

金陵饭店 (601007)

酒店/餐饮旅游

发布时间: 2012-12-20

报告类型 / 公司深度报告

谨慎推荐

首次覆盖

主业增长稳定，新金陵和天泉湖新项目催生长期业绩释放

报告摘要:

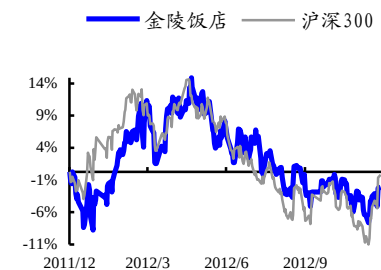
- 金陵饭店本部总体运营平稳，入住率保持较高水平，房价稳步上升，凭借良好的品牌和管理能力优势、持续稳定的高品质服务将为公司带来持续稳定的高品质客源。未来，金陵饭店本部的景气度将依旧维持在高位，经营业绩将稳步增长。
- 考虑到金陵饭店在南京本地的品牌影响力及高端市场占有率，预计新金陵饭店开业两年左右可实现盈利，预计将于 2014 年左右实现盈亏平衡。新金陵饭店为公司未来业绩带来新的增长点。但是，运营初期之大额开办费支出和折旧摊销的影响或将拖累公司 2013 年的业绩表现。
- 商品贸易业务: 随着宏观经济的好转以及公司物流信息化建设的完成，公司商品贸易业务有望保持稳定增长，我们预计未来公司商品贸易营业收入将保持约 10% 的增速。
- 酒店管理业务: 截至 2012 年 6 月，金陵连锁酒店突破 120 家（其中五星级 92 家，四星级 14 家，经济型 14 家），遍布北京、上海及全国十省，在管五星级酒店总数位居全国第一。公司酒店管理业务凭借风险小、毛利率高的轻资产模式，与外资星级酒店将在不同的地域形成差异化竞争局面，长期增长潜力巨大。我们预计，公司酒店管理业务未来将保持 10% 左右的营收增速。
- 天泉湖项目: 长远来看，项目将酒店、养生公寓等集中在生态园区内，有望打造苏北地区新的休闲旅游度假目的地，项目是公司进一步放大“金陵”品牌影响力，提高主营业务收入和投资收益水平，开拓新的利润增长点的有力尝试，长期发展前景值得关注。
- 公司投资策略及盈利预测: 公司凭借在国内星级酒店行业的品牌影响力和先进的管理经验，现有主业经营稳定，新金陵饭店增长前景看好，酒店管理业务增长潜力巨大，天泉湖项目有望打造苏北地区新的休闲旅游度假目的地，是公司开拓新的利润增长点的有力尝试，长期发展前景值得关注。但是，由于新金陵饭店以及天泉湖紫霞岭度假酒店等新项目先后投入运营，短期的大额开办费摊销以及运营初期市场培育可能出现的亏损将导致今明两年业绩增长乏力，我们预计公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 0.30 元、0.34 元和 0.41 元，公司目前股价 6.88 元，对应 PE23 倍、20 倍、17 倍，首次给予“谨慎推荐”评级。
- 风险提示: 新金陵饭店项目建设进度低于预期、天泉湖项目资金压力等。

股票数据

2012/12/18

收盘价 (元)	6.88
12 个月股价区间 (元)	6.32 ~ 8.19
总市值 (百万元)	2,064
总股本 (百万股)	300
A 股 (百万股)	300
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	1

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	3%	-1%	-3%
相对收益	-6%	-7%	-2%

相关报告

证券分析师: 周思立

执业证书编号: S0550511010003
(021)20361108 zhouisl@nesc.cn

研究助理: 梁莉

(021)20361135 liangli@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	515	700	657	759	901
(+/-)%	16%	36%	-6%	16%	19%
归属母公司净利润	112	117	91	101	122
(+/-)%	32%	4%	-23%	11%	21%
每股收益 (元)	0.37	0.39	0.30	0.34	0.41
市盈率	18.40	17.62	22.93	20.24	16.78
市净率	1.86	1.72	1.68	1.63	1.55
净资产收益率 (%)	10.1%	9.8%	7.4%	7.9%	9.1%
股息收益率 (%)	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
总股本 (百万股)	300	300	300	300	300

内 容 目 录

1. 公司概况：中国现代酒店的先行者	4
1.1. 股权结构	4
1.2. 主营业务结构	5
1.3. 财务分析	6
2. 行业分析	7
2.1. 行业发展现状：产业规模迅速扩大	7
2.2. 行业竞争格局：进入“百花齐放”时代	9
2.3. 行业发展趋势：市场深化、投资多元化、产品差异化、酒店品牌化	10
2.3.1. 经济增长推动市场规模扩大	10
2.3.2. 多元化投资拉动高端酒店供给	10
2.3.3. 资本运作主导下的品牌化经营	10
3. 公司主营业务分析	11
3.1. 金陵饭店总体运营平稳，入住率保持较高水平，房价稳步上升	11
3.2. 新金陵饭店：未来业绩增长的主要看点	12
3.3. 商品贸易业务：稳步增长	13
3.4. 酒店管理业务：增长潜力巨大	14
4. 天泉湖项目：打造休闲旅游度假目的地，长期前景看好	14
5. 公司投资策略	15

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	5
图 2: 子公司控制结构及持股比例图.....	5
图 3: 公司营业收入构成 (2011 年)	6
图 4: 公司营业利润构成 (2011 年)	6
图 5: 公司营业总收入与同比增速.....	6
图 6: 公司归属母公司股东的净利润与同比增速.....	6
图 7: 公司毛利率水平.....	7
图 8: 公司净利率水平.....	7
图 9: 公司期间费用.....	7
图 10: 星级饭店数 (2006-2011)	8
图 11: 星级饭店客房数 (2006-2011)	8
图 12: 星级饭店营业收入 (2006-2011)	8
图 13: 星级饭店平均客房出租率 (2006-2011)	8
图 14: 金陵饭店本部入住率和平均房价.....	11
图 15: 公司客房业务和餐饮业务营业收入和同比增速.....	12
图 16: 公司商品贸易业务营业收入和同比增速.....	13

表 目 录

表 1: 2012 年度中国十大最受欢迎商务酒店	4
表 2: 2012 年第三季度全国星级饭店经营情况统计表	9
表 3: 2012 年第三季度全国星级饭店经营情况平均指标统计表	9
表 4: 金陵饭店本部盈利预测.....	12
表 5: 公司商品贸易业务盈利预测.....	13
表 6: 公司酒店管理业务盈利预测.....	14

