

金陵饭店(601007)

短期业绩难有大幅提升，长期看好新增业务

研究员：耿焜

执业证书编号：S0570209050312

电话：025-83290918

E-mail: yanguo0617@hotmail.com

地址：南京市中山东路 90 号

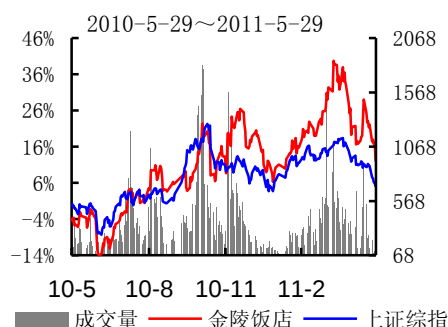
投资评级：推荐

酒店 II

当前价格(元)：9.04

目标价格(元)：9.84

股价走势图



相关研究

1 《金陵饭店(601007):公司实现对金陵酒店管理有限公司控股》2010.11

2 《金陵饭店(601007):业绩增长稳定，未来待看新金陵》2010.10

投资要点：

1、2010 年公司收购南京金陵酒店管理有限公司 30.51%的股权。至此公司合计持有酒店管理有限公司 57.29%的股权，对酒店管理公司由参股转为绝对控股。标志着公司进入轻/重资产双轨发展之路。我们认为酒店管理集团在区域内具有很高的品牌影响力，且未来仍有一定的扩张能力。预计 2011-2012 年酒店管理公司将为公司贡献 8000-8800 的收入。

2、本部酒店业务受制于高星级酒店行业的激烈竞争及酒店运营成本不断上升的压力，酒店房价难以大幅提升，加之占酒店营收近一半的餐饮业务毛利率也有所下降。虽然 2011 年 1 季度酒店房价小幅提升至 670 元，餐饮业务涨幅达 20%，但我们认为这仅仅只可对冲 CPI 上涨所产生的经营压力，很难刺激业绩的大幅度提升。预计酒店本部在未来 3 年将维持稳步发展。

3、地产业务马斯兰德项目三期于 2010-2012 年完成结算，2011 年由于需补交 1 亿多的土地增值税，公司投资收益将略低于预期。但从 2012 年起，原股权投资差额款已全部摊销完成，预计 2012 年地产投资业务将对公司业绩有 7000-8000 万元的投资收益贡献。对四期的项目的规划受制于调控政策的影响将略有推后，项目将于 2012 年预售。鉴于调控政策未来走向的不确定，目前预计四期将在 4-5 年内结算完成。

4、IPO 募投项目金陵二期目前由于施工方进度问题，目前仍停留在主体塔楼的建设中，最快将于 2012 年中封顶，低于原先预期。预计项目在 2013 年正式运营后 2 年内将维持盈亏平衡状态，2015 年开始将对业绩提升有所贡献。

5、总体来看，公司将从单纯的高星级酒店运营的模式发展成为酒店加连锁经营加投资经营的多元化发展模式。我们看好公司未来的发展前景，但由于金陵二期及天泉湖养生养老公寓建设的推后，近三年将很难为上市公司贡献利润。预计 2011-2013 年实现 EPS：0.41 元、0.52 元、0.53 元，对应 PE 分别为：22.97 倍、18.47 倍、18.11 倍。鉴于目前公司股价下调较多，我们给予公司“推荐”评级。6 个月目标价 9.84 元。

公司基本资料

总股本(万)	30000.00
流通 A 股(万)	30000.00
52 周内股价区间(元)	6.69-11.43
总市值(亿)	27.12
总资产(亿)	18.38
每股净资产(元)	3.75

