

深耕酒店业务 拓展养老万亿市场

——金陵饭店（601007）深度报告

2016年08月17日

推荐/首次

金陵饭店

深度报告

报告摘要:

金陵饭店是一家酒店投资和管理为主，酒店物资贸易、旅游资源开发为辅的企业。公司酒店业务居国内行业前列，业务正由华东地区向全国范围布局。

亚太商务楼投入运营增加公司酒店业务盈利，房屋租赁业务大幅增长。

- ◆ 亚太商务楼全面投入运营，酒店业务营收同比增长 17.41%，达到 4.12 亿，为近五年新高。酒店业务毛利率增加 2.87 个百分点。餐饮原料成本及对外支付的订房服务费用同比增长 3 个百分点，但托管酒店专项成本减少 12.36%，总成本支出得以稀释；
- ◆ 写字楼出租率达 93%，微软、惠普等 60 余家世界五百强、跨国公司和总部企业进驻，“金陵风尚”商业配套招租率 93%，房屋租赁营收与毛利占比快速增长。亚太商务楼与金陵饭店老楼整合，客房数达近千间，公司客房营收同比增长 33.43%。

金陵天泉湖旅游生态园项目如期进行，未来养老地产有望成为新业务增长点。

- ◆ 园区内的金陵山庄和玫瑰园养生公寓一期落成。金陵山庄实现经营业绩和服务品质双提升，第三方网评满意度达 98%，为提升天泉湖区域形象和地产价值发挥了引领作用。未来养生养老示范区，可藉由品牌知名度的提升，推动养老地产销售的增长。

公司经营模式成熟，酒店服务核心业务竞争力强且经营风险较低，随着房屋租赁市场大幅增收和酒类贸易有望盈亏平衡，公司经营业绩有较高的提升空间。此外，公司通过“金陵天泉湖旅游生态园”为载体积极布局生态旅游和养老产业，未来综合盈利能力值得期待。我们预计公司 2016~2018 年每股收益为 0.21、0.26 和 0.31 元，对应市盈率分别为 62 倍、50 倍和 43 倍。参考行业平均估值以及公司经营情况，对应目标价 14.7，未来公司业务整合以及产业链扩张可期，首次覆盖给予“推荐”评级。

财务指标预测

指标	14A	15A	16E	17E	18E
营业收入(百万元)	612.74	735.73	803.64	870.59	929.73
增长率(%)	14.59%	20.07%	9.23%	8.33%	6.79%
净利润(百万元)	32.08	37.00	56.94	68.57	82.40
增长率(%)	-57.17%	15.31%	53.90%	20.43%	20.17%
净资产收益率(%)	2.93%	3.56%	4.52%	5.67%	6.80%
每股收益(元)	0.13	0.17	0.21	0.26	0.31
PE	97.89	78.31	62.00	50.37	42.56
PB	2.86	2.79	2.80	2.85	2.90

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480514070003

廖雯婷

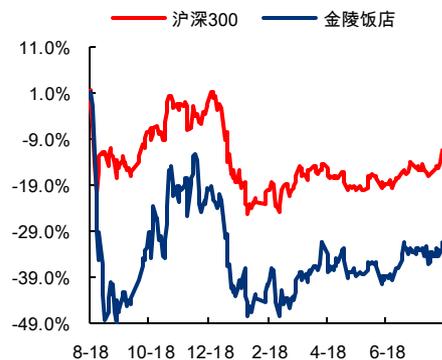
010-66554029

liaowt@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间(元)	13.61-21.04
总市值(亿元)	40.83
流通市值(亿元)	40.83
总股本/流通 A 股(万股)	30000/30000
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	3.3

