

经济型酒店并购整合下的模式探讨

研究结论

- **中国经济型酒店行业进入并购整合期。**中国经济型酒店行业近年规模迅速扩大,大型经济型酒店更是基于较为雄厚的实力,近年良好的业绩发展,纷纷规划加快规模扩张,而中国低星级及一般社会旅馆占比 63.96%,经济型酒店仅占其中的 11.46% 的结构性失衡,同时中小经济型酒店受制于资金、规模、品牌、管理等不足,发展遭遇瓶颈的现状,为大型经济型酒店的扩张提供了广阔的市场,这时候并购整合成了理想的选择。
- **国际经验:基于多品牌特许运营的成功并购整合。**温德姆酒店集团是全球第二大酒店集团,虽然规模大,但其 2003 至 2008 年住宿收入年均复合增长率却达到 15.71%,高于美国行业平均。它快速发展的背后,是旗下中档,特别是经济型酒店业务的迅速壮大,而所采用的方式正是通过一系列的并购整合,和随后对所收购品牌进行多品牌特许运营。
- **品牌特许的核心是增加特许加盟的酒店数量。**特许商必须注重品牌声誉的建设维护,同时通过强大的后台支持系统为加盟商创造价值。其中,品牌声誉方面除了品牌营销外,还可以通过品牌细分,和加强品质监控来突出品牌的特色定位,维护品牌的形象。后台支持系统方面,除了运营培训和店员培训外,强大的中央预订系统和合理有效的会员制,也越来越为加盟商所重视。
- **基于中国经济型酒店行业的现状和国外的成功经验,我们认为:**首先,较低的转换成本决定了中短期中小经济型酒店将成为大型经济型酒店最主要的整合目标。其次,中国经济型酒店行业整体处在成长期,新设酒店仍然是主要的扩张手段,而国内对于中小经济型酒店的并购整合仅处在摸索阶段,因此速度会慢于美国等成熟市场。最后,拥有资本市场融资平台的四家上市经济型酒店连锁(如家、锦江、七天和汉庭)有望基于资金、品牌、管理和渠道在未来的并购整合期内占得先机,特别是已开始着手探索并购之路的锦江之星和如家。
- **我们对于锦江收购金广快捷是持正面态度的。**对于金广快捷的收购不但是一次投资,更是锦江对经济型酒店行业未来发展模式的一种探索和尝试,从国外成熟经验看,多品牌运营是很重要的一种模式,通过比较我们发现基于中国的锦江股份和基于全球的温德姆酒店集团在很多核心点上十分相似,因此温德姆酒店集团的成功模式或许可以为投资者考量锦江股份未来的发展之路提供些许参考。
- **投资建议:**即使不考虑并购整合在未来对于公司业绩的重要影响,单以目前市场对锦江股份的预期,其总市值近 150 亿,给予 20 倍 PE 予肯德基则 28 亿,近 15 亿的长江证券,锦江之星有 29 家自有物业(预计 20-30 亿),预计当前锦江之星市值近 80 亿,与 140 亿市值的如家和近 70 亿的七天,100 亿的汉庭相比,存在明显低估。

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。并阅读本报告最后一页的免责声明。



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 11 月 05 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-3.78	12.99	26.54
相对表现 (%)	-20.08	-8.49	25.60

资料来源: WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	09EPS	10EPS(E)	11EPS(E)	股价	评级
锦江股份	0.47	0.61	0.68	25.09	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

《旅游行业四季度投资策略——超配旅游板块》 2010 年 10 月 11 日
《经济型酒店行业进入高成长高盈利时期》 2010 年 9 月 10 日

目 录

一、中国经济型酒店行业进入并购整合期	4
1.1 中国经济型酒店行业快速发展	4
1.2 国内酒店业的结构性失衡	4
1.3 中小经济型酒店面临发展瓶颈	5
1.4 行业整合成为趋势	7
二、国际经验：温德姆酒店集团	9
2.1 全球第二大酒店集团	9
2.2 发展之路	11
2.3 成功模式：品牌特许	12
2.4 品牌特许的优势	14
2.5 温德姆酒店集团品牌特许的核心竞争力	15
2.6 给予我们的启示	18
三、中国经济型酒店连锁对于并购的探索	18
3.1 两条不同的并购之路	18
3.2 我们的观点	20
四、估值比较	21

图表目录

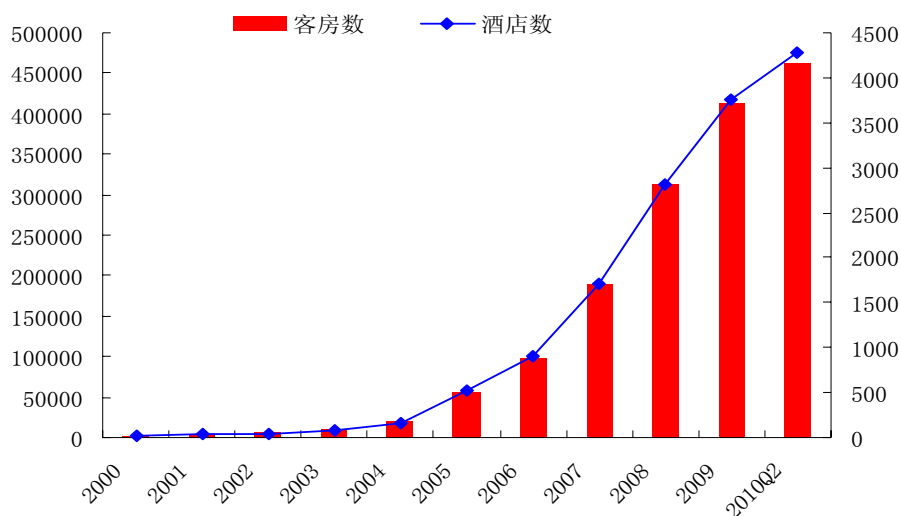
图 1：经济型酒店数和客房数呈现快速增长.....	4
图 2：大型经济型酒店已建立起较好的知名度和美誉度.....	6
图 3：2009 年中小经济型酒店较大型经济型酒店的 ALEXA 排名有明显的落差.....	7
图 4：今年四家上市经济型酒店入住率同比增长并于二季度创出新高 单位：%.....	8
图 5：今年四家上市经济型酒店平均房价同比增长并于二季度创出新高 单位：元.....	8
图 6：温德姆酒店集团收入稳步增长.....	10
图 7：温德姆酒店集团的收入在大部分年份优于美国行业平均.....	11
图 8：温德姆酒店集团发展路径.....	12
图 9：温德姆酒店集团旗下中档和经济型酒店品牌入住率保持平稳.....	13
图 10：温德姆酒店集团旗下中档和经济型酒店品牌平均房价稳步抬升.....	13
图 11：品牌特许的五大优势.....	15
图 12：高中低三个层次的经济型酒店品牌.....	16
图 13：品质保证对特许收入的影响.....	17
图 14：温德姆酒店奖赏计划.....	17
图 15：温德姆酒店奖赏计划活跃会员人数.....	18
图 16：当年的七斗星商旅酒店品牌如今已不复存在.....	19
图 17：山西金广快捷酒店.....	19
表 1：经济型酒店在中国住宿业中的地位.....	4
表 2：经济型酒店在中国住宿业中的地位.....	5
表 3：四大经济型连锁酒店未来扩张计划.....	7
表 4：有可能成为收购标的的经济型酒店中小品牌.....	8
表 5：2010 年 5 月全球饭店排名.....	9
表 6：温德姆酒店集团旗下主要经济型酒店品牌概况.....	12
表 7：酒店行业的三种运营模式.....	14
表 8：锦江股份和温德姆酒店集团的比较.....	20
表 9：四家上市经济型酒店公司盈利预测.....	21

