

金陵饭店(601007)

公司研究/深度报告

推荐 首次评级

合理估值: 10—12 元

品牌扩张渐入佳境，五大看点照亮未来

民生精品---深度研究报告/旅游行业

2010 年 10 月 8 日

报告摘要:

● 公司面临良好发展机遇

在产业转型和消费升级的大背景下，国内高端旅游服务业必将加快发展。公司是我国旅游酒店的一面旗帜，具有强大的品牌效应，公司服务链条完善，产品结构较为齐全，面临极好的发展机遇。

● 品牌扩张渐入佳境，多业务接踵贡献业绩

传统业务金陵饭店运营和商品贸易业务将稳步增长；地产项目投资未来5年将带来2-3亿元的权益净利；2014年后金陵二期进入成熟期将每年贡献6000万元以上权益净利润；2014年天泉湖项目将开始贡献利润。新增数个现金牛对公司在酒店相关业务的扩张形成强有力的支持。

● 酒店业务大扩张值得期待

酒店主业扩张方面，公司将可能获得未来的明星业务酒店管理更多的股权。目前公司参股的酒店管理业务进入收获期，业绩增长迅速，成为盈利达到两千万级别的项目。随着国内高星级酒店大量兴建和国内游客比重增大，酒店管理业务前景非常看好。在酒店资产收购重组方面进展较慢，但公司国资背景和国内酒店业翘楚的地位，在地方国资整合的大背景下，不排除有整合地方酒店资产的可能。

● 公司估值优势明显，首次给予“推荐”评级

预计公司未来三年的业绩分别为0.32、0.34和0.40元，2012年后随着金陵二期营业、天泉湖地产项目结算和金陵置业地产项目集中结算，业绩会出现较大幅度的增长。公司目前相对估值低于行业平均水平，绝对估值10.7元，二级市场存在低估。结合相对估值和绝对估值，6个月内公司合理估值在10-12元，首次给予公司“推荐”评级。

● 风险提示:

地产调控大幅超预期；当地酒店市场过度竞争等；

盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	442	508	551	752
增长率(%)	4.81%	14.89%	8.46%	36.48%
归属母公司股东净利润(百万元)	85	93	101	120
增长率(%)	31.8%	10.3%	6.3%	17.6%
每股收益(元)	0.29	0.32	0.34	0.40
毛利率(%)	50.6%	49.0%	49.2%	53.7%
净资产收益率 ROE(%)	7.7%	7.5%	7.6%	8.4%
每股净资产(元)	4.28	4.62	4.98	5.42
PE	29.5	29	23	17
PB	3.22	2.66	2.41	2.15
EV/EBITDA	-	23.16	21.61	17.30

资料来源: 民生证券研究所

请务必阅读最后一页免责声明

民生证券研究所

分析师: 李振飞

执业证书编号: S0100210060002

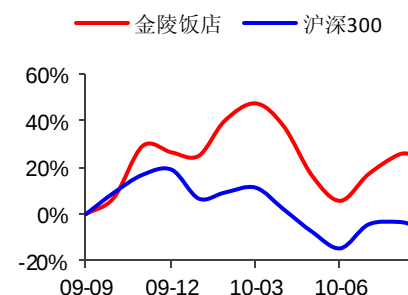
电话: (8610)8512 7651

Email: lizhenfei@mszq.com

地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号

民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据 (2010-09-29)

收盘价(元)	8.55
近 12 个月最高/最低	10.39/6.66
总股本(百万股)	300
流通股本(百万股)	300
流通股比例%	100
总市值(亿元)	25.7
流通市值(亿元)	25.7

相关研究

投资要点:

► 投资逻辑

公司是我国酒店业的一面旗帜，拥有强大和广泛的品牌影响力。在国内产业升级和消费升级的大背景下，服务业特别是高端服务业将面临更大的发展机会。公司围绕核心品牌拓展高端服务品种，将逐渐形成完善的服务能力和多样的服务产品，发展前景看好。

公司存在较多看点，业绩驱动力在逐年增强：

(1) 公司主营业务酒店本部和商贸业务稳定增长，成为公司业绩的基本保障；

(2) 地产投资项目迎来集中结算，成为公司未来几年业绩发动机。2010-2015 年，公司投资高端地产项目玛斯兰德三期将集中结算，项目贡献权益利润将达到 2-3 亿元左右，下半年可贡献 2600 万左右的权益净利润，占公司全年业绩的四分之一；

(3) 公司新业务贡献新动力。2012 年金陵二期项目将投入运营，天泉湖酒店项目开业，金陵二期项目成熟后每年可贡献 6000 万以上的净利润，成为公司新的“现金牛”，天泉湖项目也将随着休闲度假游的迅速发展而逐渐成熟，会成为另外一个“牛”业务，为公司发展提供新的能量；

(4) 酒店主业扩张或取得突破。公司参股的酒店管理业务扩张性好，市场前景看好，随着盈利能力增强，集团可能将股权逐步注入上市公司，成为公司未来扩张的一个重要突破口。另一方面酒店收购进行扩张符合公司战略，未来可能会谨慎推进，为公司酒店主业打下更大的运作平台；

(5) 公司的绝对估值和相对估值来看，公司估值优势明显。

► 有别于大众的认识

市场认为公司增长较慢，亮点不多。我们认为公司传统业务和新业务均属于优质资产，盈利能力强，将来均将成为“现金牛”项目，为公司发展提供充足的现金流，成为公司在轻重资产扩张方面坚实的后盾。另一方面，公司大股东是国资委直属企业，公司进行省内资产整合的可能性是仍然存在的，作为国内酒店业的翘楚，由公司整合其他酒店资产是比较符合常理的。