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 公司酒店及租赁业务经营良好，天泉湖项目盈利看好	4
1.1 面对酒店行业激烈竞争，亚太商务楼引领主业提升	4
1.2 天泉湖工程有序进行，养老度假项目强化利润增长预期	4
2. 深耕酒店业务：实体酒店经营+连锁酒店管理	6
2.1 精于实体酒店运营，内生式增长提升主业实力	6
2.2 房屋租赁业务快速发展，“亚太楼+世贸楼”双引擎贡献巨大	8
2.3 推进高端酒店连锁经营，外延拓展打造行业领导品牌	8
3. 天泉湖养老服务项目启动，未来业绩可期	10
3.1 人口老龄化问题凸显，养老商机潜力无限	10
3.2 打造大型高档养老社区，多元化服务培育公司盈利增长点	13
3.3 采用“销售+持有”盈利模式，养老服务推行月费制	15
3.4 完善医疗配套设施，提供 24 小时健康服务	16
3.5 区位优势带来丰富客源，高端服务保证高额回报	16
4. 盈利预测及投资评级	18

插图目录

图 1：2011-2015 年公司营收及增速	4
图 2：2011-2015 年公司净利润及增速	4
图 3：2011-2015 年公司三大主营业收入及增速	5
图 4：2015 年公司三大主营业务毛利占比情况	6
图 5：2011-2015 年公司三大主营业务毛利占比趋势情况	6
图 6：2011-2015 年公司客房业务营收及增速	7
图 7：2011-2015 年公司餐饮业务营收、成本及毛利率	7
图 8：公司房屋租赁业务营收、成本及毛利率	8
图 9：2011-2015 年公司酒店管理业务营收、成本及毛利率	9
图 10：2015 年公司连锁酒店管理业务全国布局情况	9
图 11：中美两国老龄化人口比率预测	10
图 12：城镇与农村老年人口增长趋势	11
图 13：预计 2050 年城镇与农村老年人口比例状况	11
图 14：养老地产基本架构	11
图 15：养老模式六大分类情况	12
图 16：养老地产三大运营模式	13
图 17：天泉湖项目整体规划分布	14
图 18：五大养老服务板块	15

图 19: 中国养老地产项目运作及盈利模式.....	15
图 20: 天泉湖养老园完善的医疗保健系统.....	16
图 21: 失能老人人数（万人）.....	16
图 22: 金陵天泉湖区位状况.....	17
图 23: 金陵天泉湖路网辐射范围.....	17
图 24: 养老运营体系.....	17
图 25: 天泉湖养老服务的目标顾客群.....	18

表格目录

表 1: 金陵饭店参股、控股公司一览表.....	5
表 2: 近年来国家推动养老服务发展的政策文件.....	12
表 3: 现有养老地产盈利模式.....	13
表 4: 上市公司与集团的业务划分.....	14
表 5: 养老产业概念个股盈利及估值表.....	19
表 6: 酒店概念个股盈利及估值表.....	19
表 7: 财务指标预测表.....	19
表 8: 公司盈利预测表.....	20

1. 公司酒店及租赁业务经营良好，天泉湖项目盈利看好

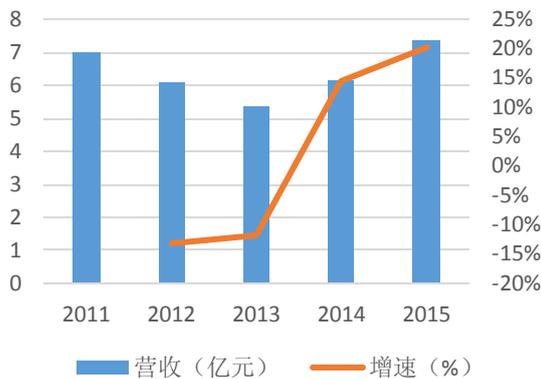
1.1 面对酒店行业激烈竞争，亚太商务楼引领主业提升

金陵饭店是国内顶尖的酒店集团，业务主要分为三大部分：酒店业务、酒类贸易、房屋租赁。截至 2015 年底，公司在全国有 128 家连锁酒店，管理规模排在“全球酒店 57 强”中第 37 名。目前公司实现了从单体酒店向品牌连锁经营、跨区域旅游开发的飞跃，在中国酒店业一直保持着领先地位。

