

2009 年 05 月 03 日

市价(人民币): 6.16元
目标(人民币): 7.13-9.84元

长期竞争力评级: 等于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股) 148.00
总市值(百万元) 1,848.00
年内股价最高最低(元) 8.81/3.96
沪深 300 指数 2622.93
上证指数 2477.57

相关报告

- 1 《业绩下滑意料之中,成本费用控制卓有成效》, 2009.4.15
- 2 《业绩符合预期,天泉湖开发拉开序幕》, 2009.2.26
- 3 《酒店业务稳定增长,投资收益低于预期》, 2008.10.27

传媒旅游研究小组
毛峥嵘

(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn

唐建伟

(8621)61038290
tangjw@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn
中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

金陵饭店 (601007.SH)

——酒店业务经营稳定, 扩展项目进程缓慢

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.147	0.195	0.216	0.235	0.289	0.315
净利润增长率	13.26%	32.90%	10.82%	8.80%	22.76%	8.97%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.231	0.261	N/A
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	26.18	21.33	19.57
行业优化市盈率(倍)	34.15	60.46	29.87	29.87	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
股息率	N/A	0.84%	N/A	0.00%	1.62%	1.62%
PE/G(倍)	N/A	N/A	N/A	2.97	0.94	2.18
净资产收益率	11.74%	6.67%	7.10%	7.17%	8.58%	8.79%
每股净资产(元)	1.98	2.93	3.05	3.28	3.37	3.58
市净率(倍)	N/A	N/A	N/A	1.88	1.83	1.72
每股经营性现金流(元)	0.34	0.22	0.19	0.37	0.39	0.39
已上市流通A股(百万股)	N/A	110.00	148.00	148.00	148.00	148.00
总股本(百万股)	190.00	300.00	300.00	300.00	300.00	300.00

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议
■ 关键假设——金融危机对金陵饭店的影响有限、“新金陵饭店”和“金陵天泉湖生态园”能顺利推进:

- ◆ 公司受到奥运签证收紧和金融危机等多重因素的影响, 2008 年酒店出租率下降了 3 个百分点, 贸易业务的增速也有所放缓。我们预期 2009 年公司 2009 年受到的影响不会超过 2008 年, 假设其酒店出租率和平均房价与 2008 年持平, 因此金融危机对金陵饭店的影响有限成为我们预测公司业绩的重要假设。
- ◆ 公司现有业务能稳定, 盈利能力良好, 但并不能给公司带来高速发展, 公司“拓展酒店实体经营和延伸相关产业链、扩大资产规模、放大利润空间、进一步提升‘金陵饭店’的市场影响力和竞争力”的发展战略需要依靠“新金陵饭店”和“金陵天泉湖生态园”来实现。
- ◆ 新金陵饭店的顺利施工、建设以及开业经营成为 2011 年之后公司盈利预测的重要前提条件; 而尽管由于天泉湖项目详细规划方案尚未公布, 我们无从测算该项目的营收情况, 但基于对铁山寺国家森林公园的全面考察, 其巨大的发展潜力和未来建设成为“南京一小时经济圈”之度假会议旅游目的地的发展目标成为我们评价公司的重要组成部分。因此, 项目的顺利推进也成为公司分析的关键要素。

- **我们与市场观点不同之处——我们坚持前期观点，认为不能简单的采用市场普遍可以接受的 PE 值来对金陵饭店进行估值，因为这并不能反映处于快速发展的金陵饭店的真实价值：**
 - ◆ 我们在运用 PE、EV/EBITDA 的估值方法对公司进行估值时，所采用的 EPS 或者 EBITDA 都是公司现有业务或是即将运营的业务预计值进行估算的，但对于建设周期较长的业务并没有考虑在内。
 - ◆ 2009 年至 2010 年金陵饭店的 EPS 和 EBITDA 均不能体现“新金陵饭店”和“金陵天泉湖生态园”的盈利能力，但这并不意味着这两项业务没有价值。因此我们需要对估值系数做相应调整或者采用 PB、DCF 等方法来全面客观地反映金陵饭店的价值。
- **估值与投资评级——维持“买入”评级：**
 - ◆ 我们根据公司受到金融危机的影响程度以及开拓项目进展低于预期的情况，下调了公司 2009 年至 2011 年的每股收益分别至 0.267 元、0.307 元、0.376 元、；我们分别使用了 PE、PB、EV/EBITDA 和 DCF 估值等多种估值方法对公司进行估值，我们认为公司合理的股价区间应该在 7.13 元~9.84 元之间。公司现有资产质地优良，业绩可靠且能稳定增长，公司积极拓展的新项目前景也很看好，我们维持公司“买入”评级
- **股价表现的催化剂——江苏省国资委注入优质酒店资产；“金陵天泉湖生态园”项目逐步清晰：**
 - ◆ 虽然江苏省国资委注入优质酒店资产存在难度，但公司在江苏省政府体系拥有庞大的人脉关系，我们不排除江苏省国资系统强势重组酒店资产，将优质资产注入上市公司。
 - ◆ 目前，市场对公司“金陵天泉湖生态园”认识还很模糊，随着项目的进展，项目的盈利能力和发展前景将逐步得到市场的认可。
- **主要风险——金陵天泉湖项目、新金陵饭店项目的不确定性、全球金融危机进一步加剧、猪流感进一步蔓延：**
 - ◆ “金陵天泉湖生态园”目前还处于规划阶段，拿地成本、拆迁安置成本都存在很大的不确定性。
 - ◆ 募集资金“新金陵饭店”项目，工期存在一定的不确定性，项目目前已推迟至 2011 年开业，虽然目前工程进展顺利，但我们仍不排除存在不能如期开业运营的风险。
 - ◆ 目前全球金融危机还未见好转，我们不排除金融危机进一步加剧，公司受到的影响超出我们的预期。
 - ◆ 全球猪流感疫情持续蔓延，如果疫情蔓延至中国，有可能像“非典”一样对我国旅游业造成重大影响。

内容目录

公司盈利预测及说明	5
收入与成本预测.....	5
盈利预测	5
股票估值和定价.....	6
PE 估值	6
PB 估值	6
EV/EBITDA 估值	7
DCF 估值	7
危机中艰难增长，彰显厚积薄发.....	8
品质提升房价，金陵饭店收入再创新高.....	8
金陵饭店稳步增长仍可期待.....	10
贸易业务机制完善，盈利能力逐年增长.....	12
金陵置业销售平稳，业绩将逐步释放	13
金陵酒店管理盈利能力将大幅提升	14
拓展进程缓慢，爆发增长仍需时日	15
新金陵饭店推迟至 2011 年底营业，但盈利前景依然看好	15
金陵天泉湖生态园进入实质性运作阶段.....	16
酒店收购兼并工作仍在推进，但进展缓慢	16
风险提示	17
附录：三张报表预测摘要	18

图表目录

图表 1：金陵饭店收入成本预测表（单位：万元）	5
图表 2：分业务利润预测表.....	6
图表 3：国内主要酒店类上市公司历史 PE 情况	6
图表 4：国内主要酒店类上市公司历史 PB 情况	7
图表 5：世界知名酒店类上市 EV/EBITA 值.....	7
图表 6：DCF 估值假设	7
图表 7：DCF 估值表.....	8
图表 8：金陵饭店与南京市饭店业经营指标对比	9
图表 9：金陵饭店与南京市星级酒店 REVPAR 对比表	9
图表 10：南京市旅游总收入增长情况	10
图表 11：南京市接待国内旅游者增长情况	10
图表 12：南京市接待海外旅游者增长情况	10

图表 13：南京市星级酒店数量情况	10
图表 14：金陵饭店本部盈利预测	11
图表 15：江苏苏糖糖酒公司净利润增长情况.....	12
图表 16：贸易业务收入及盈利预测（旅游商场除外）	12
图表 17：百香果街区销控表（2008 年 9 月 25 日）	13
图表 18：红木林街区销控表（2008 年 9 月 25 日）	13
图表 19：金陵置业投资收益预测表	14
图表 20：金陵酒店管理公司签约高星级酒店数量	14
图表 21：金陵酒店管理公司利润增长预测	15
图表 22：新金陵饭店盈利及自由现金流预测.....	16