我们认为公司在品牌和服务能力方面突出，能够抓住高端市场需求的快速发展，多方位开拓高端服务产品，成为一个全面的高端服务运营商。

目录

一、未来高端服务业大发展的受益者	4
(一) 公司拥有强大的品牌价值	4
(二) 公司坚持围绕核心品牌进行相关扩张战略	5
二、公司多业务扩展渐入佳境，多业务“闪亮”登场	6
(一) 传统业务稳定增长，公司业绩有保证	6
(二) 地产投资未来几年将贡献 2-3 亿权益净利，成为业绩增长发动机	8
(三) 金陵二期将成为又一个“现金牛”，为公司发展提供新能量	9
(四) 天泉湖生态园项目进展顺利，增加业绩弹性空间	12
(五) 战略主业——酒店业务扩张值得期待	12
(六) 关键假设和盈利预测	13
三、公司估值优势明显	15
(一) 相对估值偏低	15
(二) 公司绝对估值 10.7 元	15
(三) 合理估值为 10-12 元，首次给予“推荐”评级	16
四、股价变化的催化剂	16
五、风险提示	17
插图目录	19
表格目录	19

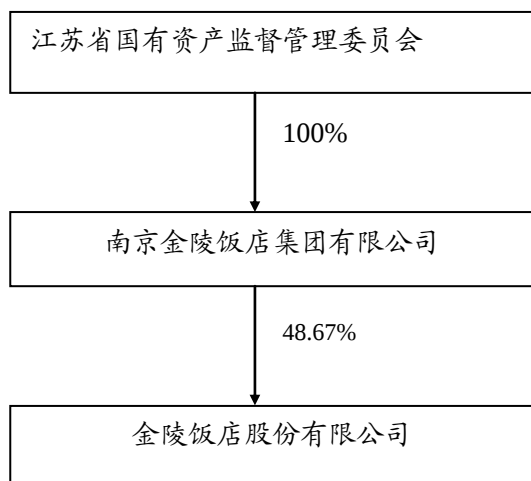
一、未来高端服务业大发展的受益者

(一) 公司拥有强大的品牌价值

1、金陵饭店是我国旅游饭店业的一面旗帜

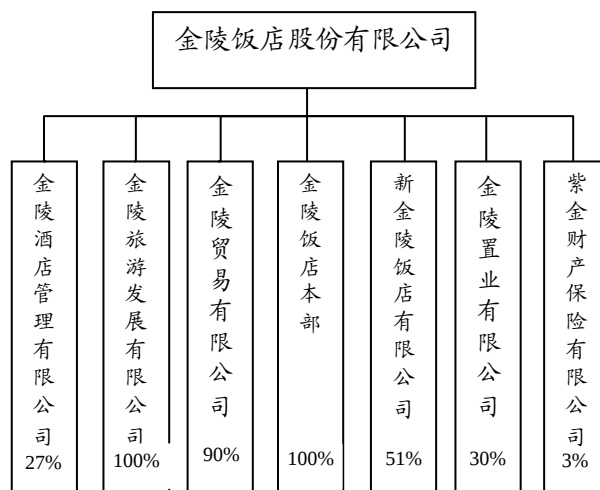
金陵饭店是第一家由中国人自己管理的现代化酒店。从一开始就高起点地与国际市场接轨，成功建树了融世界一流水准和中国文化风格为一体的金陵饭店管理体系。创造了中国酒店业的服务经典和具有国际影响力的“金陵”品牌，被国家旅游局誉为“中国酒店管理的一颗明星”、“全国旅游饭店业的一面旗帜”。

图 1：金陵饭店大股东属国资委直属企业



资料来源：公司公告，民生证券研究所

图 2：公司围绕酒店品牌进行多业务开发



资料来源：公司公告，民生证券研究所

2、注重全面发展，获得了国内外高度认可

09 年公司被评为“上市公司金圆桌奖优秀董事会”，成为其中唯一上榜的旅游类上市公司；荣膺“中国 100 家最具发展潜力品牌企业”，连续两年蝉联世界 HR 实验室评定的“中国 TOP100 最佳雇主”；三度蝉联世界品牌实验室颁布的全球服务业领域最高奖项——“五星钻石奖”；作为中国本土酒店品牌的唯一代表，连续四年荣膺“中国十大最受欢迎商务酒店”，五度蝉联国际旅游权威杂志《商旅》评选的“中国最佳商务酒店”，连续八年荣膺“英国 SAGA 最佳美食奖”。世界品牌实验室指出，金陵饭店股份公司面对艰难环境的挑战，在创新发展、抵御风险、品牌塑造、经营管理等方面均有突出表现，已成为中国自主创新发展民族品牌的典范。

今年召开的中国旅游饭店业协会理事大会暨中国饭店业发展论坛上，金陵饭店获评首届“中国饭店金星奖”。这是为进一步提升中国饭店业的标准化服务品质而设立的饭店业最高荣誉。

表 1: 金陵饭店各方面均获得社会高度认可

	奖项	备注
公司治理	09 年被评为“上市公司金圆桌奖优秀董事会” 三度蝉联“五星钻石奖”	唯一上榜的旅游类上市公司 全球服务业领域最高奖项
服务质量	连续五年荣膺“中国十大最受欢迎商务酒店” 五度蝉联“中国最佳商务酒店”	
餐饮质量	首届“中国饭店金星奖” 连续八年荣膺“英国 SAGA 最佳美食奖”	中国饭店业最高荣誉
社会责任	连续三年蝉联“中国 TOP100 最佳雇主”	中国企业最高荣誉之一
发展潜力	荣膺“中国 100 家最具发展潜力品牌企业”	

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

3、有望成为最年轻的“国家保护文物单位”，将增厚品牌内涵

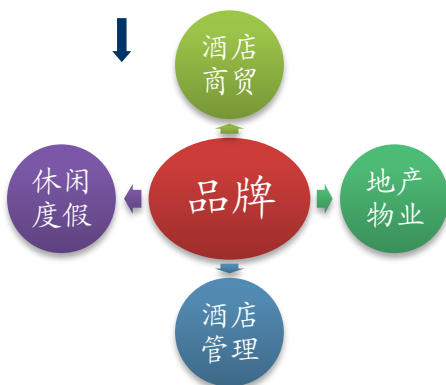
近期在南京市第三次全国文物普查中, 新增 10 个直接申报第七批国家级文物保护单位点的文物点, 其中包括始建于 1980 年、开业于 1983 年的金陵饭店。金陵饭店虽然建成时间不长, 但它是中国现代酒店的先行者, 在建成后相当长一段时间内, 它一直是南京城市的‘中心地标’, 当时号称‘中华第一楼’, 是全国第一高楼。它建成的年代, 正是改革开放初期, 具有很强的时代象征意义和浓厚的文化内涵, 这使其成为城市历史传承的经典建筑, 成为南京一张知名的老名片, 因此, 在这次申报国保的名单中, 就把金陵饭店列在其中。如果审批通过, 金陵饭店将成为南京最年轻的国保。