1. 公司概况：中国现代酒店的先行者

南京金陵饭店是经国务院批准成立的全国首批涉外旅游饭店之一，1980 年 3 月开工建设，1983 年 10 月正式开业。金陵饭店位于南京市鼓楼区汉中路 2 号，新街口商圈地带，是江苏省首家五星级酒店，也是江苏省首家酒店上市公司。先后荣获“全国最佳五星级饭店”、“2002 年全国质量管理先进企业”、“中国饭店业民族品牌先锋”、“中国最佳商务酒店”、“中国十大最受欢迎酒店”等称号。曾多次成功接待党和国家领导人及德国前总理科尔、美国前总统老布什等，“金陵饭店”品牌享誉中外。目前金陵饭店拥有豪华舒适的 600 间客房以及多种空间的会议场所，并与全球 500 强企业、国内大公司、世界著名旅行代理商建立了密切合作关系，已拥有南京地区最大份额的境外客源市场，商务客人比例高达 95% 以上。在第九届“中国酒店金枕头奖”评选中，“金陵”五度蝉联“中国最受欢迎本土酒店品牌”，金陵饭店七度蝉联“中国十大最受欢迎商务酒店”，成为唯一连续七年摘取殊荣的民族酒店品牌。

表 1：2012 年度中国十大最受欢迎商务酒店

序号	酒店名称
1	浦东香格里拉大酒店 PudongShangri-La, Shanghai
2	北京柏悦酒店 Park HyattBeijing
3	上海浦东丽思卡尔顿酒店 The Ritz-CarltonShanghai, Pudong
4	香港洲际酒店 InterContinentalHong Kong
5	北京中国大饭店 China WorldHotel, Beijing
6	澳门文华东方酒店 MandarinOriental, Macau
7	深圳福田香格里拉酒店 Futian Shangri-La, Shenzhen
8	广州富力丽思卡尔顿酒店 TheRitz-Carlton, Guangzhou
9	北京国贸大酒店 China WorldSummit Wing, Beijing
10	南京金陵饭店 Jinling HotelNanjing

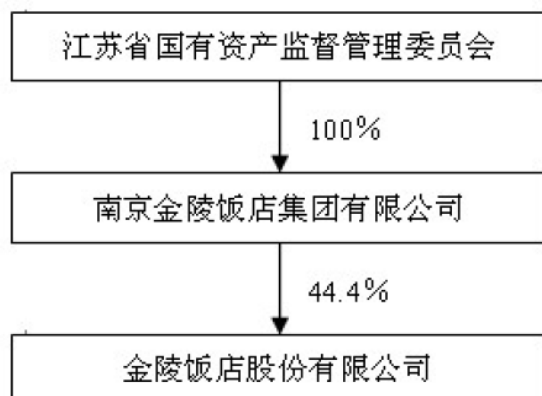
数据来源：东北证券，互联网

1.1. 股权结构

金陵饭店股份有限公司由南京金陵饭店集团有限公司作为主发起人（控股股东），联合新加坡欣光投资有限公司、江苏交通控股有限公司、江苏省出版印刷物资公司和南京消防技术服务事务所四家发起人，于 2002 年 12 月 30 日发起设立。公司控股股东南京金陵饭店集团有限公司前身为原南京金陵饭店，成立于 1983 年 2 月 21 日，为全民所有制企业。2002 年 10 月 31 日，经江苏省人民政府批准，南京金陵饭店整体改建为南京金陵饭店集团有限公司，成为省政府出资设立并被授予国有资产投资主体的国有独资公司。

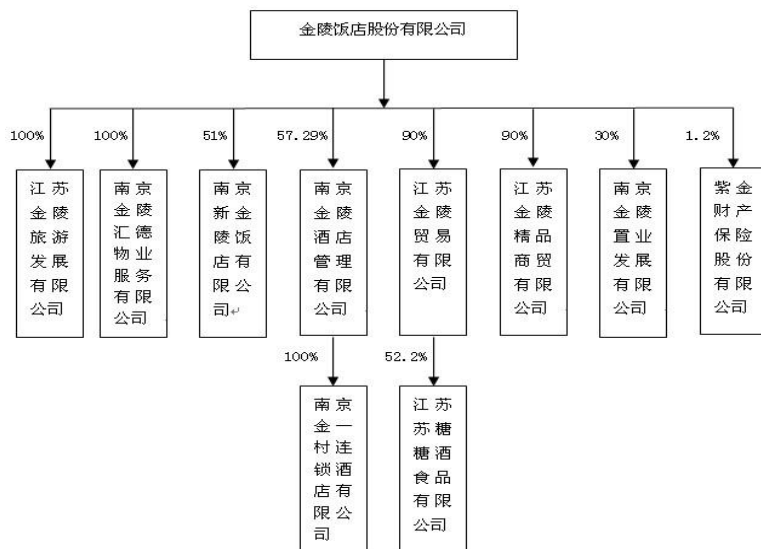
金陵饭店股份有限公司以五星级金陵饭店为主体，以酒店连锁经营为核心，构建了“酒店投资管理、旅游资源开发、酒店物资贸易”三大板块的发展格局，形成了“酒店连锁经营+旅游产业链”的盈利模式。公司拥有江苏金陵旅游发展有限公司、南京新金陵饭店有限公司、南京金陵酒店管理有限公司、江苏金陵贸易有限公司、江苏苏糖糖酒食品有限公司、南京金陵汇德物业服务有限公司等 8 家控股子公司，参股南京金陵置业发展有限公司、紫金财产保险股份有限公司 2 家公司。

图 1: 公司股权结构



数据来源：东北证券，公司公告

图 2: 子公司控制结构及持股比例图

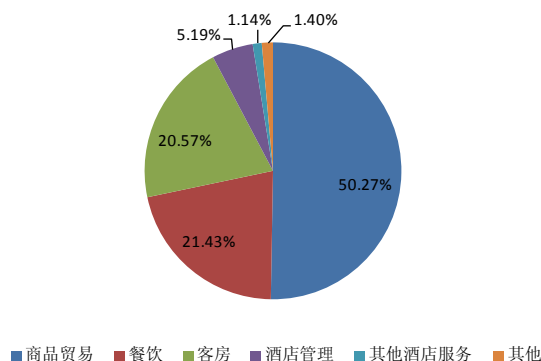


数据来源：东北证券，公司公告

1.2. 主营业务结构

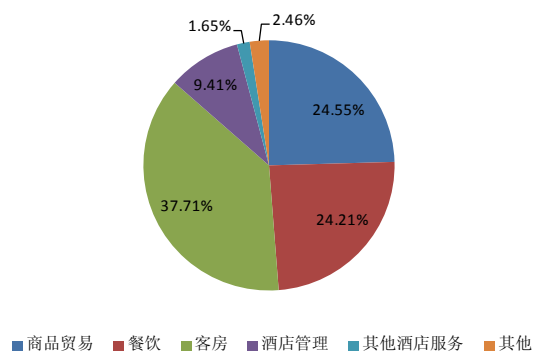
公司主营业务为商品贸易和酒店业务。2011 年，公司实现营业收入 7.00 亿元，商品贸易业务实现营业收入 3.52 亿元，占比 50.27%，酒店业务实现营业收入 3.38 亿元，占比 48.33%，其中，餐饮收入 1.50 亿元，占比 21.43%，客房收入 1.44 亿元，占比 20.57%。2011 年，公司商品贸易业务营业利润占总营业利润的 24.55%；酒店业务营业利润占总营业利润的 72.98%，其中，餐饮业务营业利润占总营业利润的 24.21%，客房业务营业利润占总营业利润的 37.71%。

