

评级: 强烈推荐(上调)

餐饮旅游

公司深度报告

证券研究报告

分析师 冯佳 S1080512040001

电话: 0755-82485184

邮件: fengjia@fcsc.cn

## 锦江股份(600754)

### ——酒店扩张高峰期, 量价提升同加速

预测价格区间(元) 21 ~ 23

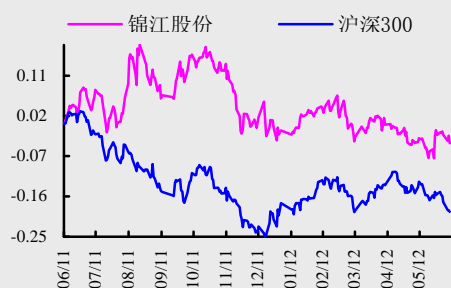
#### 交易数据

上一日交易日股价(元)	15.95
总市值(百万元)	9,622
流通股本(百万股)	603
流通股比率(%)	100.00

#### 资产负债表摘要(03/12)

股东权益(百万元)	4,175
每股净资产(元)	6.92
市净率(倍)	2.30
资产负债率(%)	18.36

#### 公司与沪深300指数比较



#### 相关报告

《服务大众, 增收增利-20110329》

《经济酒店专家, 价值提升可期-20120329》

● **A股的经济型酒店唯一标的, 2013年签约突破千家, 迎来品牌发展最高峰。**公司计划在未来两年增长35%以上, 门店超千家。公司计划在经济型酒店领域, 向下打造百时快捷品牌, 向上拓展白玉兰品牌及标准化高端品牌; 形成中端品牌占比7成, 低端2成以及中高端约1成的门店布局。伴随2009、2010年新店进入盈利释放期, 预计公司的经济型酒店经营及管理业务在2012、2013年将分别实现归属于上市公司净利润超过2.6亿元和3.2亿元, 实现44%和23%的增幅。

● **锦江之星品牌加盟店价量齐升, 子品牌规模扩张。**公司作为国内经济型酒店的开拓者, 不争门店规模第一, 力保单店发展的品质和盈利能力, 2011年以32万元的单店净利润、9.5%经济型酒店业务板块的净利率水平和5.33亿元的EBIDTA在行业内保持最高水平。但在加盟门店首次加盟费和特许管理费用上处于行业较低水平, 尚有20%以上的提升空间, 我们预计2012年的加盟费收入将首超2亿元, 较2011年增长26.6%。

● **餐饮品牌调整具快餐连锁龙头之势。**公司的餐饮业务在2011年通过重点增资及品牌调整, 将形成西式快餐以肯德基为龙头并稳固期优势、加快日式快餐吉野家的发展步伐, 以及对中式快餐激励发展的布局, 足以构成沪上快餐连锁的龙头地位, 并形成连锁快餐业为主、正餐和团餐为辅的格局。预计未来三年, 上海肯德基将增至350家左右; 新亚大包和吉野家受益于管理层激励和外延扩张, 门店年均增长可能达到5家左右。预计未来三年餐饮板块将为公司贡献净利润分别为1.68亿元、2亿元和2.2亿元。

● **投资评级** 公司作为盈利能力领先、覆盖面广泛的经济型酒店开拓者和沪市餐饮连锁市场领先者, 处于稳固主业、加快加盟步伐、丰富品牌层次的上升通道中, 加盟费用提升空间较大, 定价话语权较高, 未来经营面持续改善。预计2012年到2014年的EPS将分别是0.71元、0.86元、1.06元。作为纵向品牌层次化的国内领先的经济型酒店的龙头企业, 公司市值具有30%的上升空间, 上调公司评级为“强烈推荐”。

**风险提示** 门店扩张加速风险, 酒店服务质量及食品安全风险

# 目 录

<b>1 锦江股份，酒店之星</b> .....	<b>3</b>
1.1 服务高中低端酒店的专业管家.....	3
1.1.1 一脉传承，专业酒店管理者.....	3
1.1.2 完美转身经济型酒店经营者.....	4
1.2 兼顾中西式连锁餐饮.....	5
<b>2 稳健扩张，经济型酒店先行者</b> .....	<b>6</b>
2.1 主品牌发展更重质.....	8
2.2 加盟门店价量齐升.....	11
2.3 多品牌拓展公司业务半径.....	13
2.3.1 跨区域收购推进品牌建设.....	13
2.3.2 市场细分构建多层次品牌.....	14
2.4 走向国门，打响中国品牌.....	17
2.5 电商助力渠道发展.....	18
2.6 2013 年发展突破千店.....	21
<b>3 中西式纵横发展，增资餐饮连锁</b> .....	<b>23</b>
3.1 肯德基独占鳌头.....	23
3.2 中西餐饮调整中显生机.....	23
<b>4 盈利预测及投资评级</b> .....	<b>25</b>
4.1 A 股的经济酒店专家.....	25
4.2 专业化发展将实现市值快速增长.....	27
4.3 盈利预测.....	29

# 1 锦江股份，酒店之星

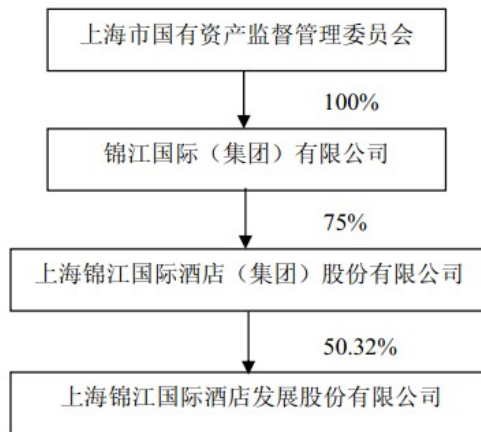
## 1.1 服务高中低端酒店的专业管家

### 1.1.1 一脉传承，专业酒店管理者

上海锦江国际酒店发展股份有限公司（以下简称“锦江股份”、“锦江”、“上市公司”或者“公司”）成立于 1995 年 6 月 16 日，2005 年 7 月由上海新亚（集团）有限公司变更为上海锦江国际酒店（集团）有限公司，2006 年 1 月由上海锦江国际酒店（集团）有限公司变更为现名。公司是中国领先的酒店集团，主要从事星级酒店营运与管理、经济型酒店营运与特许经营、餐厅营运、客运物流和旅行社等业务。

公司的控股股东为上海锦江国际酒店（集团）股份有限公司（以下简称“锦江国际”、“锦江国际集团”或者“集团”），于 2006 年 12 月 15 日在香港联合交易所有限公司主板上市，总股本为 55.66 亿元。公司的实际控制人是锦江国际（集团）有限公司；锦江国际（集团）有限公司的出资人为上海市国有资产监督管理委员会。

图 1、公司股权架构



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

集团是亚洲首屈一指的酒店管理及服务商。锦江国际集团投资和管理 277 家酒店、53600 间（套）客房，在全球酒店集团 300 强中排名第 22 位，列亚洲第一位，获“中国最佳信誉品牌”称号；拥有上海国旅国际旅行社有限公司、上海锦江旅游有限公司、上海旅行社有限公司等 3 家国际、国内旅行社和“锦江汽车”7500 辆中、高档客车；合资经营“麦德龙”、“肯德基”、“新亚大家乐”、“吉野家”等著名品牌。

其中，酒店业务是锦江品牌的核心产业之一，集团及其支系公司在全国 60 多个城市共投资和管理着 200 多家不同层次的酒店，其规模位

列全球酒店排名 300 强第 29 位，亚洲第 1 位。集团旗下拥有约 700 家酒店，在中国 31 个省市的 178 个城市中，其中 550 多家为经济型酒店，100 多家为星级酒店，除了锦江品牌，商悦品牌和经典酒店如国际饭店；集团还拥有上海驰名中外的酒店如和平饭店和华尔道夫酒店，目前正以其新的 J 品牌在上海打造世界最高的酒店。

### 1.1.2 完美转身经济型酒店经营者

**国内首创，全国领先。**作为国内首创的经济型专业公司，锦江之星旅馆有限公司成立于 1996 年 5 月，势要打造与招待所、星级酒店不同品质的民众酒店。1997 年，锦江之星首店在锦江乐园附近开业，标价为 158 元/夜，酒店着重床与卫浴的品质，开创了开业 3 个月入住率超 90%的记录，使锦江之星一夜成名。

作为上海市著名商标以及中国驰名商标，“锦江之星”一直引领中国经济型酒店的发展潮流。截至 2011 年 12 月 31 日，锦江之星已经开业的经济型连锁酒店合计为 554 家，其中开业直营酒店 171 家，开业加盟酒店 383 家。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 30.87%和 69.13%，分布在上海、北京等全国 178 个大中型城市，遍及中国华东、华北、东北等 7 大行政区，客房总数超过 68915 间，年接待旅客近 2000 万人次，是中国国内网络覆盖面最广的经济型酒店品牌之一，名列全球酒店集团 300 强第 17 位。

**公司携锦江之星回归 A 股，成为国内唯一的以经济型酒店为主业的上市公司，为公司的发展注入了一针强心剂。**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，公司主营业务由高星级酒店经营及管理转变为经济型酒店和餐饮业务。其中，公司以经济型酒店等为重点发展方向，力争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。

图 2、公司经济型酒店品牌

品牌定位	标准化品牌	开业家数	非标准化品牌	开业家数
高端	达华（改建中）	0	白玉兰	6
中端	锦江之星	489	金广快捷	13
低端	百时快捷	46		
<b>合计</b>		<b>535</b>		<b>19</b>