公司盈利预测及说明

收入与成本预测

- 公司现有业务主要为酒店业务和贸易业务，2008 年虽然受到汶川地震、奥运会签证收紧、金融危机的多重影响，但是仍然保持了增长，只是增速有所下降。我们预计 2009 年仍将保持小幅增长，2010 年由于受到上海世博会的辐射效应，增速将有所提升。
- 新金陵饭店推迟至 2011 年底开业、天泉湖项目仍在规划中，这两项项目还存在较大的不确定性，因此我们在收入预测中暂不考虑这两项因素的影响，预计公司 2009 年至 2011 年的销售收入分别为 4.38 亿元、4.71 亿元、4.85 亿元，同比分别增长 3.78%、7.59%、3%（见图表 1）。
- 公司现有业务的构成相对稳定，毛利率也将保持相对稳定，我们预计公司 2009 年至 2011 年的综合毛利率分别为 52.50%、53.13%、52.61%。

图表1：金陵饭店收入成本预测表（单位：万元）

销售收入	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
酒店业务	14,736.52	18,388.19	19,630.02	20,213.58	21,499.70	22,537.32	23,232.34	25,532.11	25,907.58
客房	6,479.05	8,449.47	9,336.07	9,806.94	10,240.33	10,358.45	10,677.89	11,734.90	11,907.47
餐饮	7,047.07	8,557.60	8,995.84	9,384.16	10,965.50	11,806.07	12,170.16	13,374.88	13,571.57
服务费等	1,210.40	1,381.12	1,298.11	1,022.48	293.87	372.80	384.30	422.34	428.55
商品贸易	7,070.46	9,821.30	11,355.71	13,048.62	18,033.83	18,620.43	19,511.67	20,505.26	21,522.47
旅游商场	2,358.21	2,783.64	2,899.42	2,877.36	2,961.04	2,728.22	2,755.50	2,838.17	2,894.93
其他收入	1,050.76	1,150.09	778.80	886.04	1,389.73	1,030.93	1,041.24	1,072.48	1,093.93
销售收入合计	22,857.74	29,359.58	31,764.53	34,148.25	40,923.25	42,188.68	43,785.25	47,109.85	48,523.98
销售成本	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
酒店业务	2,710.89	3,505.98	3,598.21	3,715.77	4,009.33	4,450.54	4,587.79	5,041.93	5,116.08
餐饮	2,711.01	3,506.05	3,598.34	3,715.76	3,996.49	4,450.54	4,587.79	5,041.93	5,116.08
商品贸易	6,390.24	8,873.91	10,260.09	11,725.38	16,004.01	15,400.36	16,137.85	16,959.85	17,801.49
旅游商场	1,907.79	2,256.42	2,410.58	2,362.20	2,449.88	2,247.89	2,270.37	2,338.48	2,385.25
其他业务	352.03	300.07	281.74	247.87	222.81	73.31	74.04	76.26	77.79
销售成本合计	9,453.16	12,679.97	14,140.04	15,689.02	20,236.15	19,924.21	20,799.69	22,078.05	22,995.36
毛利	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
酒店业务	12,025.63	14,882.21	16,031.81	16,497.82	17,490.37	18,086.78	18,644.56	20,490.18	20,791.50
客房	6,479.05	8,449.47	9,336.07	9,806.94	10,240.33	10,358.45	10,677.89	11,734.90	11,907.47
餐饮	4,336.06	5,051.55	5,397.50	5,668.40	6,969.01	7,355.53	7,582.37	8,332.94	8,455.49
服务费等	1,210.40	1,381.12	1,298.11	1,022.48	281.03	372.80	384.30	422.34	428.55
商品贸易	680.22	947.39	1,095.62	1,323.24	2,029.82	3,220.07	3,373.82	3,545.41	3,720.98
旅游商场	450.42	527.22	488.84	515.16	511.16	480.33	485.13	499.69	509.68
其他收入	698.73	850.02	497.06	638.17	1,166.92	957.62	967.20	996.21	1,016.14
毛利合计	13,404.58	16,679.61	17,624.49	18,459.23	20,687.10	22,264.47	22,985.57	25,031.80	25,528.62
毛利率	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
酒店业务	81.60%	80.93%	81.67%	81.62%	81.35%	80.25%	80.25%	80.25%	80.25%
餐饮	61.53%	59.03%	60.00%	60.40%	63.55%	62.30%	62.30%	62.30%	62.30%
商品贸易	9.62%	9.65%	9.65%	10.14%	11.26%	17.29%	17.29%	17.29%	17.29%
其他收入	66.50%	73.91%	63.82%	72.02%	83.97%	92.89%	92.89%	92.89%	92.89%
综合毛利率	58.64%	56.81%	55.48%	54.06%	50.55%	52.77%	52.50%	53.13%	52.61%

来源：公司资料、国金证券研究所

盈利预测

- 公司目前盈利的主要来源是金陵饭店本部的酒店业务，由于公司对外扩张缓慢，投资的金陵饭店、天泉湖项目周期相对较长，我们预测未来三年公司盈利的主要来源仍然是金陵饭店本部的酒店业务。
- 公司的贸易业务主要以代理销售高档酒类为主，受到金融危机的影响，增速有所放缓，因此我们预计此项业务的盈利贡献仅为小幅增长。

- 公司参股的金陵置业项目以开发高档别墅为主，受到房地产市场调整的影响，2008 年销售有所放缓，但是我们认为 2009 年金陵置业的业绩仍有保障。
 - ◆ 从 2008 年 10 月调研的情况了解到公司预收帐款达 3 个多亿，而 2008 年实际结算仅 1.65 亿元，我们不排除金陵置业有平滑业绩的可能，目前这部分的别墅均已交房，2009 年结算应不是问题。
 - ◆ 2009 年房地产市场有所回暖，公司于 2 月份又开出了 10 余套房源，销售情况有可能好转。
- 公司持股 26.78%的酒店管理有限公司，由于前期在网络建设方面的投入较大，且多个签约酒店项目未开业，盈利能力没有体现，但随着开业酒店数的增加，收入将继续增长，而成本费用相对稳定，业绩将逐年大幅提升，对公司的盈利贡献也将提升。
- 由于受到金融危机的影响以及公司新项目进展低于预期，我们下调公司 2009 年至 2011 年的归属上市公司股东的净利润分别至 7028 万元、8660 万元、9444 万元，每股收益分别为 0.235 元、0.289 元、0.315 元（见图表 2）。

图表2：分业务利润预测表

单位：万元	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
酒店本部权益利润贡献	3,134.98	3,687.56	5,257.47	5,656.85	5,616.85	6,399.33	6,195.85
贸易业务权益利润贡献	61.08	87.85	399.29	678.22	691.67	739.40	790.27
贸易业务净利润	82.74	140.30	543.47	1,131.64	1,154.08	1,233.72	1,318.61
贸易业务少数股东损益	21.66	52.45	144.18	453.42	462.41	494.32	528.33
金陵置业权益利润贡献	693.18	629.52	197.57	57.65	572.84	1,287.24	2,106.42
金陵置业净利润	4,104.85	5,089.40	3,680.35	3,183.05	4,900.38	7,281.68	10,012.32
金陵置业权益利润（30%）	1,410.88	1,526.82	1,104.11	954.92	1,470.11	2,184.51	3,003.69
股权投资差额摊销	717.7	897.27	897.27	897.27	897.27	897.27	897.27
酒店管理权益利润贡献（26.78%）				95.15	156.30	234.45	351.67
酒店管理净利润	15.06	40.65	173.65	389.09	583.64	875.45	1,313.18
归属上市公司股东的净利润	3,889.24	4,404.93	5,854.33	6,487.86	7,037.66	8,660.41	9,444.22
每股收益	0.205	0.232	0.195	0.216	0.235	0.289	0.315

来源：公司资料、国金证券研究所

股票估值和定价

PE 估值

- PE 估值是市场最为常用的方法，目前国内主要上市酒店类上市公司的平均 PE 倍数为 31 倍，历史平均 PE 倍数为 45 倍（已剔除偏离值比较大的数值），我们分别给予金陵饭店 2009 年至 2011 年 31 倍、29 倍、27 倍的 PE 倍数，对应的估值分别为 7.29 元、8.38 元、8.51 元，因此按照 PE 估值合理的股价区间是 7.29 元~8.51 元。

图表3：国内主要酒店类上市公司历史 PE 情况

证券代码	证券简称	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	平均值
600576.SH	万好万家				38				80	46	28	48
000524.SZ	东方宾馆					31	19	39	98		51	48
000428.SZ	华天酒店	68	43	54	48	36	65	26	37	14	19	41
600754.SH	锦江股份	59	106	81	87	30	25	32	46	20	30	52
601007.SH	金陵饭店								61	21	26	36
	平均值	64	75	68	58	32	36	32	65	25	31	45

