

强烈推荐-A (上调)**金陵饭店 601007.SH**

目标估值: 15.00-18.00 元

当前股价: 8.79 元

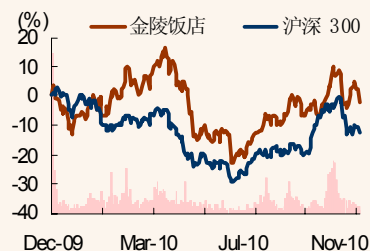
2010 年 12 月 2 日

成长性显著提升, 投资机会凸显**基础数据**

上证综指	2823
总股本(万股)	30000
已上市流通股(万股)	30000
总市值(亿元)	26
流通市值(亿元)	26
每股净资产(MRQ)	3.5
ROE(TTM)	9.1
资产负债率	16.7%
主要股东	南京金陵饭店集团
主要股东持股比例	48.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	10	7
相对表现	2	0	18

**相关报告**

- 1、《金陵饭店(601007)-资产价值有待挖掘, 天泉湖开发更值得期待》090617
- 2、《金陵饭店(601007)-长期持有, 获取超额收益》100126
- 3、《金陵饭店(601007)-业绩将稳步增长, 潜在价值有待挖掘》100319

林周勇

86-021-68407302
 linzy@cmschina.com.cn
 S1090209070289

基于以下因素, 上调评级至强烈推荐, 短期目标价 12 元, 12 个月目标价 15-18 元: (1) 持有酒店管理公司股权增至 57.3%, 其余股权由核心骨干持有, 酒店管理公司前景广阔; (2) 11EPS 0.4 元, 其中酒店主业 0.3 元, 足以支撑 12 元的股价; (3) 随着新金陵和天泉湖项目的推进, 隐性资产显性化加速; (4) 或存在整合南京国资酒店机会。

□ **收购酒店管理公司意义重大, 资本市场反应严重不足。**(1) 11 月 15 日, 董事会通过以 1166 万收购金陵酒店管理公司 30.5% 股权, 股权比例提升至 57.29%, 酒店管理公司前 10 个月净利润 2070 万, 相当于 1.5 倍 10PE 收购! (2) 未来高星级酒店将向二三线城市发展, 本土酒店管理公司成本、沟通、文化等优势凸显, 将迎来黄金发展期, 而金陵酒店管理公司是最出色的, 且核心骨干持股 43%, 激励到位, 发展空间巨大。(3) 此次收购意义重大: 公司实现两条腿走路-轻资产与重资产并举, 成长动力大幅提升; 而资本市场对此几乎没有反应!

□ **短期目标价 12 元, 后续仍有提升空间。**(1) 我们预计, 公司 11EPS 0.4 元, 其中酒店主业 0.3 元, 地产 0.1 元; 即使不考虑地产业绩贡献, 按现有的资产和成长性, 也足以支撑 12 元的股价。(2) 新金陵项目 11 年封顶, 天泉湖项目 11 年也逐步进入建设与收获并举的阶段, 隐性资产显性化加速, 估值仍有提升空间!

□ **或将整合南京国资酒店, 锦上添花。**公司整合南京国资酒店预期由来已久; 年初, 国资委明确加快非主业酒店资产剥离, 国资酒店整合更加迫切, 在此大环境下, 公司整合南京国资酒店概率大幅提升, 或将成为股价上涨催化剂。

□ **预计 11EPS 0.4 元, 上调评级至强烈推荐, 12 个月目标价 15-18 元。**(1) 我们预计 10-12EPS 分别为 0.32、0.40、0.50 元, 主业分别为 0.26、0.30、0.36 元; 随着新金陵项目投入运营、天泉湖项目进入收获期, 12 年以后进入高速发展期。(2) 基于对公司长期发展的信心, 我们调高评级至强烈推荐, 短期目标价 12 元, 12 个月目标价 15-18 元!