(二) 公司坚持围绕核心品牌进行相关扩张战略

1、围绕核心品牌, 公司积极进行相关扩张

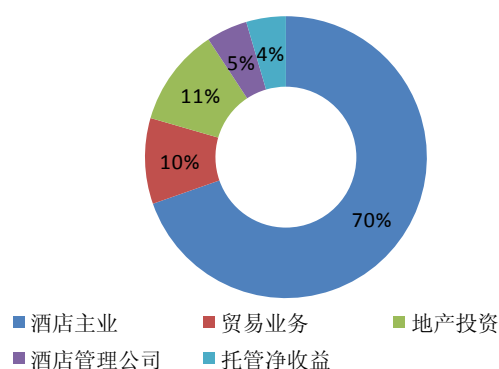
公司将以资本为纽带, 通过新建、收购、控股、参股、租赁经营等途径, 拓展酒店实体连锁经营, 延伸相关旅游产业链, 推动品牌化、资本化、规模化、国际化发展, 创建中国人自己管理的、具有国际影响力的百年民族品牌。在产业链方面, 向上延伸到酒店物品供应, 向下发展酒店管理业务; 在相关产业方面, 投资高端地产和商业地产, 投资休闲度假产品等, 将公司核心服务能力和品牌扩张到多个领域。

图 3: 公司围绕核心品牌进行相关扩张



资料来源: 民生证券研究所

图 4: 品牌扩张战略初见成效



资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

2、公司进入收获期，盈利结构良好

公司未来扩张在品牌和资金方面将拥有坚实的基础。公司的利润主要来自金陵饭店本部的贡献，占到净利润的七成。金陵饭店盈利稳定，成为公司品牌扩张的根据地和现金牛。贸易业务和托管收入稳定增长；地产投资业务未来几年将进入收获期，公司未来 5 年将获得 2-3 亿的投资收益；新金陵饭店建成后，将成为公司新的一个现金牛，每年可贡献 6000 万元的净利润。这几个“现金牛”将为公司“明星”业务的开展提供充足的资金支持。公司参股的酒店管理业务发展水平高，市场广阔，扩张性突出，作为未来发展主业的可能性大，发展前景非常看好。

总之在国内产业转型和消费升级的大背景下，服务业特别是高端服务业的大发展是必然趋势，公司拥有高端服务的核心竞争力和日渐完善的产业链条，将成为最大的受益者之一。

二、公司多业务扩展渐入佳境，多业务“闪亮”登场

（一）传统业务稳定增长，公司业绩有保证

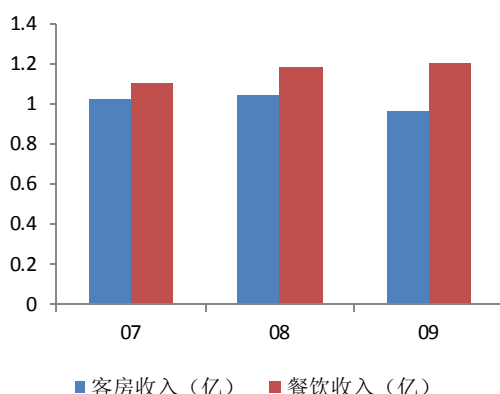
酒店本部和商贸业务是公司的主营业务，酒店本部是公司业绩的核心支柱，商贸业务是公司营业收入的重要贡献者。两大核心业务均成熟稳健，保证了公司的业绩。

1、酒店本部经营持续景气，未来两年稳健增长

（1）强大的品牌和服务保证了公司的入住率

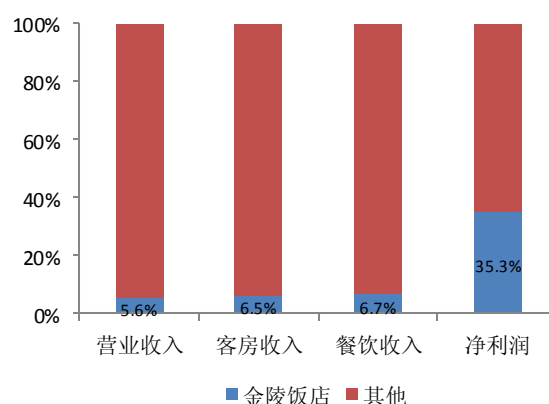
酒店以商务客人为主，公司与在宁 90% 的世界五百强企业签订了全球订房协议，金陵贵宾会员已达 50 万名，商务客人保持在 97% 以上。公司在国内酒店业第一家建立了自主订房系统，目前自主订房量占每月客房总量的 78%，外部第三方订房系统只占 10% 多。最近三年，平均入住率一直在 65% 以上，平均房价在 650 元左右。

图 5：金陵饭店收入稳定



资料来源：公司公告，民生证券研究所

图 6：金陵饭店净利润占全市酒店业三成以上



资料来源：南京旅游局，民生证券研究所

(2) 公司在当地建立了不可动摇的地位

金陵饭店是唯一一家在当地建立主导地位的国内酒店品牌,在南京不论在品牌和经济效益上公司都树立起了不可动摇的市场地位。

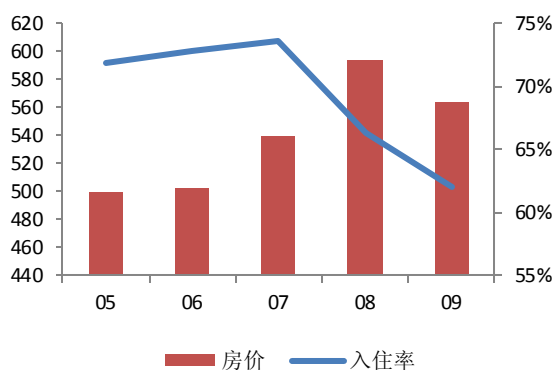
金陵酒店利润占南京市全市星级酒店的三分之一。09年南京有13家五星级酒店和131家星级酒店,共实现约40亿元的营业收入和1.7亿的净利润。金陵饭店本部去年实现2.2亿的收入和6千万左右的净利润,分别占到全市总额的5.6%和35.3%,具有举足轻重的影响和不可动摇的领导地位。