来源：Wind 资讯、国金证券研究所

PB 估值

- 公司所处酒店行业属于资本密集型行业，且公司募集资金投资项目新金陵饭店仍处于建设期，未来盈利前景不错，目前虽然没有业绩贡献，但对公司资产结构存在重大影响，因此我们认为采用 PB 进行估值更为合理。公司目前的 PB 值在酒店类个股中是最低的，我们参照酒店类上市公司的历

史 PB 值，我们分别采用 3 倍、2.8 倍、2.7 的 PB 值对应公司 2009 年至 2011 年的期末每股净资产进行计算，对应估值分别为 9.84 元、9.43 元、9.67 元，因此按照 PB 估值方法公司合理的股价区间为 9.43~9.84 元。

图表4：国内主要酒店类上市公司历史 PB 情况

证券代码	证券简称	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	平均值
601007.SH	金陵饭店								4.1	1.5	2.0	2.5
000033.SZ	新都酒店	8.8	5.2	4.7	3.0	2.4	1.9	3.5	7.6	3.0	4.3	4.4
000428.SZ	华天酒店	4.9	3.4	3.0	1.9	2.2	1.4	4.0	8.3	1.6	3.1	3.4
600754.SH	锦江股份	5.7	3.3	2.9	1.9	2.3	2.4	3.4	2.5	2.0	3.0	2.9
000524.SZ	东方宾馆	3.7	3.3	2.6	1.9	2.0	1.2	1.6	4.2	1.8	2.7	2.5
600576.SH	万好万家				1.9	1.5	1.3	3.8	6.0	1.7	3.1	2.8
	平均值	5.8	3.8	3.3	2.1	2.1	1.6	3.3	5.4	1.9	3.1	3.2

来源：Wind 资讯、国金证券研究所

EV/EBITDA 估值

- 国际上，通常采用 EV/ EBITDA 估值法对酒店业进行估值。世界知名酒店类上市公司的 EV/ EBITDA 值的一般都在 10~15 倍左右，而新兴市场国家的酒店类上市公司会获得一定的溢价，例如香格里拉的 EV/ EBITDA 值就达到了 37.32 倍。鉴于金陵饭店新募集资金项目新金陵饭店需要到 2011 年底才能运营，我们认为 2009 年~2010 年金陵饭店较高的 EV/ EBITDA 值是可以接受的，因此我们分别给予金陵饭店 2009 年~2011 年 20 倍、18 倍、16 倍的 EV/ EBITDA 值，对应的估值分别为 7.71 元、8.01 元、7.13 元，因此按照 EV/ EBITDA 估值法金陵饭店合理的股价区间为 7.13~8.01 元。

图表5：世界知名酒店类上市 EV/EBITDA 值

Ticker	Name	EV To EBITA
IHG	INTERCONTINENTAL HOTELS GROU	14.26
AC	ACCOR SA	12.36
CHH	CHOICE HOTELS INTL INC	11.98
MAR	MARRIOTT INTERNATIONAL-CL A	12.03
HOT	STARWOOD HOTELS & RESORTS	12.67
WYN	WYNDHAM WORLDWIDE CORP	10.06
0069	SHANGRI-LA ASIA LTD	37.32
AVERAGE:		15.81

来源：彭博资讯、国金证券研究所

DCF 估值

- 估值假设

图表6：DCF 估值假设

资产贴现率Ka		股票贴现率Ke	
行业Beta	0.89	股本总额(百万股)	300.00
无风险利率	3.80%	股价	6.16
风险溢价	6.75%	股票市值	1,848.00
资产贴现率Ka	9.81%	债务总额	2.20
		债务利率	5.31%
		实际税率	25.00%
加权平均资本成本WACC			
D/(E+D)	0.12%	股票Beta	0.97
E/(E+D)	99.88%		
WACC	10.34%	股票贴现率Ke	10.34%

来源：国金证券研究所

■ 估值结果

- ◆ 我们通过 APV、WACC、FCFE 三种方法对金陵饭店进行了绝对估值，估值结果分别为 8.64 元、7.71 元、7.75 元。因此，我们从绝对估值的角度认为公司股票合理的价值区间应在 7.71 元~8.64 元之间。

图表7：DCF 估值表

估值方法	每股价值	估值方法	每股价值									
APV	8.64	FCFE	7.75									
WACC	7.71											
I、APV												
每股价值	8.64	TV增长率	4.0%									
企业值	2,798.88	Ka	9.81%									
股票价值	2,593.37	债务	2.20									
		投资	54.91									
		少数股东权益	203.31									
会计年度截止日：12/31	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	TV	合计
FCF	-159.31	-96.12	-98.82	-106.86	297.83	300.00	310.11	315.32	314.31	315.51	5,646.58	7,038.54
ITS	0.02	0.66	1.87	1.99	0.66	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	5.20
PV(FCF)	-145.08	-79.71	-74.63	-73.49	186.52	171.10	161.06	149.13	113.63	116.96	2,214.72	2,740.21
PV(ITS)	0.02	0.55	1.41	1.37	0.42	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	3.76
II、WACC												
每股价值	7.71	TV增长率	4.0%									
企业值	2,517.64	WACC	10.34%									
股票价值	2,312.13	债务	2.20									
		投资	54.91									
		少数股东权益	203.31									
会计年度截止日：12/31	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	TV	合计
FCF	-159.31	-96.12	-98.82	-106.86	297.83	300.00	310.11	315.32	314.31	315.51	5,178.34	6,570.29
PV(FCF)	-144.39	-78.96	-73.57	-72.10	182.12	166.26	155.77	143.55	129.68	117.98	1,936.39	2,462.74
III、FCFE贴现												
每股价值	7.75	TV增长率	4.0%									
企业值	2,325.19	Ke	10.34%									
股票价值	2,325.19	债务	2.20									
		投资	54.91									
		少数股东权益	203.31									
会计年度截止日：12/31	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	TV	合计
FCFE	-161.56	1.89	-4.42	-212.84	195.84	300.00	310.11	315.32	314.31	315.51	5,172.16	6,546.31
PV(FCFE)	-146.42	1.55	-3.29	-143.56	119.72	166.20	155.69	143.47	129.60	117.90	1,932.75	2,473.61

来源：国金证券研究所

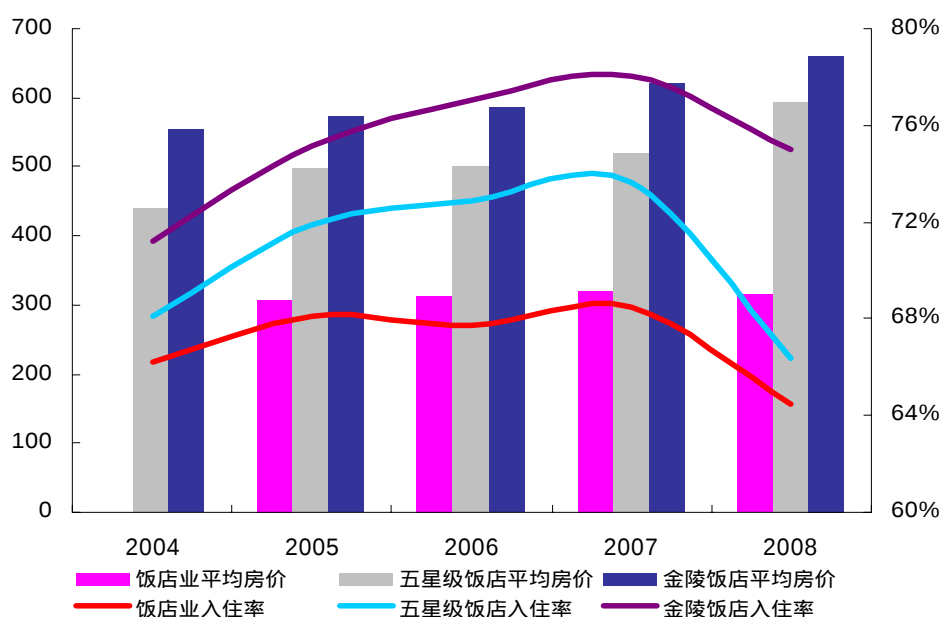
综合上述相对估值和绝对估值结果，我们认为金陵饭店合理的股价区间为 7.13 元~9.84 元。

危机中艰难增长，彰显厚积薄发

品质提升房价，金陵饭店收入再创新高

- 2008 年雪灾、藏独、地震、签证收紧、金融危机接踵而至，我国旅游行业遭遇了前所未有的困难，倚赖高端入境客源的高档酒店更是受到沉重打击，出租率大幅下降，金陵饭店也不例外，出租率同比下降 3~4 个百分点，从下降的幅度而言小于南京市五星级酒店 7 个多百分点的降幅，在南京市五星级酒店中的市场占有率稳中有升（见图表 8）。