图 3: 公司营业收入构成 (2011 年)



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 4: 公司营业利润构成 (2011 年)

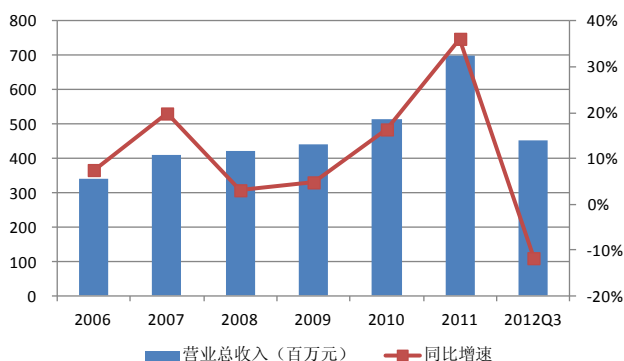


数据来源: 东北证券, 公司公告

1.3. 财务分析

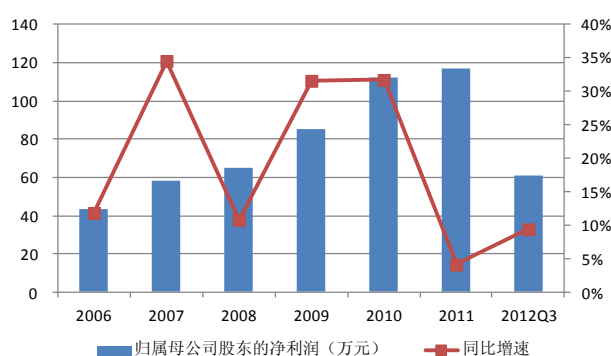
公司经营业绩稳定增长, 营业总收入从 2006 年的 34148.25 万元上升到 2011 年的 70037.08 万元; 归属于母公司股东的净利润从 2006 年的 4350.56 万元上升到 2011 年的 11712.35 万元。2011 年, 公司全年共实现营业收入 70037.08 万元, 同比增长 36.13%; 实现归属于母公司股东的净利润 11712.35 万元, 同比增长 4.14%。实现每股收益 0.39 元。2012 年前三季度, 公司共实现营业收入 45219.92 万元, 同比下降 11.73%; 实现归属于母公司股东的净利润 6067.23 万元, 同比增长 9.42%。实现每股收益 0.20 元。

图 5: 公司营业总收入与同比增速



数据来源: 东北证券, 公司公告

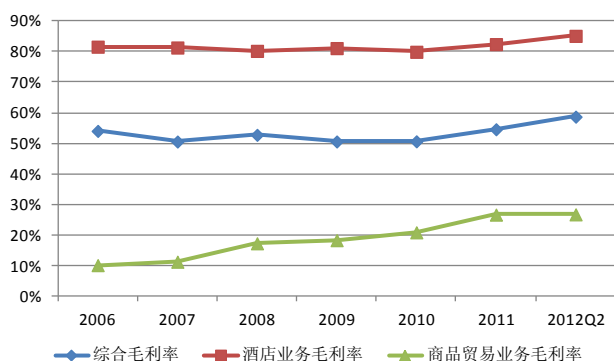
图 6: 公司归属母公司股东的净利润与同比增速



数据来源: 东北证券, 公司公告

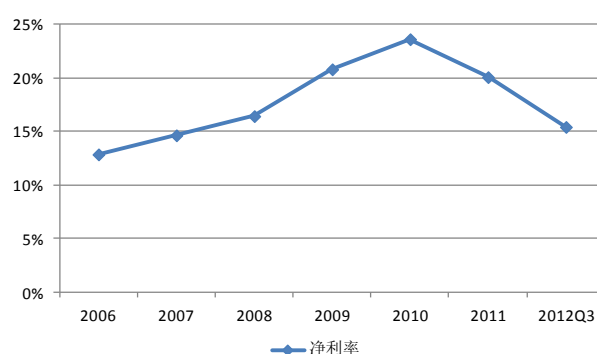
公司毛利率情况较为稳定, 2011 年, 公司商品贸易业务毛利率为 26.67%, 比去年同期增加 5.71 个百分点, 酒店业务毛利率为 82.46%, 比去年同期增加 2.51 个百分点, 综合毛利率为 54.60%, 比去年同期增加 3.95 个百分点。公司 2012 年中报显示, 商品贸易业务毛利率为 26.76%, 比去年同期增加 6.66 个百分点, 酒店业务毛利率为 85.17%, 比去年同期增加 0.82 个百分点, 综合毛利率为 58.72%, 比去年同期增加 5.50 个百分点。公司 2012 年三季报显示, 综合毛利率为 55.86%, 比去年同期增加 4.92 个百分点。

图 7: 公司毛利率水平



数据来源：东北证券，公司公告

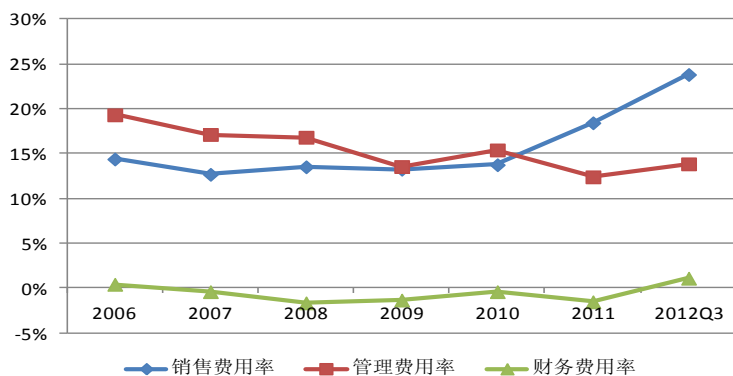
图 8: 公司净利率水平



数据来源：东北证券，公司公告

从费用控制方面看，2011 年公司销售费用率为 18.43%，比去年同期增加 4.68 个百分点，管理费用率为 12.40%，比去年同期减少 3.00 个百分点，财务费用率为 -1.54%，比去年同期增加 1.13 个百分点。公司 2012 年三季报显示，销售费用率为 23.82%，比去年同期增加 5.54 个百分点，管理费用率为 13.85%，比去年同期增加 1.78 个百分点，财务费用率为 1.09%，比去年同期增加 1.97 个百分点。销售费用相对刚性，在酒店和酒类贸易市场竞争激烈的情况下，一时难以削减。而前三季度合并报表的销售费用同比增长 15%，但销售收入下降了 12%，造成销售费用率有明显上升。