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

截至 2011 年 12 月 31 日已经开业的 554 家经济型连锁酒店中，“锦江之星”品牌连锁酒店 489 家，“百时快捷”品牌连锁酒店 46 家，“金广快捷”品牌连锁酒店 13 家，“白玉兰”品牌连锁酒店 6 家。公司高、中、低端经济型酒店品牌建设已初具雏形，部分品牌已形成经营规模。

公司将以“锦江之星”为主品牌，协调发展其他层次经济型酒店品牌，稳健踏实的实现规模拓展。

2011 年全年，锦江旗下全部开业经济型酒店（包括直营酒店和加盟酒店）实现的客房收入 344,347 万元，平均房价达到 178.09 元/间，平均入住率高达 86.71%。

## 1.2 兼顾中西式连锁餐饮

公司的全资子公司，上海锦江国际餐饮投资管理有限公司是专业从事餐饮业投资与经营管理的，范围涉及中西式快餐、中西食品、酒店餐饮、企业供餐等，旗下涵盖“肯德基”、“吉野家”、“新亚大家乐”等中西快餐及“锦庐”等中式高端餐饮品牌。

图 4、公司连锁餐饮品牌

品牌定位	中式	开业家数	日式	开业家数	西式	开业家数
连锁快餐	新亚大包	59	吉野家	21	肯德基	289
中高端	锦庐	2				
<b>合计</b>		<b>61</b>		<b>21</b>		<b>289</b>

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

2011 年度，公司食品与餐饮业务合并营业收入 22,695 万元，比上年同期下降 1.74%；受到 2010 年上海世博会举行带来的经营业绩高基数，及部分世博园区内连锁快餐店面拆除的影响，2011 年度归属于食品与餐饮业务分部的净利润 10,828 万元，比上年同期下降 11.31%。

中西快餐为公司贡献超过 95%的餐饮净利润。其中，公司持有 75% 股权的上海新亚大家乐餐饮有限公司于 2011 年度实现营业收入 17,704 万元；持有 51% 股权的上海锦江同乐餐饮管理有限公司于 2011 年度实现营业收入 2,371 万元；持股 42.815% 的上海吉野家快餐有限公司于 2011 年度实现营业收入 8,941 万元；公司持有 42% 股权的上海肯德基有限公司于 2011 年度实现营业收入 289,949 万元。

## 2 稳健扩张，经济型酒店先行者

**经济型酒店：**经济型酒店（Budget Hotel）是相对于传统的全服务酒店（Full Service Hotel）而独立存在的一种酒店业态，又称为有限服务酒店，其雏形的服务模式为“Bed & Breakfast”、“B&B”（住宿+早餐）；最早出现在上个世纪 50 年代的美国，经济型酒店概念成形于上世纪 80 年代；于近十年在中国出现并大规模的涌现。

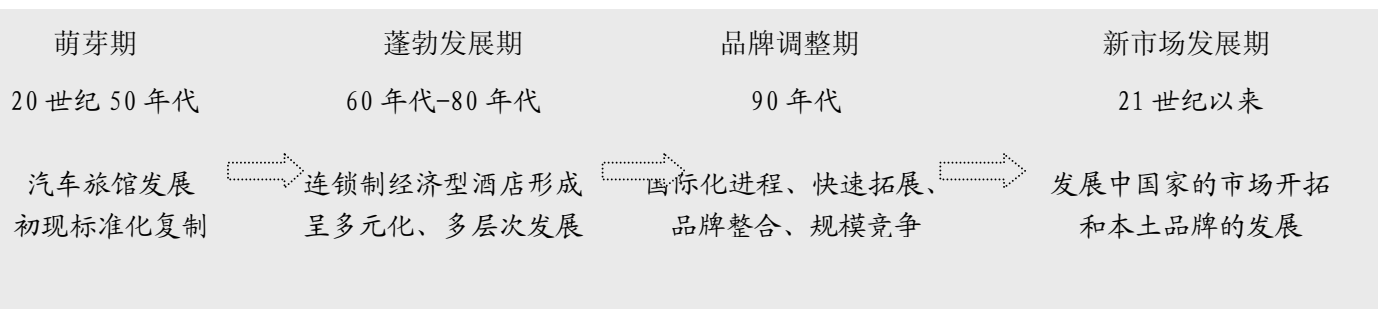
经济型酒店的最大特点是**服务突出、功能简化**，侧重于把服务功能集中在住宿和洗浴环节上，而把餐饮、购物、娱乐功能压缩、简化、甚至不设；经济型酒店非常强调客房设施的舒适性和服务的标准化，突出清洁卫生、舒适方便的特点，酒店设置紧扣核心价值——住宿，以客房产品为灵魂，一般只提供客房和早餐服务，因而投入初期成本和运营维护支出大幅降低，从而使得经济型酒店具备特色突出、性价比高的优势。

**价格适中亦是经济型酒店的最大特色之一。**经济型酒店的价格一般在人民币 300 元以下，与高星级酒店动辄上千元的价格拉开差距，也与青年旅舍百元以下的价位有所区别。因此经济型酒店具有明确的市场定位，目标市场集中在一般商务人士、工薪阶层、普通自费旅游者和学生群体等。而高档酒店往往以高端商务客人、高收入阶层、公费旅客为主要目标市场。

经济型酒店**一般采用连锁经营方式**。经济型酒店具备的初期投入较低的优势使其能够通过连锁经营快速达到规模经济，打开品牌知名度，提升品牌价值。

经济型酒店在全球的发展经历了四个历史阶段：**萌芽与发展初期；蓬勃发展时期；品牌调整时期；重新发展时期。**

图 5. 经济型酒店发展轨迹



资料来源：第一创业证券研究所整理

**锦江之星的出现恰逢其时。**上世纪 90 年代，我国的酒店产品两极分化严重，一端是动辄上千元的高星级酒店；一端是脏、乱、差的低档招待所，与普通大众对于经济实惠又安全舒适的住宿产品的需求形成极

大的反差。当时，全国旅游住宿业普遍不景气，全国星级酒店的平均客房出租率在 60%左右，亏损成为当时整个行业的常态；且呈现星级越低、出租率越低的现象，因而星级酒店成为投资首选，并在 1995-2000 年间达到 20%左右的年均增速。

图 6、近二十年星级酒店增长经历了由快转慢的过程

	星级饭店数(家)	增速(%)
1991/12/31	2130	0
1992/12/31	2354	10.52
1993/12/31	2552	8.41
1994/12/31	2995	17.36
1995/12/31	3720	24.21
1996/12/31	4418	18.76
1997/12/31	5201	17.72
1998/12/31	5782	11.17
1999/12/31	7035	21.67
2000/12/31	10481	48.98
2001/12/31	7358	-29.80
2002/12/31	8880	20.68
2003/12/31	9751	9.81
2004/12/31	10888	11.66
2005/12/31	11828	8.63
2006/12/31	12751	7.80
2007/12/31	13583	6.52
2008/12/31	14099	3.80
2009/12/31	14237	0.98

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

同期，全球经济型酒店却进入了新一轮快速发展时期，主要表现在经济型酒店在发展中国家的市场开拓和本土品牌的发展。在中国、东南亚等地区，经济型酒店的扩张非常迅速。除了世界著名的经济型酒店品牌纷纷瞄准亚洲市场，如雅高集团的宜必思（Ibis）、圣达特集团的速 8（Super 8）、天天客栈（Days Inn）、洲际集团的假日快捷（Holiday Inn Express）等陆续进入布局之外；亚洲本土的经济型酒店品牌也开始蓬勃发展，我国最初的经济型酒店的发展即始于锦江之星。

在这种背景下，秉承着欧美国家经济型酒店功能简化、突出服务和必需设施的特色，兼具日本经济型酒店创新性的满足本国消费者习惯的特点，1997 年 2 月，锦江之星锦江乐园店正式诞生。这个没有星级的、单间标价 158 元人民币的小规模酒店在当时引起了市场怀疑，却在 3 个月内打破了全国旅游住宿业的出租率的天花板，创造 90%的记录。从此，锦江之星作为我国经济型酒店的领头羊，开始了经济型酒店自主品牌的探索及扩张之路。

经历 2007-2010 年各品牌跑马圈地，高速扩张，在 2011 年一季度，经济型酒店市场规模达到 40 亿元，比 2010 年同期增长 8%。然而一季度受传统淡季入住率的下滑以及租金等成本上涨压低和行业毛利，这在

一定程度上减缓了行业扩张速度。随着行业扩张提速和入住旺季到来，2011年5月份中国经济型酒店平均房价为173元，出租率达82%，标志着中国经济型酒店市场全面回暖。截至2011年6月底，我国经济型酒店门店数增至5870家，2011年前6个月内增加750家。增长率达15%，超过整体酒店业增长速度。

## 2.1 主品牌发展更重质

“锦江之星”作为中国第一个经济型酒店品牌，它的问世标志着我国经济型酒店业态的萌芽。作为我国历史最久的经济型酒店品牌，公司在规模和效益扩张中更侧重单店经营效益及标准化服务质量的提升；基于独特的经营理念和服务意识，加之严谨的细节管理，使锦江之星可以历经金融危机和后世博时代，仍然保持开业门店和净利润的双双稳健增长。

