

金陵饭店(601007)

公司研究/深度调研报告

推荐 维持

合理估值: 12.5—15 元

轻重资产扩张齐头并进, 多重看点照亮未来

民生精品---深度调研报告/旅游行业

2010 年 12 月 6 日

报告摘要:

● 零溢价收购酒店管理公司, 彰显轻资产扩张决心

公司11月17日公告以净资产作价, 市盈率仅为1.5倍的极低成本收获优质资产, 大幅超出我们此前预期。出让股权的6位自然人均属集团高管, 彰显出大股东支持上市公司做大做强的决心, 公司实现对酒店管理公司的绝对控股, 对扩张战略的决策和实施极为有利。

● 打造酒店为主线的全产业链, 多业务接踵贡献业绩

传统业务金陵饭店运营和苏糖业务将稳定贡献业绩; 玛斯兰德地产项目未来5年将持续贡献大额权益净利; 轻资产扩张的酒店管理公司将成为公司业绩的重要增长点; 重资产扩张的金陵二期2012年开业, 进入成熟期将每年贡献7000万元以上权益净利润; 天泉湖旅游生态园养老养生公寓一期最快于2011年开始预售。新增数个现金牛对公司以酒店为主线的全产业链扩张形成强有力的支撑。

● 天泉湖旅游生态园将探索休闲度假连锁发展的新模式

公司重头打造的天泉湖旅游生态园集高端酒店、休闲养生、度假别墅、商务会议于一体, 作为公司首个高端休闲度假区项目, 将实行滚动开发, 借此探索未来休闲度假区连锁发展的新模式。随着中国步入休闲度假旅游的黄金期和老龄化社会的到来, 休闲度假连锁大有可为, 开发顺利将成为公司未来重要的突破口。

● 资产注入或重组更具现实性, 再添亮点, 维持“推荐”评级

公司近期一系列动作判断, 以酒店、旅游业务为核心整体上市的想象越来越具有现实性; 在各地国资酒店整合的大背景下, 江苏省国资酒店资产整合预期强烈, 步伐有望加快。公司基本面正发生较大的质变, 预计2010-2012年公司EPS分别为0.35元、0.44元和0.48元, 公司二级市场估值优势明显, 维持“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	588	668	910
增长率(%)	4.8%	33.0%	13.6%	36.2%
归属母公司股东净利润(百万元)	85	105	132	145
增长率(%)	31.6%	23.5%	26.0%	9.8%
每股收益(元)	0.29	0.35	0.44	0.48
毛利率(%)	50.6%	51.4%	51.6%	53.2%
净资产收益率 ROE(%)	7.7%	8.4%	9.7%	9.7%
每股净资产(元)	4.28	4.66	5.13	5.66
PE	32.4	26.8	21.3	19.6
PB	2.19	2.02	1.83	1.66
EV/EBITDA	-	18.99	14.95	13.78

资料来源: 民生证券研究所

民生证券研究所

分析师: 史萍

执业证书编号: S0100208080214

电话: (8610)8512 7651

Email: shiping@mszq.com

分析师: 李振飞

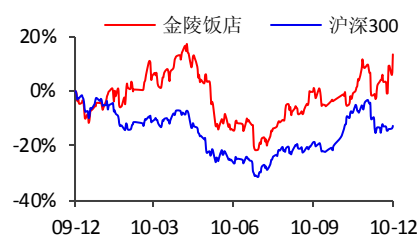
执业证书编号: S0100210060002

电话: (8610)8512 7650

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 (2010-12-6)

收盘价(元)	9.39
近 12 个月最高/最低	10.48/6.69
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)	28.17
流通市值(亿元)	28.17

相关研究

- 1.《金陵饭店深度调研: 品牌扩张渐入佳境, 五大看点照亮未来》2010.10.8
- 2.《金陵饭店重大事件点评: 零溢价收购优质资产, 公司扩张迈出大步》2010.11.18
- 3.《金陵饭店调研简报: 业务扩张+资产扩大, 公司再添亮点》2010.12.1

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。

从集团放缓地产业务扩张、退出百货业和其他非核心产业，注入酒店管理业务等一系列步骤判断，公司以酒店、旅游业务为核心整体上市的想象越来越具有现实性，我们认为随着各项业务逐步整合和清理，未来几年实现整体上市的可能性在逐年增大。

最近国家旅游局出台文件，支持地方酒店资产的重组和做大做强。在各地国资酒店整合的大背景下，公司在酒店重组方面的机会大增，步伐也可能加快。

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。

(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 7000 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) 酒店管理和休闲度假连锁保证公司可持续增长。公司已经实现控股的酒店管理目前已经实现全国扩张，成为公司未来增长的一个重要突破口；公司将以天泉湖项目为基础探索休闲度假区建设的新模式，为未来休闲度假区连锁开发打下基础。若开发顺利将成为公司可持续增长的又一强大动力。

