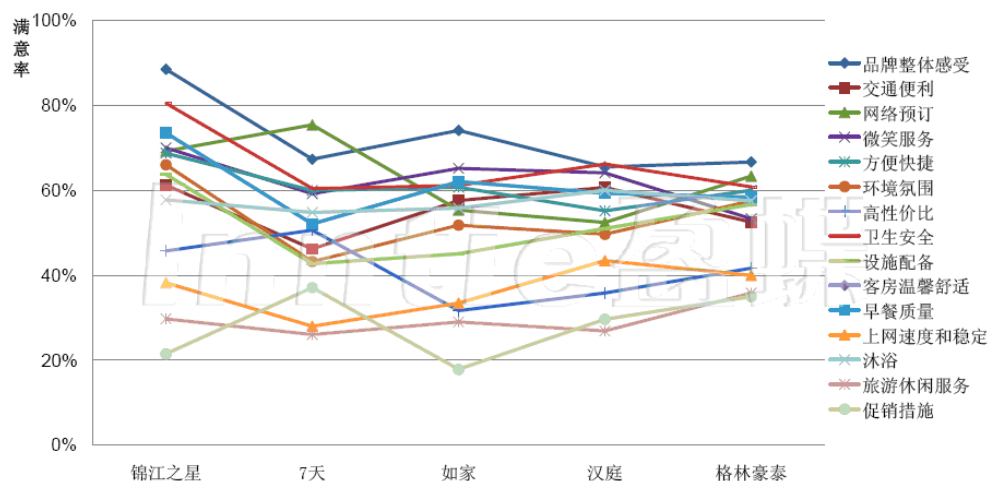
五、行业内主要公司具备高成长、高盈利核心动能

通过对四家上市的品牌连锁经济型酒店，如家、锦江、7天和汉庭的分析，我们认为这四家公司已经建立起了能够支持高成长、高盈利的盈利模式。按上文阐述的经济型酒店的盈利模式核心：规模、品牌、会员、渠道和管理，具体如下：

规模方面，四家公司已通过直营和加盟两种方式建立起明显区别于一般的较高规模的酒店数量，特别是近年随着各公司不断拓展有着轻资产优势的加盟方式，这一规模还在继续扩张。从截止二季度数据看，如家拥有运营酒店 674 家，其中直营店 390 家，加盟店 284 家；锦江之星拥有运营酒店 369 家，其中直营店 131 家，加盟店 238 家；7 天拥有运营酒店 399 家，其中直营店 258 家，加盟店 142 家；汉庭拥有运营酒店 324 家，其中直营店 187 家，加盟店 137 家。

品牌方面，四家公司的品牌均已在消费者中建立起了较好的知名度和美誉度，根据盈蝶咨询网 2009 年底对经济型酒店品牌调研口碑综合分析，如家、锦江之星、7 天和汉庭的品牌整体感受处在 70% 以上的较高水平，各细分方面（如交通便捷、卫生安全、微笑服务等）也大多集中在 50% 以上。

图 11：四家上市公司的品牌已建立起较好的知名度和美誉度



资料来源：盈蝶咨询，东方证券研究所整理

会员方面，四家公司都已建立起相当规模的会员人数，并且数量仍在继续壮大。同时会员对公司的实质性贡献也已显现，四家公司来自会员的预定量都超过了 50%，另外我们看到为了吸引新客户注册、更好的服务老客户，各公司皆通过和第三方合作（比如银行、航空公司和其他商户），推出了除住宿之外的其他增值服务。

表 4：四家上市公司的会员制度渐趋成熟

	如家	锦江之星	7 天	汉庭
会员人数	302 万	99.2 万	1300 万	200 万
会员制实施情况	超过 50% 的预定来自会员	N.A.	86% 的订房来自会员	61% 的订房来自会员