一、中国经济型酒店行业进入并购整合期

1.1 中国经济型酒店行业快速发展

中国经济型酒店行业自 2003 年起进入高速发展期，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%。虽然增长速度惊人，但相比欧美的成熟市场，中国的经济型酒店依然拥有很大的发展空间，据统计美国每千人拥有 2.04 个经济型酒店客房，而中国目前这一数字仅有 0.52。同时随着国内中小企业数量的增加，国内游市场的繁荣，和入境游市场的快速复苏，经济型酒店的两大主要客源商务游客和个人游客有望在未来继续快速增长。

图 1：经济型酒店数和客房数呈现快速增长



资料来源：盈蝶咨询，东方证券研究所整理

1.2 国内酒店业的结构性失衡

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%，高星级酒店（五星和四星）为 3000 家，占 5.15%，其余为三星及以下一般社会旅馆，共 3.3 万家，占 63.96%。

根据盈蝶咨询 2010 年 2 季度统计，目前全国有近 4270 家经济型酒店，约占三星及以下一般社会旅馆总数 11.46%，占全国住宿单位的 7.33%，由于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，且在规范、单体、服务、网络上的缺失，使得以 3-4 星级酒店客房标准，统一化管理，价格又大众化的经济型酒店优势突出，相较于低星级和一般社会旅馆的替代性逐渐显著。

表 1：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

1.3 中小经济型酒店面临发展瓶颈

虽然经济型酒店行业在中国近些年发展势头迅猛，但行业内已出现明显的差异化，以如家、锦江为首的大型经济型酒店规模不断扩张，收入和利润快速增长，而排名靠后的经济型酒店连锁则明显遇到了发展的瓶颈，业绩停滞不前。根据有统计资料的两家归属中小型的经济型酒店连锁今年的经营情况，其中，湖南华天之星截止三季度完成营业收入 8859.53 万元，实现利润 97.78 万元，刚刚扭亏为盈；山西金广快捷截止 2010 年 6 月 30 日，实现营业收入 3690.22 万元，净利润为-333.04 万元。

中小经济型酒店连锁的瓶颈主要是来自以下四个方面：

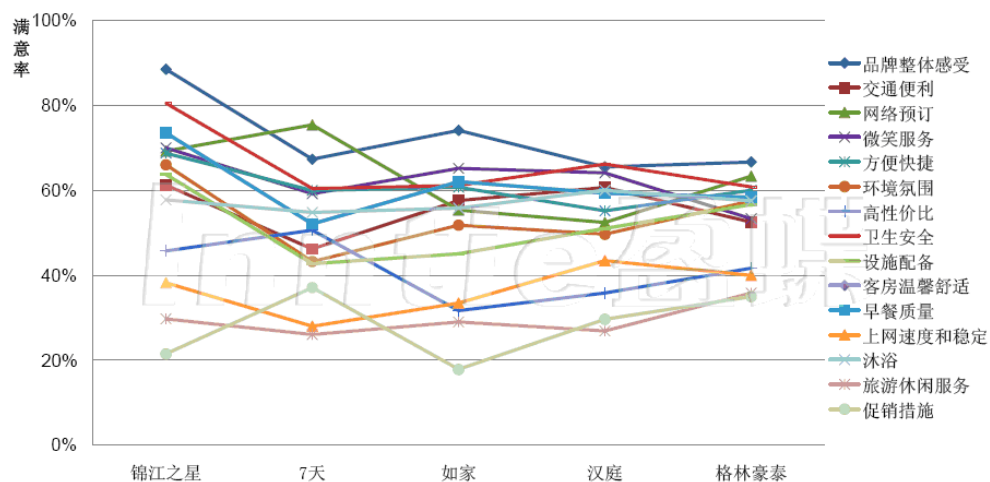
1) 缺乏扩张所需的资金。不同于大型经济型酒店连锁品牌借助国内外资本市场融资迅速扩大经营规模，中小经济型酒店品牌的发展往往缺乏后续的资金支持，造成规模偏小，运营成本居高不下。

表 2：经济型酒店在中国住宿业中的地位

	上市时间	募集资金
如家	2006 年 10 月 26 日	1.09 亿美元
七天	2009 年 11 月 25 日	1.28 亿美元
汉庭	2010 年 3 月 26 日	1.1 亿美元

资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

2) 缺乏品牌知名度。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、锦江之星等大型经济型酒店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。而中小经济型酒店连锁由于往往偏于一隅，且多以二三线城市为主，因此品牌知名度远较大型经济型酒店低，同时由于运营成本较高，在其他细分方面也或多或少低于大型经济型酒店。

图 2：大型经济型酒店已建立起较好的知名度和美誉度


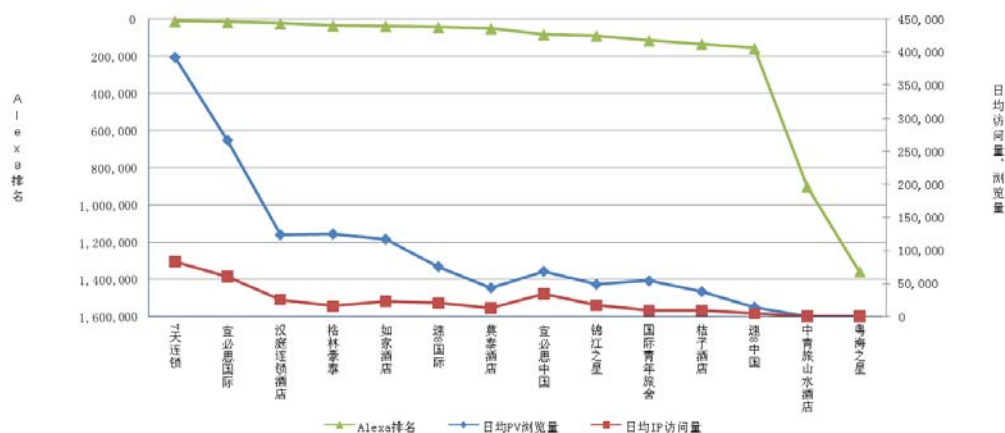
注：2009 年 10 月 1 日盈蝶资讯统计

资料来源：盈蝶咨询，东方证券研究所整理

3) 总部管理不足。相比于大型经济型酒店较为完善的总部管理，包括店员培训，品牌营销，质量控制等，为旗下直营和加盟的酒店提供充足的后台支持，中小经济型酒店在这些方面通常缺乏完整的总部管理体系，最直接的体现就是旗下酒店品质层次不齐。

4) 渠道羸弱。大型经济型酒店近年均对各自的中央预订系统进行了大规模的投入与改进，不断加大自有渠道的拓展。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 7-8%，自有渠道预定量增长至近 20%；如家的自有渠道也稳步提高至近 20%。而中小经济型酒店在这方面与大型经济型酒店的差距是明显的，以盈蝶咨询调查的 2009 年经济型酒店网站 ALEXA 排名为例，处于中小经济型酒店连锁的中青旅山水酒店和粤海之星酒店的排名较如家、锦江等大型经济型酒店有着极其明显的落差。另外大型经济型酒店连锁广泛实施的会员积分制，在中小经济型酒店也由于酒店数量少和分布过于集中等问题难以施行。