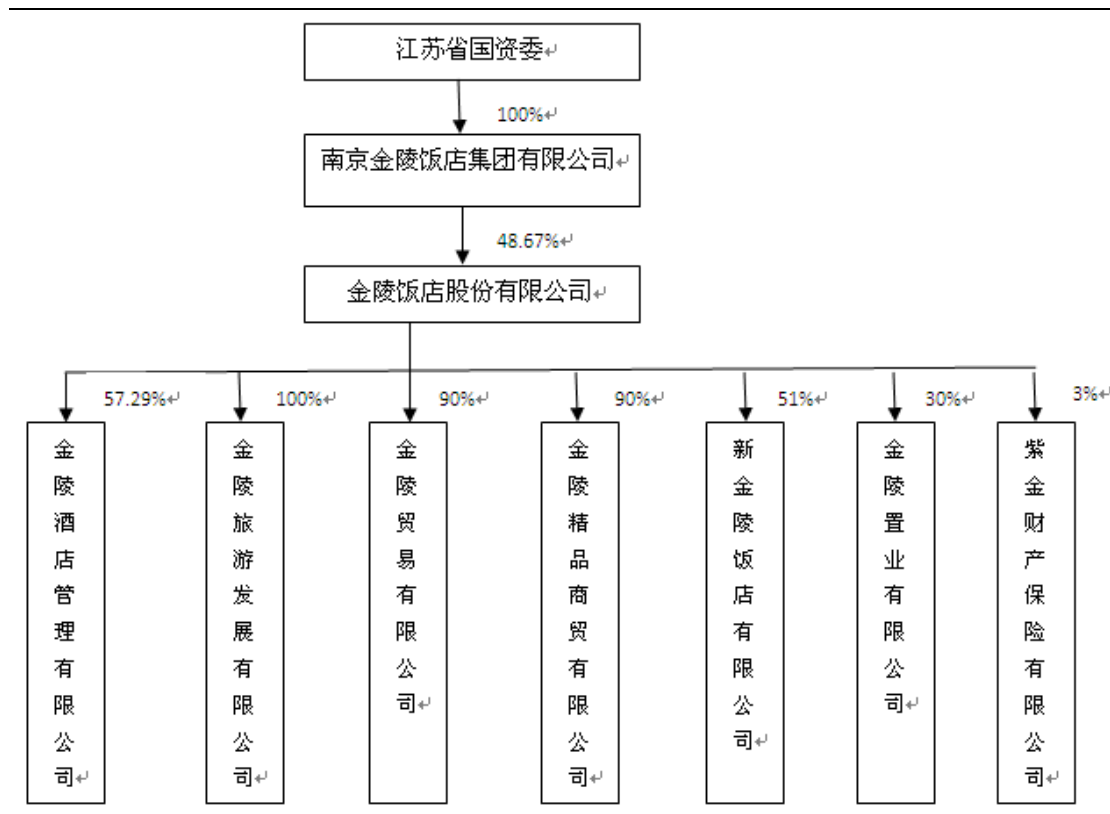
主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	5.15	6.33	6.96	7.83
+/-%	16.36	23.0	10.0	12.4
净利润(百万)	112.47	134	167	170
+/-%	32.03	10.30	24.48	1.99
EPS(元)	0.38	0.41	0.52	0.53
P/E	24.11	22.97	18.47	18.11

一、 公司 2010 年股权结构再次变更

2010 年公司收购江苏天华工程项目管理咨询有限公司、胡明先生、李建伟女士及其余 4 位自然人所持有的南京金陵酒店管理有限公司 30.51% 的股权。上述股权最终受让价格将为 1166.16 万。交易完成后，公司合计持有南京金陵酒店管理有限公司 57.29% 的股权，对酒店管理公司由参股转为绝对控股。本次股权受让有利于大力发挥系统优势，整合连锁资源。在目前高星级酒店激烈竞争的背景下扩大市场影响力，推动酒店连锁业务快速拓展，促进公司长远可持续发展。

图 1：公司新股权结构图



数据来源：公司公告、华泰证券研究所

二、 现有业务持续稳定发展

1) 主营保持稳定发展

公司主营业务包括老金陵酒店本部及商贸业务。目前高星级酒店行业面临多重挑战：1) 数年来大规模高星级酒店的建设以及外资高星级酒店大举进入我国一、二线城市使得高星级酒店形成激烈的竞争格局。截止 2010 年底，南京市按照五星级及以上标准建造的高档酒店总共有 35 家，内资酒店平均房价在 500-600 元左右，外资均在 1000 元以上，可以看出内资酒店在恶劣的市场环境下，房价难以提高。2) 自 2010 年开始我国连续高企的 CPI 指数直接拉高了酒店的原材料、能源、人工成本，进而吞噬了利润。

