



Company Report: Home Inns & Hotels (HMIN US)

公司报告：如家酒店 (HMIN US)

中文版

Chinese version

Noah Hudson

+86 755 23976684

noah.hudson@gtjas.com

15 August 2013

Valuation Still Attractive, Expect High Growth in 3Q13, "Buy". 估值仍有吸引力，预期2013年3季度盈利高速增长，“买入”。

- Home Inns' 2Q13 adjusted EBITDA increased 18.7% YoY to RMB394 million and was 7.5%/5.7% higher than Bloomberg consensus/our expectations. The Company achieved another quarter of YoY margin expansion driven by cost controls as well as increased contribution from franchised-and-managed ("F&M") hotels. We expect this to continue in 2H13.
- Lower revenue growth expected but profit margin will continue rising. Management lowered guidance for 2013 revenue growth range to 10.1%-12.7% (down from 14.4%-17.9% previously). The lower revenue growth is expected to be mitigated by higher EBITDA margin in 2H13 and 2014 due to 1) further improvement in Motel 168 operating results and 2) increasing contribution from franchised-&-managed hotels.
- We increase our 2013-2015 core EBITDA forecasts by 6.7%, 4.3% and 4.1%, respectively, to RMB1.363 billion, RMB1.574 billion and RMB1.742 billion, reflecting 19.0% CAGR.
- Double digit 3Q13 EBITDA growth and improving sentiment for U.S. listed China stocks could be catalysts for share price appreciation. We forecast Home Inns 3Q13 core EBITDA YoY growth of 46%.
- We reiterate our 'Buy' rating and increase our target price to US\$50.00, which is equivalent to 10.2x 2013 EV/Core EBITDA.
- 如家酒店 2013 年 2 季度调整后 EBITDA 同比增长 18.7%至人民币 3.94 亿元，分别高于市场和我们的预期 7.5%和 5.7%。公司的盈利率再次实现了同比增长，是因为进行成本控制措施而且加盟管理酒店做出更大的贡献，我们预期此趋势将在 2013 年下半年持续。
- 预期较低收入增长率，但是预期利润率将持续提高。管理层下调 2013 年收入增长指引范围从 14.4%-17.9%至 10.1%-12.7%。由于 1) 莫泰 168 品牌的酒店经营业绩将继续改善，及 2) 加盟并管理酒店的比重将继续上升，预期 2013 年下半年和 2014 年较高的 EBITDA 率将弥补较低的收入增长。
- 我们分别上调 2013 年至 2015 年核心 EBITDA 6.7%、4.3%和 4.1%。调整以后我们分别预期 2013 年至 2015 年核心 EBITDA 为人民币 13.63 亿元、人民币 15.74 亿元和人民币 17.42 亿元，相当于 19.0%的复合年增长率。
- 2013 年 3 季度 EBITDA 双位数增长和市场对在美国上市的中概股情绪在改善或成股价的催化剂。我们预期如家 2013 年 3 季度核心 EBITDA 同比增长 46%。
- 我们重申'买入'评级并上调目标价至 50.00 美元，相当于 10.2 倍 2013 年 EV/核心 EBITDA。

Rating:

Maintained

评级:

买入 (维持)

6-18m TP 目标价:

US\$50.00

Revised from 原目标价:

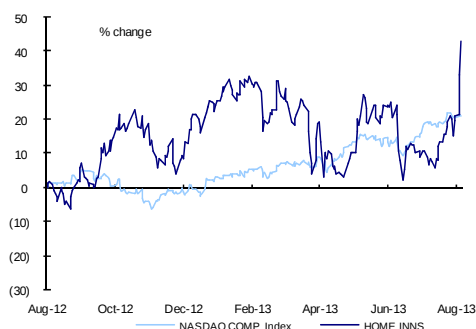
US\$40.00

Share price 股价:

US\$34.300

Stock performance

股价表现



Change in ADR Price ADR 价变动	1 M 1 个月	3 M 3 个月	1 Y 1 年
Abs. % 绝对变动 %	29.2	22.4	42.1
Rel. % to NASDAQ index 相对纳指变动 %	29.7	16.4	20.5
Avg. ADR price(US\$) 平均 ADR 价 (美元)	27.8	28.1	27.7

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

Year End 年结	Turnover 收入	Net Profit 股东净利	Earnings / ADR 每份 ADR 净利	Earnings / ADR 每份 ADR 净利变动	PER 市盈率	BV/ADR 每份 ADR 净资产	PBR 市净率	DP ADR 每份 ADR 股息	Yield 股息率	ROE 净资产收益率
12/31	(RMB m)	(RMB m)	(RMB)	(△%)	(x)	(RMB)	(x)	(RMB)	(%)	(%)
2011A	3,960	352	8.348	(6.1)	25.1	91.789	2.3	0.000	0.0	10.6
2012A	5,770	(27)	(0.580)	(106.9)	n.a.	87.163	2.4	0.000	0.0	(0.7)
2013F	6,454	368	7.938	1468.7	26.4	98.843	2.1	0.000	0.0	8.6
2014F	7,108	511	10.867	36.9	19.3	114.112	1.8	0.000	0.0	10.3
2015F	7,663	591	12.427	14.4	16.9	130.399	1.6	0.000	0.0	10.2

Shares in issue (m) 总股数 (m) 46.5
Market cap. (US\$ m) 市值 (US\$ m) 1,595.1
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000) 200.5
52 Weeks high/low (US\$) 52 周高/低 35.810 / 22.140

Major shareholder 大股东 Ctrip 18.0%
Free float (%) 自由流通比率 (%) 62.9
2013 Net gearing (%) 2013 净负债/股东资金 (%) 16.5%
2013 Est. NAV (US\$) 2013 每股估值 (美元) 54.3

Source: the Company, Guotai Junan International.