图 3：2009 年中小经济型酒店较大型经济型酒店的 ALEXA 排名有明显的落差



注：ALEXA 排名主要是依据用户链接数和页面浏览数三个月累积的几何平均值。

资料来源：盈蝶咨询，东方证券研究所整理

1.4 行业整合成为趋势

对比低星级酒店、旅馆的经营劣势，和中小经济型酒店连锁的发展瓶颈，大型品牌经济型酒店连锁近年却表现出有实力，有意愿，和有业绩三大特征。

其中，有实力，主要是大型经济型连锁酒店在规模、品牌、会员、渠道和管理五大方面都已建立起自身的核心竞争力。规模方面，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。品牌方面，已在消费者中建立起了较好的知名度和美誉度。会员方面，已建立起相当规模的会员人数，并且数量仍在继续壮大。渠道方面，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。管理方面，均拥有较为完善的中央管理系统。

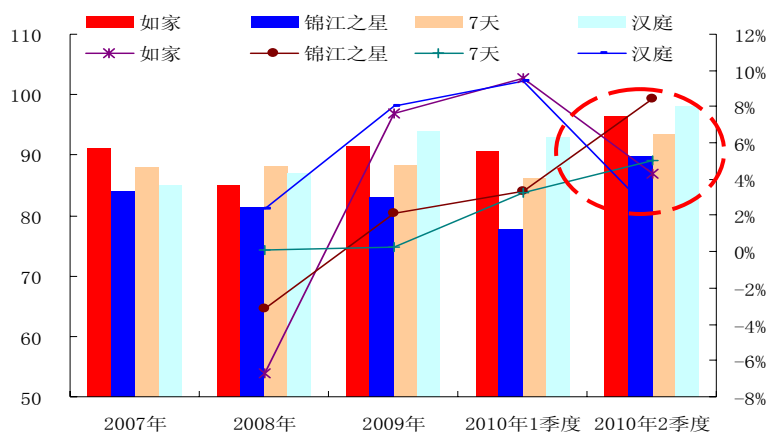
有意愿，如家、锦江和 7 天等大型经济型酒店连锁均在财务报告中披露了未来的发展规划，其中如家计划 2011 年即可达到 1000 家的规模，锦江计划在 3-5 年内将规模发展到 1000 家左右，7 天则规划未来扩张到 1800 家店。规模的扩大无非有两种途径，一种是开设新店，一种是通过收购兼并。

表 3：四大经济型连锁酒店未来扩张计划

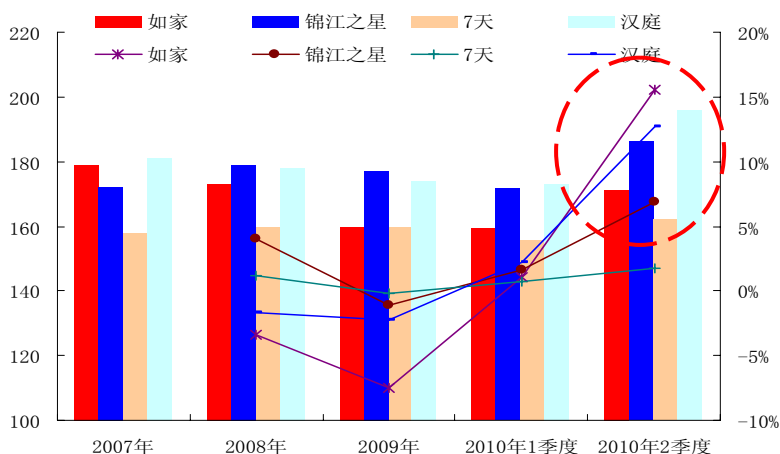
如家	今年新开店 180—200 家，2011 年即可达到 1000 家的规模
锦江之星	今年将开店 100—120 家，公司计划在 3—5 年内将规模发展到 1000 家左右
7 天	未来扩张到 1800 家店
汉庭	今年新开店将达到 180—200 家

资料来源：东方证券研究所整理

有业绩，从如家、锦江等四家已上市的大型经济型酒店连锁一二季度的运营情况看，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。

图 4：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：公司财报，东方证券研究所整理

图 5：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：公司财报，东方证券研究所整理

这样直接导致的结果就是，我们认为中国的经济型酒店行业正步入并购整合期，并购整合将主要体现在经济型酒店品牌间的整合（目前超过 300 个品牌，据专业人士预计未来将在 10 个左右），和经济型酒店对低星级酒店和社会旅馆的整合上。

表 4：有可能成为收购标的的经济型酒店中小品牌

品牌	客房数	门店数
佳园连锁酒店	1950	20
欣燕都	1885	24
华坤连锁宾馆	1622	22
雅悦酒店	1608	13

银座佳驿	1573	17
安逸 158 连锁酒店	1546	13
锐思特汽车连锁	1447	19
为波宾馆	1352	18
凯宾酒店	1320	8
格林联盟	1319	16
金广连锁酒店	1303	10
假日之星酒店	1299	12
金一村	1286	12
望园连锁宾馆	1271	12
城市之家	1250	10
瑞心快捷	1228	8
名典商旅酒店	1206	15
e 家快捷酒店	1167	12
飘 HOME 连锁酒店	1166	9
中安之家	1158	10
雅特酒店	1151	8
万事达酒店	1079	7
万好万家快捷	1077	12
好如家连锁酒店	1076	11
方圆快捷酒店	1068	10
星月时尚酒店	1032	16
蓝色快舟	1029	19
凯旋龙酒店	1019	13

注：此处数据取自盈蝶咨询对 2009 年全国快捷连锁酒店排行榜的统计，取客房数低于 2000 间的酒店品牌

资料来源：东方证券研究所整理

二、国际经验：温德姆酒店集团

2.1 全球第二大酒店集团

纵观发达国家目前已成熟的经济型酒店行业，在其发展途径中，始终贯穿着行业的并购整合，其中最为成功的就是目前高居全球酒店排名第二的温德姆酒店集团（前身圣达特酒店管理集团）。

表 5：2010 年 5 月全球饭店排名

饭店集团				饭店数		客房数		客房变动	
2010	2009	集团名	总部	2010	2009	2010	2009	客房变动	变动比例
1	1	IHG (InterContinental Hotels Group) 洲际酒店集团	英国	4432	4186	643787	619851	23939	3.90%
2	2	Wyndham Hotel Group 温德姆酒店集团	美国	7112	7043	597674	592880	4794	0.80%

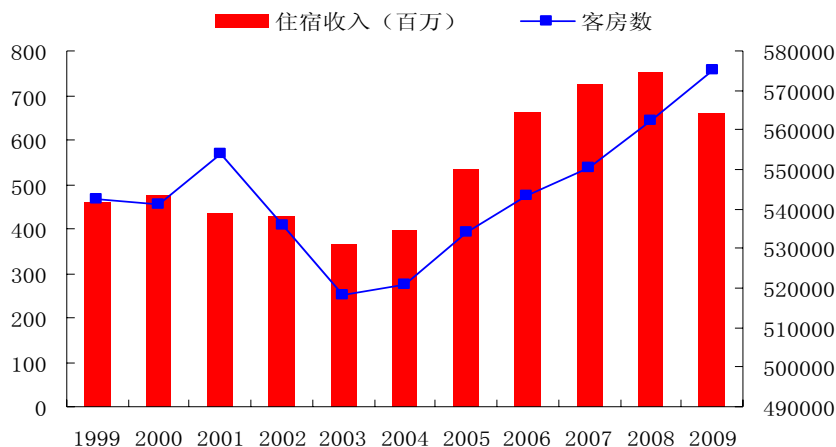
3	4	Hilton Hotels Corp. 希尔顿酒店集团	美国	3526	3259	587813	544361	43452	8.00%
4	3	Marriott International 万豪国际集团	美国	3329	3088	580876	545705	35171	6.40%
5	5	Accor 雅高集团	美国	4111	3984	492675	479096	13606	2.80%