在如此困难的行业背景下，公司本部 2010 年酒店客房和餐饮收入分别增长了 16.89%、11.05%。我们认为这和 2010 年经济逐步恢复性增长及公司有效的营销策略有关，酒店客房的入住率从 2009 年的 68% 上升至 2010 年 80%。但同时，由于受制于行业发展的困境，酒店的房价一直徘徊在 650-660 元之间。虽然高于南京市内

资高星级酒店的平均房价，但要有对酒店业绩有实质性拉动的增长很难。另一方面，餐饮的毛利率由于食品采购成本的上涨而被压缩了 3 个百分点，降至 2010 年的 62.08%。2011 年一季度，公司客房价格上涨至 670 元，入住率维持在 73%-74% 之间（一季度是行业淡季，预计将维持在 78% 左右），同时餐饮定价也上涨了 20%，我们认为公司客房餐饮的提价可对冲 CPI 上涨所产生的经营压力，但很难刺激业绩的大幅度提升。预计酒店本部在未来 3 年将维持稳步发展。

表 1：公司酒店本部盈利预测（2011-2013）

酒店业务(老金陵)	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011E	2012E	2013E
客房数(间)	592	592	592	592	592	592	592
平均房价(元)		660.00	654.00	655.00	674.65	694.89	729.63
入住率(%)		73.00%	68.00%	80.00%	78.00%	78.00%	80.00%
客房收入(万元)	10240.33	10358.45	9646.42	11275.49	11370.71	11711.83	12612.74
增长率(%)		1.15%	-6.87%	16.89%	0.84%	3.00%	7.69%
客房成本(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率(%)	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
餐饮收入占比(%)	51.00%	52.38%	54.10%	52.65%	53.95%	53.95%	53.36%
餐饮收入(万元)	10965.50	11806.07	12027.24	13356.81	13757.51	14170.24	14878.75
增长率(%)		7.67%	1.87%	11.05%	3.00%	3.00%	5.00%
餐饮成本(万元)	3996.49	4450.54	4188.84	5064.44	5227.86	5242.99	5207.56
餐饮毛利率(%)	63.55%	62.30%	65.17%	62.08%	62.00%	63.00%	65.00%
其他服务收入(万元)	293.87	372.80	556.12	359.89	370.69	381.81	393.26
其他服务成本(万元)	12.84	0.00	0.00	18.25	18.53	19.09	19.66
其他服务毛利率(%)	95.63%	100.00%	100.00%	94.93%	95.00%	95.00%	95.00%
酒店业务总收入(万元)	21499.70	22537.32	22229.78	25366.97	25498.91	26263.88	27884.76
酒店业务总成本(万元)	4009.33	4450.54	4188.84	5086.74	5246.39	5262.08	5227.23
总毛利率(%)	81.35%	80.25%	81.16%	79.95%	79.43%	79.96%	81.25%

数据来源：华泰证券研究所

另外，公司控股子公司江苏金陵贸易有限公司及孙公司江苏苏糖食品有限公司是区域内主要白酒、高端酒水的经销商。近几年业务扩展较快，2010 年实现营业收入 25638.98 万元，收入贡献率达 50% 以上。预计未来商贸业务还将保持 15% 以上的增速。

表 2：商贸业务盈利预测（2011-2013）

商贸业务	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011E	2012E	2013E
营业收入(万元)	18034.00	18620.00	21548.00	25638.98	29741.22	34499.81	40709.78
增长率(%)		3.25%	15.73%	18.99%	16.00%	16.00%	18.00%
营业成本(万元)	16004.00	15400.00	17603.00	20286.61	23792.97	27599.85	32160.72
毛利率(%)	11.26%	17.29%	18.31%	20.88%	20.00%	20.00%	21.00%