图表8：金陵饭店与南京市饭店业经营指标对比



来源：南京市旅游局、国金证券研究所

- 金陵饭店的出租率虽然有所下降，但由于房价的提升，其 REVPAR 仍然提升了 11 元，高出南京市五星级酒店平均值 100 元左右，这足以彰显金陵饭店在南京高星级酒店中的竞争实力（见图表 9）。

图表9：金陵饭店与南京市星级酒店 REVPAR 对比表

年份	2004	2005	2006	2007	2008
饭店业平均房价		307	312	321	315
五星级饭店平均房价	441	499	502	520	594
金陵饭店平均房价	553	574	585	620	660
饭店业入住率	66.20%	68.10%	67.74%	68.50%	64.50%
五星级饭店入住率	68.10%	71.90%	72.90%	73.60%	66.40%
金陵饭店入住率	71.20%	75.13%	77.01%	78.00%	75.00%
饭店业 REVPAR		209	211	220	203
五星级饭店 REVPAR	300	359	366	383	394
金陵饭店 REVPAR	394	431	451	484	495

来源：南京市旅游局、国金证券研究所

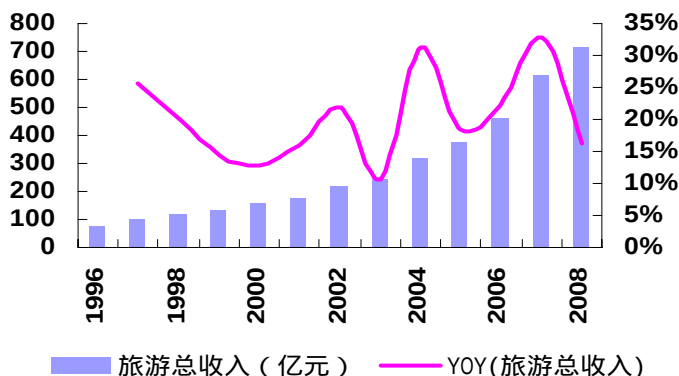
- 我们分析金陵饭店平均房价能够提升，且远高于南京市其他同类酒店的原因在于：
 - ◆ 金陵饭店经过多年的品牌培育和积淀，酒店品质不断提升，金陵饭店的知名度和美誉度不断提升，公司蝉联全球服务业领域的最高奖项——“五星钻石奖”，连续三年荣膺“中国十大最受欢迎商务酒店”四度蝉联国际旅游权威杂志《商旅》评选的“中国最佳商务酒酒店”。
 - ◆ 公司立足精品酒店建设，产品不断更新升级，2008 年公司更新了 14~21 层的高级房和豪华房、升级换代了客房用品并提供管家式服务，演绎出现代商务酒店的全新概念，其诸多服务理念在同外资酒店相比亦属超前。

- ◆ 公司加大了营销力度，采取了更具针对性和灵活性的价格策略，与国内外大公司、国际订房组织保持了紧密的合作，“金陵市场营销系统”直接订房量达到了酒店客房总量的 78%，金陵贵宾会员达到了 30 万名。
- 酒店餐饮加大了创新力度，充分挖掘餐饮文化特色，提升了用餐环境和餐饮附加值，2008 年酒店餐饮收入达到 1.18 亿元。

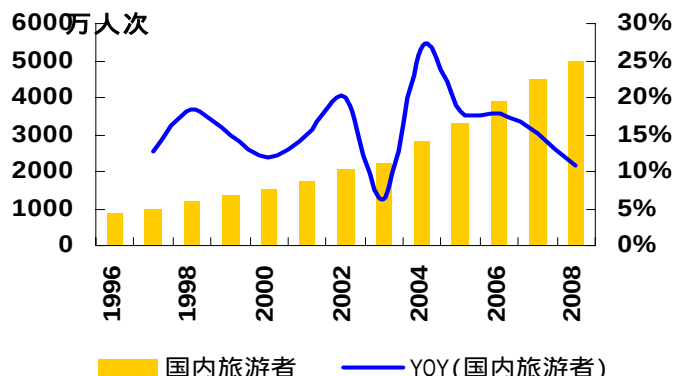
金陵饭店稳步增长仍可期待

- 2008 年南京市虽然受到诸多不利因素的影响，但游客数量仍在增长，只是增速有所下滑而已。全市实现旅游总收入 714.3 亿元人民币，同口径增长 22%，实现旅游创汇 8.73 亿美元，同比增长 8.1%，接待入境旅游者 119.52 万人次，较去年增长 2.9%，接待国内旅游者 4970 万人次，较上年同期增长 10.7%。全市旅游总收入占全市 GDP 比重达 18.92%，较上年提高了 0.14 个百分点，占第三产业增加值的比重达 37.85%，较上年提高了 1.89 个百分点（见图表 10、11、12、13）。随着金融危机影响的逐步减弱，以及中国扩大内需效果的逐步显现，我们预计 2009 年南京市游客数量仍然会保持增长，2010 年受世博会辐射效应的带动，南京市游客人数将呈现较大幅度的增长。这为金陵饭店的稳步增长提供了环境支持。

图表10：南京市旅游总收入增长情况

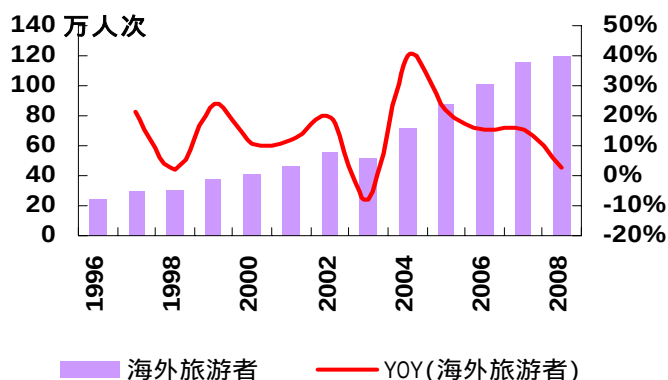


图表11：南京市接待国内旅游者增长情况

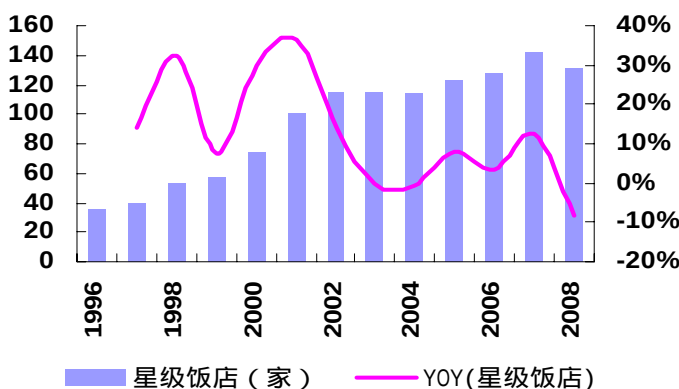


来源：南京市旅游局、国金证券研究所

图表12：南京市接待海外旅游者增长情况



图表13：南京市星级酒店数量情况



来源：国金证券研究所

- 金陵饭店外围的地铁施工将基本结束，其对金陵饭店的负面影响将逐步消除，金陵饭店附近的地铁直接连通南京高铁站，这将极大地提高游客前往金陵饭店的便捷性。
- 我们预计金陵饭店 2009 年的平均房价和出租率将比 2008 年略有提升，2010 年受上海世博会的辐射效应，金陵饭店的酒店出租率将提升至 80% 左右，平均房价也将提升。我们预测金陵饭店的酒店业务 2009 年至 2011

年的收入分别为 2.32 亿元、2.55 亿元、2.59 亿元，同比增长 3.08%、9.90%、1.47%。

- 我们假设酒店各项业务毛利率保持稳定，酒店综合毛利率也保持基本稳定；营业费用、管理费用保持小幅增长；财务费用因投资增加，现金余额减少，财务利息减少而有较大幅度的增加。另外营业外收入由于地铁施工补贴的减少也将减少。因此我们测算金陵饭店本部 2009 年至 2011 年的利润贡献分别为 5617 万元、6399 万元、6196 万元（见图表 14）。