资料来源：MKG 酒店数据库；东方证券研究所预测

温德姆酒店集团以中档和经济型酒店业务为主（据 2007 年的统计其经济型酒店的市场份额已占到了全美的 19.4%），旗下拥有速 8 和戴斯等知名经济型酒店品牌，它的从无到有，从小到大快速发展的背后，是其旗下中档，特别是经济型酒店业务的迅速壮大，而所采用的方式正是一系列成功的并购整合。

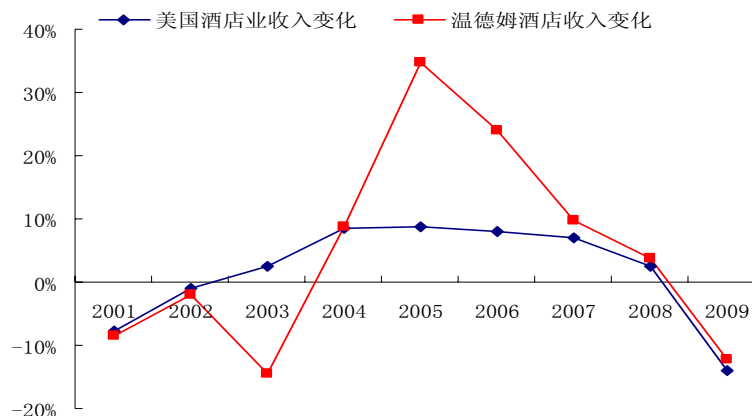
根据公司财报，自 1999 年以来，除了 2001 年的恐怖事件和 2008 年的金融危机对公司的酒店收入和酒店客房数造成一定负面影响外，其余各年均实现稳步增长，以 2003 年至 2008 年计，客房数从 2003 年的 518435 间增长至 2008 年的 562351 间，复合年均增长率为 1.64%，住宿收入从 2003 年的 3.63 亿增长至 2008 年的 7.53 亿，复合年增长率为 15.71%。另外，和美国整体酒店业 2003 至 2008 年的收入变化相比，温德姆集团也都优于行业平均，显示了其出众的酒店运营能力。

图 6：温德姆酒店集团收入稳步增长



注：除 2001 年 911 恐怖事件及 2008 年金融危机对公司收入造成不利影响外，其他年份均稳定增长

资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

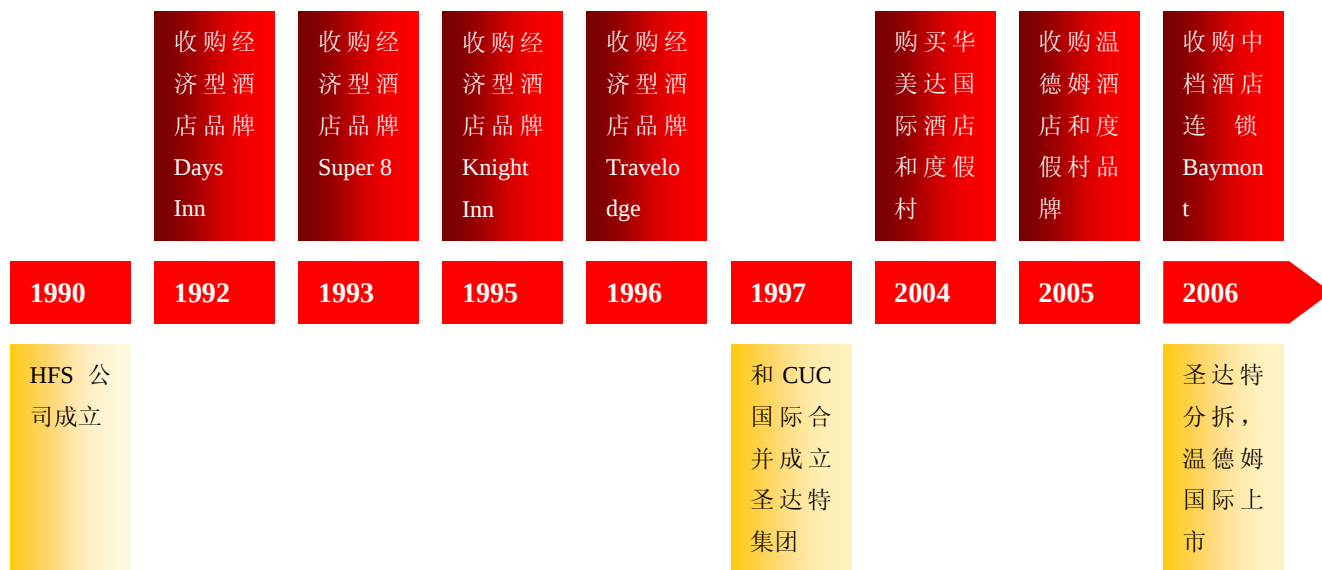
图 7：温德姆酒店集团的收入在大部分年份优于美国行业平均


资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

2.2 发展之路

1990 年，通过收购美国中档和经济型酒店品牌 Howard Johnson（豪生）的特许系统，和全球中档酒店品牌 Ramada（华美达）在美国的特许系统，HFS 公司成立（温德姆酒店前身圣达特酒店管理集团的前身）。1992 年 HFS 公司收购中档经济型酒店品牌 Days Inn（戴斯），1993 年收购经济型酒店品牌速 8，1995 年收购低端经济型酒店品牌 Knight Inn，1996 年收购经济型酒店品牌 Travelodge North America。1997 年底公司和 CUC 国际合并成立新公司圣达特集团。2004 年圣达特集团从 Marriott International 购买了华美达国际酒店和度假村，至此完成了华美达商标在世界范围内的所有权。2005 年圣达特集团通过收购温德姆酒店和度假村品牌，进入高档酒店业务。2006 年圣达特集团收购中档酒店连锁 Baymont。同年圣达特集团分拆，温德姆国际上市。而温德姆酒店集团则属于温德姆国际公司的一部分，主管酒店业务。