数据来源：华泰证券研究所

2) 地产投资业务：补交土地增值税将拉低本年投资收益

由公司参股子公司金陵置业发展有限公司开发的高端别墅玛斯兰德项目第三期已于 2010 年进入集中结算期，为期 3 年。2010 年三期项目结算 33006 万元，扣除股权投资差额款后所获投资收益 3547 万元。预计三期项目将于 2011-2012 年完成

结算，2011 年由于需补交 1 亿多的土地增值税，公司投资收益将略低于预期。但从 2012 年起，原股权投资差额款已全部摊销完成，预计 2012 年地产投资业务将对公司业绩有 7000-8000 万元的收益贡献。

公司对四期的项目的规划受制于调控政策的影响将略有推后，项目将于 2012 年预售，预计在 2013 年开始结算。鉴于调控政策未来走向的不确定，目前预计四期将在 4-5 年内结算完成。

表 3：公司地产业务盈利预测（2011-2013）

地产业务	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011E	2012E	2013E
销售收入（万元）	13977.32	16464.86	18297.72	33006.19	63500.00	63500.00	43200.00
其中：三期结算金额				33006.19	63500.00	63500.00	
四期结算金额							43200.00
净利润（万元）	3680.35	3183.05	6089.43	14813.47	25400.00	25400.00	16416.00
持股比例（%）	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
股权投资差额（万元）	938.00	897.00	897.00	897.00	897.00	0.00	0.00
投资收益（万元）	166.11	57.92	929.83	3547.04	3123.00	7620.00	4924.80

数据来源：华泰证券研究所

综上，虽然公司在区域内的品牌效应及较为先进的网络预订系统保证未来的商旅客源，但考虑到星级酒店行业的未来几年的高度竞争性及运营成本上涨对经营造成的压力，公司现有业务在未来几年基本维持稳定发展。未来业绩增长亮点需要依赖金陵二期项目、酒店管理业务的发展及盱眙天泉湖项目。

三、 未来新增业务分析

1) 新金陵项目将推迟至 2012 年中封顶

公司 IPO 所募集的资金全部用于金陵饭店二期工程。总投资额达 10.4 亿。二期建成运营后，金陵饭店将拥有 59.33% 的股份，其余引入战略投资公司南京伯黎置业公司入股。二期扩建工程项目位于南京市核心商务区新街口地区，该地区为全国最大的商业、金融和文化中心之一，地理位置、商业环境优越，具有良好的业务基础和市场发展潜力。项目集豪华酒店、国际智能化高档写字楼、展览、会议、休闲、餐饮、精品商业于一体。

目前由于施工方配置问题，二期项目进度仍停留在主体塔楼的建设中，最快将于 2012 年中封顶，原先预计 2012 年开始运营将被延后。预计项目在 2013 年正式运营后 2 年内将维持收支平衡状态，2014 年开始将对业绩提升有所贡献。

表 4：二期项目年收入/成本预测

酒店业务（新金陵）	
酒店业务	
客房数（间）	384
平均房价（元）	850.00
入住率（%）	50.00%
客房收入（万元）	5956.80
餐饮收入占客房收入比（%）	100.00%
餐饮收入（万元）	5956.80
写字楼	

面积（万平方米）	6.50
月租金（元/平米）	150.00
出租率（%）	50.00%
租金收入（万元）	5850.00
商铺	
面积（万平方米）	1.10
月租金（元）	600.00
出租率（%）	50.00%
租金收入（万元）	3960.00
会展及其他收入（万元）	5000.00
总收入（万元）	26723.60
总成本(万元)	8538.19
毛利率（%）	68.05%

数据来源：公司公告、华泰证券研究所

2) 控股酒店管理公司

2010 年公司为整合集团内资源优势、放大品牌效应，实现轻/重资产双轮驱动发展，从而提升成长动力，对金陵酒店管理公司股权进行增持，将持股比例从 26.78% 增至 57.29%。2010 年年报，酒店管理公司业绩已经部分并表，管理公司实现净利润 2499.82 万元，公司获取投资收益 836.01 万元。2011 年 1 季度公司营收达到 32.78% 的增速部分受益于酒店管理公司业绩的增长。由此可见，控股酒店管理公司对公司业绩的贡献效应已经开始显现。