图 9: 公司期间费用



数据来源：东北证券，公司公告

2. 行业分析

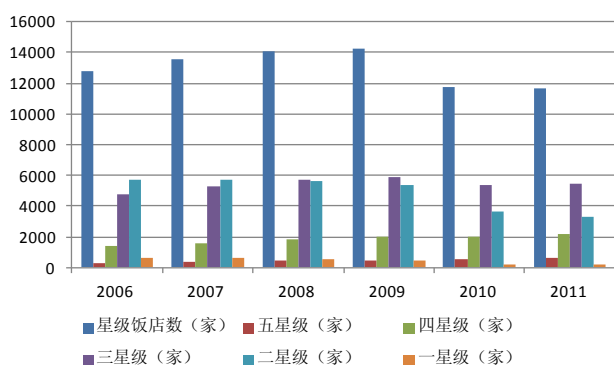
2.1. 行业发展现状：产业规模迅速扩大

旅游饭店业与旅行社业、资源景区业是旅游业的三大支柱产业，是指提供旅游产品与服务的产业。我国旅游饭店业的发展始于 20 世纪 80 年代初期，旅游饭店业是改革开放后最早开放的行业之一，二十多年来取得了长足的发展，已成为国民经济发展的主要贡献力量，在经济体系中占有重要的地位，是我国积极推动和扶持的朝阳产业。我国旅游饭店业是最早借鉴与学习国际先进管理经验的行业，其管理处于与国际先进水平基本接轨的状态。旅游饭店业硬件的现代化水平和服务对象的国际化特点也迫使这一领域的管理从一开始就必须高起点。在一定意义上可以说，我国

的旅游饭店业是国民经济中管理制度最严密，员工队伍整体的职业素质最高、管理标准与国际水平基本同步、管理手段最先进的产业之一。

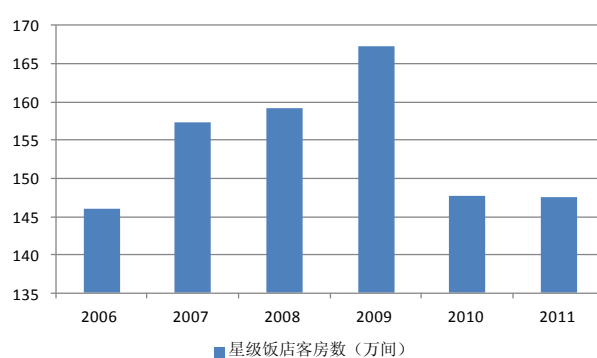
改革开放以来，我国旅游饭店业获得了空前发展，旅游饭店在过去的 20 多年中总体规模不断扩张。这一时期旅游饭店业的产业地位得以确定，不仅产业规模迅速扩大，而且产业内部结构调整加快，旅游饭店业的整体素质不断提高。进入 21 世纪以来，有关部门调整了星级饭店的评审标准，部分地区取消了旅游定点饭店的规定，加速了旅游饭店业的市场化进程，行业进入了平稳增长、规范化发展的时期。根据《2011 年中国旅游业统计公报》，截至 2011 年底，全国纳入星级饭店统计管理系统的星级饭店共计 13513 家，其中有 11676 家完成了 2011 年财务状况表的填报，并通过省级旅游行政管理部门审核。根据 11676 家星级饭店填报的财务数据显示，全国 11676 家星级饭店（其中五星级饭店 615 家；四星级饭店 2148 家；三星级饭店 5473 家；二星级饭店 3276 家）拥有客房 147.49 万间；固定资产原值 4587.13 亿元；实现营业收入总额 2314.82 亿元；上缴营业税金 147.84 亿元；全年平均客房出租率为 61.1%。

图 10: 星级饭店数 (2006-2011)



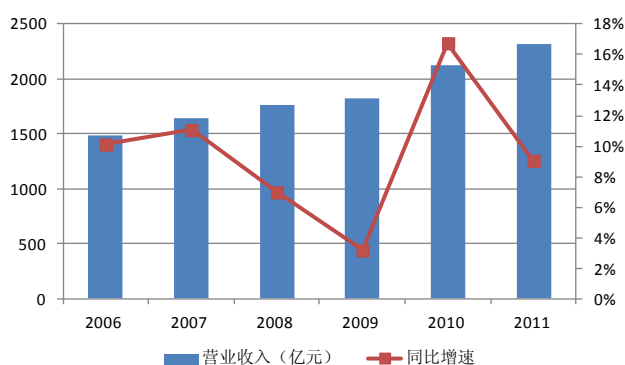
数据来源：东北证券，《中国旅游业统计公报》

图 11: 星级饭店客房数 (2006-2011)



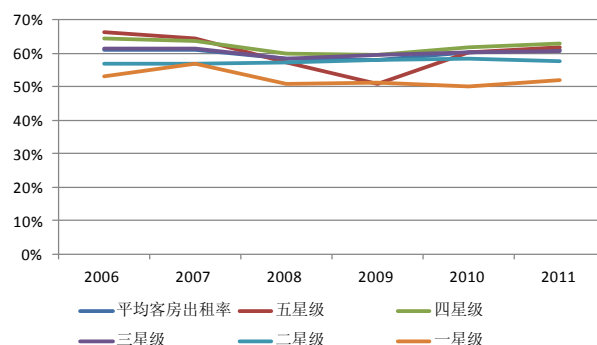
数据来源：东北证券，《中国旅游业统计公报》

图 12: 星级饭店营业收入 (2006-2011)



数据来源：东北证券，《中国旅游业统计公报》

图 13: 星级饭店平均客房出租率 (2006-2011)



数据来源：东北证券，《中国旅游业统计公报》

《2012 年第三季度全国星级饭店统计公报》显示，在 12708 家星级饭店中，除停业的 608 家饭店外，有 12100 家完成了第三季度经营数据的填报，包括一星级 177 家、