如家酒店 2013 年 2 季度调整后 EBITDA 同比增长 18.7%至人民币 3.94 亿元，分别高于市场和我们的预期 7.5%和 5.7%。

净收入合计人民币 15.03 亿元，同比增长 10.4%，在管理层此前指引范围内。整体市场环境依然低迷，管理层近期内还看不到任何复苏动力。与发展较好的大城市相比，小城市更糟糕。如家酒店的业务客流量维持疲弱，但被休闲游客的适度增长有所抵消，目前休闲游客约占收入的 22%到 25%。

酒店经营费用率同比下降 1.4 个百分点，因为员工对客房比例下降，令租赁直营酒店利润(不包括开幕前开支)同比增长 23.9%。如家酒店继续执行去年开始的效率计划。提高效率的主要推动力是减少酒店人手，提高了员工对酒店覆盖比例并取消了一些多余职位。前些年每 100 间客房对应的员工数是 24-25，现在公司在尽量保持酒店服务水平的同时逐步将每 100 间客房对应的员工数减少到 21-22。未来由于最低工资和人工成本将继续上涨，公司计划寻求 IT 解决方案以替代员工。如家酒店管理层希望在明年继续提高员工效率以应对工资上涨的压力。

经营利润率同比增长 2.9 个百分点至 11.2%，经营利润同比增长 49.6%至人民币 1.80 亿元，高于我们的预期 12.2%。受到有效的成本控制和效率提高以及加盟管理酒店贡献增加的推动，公司实现了又一季度的利润率同比增长。

每份 ADR 核心净利同比上升 87.3%并没有太大意义，因为有效税率从 12 年 2 季度的 58.6%下降至 12 年 3 季度的 41.2%。每个季度的有效税率差别都很大，但管理层预期未来有效税率将在 26%左右。13 年 2 季度核心净利、核心 EBITDA 和每份 ADR 核心净利不包括 1)定期贷款提前偿付导致的人民币 41.9 百万元加速费用摊销，2)可转换票据公允价值变动导致的人民币 0.4 百万元收益，3)人民币 25.1 百万元汇兑收益及 4)人民币 5.7 百万元莫泰 168 合并费用。

表-1: 业绩总结

(人民币百万元)	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	2Q13 同比	%/百分点 环比
净收入	1,361	1,501	1,376	1,314	1,503	10.4%	14.3%
租赁直营酒店经营成本(不包括开幕前开支)	(1,094)	(1,185)	(1,182)	(1,164)	(1,168)	-6.8%	-0.4%
占总收入比例	84.1%	82.8%	90.6%	94.0%	82.7%	(1.4)	(11.3)
租赁直营酒店利润(不包括开幕前开支)	127	160	43	-3	157	23.9%	4655.6%
总运营费用	(1,245)	(1,355)	(1,342)	(1,310)	(1,324)	-6.3%	-1.0%
占总收入比例	85.8%	84.8%	91.5%	93.4%	82.6%	(3.2)	(10.8)
经营利润	120	154	36	12	180	49.6%	1390.0%
净利	36	34	6	(19)	95	160.2%	588.8%
核心净利	62	94	57	(12)	117	88.0%	1060.5%
调整后净利	108	136	81	10	140	28.8%	1250.4%
每 ADR 摊薄净利(人民币)	0.75	0.73	0.14	(0.42)	1.68	124.0%	502.3%
每 ADR 摊薄核心净利(人民币)	1.24	2.03	1.24	(0.26)	2.33	87.3%	987.7%
每 ADR 摊薄调整后净利(人民币)	2.17	2.93	1.74	0.22	2.89	33.3%	1196.9%
EBITDA	285	284	188	187	349	22.4%	86.1%
核心 EBITDA	311	344	239	195	371	19.4%	90.5%
调整后 EBITDA	332	368	260	216	394	18.7%	82.1%
租赁直营酒店利润率	8.0%	9.7%	1.3%	-2.6%	10.4%	2.4	13.0
酒店利润率	17.5%	19.1%	12.1%	9.4%	21.0%	3.5	11.6
经营利润率	8.3%	9.6%	2.5%	0.9%	11.2%	2.9	10.4
净利率	2.5%	2.1%	0.4%	-1.4%	5.9%	3.4	7.3
核心净利率	4.3%	5.9%	3.9%	-0.9%	7.3%	3.0	8.2
EBITDA 率	19.6%	17.7%	12.8%	13.4%	21.8%	2.1	8.4
核心 EBITDA 率	21.4%	21.5%	16.3%	13.9%	23.1%	1.7	9.3

资料来源: 公司、国泰君安国际。

注*: 我们收录了核心和调整后的盈利数据。“调整后”数据由公司提供，剔除一些非经营项目以及基于股票的福利费用，被市场和公司用来做同比较之用。“核心”数据(由我们获得)也不包括一些非经营项目，但包括基于股票的福利费用，我们认为能更好地反映公司的真实经济表现。请参阅附录表 1 查看剔除项目详细列表。

新目标是 2013 年新增 400 家酒店，高于此前的 360-380 家。鉴于现有及潜在新加盟商的强劲需求，如家酒店提高了其 2013 年新增酒店总数目标至 400 家（此前目标为 360-380 家）。这包括 65-70 家租赁直营酒店（低于此前的 80-90 家）和 330-335 家加盟管理酒店（高于此前的 270-300 家）。截至 2013 年 2 季度末，公司旗下三个品牌在中国 271 个城市有 1,953 家酒店投入运营。如家酒店在 2013 年 2 季度新增了 94 家酒店，截至 2013 年 2 季度末还有 206 家酒店在筹备中。

表-2：截至 2013 年 6 月 30 日的酒店组合

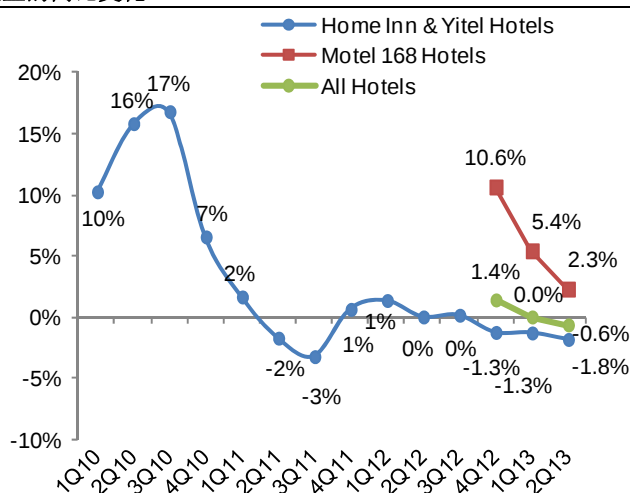
	投入运营酒店				季度新增	签约或在建
	如家酒店	莫泰 168	和颐	合计		
租赁直营	671	154	9	834	16	60
加盟管理	931	187	1	1,119	78	146
酒店总数	1,602	341	10	1,953	94	206

