

行业集中度将进一步提高

——如家收购莫泰点评

事件

2011 年 5 月 27 日，如家在上海宣布收购莫泰 100% 股权。根据协议内容：该项收购总价 4.7 亿美元，其中 3.05 亿美元为现金支付，其余部分以每股普通股 20.185 美元，共 815 万股如家普通股在交易完成时发生并支付（如家每个 ADS 股等于 2 个普通股）。

研究结论

- 国内经济型酒店行业正处于高成长高盈利时期，行业内领先品牌的先发优势将愈加明显，收购兼并和加盟连锁将在未来 2-3 年内加速，行业集中度将进一步提高；如家、锦江之星、汉庭、七天等主要品牌的议价能力将随之获得明显提高，旺盛的需求将助推区域房价逐年提升，盈利能力将进一步提高。此次如家收购莫泰进一步印证了我们前期的预测。未来随着主要品牌区域集中度的提高，这些地区房价有望获得逐步提高，对主要品牌，尤其是管理见长，渠道优势明显的公司将形成有利影响。
- 对如家来讲，此次收购的价格非常有吸引力。以莫泰现有直营门店房间数测算，此次交易单间房价格近 11 万元，考虑到酒店品质、品牌和渠道等方面，可以认为是超低价收购，为未来的成功整合奠定了良好的基础。收购也将进一步稳固如家行业龙头地位，市占率将从当前的 17% 大幅提高至近 24%，地域分布上强化上海及华东的市场份额，由此确立了公司在上海及北京的市场影响力，为公司跻身全球酒店集团前列奠定基础。
- 锦江之星 2011 年开始开店提速。通过对门店店长的激励等，锦江之星一度业绩同比增长 100% 以上，调研显示，4-5 月锦江之星出租率创新高，平均近 90%，4 月份房价小幅上升，5 月受后世博因素影响但相对于 2009 年房价仍有一定上升。开店方面，截至 2011 年 3 月 31 日，已开业的锦江之星等经济型连锁酒店达 457 家，一季度新增 40 家，预计全年将达 150 家，未来将以每年 120-150 家的速度增长。我们认为锦江之星存量店的效益正在获得快速提升，提升速度后的开店情况和出租率有望达到动态最优，未来公司将总体表现出健康快速的成长态势。
- 维持锦江股份增持评级，目标价 26.6 元。维持锦江股份 2011 年 EPS 0.73 元预测值，预计未来三年的年复合增长率 30% 以上。目前锦江股份总市值 106 亿，给予肯德基 20 倍，长江证券 1.3 亿股共 13 亿测算，目前锦江之星市值近 70 亿。与其他品牌不同的是，锦江之星有近 29 家门店是自有酒店，其市值在 20-30 亿，因此实际目前市值仅 40-50 亿；与如家、汉庭和 7 天当前分别为 108、75 和 63 亿元的市值相比，我们认为，存在严重低估，维持公司增持评级，目标价 26.6 元。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

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，不应视本证券研究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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



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

联系人

吴繁

8621-63325888 × 5010

wufan@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

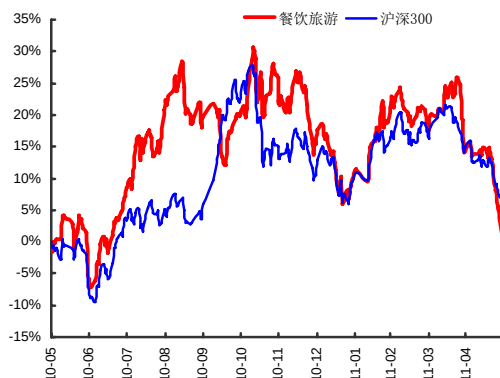
行业

旅游

报告发布日期

2011 年 5 月 31 日

行业表现



重点公司盈利预测及投资评级

	10EPS	11EPS(E)	12EPS(E)	股价	评级
锦江股份	0.63	0.73	0.95	17.63	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：锦江之星发展提速》	2011 年 5 月 3 日
《经济型酒店并购整合下的模式探讨》	2010 年 11 月 5 日
《经济型酒店行业进入高成长高盈利时期》	2010 年 9 月 10 日