(3) 2010年酒店将保持较高的入住率,未来贡献将稳中有升

上半年公司酒店的入住率达到77%,接近历史最高78%的水平,经营情况良好。下半年酒店的高入住率仍可能得到延续,全年入住率仍将保持在75%左右的高水平。金陵饭店目前的平均房价在650元左右。

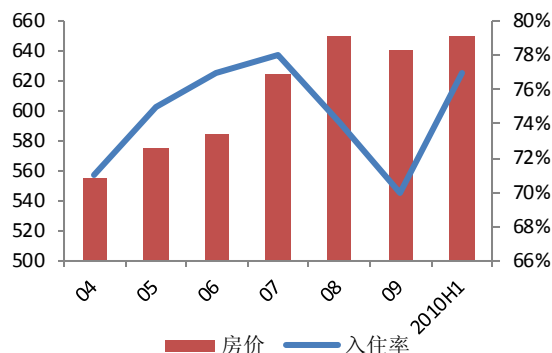
从南京市最近几年来房价来看,总体上呈上升的趋势。金陵饭店的房价总体上也是逐年走高,每年提升的幅度较小,反映了市场的竞争状况和成熟程度。2010年公司房价较2009年提升了5%,未来饭店房价上升的幅度可能维持小幅攀升的趋势,但增幅不会太大。

图 7: 南京市五星级酒店房价呈稳步上升趋势



资料来源: 南京市旅游局, 民生证券研究所

图 8: 金陵饭店入住率保持在7成以上, 房价稳升



资料来源: 民生证券研究所

(4) 预计未来三年酒店业务保持小幅增长

金陵饭店酒店本部已经步入成熟期,接待能力趋于饱和,预计各项业务将保持稳定小幅增长,餐饮业务增长略好。

表 2: 金陵饭店本部酒店业务稳定增长

	07	08	09	10E	11E	12E
客房收入(万元)	10240	10358	9646	10997	11877	12708
增长率		1.15%	-6.87%	14%	8%	7%
餐饮收入(万元)	10966	11806	12027	13952	15068	16273
增长率		7.67%	1.87%	16%	8%	8%
毛利率	63.55%	62.30%	65.17%	66%	65%	64%
酒店总收入	21206	22165	21674	24949	26944	28981
总成本	3997	4451	4189	4744	5274	5858

资料来源：公司公告，民生证券研究所

2、贸易业务毛利率呈现逐年上升趋势，利润贡献有望加快

贸易业务是公司营业收入的一大来源，增长比较平稳，近年来毛利率上升较快，利润贡献增速有望加快。江苏金陵贸易有限公司主要业务为酒店物资采购和国内贸易，公司持股 90%，注册资本 1,000 万元。公司与国内外著名品牌酒类公司加强战略合作，整合市场资源，拓展多层次供销网络，建立了 4200 多个酒店物资品种，380 家供应商实现网上交易，系统的高效运作和规模效应大幅降低了酒店营运成本。

贸易公司主要收入和利润来源于其持股 52.2% 的江苏苏糖糖酒食品有限公司，苏糖主要经销高端白酒、葡萄酒的超市供货，目前已垄断了除沃尔玛等几家大超市外南京高端酒水的供应，是南京高端酒水的龙头经销商，2009 年苏糖公司实现营收 2.96 亿元，实现净利润 1069.07 万元。

表 3：商贸业务可保持稳定增长

	07	08	09	10E	11E	12E
营业收入(万元)	18034	18620	21548	25600	27700	30000
增速		3.25%	15.73%	18.80%	6.95%	8.30%
成本(万元)	16004	15400	17603	20864	22714	24450
增速		-4%	14.30%	12.50%	7%	7%
毛利率	11.25%	17.29%	18.31%	18.50%	18%	18.50%

资料来源：公司公告，民生证券研究所

(二) 地产投资未来几年将贡献 2-3 亿权益净利，成为业绩增长发动机

1、公司投资的地产项目成为南京顶级别墅的品质范本

南京金陵置业发展有限公司系本公司参股企业，注册资本 2200 万元，本公司持股 30%，主要开发南京江宁区玛斯兰德高档别墅项目。作为金陵品牌在地产领域的延伸，“玛斯兰德”已成为南京顶级别墅的品质范本。

“玛斯兰德”地处南京市升值潜力巨大的江宁区（距金陵饭店 11 公里），占地 724 亩、48 万平方米，建筑面积 26 万平方米。自 2003 年 11 月开发，预计 2013 年全部投入使用。一期 141 幢、二期 182 幢全部售完；三期 160 幢均为美国南加州风格的高端独栋别墅，户型 400-500 平方米，销售价格在 3.1 万。从调研情况来看，公司地产业务属于高档别墅项目，受地产调控影响较小，目前三期基本售罄。四期都是 500 平米的大户型，共有 120-140 套，将于年内开工。

2、2015 年将全部结算完毕，2010 年以后会产出 9 亿左右的净利润

其中三期销售大约 18 亿左右，08 年和 09 年结算较少，从 2010 年起三期将集中结算。四期 2011 年开始销售，2012 年后四期将开始结算。考虑调控因素，预期售价在 3.5-4 万。四期可能带有精装修，届时每平米售价可能达到 4 万以上（目前网上公开价格为 5 万/平米）。

按照 4 万元的单价估计，四期项目可能产生 24-28 亿元的销售收入，净利率按照 25% 的保守水平预计，未来的净利润将达到 6-7 亿。考虑三期尚未结算部分，预计从 2010 年以后项目将有 9 亿左右的结算利润。根据公司 30% 的权益计算，2010 年后项目将给公司带来 2-3 亿左右的权益利润。