资料来源：公司。

如家及和颐品牌的成熟酒店可租房平均收益连续三个季度同比增速呈下行趋势，但在 7 月份开始复苏。截至 2013 年 2 季度末，除莫泰 168 以外公司共有 1,095 家成熟（至少投入运营 18 个月）酒店。这些成熟酒店的 2013 年 2 季度可租房平均收益为人民币 160 元，2012 年 1 季度可租房平均收益为人民币 163 元，相当于同比下跌 1.8%。而他们的 ADR 从人民币 173 元略升至人民币 174 元，入住率从 94.6% 跌至 92.1%，仍处于相当高的水平。包括莫泰 168 在内的所有成熟酒店的同店可租房平均收益同比仅减少 0.6%，是由于成熟的莫泰 168 品牌酒店平均可租房收益改善了 2.3%。管理层仍有信心莫泰 168 会继续在 13 年下半年产生令人满意的同比改善。

对进入 8 月初的 13 年 3 季度来说，成熟酒店（不包括莫泰 168）表现出轻微改善，同店可租房平均收益同比增长略低于 1%。公司管理层在对 中国旅游行业维持正面长期看法的同时，亦相信市场将继续面临挑战且在近期缺乏显著改善。

图-1：成熟酒店同店可租房平均收益的同比变化



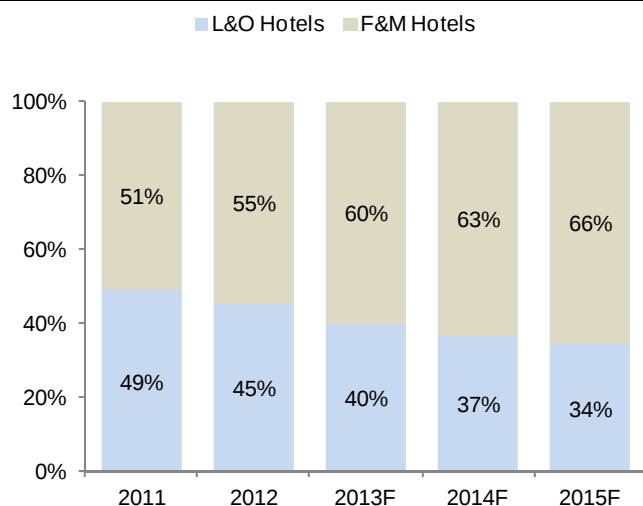
资料来源：公司。

我们预期 2013 年下半年和 2014 年核心 EBITDA 率将同比提升，由于 1) 莫泰 168 经营业绩将继续改善，及 2) 加盟管理酒店的比重将持续上升。

当莫泰 168 被收购时，其业务表现欠佳，收购后的整合努力继续产生正面的经营业绩。自从 2011 年 10 月 1 日被公司收购后莫泰 168 酒店的整合一直就进行，公司将在今年下半年完成整合。公司的策略是通过提高入住率提升莫泰 168 的可租房平均收益，管理层的目标是在 2013 年入住率达到 80%-82%（由于市场持续疲弱，从此前预期的 85% 下调）。今年，我们预期莫泰 168 酒店的可租房平均收益增加及后续的收入增加将能抵消成本压力，从而提升公司的 EBITDA 率。但是，从 2013 年 4 季度或 2014 年初开始，由于届时整合过程已经完成，我们认为已经改善了莫泰 168 酒店的进一步改善机会有限。

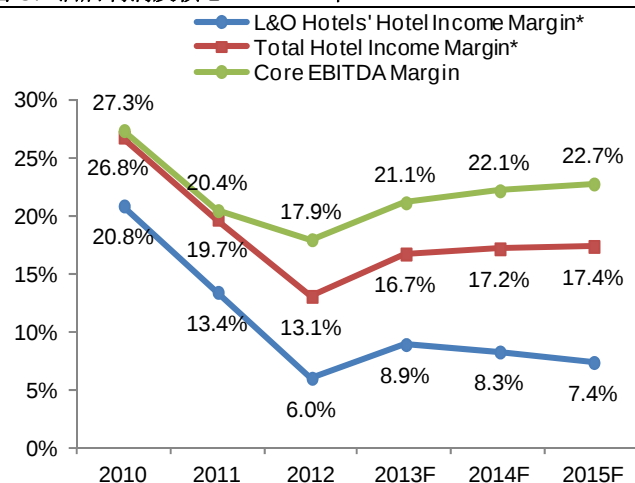
加盟管理酒店的比重将继续上升。2013 年将有约 83% 的新增酒店为加盟管理酒店，公司预计在未来继续实行轻资产策略。我们认为这也将帮助提高公司的 EBITDA 率，因为加盟管理酒店不会对公司产生任何酒店经营成本。

图-2：租赁直营酒店与加盟管理酒店占比比较



资料来源：公司、国泰君安国际。

图-3：酒店利润及核心 EBITDA 率



资料来源：公司、国泰君安国际。

注：* 不包括开幕前开支，开幕前开支主要是发展中租赁直营酒店的一项费用。

管理层调低 2013 年收入增速指引范围至 10.1%-12.7%（从此前的 14.4%-17.9% 下调）。公司管理层预计收入增速将放缓，但利润率将继续改善，导致利润增速超过收入增速。2013 年全年来看，如家酒店调低了总收入预期至人民币 63.50 亿元至人民币 65.00 亿元的范围之间，相当于 10.1% 至 12.7% 的增速。至于 13 年 3 季度，管理层预计总收入将在人民币 17.35 亿元至人民币 17.65 亿元的范围之间，同比增长 8.5%-10.4%。