事件：如家收购莫泰 100%股权

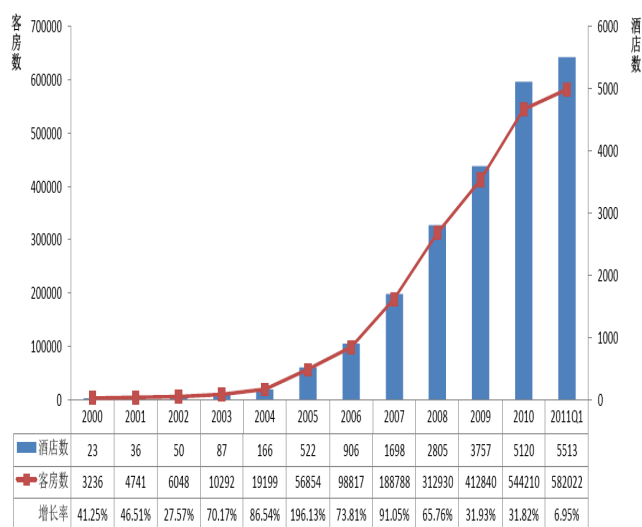
2011 年 5 月 27 日，如家在上海宣布收购莫泰 100% 股权。根据协议内容：该项收购总价 4.7 亿美元，其中 3.05 亿美元为现金支付，其余部分以每股普通股 20.185 美元，共 815 万股如家普通股在交易完成时发生并支付（如家每个 ADS 股等于 2 个普通股）。

此次收购有利于经济型酒店行业集中度提高

我们认为：国内经济型酒店行业正处于高成长高盈利时期，行业内领先品牌的先发优势将愈加明显，收购兼并和加盟连锁将在未来 2-3 年内加速，行业集中度将进一步提高；如家、锦江之星、汉庭、七天等主要品牌的议价能力将随之获得明显提高，旺盛的需求将助推区域房价逐年提升，由于成本费用相对固定，盈利能力将进一步提高。

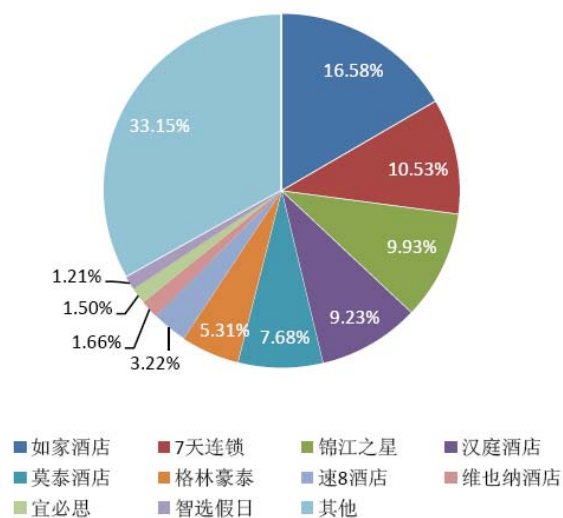
2011 年 1 季度，如家的市场份额稳居第一，开业酒店数达到 848 家，客房数达到 97321 间，占整个经济型酒店市场总量的 16.58%。排在第二至第五的分别是 7 天连锁酒店（619 家开业酒店，61795 间客房），锦江之星（457 家开业酒店，58291 间客房），汉庭（473 家开业酒店，54160 间客房）和莫泰（287 家开业酒店，45084 间客房）。