图表14：金陵饭店本部盈利预测

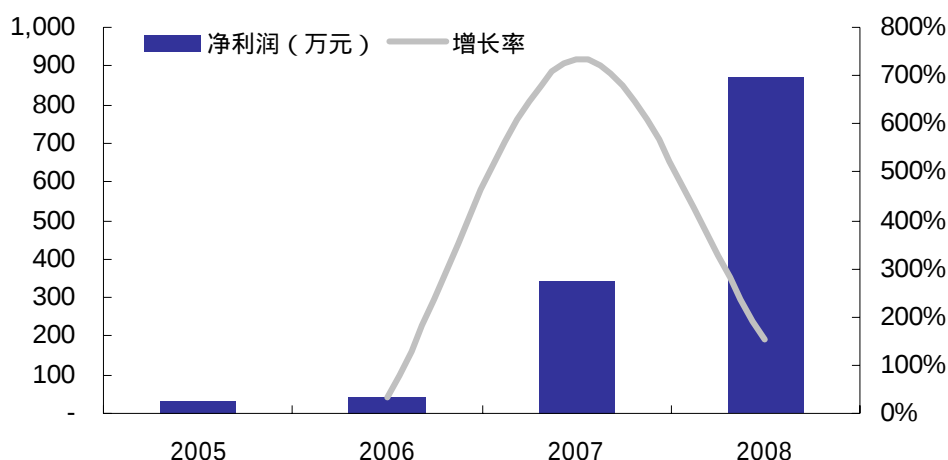
单位：万元	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
可用客房数（间）	588	591	591	591	591	591	591	591	591
平均房价（元）	515	553	574	585	620	660.00	660.00	680.00	690.00
客房出租率	60%	71%	75%	77%	78%	75%	75%	80%	80%
出租率增长情况		11.00%	3.93%	1.88%	0.99%	-3.00%	0.00%	5.00%	0.00%
客房收入（万元）	6,479.05	8,449.47	9,336.07	9,806.94	10,240.33	10,358.45	10,677.89	11,734.90	11,907.47
增长率		27.77%	9.52%	4.48%	5.37%	7.79%	5.57%	10.03%	3.00%
餐饮收入（万元）	7,047.07	8,557.60	8,995.84	9,384.16	10,965.50	11,806.07	12,170.16	13,374.88	13,571.57
餐饮收入增长情况		21.43%	5.12%	4.32%	16.85%	7.79%	3.08%	9.90%	1.47%
餐饮客房收入比	109%	101%	96%	96%	107%	114%	114%	114%	114%
服务费等	1,210.40	1,381.12	1,298.11	1,022.48	293.87	372.80	384.30	422.34	428.55
占客房收入比	18.68%	16.35%	13.90%	10.43%	2.87%	3.60%	3.60%	3.60%	3.60%
酒店业务收入	14,736.52	18,388.19	19,630.02	20,213.58	21,499.70	22,537.32	23,232.34	25,532.11	25,907.58
增长率		24.78%	6.75%	2.97%	6.36%	4.83%	3.08%	9.90%	1.47%
商品贸易	2,496.24	2,927.48	3,213.61	2,877.36	2,961.03	2,728.22	2,755.50	2,838.17	2,894.93
增长率		17.28%	9.77%	-10.46%	2.91%	-7.86%	1.00%	3.00%	2.00%
其他收入	1,050.76	1,150.09	778.80	886.04	1,389.73	1,030.93	1,041.24	1,072.48	1,093.93
增长率		9.45%	-32.28%	13.77%	56.85%	-25.82%	1.00%	3.00%	2.00%
总收入	18,283.52	22,465.76	23,622.43	23,976.98	25,850.46	26,296.47	27,029.09	29,442.76	29,896.44
成本	5,108.62	6,206.32	6,604.79	6,325.83	6,669.19	6,771.74	6,932.20	7,456.68	7,579.12
综合毛利率	72.06%	72.37%	72.04%	73.62%	74.20%	74.25%	74.35%	74.67%	74.65%
餐饮成本	2,711.01	3,506.05	3,598.34	3,715.76	4,009.33	4,450.54	4,587.79	5,041.93	5,116.08
餐饮毛利率	61.53%	59.03%	60.00%	60.40%	63.44%	62.30%	62.30%	62.30%	62.30%
商品贸易	2,019.46	2,373.02	2,724.83	2,362.20	2,449.89	2,247.89	2,270.37	2,338.48	2,385.25
商品毛利率	19.10%	18.94%	15.21%	17.90%	17.26%	17.61%	17.61%	17.61%	17.61%
其他成本	352.00	300.06	281.77	247.87	209.97	73.31	74.04	76.26	77.79
其他业务毛利率	66.50%	73.91%	63.82%	72.02%	84.89%	92.89%	92.89%	92.89%	92.89%
毛利	13,174.90	16,259.44	17,017.64	17,651.15	19,181.27	19,524.73	20,096.88	21,986.08	22,317.32
客房	6,479.05	8,449.47	9,336.07	9,806.94	10,240.33	10,358.45	10,677.89	11,734.90	11,907.47
餐饮	4,336.06	5,051.55	5,397.50	5,668.40	6,956.17	7,355.53	7,582.37	8,332.94	8,455.49
服务费	1,210.40	1,381.12	1,298.11	1,022.48	293.87	372.80	384.30	422.34	428.55
商品贸易	476.78	554.46	488.78	515.16	511.14	480.33	485.13	499.69	509.68
其他业务	698.76	850.03	497.03	638.17	1,179.76	957.62	967.20	996.21	1,016.14
营业税金及附加	516.13	1,094.62	1,140.17	1,176.56	1,276.87	1,310.95	1,347.47	1,467.80	1,490.42
税金率	2.82%	4.87%	4.83%	4.91%	4.94%	4.99%	4.99%	4.99%	4.99%
营业费用	3,971.58	4,433.63	4,559.67	4,478.84	4,670.86	4,846.88	4,981.91	5,426.79	5,510.41
营业费用率	21.72%	19.74%	19.30%	18.68%	18.07%	18.43%	18.43%	18.43%	18.43%
管理费用	6,721.21	6,670.49	6,497.66	6,412.44	6,747.79	6,783.65	6,838.36	6,919.05	7,115.35
管理费用率	36.76%	29.69%	27.51%	26.74%	26.10%	25.80%	25.30%	23.50%	23.80%
财务费用	206.05	113.47	180.99	150.9	-177.71	-723.51	-400.00	-200.00	100.00
资产减值损失				6.5	114.3	59.24	-	-	-
投资收益（扣除合营及联营）	6.87	56.09	2.67	-72.42	1042.7	166.73	150.00	150.00	150.00
营业外收入	36.98	85.68	8.36	232.1	283.11	141.61	20.00	20.00	20.00
营业外支出	2.05	17.27	2.38	2.66	9.83	12.08	10.00	10.00	10.00
税前利润	1,801.73	4,071.73	4,647.80	5,582.93	7,865.14	7,543.78	7,489.14	8,532.44	8,261.14
所得税	594.49	1,344.13	1,512.82	1,895.37	2,607.67	1,886.93	1,872.28	2,133.11	2,065.28
所得税税率	33.00%	33.01%	32.55%	33.95%	33.15%	25.01%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	1,207.24	2,727.60	3,134.98	3,687.56	5,257.47	5,656.85	5,616.85	6,399.33	6,195.85

来源：国金证券研究所

贸易业务机制完善，盈利能力逐年增长

- 公司贸易业务主要包括金陵精品商贸、金陵贸易公司、江苏苏糖糖酒公司。金陵精品商贸公司主要经营高档品牌面向宾馆游客的零售业务，毛利率水平较高，但销量有限；金陵贸易公司主要经营酒店相关用品批发业务，毛利水平很低，盈利能力欠佳，但作为整个集团酒店的配套，不可或缺；江苏苏糖糖酒公司主要在江苏省范围内的代理高档酒类销售，是上市公司贸易业务盈利的主要贡献者。
- 江苏苏糖糖酒公司实现了管理层持股，激励机制完善、经营机制灵活，通过地区经营代理权、贴牌销售等方式，与张裕、茅台、五粮液等国内知名酒业公司开展业务合作，整合了市场资源和供销渠道，加速拓展高档酒水贸易，特别是近两年公司还拓展了进口红酒业务，发展势头良好，从而推动了公司营业收入、利润水平的大幅度提升（见图表 15）。