我们分别上调 2013-2015 年核心 EBITDA 预测 6.7%、4.3% 和 4.1%。分别上调每份 ADR 全面摊薄核心净利预测 37.5%、22.9% 和 7.7%。调整以后我们分别预期 2013-2015 年每份 ADR 全面摊薄核心净利分别为人民币 8.34 元、人民币 10.66 元和人民币 12.23 元，相当于 54.0% 的复合年增长率，因我们已下调有效税率预测至 26%，与管理层指引一致。我们分别预期 2013-2015 年核心 EBITDA 为人民币 13.63 亿元、人民币 15.74 亿元和人民币 17.42 亿元，相当于 19.0% 的复合年增长率。

表-3: 模型更新

(人民币百万元)	旧			新			变动 (%或百分点)		
	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F
投入运营租赁直营酒店总数	893	983	1,073	868	933	998	-2.8%	-5.1%	-7.0%
投入运营加盟管理酒店总数	1,259	1,549	1,839	1,299	1,609	1,909	3.2%	3.9%	3.8%
租赁直营酒店总收入	5,763	6,573	7,310	5,674	6,136	6,500	-1.5%	-6.6%	-11.1%
加盟管理酒店总收入	781	976	1,186	780	972	1,162	-0.1%	-0.4%	-2.0%
合计总收入	6,544	7,549	8,496	6,454	7,108	7,663	-1.4%	-5.8%	-9.8%
营业税及附加	-410	-473	-533	-401	-440	-475	-2.3%	-7.0%	-10.9%
租赁直营酒店净收入	5,401	6,161	6,851	5,321	5,756	6,098	-1.5%	-6.6%	-11.0%
加盟管理酒店净收入	732	915	1,111	732	912	1,090	-0.1%	-0.3%	-1.9%
净收入	6,133	7,075	7,963	6,053	6,668	7,188	-1.3%	-5.8%	-9.7%
租赁直营酒店经营成本(不包括开幕前开支)	-4,998	-5,676	-6,309	-4,816	-5,248	-5,619	-3.6%	-7.5%	-10.9%
占租赁直营酒店总收入比例	86.7%	86.4%	86.3%	84.9%	85.5%	86.4%	-1.9	-0.8	0.1
租赁直营酒店利润(不包括开幕前开支)	403	484	543	506	508	479	25.3%	4.8%	-11.8%
占租赁直营酒店总收入比例	7.0%	7.4%	7.4%	8.9%	8.3%	7.4%	1.9	0.9	-0.1
租赁直营酒店开幕前开支	-104	-90	-94	-104	-104	-106	0.0%	15.6%	13.4%
销售及推广费用	-78	-83	-93	-76	-77	-83	-2.5%	-7.4%	-11.3%
占合计总收入比例	1.2%	1.1%	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%	-0.0	-0.0	-0.0
一般及行政费用	-315	-356	-392	-313	-337	-356	-0.9%	-5.4%	-9.4%
占合计总收入比例	5.1%	5.0%	4.9%	5.2%	5.1%	4.9%	0.0	0.0	0.0
加盟管理酒店人工成本	-138	-172	-209	-159	-200	-239	15.4%	16.1%	14.3%
其他收益	25	23	23	19	19	19	-24.4%	n.a.	n.a.
经营利润	525	720	888	604	720	804	15.1%	0.0%	-9.4%
所得税费用	-219	-286	-375	-185	-179	-207	-15.4%	-37.4%	-44.7%
有效税率	43.4%	39.2%	40.2%	33.5%	26.0%	26.0%	-10.0	-13.2	-14.2
净利	282	440	556	368	511	591	30.5%	16.1%	6.4%
(-) 非核心项目*	-7	10	10	-31	0	0	357.0%	-100.0%	-100.0%
核心净利	289	430	545	399	511	591	38.1%	18.8%	8.4%
(-) 基于股票福利费用	-99	-120	-125	-94	-113	-118	-5.5%	-6.1%	-5.8%
(-) 其他	187	0	0	0	0	0	-100.0%	n.a.	n.a.
调整后净利	377	550	670	493	623	709	30.8%	13.4%	5.7%
每 ADR 摊薄净利(人民币)	6.03	8.89	11.57	7.50	10.66	12.23	24.4%	19.9%	5.7%
每 ADR 摊薄核心净利(人民币)	6.07	8.67	11.35	8.34	10.66	12.23	37.5%	22.9%	7.7%
每 ADR 摊薄调整后净利(人民币)	8.19	11.18	14.26	10.43	13.01	14.99	27.4%	16.4%	5.1%
EBITDA	1,270	1,519	1,683	1,332	1,574	1,742	4.8%	3.6%	3.5%
核心 EBITDA	1,277	1,509	1,673	1,363	1,574	1,742	6.7%	4.3%	4.1%

资料来源: 公司、国泰君安国际。

注*: 非核心项目列表请参阅附录。

美国上市中概股情绪在改善。彭博中概指数CH55BN(前55家美国上市中概股市值加权指数)最近一个月增长**11%**,跑赢纳斯达克综合指数**9.2**个百分点。此外,正如我们在6月港股月度展望和行业更新中所提到的,5月24日中国证监会和中国财政部同意美国公众公司会计监察委员会查阅中国会计师事务所的文件。在此协议下,美国公众公司会计监察委员会只要提前通知中国就可与美国证监会分享其获得的文件。我们认为这将令投资者对美国上市中概股更有信心,由于多则会计造假丑闻和美国证监会调查,中概股的声誉在过去几年严重受损。

我们预期13年3季度核心EBITDA同比增长46%,或成股价进一步上升的催化剂。我们预计13年3季度核心净利上涨将更快,达到**83%**,受助于12年3季度(其时有效税率在异常高的**64.4%**)较弱的可比基数。同时我们预计13年3季度净利同比增长**404%**,受助于12年3季度非核心项目导致12年3季度GAAP净利同比暴跌**79.5%**(请参阅附录表2: 关键参数及预测(季度))。我们认为13年3季度业绩发布后优异的盈利增长将成为公司股价的催化剂。