二星级 3368 家、三星级 5683 家、四星级 2214 家、五星级 658 家。全国 12100 家星级饭店第三季度的营业收入总计为 635.68 亿元，其中餐饮收入为 276.47 亿元，占营业收入的 43.49%；客房收入为 279.21 亿元，占营业收入的 43.92%。

全国第三季度星级饭店平均房价为 326.18 元/间夜，平均出租率为 63.42%，每间可供出租客房收入为 206.86 元/间夜，每间客房平摊营业收入为 39632.08 元/间。从第三季度各地区经营情况看，平均房价位居全国前 6 位的为上海、北京、天津、海南、青海和四川；平均出租率位居前 6 位的为湖南、新疆兵团、山东、贵州、新疆维吾尔自治区和西藏自治区；每间可供出租客房收入位居前 6 位的为上海、北京、四川、山东、青海和新疆兵团；每间客房平摊营业收入位居前 6 位的为上海、北京、山东、西藏自治区、江苏和浙江。

表 2：2012 年第三季度全国星级饭店经营情况统计表

星级	饭店数量	营业收入 (亿元)	餐饮收入比重 (%)	客房收入比重 (%)
合计	12100	635.68	43.49	43.92
一星级	177	0.93	36.11	56.98
二星级	3368	39.08	42.64	47.74
三星级	5683	179.70	45.32	43.30
四星级	2214	214.46	43.98	43.10
五星级	658	201.51	41.55	44.56

数据来源：东北证券，国家旅游局

表 3：2012 年第三季度全国星级饭店经营情况平均指标统计表

星级	饭店数量	平均房价 (元/间夜)	平均出租率 (%)	每间可供出 租客房收入 (元/间夜)	每间客房平 摊营业收入 (元/间夜)
合计	12100	326.18	63.42	206.86	39632.08
一星级	177	125.43	47.06	59.03	8967.24
二星级	3368	156.78	61.64	96.04	17189.85
三星级	5683	219.69	63.89	140.35	27168.71
四星级	2214	369.72	64.90	239.95	47604.35
五星级	658	698.08	61.79	431.32	79218.81

数据来源：东北证券，国家旅游局

2.2. 行业竞争格局：进入“百花齐放”时代

中国旅游饭店业从发展初期至今经历了由垄断性经营向竞争性经营转变和从卖方市场向买方市场转变的过程。随着经济全球化的深入发展，尤其是在中国加入 WTO 后，饭店市场竞争主体不断增多，国内市场国际化、国际竞争国内化的态势已经初步形成。目前，中国旅游饭店业已经进入了充分竞争状态。

旅游饭店业是改革开放后我国最早开放的行业之一，1979 年经国务院批准我国兴建了第一批引进侨外资的旅游饭店，南京金陵饭店便是改革开放初期经国务院批准

成立并引进侨外资兴建的全国六家涉外旅游饭店之一。20 多年来中国旅游饭店业取得了长足的发展。目前，全球饭店集团 300 强中已经有 15% 进入中国，以洲际、香格里拉、喜达屋、万豪、凯悦等为代表的 43 家国际饭店集团/管理公司的 97 个品牌已进入中国。中国饭店业已进入了“百花齐放”的时代。我国加入 WTO 后，对饭店业市场准入的各种限制逐步消除，国际、国内两个市场全面对接，虽然有利于吸纳大量的资金、先进的管理理念，进行资源的优化配制，但同时也给旅游饭店业带来了经营水平提高的压力。中国旅游饭店业正在日益国际化。

2.3. 行业发展趋势：市场深化、投资多元化、产品差异化、酒店品牌化

随着我国经济的持续稳定发展，我国旅游饭店业呈现了相对繁荣的局面，并进一步推动投资和运作主体的区域扩张。未来旅游饭店行业将会继续沿着市场深化、投资多元化、产品差异化、酒店品牌化等方向发展。

2.3.1. 经济增长推动市场规模扩大

改革开放以来，中国旅游饭店业先后经历了入境旅游市场拉动，国内旅游为主、中国公民旅游与入境旅游市场互为补充的两大发展阶段。而近年来，中国旅游饭店业的市场基础正在发生着一些变化。北京、上海等一线城市以及南京等二线经济发展较快的城市，旅游饭店产业规模与 GDP 及旅游业收入之间呈正相关关系，而高星级商务酒店的经营收入水平与商务活动的增长数量之间亦呈正相关关系。中国旅游饭店业在局部区域已经从早期的旅游市场推动转型为经济增长推动，宏观经济活动和商务活动日益成为影响旅游饭店市场规模的主导因素。商务旅行的比例在整个市场上的份额将会越来越高，而且中国人参与到商务、会议、会展活动的比例越来越高，高端商务客源的比例将呈上升趋势。

公司所在南京市是我国长三角地区经济发达和商务活动非常活跃的中心城市，近年来经济发展迅速，日趋活跃的国际投资、商务交流、大型会议、会展活动拉动了经济的繁荣和商务客源需求的上升，为五星级商务酒店的经营带来了广阔的增长空间。“十一五”期间是我国加速产业结构调整，大力发展服务业的黄金时期。江苏省积极鼓励服务业的发展，加大了政策引导和扶持力度。2005 年，江苏省委、省政府就“十一五”期间加快发展服务业下发了《关于加快发展现代服务业的实施方案》和《关于加快发展现代服务业的若干政策》，提出了包括服务业税收优惠、规费减免、财政扶持、价格支持等 8 个方面 36 条政策，文件中明确指出要支持金陵饭店等优势服务品牌企业做大做强，加快培育一批国际知名的服务业品牌。

2.3.2. 多元化投资拉动高端酒店供给

由于受客源市场需求拉升和产业运行指标好转的影响，旅游饭店业将出现一个投资高峰，并进一步拉动高端酒店供给。除了市场繁荣以外，国民经济持续增长和土地供给制度改革也给投资者以更多的想象空间。以包括土地使用权在内的不动产的稀缺性寻求价值增长的投资模式，影响着越来越多的民营企业，特别是房地产运行商。除了民营资本以外，不少国内外酒店集团由非产权介入模式转向“投资+管理+品牌”的介入模式，也将影响市场供给总量。如香格里拉集团的“投资、买地、建店、运营”的操作模式就充分体现了这一发展趋势。