锦江之星参考了国际上经济型酒店的特点，综合集团意图和自身发展方向选择了一条独特的路径；其发展途径大体可以分为三个阶段：

**第一阶段：1997年~1999年**，为初创基础阶段，2年间仅仅开业了5家连锁店。这个阶段，锦江之星的主要任务是打好基础，建立模式，初步形成了“锦江之星”投资建造、设备用品、服务操作、经营管理等一系列标准和规范。鉴于经济型酒店行业尚处于起步阶段，锦江之星尚未建立成型的标准和模式，处于探路摸索的状态。

**第二阶段：2000年~2003年6月9日**，锦江国际集团重组，为稳步发展阶段。锦江之星引入连锁概念，其内部的连锁管理模式也日趋成熟，以上海为中心，向江浙地区逐步发展，经营管理形式从“自营”扩大到“加盟”和“委托管理”，连锁店从5家发展到15家。

**第三阶段：2003年6月9日至今**，为锦江之星的迅速发展阶段，回归A股更为锦江之星添翼。锦江之星从“长三角”地区开始向全国拓展，甚至走出国门尝试境外连锁。在这阶段内，锦江之星建立了客房预订系统、订房中心、网站、会员俱乐部、大客户系统以及800客服电话。

**旅游标准化试点在品牌中逐步推广。**作为全国旅游标准化示范单位以及上海市唯一一家连锁酒店类旅游标准化示范试点，锦江之星贯彻国家旅游局《关于全面推进旅游标准化试点工作的通知》精神和《全国旅游标准化试点企业评估表》要求，率先在锦江之星花木店全面开展了旅游标准化试点工作；在“中期评审”后，锦江之星花木店的试点工作成果在参与徐汇区旅游标准化试点工作的6家连锁店进行了推广。

### 标准化管理决定经营细节：

**1. 统一的锦江之星旅馆建造标准**确保无论加盟店还是直营店，均能保持一样的装修风格、楼层建设标准、抗震防火级别，以及电器家具设备；与众多同行比较，锦江之星是难得的仅利用独栋建筑改建的经济

型酒店，保证了物业的独立性和全面改建的可能性；迄今为止，锦江之星的装修及建造标准已经前后历经四次更新，目前已升级到 4S 级；

在旅游标准化的推广过程中，锦江之星将旅馆业的国家标准、行业标准和地方标准的贯彻实施放在首位，融合锦江之星的自身特点，通过对原有企业标准的梳理、完善和提升，形成了符合国家标准要求、由企业通用基础标准体系、企业服务保障标准体系和企业服务提供能力标准体系 3 大子体系、56 项具体标准内容组成的企业标准体系，进一步提升了企业的核心竞争力和软实力。

**2. 统一的锦江技术和服务支持**，“成就专业典范，融入旅途生活”，锦江之星坚持从细节着手和“洁、廉、优”的立业之本，致力于成为专业、超值、简约、安全、舒适的经济型酒店。

**作为集团统一的人才培养基地**，锦江之星旅馆管理学院是专门培养经济型连锁宾馆—锦江之星连锁旅馆的各类经营管理人才、专业技术人才，以提高锦江之星经营管理水平，提升员工队伍素质，为公司高速、持续、健康的发展储备人力资源。

学院拥有一支高水平的专兼职师资队伍，20 多名专业教师具有丰富经营管理经验，均系各公司和集团内在岗中高层管理人员，其中部分教师曾留学校、英国、澳大利亚和瑞士等国院校；10 多名特聘教授分别来自全国著名高等院校的教授、享受国务院特殊津贴专家及世界 500 强企业资深培训顾问等行内专家。

学院开设的系列培训课程，由管理类、技术类和专项类等十六个课程模块组成，及为各门课程配套的实际操作、岗位带教训练、轮岗挂职锻炼，业已成为向锦江之星旅馆输送各类经营管理人才的摇篮。在新门店铺设时期及开业的前 18 个月，由锦江之星旅馆管理学院培养的专业管理及服务人员被委派至各个门店，协同加盟业主度过磨合期，以确保新店开设的质量及技术一致性。

另一方面，所有锦江之星的门店共享公司的服务支持平台，位于上海徐汇区吴中路的锦江之星客服中心拥有坐席超过 200 人的 24 小时客服为全国各门店提供订房服务和客户咨询；使得各地区和不同城市的锦江之星门店能够共享会员资源，发挥以会员制、大客户协议以及中央订房渠道的协同优势。目前，锦江之星 80% 以上的客源是商务散客，其中会员等中央支持系统客源消费份额约为 50%，且呈逐年上升的态势。

在网点布局上，如果在一个城市连开十家，其运营成本显然低于十个城市各开一家。但是如果从着眼长远来看，全国性的网络布局需要在各个城市先有网点，在这一点上锦江之星也走在了行业前列。目前，公司门店分布在上海、北京等全国 178 个大中型城市，遍及中国华东、华北、东北等 7 大行政区，客房总数超过 93205 间，年接待旅客近 2000 万人次，“锦江之星”已成为中国国内网络覆盖面最广的经济型酒店品牌。



酒店品牌	市值 (亿元)	上市时间	成立时间	单间成本 (万元)	出租率 @2011	单间 均价	RevPAR	总门 店数	直营店 比例	覆盖城市 数量
如家	54.91	2006.10.26	2002、北京	8	88.8%	159	141	1624	48.5%	212
7天	33.2	2009.11.20	2007、广州	6-8	88.7%	162	144	944	52.8%	111
汉庭	36.78	2010.3.26	2005、上海	8-10	92%	197	183	639	50%	80
锦江之星	71.33	1994.12.15	1997、上海	8-10	86.71%	178	154	743	30.8%	178

资料来源：各公司公告、第一创业证券研究所

## 2.2 加盟门店价量齐升

**加盟方式合理，可持续性強。**公司秉承以品牌、品质和管理吸引加盟商的宗旨，以打造百年老店为目标，门店以租赁物业为主，对加盟店管理、技术和服务人员不仅提供从业培训，还委派协助管理人员指导，收取合理的加盟费用，并给予加盟商一定的装修风格选择权，通过招标投标形式聘任承建装修商，并提供酒店装修主材及家具、设备等，实现规模采购优势，也保持整体风格的一致性。

另一方面，加盟门店通过获取集团销售网络、培训、人才等优势，提高酒店自身的竞争能力，告别单品牌酒店夹缝求生的局面。锦江之星提供的规范化的管理服务，包括定价、招聘与培训、物业与设施维护、安全、餐饮、采购、销售与营销以及预定和培训等。

早在 2009 年，锦江之星就推出了一项助业计划。在计划中，锦江国际集团与中国工商银行将联合为加盟锦江之星的业主提供资金服务。对于自有产权的加盟店，经工行评估后，将提供贷款以支持加盟店的投资需求，其中贷款不超过总投资 50%、最长期限为 5 年；对于没有产权的加盟店，经评估合格后，也可获得总投资额 30%至 50%、最长期限为 5 年的贷款，锦江国际集团则为加盟者提供全额连带责任担保。加盟店业主需将所拥有的股份股权质押给锦江国际集团，作为反担保。

**加盟初期**，公司依据加盟店的设计客房数收取品牌使用费，按 3500 元/间计算（推广期间优惠以 2500 元收取）；此外还将收取 20 万元技术服务费作为锦江之星为加盟者提供建设方案、人员培训、总台管理软件、管理与业务模式手册、开业指导等各项服务的费用。仅物业投资来讲，根据锦江之星的标准，新建门店每平米投资大约为 3500 元，而改造门店也约需 1500~2500 元/平米。

**在加盟持续期内**，公司以加盟店营收规模为基础，每年度收取 3.5%至 5%的持续加盟管理费；并保持协议期内（一般为八年）不变；因此，首次加盟费和持续费成为公司加盟制门店的主要收入来源。

进入 21 世纪，各种经济型酒店品牌如雨后春笋般迅速发展起来。除规模最大、历史最久的锦江之星外，首旅酒店集团和携程网于 2002 年共同投资设立的如家快捷也得到了迅速的成长，以及 7 天、汉庭等品牌也通过大势收购、扩张取得快速发展。

事实上，各品牌经济型酒店在追求短期利益与长期利益中，差别颇为明显。公开数据显示，锦江之星每个房间的成本达到 8~10 万元，而同行业有些只有 4~6 万元。在建成之初客房价格差别不大，收取的房费差不多，显然低成本的更容易盈利。

图 10. 各品牌经济型酒店加盟成本比较

品牌	首次加盟费用（一次性）	特许管理费用（每年）	加盟期限（年）
锦江之星	20万+（2500*套房数）	套房收入*4.5%	8
汉庭	30万+（3000*套房数）	套房收入*6%	8
如家	36万+（3000*套房数）	套房收入*6%	8
7天	30万+（3000*套房数）	套房收入*7%	5

资料来源：硅谷投资、第一创业证券研究所

**加盟成本在提高通道中，仍具提升空间。** 锦江之星品牌的首次加盟费在推广期间优惠以 2500 元收取，低于行业水平，期固定的品牌加盟费用亦属于行业内较低水平，甚至比行业龙头——如家低出 45%左右；

针对 2008 年 10 月之前的加盟门店，特许管理费用保持年度收入的 3.5%的额度，待加盟续约之后加盟费用有大幅提升空间；在 2008 年 10 月之后加入的门店的持续加盟管理费用升至 4.5%；2011 年 10 月以来首次加盟费用已提至 5%。即使按最新的 5%的标准来看，锦江之星加盟店的特许管理费用和市场比较，仍有 20%的增幅。