□ **风险提示:** 经济硬着陆, 酒店陷入低迷; 酒店资产整合不确定性较大。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	422	442	488	626	693
同比增长	3%	5%	10%	28%	11%
营业利润(百万元)	92	114	129	177	217
同比增长	7%	25%	13%	37%	23%
净利润(百万元)	65	85	96	121	151
同比增长	11%	32%	13%	25%	25%
每股收益(元)	0.22	0.28	0.32	0.40	0.50
PE	40.6	30.9	27.4	21.9	17.5
PB	2.9	2.6	2.4	2.2	2.0

资料来源: 招商证券

一、公司业务简介

1、实体酒店资产

(1) 老金陵饭店，位于南京新街口，客房数 582 间，总建筑面积 5 万平方米，09 年收入 2.22 亿元，净利润 6035 万元。

(2) 新金陵项目：位于南京新街口，与老金陵对望，总建筑面积 16.5 万平方米，公司持股 51%；公司二股东伯藜置业占 49%；总建筑面积 16.5 万平方米，其中酒店 4.9 万平方米（384 间客房），写字楼 6.7 万平方米，商业 1.1 万平方米，地下停车位 550 个。该项目目前已完成地上 14 层楼的施工，预计 2011 年中主体封顶，2011 年完成结构施工，2012 年中写字楼投入运营，2012 年底酒店投入运营。

(3) 天泉湖国际会议度假酒店：酒店位于距南京 90 分钟车程的天泉湖旅游度假区，规划约 350 间客房，其中一期 100 间，二期 200 间酒店式公寓+几十栋低密度住宅；一期预计 12 月份开工建设，2012 年中投入运营；二期 2012 年动工。

2、酒店管理公司

11 月份，公司以 1166 万收购金陵酒店管理公司 30.5% 股权，股权比例提升至 57.29%。1-10 月份，酒店管理公司净利润 2070 万。

截止 11 月 25 日，管理的酒店 90 家，其中高星级酒店 76 家，金一村 14 家。76 家高星级酒店中，2 家是金陵集团下属的，其余 74 家分布在江苏、上海、浙江、安徽、福建、陕西、河南。

金一村目前拥有 14 家门店，其中 12 家位于南京，镇江和盐城各一家。

酒店管理业务未来发展方向：在继续发展高星级、经济型酒店管理的同时，伺机向中档酒店领域进军。

合同情况：管理合同一般 5-10 年，10 年的多一些，07 年之后签订的合同较多，近期内没有大量合同到期的情况。

收费模式：营业收入的 2-3%+GOP（经营毛利）的 5-15%。

输出人员规模：小的酒店 2-3 人，大的 6-7 人。

与境外管理公司的优劣势比较。境外公司在一线城市竞争力较强，主要是一线城市入境客源较多，境外公司有渠道优势，另外，境外公司在一线城市的品牌影响力较大；进入二三线城市，特别是三线城市，由于客源主要是国内客人，渠道不存在劣势，且在本土文化、沟通交流、人力成本方面优势明显。因此，公司未来将重点发展二三线城市。

后续投入：酒店管理公司的投入主要由以下几个部分构成：支持系统（前台服务、后台管理、渠道预订等）、培训系统（员工培训）、设计部门等构成。系统投入目前已基本完成，后续的系统投入有限，除非系统升级换代；人力投入将持续加大。

3、贸易业务

公司贸易业务主要分两块：（1）为所管理的酒店提供统一采购平台，基本不以盈利为目的；（2）代理销售高档酒，如茅台、五粮液、泸州老窖、张裕、卡斯特等。贸易业务年贡献利润约 1000 万元。

4、房地产业务

公司地产项目主要有两个：参股 30% 的玛斯兰德项目、天泉湖项目。

“玛斯兰德”别墅项目位于南京江宁区，距金陵饭店 11 公里；项目占地 48 万平方米，建筑面积 26 万平方米；03 年 11 月开始开发，预计 2012 年全部投入使用。

项目由南京金陵置业发展有限公司开发建设，公司参股金陵置业 30% 股权。

目前三期已基本销售完毕，四期有约 120 余套，近期可能动工；我们策略估算，该项目尚未结算的权益利润约 3 亿元。

天泉湖养生养老公寓：规划总建筑面积 16 万平方米，一期 2.2 万平方米，预计近期动工，2011 年预售，2012 年有望开始结算收入。

天泉湖低密度住宅区：规划建筑面积 4.8 万平方米，开发计划不详。

附：新金陵项目与天泉湖项目



1、新金陵项目

位置：南京新街口-CBD 中心，紧邻金陵饭店

业态定位：建成集超五星级酒店、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

公司持股 51%；公司二股东伯黎置业占 49%；

总投资 16.1 亿元，其中权益资金 12 亿，银行借款 4 亿；预计 2011 年竣工。

占地面积 1.6 万平方米，其中主体用地约 6500 平方米（公司自有产权），配套用地约 9600 平方米（向集团租赁，租金 365 元/平方米*年，年租金 315 万，期限 20 年，从获得开工许可证开始算起）。