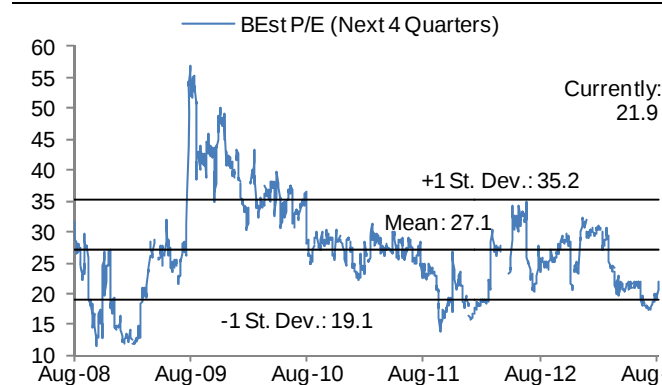
我们将目标价从40.00美元上调至50.00美元，重申“买入”评级。我们的目标价基于10.2倍2013年EV/核心EBITDA，高于我们在上一份公司报告中采用的8.5倍（但仍低于国际同业11.7倍2013年EV/EBITDA的现估值），因为我们认为公司股价有潜在催化剂，即中概股情绪在改善和我们预期13年3季度盈利强劲增长。自从两天前公司公布业绩以来，如家酒店的股价已上涨了17.6%。我们认为如家的估值仍有吸引力，因为相对国际同业公司估值仍然有折让。基于公司历史预测市盈率和EV/EBITDA估值，公司现估值仍很便宜。我们还采用DCF分析来复核我们的目标价，相对采用DCF方法获得的54.31美元NAV目标价有7.9%的折让。我们的目标价相当于有45.8%的上行空间。

表-4：同业比较

公司名称	股票代码	货币	股价	市值 (百万美元)	D/Y%	ROE %		PE			EV/EBITDA			11 PEG
						12A	12A	13F	12A	13F	14F	12A	13F	14F
美国上市的中国经济型连锁酒店														
如家酒店-Adr	HMIN US	USD	34.300	1,555	0.0	10.2	3.3	49.0	27.1	19.8	10.3	8.2	6.8	2.7
华住酒店集团-Adr	HTHT US	USD	19.990	1,217	0.0	5.6	7.9	37.4	31.5	23.0	12.9	9.8	7.7	0.9
简单平均				1,386	0.0	7.9	5.6	43.2	29.3	21.4	11.6	9.0	7.2	1.8
加权平均					0.0	8.2	5.3	43.9	29.0	21.2	11.5	8.9	7.2	1.9
香港上市														
香港上海大酒店	45 HK	HKD	12.180	2,359	1.0	1.9	1.2	44.6	35.8	29.7	17.5	14.9	13.0	0.9
香格里拉亚洲	69 HK	HKD	12.140	4,903	1.7	4.6	2.7	36.4	30.1	24.1	15.5	14.9	13.3	3.8
锦江酒店-H 股	2006 HK	HKD	1.330	954	1.3	6.2	2.4	26.2	26.2	23.3	6.4	5.9	5.6	n.a.
帝盛酒店	2066 HK	HKD	1.820	469	4.0	6.7	11.0	16.9	14.4	13.2	11.7	10.8	9.7	n.a.
华大地产	201 HK	HKD	0.370	427	0.5	5.7	6.8	12.3	9.3	9.3	13.2	n.a.	n.a.	n.a.
简单平均				1,823	1.7	5.0	4.8	27.3	23.2	19.9	12.8	11.6	10.4	2.3
加权平均					1.6	4.2	2.9	35.3	29.4	24.2	14.7	13.7	12.2	2.8
国际														
洲际酒店-Adr	IHG US	USD	30.830	8,139	n.a.	93.4	95.7	19.9	19.6	18.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
凯悦酒店-A	H US	USD	45.580	7,359	0.0	1.8	1.9	n.a.	n.a.	n.a.	12.8	11.7	10.7	n.a.
雅高酒店	AC FP	EUR	29.890	9,021	2.3	7.6	5.2	22.1	21.6	18.4	8.7	8.9	8.6	n.a.
千禧国尊	MLC LN	GBp	549.50	2,769	2.5	5.2	5.9	15.3	18.0	16.8	9.8	10.8	10.1	n.a.
Sunstone 酒店	SHO US	USD	12.790	2,083	0.3	4.3	4.2	n.a.	38.8	38.8	14.3	14.3	12.8	n.a.
温德姆集团	WYN US	USD	60.330	8,021	1.5	15.6	20.0	18.9	16.0	14.3	11.8	10.8	10.1	n.a.
万豪国际-A	MAR US	USD	41.080	12,455	1.2	36.7	-60.2	24.1	20.6	17.5	13.5	12.9	11.5	n.a.
喜达屋酒店	HOT US	USD	66.350	12,934	1.9	15.4	17.3	25.9	23.2	22.4	11.7	11.2	11.2	n.a.
Host 酒店	HOT US	USD	17.390	13,043	1.6	3.1	1.7	n.a.	47.1	34.5	15.2	13.5	12.4	n.a.
简单平均				8,425	1.4	20.3	10.2	21.0	25.6	22.7	12.2	11.8	10.9	n.a.
加权平均					1.5	22.3	6.9	22.3	26.1	22.2	12.5	11.7	11.0	n.a.