2.3.3. 资本运作主导下的品牌化经营

加入 WTO 以来，中国旅游饭店业一直处于多元化投资不断推进的过程中。跨国酒

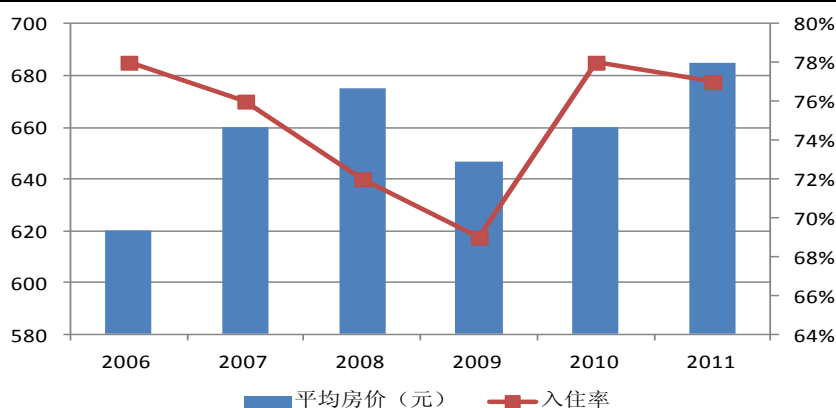
店集团借助自己的品牌、采购、销售、管理等优势，不断拓展在华市场空间；房地产商为主导的民营资本大规模进入旅游饭店业；国有资产监管部门通过企业改制、资产重组、政府划拨、鼓励上市等途径使国有饭店向品牌化、市场化目标演变。在大型国有旅游集团中的饭店产业着眼于内部整合的同时，股份制旅游饭店企业和民营企业在全国范围内布局的步伐则呈现出明显加速的态势。

3. 公司主营业务分析

3.1. 金陵饭店总体运营平稳，入住率保持较高水平，房价稳步上升

与上海、北京五星级酒店 60%左右的入住率相比，南京五星级酒店入住率保持了较高的水平。近年来，金陵饭店本部总体运营平稳，入住率长期保持在 70%以上的高位。2011 年，金陵饭店本部全年入住率 77%，略低于 2010 年 78%的历史最高水平，但对高星级酒店而言，这是非常理想的状态。由于现有客房业务已进入成熟期，客房入住率提升空间有限，预计基本维持在 77-79%的水平。从房价来看，2011 年金陵饭店本部的平均房价达到 685 元，较 2010 年 660 元的水平有所提高。未来金陵饭店本部的平均房价将呈现稳步上升的趋势。

图 14: 金陵饭店本部入住率和平均房价



数据来源：东北证券，公司公告

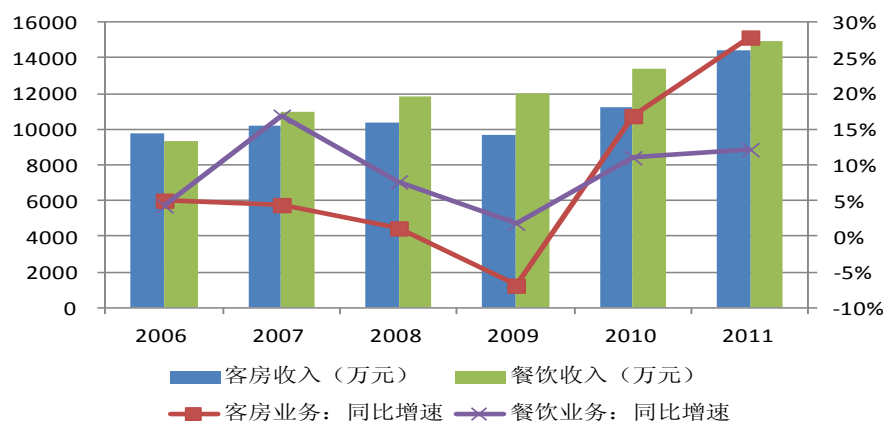
公司客房收入从 2006 年的 9804.94 万元上升到 2011 年的 14421.32 万元。2011 年，公司客房收入达到 14421.32 万元，同比增长 27.90%，增幅较大的原因是公司客房收入受到合并报表范围扩大的影响，新增了金一村连锁酒店的收入，所以，2011 年公司客房收入的增幅其实没有可比性。长期来看，金陵饭店本部客房业务收入增速将趋缓，对公司业绩的实质性推动作用不大，未来公司客房业务的增长将来自即将建成的新金陵饭店。

公司餐饮收入从 2006 年的 9384.16 万元上升到 2011 年的 14985.42 万元。2011 年，公司餐饮收入达到 14985.42 万元，同比增长 12.19%。但是，受到高端商务消费增长乏力和控制公务消费、停售鱼翅、新老楼连接工程造成餐厅调整等诸多因素的影响，2012 年公司餐饮业务预计难有明显起色。

总体而言，我们认为，金陵饭店本部良好的品牌和管理能力优势、持续稳定的高品质服务将为公司带来持续稳定的高品质客源。未来，金陵饭店本部的景气度将依旧

维持在高位，经营业绩将稳步增长。

图 15: 公司客房业务和餐饮业务营业收入和同比增速



数据来源：东北证券，公司公告

表 4: 金陵饭店本部盈利预测

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
客房数 (间)	592	592	592	592	592	592	592	592	592
平均房价 (元)	620	660	675	647	660	685	703	725	745
入住率	78%	76%	72%	69%	78%	77%	73.00%	75.00%	75.00%
客房收入 (万元)	9806.94	10240.33	10358.45	9646.42	11275.49	14421.32	14853.96	15151.04	15454.06
同比增速	5.04%	4.42%	1.15%	-6.87%	16.89%	27.90%	3.00%	2.00%	2.00%
餐饮收入 (万元)	9384.16	10965.50	11806.07	12027.24	13356.81	14985.42	14236.15	15375.04	16605.04
同比增速	4.32%	16.85%	7.67%	1.87%	11.05%	12.19%	-5.00%	8.00%	8.00%

数据来源：东北证券，公司公告

3.2. 新金陵饭店：未来业绩增长的主要看点

新金陵饭店位于南京新街口地区老金陵饭店北侧，主楼 57 层，与老金陵饭店不同的是，新金陵饭店是集超五星级酒店、高档智能写字楼、会议展览、精品商业于一体、建筑面积达 16.5 万平方米的城市高端综合体，发展前景良好。整个项目投资额预计达 16 亿元，公司引进战略投资者共同开发，公司占股 51%。新金陵饭店酒店建筑面积 4.9 万平方米，客房 380 套，面积上相当于再造一个金陵饭店。酒店预计将于 2013 年 6 月开业，客房均价预计可达到 900-1000 元，届时将有效提高公司客房业务的接待能力及盈利水平。扩建后的金陵饭店客房总数近千间，成为江苏地区最大规模的五星级酒店综合体，将为集聚江苏总部经济、推进现代服务业发展注入新的活力。