2011 年度，公司的加盟店贡献加盟费收入 1.59 亿元，店均贡献 41.5 万元，单个加盟店年均收入约为 922.5 万元。特许管理费用的提升伴随加盟店步出 18 个月的运营培育期，入住率升至 85%附近；以及新增酒店 180 家，开业 140 家，预计加盟费收入可能增至 2 亿元以上。

**独有独栋、谨慎选址。** 经济型酒店投资相对较少，运营成本低，本质上需要负担小、回报快，因而确定了经济型酒店一般性规模和经营定位的范围往往只能在经济发达、人口流动快、密度高、交通方便、市政设施成熟的城市或地区。

因此，经济型酒店对酒店物业有一定的要求。从物业角度而言，比较常见的加盟经济型酒店的方式有两种，一为长期租赁房产，并对其进行改造从而达到加盟品牌的统一要求；二为按照要求，在空地上新建可以加盟品牌的物业。经济型酒店面积可大可小，但每层 16-20 间客房，总层数不超过 10 层的设定是比较理想的，因此对加盟者的物业提出了一定的量化的要求，锦江之星要求建筑面积在 5000 平方米以上，恰当的总建筑面积应该限制在 6000-10000m<sup>2</sup>之内。

锦江之星是业内独有的以独栋建筑做全面改建成为经济型酒店的品牌，在选址上不仅考虑人流量、交通及市政设施，也将酒店必需的停车设施、防火通风设备、防震级别以及基建改造的可行性纳入考量范围。

**精细餐饮配套提升服务质量。**经济型酒店内部以客房为主要经营项目，餐饮、康乐、会议等配套设施则可能简配；通行的做法是尽可能配备餐饮设施，尤其是早餐配套，以满足“B&B”的本质。而锦江之星则在做独栋酒店改建时充分考量到餐饮设施的必备性，不仅为增加早餐元素，也提供午餐、晚餐服务，最大程度满足商旅客人的住宿需求。

锦江之星配套的餐饮品牌包括“锦江大厨”和“星连心茶餐厅”，其中，锦江大厨设计为与标准化锦江之星配套的适中餐饮，提供客房服务及社会餐饮，人均消费约在 50-100 元；后者则是以商务套餐为主的便民餐饮，人均套餐消费在 50 元以下。

图 11、锦江大厨为客人提供体面、精致的餐饮服务



资料来源：公司网站、第一创业证券研究所

## 2.3 多品牌拓展公司业务半径

### 2.3.1 跨区域收购推进品牌建设

进入 21 世纪，随着经济型酒店迈入连锁拓展的迅猛时期，仅依靠单品牌门店扩张已然不够，还需要通过兼并收购实现跨区域、多品牌、多层次发展。一是因为旅游者住店方式正在变化中，曾经是 Walk-in(无预订散客)，正在向 book-in(酒店房间预订)逐步转变，这是一个静悄悄的革命。到了 book-in 时期，凭借标准化服务品质和品牌形象及定位获取订单，因而会员资源极其珍贵，支撑着连锁品牌销售规模，经济型酒店将会以连锁制发展为主线，品牌为王，因而需要建设多层次品牌满足预订的多元需求；

另一方面，酒店集团的多元化战略和投资政策促使公司通过资本运作来购买和整合原有行业内的品牌，而不是自创新的品牌。众多小规模经济型酒店到了一定的发展阶段，都面临成本上升、管理不够的问题。因此大量单体的三星级甚至四星级酒店都面临转型。通过市场竞争，一批管理力量薄弱，资金运营不畅的品牌逐步被集团化的、资金力量雄厚、

品牌和管理特色突出的集团纳入囊中。

**锦江之星的单一品牌策略和高门槛在一定时期内延缓了门店的增速。**锦江之星跟随公司制定的节奏，有条不紊的实现全国性连锁经营，力争以经济型酒店第一品牌——锦江之星实现跨区域、广覆盖的多店布局。但是，锦江之星坚持自有品牌，长期没有大规模的品牌并购延缓了门店倍增的速度。

其次，锦江之星品牌的高标准、严要求使得社会上一大批颇具品质的酒店，因硬件、配套设施等缘故不能归并锦江。因此，与竞争对手相比，锦江之星门店数量发展相对较慢。

2010年10月，锦江股份收购山西金广快捷品牌70%的股权。今年3月，锦江股份宣布收购金广快捷剩余30%的股权，自此金广快捷酒店正式全部纳入锦江系。锦江之星将借助子品牌金广快捷进一步提升扩张速度。

作为锦江之星的第一次对外收购，虽然相对于如家收购莫泰，锦江之星收购金广快捷显得有些微不足道。收购之时的金广快捷的门店总数只有10余家，且只在山西地区发展。但锦江看上金广，是因为其讲究酒店服务品质，且团队很有朝气，很有活力，与锦江之星有一定相似之处。**公司收购金广快捷能够给锦江之星的消费者营造一个同等品质、不同氛围的体验。**

截至2011年底，金广快捷管理团队基本保持稳定，经营业绩表现良好，客房出租率达到92.5%，收购后的第一年仅凭13家成熟门店就产生了970多万元的净利润。目前金广快捷项目总数已达21家，且已从山西走向全国，计划未来3年内，在全国发展100家连锁酒店。

另一方面，**公司收购金广，还解决了品牌建设的难题。**公司收购金广快捷，把金广品牌作为一个与锦江之星同级别的子品牌推出，实现非标准化经济型酒店品牌的建设。“金广快捷”品牌的引进将和“锦江之星”品牌互为补充，同时在一定程度上公司的经济型酒店规模也可以借助金广快捷品牌进一步提升扩张速度，缩短新开酒店的盈利周期。

### 2.3.2 市场细分构建多层次品牌

经济型酒店归根结底是保持低廉价格，针对低端市场中价格敏感消费者的酒店。我国的经济型酒店在过去的四年间是直线式的增长，从2005年的1000家左右发展到了2009年底的3500家；尽管数量上出现成倍增长，但目前国内经济型酒店的市场结构单一，在专业服务、质量标准以及打造主题特色上尚有欠缺。

因此经济型酒店市场正在进行二次细分，在达到一般经济型酒店的3B1P，即浴室(Bath)、床位(Bed)、早餐(Breakfast)和停车位(Park)，满足房间的实用功能的基础上，着眼“专业”和“特色”进行市场二次

细分；其中，“专业”有两层内涵，一是通过社会服务专业化来降低经济型酒店的营运成本，即“外部专业化”，实现经济型酒店附着组织和附着功能的部分剥离；二是酒店服务专业化，具备明确的专门针对某层次消费群体的配套及装饰；

“特色”也是经济型酒店不可或缺的元素，是酒店品牌传递的内在价值，即便是同一个档次的经济型酒店供给市场，同样要凭借特有的3B1P设施、装修、装饰风格，以及专业服务构建特色卖点，锁定特有的目标客户群。

通过对客源结构及其可靠性和持久性进行评估，在协调中端标准化和非标化品牌主次有序的共进发展的基础上，公司计划在经济型酒店领域，向下打造百时快捷品牌，向上拓展白玉兰品牌及标准化高端品牌。酒店品牌的档次划分是对市场和客户进行的一次细分，从而帮助酒店提供有针对性的专业服务。

图 12. 各档次酒店投入成本比较

酒店档次	低端-百时快捷	中端标准化-锦江之星	中端非标化-金广快捷	高端-白玉兰
单间投资 (万人民币)	6	10	8	15-20
单店规模(间))	100-200	80-120	80-120	100-150
单店投资 (万人民币)	600-1200	800-1200	700-1000	1500-3000
房间面积(m <sup>2</sup> )	11-15	15-25	15-25	25-35
门店数量(家)	46	489	13	6
2011 年均出租率	74.78%	87.27%	92.05%	58.75%
RevPAR(元)	97.53	157.14	174.27	117.75
目标消费群	背包客、学生	工薪层及自助游客	年轻白领	小资群体、商务旅客

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

**百时快捷酒店 (Bestday)**：2009年3月，锦江之星正式推出了更加便捷、价格更加实惠的“百时快捷”酒店品牌。百时快捷酒店整体设计布局更加现代简约，空间设计和布局较为紧凑，以更为方便、更加快捷、更富个性的消费理念为主线，突出了“资源节约型”的特点，体现个性、张扬、自由自在的全新概念；目标客户群为学生、中小企业商务人士、年轻白领、工薪族等自助旅游人士。目前开设的百时快捷主要位于部分一线、省会城市，以及一些客流量充足的沿海二、三线城市，门店遍布36个城市，共计56家门店，2011年年均单间均价为108元/间，单店成熟期在3-6个月，入住率升至80%即为成熟水平，年均出租率高达75%。

图 13. 百时快捷以年轻、时尚风格为标签



资料来源：公司网站、第一创业证券研究所

百时快捷酒店根据各类宾客的住宿需求，特别设立了单人房（1.35米床）、上下铺房（1.35米及1.00米床）、双人房和榻榻米房等各类极具个性的房型，以单人房、高低铺作为主流客房。房间内设免费宽带、有线电视、可控空调以及标准化的卧具和洗浴设备；并在百时快捷酒店在大堂内设立的自助休闲区有多款食品、饮料、日常生活品自动贩售机，服务方式便捷、轻松。