表 4: 玛斯兰德项目预计贡献 2-3 亿权益净利润

	06	07	08	09	10E	11E	12E	13E	14E	15E
销售收入 (亿元)	2.32	1.4	1.65	1.8	3.5	4.5	5	6.5	7	8
净利润 (万元)	5089	3680	3183	6089	11900	13050	13500	16250	17500	20000
销售净利率	21.94%	26.29%	19.29%	33.83%	34.00%	29%	27%	25%	25%	25%
股权摊销差额 (万元)	981	938	899	897	897	897	0	0	0	0
权益净利润 (万元)	545.7	166	55.9	929.7	2673	3018	4050	4875	5250	6000

资料来源：公司公告，民生证券研究所

3、2010 年下半年将集中结算，大幅提升公司业绩

公司持股 30% 的金陵置业上半年没有结算，以至于公司地产投资业务出现亏损。地产业务下半年将集中结算，公司表示全年业绩贡献不会少于去年。保守预计 2010 年能为公司带来 2600 万左右的权益净利润，占全年公司业绩的四分之一。

保守预计 2011 年 2012 年分别带来约 3000 万、4000 万权益净利，2013 年、2014 年和 2015 年将带来 4000、5000 和 6000 万左右的权益利润。将成为未来几年公司业绩增长的发动机。

(三) 金陵二期将成为又一个“现金牛”，为公司发展提供新能量

1、二期建成后公司的接待能力在量和质上都有大幅提高，将满足市场的“新”需求

二期项目是公司利用 IPO 募集资金建设金陵饭店扩建工程，建设集超五星级酒店、5A 智能写字楼、会议展览、精品商业于一体的城市高端综合体建筑，预计 2011 年底竣工。二期项目建设规格高，服务能力完善，能够满足市场的新需求，将成为公司未来的重要盈利支柱之一。

项目计划投资总额为 16.1 亿元，其中公司投入募集资金和自有资金共计 6.12 亿元，引入战略投资者伯黎置业资金 5.88 亿元，银行贷款 4.1 亿元。扩建工程项目拟定总建筑面积 16.5 万平方米，酒店部分面积约为 5 万平方米，客房数 380 多间。写字楼约 6.5 万平方米，商业面积 1.1 万平方米。建成后将与金陵饭店实现“无缝连接”，大幅扩大公司的接待能力。

图 9: 金陵饭店是南京地标之一



资料来源: 互联网

图 10: 新金陵饭店将大幅提高公司接待规格和能力



资料来源: 互联网

规划显示, 其 57 层主楼的 1 层为酒店和写字楼的入口大堂; 2 层、3 层挑空; 4 层为健身中心; 5 层为避难层; 6 层至第 21 层为甲级办公区; 22 层为避难层、机电设备层; 23 层至 38 层为甲级办公区; 39、40 层为避难层、机电层; 41 层至 55 层为酒店客房, 共设置 384 间套豪华房及商务套房; 56 层为观光餐厅; 57 层为行政楼层; 其地下一层南侧为商场酒店。

2、二期建成后, 每年可贡献 6000 万元以上净利润

(1) 地处新街口商圈中心, 区位极佳

南京市商业发达, 排名全国前三甲。按照中国城市零售强度指数 (用一个城市社会商品零售总额占全国社会商品零售总额比重, 与该城市 GDP 占全国 GDP 比重去作除法, 得出比值) 计算, 南京商业仅次于北京, 位列全国第二名。在南京 20% 左右的劳动者从事商业, 位居国内前列。2009 年 1 到 11 月, 南京全市就业人口中的 19.6%, 就在商业流通业中就业。这个数字, 在全国 15 个副省级大城市中, 排前五名远高于全国 10% 左右的平均水平。

南京新街口, 素有第一商圈之说, 零售总额占城市零售总额的 8%。09 年新街口商圈商家年销售额为 120 亿元, 超过上海南京路 99 亿元的水平。新街口有苏宁的旗舰店淮海路店, 全国家电单店平方米销售额冠军; 有金鹰商贸集团的旗舰店, 是全国百货业单店平方米销售额冠军; 有德基大厦, 全国奢侈品单店平方米销售额冠军; 有莱迪地下购物中心, 租金是地下商铺全国最高的; 有金陵饭店, 20 年来平均营业额增幅全国最高。地铁一二号线开通后, 新街口商圈的人气更旺, 第一商圈的地位将得到巩固。

(2) 出租率和租金有保证

浓厚的商业氛围带来了新街口商铺和写字楼租售两旺。新街口 CBD 内写字楼空置率为南京最低, 整体维持在 8%-10% 左右, 相比广州、武汉、北京等 CBD 内写字楼高达 20%~30%

的空置率要低得多。新街口写字楼和商铺的价格也在南京首屈一指。新街口以 36 元/平米/天的水平独占鳌头，商铺的出租率接近 100%。高档写字楼的出租价格每平米每天达到 6 元。

二期正常年份将贡献 3.5 亿的收入和 6000 万左右的净利润。金陵二期地处地铁一二号线交点处，位置及其优越。二期写字楼按照 5 元的租金价格，出租率按照 80% 计算，每年可贡献收入 9500 万左右；地上商铺租金按照 30 元，地下商铺按照 20 元，出租率均按照 85 和 80% 计算，每年可贡献租金约 7 千万。酒店按照 850 元平均房价，和 70% 的入住率计算，每年可贡献 8000 多万的收入；餐饮、会展等参照金陵饭店一期，预计将分别贡献 5000 万、3000 万左右的收入。预计二期全年总收入将达到 3.5 亿左右。

按照高档商业楼盘 35-40% 左右的净利率，预计二期每年可贡献净利润 1.2-1.4 亿左右，公司拥有 51% 的股权，每年可获得 6000-7000 万左右的净利润，成为公司发展新的“现金牛”。

表 5: 金陵二期项目建成后预计年收入 3.5 亿

类别			年收入	
写字楼	面积（万平方米）	6.5		
	日租金（元）	5		
	入住率	80%		
	年租金收入（万元）	9490		9490
商铺		商铺	地下商铺	
	面积（万平方米）	0.2	0.9	
	日租金（元）	30	20	
	入住率	85%	80%	
	年租金收入（万元）	1862	5256	7118
酒店	客房数	384		
	房价	800		
	入住率	75%		
	年收入（万）			8410
会展（万）				3000
餐饮（万）				5000
其他收入（万）				2000
收入合计（万）				35017