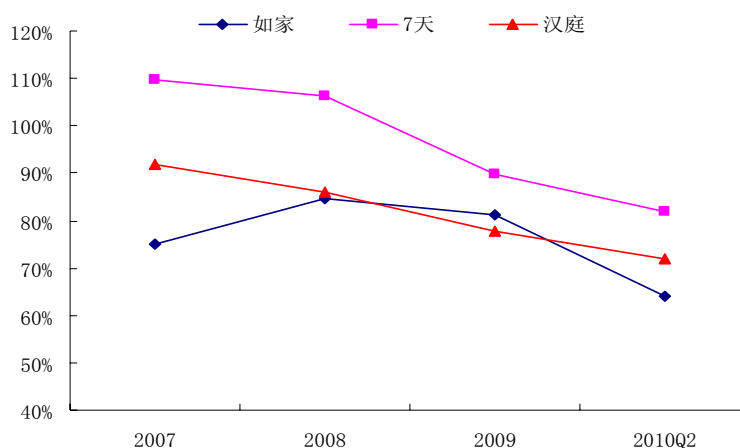
其他措施	会员卡可在部分商户消费享受折扣	和交行推出联名信用卡	和招行推出联名信用卡；和南航合作住宿积点和里程互换；和第三方合作，在预定系统网站上推出租车，机票销售和旅游保险等业务。	和中国国航，东航合作，住宿积点换里程，里程换免费住宿；会员卡预付款可打九五折
------	-----------------	------------	---	--

资料来源：东方证券研究所整理

渠道方面，四家公司都对各自的中央预订系统进行大规模的投入与改进，不断扩大自有渠道，自有渠道的扩大，使得公司的品牌影响力和自主定价力不断提高，盈利能力增加。以锦江和如家为例，锦江中央预订系统的网络预订量从先前的4%增长至目前的8%，自有渠道预定量增长至20%以上；如家的自有渠道则稳步提高至30%左右。另外七天凭借其独特的会员直销模式，自有渠道的占比也大幅提高，其会员订房量在60-70%。

管理方面，凭借已建立起的强大的信息系统，四家公司对旗下的直营店和加盟店进行统一的标准化管理，同时随着新酒店的不断建立，公司的规模效应开始显现，营业成本占销售收入的比重快速下降。

图 12：营业成本占直营店收入的比重快速下降



资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

另外，如家、锦江和汉庭都相继推出了细分品牌，锦江和汉庭分别向高端和低端拓展，如家则独向高端拓展，品牌的细分的背后是经济型酒店开始通过已建立起的一定规模效益，增加产品，向上争夺三四星酒店的市场份额，向下争夺中小旅行社的市场份额，根据上文谈到的目前酒店业的结构性问题 and 经济型酒店独特的运营模式，可以预见在产品细分方面，经济型酒店面临巨大的空间。

表 5：细分品牌

	如家	锦江之星	7天	汉庭
--	----	------	----	----

酒店品牌细分	高端品牌：和颐；中端品牌：如家；	高端品牌：达华宾馆改建（规划中）；中端品牌：锦江之星；低端品牌：百时快捷	中端品牌：7天	高端品牌：汉庭四季；中端品牌：汉庭快捷；低端品牌：汉庭客栈
--------	------------------	--------------------------------------	---------	-------------------------------

资料来源：东方证券研究所整理

六、行业内主要公司盈利预估

基于经济型酒店行业进入高成长，高盈利阶段，特别是行业内主要公司有望受益品牌的外部性效应和已建立起的有竞争力的核心盈利模式，面临极大的发展机遇，高房价和高入住率在世博后有望继续保持的论断，我们认为未来三年如家、锦江之星、七天和汉庭的年均增长率有望在 30%以上，2010 年净利润增幅预计在 50-100%。

我们维持对锦江股份的增持评级，目标价 26.6 元。除了行业及龙头公司未来良好的成长性之外，公司较低的估值也是我们看好公司的原因之一。根据目前股价，锦江股份总市值近 150 亿，给予 20 倍 PE 予肯德基则 28 亿，近 20 亿的长江证券和现金，剩余近 100 亿市值。这部分市值包括锦江之星、吉野家、新亚大包等连锁餐饮业务，另外锦江之星有 29 家自有物业（预计 20-30 亿）。即使不考虑其他连锁餐饮业务，这 70 亿市值与目前 130 亿的如家和 50 多亿的七天，100 亿的汉庭相比，也存在明显低估。