图表15：江苏苏糖糖酒公司净利润增长情况



来源：公司资料、国金证券研究所

- 我们预测公司贸易业务稳步增长，毛利率基本稳定，2009 年至 2011 年的权益利润贡献分别为 692 万元、739 万元、790 万元。

图表16：贸易业务收入及盈利预测（旅游商场除外）

单位：万元	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
收入	4,574.22	6,893.82	8,142.10	10,171.26	15,072.80	15,892.21	16,756.17	17,667.09	18,627.54
增长率		50.71%	18.11%	24.92%	48.19%	5.44%	5.44%	5.44%	5.44%
成本	4,344.54	6,473.65	7,535.25	9,363.19	13,566.96	13,152.47	13,867.48	14,621.37	15,416.24
毛利率	5.02%	6.09%	7.45%	7.94%	9.99%	17.24%	17.24%	17.24%	17.24%
税金及附加	0.52	6.20	6.65	12.70	18.38	25.21	26.58	28.03	29.55
税金率	0.01%	0.09%	0.08%	0.12%	0.12%	0.16%	0.16%	0.16%	0.16%
销售费用	103.03	185.92	293.21	436.66	518.34	857.75	904.38	953.55	1,005.38
销售费用率	2.25%	2.70%	3.60%	4.29%	3.44%	5.40%	5.40%	5.40%	5.40%
管理费用	97.78	138.85	148.59	192.61	260.33	313.22	330.25	348.20	367.13
管理费用率	2.14%	2.01%	1.82%	1.89%	1.73%	1.97%	1.97%	1.97%	1.97%
财务费用	-0.67	1.98	10.42	-11.95	9.26	23.32	24.59	25.92	27.33
财务费用率	-0.01%	0.03%	0.13%	-0.12%	0.06%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%
其他收支	0	0	0	0	-89.79	-59.63			
税前利润	29.02	87.22	147.98	178.05	789.32	1,579.87	1,602.89	1,690.02	1,781.90
所得税	19.64	10.35	65.24	37.75	245.85	448.23	448.81	456.31	463.29
所得税率	67.68%	11.87%	44.08%	21.20%	31.15%	28.37%	28%	27%	26%
净利润	9.38	76.87	82.74	140.30	543.47	1,131.64	1,154.08	1,233.72	1,318.61
少数股东损益	-2.95	23.70	21.66	52.45	144.18	453.42	462.41	494.32	528.33
少数股东损益比	-31.42%	30.83%	26.17%	37.39%	26.53%	40.07%	40.07%	40.07%	40.07%
归属上市公司股东损益	12.33	53.17	61.08	87.85	399.29	678.22	691.67	739.40	790.27

来源：公司资料、国金证券研究所

金陵置业销售平稳，业绩将逐步释放

- 南京金陵置业发展有限公司营销总监在接受采访时表示，过去一年中，玛斯兰德的销售虽然有波动，但并没有经历一下子进入谷底又突然回暖的过程。这种平稳一方面是由于玛斯兰德本身的特殊性，比如在将军山别墅区的第一居所属性、现房销售、5年的潜心耕耘、纯独栋大庭院的产品稀缺性等等。另一方面，本轮经济层面的调整也改变了开发商的推盘思路，南京市场上潜在的巨大的别墅库存延缓推向市场，供求关系没有出现较大的变化，这点和普通住宅市场也不一样。玛斯兰德这样的第一居所的城市别墅来说，由于自住功能更突出一些，客群的购买信心受影响相对较弱，而对于远郊的一些旅游度假产品，其客群主要是投资客，受到波及相对大一些。整体来看，下半年南京别墅市场可能也不会有较大波动。
(http://esf.huizhou.soufun.com/newsecond/news/2526799_6.htm)
- 我们根据调研时公司接待中心的销控表来看，公司债 2008 年前 9 个月就实现了预售收入 3 个多亿，但 2008 年实际结算仅 1.65 亿元（这也是 2008 年金陵置业业绩低于我们预期的主要原因），从我们了解到的情况这些预售房都已完工，因此我们预计剩余部分将在 2009 年结算（见图表 17、18）。

图表17：百香果街区销控表（2008 年 9 月 25 日）

房号	面积 (平米)	单价 (元/平米)	总价 (元)	销售情况
百香果01幢	366.89	19654.20	7207000	●
百香果02幢	365.83	23297.71	8523000	
百香果03幢	363.54	19986.80	7266000	●
百香果05幢	366.89	21764.88	7981000	
百香果19幢	365.83	17242.98	6308000	●
百香果20幢	408.42	17031.49	6956000	●
百香果21幢	366.89	16678.94	6116000	
百香果22幢	431.59	15663.01	6760000	●
百香果23幢	407.15	16438.20	6682000	
百香果26幢	366.89	16180.79	5937000	●
百香果27幢	431.59	15978.13	6896000	●
百香果28幢	365.83	16187.85	5922000	●
百香果29幢	365.83	15529.07	5681000	●
百香果30幢	408.42	16183.37	6605000	●
百香果31幢	363.54	16375.09	5953000	●
百香果32幢	431.59	15663.01	6760000	●
百香果06幢	515.01	17714.22	9123000	●
百香果07幢	513.47	17060.39	8760000	●
百香果08幢	555.47	17370.88	9649000	●
百香果09幢	555.47	17064.83	9479000	●
百香果10幢	555.47	16971.21	9427000	●

来源：国金证券研究所

图表18：红木林街区销控表（2008 年 9 月 25 日）

房号	面积 (平米)	单价 (元/平米)	总价 (元)	销售情况
红木林29幢	369.35	23313.83	8611000	
红木林32幢	369.42	18447.84	6815000	●
红木林15幢	369.42	18293.54	6758000	
红木林16幢	410.73	22867.90	9443199	●
红木林17幢	368.89	20472.40	7547969	
红木林18幢	427.39	21659.37	9257000	●
红木林43幢	427.96	21207.59	9076000	
红木林37幢	542.31	16894.40	9182000	●
红木林38幢	542.31	16853.83	9140000	●
绿城09幢1号	221.53	15131.13	3352000	
绿城01幢1号	219.51	28590.95	6270000	●
绿城01幢2号	219.48	28648.54	6288000	●

- 我们从南京市房地产信息网的信息发现公司在 2008 年 5 月推出的海枣树街区共计销售了 9 套约 1 个多亿的收入，另外通过南京市房地产信息网与公司上述销控表对比发现公司在 2008 年 10 月至 2009 年 4 月期间又销售

乐 3 套，约 2000 万销售额。公司于 2009 年 4 月又推出了红树林街区 4 套、海枣树街区 26 套，共计 30 套房源，目前公司在售房源约 64 套，未来仍将陆续开出新的街区，我们将密切跟踪上述房源的销售情况。

- 按照我们粗略估计公司目前预售款在 2.5 个亿以上，且上述预售房源均已完工，我们预计其大部分都将于今年结算，但出于谨慎我们预测 2009 年公司结算收入约 2.15 亿元左右。
- 我们对比金陵置业 2005 年至 2008 年的收入净利率发现，公司收入净利率存在较大的波动，我们分析认为公司费用和公共部分成本并不是按照收入配比进行严格分摊的，而是出于谨慎，在费用发生时或是新街区开盘时直接计入损益，从而造成了收入净利率的波动。2008 年的收入净利率在房价没有下降、所得税税率下降的情况下大幅下降，主要是承担了未结算楼盘的公共部分成本，因此我们预计 2009 年的收入净利率将上升，我们采用 2005 年至 2008 年平均收入净利率进行预测。
- 金陵饭店在投资金陵置业时产生了 6057 万的股权投资差额，并按 6.75 年摊销，每年摊销 897.27 万元，这在很大程度上影响了金陵置业的业绩贡献。我们测算金陵置业未来三年的投资收益贡献分别为 573 万元、1287 万元、2106 万元（见图表 19）。

图表19：金陵置业投资收益预测表

项目	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	-	17,537.20	23,184.97	13,977.33	16,464.86	21,535.14	32,000.00	44,000.00
净利润	-893.39	4,104.85	5,089.40	3,680.35	3,183.05	4,900.38	7,281.68	10,012.32
收入净利率		23.41%	21.95%	26.33%	19.33%	22.76%	22.76%	22.76%
权益利润		1,410.88	1,526.82	1,104.11	954.92	1,470.11	2,184.51	3,003.69
股权投资差额摊销		717.70	897.27	897.27	897.27	897.27	897.27	897.27
投资收益		693.18	629.55	206.84	57.65	572.84	1,287.24	2,106.42

来源：国金证券研究所

金陵酒店管理盈利能力将大幅提升

- 股份公司受让高管沈永平 8.78%酒店管理公司股权，持股增加到 26.78% 股份，另有 42.26% 的股权由酒店管理公司、股份公司及集团公司的关键管理人员持有，这将对关键管理人员形成有效激励。
- 据最新资料，酒店管理公司目前签约高星级酒店已达到 56 余家，加上金一村经济型酒店，目前管理酒店数量达到 68 家，业务拓展较快，目前开业高星级酒店数量从 2008 年 6 月的 30 家增加到了 35 家（见图表 20）。

