

强烈推荐-A (维持)**金陵饭店 601007.SH**

目标估值: 15.00-18.00 元

当前股价: 10.08 元

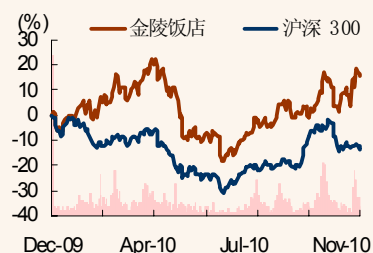
2010 年 12 月 13 日

基础数据

上证综指	2857
总股本(万股)	30000
已上市流通股(万股)	30000
总市值(亿元)	29
流通市值(亿元)	29
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	4	24	14
相对表现	14	9	25

**相关报告**

- 1、《金陵饭店(601007)-成长性显著提升,投资机会凸显》101202
- 2、《金陵饭店(601007)-资产价值有待挖掘,天泉湖开发更值得期待》090617
- 3、《金陵饭店(601007)-长期持有,获取超额收益》100126

林周勇

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

本土最具影响力酒店集团雏形初现

公司一直致力于打造最具国际影响力的本土酒店品牌;随着新金陵和天泉湖项目的顺利推进、酒店管理公司的快速发展,公司愿景的雏形逐渐清晰,现正处“破茧成蝶”之初,对于1家总市值仅30亿的公司而言,未来空间不可谓不大,维持强烈推荐评级,短期目标价12元,12个月目标价15-18元。

- **公司愿景与发展战略:** 通过实体连锁和管理输出,实现品牌化、规模化、网络化,蓝图覆盖全国,成为最具国际影响力的本土酒店品牌。为此,公司将以资本为纽带,通过新建、收购、控股等方式壮大酒店实体业务,同时加快酒店管理输出的发展步伐,打造全品牌酒店经营体系。
- **控股酒店管理公司为公司长远发展奠定坚实的基础。** 专业化管理是酒店业的突出特征,而我国高星级酒店集团化率仅约15%,与发达国家超过60%相比,酒店管理市场空间仍巨大;高星级酒店向二三线城市渗透是必然,本土酒店管理公司具备天然优势,金陵酒店管理公司作为最具竞争力的高星级酒店管理公司,激励到位,将面临较好的发展机遇。
- **天泉湖项目是从“单一商务酒店”向“酒店+度假村”模式转变的有益尝试。** (1)我们不认为天泉湖项目是一个简单的“酒店+地产”项目,它是公司从“单一商务酒店”向“酒店+度假村”转变的有益尝试;(2)度假产业是我国旅游业发展的重要方向,酒店公司向度假产业延伸是国际上常见的发展方向;(3)随着新金陵、天泉湖项目的稳步推进,以及酒店管理公司的快速发展,“最具影响力的本土酒店”集团雏形逐渐清晰。
- **建议用战略的眼光看待公司的成长价值。** 虽然短期内酒店主业增长有限,但未来的发展空间广阔,目前正处“破茧成蝶”之初期,也是投资的良好起点;况且,短期内,地产业务利润大幅增长,将弥补主业增长的缺憾,保证公司业绩持续较快增长。
- **维持 10-12EPS 0.32、0.40、0.50 元的预测,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	45.3	34.4	30.5	21.9	17.5
PB	3.2	2.9	2.7	2.2	2.0

资料来源:招商证券

12月9日，我们调研了金陵饭店，以下是调研的主要内容。

一、愿景与发展战略

公司愿景：打造全品牌酒店经营体系，蓝图覆盖全国，成为最具国际影响力的本土酒店品牌。

发展战略：以资本为纽带，通过新建、收购、控股等方式壮大酒店实体业务；快速发展酒店连锁管理输出，实现品牌化、规模化、网络化；稳步推进上下游产业链。

二、各业务总体情况

目前业务情况，可概括为 1234，即：1、一条主线：酒店经营为主线；2、两轮驱动：重资产（酒店投资）、轻资产（酒店管理连锁）；3、三大板块：酒店连锁、旅游资源开发（天泉湖）、上下游产业链（贸易、绿色基地、战略联盟）；4、四个利润提升空间：深耕精品酒店挖掘盈利潜能、酒店管理公司快速发展、贸易业务步伐很快、玛斯兰德别墅未来几年业绩快速释放。