公司 2012 年中报显示，公司加快实施金陵饭店扩建工程，加强建设期间的招投标和投资管理，确保施工建设的安全、质量和进度。报告期内，金陵饭店扩建工程——“亚太商务楼”塔楼、裙楼主体结构全面封顶，幕墙外立面施工至 40 层，部分机电设备完成安装检测，同时与政府共同搭建招商平台，聘请 DTZ 戴德梁行作为租赁代理及驻场式物业管理顾问，租赁招商项目全面启动，后续经营筹备工作稳步推进。争取 2012 年 11 月写字楼交付装修，目前亚太商务楼写字楼客户签约进展顺利，已有十多家世界 500 强和大型企业落户金陵饭店，如花旗银行、GE、IBM、惠普、微

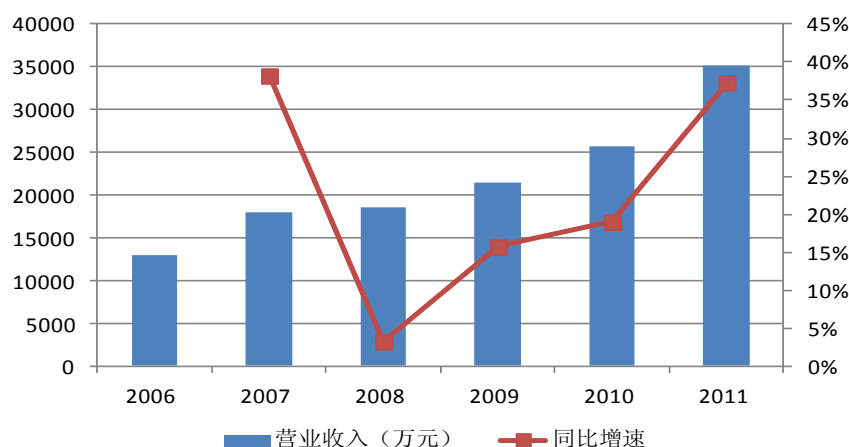
软、雷格斯商务、DTZ 戴德梁行、大金中国投资、国信证券、江苏创意投资等；商业配套方面也引进了境内外知名连锁品牌，如悦椿 SPA、GIADA、华润集团、釜山料理、星巴克、保莱纳、塔可、港盈轩等。

截至 2012 年 6 月，金陵贵宾会员已达 68 万名，商务客人保持在 97% 以上，常住客比例达到 62%。考虑到金陵饭店在南京本地的品牌影响力及高端市场占有率，预计新金陵饭店开业两年左右可实现盈利，预计将于 2014 年左右实现盈亏平衡。新金陵饭店为公司未来业绩带来新的增长点。但是，运营初期之大额开办费支出和折旧摊销的影响或将拖累公司 2013 年的业绩表现。

3.3. 商品贸易业务：稳步增长

公司商品贸易业务主要依托公司持股 90% 的江苏金陵贸易有限公司以及金陵贸易公司持股 52.2% 的江苏苏糖糖酒食品有限公司两家控股子公司。江苏金陵贸易有限公司主要从事酒店物资采购和国内外贸易，江苏苏糖糖酒食品有限公司主要业务为中外名酒店经销，已发展成为江苏省内中高档名优酒类品牌的主导运营商和最大批发商。2011 年，公司商品贸易业务实现收入 35207.87 万元，占总营收 50.27%，同比增长 37.32%。公司 2012 年中报显示，受宏观经济调控以及政府限制“三公消费”，对中高端酒类行业产生了较大影响，公司商品贸易业务实现收入 13051.01 万元，同比下降 13.82%。随着宏观经济的好转以及公司物流信息化建设的完成，公司商品贸易业务有望保持稳定增长，我们预计未来公司商品贸易营业收入将保持约 10% 的增速。

图 16: 公司商品贸易业务营业收入和同比增速



数据来源：东北证券，公司公告

表 5: 公司商品贸易业务盈利预测

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入 (万元)	13048.62	18033.83	18620.43	21548.56	25638.98	35207.87	31687.08	34855.79	38341.37
同比增速		38.20%	3.25%	15.73%	18.98%	37.32%	-10.00%	10.00%	10.00%
营业成本 (万元)	11725.38	16004.01	15400.36	17602.91	20286.61	25817.75	23290.01	25444.73	27989.20
毛利率	10.14%	11.26%	17.29%	18.31%	20.88%	26.67%	26.50%	27.00%	27.00%

数据来源：东北证券，公司公告

3.4. 酒店管理业务：增长潜力巨大

2010 年 11 月，公司受让南京金陵酒店管理有限公司 7 位股东所持有的共 30.51% 股权，收购完成后共计持有金陵酒店管理有限公司股权 57.29%。南京金陵酒店管理有限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。通过加大营运管理和系统化建设，不断提高总部支撑力、延伸品牌辐射力，加速推进规模化、连锁化进程。2011 年，南京金陵酒店管理有限公司实现营收 7212.36 万元，实现净利润 1940.01 万元，四度蝉联“中国最受欢迎本土酒店品牌”、荣膺“中国酒店业最具投资价值酒店管理公司”。

公司 2012 年中报显示，公司凭借巨大的品牌优势和其在酒店经营管理领域丰富的经验，稳步推进酒店管理业务，加大市场渗透力、辐射力，加强八大系统专业化建设，加速拓展酒店连锁化进程。截至 2012 年 6 月，金陵连锁酒店突破 120 家（其中五星级 92 家，四星级 14 家，经济型 14 家），遍布北京、上海及全国十省，在管五星级酒店总数位居全国第一，以“细意浓情”卓越品质为根基的“金陵模式”已在神州大地开花结果。酒店管理业务仅需向签约酒店派出 4-6 人的管理团队，收入主要是向签约酒店按照营业收入的 2-3% 和营业毛利的 5-10% 收取管理费。

由于公司酒店管理业务扩张方式基本是派驻管理团队而不是特许加盟，公司对有意向托管的酒店也需要挑选择优，同时受到酒店管理公司自身的人力资源储备限制，公司计划每年新增受托管理酒店 10-15 家。目前公司酒店管理业务整体成熟度较低，开业酒店占比 50-60%，不少酒店仍处于建设期，对公司贡献有限。但是，公司酒店管理业务凭借风险小、毛利率高的轻资产模式，与外资高星级酒店将在不同的地域形成差异化竞争局面，长期增长潜力巨大。我们预计，公司酒店管理业务未来将保持 10% 左右的营收增速。