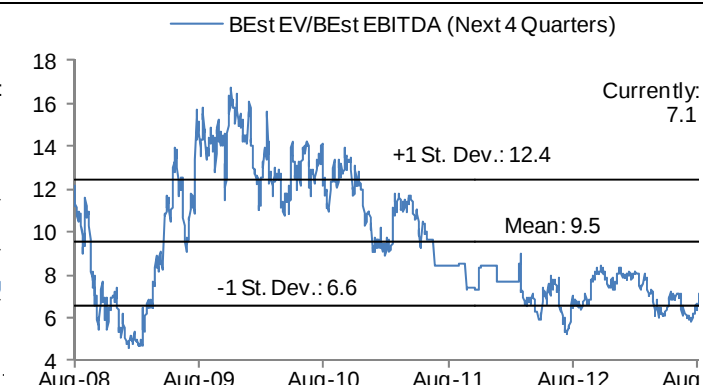
资料来源: Bloomberg。

图-4：如家酒店市盈率（未来四个季度）



资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

图-5：如家酒店 EV/EBITDA（未来四个季度）



资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

表-5: 基于估值和目标价数据

	FY12A	FY13F	FY14F	FY15F
基于目标价的 EV / EBITDA				
目标价 (美元/ADR)	50.00			
全面摊薄的年结发行在外 ADR 数量 (百万)	46.2	46.5	48.0	48.5
市值 (百万美元)	2,311	2,323	2,402	2,424
+年结少数股东权益 (百万美元)	2	2	2	2
+年结贷款, 不包括可转换债券 (百万美元)	120	118	120	121
- 年结现金及现金等价物 (百万美元)	106	172	231	301
年结企业价值 (百万美元)	2,327	2,270	2,294	2,246
核心 EBITDA (百万美元)	165.7	221.6	262.3	292.8
基于目标价的 EV/核心 EBITDA	14.0	10.2	8.7	7.7
基于目标价的市盈率及市盈增长率				
目标价 (美元/ADR)	50.00			
目标价 (人民币/ADR)	306.00			
每 ADR 摊薄核心净利 (人民币)	3.35	8.34	10.66	12.23
基于目标价的市盈率	91.4	36.7	28.7	25.0

资料来源: 公司、国泰君安国际。

表-6: 基于 DCF 估值

DCF 假设		计算	
永久增长率	3.0%	企业自由现金流现值 (人民币百万元)	8,993
		最终价值现值 (人民币百万元)	6,315
无风险收益率	1.49%	企业价值 (人民币百万元)	15,308
调整后 Beta	1.30	-债务, 不包括可转换债券 (人民币百万元)	116
市场风险溢价	10.6%	-少数股东权益 (人民币百万元)	12
股本成本	15.21%	+现金及现金等价物 (人民币百万元)	1,060
		NAV 总额 (人民币百万元)	16,240
借款利率	4.0%		
有效税率	26.0%	发行在外 ADR 数量 (全面摊薄, 截至 2011 年度, 百万)	47.9
债务成本	3.0%	每股 NAV (人民币)	339.12
		美元: 人民币汇率	6.24
历史平均 E/ (D+E)	72%	NAV/每 ADR (美元)	54.31
历史平均 D/ (D+E)	28%		
加权平均资本成本	11.80%		

资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

财务报表和比率
损益表

Year end Dec. (RMB m)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
Leased-and-operated hotels	3,560	5,165	5,674	6,136	6,500
Franchised-and-managed hotels	400	605	780	972	1,162
Total Gross Revenue	3,960	5,770	6,454	7,108	7,663
Business tax	(249)	(353)	(401)	(440)	(475)
Net revenue	3,710	5,416	6,053	6,668	7,188
L&O hotel operating costs	(2,961)	(4,642)	(4,920)	(5,352)	(5,725)
F&M hotel personnel costs	(72)	(125)	(159)	(200)	(239)
Hotel income	678	649	974	1,115	1,224
Sales & marketing	(44)	(77)	(76)	(77)	(83)
G&A	(336)	(315)	(313)	(337)	(356)
Other income	0	17	19	19	19
Operating Income	297	274	604	720	804
Interest expense	(15)	(108)	(63)	(69)	(44)
Non-operating income & gains	245	(53)	13	37	37
Income before tax	527	114	554	689	798
Income tax	(169)	(136)	(185)	(179)	(207)
Minority interests	(6)	(4)	(0)	1	1
Net Income attributable to shareholders	352	(27)	368	511	591
Loss on change in fair value of interest rate swaps	(7)	0	0	0	0
Gain (loss) on change in fair value of convertible	199	(87)	(5)	0	0
Gain on buyback of convertible bonds	2	0	0	0	0
Early extinguishment of Term Loan	0	0	(42)	0	0
FX gain/(loss), net	16	0	28	0	0
One time credit to S&M	14	0	0	0	0
MOTEL 168 acquisition & integration expenses	(83)	(97)	(11)	0	0
Core Net Income	212	157	399	511	591
EBITDA	949	851	1,332	1,574	1,742
Core EBITDA	809	1,035	1,363	1,574	1,742
Earnings per ADR					
-Basic (RMB)	8.348	(0.580)	7.938	10.867	12.427
-Diluted (RMB)	2.511	(0.580)	7.505	10.657	12.227
Core earnings per ADR					
-Basic (RMB)	5.040	3.535	8.581	10.867	12.427
-Diluted (RMB)	4.502	3.348	8.339	10.657	12.227

增速

Year end Dec.	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
Net Revenue	24.7%	46.0%	11.8%	10.2%	7.8%
L&O hotels hotel income	-33.0%	-44.9%	94.5%	0.5%	-7.6%
Hotel income	-15.4%	-4.2%	50.0%	14.5%	9.7%
Operating income	-43.9%	-8.0%	120.7%	19.2%	11.7%
Income before tax	4.0%	-78.4%	387.6%	24.3%	15.8%
Net income attributable to shareholders	-2.2%	-107.6%	1476.2%	38.5%	15.8%
Core net income	-48.6%	-26.0%	154.3%	27.9%	15.8%
EBITDA	16.8%	-10.3%	56.5%	18.2%	10.7%
Core EBITDA	-6.5%	27.9%	31.7%	15.5%	10.7%
Earnings per ADR, basic	-6.1%	-106.9%	1468.7%	36.9%	14.4%
Earnings per ADR, diluted	-70.3%	-123.1%	1393.9%	42.0%	14.7%
Core earnings per ADR, basic	-50.7%	-29.9%	142.7%	26.6%	14.4%
Core earnings per ADR, diluted	-53.8%	-25.6%	149.1%	27.8%	14.7%