资料来源：民生证券研究所

3、2012 年项目开售，预计 2014 年能贡献 3000-4000 万净利润

二期项目 2011 年底将竣工，2012 年开售。根据商圈和公司前期市场培育，已有部分客户有入住的意愿。最近有消息称花旗银行将入住金陵饭店裙楼---世界贸易中心，使得我们对金陵二期项目的信心大增。

开业前两年可能基本收支平衡。预计 2014 年开始贡献利润，写字楼和商铺以及停车场等将为公司带来约 1.5 亿左右的收入，扣除各项成本费用后可望带来 3000-4000 万左右的净利润，酒店业务将基本平衡并开始盈利。

表 6：2014 年金陵二期写字楼和商铺预计收入 1.5 亿左右

	写字楼	商铺	地下商铺
面积（万平米）	6.5	0.2	0.9
租金（元/平米*天）	5	35	25
年租金/平米	1825	12775	9125
出租率	70%	70%	70%
出租收入（万）	8303	1789	5749

资料来源：民生证券研究所

（四）天泉湖生态园项目进展顺利，增加业绩弹性空间

“金陵·天泉湖商务中心区”由公司大股东与盱眙县铁山寺国家森林公园管理委员会共同出资设立的江苏天泉湖开发建设有限公司负责开发。位于盱眙县天泉湖旅游风景区内，紧邻国家 4A 级景区铁山寺森林公园，开发面积约 48 平方公里，定位为高标准、高规格的现代酒店业和配套的旅游、商务、休闲产业，拟建成为融生态旅游、休闲度假、教育培训、创意研发、精细农业等多种业态为一体的旅游商务生态园。于 2009 年 3 月被江苏省政府列为省级重点建设项目。

公司设立全资子公司江苏金陵旅游发展有限公司负责金陵天泉湖旅游生态园项目。依托大股东金陵饭店集团有限公司负责开发的 48 平方公里的“金陵·天泉湖商务中心区”，前期工作主要由集团运作，公司则重点开发盈利能力强，见效快的酒店和别墅等项目。

公司开发的项目占地约 1000 多亩，由紫霞岭国际会议中心及度假酒店区、玫瑰园养生文化区、小龙山原生态度假别墅区三大核心区域组成，将打造成集高端酒店、生态旅游、休闲度假、商务会议、养生养老为一体的复合型高端生态旅居目的地。

项目将采取一次性整体规划，分期分批投入开发。2009 年 2 月 6 日，金陵旅游公司竞得园区内小龙山面积 64010 平方米的国有建设用地使用权，该地块成交单价为 387.44 元/平方米，总价为 2480 万元人民币。今年 9 月份公司以不高于 4000 万的价格再拿地 100 亩，五星级会议度假酒店和养生公寓项目将会顺利开工，预计 2012 年酒店项目将开业。开业当年会出现亏损，将会对当年的业绩带来一定的影响。

我国人均 GDP 已经超过 3000 美元，度假旅游将迅速增长，从国内休闲度假区开发情况来看，高水度假区仍然短缺。本项目地处苏北门户、南京 1 小时都市经济圈内，交通便利，规模大，内涵丰富，发展前景看好，将大幅增大公司业绩弹性空间。

（五）战略主业——酒店业务扩张值得期待

1、酒店管理业务增长势头良好，成为本土酒店集团前三强

南京金陵酒店管理有限公司系本公司参股企业，注册资本 1111 万元，本公司持股 26.78%。主要从事受托管理星级酒店和投资经营经济型酒店业务。目前金陵连锁酒店已达 86 家（其中星级酒店 72 家，金一村经济型酒店 14 家），客房总数 2.3 万间，为中国本土酒店集团前三强，并荣膺“中国最受欢迎本土酒店品牌”、“中国最具投资价值本土酒店管理公司”。

2009 年酒店管理公司实现营业收入 6485.95 万元，实现净利润 1457.2 万元。今年上半年随着管理酒店的成熟度提高，酒店管理公司盈利能力大增，收入净利率同比增长近一倍。

2、发展酒店管理业务是公司未来重要的突破口

公司扩张采取轻重有别的策略，在重资产扩张方面相对谨慎，在地方国资委的支持下，公司也在选择符合条件的收购对象，但高星级酒店收购资金需求量大，投资回收期长，目前公司尚未表明大规模收购酒店资产的计划。

轻资产扩张可能成为现阶段的突破口。酒店管理业务属于轻资产业务，便于扩张，风险低，是公司现阶段扩张的较好的选择。随着管理公司逐步成熟和盈利能力增强，未来酒店管理公司可能逐步注入上市公司，并作为未来发展的一个重点方向。

3、市场前景广阔，未来三年业务贡献将明显增加

08 年国内全部酒店由国际品牌管理的约 4%；由国内酒店管理公司管理的酒店约 10%；酒店管理集团化率不足 15%。与欧美地区酒店管理集团化率高达 80% 的状况、我国酒店业集团化、品牌化、连锁化管理的差距相当大。

长远来看，我国在建中高档酒店数量众多，仅五星级酒店就超过 500 家。预计这些新建酒店中至少有 50% 会委托专业酒店管理公司管理，酒店管理市场发展空间巨大。按照五星级酒店年收入 1 亿，酒店管理业务收入约为酒店收入的 4% 左右计算，仅新建五星级酒店将带给市场约 10 亿元的增量。

表 7：金陵酒店管理公司净利润增长加速

	07	08	09	10H1
管理酒店数	60	68	81	86
房间数（万间）	1.5	1.6	2.1	2.3
营业收入（万元）		5093	6486	3012
权益净利润（万元）		173.65	389	170

资料来源：公司公告，民生证券研究所

二三线城市大量新建酒店以及客源结构变化为国内酒店管理品牌带来良好发展机遇。随着一波波地产大潮，政府、国内资本和国外资本纷纷进入酒店业，带来高星级酒店数量的快速膨胀。中国社会科学院旅游研究中心发布的《2010 年中国旅游发展分析与预测》指出，目前中国星级酒店的客房总数为 200 万间，预计 5-7 年内能够增长到 500 万间。在国内一线城市趋于饱和之后，二线城市将成为扩张重点。中国旅游研究院监控数据显示，截至 09 年底，我国建成或改建的五星级酒店高达 1700 余家，仅北京就达 52 家。与资本的快速膨胀相比，国内酒店管理软实力的提升要慢很多。大量新上马的高星级酒店系地产配套项目，投资方酒店管理的能力缺乏，因此未来酒店管理需求大增成为必然。