**白玉兰酒店（MAGNOTEL）**隶属上海锦江国际酒店集团，由锦江股份受托管理，定位于注重生活品质的商务人士及白领阶层，是按高星级酒店标准打造的新一代商务型酒店品牌。

白玉兰酒店秉承“锦江”在酒店管理项目中的成功经验，坚持“以人为本，温馨细致”的服务理念，追求“让客人完全满意”的服务宗旨，积极采用先进的网络应用技术，创造性地将智能科技与酒店服务完美结合，开发出个性化商务数码房和白玉兰秘书服务等极具特色的智能产品，并尽可能的配备餐饮、咖啡吧、棋牌室、多功能会议厅甚至健身房等康乐设施。

针对商旅客人，白玉兰酒店将移动办公需求融入酒店，并专门为商务人士设计整体卫浴，及贴身保温的安睡宝被子和安睡宝枕头。在安全设计上，酒店的每一部分建筑都经过严格强度测试；并建立了强大的红外线防盗系统和全方位的控制系統，酒店全部的装饰和家具都经过严格的环保检测；锦江大厨为酒店配套多种营养早餐。

图 14、白玉兰品牌为商务客人打造准星级标准酒店



资料来源：公司网站、第一创业证券研究所

目前白玉兰酒店开设在上海及江沪浙地区经济较发达城市，包括无锡、宁波、张家港及苏州等地，合计开业家数达 6 家，2011 年年均单间均价为 200 元/间，出租率在 58%附近。

**中高端经济型酒店将成未来三年公司的建设重心。**2011 年 2 月 17 日，旅馆投资与上海新工联酒店管理有限公司共同投资设立了上海新锦酒店管理有限公司（简称“新锦管理”）。新锦管理注册资本为人民币 3,000 万元，其中，旅馆投资以货币资金出资人民币 900 万元，占总注册资本的 30%，新锦管理的主要经营范围为投资和改建高端品牌经济型酒店。按公司中高端经济型酒店占总门店比重 10%左右的水平来看，白玉兰及类星级经济型酒店尚有 90 间门店的发展空间，在未来两到三年将成为公司的建设重心。

重组置入锦江股份的达华宾馆是旅馆公司尝试改造经济型精品酒店、拉开高端经济型标准酒店品牌发展的序幕。目前正在设计改造阶段，预计明年年中可能开业迎客。

## 2.4 走出国门，打响中国品牌

**品牌独家授权方式和合作使公司低风险跨出国门。**2011 年 9 月，公司与菲律宾的上好佳集团下属的 CSI Hotels 签署独家授权/特许经营协议，根据协议及新张门店收入收取品牌授权经营费、持续管理费、中央订房系统渠道销售费等。

以独家授权方式拓展显著降低公司介入海外市场的风险，在新市场参照锦江之星在中国境内的加盟费用收取加盟及持续服务费用，有效降低了出境品牌市场拓展及营收的风险，也是跨国连锁品牌境外扩张的重要方式之一。

作为首家进军海外市场的本土品牌，锦江之星的网络优势扩大。经

济型酒店的跨国连锁网络很可能与锦江系的旅行社、酒店等整体服务于出境游市场，公司服务优势进一步扩大。“锦江之星”品牌输出将伴随电商系统对接、服务支持系统和统一采购等软件配套一并输出，以保证总部对境外门店及加盟店的控制力不因地理半径而减弱。

2012年3月13日，中国锦江之星旅馆有限公司与法国卢浮酒店集团在巴黎为各自旗下的经济型连锁酒店“锦江之星”和“坎帕尼莱”（Campanile）举行品牌结盟挂牌仪式。双方将各自选取15家酒店互相挂牌，并引进对方服务特色。法国卢浮酒店集团是欧洲第二大酒店集团，经营7个酒店品牌，在42个国家拥有1000多家酒店，8.1万间客房。

锦江之星结盟卢浮酒店集团，将致力于为中国游客提供更好的、符合中国习惯的酒店服务。法国是欧盟国家中最受中国游客青睐的第一大旅游目的地，随着大众旅游意识和出境便捷程度的提升，越来越多的中国人到法国旅游会更倾向于经济型酒店，通过锦江之星和品牌结盟，双方品牌的影响力和知名度将有效扩大。

目前，品牌结盟的主要方式是互送客源，打通预订平台。中国出境游客在锦江的网站上直接预订“坎帕尼莱”酒店客房，锦江按照每笔订单收取一定比例的渠道费用作为收益，其渠道收费与国内标准一致。

此次参与品牌联盟的15家“坎帕尼莱”分布在法国巴黎、里昂、尼斯、马赛、普罗旺斯、波尔多6个城市，15家“锦江之星”则分布在中国北京、上海、杭州等城市。参与品牌联盟的“坎帕尼莱”门店将引进包子、粥、绿茶等中式饮食，以及中文电视频道；国内的锦江之星合作门店也将提供法式咖啡、牛角面包等，以及法国电视五台、CNN、BBC频道。游客可通过提前预订获得符合各自习惯的地道饮食服务。

未来半年，品牌联盟双方将酌情决定是否扩大合作规模，有可能将合作扩大到卢浮集团在欧洲其他国家的酒店，以及集团旗下的高端品牌“金郁金香”等；鉴于卢浮酒店隶属于喜达屋集团，可能引导进一步在酒店投资或股权投资上的合作。

## 2.5 电商助力渠道发展

经济型酒店客房营销模式日益拓展，电子商务水平显著提升。市场在进行高速增长和品牌调整的同时，竞争的加剧迫使企业转向服务质量和建设上来。从品牌建设、质量管理、服务优化、跟踪指导等各方面着手，企业内控和服务管理在新渠道、新手段的辅助下，得到迅猛发展。

2010年中国经济型酒店直销市场规模为130亿元，占整体规模的比重上升至72%。酒店直销渠道包括散客、公司客户和旅行社客户；通过酒店官网和酒店电话实现预订；分销渠道包括全球GDS预定系统、第三方预订网站等。

目前国内酒店依赖签约客户、旅行社和酒店前台预订等传统的销售渠道，所占比重是美国酒店传统渠道预定比例 51% 的 1.5 倍。而在非传统渠道中，在线预订比重日渐上升至 20%，并呈现以分销为主、直销为辅的格局。2010 年，在线酒店预订市场中，分销渠道占比超过 15%，而酒店官网和呼叫中心等品牌直销方式合计占比仅为 7%。

图 15. 近五年中国酒店业在线预订规模及增速

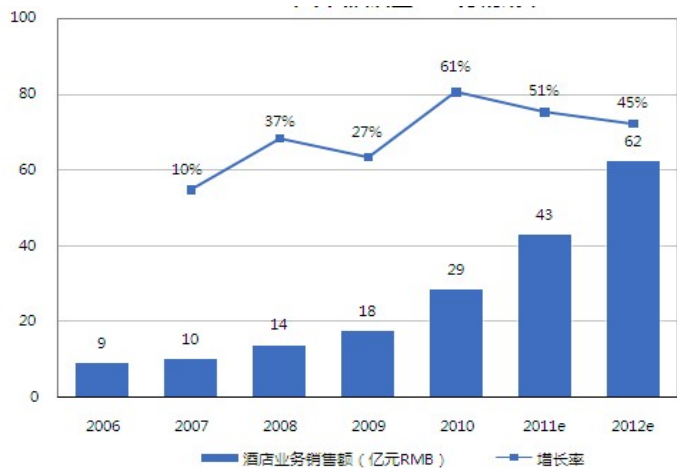
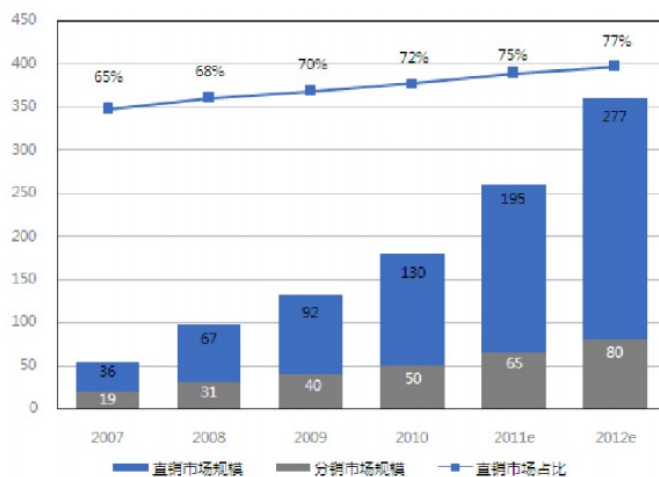


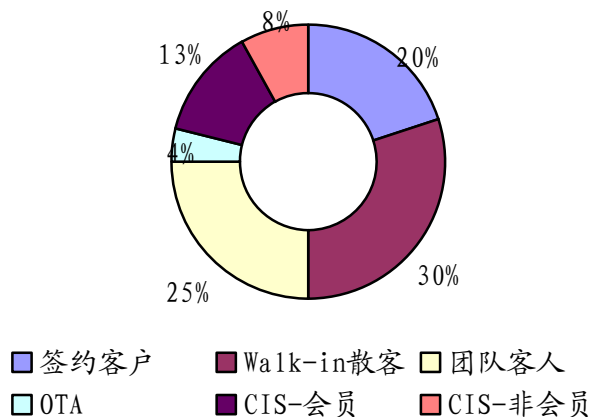
图 16. 近五年经济型酒店直销市场和分销市场规模



资料来源：艺旅咨询、第一创业证券研究所

作为经济型酒店的先驱，锦江之星的预订格局相对合理，直销分销共同发力。公司超过 70% 的客源来自传统渠道，包括公司签约客户、上门散客和团队客人；携程、艺龙等 OTA 渠道占比仅为 4%，酒店官网及呼叫中心为形式的中央订房渠道贡献了近 21% 的客源。