(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。公司一体两翼的战略逐步成型，酒店主业和休闲度假旅游连锁有很好的成长性，未来的亮点多多。

目录

一、围绕核心品牌，轻重资产扩张齐头并进	4
(一) 公司拥有强大的品牌价值	4
(二) 公司围绕核心品牌，轻重资产扩张齐头并进	5
二、传统业务稳健增长，公司业绩锁定性强	6
(一) 酒店本部稳健增长，业绩有保证	6
(二) 贸易业务毛利率呈现逐年上升趋势，利润贡献有望加快	7
(三) 地产投资持续贡献大额权益净利，成为业绩增长发动机	8
三、轻资产扩张渐入佳境，晋升未来业绩增长点	9
(一) 酒店管理业务增长势头良好，晋级本土酒店集团前三甲	9
(二) 近期零溢价收购酒店管理公司，大幅超出预期	9
(三) 本次收购后公司将绝对控股酒店管理公司	10
(四) 酒店管理市场前景广阔，	11
四、重资产扩张千呼万唤，新金陵为公司发展提供新能量	12
(一) 新金陵建成后公司的接待能力将实现质和量的飞跃	12
(二) 二期建成后，成熟期每年可贡献 7000 万元以上净利润	12
五、天泉湖生态园项目探索可复制的盈利模式，增加业绩弹性空间	14
(一) 打造苏北最高端的旅游度假区	14
(二) 探索可复制的盈利模式，寻找扩张的突破口	14
六、关键假设和盈利预测	14
七、公司估值优势明显	15
(一) 相对估值优势凸显	15
(二) 公司绝对估值 11.7 元	16
(三) 合理估值为 12.5-15 元，维持“推荐”评级	17
八、股价变化的催化剂	17
九、风险提示	17
插图目录	19
表格目录	19

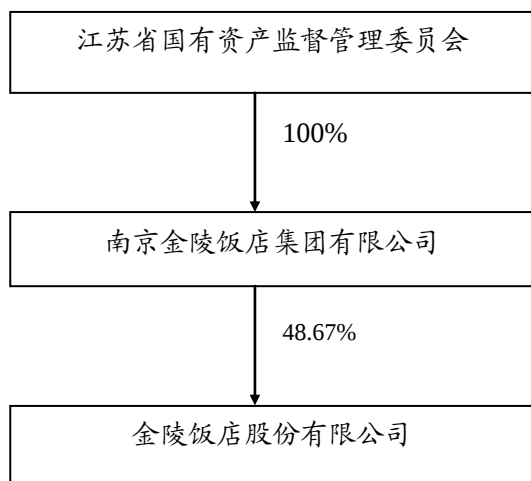
一、围绕核心品牌，轻重资产扩张齐头并进

（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

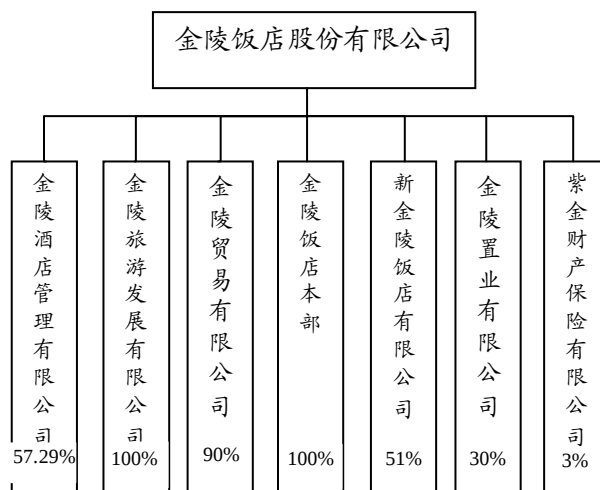
金陵饭店是第一家由中国人自己管理的现代化酒店。从一开始就高起点地与国际市场接轨，成功建树了融世界一流水准和中国文化风格为一体的金陵饭店管理体系。创造了中国酒店业的服务经典和具有国际影响力的“金陵”品牌，被国家旅游局誉为“中国酒店管理的一颗明星”、“全国旅游饭店业的一面旗帜”。

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、品牌业内享有盛誉，商业价值仍有提升空间

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”，六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	连续六年荣膺“中国十大最受欢迎商务酒店” 六度蝉联“中国最佳商务酒店” 首届“中国饭店金星奖”	中国饭店业最高荣誉
餐饮质量	连续八年荣膺“英国 SAGA 最佳美食奖”	
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