层高 57 层，地面高度 242 米；

总建筑面积 16.5 万平方米，其中地上 12.3 万平方米，地下 4.2 万平方米；

酒店面积 4.9 万平方米（41-55 层）；写字楼 6.7 万平方米；其余为商业、餐饮、spa、会议展览、停车场等。

2、天泉湖

铁山寺公园总面积 7058 公顷。铁山寺国家森林公园（简称“铁山寺公园”）位于盱眙县西南丘陵山区，总面积 7058 公顷，其中占地 4856 公顷，水面约 1500 公顷。区域内山、林、泉、湖、石、洞自然造化、佳景天成，具有极佳的旅游、休闲、度假等产业开发前景，目前基本未被开发。

动植物种类丰富。铁山寺公园植物种类丰富，占有中国种子植被 15 个分布类形中的 14 个，以落叶阔叶树类为主，几乎集中分布着江苏所有的野生珍稀树种；动物种类繁多，有野生动物近 40 种，如狼、狗獾、狐狸、黄鼠狼、草獐等；栖息于此地的鸟类近 180 种，包括鸳鸯、丹顶鹤、寿带、翠鸟、珠颈斑鸠、灰喜雀等。

整个公园的整体规划。公园的建设规划主要由生态保护、农业观光、休闲度假、主题功能区等部分构成。像铁山寺公园这种资源禀赋优势突出、交通便捷且基本未被商业开发的自然景区在江苏已经不多。

天泉湖综合开发总体规划通过专家评。5 月 6 日，天泉湖综合开发总体规划通过专家评审，并确定聘请英国阿特金斯公司负责规划编制工作。天泉湖将打造成集休闲度假、创意产业、高端居住等于一体的现代服务业集聚区、旅游度假区、新农村建设示范区。建成长三角顶级、全国一流、具有国际影响的旅游度假区。

图 1：天泉湖交通图



盱眙位于江苏腹部，宁连高速、宁宿徐高速在此通过；

铁山寺公园距南京、镇江、扬州、滁州、蚌埠、淮安均不足 150 公里，距上海、无锡、常州、合肥均在 400 公里左右；

天泉湖离南京约 90 公里，1.2 小时车程，高速公路通达，08 年以来交通状况大幅改善。

天泉湖全貌

天泉湖区域目前有两个项目：天泉山庄、两可间。

天泉山庄：04 年上海一开发商获得小龙山一地块土地开发权，目前近湖区域别墅已售出，靠山顶部分别墅尚未售出，售价均价约 8000 元/平米。



天泉湖湖光山色

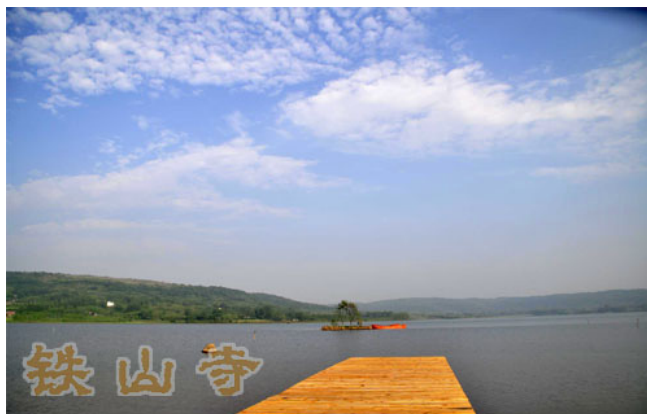
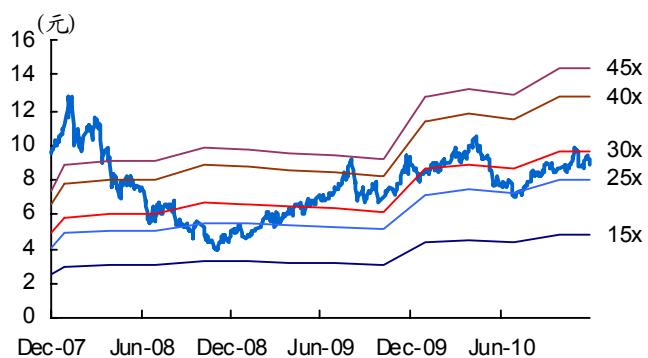