截止 2011 年 5 月，酒店管理公司旗下管理的酒店数量已达 95 家，年底将扩张至 100 家。公司计划未来仍然以每年新增 10 家酒店的数量发展。以华东为主向山东、山西等二、三线城市发展。目前本土管理的酒店在二三线城市由于客源及价格优势较为明显，从市场占有率便可看出，外资管理的酒店数量在一线城市占比约为 20%-30%，而二、三线城市占比仅为 3%。因此我们认为公司立足华东二、三线城市有利于与外资高星级管理酒店形成差异化竞争。

目前酒店管理公司主要收入模式是对旗下所托管酒店 2%-3% 的营业收入加上 5%-10% 的经营毛利率的分成收入。未来，有望借助于公司的酒店预订系统，收取订房费（按房价的 5% 结算）。

我们认为酒店管理集团在区域内具有很高的品牌影响力，且未来仍有一定的扩张能力。预计未来三年酒店管理公司将为公司贡献 8000-9600 万的收入。

表 5：酒店管理公司盈利预测（2011-2013）

酒店管理公司	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011E	2012E	2013E
管理酒店家数	60	68	81	92	100	110	120
客房数（万间）	1.50	1.60	2.10	2.30	2.60	2.86	3.12
营业收入（万元）	4190.37	5093.00	6485.95	7169.59	8060.00	8866.00	9672.00
净利润（万元）	173.65	648.00	1457.20	2499.82	2821.00	3103.10	3385.20
持股比例（%）	18.00%	26.78%	26.78%	57.29%	57.29%	57.29%	57.29%
权益收益（万元）	31.26	173.53	390.24	836.10	并表后不计算投资收益		

数据来源：华泰证券研究所

3) 盱眙天泉湖项目

2010年10月公司全资子公司江苏金陵旅游发展有限公司以总价3355万元价格购买江苏盱眙县四幅地块的土地使用权用于打造金陵天泉湖旅游生态园。从项目的地理位置来看，园区将依托国家4A级景区铁山寺国家森林公园的旅游资源进一步发展。

项目将采用一次性整体规划、分三期滚动开发。目前一期预计开发度假酒店及养生养老公寓。酒店建设面积2.5万平米，客房数100间。一期将开发5栋养生养老公寓及相关会所类配套设施。未来三期总共将开发养老公寓30余栋，建设面积16万平米，总套数达1586套。计划将与世界级的护理服务公司合作，提供相应护理服务。一期酒店将于2012年营业，预计2013年以后才能对上市公司业绩有所贡献。养生养老公寓将推迟于2011年下半年动工。由于项目实施被推迟导致未来销售延期，目前我们暂不做盈利预测。

从目前项目规划来看，养生养老公寓的建设销售将是公司继马斯兰德项目后又一个盈利能力较强地产项目，且盱眙不属于江苏省内受地产调控政策限制的城市，因此我们看好未来该旅游地产项目的收益。从长远来看，生态园区内集酒店、养老公寓、酒店公寓、会所于一体，且依托国家级旅游资源，将成为苏北地区高端旅游度假休闲的目的地。

四、估值与投资建议

在估值中，我们在A股酒店类上市公司中选取了另外3家可比上市公司作为其估值参考。2011年这四家酒店类上市公司平均市盈率为24倍，对应金陵饭店2011年每股收益0.41元，得出相应股价为9.84元/股。

表6：可比上市公司估值

	2010年EPS	2011年EPS(E)	2010年PE	2011年PE(E)
锦江股份	0.63	0.67	28.93	27.34
首旅股份	0.81	0.75	21.53	23.24
华天酒店	0.25	0.27	24.88	22.64
金陵饭店	0.37	0.41	25.39	22.97
平均			25.18	24.05

数据来源：Wind，华泰证券研究所

总体来看，公司管理层已意识到单体高星级酒店的发展空间十分有限，因此在立足于主业（酒店经营）的同时控股酒店管理公司从而构建轻/重资产双规发展的构架。另外，金陵二期及未来的天泉湖项目将为成为公司未来现金流的来源。公司将从单纯的高星级酒店运营的模式发展成为酒店加连锁经营加投资经营的多元化发展模式。我们看好公司未来的发展前景，但由于金陵二期及天泉湖养生养老公寓建设的推后，近三年将很难为上市公司贡献利润。鉴于目前公司股价下调较多，我们给予公司“推荐”评级。6个月目标价9.84元。