受惠于亚太商务楼的建成运营，酒店服务、房屋租赁两大业务持续增长。金陵饭店扩建工程——亚太商务楼自去年底正式投入运营，是集超五星级酒店、国际 5A 智能写字楼、精品商业于一体的高端商务综合体，金陵饭店客房总数增至近千间。2015 年主营业务收入大幅提高，增速达 20%（主要得益于亚太商务楼全面运营）。房屋租赁业务的营收大幅度激增，同比增长 192.06%，主要归功于写字楼高达 93% 的出租率；物业管理营收也较去年同期增加 151.38%。

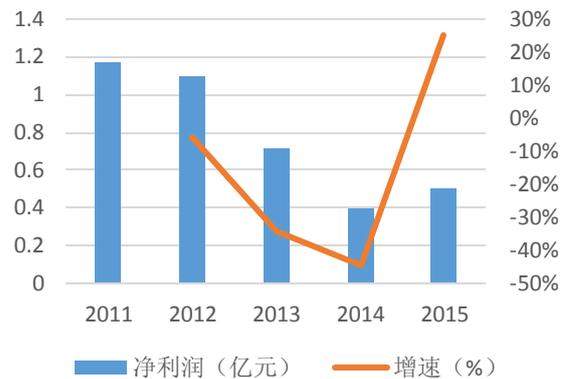
三大业务中的商品贸易业务表现较差，2015 年营收比去年同期下滑 6.43%。虽然毛利率较去年，显著提升了 5.59 个百分点，但由于高端白酒的整体行业性困境，商品结构、渠道等方面尚在调整之中，销售量未得以改善，相关子公司江苏金陵贸易有限公司、江苏苏糖糖酒食品有限公司都出现亏损，净利润分别为-682.44 万和-1323.14 万。

图 1: 2011-2015 年公司营收及增速



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 2: 2011-2015 年公司净利润及增速



资料来源: wind, 东兴证券研究所

1.2 天泉湖工程有序进行，养老度假项目强化利润增长预期

江苏盱眙“金陵天泉湖旅游生态园”项目总投资 10.14 亿元，预计项目将实现营业收入 18.36 亿元，税后利润 2.83 亿元，投资净利润率为 27.9%。公司希望将“金陵天泉湖旅游生态园”建设为集高端酒店、生态旅游、会议度假、休闲养生为一体的全国一流生态旅游度假区与养生养老示范区。园区分为三大核心区块：国际会议度假酒店