图 2: 金陵饭店历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 3: 金陵饭店历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	600	701	326	527	685
现金	496	439	184	342	612
交易性投资	0	86	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	17	26	29	37	41
其它应收款	3	3	3	4	5
存货	56	92	61	79	10
其他	29	53	49	66	17
非流动资产	687	810	1233	1624	1595
长期股权投资	55	86	86	86	86
固定资产	257	238	229	221	1498
无形资产	0	0	1	1	1
其他	375	486	917	1316	11
资产总计	1287	1510	1559	2151	2280
流动负债	170	204	150	200	225
短期借款	2	0	0	0	0
应付账款	24	50	49	79	17
预收账款	49	59	66	85	94
其他	95	95	34	36	114
长期负债	0	21	21	421	421
长期借款	0	0	0	400	400
其他	0	21	21	21	21
负债合计	170	225	171	621	646
股本	300	300	300	300	300
资本公积金	437	437	437	437	437
留存收益	145	223	358	479	554
少数股东权益	203	286	293	315	343
母公司所有者权益	914	999	1095	1216	1291
负债及权益合计	1287	1510	1559	2151	2280

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	58	65	71	128	326
净利润			96	121	151
折旧摊销			19	18	69
财务费用			(1)	0	5
投资收益			(28)	(40)	(64)
营运资金变动			(22)	7	138
其它			7	23	28
投资活动现金流	(84)	(194)	(374)	(410)	(40)
资本支出			(460)	(410)	(40)
其他投资			86	0	0
筹资活动现金流	20	73	29	440	(16)
借款变动			0	400	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			0	0	(75)
其他			29	40	59
现金净增加额	(5)	(56)	(274)	158	270

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	422	442	488	626	693
营业成本	199	218	245	314	348
营业税金及附加	13	13	14	19	21
营业费用	57	59	64	78	83
管理费用	71	60	66	78	83
财务费用	(7)	(6)	(1)	0	5
资产减值损失	(0)	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资收益	3	16	28	40	64
营业利润	92	114	129	177	217
营业外收入	1	5	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	93	119	129	177	217
所得税	23	27	25	34	38
净利润	69	92	103	142	179
少数股东损益	5	7	7	22	28
母公司所有者净利润	65	85	96	121	151
EPS (元)	0.22	0.28	0.32	0.40	0.50

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	3%	5%	10%	28%	11%
营业利润	7%	25%	13%	37%	23%
净利润	11%	32%	13%	25%	25%
获利能力					
毛利率	52.8%	50.6%	49.8%	49.8%	49.8%
净利率	15.4%	19.3%	19.7%	19.2%	21.8%
ROE	7.1%	8.5%	8.8%	9.9%	11.7%
ROIC	5.7%	6.5%	7.4%	7.4%	9.0%
偿债能力					
资产负债率	13.2%	14.9%	10.9%	28.9%	28.3%
净负债比率	0.2%	0.0%	0.0%	18.6%	17.5%
流动比率	3.5	3.4	2.2	2.6	3.0
速动比率	3.2	3.0	1.8	2.2	3.0
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	4.3	2.9	3.2	4.5	7.8
应收帐款周转率	24.5	20.7	17.9	19.2	17.9
应付帐款周转率	9.1	5.9	4.9	4.9	7.2
每股资料(元)					
每股收益	0.22	0.28	0.32	0.40	0.50
每股经营现金	0.19	0.22	0.24	0.43	1.09
每股净资产	3.05	3.33	3.65	4.05	4.30
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25
估值比率					
PE	40.6	30.9	27.4	21.9	17.5
PB	2.9	2.6	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	25.1	20.6	18.0	13.5	9.1

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

林周勇，林周勇，硕士，07年3月加入招商证券。10年获《新财富》最佳分析师社会服务业第三名（小组），07-09年获《新财富》最佳分析师社会服务业第二名（小组）。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 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

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。