图 1：2000-2011Q1 全国经济型连锁酒店规模增长



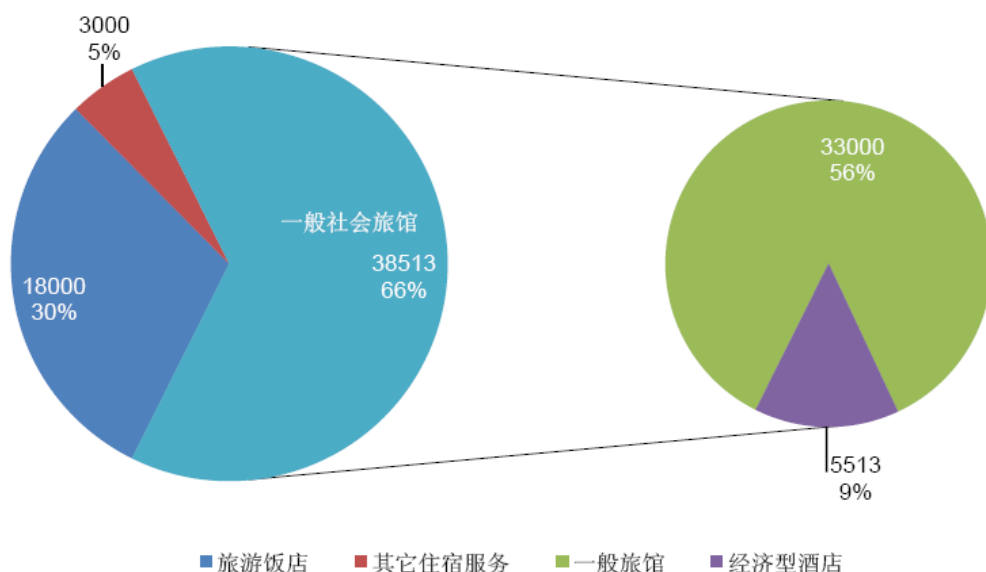
资料来源：Inttie 咨询，东方证券研究所

图 2：2011Q1 全国经济型连锁酒店集团市场占有率



资料来源：Inttie 咨询，东方证券研究所

此次如家收购莫泰进一步印证了我们前期的预测。未来随着主要品牌区域集中度的提高，这些地区房价有望获得逐步提高，对主要品牌，尤其是管理见长，渠道优势明显的公司将形成有利影响。值得一提的是，目前经济型酒店行业占到酒店行业市场份额的 15-20%（据盈蝶咨询统计显示，2011Q1 我国经济型连锁酒店家数为 5513 家，约占一般社会旅馆总数的 14% 左右，仅占全国住宿业单位数的 9%），从成熟市场来看，经济型酒店行业占到酒店行业市场份额可以达到 60-70%，国内空间仍很大。目前行业平均以 20-30% 的速度在扩容，而主要品牌入住率保持在近 90% 的高位也说明市场需求很旺盛。此次收购是对存量客房的收购，相对于行业的年扩容量，其占比非常小。因此，更多的是进一步确立如家的行业龙头地位，对行业内其他品牌的负面影响相对较小。

图 3：经济型连锁酒店在中国住宿业中的地位


资料来源：Inntie 咨询、东方证券研究所

有利于稳固如家行业龙头地位

对如家来讲，此次收购的价格非常有吸引力。以莫泰现有直营门店房间数测算，此次交易单间房价格近 11 万元，考虑到酒店品质、品牌和渠道等方面，可以认为是超低价收购，为未来的成功整合奠定了良好的基础。收购也将进一步稳固如家行业龙头地位，市占率将从当前的 17% 大幅提高至近 24%，地域分布上强化上海及华东的市场份额，由此确立了公司在上海及北京的市场影响力，为公司跻身全球酒店集团前列奠定基础。

收购完成后，如家的市场占有率将达到近 24%，进一步确立了其全国经济型酒店龙头的地位。截止 2011 年一季度，如家开业酒店 848 家，客房数量 97321 间，是全国最大的经济型酒店品牌，市场占有率近 17%；而莫泰是全国第五大经济型酒店品牌，有 281 家门店，45669 间客房，市场占有率近 8%。

从未来收益角度来看，如家的全年出租率近 90%，而莫泰 70% 多，未来有望通过如家的管理、渠道和网络，使出租率获得有效提升，预计通过 1-2 年的优化和整合出租率有望达到 80% 以上。考虑到直营客房数占比大，店的地理位置好，平均租期较长（近 10 年），如果出租率能有效提升，其效益将大幅提高。