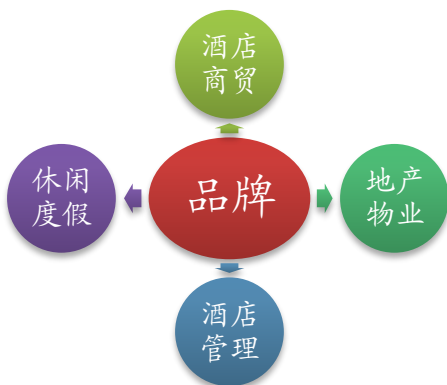
(二) 公司围绕核心品牌，轻重资产扩张齐头并进

1、围绕核心品牌，以酒店为主线延伸产业链

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，拓展酒店实体经济连锁经营，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。

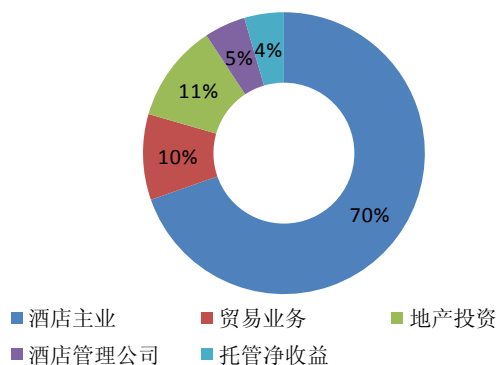
在产业链方面，向上延伸到酒店物品供应，向下发展酒店管理业务；在相关产业方面，投资高端地产和商业地产，投资休闲度假产品等，将公司核心服务能力和品牌扩张到多个领域。

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。公司的利润目前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；苏糖业务稳定增长，是公司现有的另一“现金牛”；地产投资业务未来几年将进入收获期，玛斯兰德三期未来 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。酒店管理业务和天泉湖旅游生态园发展前景非常看好，成为公司持续增长的双引擎。公司近期收购的酒店管理业务进入快速增长期，公司计划每年新增管理高星级酒店 10-15 家，每年增收 20% 的基础上可获得盈利 30% 以上的增长。

二、传统业务稳健增长，公司业绩锁定性强

（一）酒店本部稳健增长，业绩有保证

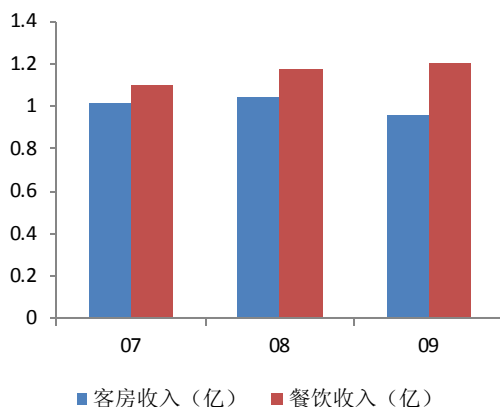
酒店本部是公司目前业绩的核心支柱，成熟稳健的增长保证了公司的业绩，目前经营持续景气，未来两年将稳健增长。

1、强大的品牌和服务保证了酒店的入住率维持高位

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，高出南京五星级酒店平均房价约 100 元。

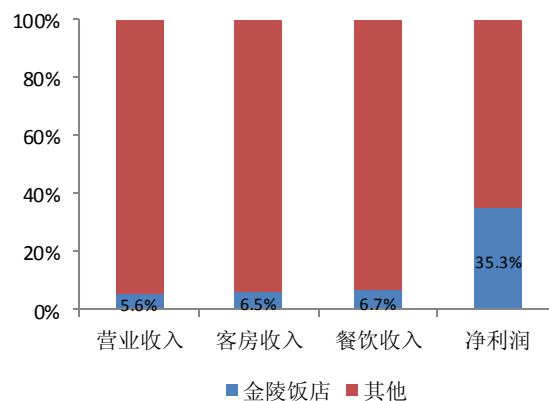
金陵饭店前三季度的入住率达到 77%，接近历史最高 78% 的水平，全年入住率仍将保持在 75% 以上的高水平，经营情况良好。金陵饭店目前的平均房价在 660 元左右。

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、金陵饭店是南京酒店市场的领导者

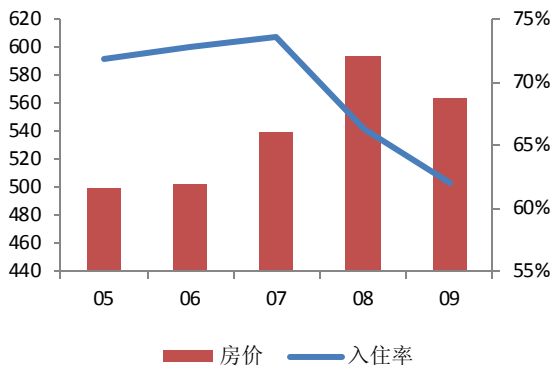
金陵饭店是唯一一家在当地建立主导地位的国内酒店品牌，在南京不论在品牌和经济效益上公司都树立起了不可动摇的市场地位。