资产负债表

Year end Dec. (RMB m)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
Cash and equivalent	1,786	663	1,060	1,387	1,791
Restricted Cash	206	206	206	206	206
Inventories	43	42	43	48	51
Receivables	236	278	310	342	369
Deferred tax assets	75	80	56	80	122
Current assets	2,347	1,268	1,676	2,063	2,538
Affiliate investments	8	7	7	7	7
P&E	3,453	3,847	4,308	4,868	5,341
Goodwill & intangibles	3,372	3,404	3,388	3,388	3,388
Other	170	117	131	145	156
Deferred tax assets	200	311	218	211	244
Non-current assets	7,203	7,686	8,053	8,618	9,136
Total assets	9,550	8,954	9,728	10,681	11,675
Payables & Accruals	1,389	1,498	1,608	1,730	1,841
Borrowings	460	13	0	0	0
Deferred tax liability	38	29	32	35	37
Deferred revenue	203	203	227	250	269
Current liabilities	2,089	1,743	1,867	2,015	2,147
Borrowings	1,166	735	723	723	723
Convertible notes	979	1,067	1,043	1,043	1,043
Deferred revenue	79	45	50	56	60
Deferred tax liability	295	288	288	288	288
Deposits	63	91	123	128	133
Deferred rental	594	632	694	750	795
Other	405	383	350	317	284
Non-current Liabilities	3,581	3,241	3,272	3,305	3,326
Total liabilities	5,670	4,984	5,139	5,320	5,473
Total equity	3,880	3,970	4,589	5,361	6,201
Minority interest	15	12	12	12	12
Shareholders' equity	3,865	3,957	4,577	5,348	6,189
BV per ADR (RMB)	91.789	87.163	98.843	114.112	130.399

15 August 2013

Home Inns 如家酒店 (HMIN US)

Company Report

现金流量表					
Year end Dec. (RMB m)	2011A	2012F	2013F	2014F	2015F
Income after tax	358	(23)	369	510	590
Depr. and amort	418	677	715	816	899
Other non cash, net	(135)	58	188	97	42
Increase (dec.) in WC	85	36	184	160	142
Cash from operations	726	748	1,455	1,582	1,673
PP&E, net	(735)	(929)	(1,089)	(1,289)	(1,289)
Acquisitions	(1,732)	(69)	(69)	(69)	(69)
Other	(202)	(4)	(4)	(4)	(4)
Cash from investing	(2,669)	(1,002)	(1,162)	(1,362)	(1,362)
New shares proceeds	28	27	129	106	91
Convertible bond	(51)	(112)	0	0	0
Net borrowings	1,434	(761)	(25)	0	0
Other	(7)	(18)	(0)	1	1
Cash from financing	1,403	(864)	104	107	92
Effect of X-rate	(56)	(5)	0	0	0
Net increase in cash	(597)	(1,123)	397	327	403
Cash at 1 Jan.	2,383	1,786	663	1,060	1,387
Cash at 31 Dec.	1,786	663	1,060	1,387	1,791

比率					
Year end Dec. (RMB m)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
<i>Margins:</i>					
L&O hotels hotel income (excluding pre-open expense)	13.4%	6.0%	8.9%	8.3%	7.4%
L&O hotels hotel income (including pre-open expense)	10.5%	4.0%	7.1%	6.6%	5.7%
Hotel income (excluding pre-open expense)	19.7%	13.1%	16.7%	17.2%	17.4%
Hotel income (including pre-open expense)	18.3%	12.0%	16.1%	16.7%	17.0%
Operating	7.5%	4.7%	9.4%	10.1%	10.5%
Net income	8.9%	-0.5%	5.7%	7.2%	7.7%
Core net income	5.4%	2.7%	6.2%	7.2%	7.7%
EBITDA	24.0%	14.7%	20.6%	22.1%	22.7%
Core EBITDA	20.4%	17.9%	21.1%	22.1%	22.7%
<i>Return:</i>					
ROE	10.6%	-0.7%	8.6%	10.3%	10.2%
ROA	4.7%	-0.3%	3.9%	5.0%	5.3%
<i>Leverage & liquidity:</i>					
Net gearing (%)	24.7%	29.3%	16.5%	7.6%	-0.4%
Debt/equity (%)	67.1%	45.7%	38.5%	32.9%	28.5%
Current ratio (x)	1.1	0.7	0.9	1.0	1.2

资料来源：公司、国泰君安国际。

附录

附录表 1: 业绩细节

(RMB million)	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	2Q13 (% or ppt.)	
						YoY	QoQ
L&O hotels revenue	1,300	1,432	1,305	1,238	1,413	8.6%	14.1%
F&M hotels revenue	150	167	161	164	189	26.4%	15.3%
Gross revenue	1,450	1,598	1,466	1,402	1,602	10.5%	14.2%
Business tax & surcharges	-89	-97	-90	-88	-99	11.1%	12.8%
Net revenue	1,361	1,501	1,376	1,314	1,503	10.4%	14.3%
L&O hotel operating costs (excluding pre-open costs)	-1,094	-1,185	-1,182	-1,164	-1,168	6.8%	0.4%
% of L&O hotels gross revenue	84.1%	82.8%	90.6%	94.0%	82.7%	-1.4 ppt	-11.3
L&O hotels income (excluding pre-open costs)	127	160	43	-3	157	23.9%	-4655.6%
% of L&O hotels gross revenue	9.7%	11.2%	3.3%	-0.3%	11.1%	1.4 ppt	11.4 ppt
L&O hotels pre-opening costs	-29	-29	-27	-27	-19	-33.7%	-29.8%
Sales & Marketing	-16	-18	-25	-21	-17	11.3%	-19.0%
% of total gross revenue	1.1%	1.1%	1.7%	1.5%	1.1%	0.0 ppt	-0.4 ppt
General & Administrative	-74	-78	-83	-69	-77	3.6%	11.6%
% of total gross revenue	5.1%	4.9%	5.7%	4.9%	4.8%	-0.3 ppt	-0.1 ppt
F&M hotels personnel costs	-33	-45	-25	-29	-42	29.1%	46.1%
Total operating expenses	-1,245	-1,355	-1,342	-1,310	-1,324	6.3%	1.0%
% of total gross revenue	85.8%	84.8%	91.5%	93.4%	82.6%	-3.2 ppt	-10.8 ppt
Other income	5	8	2	8	1	-73.0%	-84.6%
Operating Income	120	154	36	12	180	49.6%	1390.0%
Non-operating income and gains, net	-28	-57	-28	-14	-19	-30.6%	35.5%
Income tax expense	-54	-62	-1	-16	-66	22.0%	303.9%
Non controlling interests	-2	-1	-1	-1	0	-112.4%	-130.3%
Net Income	36	34	6	-19	95	160.2%	588.8%
Early extinguishment of Term Loan	0	0	0	0	-42		
(Loss) on change in fair value of interest swap	0	0	0	0	0		
Gain (loss) on CB fair value change	10	-27	-45	-6	0		
(Loss) on issuance of CB	0	0	0	0	0		
Foreign exchange gain (loss), net	-10	-7	15	3	25		
One-time credit to S&M	0	0	0	0	0		
Motel 168 acquisition costs (in G&A)	0	0	0	0	0		
Motel 168 integration costs (in G&A & hotel costs)	-25	-27	-20	-4	-6		
Non-Core items	-26	-60	-51	-7	-22	14.1%	-205.7%
Core net Income	62	94	57	-12	117	88.0%	1060.5%
Share based compensation expense	25	24	22	23	22	-9.5%	2.0%
Other	22	18	1	0	0	-97.8%	-143.7%
Adjusted Net income	108	136	81	10	140	28.8%	1250.4%
Earnings per ADR, basic (RMB)	0.80	0.74	0.14	-0.42	2.06	156.7%	593.3%
Earnings per ADR, diluted (RMB)	0.75	0.73	0.14	-0.42	1.68	124.0%	502.3%
Core earnings per ADR, diluted (RMB)	1.24	2.03	1.24	-0.26	2.33	87.3%	987.7%
Adjusted earnings per ADR, diluted (RMB)	2.17	2.93	1.74	0.22	2.89	33.3%	1196.9%
EBITDA	285	284	188	187	349	22.4%	86.1%
Core EBITDA	311	344	239	195	371	19.4%	90.5%
Operating margin	8.3%	9.6%	2.5%	0.9%	11.2%	2.9 ppt	10.4 ppt
Net Income margin	2.5%	2.1%	0.4%	-1.4%	5.9%	3.4 ppt	7.3 ppt
Core net Income margin	4.3%	5.9%	3.9%	-0.9%	7.3%	3.0 ppt	8.2 ppt
EBITDA margin	19.6%	17.7%	12.8%	13.4%	21.8%	2.1 ppt	8.4 ppt
Core EBITDA margin	21.4%	21.5%	16.3%	13.9%	23.1%	1.7 ppt	9.3 ppt