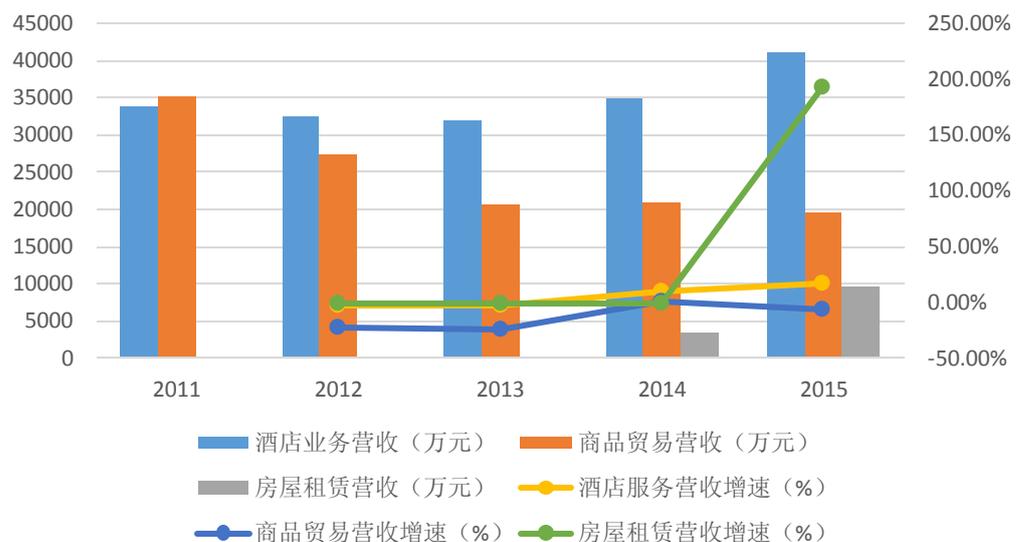
区、养生养老文化区、原生态低密度住宅区，建筑面积共 26 万平方米。

江苏金陵旅游发展有限公司是为天泉湖旅游生态园建设而成立的子公司，目前已验收金陵山庄及玫瑰园养生公寓一期工程，同时天泉湖养老社区的宣传推销工作也在进行，推广养老社区的房地产。玫瑰园养生文化区为养老地产的主要规划区域，占地 489 亩，业务分成生态养生型健康度假公寓、生态养生型颐养公寓、综合服务配套区。截至年报期间，已实现营收 714.39 万元，净利润 19.56 万元。届时全面完工后，预期公司的毛利率分配会产生一定程度变化，整体利润会增厚。

表 1：金陵饭店参股、控股公司一览表

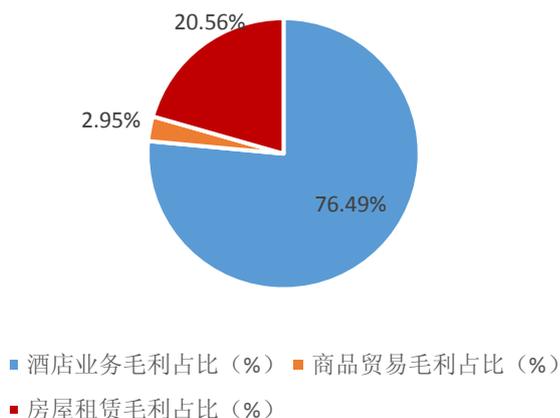
与上市公司关系	主营业务	公司名称	控股、参股情况
金陵饭店 控股子公司	金陵天泉湖旅游生态园	江苏金陵旅游发展有限公司	全资子公司
	亚太商务楼物业管理	南京金陵汇德物业服务有限公司	全资子公司
	世贸中心楼物业管理	南京世界贸易中心有限责任公司	55%
	金陵饭店扩建工程	南京新金陵饭店有限公司	51%
	受托管理高星级酒店	南京金陵酒店管理有限公司	63.87%
	酒店物资采购	江苏金陵贸易有限公司	90%
	名酒、饮料、食糖经销	江苏苏糖糖酒食品有限公司	52.2%（金陵贸易）
参股公司	“玛斯兰德”高档别墅	南京金陵置业发展有限公司	30%
	保险和再保险	紫金财产保险股份有限公司	1.2%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 3：2011-2015 年公司三大主业营收及增速


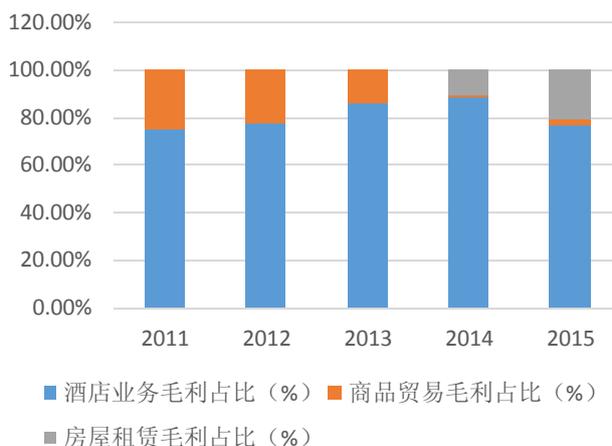
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 4: 2015 年公司三大主营业务毛利占比情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 5: 2011-2015 年公司三大主营业务毛利占比趋势情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