图 8：温德姆酒店集团发展路径



资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

表 6：温德姆酒店集团旗下主要经济型酒店品牌概况

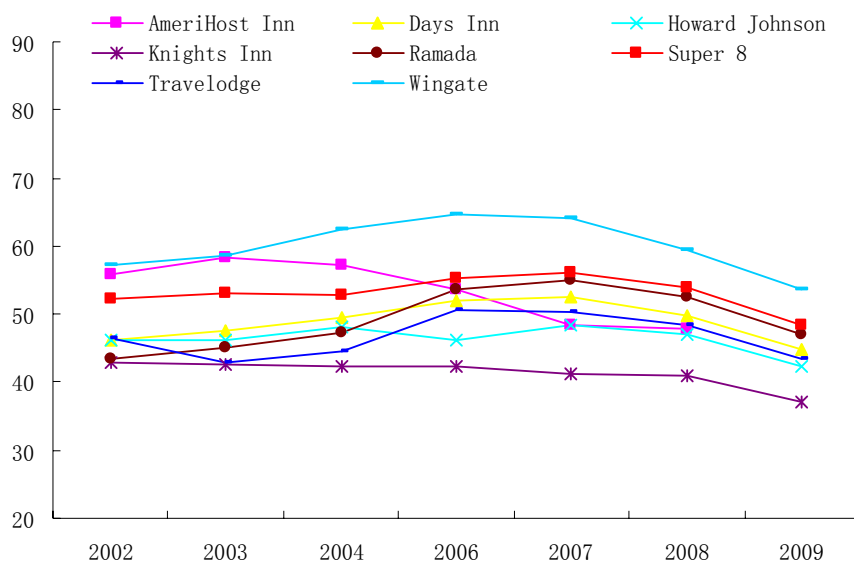
品牌	概况
Days Inn	主要的经济型酒店全球品牌，单个酒店有最多的客房，全球 1850 家酒店。向有价值意识的消费者提供免费的高速上网，同样也提供温德姆酒店奖赏计划，大多数酒店提供免费的早餐，游泳池，餐厅和会议室。
Super 8	主要的经济型酒店全球品牌，在美国、加拿大和中国有 2140 家酒店。速 8 目前进行了品牌更新、标识更新、和新的内部和外部的的设计。顾客在任何速 8 就可以享受到品牌的 8 点承诺，包括免费早餐，免费高速上网，升级的浴室用品，免费的室内咖啡，17 岁以下的小孩免费入住，免费的收费有线电视或者卫星电视，温德姆酒店奖赏计划。
Travelodge	是拥有 460 家酒店的分布在北美的酒店连锁。该品牌在美国运营经济型酒店，在加拿大运营中档酒店。使用它的睡熊品牌大使，Travelodge 的目标客户是休闲旅游者，特别是那些喜好户外活动的积极生活方式，提供免费的欧陆式早餐，免费的高速网络接入，温德姆酒店奖赏计划。
Knights Inn	是经济型酒店连锁，在北美有 340 家酒店，提供基本的过夜住宿，免费早餐，价格实惠，同时也提供温德姆酒店奖赏计划，对于酒店运营者，从第一次到有经验，该品牌提供低成本的进入，有竞争力的条款，同时也提供温德姆酒店集团的延伸工具，系统和资源。

资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

2.3 成功模式：品牌特许

并购的成功表现在收购后对于所收购品牌的有效运营上,温德姆酒店集团对于旗下多个品牌的运营无疑是成功的,从有数据的 2002 年至今看,该集团内部的中档和经济型酒店整体的入住率保持平稳,同时平均房价保持一定的上升趋势。

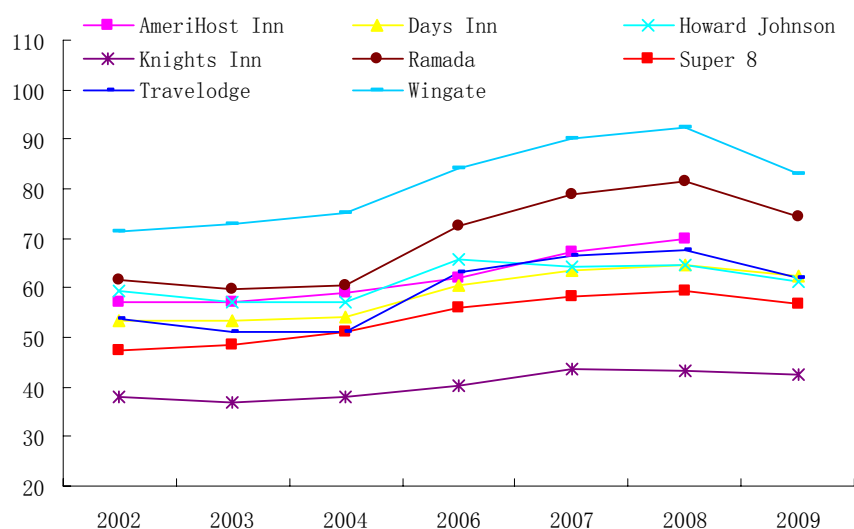
图 9：温德姆酒店集团旗下中档和经济型酒店品牌入住率保持平稳



注：1) 除 2008 年遭遇金融危机入住率有所下滑，其余年份均保持平稳；2) 2006 年公司分拆，2005 年数据缺失

资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

图 10：温德姆酒店集团旗下中档和经济型酒店品牌平均房价稳步抬升



注：1) 各品牌平均房价整体保持上升，除 2008 年遭遇金融危机有所下滑；2) 2006 年公司分拆，2005 年数据缺失

资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

对于所收购品牌的运营,温德姆酒店集团采用的是品牌特许的模式,通过提供品牌授权及相应服务,吸引独立的酒店所有者加盟,以此来扩大品牌的规模,同时赚取特许收入,而不是自己单独经营管理。虽然集团在 2005 年收购高档品牌温德姆之后,对其采用了有别于以往的由集团直接管理的运营模式,收入结构发生一定变化,但据 2009 年报显示集团来自特许的收入超过 86%,特许收入依然是温德姆集团最重要的收入来源。

表 7: 酒店行业的三种运营模式

运营模式	概况
特许模式	公司通过授权酒店所有者使用公司的品牌收取特许费收入,通常按客房收入的一定比例,公司对于酒店既不拥有也不参与管理。
管理模式	公司对于自身拥有的或者第三方拥有的住宿物业提供专业的监督和综合运营支持,以换取管理费收入,包括基于物业财务表现的激励收入。
所有权模式	公司拥有酒店物业,并且从酒店收入、物业增值中获益

资料来源:公司年报,东方证券研究所整理

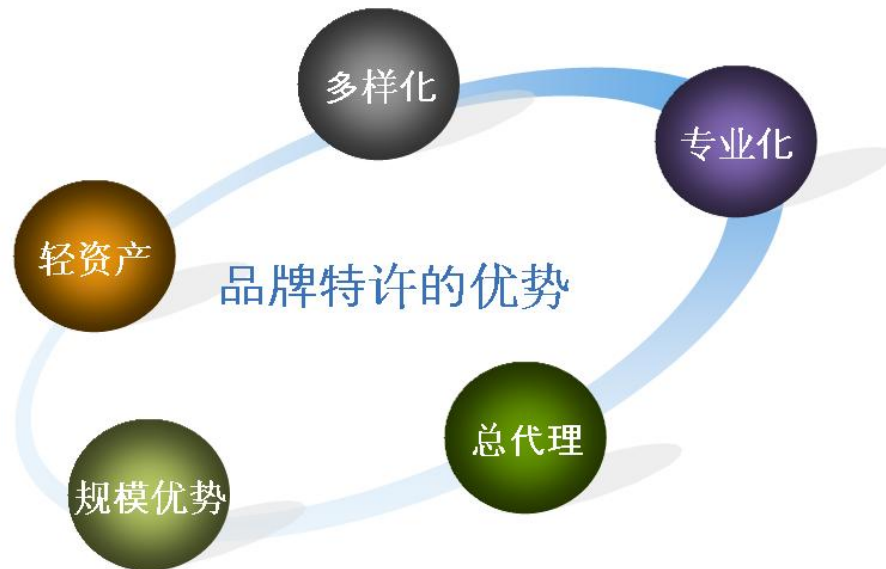
温德姆酒店集团的特许收入来源包括,首次特许费(帮助特许酒店开业所提供的服务),和持续特许费(授权费,市场营销费,客房预定和其他相关费用)。其中,授权费,覆盖使用品牌,提供的特许服务(质量保证,酒店管理系统,执行支持),和授权人(温德姆酒店集团)一定的利润。市场营销和客房预定费用主要补偿公司运营中央预订系统,广告和营销项目,全球销售努力和其他相关服务。此外,集团还通过电子商务销售客房和促进品牌,包括在主要网站投入搜索广告和条幅广告,还有借助传统的媒体,比如报纸和广播予以宣传。因为特许费通常基于特许酒店总客房收入的一定比例,所以,扩大特许酒店组合,增加特许酒店的 RevPAR(平均入住率×平均房价)对集团收入的增长是很重要的。