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、酒店将保持较高的入住率，平均房价稳中有升

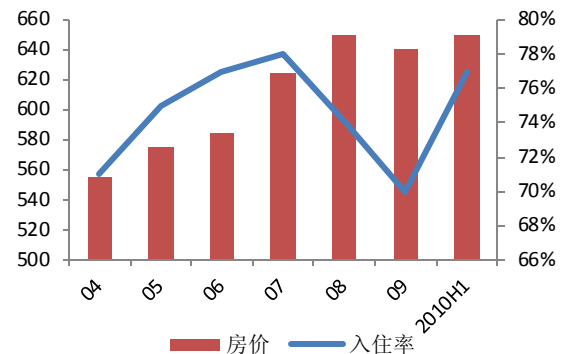
从南京市最近几年来房价来看，总体上呈上升的趋势。金陵饭店的房价总体上也是逐年走高，每年提升的幅度较小，反映了市场的竞争状况和成熟程度。2010 年公司房价较 2009 年提升了 5%，未来酒店平均房价将维持稳步攀升的态势。

图 7: 南京市五星级酒店房价呈稳步攀升态势



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 75% 以上，房价稳升



资料来源：民生证券研究所

4、预计未来两年酒店业务将稳健增长

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

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
客房收入（万元）	10240	10358	9646	10997	11877	12827
YOY(%)		1.15%	-6.87%	14%	8%	8%
餐饮收入（万元）	10966	11806	12027	13952	15068	16273
YOY(%)		7.67%	1.87%	16%	8%	8%
	63.55%	62.30%	65.17%	65%	65%	65%
酒店总收入（万元）	21206	22165	21674	24949	26944	29100
YOY(%)		4.52%	-2.21%	15.11%	8.00%	8.00%
总成本（万元）	3997	4451	4189	4883	5274	5696

资料来源：公司公告，民生证券研究所

（二）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。

预计随着国内高端白酒的持续热销，公司商贸业务的业绩会有较快的增长。

表 3: 商贸业务可保持较快增长

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	18034	18620	21548	25599	29439	33855
YOY(%)		3.25%	15.73%	18.80%	15.00%	15.00%
营业成本(万元)	16004	15400	17603	20479	23551	27084
YOY(%)		-4%	14.30%	16.34%	15.00%	15.00%
毛利率	11.25%	17.29%	18.31%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

(三) 地产投资持续贡献大额权益净利, 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 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 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 年以后会贡献 2-3 亿左右的权益净利润

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 28% 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, 成为公司未来几年业绩增长的发动机。

表 4: 玛斯兰德项目预计贡献 2-3 亿权益净利润

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
销售收入(亿元)	2.32	1.4	1.65	1.8	3.5	5	5.5	6.5	7	8
净利润(万元)	5089	3680	3183	6089	11900	14500	15400	18200	19600	22400
销售净利率	21.94%	26.29%	19.29%	33.83%	34.00%	29%	28%	28%	28%	28%
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	3453	4620	5460	5880	6720

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

三、轻资产扩张渐入佳境，晋升未来业绩增长点

(一) 酒店管理业务增长势头良好，晋级本土酒店集团前三甲

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，收购前本公司持股 26.78%，收购后公司实现对其绝对控股 57.29%。酒店管理公司主要从事受托管理高星级酒店和投资经营经济型酒店业务。目前金陵连锁管理酒店已达 90 家（其中高星级酒店 76 家，金一村经济型酒店 14 家），客房总数 2.3 万间，分布在苏、皖、浙、闽、晋、陕、豫和上海七省一市，已经基本形成了全国扩张的态势。酒店管理公司已成长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。今年截止 10 月 31 日，酒店管理公司实现营业收入 6227.5 万元，实现净利润 2069.8 万，净利润呈大幅上涨的态势。随着管理酒店的成熟度提高，酒店管理公司盈利能力大增，收购后公司权益净利润大幅增厚，将成为公司未来业绩增长点。

表 5：酒店管理公司近年来成长迅速

	2007	2008	2009	2010H1	2010 截止 10 月 31 日	2010E
管理酒店数	60	68	81	86	90	92
房间数（万间）	1.5	1.6	2.1	2.3	2.5	2.7
营业收入（万元）		5093	6486	3012	6228	8000
净利润		648	1453	635	2070	2600
YOY(%)		-	124.2%	-	-	78.9%
公司权益净利润（万元）		173.65	389	170	554	1490