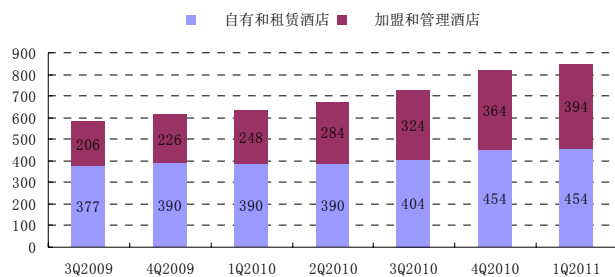
预计此次收购完成交割尚需 4-5 个月，全部完成预计在四季度，由于收购客房数较大，占到如家 2011 年一季度末总数的 47%，两家公司文化差异也较大，收购后的整合和优化将是一个挑战。考虑到之前如家收购七斗星的影响，预计此次收购对短期业绩有一定负面影响。

维持对锦江股份的增持评级

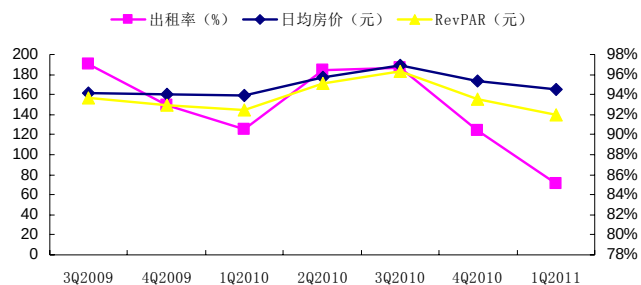
2011 年一季度，公司经济型酒店业务实现营业收入 39857 万元，比上年同期增长 23%，加盟费收入 3242 万元，实现净利润 2610 万元，同比增长 100%以上，酒店的出租率和房价双升是重要的增长因素，报告显示，报告期平均客房出租率为 79.56%，同比增加 1.87 个百分点；平均房价 172.75 元，同比增加 1.31 元。调研显示，4-5 月锦江之星出租率创新高，平均近 90%，4 月份房价小幅上升，5 月受后世博因素影响但相对于 2009 年房价仍有一定上升。通过加强管理、压缩成本、加大自有渠道销售，我们认为锦江之星存量店的效益正在获得快速提升，总体表现出健康快速的成长态势。

2011 年锦江之星开店速度将明显加快。截至 2011 年 3 月 31 日，已开业的锦江之星等经济型连锁酒店达 457 家，报告期新增 40 家，值得一提的是，报告期末，已签约的酒店数达到 637 家，与已开业酒店数相差 180 家，根据 6-12 个月的周期判断，我们预计 2011 年的开业数有望大大超过 2010 年的 84 家，预计近 150 家。未来三年，随着公司多品牌战略的实施，尤其是锦江之星/金广主副品牌大量的发展，预计公司经济型酒店的开店速度将进一步加快。

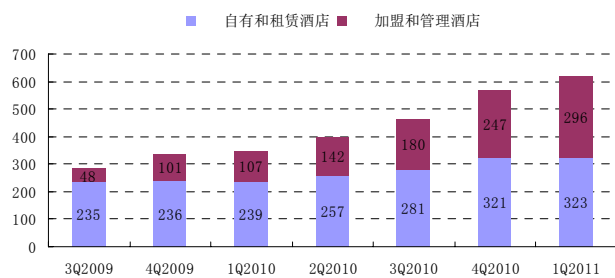
维持锦江股份 2011 年 EPS0.73 元预测值，预计未来三年的年复合增长率 30%以上。目前锦江股份总市值 110 亿，给予肯德基 20 倍，长江证券 1.3 亿股共 13 亿测算，目前锦江之星市值近 70 亿。与其他品牌不同的是，锦江之星有近 29 家门店是自有酒店，其市值在 20-30 亿，因此实际目前市值仅 50-60 亿；考虑到大型品牌经济型酒店在规模、品牌、会员、渠道和管理五大方面都已建立起自身的核心竞争力，在未来市场集中化过程中有先手优势，与如家、汉庭和 7 天当前分别为 104、75 和 64 亿元的市值相比，我们认为，存在严重低估，维持公司增持评级，目标价 26.6 元。