表 6：公司酒店管理业务盈利预测

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
管理酒店数	68	81	92	112	124	140	156
房间数（万间）	1.6	2.1	2.7	3.3	3.9	4.4	5.0
营业收入（万元）	5092.57	6485.95	7169.59	7212.36	7933.60	8726.96	9774.19
同比增速		27.36%	10.54%	0.60%	10.00%	10.00%	12.00%
净利率	7.64%	22.47%	34.87%	26.90%	27.00%	28.00%	30.00%
净利润（万元）	389.09	1457.2	2499.82	1940.04	2142.07	2443.55	2932.26
公司权益净利润（万元）	104.20	390.24	1432.15	1111.45	1227.19	1399.91	1679.89

数据来源：东北证券，公司公告

4. 天泉湖项目：打造休闲旅游度假目的地，长期前景看好

公司在江苏盱眙县投资开发了“金陵天泉湖旅游生态园”，打造集高端酒店、生态旅游、休闲度假、养生养老为一体的高端生态旅居目的地。项目规划面积 1269 亩，建筑面积 26 万平方米，总投资 10.14 亿元，其中公司投入自有资金 3.94 亿元，银行贷款 2.5 亿元，销售回笼 3.7 亿元。项目建设期 6 年，由国际会议度假酒店区、养生文化区、原生态低密度住宅区三大区域组成。公司积极控制投资节奏和进度，注重前瞻性规划和保护性开发，精心组织方案设计、招投标和建设施工。截至 2011 年底，一期客房 88 间的紫霞岭五星级会议度假酒店、SPA 已完成主体封顶，玫瑰园首幢养生养老公寓及配套服务会所完成桩基验收。项目有条不紊的扎实推进，为

探索生态旅游和养生养老新业态夯实了基础。公司 2012 年中报显示，公司高标准建设盱眙“金陵天泉湖旅游生态园”，推进紫霞岭五星级会议度假酒店和玫瑰园养生养老公寓一期的施工建设，努力打造全国一流的休闲旅游度假区。报告期内，酒店、SPA、养生会所完成主体结构封顶和墙体砌筑，机电安装正在同步进行；养生养老公寓 01 栋七层，02 栋、03 栋五层主体建筑封顶。力争 2013 年 5 月前酒店投入使用，养生养老公寓实现预销售。长远来看，项目将酒店、养生公寓等集中在生态园区内，有望打造苏北地区新的休闲旅游度假区目的地，项目是公司进一步放大“金陵”品牌影响力，提高主营业务收入和投资收益水平，开拓新的利润增长点的有力尝试，长期发展前景值得关注。

5. 公司投资策略

公司凭借在国内星级酒店行业的品牌影响力和先进的管理经验，现有主业经营稳定，新金陵饭店增长前景看好，酒店管理业务增长潜力巨大，天泉湖项目有望打造苏北地区新的休闲旅游度假区目的地，是公司开拓新的利润增长点的有力尝试，长期发展前景值得关注。但是，由于新金陵饭店以及天泉湖紫霞岭度假酒店等新项目先后投入运营，短期的大额开办费摊销以及运营初期市场培育可能出现的亏损将导致今明两年业绩增长乏力，我们预计公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 0.30 元、0.34 元和 0.41 元，公司目前股价 6.88 元，对应 PE23 倍、20 倍、17 倍，首次给予“谨慎推荐”评级。

风险提示：新金陵饭店项目建设进度低于预期、天泉湖项目资金压力等。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	580	607	655	705	净利润	141	109	126	153
交易性金融资产	8	8	8	8	资产减值准备	0	0	0	0
应收款项	55	62	73	89	折旧及摊销	20	21	26	30
存货	183	199	230	285	公允价值变动损失	5	0	0	0
其他流动资产	235	130	130	130	财务费用	-11	7	8	10
流动资产合计	1,186	1,120	1,224	1,366	投资损失	-33	-42	-33	-33
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-33	-15	31	-39
长期投资净额	98	98	98	98	其他	0	106	101	-2
固定资产	208	258	308	358	经营活动净现金流量	91	79	166	134
无形资产	18	18	18	18	投资活动净现金流量	-391	-165	-152	-117
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	333	113	34	33
非流动资产合计	1,206	1,393	1,553	1,673	企业自由现金流	-191	-192	4	-78
资产总计	2,392	2,514	2,777	3,039					
短期借款	38	58	67	84	财务与估值指标				
应付款项	129	136	145	156		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	85	80	92	110	每股指标				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.39	0.30	0.34	0.41
流动负债合计	585	793	929	1,082	每股净资产 (元)	4.00	4.10	4.23	4.44
长期借款	0	0	0	0	每股经营性现金流量 (元)	0.30	0.26	0.55	0.45
其他长期负债	52	52	52	52	成长性指标				
长期负债合计	105	104	104	104	营业收入增长率	36.1%	-6.2%	15.6%	18.6%
负债合计	637	845	981	1,134	净利润增长率	4.1%	-22.5%	10.8%	21.0%
归属于母公司股东权益合计	1,199	1,229	1,270	1,331	盈利能力指标				
少数股东权益	557	575	601	632	毛利率	54.6%	55.5%	58.0%	58.0%
负债和股东权益总计	2,392	2,649	2,851	3,097	净利率	16.7%	13.8%	13.2%	13.5%
					运营效率指标				
利润表 (百万元)					应收账款周转率 (次)	25	33	33	33
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率 (次)	185	238	245	248
营业收入	700	657	759	901	偿债能力指标				
营业成本	318	292	319	378	资产负债率	26.6%	33.6%	35.3%	37.3%
营业税金及附加	21	20	23	27	流动比率	2.03	1.41	1.32	1.26
资产减值损失	7.46	0.70	0.70	0.70	速动比率	1.72	1.16	1.07	1.00
销售费用	129	153	173	198	费用率指标				
管理费用	87	89	101	117	销售费用率	18.4%	23.3%	22.8%	22.0%
财务费用	-11	7	8	10	管理费用率	12.4%	13.5%	13.3%	13.0%
公允价值变动净收益	-5	0	0	0	财务费用率	-1.5%	1.1%	1.1%	1.1%
投资净收益	33	42	33	33	分红指标				
营业利润	176	137	167	203	分红比例				
营业外收支净额	3.43	1.20	0.00	0.00	股息收益率	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
利润总额	180	138	167	203	估值指标				
所得税	39	30	41	50	P/E (倍)	17.62	22.93	20.24	16.78
净利润	141	109	126	153	P/B (倍)	1.72	1.68	1.63	1.55
归属于母公司净利润	117	91	101	122	P/S (倍)	2.95	3.14	2.72	2.29
少数股东损益	24	18	26	31	净资产收益率	9.8%	7.4%	7.9%	9.1%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760