图 17. 锦江之星预订客源分布

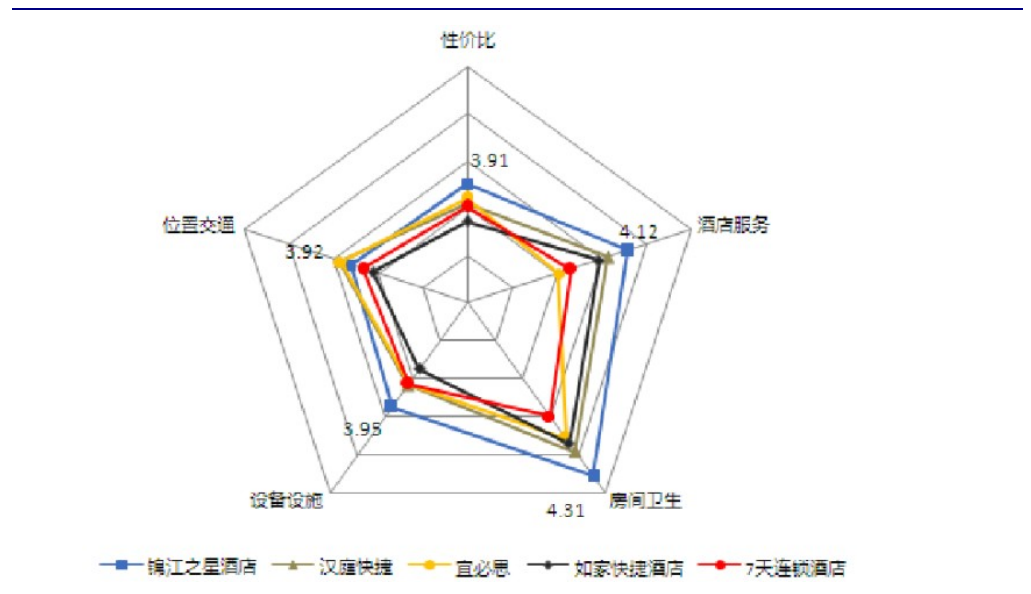


资料来源：第一创业证券研究所

伴随互联网和智能手机普及率的增高，以及互联网在酒店促销和预订方面的运用，传统的销售方式和手段面临严峻考验，建设多元化的直销渠道势在必行；另一方面，酒店网络营销进入“微点评时代”，口碑评价成为软性营销，对于酒店而言，点评以其低成本、高覆盖面成为酒店宣传的更好选择，质量高的点评不仅增加酒店的知名度和美誉度，更重要的是作为一种软性广告为酒店带来直接销售收入。

按五维度口碑评级模型分析，基于 enhotel 五维度酒店用户意见评级模型，将酒店口碑分为五大维度，即性价比、酒店服务、房间卫生、设备设施和位置交通，进行多维度、综合性分析。图中用面积表示口碑分数，组成面积越大的一组数据表示该品牌口碑得分越高。锦江之星综合得分最高，尤以设备设施、房间卫生和酒店服务为佳。从均衡发展分析，经济型酒店短板在性价比、位置交通和设备设施方面，而卫生和服务评价相对较高。

图 18、2010 年主要经济型酒店五维度口碑指数对比及平均值



资料来源：硅谷创投、第一创业证券研究所

2010 年，锦江之星为便捷服务顾客、统一优化管理与智能分配客源，超过 300 人坐席的“锦江之星呼叫中心实施整合管理项目”正式上线。呼叫中心充分利用并集成了锦江之星现有技术、设备，与 IBM 合作，通过标准化流程再造和 IT 层面互联互通的技术整合，全面提升了锦江之星呼叫中心的客服水平和精细化、智能化管理。

肩负锦江之星及下属品牌预订功能的电子平台早在 2008 年即已落成面市，网站不仅是公司酒店的形象宣传平台，还兼备会员吸纳、房间及餐饮预订等功能，并伴随公司的业务半径的扩大增入了白玉兰、金广快捷、百时快捷等品牌链接。

综合呼叫中心和电子平台,公司构筑起中央预订系统(以下简称“中央系统”或“CIS”),起到对内部调配资源,对客户统一服务的媒介作用。CIS针对旗下的直营及加盟门店收取通过中央系统订房的渠道费用,按照每间每夜定额收取。其中,锦江之星品牌按照20元/间/夜、百时快捷品牌则按照10元/间/夜的标准收取。

2012年4月,锦江国际集团宣布投资超过1亿元成立锦江国际电商平台,锦江之星与锦江国际电子商务有限公司签署《预定销售合作协议》和《锦江国际客户忠诚度计划享计划合作协议》,充分利用锦江国际集团更广泛的客源结构及会员体系,提升客户资源和业务半径。

4月24日,锦江国际集团旗下的电商平台所属“锦江旅行+”(www.jinjiang.com)、“锦江礼享+”、“锦江e卡通”正式全面上线,成为锦江国际集团酒店、旅游、客运、餐饮等业务在线营销渠道与业务运营平台。锦江集团旗下的多家星级饭店、锦江之星、百时快捷、金广快捷等酒店以及上海国旅、锦旅、上海旅行社的所有旅游线路,均可通过这一平台预订。同时,锦江集团下属的客运、租车业务也将全部纳入其中,推动整体业务信息化水平的升级和旅游业务的网络渠道扩张,实现真正的旅游一站式服务。

考虑到酒店产品和服务的同质性、低门槛性和高度竞争,单一酒店品牌对于客户的控制能力越来越弱,因此,以会员制构建客户网络成为大势所趋,统一的连锁品牌形象及其所代表的服务内涵与专属权利及优惠对客户的吸引力凸显。

自2008年锦江之星品牌俱乐部成立至2011年末,锦江之星会员总数达到242.7万人,交行联名卡已发展到60.2万张。包括国际国内著名品牌企业在内的客户数量突破15,300家,企业会员贡献的入住率远远高于排名靠前的其他三个品牌。

作为蓝鲸俱乐部、红枫俱乐部会员,可享受到房价折扣、餐饮折扣、生日特价、延长退房等权益,会员还可使用积分兑换锦江国际旗下奖励住宿、奖励旅行、奖励租车等礼品。

## 2.6 2013年发展突破千店

经历对外并购和自有品牌的多层次建设,公司自2010年进入前所未有的快速发展时期,同时,公司将保持直营、加盟门店的稳定比例。截至2012年5月末,锦江之星旗下的开业酒店分别为直营178家,加盟419家,分别占比30%和70%。

图 19、2012年5月底锦江之星旗下品牌门店数量

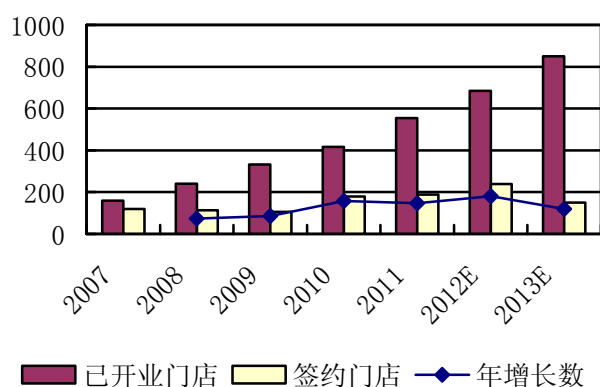
	2012年5月份 开业酒店家数	截至2012年 5月31日 开业酒店家数	2012年5月份 签约酒店家数	截至2012年 5月31日 签约酒店家数
直营酒店	0	178	3	220
加盟酒店	4	419	9	592
合计	4	597	12	812

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

公司将继续以经济型酒店为重点发展方向，保持和强化锦江之星在国内经济型酒店的领先优势，保持直营、加盟酒店三七分的比重，在着力发展标准化主品牌锦江之星的同时，打造非标准化经济型酒店，突出服务及管理特色；积极改造及经营具备高星级特质的中高档连锁酒店，力争在2013年达到签约酒店1000家的目标。

以公司的经济型酒店的发展步骤来看，1997年锦江之星品牌成立之后的15年间，由于整体市场不成熟，公司倾向于品牌建设和内部管理，将期初发展局限于长三角地区，较高的加盟门槛也使得锦江之星的外延扩张受限；因此公司门店的大规模扩张是在21世纪初才开始的，锦江之星从“长三角”地区开始向全国拓展，并在最近5年保持年均百家的稳健速度，2012年公司计划新开经济型酒店140家，新签约180家，这是公司成立15年以来发展最快的一年。以此速度判断公司2013年实现签约千家的目标并非难事。

图 20. 锦江股份近年的酒店数目增长及预测



### 3 中西式纵横发展，增资餐饮连锁

#### 3.1 肯德基独占鳌头

餐饮食品业务方面，2011 年公司餐饮业务利润占比 43.75%，是公司的次要利润来源，其中，肯德基连锁餐厅是公司餐饮业务利润的主要贡献业务。

公司目前主要拥有上海肯德基 42% 股权及苏州、无锡、杭州肯德基 8% 的股权和一系列经营中式餐饮公司的股权，餐饮业务的利润表现主要体现在股权投资收益中。

2011 年，上海、杭州、苏州和无锡四地的肯德基子公司为锦江股份分别贡献利润 7,647 万元、2,715 万元、849 万元和 540 万元。其中，公司持有 42% 股权的上海肯德基有限公司于 2011 年度实现营业收入 289,949 万元，较上年同期增长 8.65%；2011 年度连锁餐厅增加 20 家至 289 家；剔除 2010 年 5 月份至 10 月份在世博园区内的 7 家肯德基餐厅的影响，2011 年营业收入增幅达到 17.32%。