资料来源：公司公告，民生证券研究所

(二) 近期零溢价收购酒店管理公司，大幅超出预期

公司 2010 年 11 月 17 日公告以 1166 万元收购酒店管理公司 30.51% 的股权，以极低的成本收获优质资产，超出我们此前的预期。

(1) 从资产溢价来看属于零溢价收购。目前酒店管理公司净资产 3822 万元，30.51% 股权净值 1166 万元，公司以净资产作价 1166 万元零溢价收购，对公司而言极为有利。

(2) 从市盈率来看收购资产市盈率仅为 1.5 倍。预计所收购股权每年将带来 780 万左右的净利润，相对于 1166 万的成本而言，市盈率不足 2 倍，可谓“捡了大便宜”，足见集团公司对上市公司的支持力度（7 位自然人均为集团高管）。

(3) 简单测算收购将增厚公司每股价值 0.9 元。如果按照收购资产每年贡献业绩 780 万，结合 35 倍市盈率计算，则公司收购资产市值将为 2.7 亿左右，将增厚公司每股价值 0.9 元左右。

图 9：本次收购前酒店管理业务对业绩贡献较少

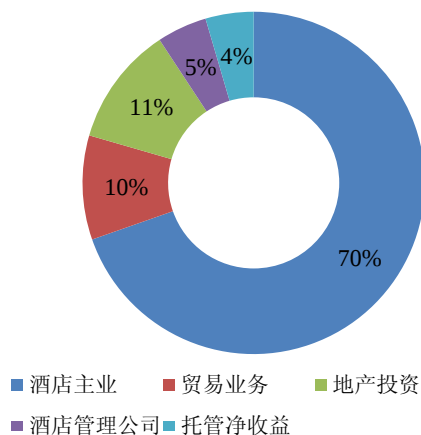
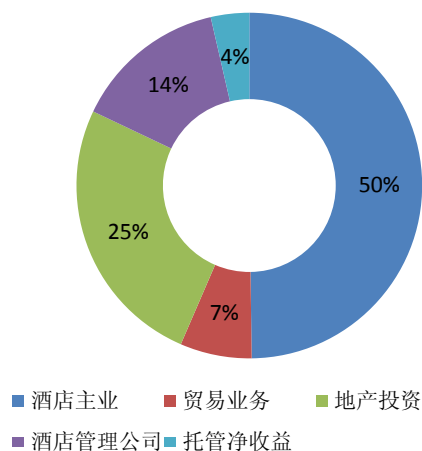


图 10：收购后酒店管理业务对业绩贡献比例将增长两倍左右



资料来源：公司公告，民生证券研究所

总体来看，酒店管理业务已经成长为实力雄厚、盈利能力较强的一块优质业务，收购股权对公司业绩的贡献将大幅增加，收购的条件已经完全成熟。

（三）本次收购后公司将绝对控股酒店管理公司

根据公司公告，公司拟分别受让管理公司股东江苏天华工程项目管理咨询有限公司所持有的管理公司 14.76%、胡明先生所持有的管理公司 5%、李建伟女士所持有的管理公司 3.1%、其余 4 位自然人所持有的管理公司 7.65%的股权。

上述股权转让完成后，公司股权比例上升至 57.29%，由参股转为绝对控股，公司财务报表合并范围将发生变化，年内将管理公司纳入合并范围。而公司一举实现对酒店管理公司的绝对控股，未来扩张战略步伐将提速，有利于大力发挥系统优势，整合连锁资源，进一步提高公司股权投资收益，放大利润增长空间，提升公司核心竞争力、市场影响力，推动酒店连锁业务快速拓展，促进公司长远可持续发展。

图 11：本次收购前酒店管理公司股权结构

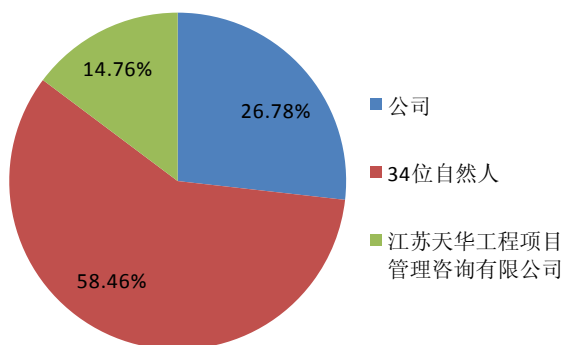
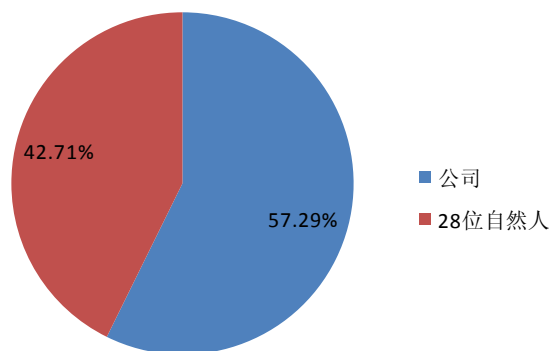