图 4：如家酒店规模变化（季度）


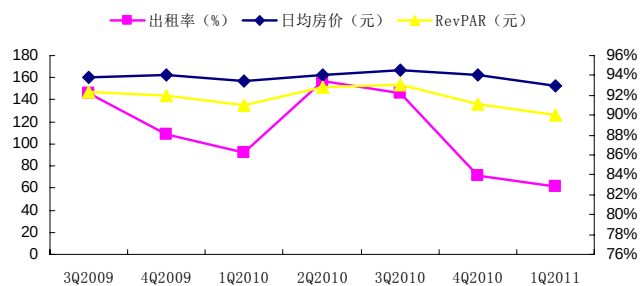
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：如家出租率、日均房价、RevPAR 变化（季度）


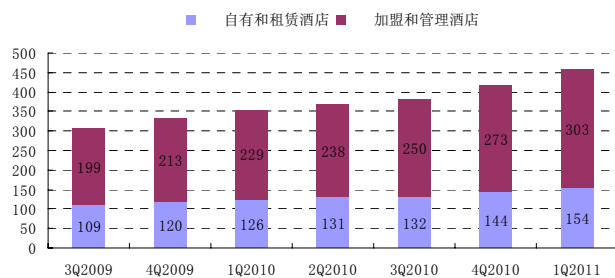
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：7 天酒店规模变化（季度）


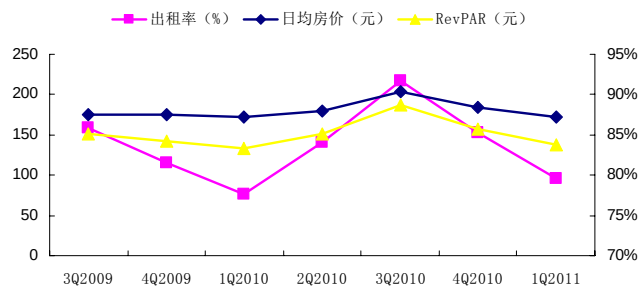
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 7：7 天出租率、日均房价、RevPAR 变化（季度）


资料来源：公司公告，东方证券研究所

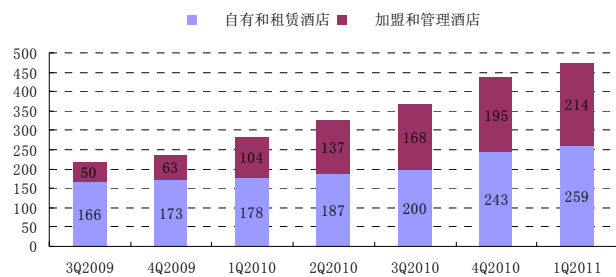
图 8：锦江酒店规模变化（季度）


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 9：锦江出租率、日均房价、RevPAR 变化（季度）


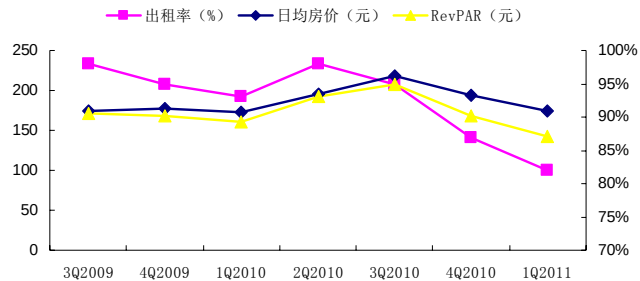
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 10：汉庭酒店规模变化（季度）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 11：汉庭出租率、日均房价、RevPAR 变化（季度）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

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