2.4 品牌特许的优势

- 1) 多样化。**加盟商的酒店经营情况主要受到地段,酒店的质量,竞争酒店的数量,特许酒店的品牌,和其他因素的影响。另外其成功还受到区域经济的影响。但是这些因素对于温德姆酒店集团这类特许品牌授权者的经营情况来说,其影响是被大幅减弱的,这主要是因为特许品牌授权者的特许业务分布世界各地,各品牌下的特许酒店在地理上存在分布的多样性。
- 2) 轻资产。**对于直接管理,公司需要投入大量的人力、物力及资金,而通过品牌特许,公司不必投入大量的开拓成本,同时还可以收取特许费,轻装上阵,有利于迅速扩大公司的市场规模,占领市场。
- 3) 规模优势。**公司通过品牌特许,迅速扩大市场规模,在规模达到一定水平下公司的间接成本下降,利润上升,竞争力加强,同时随着规模的扩大公司的品牌影响力也随之得到加强。
- 4) 品牌总代理。**品牌特许不但可以提供直接的特许加盟,还可以在不太熟悉的地区设立特许加盟总代理,由该总代理负责品牌的该地区的扩张和运营。把公司品牌的运营能力和地区加盟总代理的市场拓展能力相结合,快速占领市场并取得成功。同时,一旦时机成熟,公司还可以通过对于特许加盟总代理的收购,最终实现在当地的直接特许加盟。以温德姆酒店集团为例,速 8 在中国的拓展,就是采用了特许加盟总代理的方式,集团委托天瑞酒店有限公司来管理速 8 的扩张。另外 2001 年集团回购了戴斯在英国的特许总代理权,在英国开始了直接的特许加盟。

5) **专业化**。品牌特许使得特许商可以把足够的精力和财力用在品牌的运营上，提高品牌的标准化，知名度和市场规模，比如设立专业的营销团队拓展业务、推广品牌；合理设计公司的组织结构更好的提供高档的服务；举行市场调研，充分认识消费者对品牌的需求等等。

图 11：品牌特许的五大优势



资料来源：东方证券研究所整理

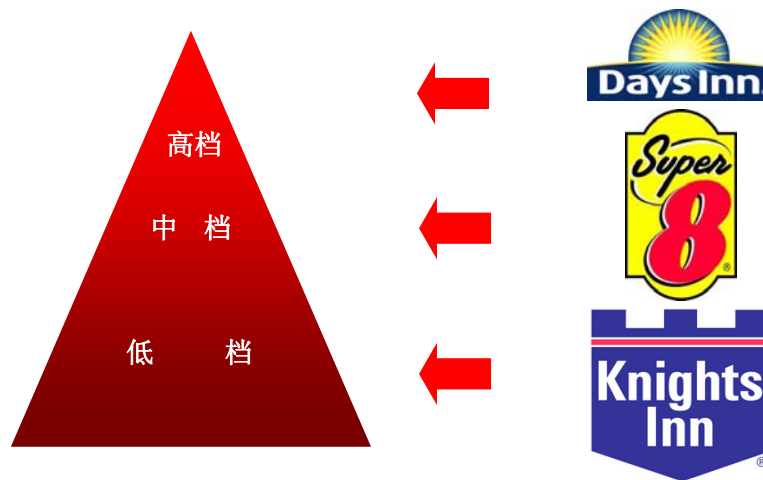
2.5 温德姆酒店集团品牌特许的核心竞争力

对于温德姆酒店集团来说，收入的增加主要取决于品牌特许加盟酒店的数量，而潜在的加盟商之所以选择相关品牌加盟主要取决于酒店的转换成本（合乎相关品牌要求进行的装修成本），特许加盟费用和酒店收入、利润之间的关系，特许商在目前已有的加盟商中的声誉，和目前已有的加盟商的成功。而这些主要可以归结为两方面，一个是品牌声誉，一个是酒店收益。温德姆酒店集团对于品牌的细分和对于质量的严格考核成功铸就了旗下品牌的声誉，而其强大的中央预定系统和全球最大的客户奖赏计划则为特许酒店带来了稳定的客户群，增加了酒店收益。

1) 贴近市场的品牌细分

温德姆酒店集团旗下虽然有多个经济型酒店品牌，但是却各有特色，专注于各自的细分市场，扩大各自的市场份额，以集团旗下两个最著名的经济型酒店品牌，Days Inn 和速 8 为例，Days Inn 专注于经济型酒店的中高端，而速 8 则关注经济型酒店的中端，以集团于 2004 年 4 月开始到中国开拓市场为例，在授予中国地区速 8 酒店总代理的同时，集团强调了其在中国住宿市场的三层次竞争策略：速 8 的竞争对手是低于速 8 的 2 到 3 星级酒店，Days Inn 的竞争对手是低于 Days Inn 的 3 到 4 星级酒店，Howard Johnson 的竞争对手是低于 Howard Johnson 的 4 到 5 星级酒店。可见公司对于旗下的经济型酒店品牌是有明确的区分的，相应的区分一方面可以避免同业间的相互竞争，相互损耗，同时又恰恰抓住了市场原本就存在的入住群体的消费水平差异，另外还为公司客源今后的升级留出了空间。

图 12：高中低三个层次的经济型酒店品牌

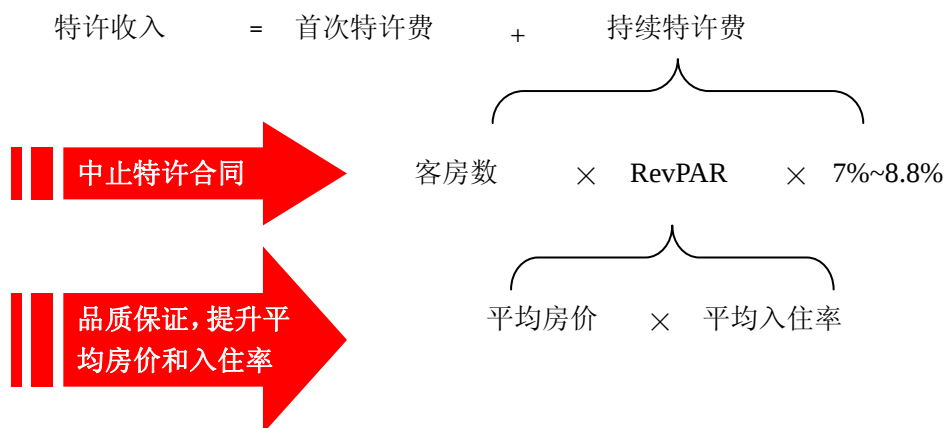


资料来源：公司网站，公司年报；东方证券研究所整理

2) 近乎苛刻的品质保证

温德姆酒店集团对于加盟商执行严格的品质保证要求，分为进入特许系统品质保证和后续品质保证。主要为了特许系统内部促进统一，同时也是增加客户需求的重要市场营销因素之一。质量保证包括，一年二到四次不事先通知的对酒店的检查，另外公司对检查人员进行在不同的特许系统之间调防，防止舞弊，促进稳定的评级标准。通常大约有 13%的特许酒店会被检查出问题，主要是运营标准方面的，比如没有参加培训，过期的视觉展示，商标违规等，一般加盟商有 30 天的时间更正，如果没有及时更正，公司有权中止特许合同，并收取一定的中止业务损失费。