图 12：本次收购后公司绝对控股酒店管理公司



资料来源：公司公告，民生证券研究所

(四) 酒店管理市场前景广阔,

我国酒店管理业务尚处于发展的初级阶段, 未来发展的前景非常看好。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% 的状况相比, 我国酒店业集团化、品牌化、连锁化管理的差距相当大, 仍然有很大的发展空间。

1、大量兴建的酒店将为酒店管理业务带来 10 多亿元的市场增量

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。其中高星级酒店的增长更快, 预计未来几年仅新建五星级酒店就超过 500 家, 甚至达到 1000 家左右, 较 2008 年 400 多家的数量增长两倍。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。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 2-3% 计算, 仅新建五星级酒店将带给市场 10 亿元以上的增量。新增的四星级和三星级酒店也将带来数亿元的市场增量。

2、二三线城市大量新建酒店以及客源转向内需将为国内酒店管理品牌带来良好发展机遇

目前国内酒店管理市场上, 国外酒店管理品牌凭借品牌、网络等优势占据了主导地位。随着国内酒店需求的兴起和二三线城市的发展, 这种结构可能发生改变, 国内酒店管理品牌的机会将更多。

我国高星级酒店设立之初主要为入境游客和外国客商服务, 服务标准和模式也是模仿国外酒店管理。随着国内消费能力的强劲增长, 目前国内消费已经成为高星级酒店消费的主力, 境外消费比重在逐年下降。二三线城市的高星级酒店需求更是以国内需求为主。客源结构的变化使得国际品牌在客源方面的重要性减弱, 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, 将更加了解国内客人需求的国内酒店管理品牌带来更大的机会, 再加上价格方面的原因, 国内管理品牌的优势将更加明显。

二三线城市将成为金陵酒店管公司未来扩张的重点市场。公司计划每年新增管理高星级酒店 10-15 家, 未来几年保持每年增收 20% 的基础上可获得 30% 以上的净利润复合增长。

表 6: 金陵酒店管理公司净利润增长加速

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
管理酒店数	60	68	81	92	105	120
房间数 (万间)	1.5	1.6	2.1	2.7	3.2	3.8
营业收入 (万元)		5093	6486	8000	10000	12200
增长率			27.35%	23.34%	25.00%	22.00%
净利率		12.72%	22.40%	32.50%	33.00%	34.00%

净利润	648	1453	2600	3300	4148
公司权益净权益（万元）	173.65	389	1490	1891	2376

资料来源：公司公告，民生证券研究所

四、重资产扩张千呼万唤，新金陵为公司发展提供新能量

（一）新金陵建成后公司的接待能力将实现质和量的飞跃

金陵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，2012 年中试营业。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。

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（二股东旗下子公司）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 384 间（主要为套房）；5A 写字楼 6.5 万平方米，商业面积 1.1 万平方米（底商及地下一层）。建成后 will 和金陵饭店实现“无缝连接”，大幅扩大公司的接待能力。

图 13：金陵饭店是南京地标之一



资料来源：互联网

图 14：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

（二）二期建成后，成熟期每年可贡献 7000 万元以上净利润

1、地处新街口商圈中心黄金地段，区位优势

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。

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。地铁一二号线开通后，新街口商圈的人气更旺，第一商圈的地位得到进一步巩固。

2、写字楼和商铺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，整体出租率维持在 90% 以上。新街口写字楼和商铺的价格在南京也是首屈一指，达到 36 元/平米/天，商铺的出租率接近 100%。

3、二期成熟后将贡献 4 亿的收入和 7000 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，可实现可观的经济效益。参照市场情况，二期写字楼日租金价格可望达到 5 元，出租率可达 80%；地上商铺租金可望达到 30 元，地下商铺 20 元，出租率约在 85 和 80%；酒店为超五星级且为豪华套房，预计平均房价在 850 元以上，预计二期全年总收入将达到 4 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 1.4-1.6 亿左右，公司拥有 51% 的股权，每年可获得 7000-8000 万左右的净利润，成为公司发展新的“现金牛”。

表 7：金陵二期项目建成后预计年收入 3.5 亿

写字楼	面积（万平方米）	6.5		
	日租金（元）	5		
	出租率	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	
	出租率	85%	80%	
	年租金收入（万元）	1862	5256	7118
酒店	客房数	384		
	房价	850		
	入住率	80%		
	收入			9531
会展（万）				3000
餐饮（万）				5000
娱乐及其他收入（万）				5000
其他收入（万）				
收入合计（万）				39138