图表20：金陵酒店管理公司签约高星级酒店数量

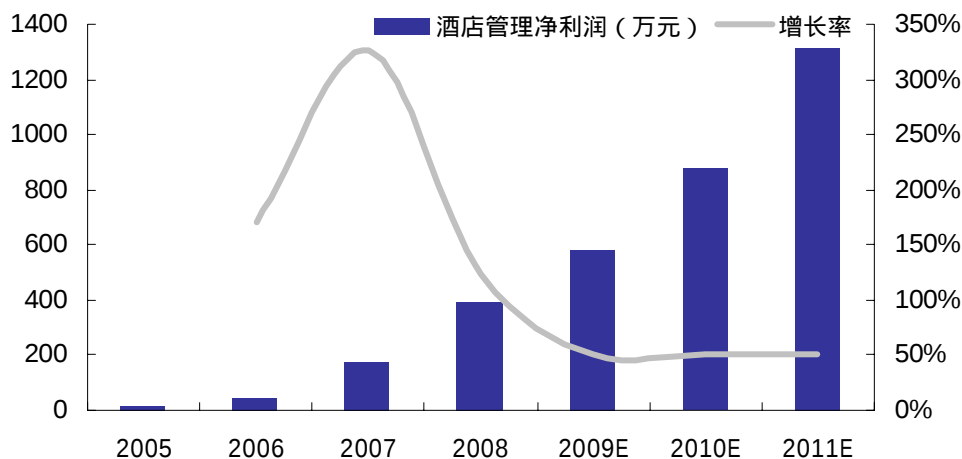
项目	2008年6月	2009年3月
开业酒店数量	30	35
即将开业酒店数量	5	2
建设中酒店数量	14	19
合计	49	56

来源：公司网站资料、国金证券研究所

- 托管酒店按照基本管理费和奖励管理费计入公司利润，但因这些酒店历史原因，经营需要一定的转型期，并且管理费率较低；金一村新增店需要培育，公司前期网络建设、人才储备等投入较大，所以管理公司的利润贡献基本很少。但是随着已开业酒店的逐步成熟、新开业酒店的增长、网络投入的减少，管理公司的利润将逐步释放（见图表 21）。
- 我们仍然坚持前期关于酒店管理公司对于上市公司重大意义的判断。首先，对于股份公司而言，金陵饭店未来规划侧重实体酒店连锁经营，酒店管理公司通过托管酒店可以在不增加重资投入的情况下，在全国范围内建立影响力。而在托管酒店的同时，还可以研究不同区域的酒店经营情况，总结更多的经验，为未来选择新增实体酒店提供更多的取舍标准。随着托

管数量的不断增加，公司的自有预订平台才更有规模效用，同时节省了更多的渠道费用。其次，随着未来股份公司拥有的实体酒店不断增加，酒店管理公司的意志将逐渐与股份公司趋同，在一定意义上酒店管理公司成为上市公司以及金陵饭店集团管理层激励的重要工具。鉴于酒店管理公司的重大意义，上市公司有进一步增持酒店管理公司股份的意愿。

图表21：金陵酒店管理公司利润增长预测



来源：国金证券研究所

拓展进程缓慢，爆发增长仍需时日

新金陵饭店推迟至 2011 年底营业，但盈利前景依然看好

- 新金陵饭店项目位于南京市中心商业区、紧邻金陵饭店北侧，包括豪华商务酒店、国际 5A 智能写字楼及会议、展览、休闲、精品商业等。
- 2008 年 10 月 27 日公司公告其子公司南京新金陵饭店有限公司增资扩股的决议，增资扩股后上市公司对新金陵饭店股权从 59.33% 下降到 51%。
 - ◆ 扩股具体方案为：公司与关联方南京伯黎置业管理有限公司（以下简称“伯黎置业”）共同对南京新金陵饭店有限公司（以下简称“新金陵饭店”）增资扩股。首先由伯黎置业单方增资 7,807.44 万元（其中 4622.33 万元计入注册资本，3185.11 万元计入资本公积），增资完成后伯黎置业在新金陵饭店持股比例调整为 49%，金陵饭店持股比例调整为 51%。然后金陵饭店与伯黎置业根据新金陵饭店建设资金需求情况同比例增资。增资方案实施完成后，新金陵饭店的注册资本为 97314.89 万元；本公司总投资为 61200 万元（其中 49630.59 万元计入注册资本，11569.41 万元计入资本公积），占新金陵饭店股权比例为 51%；伯黎置业总投资为 58800 万元（其中 47684.30 万元计入注册资本，11115.70 万元计入资本公积），占新金陵饭店股权比例为 49%。根据最新公告，伯黎置业承诺于 2006 年 6 月 30 日前完成单方增资。
 - ◆ 此次增资大大增加了新金陵饭店的自有资本，这将大大降低项目的负债水平，项目贷款利息减少，投资回报将有所提高，这将弥补公司因股权稀释而减少的一部分收益。我们认为通过此次增资后，金陵饭店在新金陵饭店的股权虽然下降了 8.33%，但仍处于绝对控股地位，不影响公司对新金陵饭店的控制权。我们认为伯黎置业单方增资，将会减轻金陵饭店近期资金压力，使得公司能够将更多的自有资金投入到见效更快的项目上，从而提高公司资金的利用效率，提升公司的近期盈利能力和综合收益。因此我们对此次增资持正面评价。
- 新街口作为南京市第一 CBD，即便在金融危机的影响下，该地区的商业地产仍然供不应求，金陵饭店目前代管的世贸楼平均日租金就从 2008 年的 4.6 元/平米提升至 4.8 元/平米。金融危机过后这一地块的出租率和日租

金还将上升。前期南京金融中心大楼以 17 亿元转让，单家达 5 万/平米，新金陵饭店的物业升值空间也很巨大，因此我们继续看好新金陵饭店项目前景。

- 我们认为新金陵饭店是老金陵饭店的一种自然延伸，在品牌、管理、人才和客户资源上都可以实现最大程度的共享，是公司扩张之路迈出的第一部，也是最稳妥的一步。
- 新金陵饭店属于稳定回报的项目，每年将为公司贡献大量的稳定的现金流（据我们测算新金陵饭店进入稳定期后每年将提供 2.4 亿元以上的稳定现金流，见图表 22），这将为公司今后发展提供强大的资金支持。

图表22：新金陵饭店盈利及自由现金流预测

单位：百万元	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	累计数
收入合计	293.71	422.83	444.06	468.43	481.95	484.07	486.56	500.48	514.54	517.16	528.58	531.30	546.68	549.50	552.36	555.28	558.25	8435.73
成本（餐饮收入*32%）	18.92	31.54	31.54	32.06	32.06	32.06	32.17	32.27	32.38	32.48	32.59	32.69	32.80	32.90	33.01	33.11	33.22	537.79
毛利率	94%	93%	93%	93%	93%	93%	93%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	
费用合计	227.06	204.29	200.67	199.09	203.18	203.83	204.57	208.78	213.03	213.81	217.26	218.08	222.73	223.57	224.43	225.30	226.19	3635.89
成本费用合计	264.47	262.94	260.50	260.79	265.64	266.40	267.39	272.48	277.61	278.65	282.83	283.90	289.51	290.62	291.74	292.88	294.04	4702.40
利润总额	29.24	159.89	183.56	207.63	216.31	217.67	219.17	228.01	236.93	238.52	245.75	247.39	257.17	258.88	260.62	262.40	264.21	3733.33
税后利润	21.93	119.92	137.67	155.72	162.23	163.25	164.38	171.01	177.70	178.89	184.31	185.55	192.88	194.16	195.47	196.80	198.16	2800.00
自由现金流	92.69	163.26	181.44	199.98	206.76	207.82	209.00	215.90	222.87	224.12	229.77	231.06	238.70	240.04	241.40	242.79	244.21	3591.79
权益利润贡献	11.18	61.16	70.21	79.42	82.74	83.26	83.83	87.21	90.62	91.23	94.00	94.63	98.37	99.02	99.69	100.37	101.06	1428.00
每股收益贡献	0.04	0.20	0.23	0.26	0.28	0.28	0.28	0.29	0.30	0.30	0.31	0.32	0.33	0.33	0.33	0.33	0.34	