表 6：四家上市经济型酒店盈利预测

公司	股价（美元）	ADR 份数（百万）	市值（百万美元）	每份收益 09	每份收益 10	每份收益 11	PE09	PE10	PE11
东方证券预测									
锦江	25.41	603.24	15328.33	0.47	0.61	0.68	54.06	41.66	37.37
彭博预测									
如家	46.3	40.45	12,735.28	4.69	9.39	10.86	61.10	33.53	28.99
7 天	15.96	49.69	5,392.76	-2.01	1.08	1.57	-49.26	100.49	69.17
汉庭	23.8	60.25	9,750.86	0.69	3.63	4.04	205.68	44.58	40.08
锦江	25.41	603.24	15328.33	0.47	0.55	0.61	54.36	46.20	41.66

注：股价数据为 2010 年 9 月 3 日；如家、7 天、汉庭的股价为 ADR 价格，每份收益为每份 ADR 收益，单位是美元；锦江是普通股、每股收益为人民币

资料来源：彭博；东方证券研究所预测

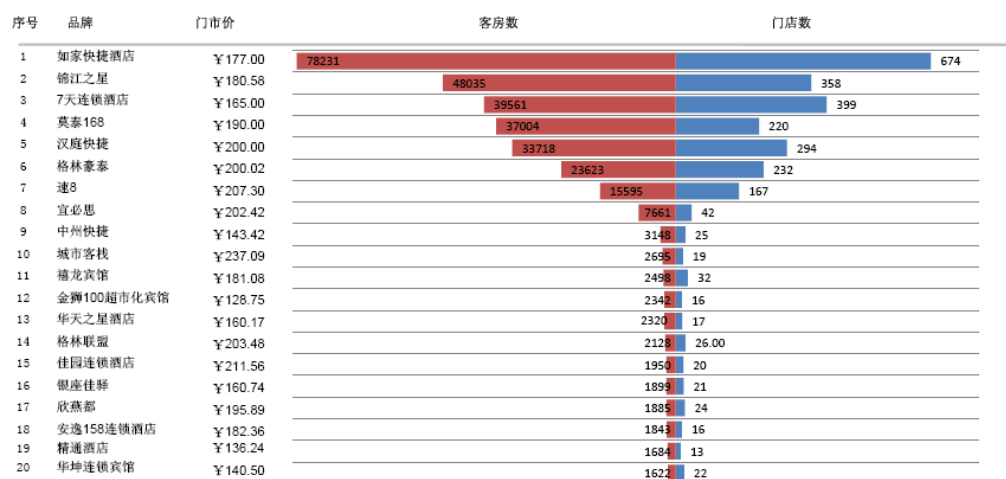
五、风险因素分析

- 1、管理无法跟上店铺的扩张，经济型酒店业绩下滑。
- 2、经济出现二次探底，客源减少影响经济型酒店的入住率和平均房价。

附录

1、2010 年 2 季度全国经济型连锁酒店排行榜

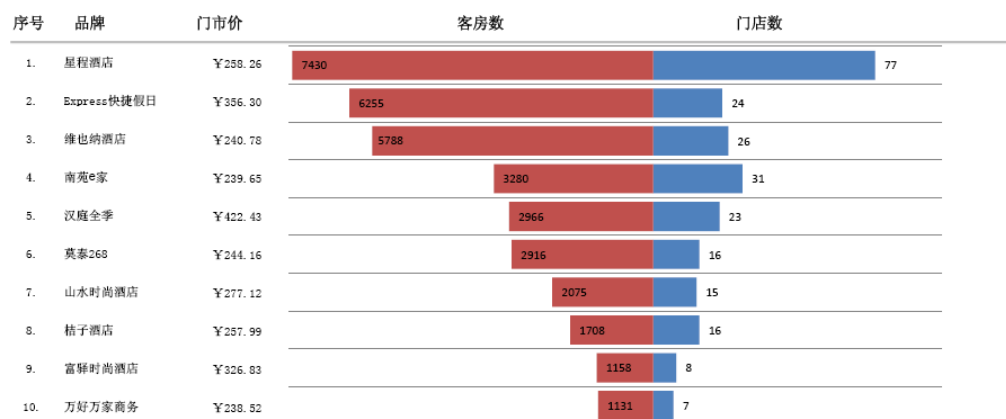
图 13：2010 年 2 季度全国经济型连锁酒店排行榜



资料来源：盈蝶咨询，东方证券研究所整理

2、2010 年 2 季度全国中档商务连锁酒店排行榜

图 14：2010 年 2 季度全国中档商务连锁酒店排行榜



资料来源：盈蝶咨询，东方证券研究所整理

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，未给予投资评级等相关信息。

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