资料来源: 公司、国泰君安国际。

附录表 2：关键参数及预测（季度）

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
L&O hotels revenue	1,128	1,300	1,432	1,305	1,238	1,413	1,557	1,466
F&M hotels revenue	128	150	167	161	164	189	211	216
Gross Revenue	1,256	1,450	1,598	1,466	1,402	1,602	1,768	1,682
Business tax & surcharges	-77	-89	-97	-90	-88	-99	-110	-104
Net revenue	1,179	1,361	1,501	1,376	1,314	1,503	1,658	1,578
Total L&O hotel operating costs	(1,097)	(1,122)	(1,214)	(1,209)	(1,191)	(1,187)	(1,280)	(1,261)
Total operating expenses	(1,218)	(1,245)	(1,355)	(1,342)	(1,310)	(1,324)	(1,426)	(1,408)
% of total revenue	97.0%	85.8%	84.8%	91.5%	93.4%	82.6%	80.7%	83.7%
Other income	2	5	8	2	8	1	5	5
Operating Income	(37)	120	154	36	12	180	237	175
Interest expense	(24)	(41)	(27)	(17)	(15)	(12)	(18)	(18)
Other	(23)	11	(31)	(12)	0	(7)	10	10
Tax	(19)	(54)	(62)	(1)	(16)	(66)	(60)	(43)
Net Income	(103)	36	34	6	(19)	95	170	123
YoY	-417.3%	-70.2%	-79.5%	-80.8%	-81.2%	160.2%	403.5%	1865.3%
(-) Non-Core items:								
Loss on swap	(4)	0	0	0	0	0	0	0
Gain on CB fair value change	(25)	10	(27)	(45)	(6)	0	0	0
Amortization on early extinguishment of Term Loan	0	0	0	0	0	(42)	0	0
(Loss) on issuance of CB	0	0	0	0	0	0	0	0
For-X gain (loss), net	2	(10)	(7)	15	3	25	0	0
One time credit to S&M	0	0	0	0	0	0	0	0
Motel168 acquisition cost (in G&A)	0	0	0	0	0	0	0	0
Motel 168 integration expense	(25)	(25)	(27)	(20)	(4)	(6)	(2)	0
Core Net Income	(52)	62	94	57	(12)	117	171	123
YoY	n.a.	-27.1%	10.1%	405.2%	-76.8%	n.a.	82.5%	115.9%
Earnings/ADR, Basic (RMB)	(2.28)	0.80	0.74	0.14	(0.42)	2.06	3.65	2.65
Earnings/ADR, Diluted (RMB)	(2.28)	0.75	0.73	0.14	(0.42)	1.68	3.65	2.59
EBITDA	93	285	284	188	187	349	425	371
YoY	-32.3%	13.7%	-14.6%	-17.9%	101.3%	22.4%	49.9%	96.9%
Core EBITDA	144	311	344	239	195	371	427	371
YoY	6.1%	45.4%	36.0%	15.0%	35.4%	19.4%	24.1%	55.0%
Income Margins								
Operating margin	-2.9%	8.3%	9.6%	2.5%	0.9%	11.2%	13.4%	10.4%
Net Income margin	-8.2%	2.5%	2.1%	0.4%	-1.4%	5.9%	9.6%	7.3%
Core net Income margin	-4.2%	4.3%	5.9%	3.9%	-0.9%	7.3%	9.7%	7.3%
EBITDA margin	7.4%	19.6%	17.7%	12.8%	13.4%	21.8%	24.0%	22.0%
Core EBITDA margin	11.4%	21.4%	21.5%	16.3%	13.9%	23.1%	24.1%	22.0%

资料来源：公司、国泰君安国际。

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评 级	相对表现
买 入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收 集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中 性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减 持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖 出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评 级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中 性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 除山東晨鳴紙業集團股份有限公司-H股(01812)及中國城市軌道交通科技控股有限公司(08240)外, 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安或其集团公司在现在或过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司 (“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。 国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。 国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。 报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。 投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。 在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用 情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2013 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtja.com.hk