五、 风险提示

- 1、南京地产调控政策的实施，可能影响玛斯兰德项目四期预售的进度。
- 2、天泉湖项目资金使用规划中将贷款 2.5 亿，使用自有资金 3.9 亿，使用销售回笼资金 3.7 亿，未来可能导致公司资金面趋于紧张。

单位: 百
 万元

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	875	914	969	1016
现金	547	577	582	587
应收账款	40	41	47	54
其他应收款	8	7	8	10
预付账款	49	75	84	96
存货	140	138	164	188
其他流动资产	91	76	83	82
非流动资产	955	939	909	853
长期投资	96	86	90	90
固定资产	226	835	802	746
无形资产	18	18	18	18
其他非流动资产	615	0	0	0
资产总计	1830	1854	1878	1869
流动负债	289	266	292	367
短期借款	20	0	0	50
应付账款	81	76	92	105
其他流动负债	189	189	200	212
非流动负债	44	93	170	244
长期借款	0	75	150	225
其他非流动负债	44	18	20	19
负债合计	333	359	462	612
少数股东权益	385	395	407	420
股本	300	300	300	300
资本公积	437	437	437	437
留存收益	374	469	607	740
归属母公司股东权益	1111	1208	1348	1485
负债和股东权益	1830	1961	2217	2516

 单位: 百
 万元

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	62	92	156	184
净利润	122	134	167	170
折旧摊销	19	45	74	76
财务费用	-2	-6	-3	-4
投资损失	-46	-30	-70	-50
营运资金变动	-31	-50	-17	-18
其他经营现金流	1	-2	6	10
投资活动现金流	-46	16	19	31
资本支出	127	40	40	20
长期投资	2	-10	3	-0
其他投资现金流	84	45	63	51
筹资活动现金流	91	31	60	97
短期借款	20	-20	0	50
长期借款	0	75	75	75
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	71	-24	-15	-28
现金净增加额	107	138	236	313

 单位: 百万
 元

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	515	633	696	783
营业成本	254	298	337	384
营业税金及附加	15	19	21	23
营业费用	71	88	96	100
管理费用	79	99	110	114
财务费用	-2	-6	-2	4
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	3	2	2	2
投资净收益	46	30	70	50
营业利润	146	166	206	210
营业外收入	1	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	148	169	208	212
所得税	26	35	41	42
净利润	122	134	167	170
少数股东损益	9	10	12	13
归属母公司净利润	112	124	155	158
EBITDA	163	206	278	290
EPS (元)	0.37	0.41	0.52	0.53

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	16.4%	23.0%	10.0%	12.4%
营业利润	28.4%	13.6%	23.8%	1.9%
归属于母公司净利润	31.7%	10.6%	24.4%	2.0%
获利能力				
毛利率 (%)	50.7%	52.9%	51.5%	51.0%
净利率 (%)	21.9%	19.6%	22.2%	20.2%
ROE (%)	10.1%	10.3%	11.5%	10.6%
ROIC (%)	14.8%	15.1%	19.7%	21.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	18.2%	18.3%	20.8%	24.3%
净负债比率 (%)	6.00%	20.91%	32.47%	44.96%
流动比率	3.02	3.44	3.32	2.77
速动比率	2.54	2.92	2.75	2.26
营运能力				
总资产周转率	0.31	0.34	0.37	0.42
应收账款周转率	15	15	15	15
应付账款周转率	3.88	3.80	4.01	3.89
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.37	0.41	0.52	0.53
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.21	0.31	0.52	0.61
每股净资产 (最新摊薄)	3.70	4.03	4.49	4.95
估值比率				
P/E	25.39	22.97	18.47	18.11
P/B	2.57	2.36	2.12	1.92
EV/EBITDA	16	12	9	9

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。