国内二三线城市酒店客源以国内客人为主，无论在服务和客源输送上，外资品牌都没有明显的优势，甚至处于劣势，再加上价格方面的原因，国内管理品牌的优势将更加明显。

（六）关键假设和盈利预测

2010 年和 2011 年由于公司营业收入依然依靠传统业务，营业收入将保持稳定增长。业绩增长的动力主要来自高端地产业务玛斯兰德贡献。2012 年地产贡献进一步加大，同时金陵二期开业和天泉湖酒店项目开业，金陵二期商铺带来的盈利将弥补酒店开业带来的亏损。

表 8：公司未来盈利预测

	08	09	10E	11E	12E
商贸营业收入	18620	21548	25600	27700	30000
酒店本部总收入	22165	21674	24949	26944	28981
其他业务	1030	440	300	450	480
金陵二期					14800
天泉湖					1000
营业总收入	41815	43662	50849	55094	75261
商贸业成本	15400	17603	20864	22714	24450
金陵饭店本部成本	4451	4189	4744	5274	5858
金陵二期					4000
天泉湖					500
营业成本总计	19851	21792	25608	27988	34808
房地产投资益	55.9	929.7	2673	3018	4050
酒店管理投资益	173	389	600	680	700
营业税金及附加	13	13	15	17	23
销售费用	57	59	69	74	128
管理费用	71	60	71	77	120
财务费用	-7	-6	1	7	12
资产减值损失	-0.1141	0.782	0	0	2
营业利润	92	114	128	138	169
营业外收支净额	1	5	3	4	5
利润总额	93	119	131	142	174
所得税费用	23	27	30	33	43
净利润	69	92	101	109	130
归属于母公司的利润	65	85	96	101	121
基本每股收益（元）	0.22	0.29	0.32	0.34	0.4

资料来源：民生证券研究所

预计公司未来三年的业绩分别为 0.32、0.34 和 0.40 元，增长稳定。2012 年后随着金陵饭店二期营业、天泉湖地产项目结算和金陵置业地产项目四期的结算，公司业绩会出现较大幅度的增长。

三、公司估值优势明显

(一) 相对估值偏低

表 9: 金陵饭店相对行业估值明显偏低

代码	简称	EPS			PE			PB(MRQ)	PS(TTM)
		TTM	2010E	2011E	TTM	2010E	2011E		
行业均值（整体法）			0.36	0.38	64.42	50.24	47.48	4.30	9.566
601007	金陵饭店	0.29	0.30	0.32	29.71	28.35	26.36	2.50	5.31
000524	东方宾馆	-0.12	0.03	0.03	-118.9	478.3	574.0	6.53	15.39
000428	华天酒店	0.27	0.30	0.31	38.26	35.24	33.27	4.28	16.04
600754	锦江股份	0.52	0.60	0.62	51.99	45.04	43.64	3.92	4.25
000007	ST 零 七	-0.03	--	--	-307.4	--	--	-25.50	10.67
000033	新都酒店	-0.07	--	--	-95.95	--	--	8.11	34.44

资料来源: 聚源数据, 民生证券研究所

公司相对估值安全。目前公司市盈率约为 30 倍, 与旅游行业和酒店类上市公司 50 多倍的市盈率相比, 处于较低水平; 从市净率来看, 公司为 2.5 倍, 远低于 4.3 倍的平均水平, 为酒店类上市公司最低, 也低于房地产行业 2.8 的平均水平。

(二) 公司绝对估值 10.7 元

1、公司主营业务及主要资产估值约 6.3 元

对公司酒店本部和贸易业务以及其他资产用 DCF 估值法进行估值。

DCF 估值主要假设:

- 永续增长率: 2.00%
- 贝塔值 (β): 0.97
- 无风险利率(R_f): 3.46%
- 风险溢价($R_m - R_f$): 7%
- 债务成本 K_d : 6.00%
- 法定所得税率: 25.00%

表 10: 估值主要结果

EV	2,093.41
加: 短期投资	86.40
加: 长期股权投资	86.19
减: 债务	100.00
减: 少数股东权益	285.70
每股价值	6.27

资料来源: 民生证券研究所

表 11: 估值敏感性分析

WACC	永续增长率						
	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
12.54%	4.61	4.76	4.94	5.13	5.35	5.61	5.90
12.04%	4.79	4.95	5.14	5.34	5.57	5.84	6.14
11.54%	4.98	5.15	5.34	5.56	5.80	6.08	6.39
11.04%	5.18	5.36	5.56	5.78	6.04	6.33	6.66
10.54%	5.39	5.58	5.79	6.02	6.28	6.59	6.94
10.04%	5.61	5.80	6.02	6.27	6.55	6.86	7.23
9.54%	5.84	6.04	6.27	6.53	6.82	7.15	7.53
9.04%	6.08	6.29	6.53	6.80	7.10	7.45	7.85
8.54%	6.33	6.55	6.80	7.08	7.40	7.77	8.18
8.04%	6.59	6.83	7.09	7.38	7.72	8.10	8.53
7.54%	6.87	7.11	7.39	7.69	8.04	8.44	8.90

资料来源: 民生证券研究所

2、金陵二期新增价值折合每股 3.7 元

金陵饭店二期建筑面积 16 万平米,可售面积约 12.5 万平方米,其中商铺 1.1 万平米,甲级写字楼 6.5 万平米,酒店公寓 5 万平方米。按照新街口高端商业楼盘每平方米 3 万元(目前新街口可开发的新项目及其有效,部分高端酒店公寓和写字楼售价已达 4 万、5 万)的价格计算,2011 年底金陵二期市值约为 37.5 亿元。扣除 16 亿元的投资,增加值约为 21 亿左右。按照 51%的权益公司享有 11 亿左右,折合每股价值 3.7 元。