资料来源：民生证券研究所

4、二期预计 2014 年能贡献 3000-4000 万净利润

二期项目 2011 年底将竣工，2012 年试营业。经过前期市场培育，写字楼和商铺已有部分客户有入住的意愿，未来销售压力不大。由于资本开支较大且装修的摊销费用较高，预计开业后两年可能基本收支平衡，2014 年开始贡献大额利润，扣除各项成本费用后可望带来 3000-4000 万左右的净利润。

五、天泉湖生态园项目探索可复制的盈利模式，增加业绩弹性空间

（一）打造苏北最高端的旅游度假区

“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，地处苏北门户，位于南京一小时都市圈。项目可开发面积为9平方公里湖面周围的约48平方公里土地，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48平方公里的“金陵·天泉湖商务中心区”，项目建设期6年，总投资约10亿，分期滚动开发。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园区。

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5月酒店项目将开业，而养老养生公寓一期最快2011年下半年预售，最迟2012年开盘，如果养生公寓销售顺利，将平抑酒店开业当年对业绩的压力。

（二）探索可复制的盈利模式，寻找扩张的突破口

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，高水平度假区仍然短缺。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。

天泉湖项目作为高端的休闲度假区，公司将在高端酒店、生态旅游、休闲养生等一体化开发的基础上探索休闲度假区建设的新模式，为未来休闲度假区连锁开发打下基础。随着中国休闲度假旅游的黄金期和老龄化社会的到来，休闲度假连锁大有可为，若开发顺利将成为公司未来重要的突破口之一。

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。酒店管理公司并表带来营收增长和业绩的增厚，另外业绩增长的动力主要来自高端地产业务玛斯兰德贡献。2012年地产业贡献进一步加大，同时金陵二期开业和天泉湖酒店项目开

业，金陵二期写字楼和商铺带来的盈利将弥补酒店开业带来的亏损。

表 8: 金陵饭店未来三年盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
商贸营业收入	18620	21548	25599	29439	33855
酒店本部总收入	22165	21674	24949	26944	29100
酒店管理公司			8000	10000	12200
其他业务	1030	440	300	450	480
金陵二期					14800
天泉湖					500
营业总收入	41815	43662	58848	66833	90935
商贸业成本	15400	17603	20749	23551	27084
金陵饭店本部成本	4451	4189	4883	5274	5858
酒店管理公司			3000	3500	4200
金陵二期					5000
天泉湖					500
营业成本总计	19851	21792	28632	32325	42642
房地产投资益	55.9	929.7	2673	3453	4620
酒店管理投资益	173	389			
营业税金及附加	13	13	18	20	27
销售费用	57	59	76	80	137
管理费用	71	60	91	94	155
财务费用	-7	-6	(0)	4	8
资产减值损失	-0.1141	0.782	0	0	0
营业利润	92	114	144	182	203
营业外收支净额	1	5	3	4	5
利润总额	93	119	147	186	208
所得税费用	23	27	34	44	52
净利润	69	92	113	143	156
归属于母公司的利润	65	85	105	132	145
基本每股收益 (元)	0.22	0.29	0.35	0.44	0.48

资料来源：民生证券研究所

预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.35、0.44 和 0.48 元，实现较快增长。2012 年后随着金陵饭店二期营业、天泉湖地产项目结算和玛斯兰德项目四期的结算，公司业绩会出现较大幅度的增长。

七、公司估值优势明显

(一) 相对估值优势凸显

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 PB 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 PB 平均水平。

2011 年预计公司每股业绩为 0.44 元左右，其中酒店业务公司 0.29 元左右，商业贡献 0.04 元左右，地产贡献 0.11 元左右。分别按照酒店业务 35 倍、商业 25 倍和地产 18 倍的市盈率计算，2011 年公司合理目标价应为 12.5 元。

（二）公司绝对估值 11.7 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：WACC 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、新收购酒店管理公司股权增厚每股 1 元左右

公司收购酒店管理公司 30.51% 的股权，以后每年可带来的净利润在 1000 万左右，按照 30 倍的市盈率计算，合理市值在 3 亿左右，折合每股价值 1 元左右。

5、绝对估值公司每股合理估值在 11.7 元左右

综合上述分析，公司每股绝对价值在 11.7 元左右，目前二级市场价格仍存在低估。

（三）合理估值为 12.5-15 元，维持“推荐”评级

公司酒店主业稳健，酒店管理公司和未来休闲度假区将打开公司的可持续增长空间，资产注入和重组将可能带来公司基本面重大变化，看好公司未来发展。预计 2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.35 元、0.44 元和 0.48 元，合理估值在 12.5-15 元。对应目前的股价，2011 年公司市盈率只有 20 倍，市净率仅 2 倍，维持对公司的“推荐”评级。