在进行日常的品质保证项目的同时，公司分别于 2003 和 2004 连续两年推行质量控制倡议，要求加盟商升级他们的酒店，对于不满足品质要求的特许酒店，公司果断中止其特许合约，这一度导致 2003 年特许酒店数量下滑，并影响了当年的特许收入，但品质在严格要求下的得以保证最终使得集团的特许酒店获得了 RevPAR 的上升，并在 2004 年通过 RevPAR 的上升完全抵消了酒店客房数的减少，特许收入恢复上升。

图 13：品质保证对特许收入的影响


资料来源：公司年报；东方证券研究所整理

3) 与时俱进的中央订房系统

温德姆酒店集团自创立伊始就十分注重订房系统的建设，随着时代的变迁，集团的订房系统也经历了从各特许品牌独立电话订房系统，到各特许品牌独立电话订房和网上订房相结合，到所有特许品牌全球中央订房系统的三个重要转变。

早期温德姆酒店集团有 6~7 个独立订房系统，专注于各自所属的特许品牌及其系统，由一个或者更多个全国做广告的预定代理机构的免费客服电话组成，通过一个电脑系统用来处理预定信息，自动从旅游代理机构和旅游提供商接受预定，比如航空公司，并把同时预订信息报告给相关的酒店。每一个预定代理机构只能处理一个品牌特许系统的预定，特许系统之间也不能相互买卖预定。随着互联网的兴起，

1998 年温德姆酒店集团对旗下每一个品牌都建立了相应的网站，让浏览者可以通过网站熟悉公司的品牌及相关酒店，同时浏览者也可以通过该品牌的网站和其他装有兼容预定装置的网站预订客房。1998 年公司旗下各品牌网站的浏览量和客房预订数分别达到 3370 万和 22.68 万。1999 年这两个数字分别是 6470 万和 66.93 万，分别增加了 91.9% 和 186.3%。网络预订的强劲增长使其成为了公司订房系统中不可或缺的部分。

2002 年集团开始对旗下独立的订房系统进行削减整合，同时加大了对网络订房的投入，最终于 2006 年形成了由联络中心（主要处理拨打各品牌免费电话的预定）、在线预订（各品牌网站）和全球预定系统（负责处理旅行社的预定和第三方网络的预定）三个模块组成的中央预订系统。

4) 全球最大的酒店奖赏计划

温德姆酒店奖赏计划提供给会员很多方法赚取和赎回积点。通过在参与计划的 7000 家品牌酒店中的任意一家住宿都可以累计积点，而且可以选择积累其他合作伙伴的积点，包括美国航空，大陆航空，西南航空，联合航空等等。会员可以有 400 个选择赎回他们的积点，比如酒店住宿，机票，度假村度假，汽车租赁，运动产品，电器，电影和主题公园门票等。

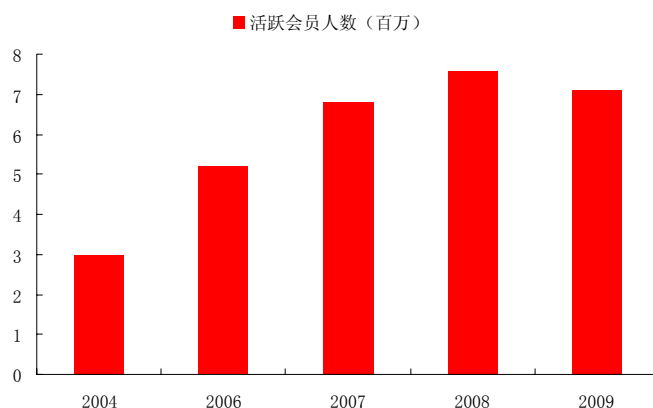
按照 Scores 2009 Frequent Guest 报告，温德姆酒店奖赏计划是全球最大的酒店奖赏计划，拥有最高的活跃会员比例（会员在最近的 18 个月内赚取或者使用过积点）。温德姆酒店奖赏计划最初

始于 2003 年，当时叫 Triprewards，2007 年把温德姆酒店独立的奖赏计划并入后，正式改名为温德姆酒店奖赏计划。依托公司庞大的酒店规模数量，该计划的会员人数快速增加，据统计，2004 年该计划拥有会员人数 300 万，2006 年拥有 520 万活跃会员，到 2009 年底，该数字增长至 2010 万，其中活跃会员人数达到 710 万。会员，特别是活跃会员，在公司旗下的品牌酒店的入住频率更经常，能够驱动更多的客房使用，为公司的特许酒店带来更高的 ADR，进而为公司带来增加的收入，据有统计的公司 2004 年年报显示，当年奖赏计划为公司贡献了 1800 万美元的增加收入，公司把这些收入合理的分配在促进相关品牌的市场营销费用，支付客户享受优惠的成本和执行该计划的成本上。

图 14：温德姆酒店奖赏计划



图 15：温德姆酒店奖赏计划活跃会员人数



资料来源：公司年报，东方证券研究所整理

2.6 给予我们的启示

基于温德姆酒店集团的成功经验，我们的启示是，对于所收购的品牌，可以通过品牌特许的方式，引入加盟商，迅速扩大酒店的规模。品牌特许有着区别于传统直营的轻资产低投入，专注品牌运营，快速扩大规模，平抑收入波动等优势。同时为了吸引更多的加盟商，特许商必须注重品牌声誉的建设和维护，和通过强大的后台支持系统为加盟商创造价值。其中，品牌声誉方面除了传统的品牌推广营销外，还可以通过品牌的细分，和加强品质监控来突出品牌的特色定位，维护品牌的形象。后台支持系统方面，除了传统的运营培训和店员培训外，强大的中央预订系统和合理有效的会员制，也越来越为加盟商所重视，因为其可以直接为加盟商带来收益。

三、中国经济型酒店连锁对于并购的探索

3.1 两条不同的并购之路

在近些年中国经济型酒店蓬勃发展的大背景下，已经有公司开始了对于并购的探索，2007 年 10 月 21 日，如家酒店管理有限公司与上海七斗星商旅酒店管理有限公司正式签署协议，以总价约 3.4 亿元人民币收购七斗星覆盖国内 18 个城市的 26 家酒店 100% 的股权。3.4 亿人民币左右的收购价格中包括了七斗星 1.7 亿的酒店建设投资负债，其中 2.6 亿元以现金支付，其余 0.8 亿元则以增发股票的方式支付。按七斗星拥有的 4200 间客房计算，如家支付七斗星每间客房的价格约 8 万元，