#### 3.2 中西餐饮调整中显生机

公司的餐饮品牌横贯中西，涵盖快餐、团餐及正餐，并通过各控股子公司各司品牌，形成餐饮供应网络。

公司持有 75% 股权的上海新亚大家乐餐饮有限公司下设新亚大包餐厅，属于中式快餐连锁，于 2011 年度实现营业收入 17,704 万元，2011 年末连锁餐厅总数为 59 家。公司将积极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，大力推动“新亚大包”品牌转型，提升中式快餐业务盈利能力。

公司持有 51% 股权的上海锦江同乐餐饮管理有限公司经营以“锦庐”为品牌的中式正餐，设上海和武汉两个分店，于 2011 年度实现营业收入 2,371 万元，比上年同期下降 0.25%。公司将以提高“锦庐”品牌的知名度和盈利能力为导向，调整结构和布局，实现盈利最大化。

公司持有 42.815% 股权的上海吉野家快餐有限公司于 2011 年度实现营业收入 8,941 万元；作为日式快餐连锁餐厅，目前该品牌仅在上海开设门店，去年末总数为 21 家，净增 3 家。2011 年 10 月，公司下属子公司上海锦江国际餐饮投资管理有限公司出资 128.45 万美元，折合人民币 8,159,127.76 元增资上海吉野家快餐有限公司。截至 2011 年 12 月 31 日，上海吉野家快餐有限公司的注册资本为 1,230 万美元，实收资本 1,030 万美元。上海锦江国际餐饮投资有限公司拥有上海吉野

家快餐有限公司 42.815% 股权；增资主要用于门店拓展，一是在上海地区加快发展速度，二是开发新区域至浙江、江苏等省市。

此外，在 2011 年内，公司出资为 14,867,836.13 元人民币收购上海锦江国际餐饮投资管理有限公司 10% 的股权。至此，公司拥有了专业从事餐饮管理和投资的上海锦江国际餐饮管理有限公司 100% 的股权，方便通过子公司进行餐饮新品牌的纳入和管理，加强对餐饮企业的管理和支持力度。

5 月，公司出资 500,000 元人民币、上海锦江国际餐饮管理有限公司出资 9,500,000 元人民币，分别对上海新亚食品有限公司实施增资；表明公司将以食品加工资源为突破口，打造食品加工与餐饮产业链。

总而言之，锦江在餐饮布局上已然拥有了优质的资源，建立合适的多层次的盈利模式尚需调整。公司现有的品牌当中，新亚大包、静安面包房、新亚食品等由于产品老化、机制缺失、资源分散等因素，市场份额尚有提升空间，目前公司已经针对自身的问题做了结构性的调整并初具成效，将来这方面的突破有助于业绩的大幅提升。

我们预期，公司将形成西式快餐以肯德基为龙头并稳固期优势、加快日式快餐吉野家的发展步伐，以及对中式快餐激励发展的布局，足以构成沪上快餐连锁的龙头地位；因而形成连锁快餐业为主、正餐和团餐为辅的格局。

预计未来三年，上海肯德基将增至 350 家左右，主要拓展速度受到门店选址和成本上升的影响；新亚大包和吉野家受益于管理层激励和外延扩张，门店增速相对较快，年均增长可能达到 5 家左右。因此，我们预计，未来三年餐饮板块将为公司贡献净利润分别为 1.68 亿元、2 亿元和 2.2 亿元。

## 4 盈利预测及投资评级

### 4.1 A 股的经济酒店专家

经济型酒店市场在中国正处于一个快速成长阶段。在 2000 年至 2010 年间，中国经济型连锁酒店的家数从 23 家快速增加至 5120 家，客房数从 3,236 间快速增加至 544,210 间。虽然已经出现少数优势企业，并且按照客房规模大小排列前 10 位的经济型连锁酒店集团所占市场份额合计已经超过 60%。

图 21、过去十年，经济型酒店突飞猛进

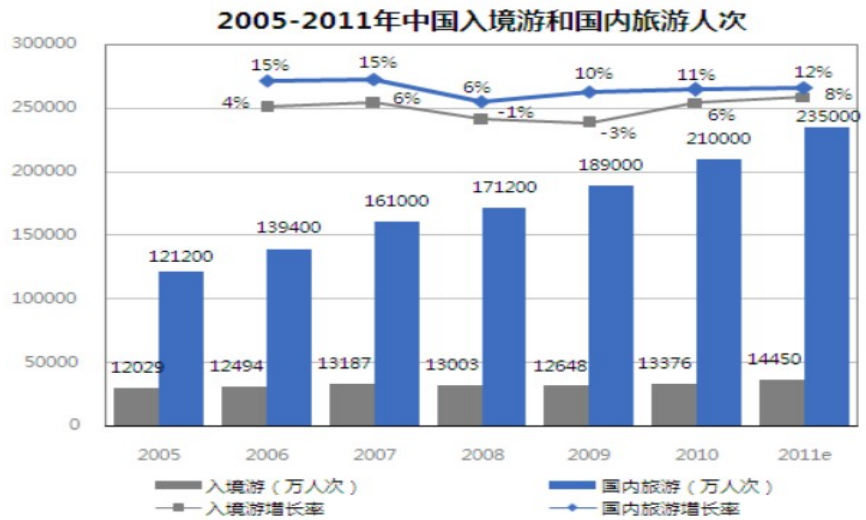
#### 2000-2010Q2 全国经济型连锁酒店规模增长



资料来源：艺旅咨询，第一创业证券研究所

受益大众旅游和商旅市场的蓬勃发展，经济型酒店行业发展潜力巨大。经济型酒店的客源主要是商旅客户和个人游客，这两大客源将受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态势。

图 22、近年来我国国民旅游人次保持两位数增长



资料来源：国家旅游局网站、第一创业证券研究所

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；众多企业员工由于差旅费用的管理和限制，也开始选择经济型酒店。艺旅咨询预测，未来十年该市场至少还有 10 倍左右的增长空间；且二三线城市发展潜力巨大；以并购事件为代表的资本运作和企业重组提速；直销程度及电子商务水平将进一步提升；规模扩张的同时特色酒店细分市场将全面发展，品牌差异悄然显现。

2010 年中国经济型酒店市场规模达到 180 亿元，同比 2009 年增长 36%，但仅占中国酒店整体规模的 8.3%。其中，行业前四大品牌营收总额达 81.2 亿元，占 45% 的市场份额。

图 23. 2010 年经济型酒店市场规模

2010年经济型酒店营收市场规模

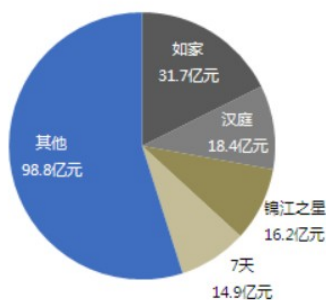


图 24. 过去十年经济型酒店门店增速喜人

2003-2012年经济型酒店门店数量



资料来源：艺旅咨询、第一创业证券研究所

自 2003 年经济型酒店进入快速发展期以来，8 年间增长 66 倍，复

合增长率高达 78%，远高于星级酒店同期增长率。截止 2010 年末，经济型酒店行业拥有 5120 家酒店，客房数达 56.4 万间。经济型酒店与星级酒店客房数之比约为 2: 8，大大低于欧美市场 70% 的平均水平。目前我国经济型酒店供给低于星级酒店，随着中小企业数量的迅速增加和国内休闲旅游的发展，未来十年经济型酒店需要 10 倍左右的增长空间才能满足迅猛增长的市场需求。

A 股中的酒店及旅游综合行业的公司亦有涉足经济型酒店的，但其管理、服务标准化以及规模建设上均不及锦江股份。

表 25、A 股市场经济型酒店横向比较

	锦江股份	中青旅	金陵饭店	华天酒店
主业板块	经济型酒店+连锁餐饮	旅游产品+景区	星级酒店经营	星级酒店经营
连锁门店数(签约)	812	26	14	21
品牌历史	1997、上海	2002、深圳	2005、南京	2006、长沙
旗下子品牌	锦江之星、金广快捷、百时快捷、白玉兰、达华等	山水时尚酒店、设计师品牌	金一村	华天之星(2011年7月已转让给7天)
品牌层次	低、中、高端 标准化/非标准化	非标化中、高端	标准化中端	标准化、中端 直营门店
覆盖地区	北京、上海、长沙、深圳、成都、武汉、株洲、太原、南京、西安、莞、肇庆、成都、海丰、呼和浩特、郑州等 60 多个城市	北京、广州、深圳、东莞、肇庆、成都、海丰等地区	南京、镇江、南通	北京、上海、呼和浩特、郑州、武汉、南昌、长沙、株洲、湘潭、衡阳、益阳、岳阳

资料来源：公司官网、第一创业证券研究所

## 4.2 专业化发展将实现市值快速增长

锦江股份是 A 股中唯一一家以经济型酒店为主业的上市公司，亦是国内经济型酒店的创始者，锦江之星有条不紊的把握自身的发展节奏，尽管在发展速度和规模上不求第一，但保证单店盈利能力和服务品质，使得锦江之星即使在面对金融危机时期仍有稳定增长。