1、酒店管理公司——面临难得的发展机遇

公司持有金陵酒店管理公司 57%股权，余下的是核心团队持有。

酒店管理业务未来发展方向：立足华东，向西南西北延伸，加快发展高星级酒店，稳步推进经济型酒店，伺机向中档酒店领域进军。未来计划每年签约 10-15 家高星级酒店。

目前经营情况。截止目前，签约管理的酒店 93 家，其中高星级酒店 79 家，金一村经济型酒店 14 家。高星级酒店采用管理输出的发展模式，经济型酒店采用直营的发展模式（租赁物业）。1-10 月份，酒店管理公司收入 6228 万元，其中约 50%来自高星级酒店管理输出，约 50%来自经济型酒店；净利润 2070 万，约 80%来自高星级酒店管理业务。

签约酒店分布在 7 省 1 市。在 79 家高星级酒店中，2 家是金陵集团下属的（湖滨金陵、金陵大厦），3 家是上市公司的，其余 74 家分布在江苏、上海、浙江、安徽、福建、陕西、河南、山西等 7 省 1 市。目前开业的约占 60%，约有 40%酒店正在建设中。金一村目前拥有 14 家门店，其中 11 家位于南京，镇江、盐城、南通各一家；采用自营的形式（租赁物业）。

高星级酒店管理合同情况：管理合同一般 5-10 年，以 10 年的为主；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 X%+GOP（经营毛利）的 Y%。输出人员规模：小的酒店 2-3 人，大的 6-7 人；工资由业主承担。

后续成本费用增长相对有限。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、采购等构成。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。

渠道建设情况：通过与全球三大分销网路合作，境外游客可在全球 1000 家旅行社和 10000 多家网站预订金陵酒店客房；与国航、南航、招商银行等结成战略联盟，实现积

分互换,吸引商务客源;目前金陵贵宾俱乐部会员 55 万人,分布在 160 多个国家。

未来利润增长的主要来自规模增长和收取订房费:(1)管理规模的增长带来收入的快速增长,而成本增长相对有限;(2)订房服务、采购服务:目前,对于签约管理的酒店,基本没有收取订房费,而收取订房费将是趋势,对利润的影响较大。

在二三线城市,较跨国管理公司的有优势。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。

2、老金陵饭店经营良好,后续增长来自房价上涨

经营情况良好。1-10 月,金陵饭店平均出租率 77%,平均房价 655 元,基本恢复至 07 年水平;分别比去年提升 10 个百分点、1%。97%为商务客,回头率达 62%。09 年老金陵饭店实现净利润约 6000 万元。

未来盈利提升空间主要依靠客房提价。80%的出租率对于高星级酒店已是很高的水平,但平均房价仍有提升空间,因为:(1)南京酒店房价仍较低,约为上海同档次的 1/3,北京的 1/2;(2)随着威斯汀等外资品牌的进入,南京酒店房价将逐步上升;(3)假设出租率维持不变,平均房价上升 50 元,税前利润增加 750 万。但 2011 年难有增长,缘于:新金陵建设,关闭部分客房,也制约房价提升;CPI 上升,成本上升。

4、新金陵项目有序推进,盈利前景良好

项目占地面积 1.6 万平米, 57 层, 242 米高,建筑面积 16.5 万平方米,其中:酒店 4.9 万平米(41-55 层,共 384 间客房,老金陵饭店建筑面积 5 万平方米),写字楼 6.7 万平米,商业 1.1 万平米,还配备 550 个地下停车场。

项目总投资预计 17 亿,目前已投入约 6.5 亿元,预计 2011 年投入 6 亿元;主楼塔楼已完成 16 层主体框架,预计 2011 年中封顶,塔楼和裙楼 2011 年底竣工;2012 年中写字楼可开始启用,2012 年底酒店投入使用。

盈利前景:(1)写字楼部分:预计租金 6 元/平米.天以上,目前已成立招商小组,招租工作已启动,市政府派相关部门人员进驻,简化进驻企业的相关手续、给予税收优惠等。