来源：公司资料、国金证券研究所

金陵天泉湖生态园进入实质性运作阶段

- **旅游快速连通高速公路网，天泉湖正式融入南京“1 小时经济圈”。**项目位于江苏省西部，盱眙县南端，距南京 90 公里。项目所在地地铁山寺天泉湖距高速公路旧铺出口 15 公里，宁连、宁宿徐两条高速公路从旁而过，目前旅游快速通道已经完工，天泉湖正式融入南京“1 小时经济圈”，交通十分便捷。
- 由于整个项目规划用地达到 27 平方公里，公司将对景区进行整体规划，分布实施，滚动开发。该项目是一项长短结合的项目：短期项目主要有产权式酒店、低密度住宅，回报会比较快；长期项目主要是高档休闲度假会议酒店等，回报虽慢，但能够提升整个项目的品质和定位，增加短期地产项目的附加值。
- 目前“金陵天泉湖旅游生态园”进入实质性运作阶段，公司前期公告，公司投资 5000 万元设立江苏金陵旅游发展有限公司，这个公司将成为未来金陵饭店资本运作的主要平台。金陵旅游公司已经于 2009 年 2 月 6 日竞拍首期天泉湖项目的土地小龙山地块，该地块面积 6.4 万平米（96 亩），成交单价 387.44 元/平米，折合 25.8 万/亩，总价 2480 万元。此地块将用于建设低密度住宅（别墅）项目。
- 公司可能会在年中再拿地 150 亩，位于紫霞岭地块，用于五星级别墅酒店建设，首期规模 120~150 间（套）客房，紫霞岭酒店项目与小龙山住宅项目将成为金陵天泉湖生态园的引领项目，公司可能会按照先酒店后房地产的计划开发这两个项目，酒店计划于下半年开工，争取 2010 年底投入运营。
- 该项目是南京 1 小时经济圈内为数不多的未被开发的自然资源，将被打造为环城市栖息带的高端生态休闲旅游目的地，可以称得上是“南京的后花园”。金陵天泉湖项目已纳入新农村建设和江苏省旅游重点项目，在政策上获得了很多支持，税收也相当优惠。我们坚定看好该项目的发展。

酒店收购兼并工作仍在推进，但进展缓慢

- 公司将继续寻找收购兼并项目，主要目标为经营欠佳的存量中端酒店和高端酒店，也可以采用租赁经营的方式获得项目的拓展。目前公司已经考察 70 余个酒店项目，但进展较为缓慢。

- 江苏省国资系统得旅游资源整合速度也低于预期，但是随着上海、湖南等地的旅游酒店资源整合进程的加速，我们判断江苏省旅游资源的整合业将提速，作为省人大常委的金陵集团董事长汤文俭或将推动江苏省旅游资源的整合。

风险提示

- “金陵天泉湖生态园”目前还处于规划阶段，拿地成本、拆迁安置成本都存在很大的不确定性。
- 募集资金“新金陵饭店”项目，工期存在一定的不确定性，项目目前已推迟至 2011 年开业，虽然目前工程进展顺利，但我们仍不排除存在不能如期开业运营的风险。
- 目前全球金融危机还未见好转，我们不排除金融危机进一步加剧，公司受到的影响超出我们的预期。
- 全球猪流感疫情持续蔓延，如果疫情蔓延至中国，有可能像“非典”一样对我国旅游业造成重大影响。二级目录（例如公司运营风险）

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	341	409	422	438	471	485
增长率		19.8%	3.1%	3.8%	7.6%	3.0%
主营业务成本	-157	-202	-199	-208	-221	-230
% 销售收入	45.9%	49.4%	47.2%	47.5%	46.9%	47.4%
毛利	185	207	223	230	250	255
% 销售收入	54.1%	50.6%	52.8%	52.5%	53.1%	52.6%
营业税金及附加	-12	-13	-13	-14	-15	-15
% 销售收入	3.5%	3.2%	3.2%	3.1%	3.2%	3.1%
营业费用	-49	-52	-57	-59	-64	-65
% 销售收入	14.4%	12.7%	13.5%	13.4%	13.5%	13.4%
管理费用	-66	-70	-71	-72	-73	-75
% 销售收入	19.3%	17.1%	16.8%	16.4%	15.4%	15.4%
息税前利润（EBIT）	57	72	81	86	99	100
% 销售收入	16.8%	17.6%	19.3%	19.5%	21.0%	20.6%
财务费用	-1	2	7	6	6	7
% 销售收入	0.4%	-0.4%	-1.7%	-1.3%	-1.4%	-1.4%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	12	3	9	17	26
% 税前利润	8.6%	14.0%	3.4%	8.8%	13.7%	19.6%
营业利润	62	86	92	100	122	133
营业利润率	18.0%	21.0%	21.7%	22.9%	25.9%	27.4%
营业外收支	2	3	1	0	0	0
税前利润	64	89	93	100	122	133
利润率	18.7%	21.6%	22.0%	22.9%	25.9%	27.4%
所得税	-19	-29	-23	-25	-31	-33
所得税率	30.2%	32.2%	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	45	60	69	75	92	100
少数股东损益	1	1	5	5	5	5
归属于母公司的净利润	44	59	65	71	87	94
净利率	12.9%	14.3%	15.4%	16.1%	18.4%	19.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	44	60	69	75	92	100
少数股东损益	1	0	0	0	0	0
非现金支出	24	23	20	30	35	34
非经营收益	-6	-12	-3	-10	-14	-19
营运资金变动	3	-4	-29	16	5	2
经营活动现金净流	65	67	58	112	117	117
资本开支	-36	-253	-90	-273	-209	-210
投资	0	10	-3	-31	0	0
其他	7	13	10	9	17	26
投资活动现金净流	-30	-230	-84	-295	-192	-184
股权募资	24	556	81	0	-31	0
债权募资	0	32	-30	178	300	100
其他	-19	-22	-32	0	-3	-37
筹资活动现金净流	5	566	20	178	266	63
现金净流量	41	403	-5	-5	191	-4

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	98	501	496	490	681	677
应收款项	16	21	19	20	22	23
存货	21	36	56	48	51	54
其他流动资产	39	11	29	33	35	36
流动资产	174	569	600	592	790	790
% 总资产	32.8%	48.1%	46.6%	38.1%	41.0%	37.6%
长期投资	69	58	55	86	85	85
固定资产	288	556	631	817	1,001	1,185
% 总资产	54.2%	46.9%	49.1%	52.6%	52.0%	56.4%
无形资产	0	0	0	55	46	39
非流动资产	357	615	687	960	1,135	1,311
% 总资产	67.2%	51.9%	53.4%	61.9%	59.0%	62.4%
资产总计	532	1,184	1,287	1,552	1,924	2,101
短期借款	0	33	2	0	0	0
应付款项	94	122	142	146	156	161
其他流动负债	30	32	25	34	66	67
流动负债	124	187	170	180	222	228
长期贷款	0	0	0	180	480	580
其他长期负债	4	0	0	0	0	0
负债	128	187	170	360	702	808
普通股股东权益	375	878	914	984	1,010	1,074
少数股东权益	29	119	203	208	213	218
负债股东权益合计	532	1,184	1,287	1,552	1,924	2,101

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.232	0.195	0.216	0.235	0.289	0.315
每股净资产	1.974	2.928	3.045	3.281	3.366	3.580
每股经营现金净流	0.344	0.222	0.194	0.373	0.391	0.390
每股股利	0.000	0.000	0.100	0.000	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	11.75%	6.67%	7.10%	7.17%	8.58%	8.79%
总资产收益率	8.29%	4.94%	5.04%	4.55%	4.50%	4.50%
投入资本收益率	9.93%	4.74%	5.43%	4.68%	4.35%	4.01%
增长率						
主营业务收入增长率	7.50%	19.84%	3.09%	3.78%	7.59%	3.00%
EBIT增长率	15.48%	25.36%	12.76%	5.30%	15.51%	1.33%
净利润增长率	13.26%	32.90%	10.82%	8.80%	22.76%	8.97%
总资产增长率	11.35%	122.70%	8.69%	20.62%	23.97%	9.16%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.1	14.3	14.9	14.0	14.0	14.0
存货周转天数	46.4	51.4	84.8	85.0	85.0	85.0
应付账款周转天数	44.2	34.1	40.0	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	307.9	242.0	221.9	201.1	174.7	157.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-24.24%	-46.91%	-44.17%	-26.01%	-16.46%	-7.50%
EBIT利息保障倍数	41.4	-42.8	-11.6	-14.7	-15.3	-15.2
资产负债率	24.05%	15.78%	13.20%	23.20%	36.46%	38.48%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	1	1
买入	0	1	1	5	6
持有	0	1	1	4	4
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.50	2.50	2.36	2.32

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-06-23	买入	6.07	9.50 ~ 11.50
2 2008-07-15	买入	6.86	9.50 ~ 11.50
3 2008-08-08	买入	6.57	9.50 ~ 11.50
4 2008-10-10	买入	4.46	N/A
5 2008-10-27	买入	4.12	N/A
6 2009-02-26	买入	5.35	N/A
7 2009-04-15	买入	6.52	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。