**主品牌注重单店业绩，扩张实效更胜一筹。**比较 A 股中其他品牌的经济型连锁酒店，锦江之星的门店数目位居前列，独有独栋酒店物业的模式建立了卓尔不群的形象，不仅具有标准化品牌，还具有多层次的非标准化、设计独特的子品牌，且收入规模与门店拓展尚在上升期中。

即使与行业内排名靠前的同类经济型酒店公司比较，**锦江的单店收入规模、盈利能力及净利率等指标上也略胜一筹。**

图 26. 2011 年前四大品牌经济型酒店盈利能力比较

酒店品牌	已开业 门店数	营收规模 (亿元)	净利润总额 (亿元)	店均收入 (万元)	EBITDA (亿元)	店均 净利润	净利率	净利润 增减
------	------------	--------------	---------------	--------------	----------------	-----------	-----	-----------

如家	1426	39.60	3.52	278	7.92	25	8.9%	-2.2%
7天	734	21.28	1.29	290	3.76	18	6.1%	9.3%
汉庭	361	22.50	1.15	398	3.51	21	5.1%	-46.8%
<b>锦江之星</b>	<b>554</b>	<b>18.89</b>	<b>1.80</b>	<b>341</b>	<b>5.33</b>	<b>32</b>	<b>9.5%</b>	<b>-15.8%</b>

资料来源：各公司公告、第一创业证券研究所

锦江股份具备优良的单店盈利能力，率多层次品牌，在未来两到三年，将迎来公司高速发展的巅峰时期，亦是已有门店大规模释放业绩的集中期。公司发展较高的加盟店比例保障了自有资本投入的有效性，减少了开业磨合期和开办费用对盈利的冲击。另一方面，来自加盟店收入的利润率高于直营店的利润率，公司亦不受并购公司的资金压力和业绩拖累，因而能够实现高速成长的同时净利润和 RevPAR 的相对稳定。

图 27. 公司近年来门店与房价双双稳定增长

酒店品牌	2007	2008	2009	2010	2011	2012/05
已开业门店	160	240	333	417	554	597
净增加	-	80	93	84	137	43
其中：直营店	62	88	120	144	171	178
加盟店	98	152	213	273	383	419
签约门店	120	113	106	179	189	215
净增加	-	-7	-7	73	10	26
总门店数目	280	353	439	596	743	812
RevPAR	144.61	145.17	141.73	161.88	154.42	156.27

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

2009 年以来，公司的经济型酒店门店保持百家左右的增速，2011 年、2012 年将提速至 150 家左右，实现 2013 年超千店的目标。受益于 2009、2010 年新店进入盈利释放期，预计公司的经济型酒店经营及管理业务在 2012、2013 年将分别实现归属于上市公司净利润超过 2.6 亿元和 3.2 亿元，实现 44%和 23%的增幅。

按 6 月 27 日公司市价，锦江股份总市值为 71.33 亿元，高于大多在 A 股中上市的高星级酒店经营管理公司。就公司已开业单店数来看，单店市值仅为 1,288 万元，单间客房仅为 10.35 万元，与投入成本相当；尚未将 189 间已签约未开业门店纳入市值，伴随公司单店数量的倍增，及新店步入稳定增长期，公司市值将有 30%以上的增长。

就公司连锁店平均来看，其单店的收入规模、盈利能力均超过了同行业其他前列公司，未来两年的 PEG 亦揭示了公司持续稳健的发展状态，目前估值尚属合理区间，未来存在较大的市值增长空间。

表 28、与同类上市公司比较

比较项目	锦江股份		华天酒店		金陵饭店		
	2011	2010	2011	2010	2011	2010	
公司财务 指标	净资产收益率(摊薄)(%)	8.12	8.91	7.80	9.76	9.77	10.12
	总资产报酬率(%)	7.25	9.31	5.42	6.18	7.78	8.52
	销售净利率(%)	15.33	18.78	8.53	10.45	20.09	23.63
	销售毛利率(%)	87.59	84.50	54.66	53.87	54.60	50.65
	销售期间费用率(%)	71.75	66.40	39.82	39.64	29.30	28.75
	息税前利润/营业总收入 (%)	18.02	22.55	17.44	19.06	23.44	27.64
	资产负债率(%)	19.15	21.30	68.59	65.93	26.63	18.21
目前股价	15.95		4.8		7.28		
PE	30x		30x		19x		
PEG2	1		1.15		1.32		

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

### 4.3 盈利预测

综合来看，不仅公司的主打品牌，锦江之星通过扩张提速、签约店的建设营运，纷纷步入绩效释放期；在保持单一品牌广覆盖、高口碑、更快速的发展的同时，公司计划加快步伐，向 2013 年突破千店的目标冲刺，并向下及向上端建设多层次的酒店品牌，保持 3:7 的直营加盟比例，有效的提升资金利用效率和收益规模。基于 2011 年的较低增长，我们预计未来 2-3 年公司业绩将有确定的持续增长，预计 2012 年到 2014 年的 EPS 将分别是 0.71 元、0.86 元、1.06 元。

公司作为盈利能力领先、覆盖面广泛的经济型酒店开拓者和沪市餐饮连锁市场领先者，处于稳固主业、加快加盟步伐、丰富品牌层次的上升通道中，加盟费用提升空间较大，定价话语权较高，未来经营面持续改善。作为纵向品牌层次化的国内领先的经济型酒店的龙头企业，公司市值具有 30% 的上升空间，目标价区间为 21-23 元，给予公司“强烈推荐”评级。

表 29、模拟盈利预测（单位：万元）

单位：万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	212,454	211,608	272,813	338,287	403,434
同比(%)	171.5%	-0.4%	28.9%	24.0%	19.3%
营业毛利	179,534	185,344	241,387	301,208	360,116
同比(%)	242.5%	3.2%	30.2%	24.8%	19.6%
归属母公司净利润	38,061	32,048	42,746	51,747	63,883
同比(%)	35.5%	-15.8%	33.4%	21.1%	23.5%
总股本(万股)	60,324.1	60,324.1	60,324.1	60,324.1	60,324.1
每股收益(元)	0.63	0.53	0.71	0.86	1.06
ROE	8.9%	8.1%	9.8%	10.6%	11.5%
P/E(倍)	25.3	30.0	22.5	18.6	15.1

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>一、营业收入</b>	<b>212,454.1</b>	<b>211,607.8</b>	<b>272,813.2</b>	<b>338,286.9</b>	<b>403,433.8</b>
增长率%	171.5%	-0.4%	28.9%	24.0%	19.3%
经济型酒店营运及管理业务		162,127	188,888	245,554	306,943
增长率%			16.5%	30.0%	25.0%
星级酒店营运业务	40,389.6	16,209.2	0.0	0.0	0.0
增长率%	-19.0%	-59.9%	-100.0%	0.0%	0.0%
星级酒店管理业务	40,389.6	16,209.2	0.0	0.0	0.0
增长率%	-14.5%	-44.3%	-100.0%	0.0%	0.0%
餐饮与食品业务	19,011.1	23,097.6	22,695.1	27,234.1	31,319.3
增长率%	287.5%	21.5%	-1.7%	20.0%	15.0%
贸易业务	9,121.1	6,672.1	0.0	0.0	0.0
增长率%	-34.8%	-26.8%	-100.0%	-10.0%	-10.0%
其他业务	169.0	100.0	24.8	24.8	24.8
增长率%	-2.6%	-40.8%	-75.2%	0.0%	0.0%
<b>二、营业毛利</b>	<b>179,533.9</b>	<b>185,343.9</b>	<b>241,387.5</b>	<b>301,207.7</b>	<b>360,116.1</b>
增长率%	242.5%	3.2%	30.2%	24.8%	19.6%
综合毛利率	84.5%	87.6%	88.5%	89.0%	89.3%
<b>三、主业盈利</b>	<b>29,674.3</b>	<b>22,869.8</b>	<b>38,413.8</b>	<b>46,171.2</b>	<b>56,712.6</b>
增长率%	1232.3%	-22.9%	68.0%	20.2%	22.8%
主业盈利/收入	14.0%	10.8%	14.1%	13.6%	14.1%
财务费用	2,335.5	1,125.3	-1,279.7	-2,774.5	-4,500.4
付息债务费用率	27.3%	234.8%	-267.0%	-579.0%	-939.1%
资产减值损失	1,108.5	51.0	37.9	31.6	31.4
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	18,939.1	15,098.1	8,216.8	9,294.4	9,820.5
<b>四、利润总额</b>	<b>47,055.9</b>	<b>38,463.0</b>	<b>49,573.5</b>	<b>59,919.1</b>	<b>72,717.6</b>
减：所得税	7,146.7	6,032.3	6,444.6	7,789.5	8,451.7
实际税率	15.2%	15.7%	13.0%	13.0%	11.6%
<b>五、归属母公司净利</b>	<b>38,061.5</b>	<b>32,048.1</b>	<b>42,746.3</b>	<b>51,747.0</b>	<b>63,883.3</b>
增长率%	35.5%	-15.8%	33.4%	21.1%	23.5%
销售净利率%	17.9%	15.1%	15.7%	15.3%	15.8%
<b>六、总股本(万股)</b>	<b>60,324.1</b>	<b>60,324.1</b>	<b>60,324.1</b>	<b>60,324.1</b>	<b>60,324.1</b>
<b>七、摊薄每股收益</b>	<b>0.63</b>	<b>0.53</b>	<b>0.71</b>	<b>0.86</b>	<b>1.06</b>

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

### 第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135