较如家此前每间客房 5.5 万元的投资，溢价了 30%，当然对于如家而言还是节约了不少投资于时间成本。之后七斗星品牌在保留了一段时间后全部转为了如家品牌。

图 16：当年的七斗星商旅酒店品牌如今已不复存在



资料来源：中国通用旅游网，东方证券研究所整理

2010 年 9 月 21 日锦江股份宣布其下属子公司上海锦江国际旅馆投资有限公司已与山西金广投资有限公司签署了关于对金广快捷增资暨股权转让的协议。根据协议，旅馆投资公司以 7663.10 万元认购金广快捷 40% 的新增注册资本，其中，2733.33 万元进入金广快捷注册资本，其余 4929.77 万元进入金广快捷的资本公积；增资的同时，旅馆投资公司还以 5747.33 万元的对价受让金广投资持有的金广快捷 30% 的股权。本次交易完成后，金广快捷的注册资本变更为 6833.33 万元，旅馆投资公司持有其 70% 的股权，30% 的股权由金广投资持有。3 年后，旅馆投资公司有权决定是否收购剩余 30% 的股权。

图 17：山西金广快捷酒店



资料来源：艺龙旅游网，东方证券研究所整理

我们认为，锦江股份对于金广快捷的收购和如家收购七斗星有着明显的不同。如家收购七斗星，本着是增加酒店物业的数量和强化如家品牌的单一品牌战略，而锦江股份收购金广快捷，由于并未100%控股，这也就意味着，金广快捷品牌不可能在短期内，至少3年内转换为锦江之星品牌，因而锦江股份对于金广快捷更可能采用的是保留品牌的多品牌战略。另外根据21世纪经济报的报道，锦江之星认为，金广快捷在品质、品牌的质量方面，包括经营的业绩，都还是不错，同时在山西太原市场，金广快捷也堪称主力，由于“行动得早”，抢占了诸如火车站、机场、汽车站等附近的黄金地段。因此我们认为现实也是提供了这种多品牌运营的条件，即通过股权收购引入锦江之星的管理，在山西，特别是太原推广金广快捷品牌。

需要指出的是，对于单品牌战略和多品牌战略这两种模式孰优孰劣，目前我们仍难以判断，但可以确定的是这两种不同的模式很可能成为未来中国经济型酒店行业并购整合的两条各具特色的路径。

3.2 我们的观点

我们认为首先，中小经济型酒店受制于资金、品牌知名度、总部管理和渠道的限制，发展面临瓶颈，而未来有可能的出路，或者是被大型经济型酒店收购，或者主动选择加盟大型经济型酒店。考虑到中小经济型酒店在各自区域内已形成一定的规模，更有一些品牌已形成了一定的知名度，因此对于他们的收购转换成本将远低于一般低星级酒店和旅馆，从中短期看中小经济型酒店将成为大型经济型酒店最主要的整合目标，和潜在加盟客户。

其次，考虑到中国经济型酒店行业整体处在成长期，新设酒店覆盖盲点仍然是大型经济型酒店最主要的扩张手段，同时大型经济型酒店对于中小经济型酒店的并购整合正处在摸索阶段，因此从中短期看，中国的经济型酒店行业的并购整合的速度将会远慢于美国等成熟市场。目前中国前几大经济型酒店并无明显差异，胜负难定，恰恰在这种时候，谁能最快的找到并购整合的成功模式，成功的“捕获”到优质的并购对象，谁就能在未来的中国经济型酒店行业获取优势、占得先机。

最后，对于锦江股份收购金广快捷，我们认为它开启了锦江股份的并购序幕，基于我们的分析，锦江股份对于金广快捷将采用多品牌运营是大概率事件，这意味着锦江股份对于未来旗下经济型酒店业务的拓展将走一条和国外多数成熟酒店相似的并购之路。

表 8：锦江股份和温德姆酒店集团的比较

	温德姆酒店集团	锦江股份
实力	全球第二大酒店集团	中国第二大经济型酒店连锁
品牌美誉度	戴斯、速 8、华美达等都是享誉全球的品牌	锦江之星在中国消费者中拥有最高的品牌整体感受
中央管理系统	包括管理培训、质量控制、由联络中心、现在预订和全球预定系统所组成的强大的中央预定系统	完善的管理培训和严格的质量控制，同时今年对自身的中央预定系统进行了大规模的投入

会员	拥有全球最大的酒店奖赏计划，截止 2009 年底拥有活跃会员 710 万	截止三季度锦江之星的会员总数达到 148.1 万人，据国内经济型酒店连锁前列
所收购的品牌	以速 8 为例，在 2003 年收购时速 8 已在美国 48 个州拥有超过 900 家酒店	金广快捷 2009 年全国快捷连锁酒店排名第 25 位（中国共有 300 多个经济型酒店连锁品牌），其在山西太原堪称主力，抢占诸如火车站、机场、汽车站等附近的黄金地段

资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

通过比较我们可以发现基于中国的锦江股份和基于全球的温德姆酒店集团在很多核心点上是十分相似，包括实力、品牌美誉度、中央管理系统等，而上文对于温德姆酒店集团的分析，采用品牌特许的方式，成功运营着多个诸如戴斯、速 8 等国际知名经济型酒店品牌的经验，也许可以为锦江股份未来的发展之路提供些许参考。

目前市场对于锦江股份收购金广快捷存在诸多评论，褒贬不一，但多仅限于投资价值之上，而我们认为，除了投资之外，金广快捷的收购更是锦江股份对于经济型酒店行业未来发展模式的一种探索和尝试，对于此，我们是持积极态度的，因为从国外成熟的经济型酒店业态来看，多品牌运营是很重要的模式，锦江股份有志于此，恰恰体现了公司高管对于行业发展的高瞻远瞩，和对于公司未来发展的积极探索。

四、估值比较

300 多个中小经济型酒店品牌为大型经济型酒店提供了广阔的并购整合空间，通过并购整合可以快速增加酒店规模，同时以单体为主的低星级酒店和旅馆则为公司未来品牌特许提供了大量潜在的加盟商，根据上文的分析，我们认为拥有资本市场融资平台的四家上市经济型酒店连锁（如家、锦江、七天和汉庭）有望在未来中国经济型酒店并购整合期内占得先机，特别是已开始着手探索并购之路的如家和锦江。凭借着品牌的美誉度和管理的核心竞争力，通过并购整合和大规模的特许经营，这四家大型经济型酒店的收入和利润有望借此大幅提高，而市场也将为此给出更高的估值。

对于 A 股市场唯一的经济型酒店公司锦江股份，即使不考虑并购整合在未来对于公司业绩的重要影响，单以目前市场对锦江股份的预期，目前其股价对应总市值近 150 亿，给予 20 倍 PE 予肯德基则 28 亿，近 15 亿的长江证券，锦江之星有 29 家自有物业（预计 20-30 亿），预计当前锦江之星市值 70-80 亿，与 145 亿市值的如家和近 70 亿的七天，100 亿的汉庭相比，存在明显低估。

表 9：四家上市经济型酒店公司盈利预测

公司	股价（美元）	ADR 份数（百万）	市值（百万元）	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	24.34	603.24	14682.86	0.47	0.61	0.68	51.79	39.90	35.79
彭博预测									
如家	51.25	40.45	14,096.83	4.69	9.98	10.71	61.1	34.92	32.54
7 天	19.81	49.69	6,693.64	-2.01	2.49	3.7	-49.26	54.10	36.41

汉庭	25.85	60.25	10,590.75	0.69	3.63	3.91	205.68	48.42	44.96
锦江	24.34	603.24	14682.86	0.47	0.62	0.62	54.36	39.26	39.26
注：股价数据为 2010 年 10 月 25 日；如家、7 天、汉庭的股价为 ADR 价格，每份收益为每份 ADR 收益（数据取自彭博），单位是美元；锦江是普通股、每股收益和人民币									

资料来源：彭博，东方证券研究所预测

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