3、玛斯兰德项目折合每股价值约 0.7 元

玛斯兰德项目未来贡献 2-3 亿的权益净利润,以表 4 预测情况计算,可折合净现值 2.1 亿计算,折合每股价值 0.7 元。

4、绝对估值公司每股合理估值在 10.7 元左右

综合上述分析,公司每股绝对价值在 10.7 元左右,目前二级市场价格在 8.5 元左右,存在明显的低估。

(三) 合理估值为 10-12 元,首次给予“推荐”评级

公司发展前景乐观,估值优势明显,首次给予公司“推荐”评级。结合公司绝对估值,6 个月内公司合理估值为 10-12 元左右,首次给予“推荐”评级。

四、股价变化的催化剂

- 1) 公司酒店收购获得重大突破;
- 2) 酒店管理业务股权比例增大;
- 3) 金陵二期客户培育情况超预期;
- 4) 天泉湖项目开发进度超预期;

5) 旅游行业和区域政策对公司形成较大利好。

五、风险提示

- 1) 地产业务竞争激烈且受调控影响超预期;
- 2) 五星级酒店市场竞争日益加剧, 国际高端品牌陆续进驻南京;
- 3) 酒店业务和餐饮业务成本压力加大;
- 4) 疫情等系统性风险对经济活动带来重大冲击。

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	442	508	551	752
减：营业成本	218	256	280	348
营业税金及附加	13	15	17	23
销售费用	59	69	74	128
管理费用	60	71	77	120
财务费用	(6)	1	7	12
资产减值损失	1	0	0	2
加：投资收益	16	35	42	50
二、营业利润	114	128	138	169
加：营业外收支净额	5	3	4	5
三、利润总额	119	131	142	174
减：所得税费用	27	30	33	43
四、净利润	92	101	109	130
归属于母公司的利润	85	96	101	121
五、基本每股收益 (元)	0.29	0.32	0.34	0.40
主要财务指标				
项目	2009A	2010E	2011E	2012E
EV/EBITDA	0	23.16	21.61	17.30
成长能力:				
营业收入同比	4.8%	14.9%	8.5%	36.5%
营业利润同比	24.6%	12.1%	8.0%	22.3%
净利润同比	32.7%	9.4%	7.9%	19.9%
营运能力:				
应收账款周转率	20.70	20.35	21.71	22.97
存货周转率	5.94	6.02	6.49	6.98
总资产周转率	0.32	0.32	0.31	0.37
盈利能力与收益质量:				
毛利率	50.6%	49.0%	49.2%	53.7%
净利率	19.3%	18.4%	18.3%	16.1%
总资产净利率 ROA	6.6%	6.4%	6.2%	6.5%
净资产收益率 ROE	7.7%	7.5%	7.6%	8.4%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	3.43	3.92	4.26	4.43
资产负债率	14.9%	19.6%	24.3%	27.6%
长期借款/总负债	0.0%	31.3%	43.8%	50.8%
每股指标 (元)				
每股收益	0.29	0.31	0.34	0.40
每股经营现金流量	0.22	0.33	0.23	0.25
每股净资产	4.28	4.62	4.98	5.42

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	439	561	664	786
应收票据	0	0	0	0
应收账款	26	24	27	39
预付账款	50	35	46	67
其他应收款	3	4	4	5
存货	92	76	93	122
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	701	700	834	1,019
长期股权投资	86	106	126	136
固定资产	238	230	222	214
在建工程	485	595	695	775
无形资产	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	810	931	1,043	1,125
资产总计	1,510	1,631	1,878	2,144
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	50	39	47	63
预收账款	59	62	70	88
其他应付款	62	64	65	64
应交税费	16	14	13	14
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	204	178	196	230
长期借款	0	100	200	300
其他非流动负债	21	41	61	61
非流动负债合计	21	141	261	361
负债合计	225	319	457	591
股本	300	300	300	300
资本公积	437	437	437	437
留存收益	262	355	456	577
少数股东权益	286	293	301	310
所有者权益合计	1,285	1,385	1,494	1,625
负债和股东权益合计	1,510	1,705	1,951	2,216
现金流量表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	65	98	68	74
投资活动现金流量	(194)	(95)	(78)	(40)
筹资活动现金流量	73	119	113	88
现金及等价物净增加	(56)	121	103	122

插图目录

图 1: 金陵饭店大股东属国资委直属企业	4
图 2: 公司围绕酒店品牌进行多业务开发	4
图 3: 公司围绕核心品牌进行相关扩张	5
图 4: 品牌扩张战略初见成效	5
图 5: 金陵饭店收入稳定	6
图 6: 金陵饭店净利润占全市酒店业三成以上	6
图 7: 南京市五星级酒店房价呈稳步上升趋势	7
图 8: 金陵饭店入住率保持在 7 成以上, 房价稳升	7
图 9: 金陵饭店是南京地标之一	10
图 10: 新金陵饭店将大幅提高公司接待规格和能力	10

表格目录

表 1: 金陵饭店各方面均获得社会高度认可	5
表 2: 金陵饭店本部酒店业务稳定增长	7
表 3: 商贸业务可保持稳定增长	8
表 4: 玛斯兰德项目预计贡献 2-3 亿权益净利润	9
表 5: 金陵二期项目建成后预计年收入 3.5 亿	11
类别	11
年收入	11
表 6: 2014 年金陵二期写字楼和商铺预计收入 1.5 亿左右	12
表 7: 金陵酒店管理公司净利润增长加速	13
表 8: 公司未来盈利预测	14
表 9: 金陵饭店相对行业估值明显偏低	15
表 10: 估值主要结果	15
表 11: 估值敏感性分析	16

分析师简介

李振飞，南开大学旅游管理硕士，具有证券投资咨询执业资格。08年加盟民生证券研究所，从事旅游行业及上市公司研究2年以上，对旅游行业有较深入的见解和认识。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅15%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于5%~15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

机构销售

	北京	上海	深圳
联系人	郭明	孟辉	韦珂嘉
电话	010-85127661	021-64274383	010-85127650
手机	13401098997	13916107040	13701050353
E-mail	guomingyjs@mszq.com	menghui@mszq.com	weikejia@mszq.com