(2)酒店部分:新金陵房价保守估计 850 以上,有豪华房、豪华套房、商务套房等,盈利前景很好,但需要培育期。

5、天泉湖项目

占地面积 1269 亩,其中出让用地面积 399 亩,租赁用地面积 870 亩。

内容:高端酒店+会议度假+生态休闲旅游+养生养老公寓+低密度住宅;酒店建筑面积 5 万平方米,养生养老公寓 15 万,低密度住宅 4.8 万平米。

一期建设计划:酒店 1 期、养生养老公寓 1 期年内动工建设,公寓预计明年预售,酒店 2012 年中开业;酒店 100 间客房(2 万平方米),养生养老公寓 5 栋,会所一栋,面积 2.2 万平方米。

二期建设计划：酒店二期由 200 间酒店式公寓+几十栋低密度住宅构成，考虑售后回租的形式；养生养老公寓和酒店二期 2011 年下半年开始筹划，2012 年开始动工。建成养生养老度假区，配备康复、护理、养生、度假等服务，硬件上配备桥梁、回廊、垂钓、游艇等。

售价情况：天泉山庄，现在售价 8000 元/平方米，公司项目品质和地理位置远好于天泉山庄。

长远规划：（1）“金陵天泉湖商务中心区”项目规划面积 48 平方公里，可供开发约 8 年，公司仍可以继续深度参与；（2）以天泉湖项目为样板，打造“金陵生态园”品牌，在长三角乃至全国进行复制，实现从“单一商务酒店”到“酒店+度假”的跨越。

6、贸易业务——苏糖公司由批发向批发零售并举方向发展

公司贸易业务主要依托金陵贸易公司（公司持股 90%），业务分两块：酒店物品采购（为管理的酒店实现统一采购）、高档酒类批发零售。09 年贸易业务收入 2 亿元，两项业务各占收入的约 50%。

酒类批发零售主要依托苏糖公司（金陵贸易持股 52%），苏糖公司正在加快扩张步伐，正在尝试从单纯的批发业务向批发与零售并举转变，目前已在南京陆续开出直营店，情况良好；由于管理团队持有 48% 股权，形成有效激励机制，未来盈利也将快速增长。

7、潜在的收购机会

江苏省国资委下属的国信集团旗下有 10 家酒店，由国信置业管理公司管理，大多经营一般，需要后续投入；能否收进来取决于政府的态度。

此外，金陵集团旗下还有两家酒店：湖滨金陵、金陵大厦。湖滨金陵年经营利润 1000 多万。

表 1: 国信集团、金陵集团旗下的酒店简介

酒店	所处城市	客房数	等级	地理位置	开业装修时间	携程最新价格
国信集团旗下酒店						
状元楼酒店	南京	500	五星	夫子庙	1991 年	598
国信大酒店	南京	139	四星	长江路 88 号	2001 年 9 月	398
丁山花园大酒店	南京	144	五星	察哈尔路 90 号	2001 年开业	738
(二期 309 间五星待建)		235	四星			388
雅都大酒店	苏州	361	五星	三香路 488 号	1992 年开业 2010 年装修	488
上海紫金山大酒店	上海	368	五星	浦东世纪大道、东方路、张杨路交界处	1998 年开业 2007 年装修	1127
淮安国信大酒店	淮安	276	五星	翔宇北道 1 号	2010 年开业	368
云台宾馆	连云港	278	五星	新浦区苍梧路 27 号	2005 年开业	488
神州宾馆	连云港	272	四星	连云区墟沟海棠北路 215 号	1987 年开业 2000 年装修	350
西安紫金山大酒店	西安	246	四星	莲湖区环城西路 328 号	2001 年开业	298
深圳江苏宾馆	深圳	86	二星	彩田南路 2066 号	1998 年开业 2008 年装修	248
金陵集团旗下酒店						
金陵大厦	南京	117		鼓楼区汉中门大街 48 号	1993 年开业 2005 年装修	229
湖滨金陵饭店	南京	138		江宁区佳湖东路 8 号	2001 年开业 2003 年装修	628

资料来源：国信集团网站，携程

图 1: 金陵饭店历史 PE Band


资料来源：招商证券研发中心

图 2: 金陵饭店历史 PB Band


资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

1、《金陵饭店（601007）- 成长性显著提升，投资机会凸显》101202

报告指出：金陵酒店管理公司面临很好的发展机遇，将公司投资评级调高至强烈推荐。

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	45.3	34.4	30.5	21.9	17.5
PB	3.2	2.9	2.7	2.2	2.0
EV/EBITDA	28.0	23.0	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。2010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。