八、股价变化的催化剂

- 1) 公司酒店收购获得重大突破;
- 2) 金陵二期客户培育情况超预期;
- 3) 天泉湖项目开发进度超预期;
- 4) 旅游行业和区域政策对公司形成较大利好。

九、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) 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	588	668	910
减：营业成本	218	286	323	426
营业税金及附加	13	18	20	27
销售费用	59	76	80	137
管理费用	60	91	94	155
财务费用	(6)	(0)	4	8
资产减值损失	1	0	0	0
加：投资收益	16	27	35	46
二、营业利润	114	144	182	203
加：营业外收支净额	5	3	4	5
三、利润总额	119	147	186	208
减：所得税费用	27	34	44	52
四、净利润	92	113	143	156
归属于母公司的利润	85	105	132	145
五、基本每股收益 (元)	0.29	0.35	0.44	0.48
主要财务指标				
项目	2009A	2010E	2011E	2012E
EV/EBITDA	--	18.99	14.95	13.78
成长能力:				
营业收入同比	4.8%	33.0%	13.6%	36.2%
营业利润同比	24.6%	26.2%	26.6%	11.6%
净利润同比	32.7%	22.9%	26.0%	9.7%
营运能力:				
应收账款周转率	20.70	21.90	22.19	22.96
存货周转率	5.94	6.65	6.95	7.08
总资产周转率	0.32	0.38	0.38	0.45
盈利能力与收益质量:				
毛利率	50.6%	51.4%	51.6%	53.2%
净利率	19.3%	17.8%	19.8%	15.9%
总资产净利率 ROA	6.6%	7.3%	8.2%	7.7%
净资产收益率 ROE	7.7%	8.4%	9.7%	9.7%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	3.43	3.56	3.97	3.88
资产负债率	14.9%	17.4%	22.5%	24.4%
长期借款/总负债	0.0%	17.9%	35.3%	38.1%
每股指标 (元)				
每股收益	0.29	0.35	0.44	0.48
每股经营现金流量	0.22	0.36	0.34	0.31
每股净资产	4.28	4.66	5.13	5.66

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	516	648	740
应收票据	0	0	0	0
应收账款	26	28	32	47
预付账款	50	41	56	81
其他应收款	3	4	5	6
存货	92	84	108	149
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	701	673	848	1,023
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	1,604	1,892	2,148
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	50	43	54	78
预收账款	59	68	81	108
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	189	214	264
长期借款	0	50	150	200
其他非流动负债	21	41	61	61
非流动负债合计	21	91	211	261
负债合计	225	280	425	525
股本	300	300	300	300
资本公积	437	437	437	437
留存收益	262	367	499	644
少数股东权益	286	294	304	316
所有者权益合计	1,285	1,398	1,540	1,697
负债和股东权益合计	1,510	1,678	1,965	2,222
现金流量表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	65	109	101	94
投资活动现金流量	(194)	(103)	(85)	(44)
筹资活动现金流量	73	70	116	42
现金及等价物净增加	(56)	76	132	92

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攀升态势	7
图 8: 金陵饭店入住率保持在 75%以上, 房价稳升	7
图 9: 本次收购前酒店管理业务对业绩贡献较少	10
图 10: 收购后酒店管理业务对业绩贡献比例将增长两倍左右	10
图 11: 本次收购前酒店管理公司股权结构	10
图 12: 本次收购后公司绝对控股酒店管理公司	10
图 13: 金陵饭店是南京地标之一	12
图 14: 新金陵饭店将大幅提高公司接待规格和能力	12

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: 商贸业务可保持较快增长	8
表 4: 玛斯兰德项目预计贡献 2-3 亿权益净利润	8
表 5: 酒店管理公司近年来成长迅速	9
表 6: 金陵酒店管理公司净利润增长加速	11
表 7: 金陵二期项目建成后预计年收入 3.5 亿	13
表 8: 金陵饭店未来三年盈利预测	15
表 9: 金陵饭店相对行业估值明显偏低	15
表 10: WACC 估值敏感性分析	16

分析师简介

史萍，中国人民大学经济学硕士，具有证券投资咨询执业资格，07年加盟民生证券研究所，从事零售及旅游行业及上市公司研究3年以上，对行业有较深入的见解和认识，擅长行业景气周期研究，熟悉上市公司盈利模式和核心竞争力的分析。

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。

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	深圳	上海
联系人	尹璠	韦珂嘉	孟辉
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	13916107040
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	menghui@mszq.com
联系人	郭明	许力平	李北铎
电话	010-85127762	010-85127667	021-64274383
手机	13401098997	13811008335	18621639595
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	Libeiduo@mszq.com

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。