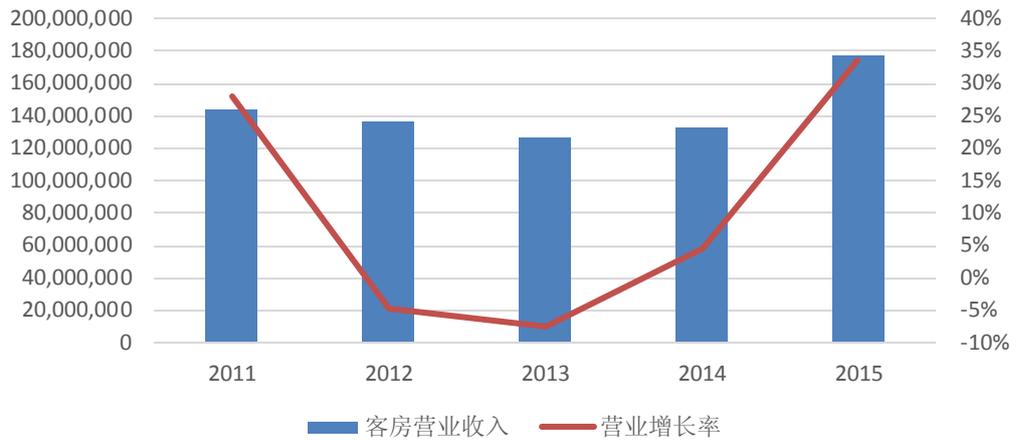
2. 深耕酒店业务：实体酒店经营+连锁酒店管理

公司的核心业务是酒店业务，尤其专注高星级酒店经营与管理。2015 年该业务板块营收 4.12 亿元，同比增长 17.41%，毛利贡献度高达 77%。公司金陵楼+亚太商务楼酒店客房约 1000 间，会议场地 4000 平方米，各具特色的中西餐厅 6 间，是江苏省规模最大的五星级酒店综合体。随着亚太商务楼全面投入运营以及世贸楼股权交易完成，高端商务办公楼带动房屋租赁业务快速增长。公司管理的连锁酒店突破 128 家，遍布全国 19 个省市自治区，管理规模名列“全球酒店集团 50 强”之一。

2.1 精于实体酒店运营，内生式增长提升主业实力

住宿体验升级带动客房收入迅速增长。金陵饭店于 1983 年建成开业，占地面积约 5 万平方米，拥有 600 间客房。历经 30 余载，经营状况依然良好。公司坚持“以客为尊，追求卓越”的服务理念，注重改善软硬件设施，全面提升顾客消费体验。酒店内部器材每隔 3-4 年更新一次，饭店老楼也完成了 5-21 层客房和 37 层璇宫的全新升级改造。新扩建的亚太商务楼设有酒店客房 384 间，占地 4.9 万平方米，一流的建设团队、顶级的配套设施，为顾客带来超五星级商务住房体验。另外，天泉湖金陵山庄倡导休闲度假式住宿，目前有客房 89 间，未来将增加到 300 间，营收带动能力逐步显现。公司已开通客房“尊荣热线”，全面升级“金陵市场营销系统”，系统直接订房量达到每月客房总量的 78%。精细化的管理、完备的客房服务、高端舒适的住房体验吸引着庞大客源，截止 2015 年底金陵贵宾会员突破 130 万，客房利用率达到 73%，客户回头率约为 70%，大幅高出行业平均水平。2015 年公司客房收入 1.77 亿元，同比增长 33.43%，占营业总收入的 24.11%。除此之外，随着个人消费群体增加以及南京市场酒店价格留有上浮空间，公司客房业绩有望进一步上升。

图 6: 2011-2015 年公司客房业务营收及增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

餐饮服务创新，业务附加值提升，经营业绩稳定。公司不断推进餐饮业务经营创新：一方面设立食品原料采购中心、中央厨房加工中心和食品研发中心，研发有机菜肴，每月推出的创新菜多达 30-40 道，并通过开展创新菜大赛、举办主题餐饮活动和拓展“有机食材专供基地”等形式，深入挖掘餐饮文化特色；另一方面，加大对婚喜宴及商务会议的策划、营销和推广力度，不断提升宾客消费体验，将“金陵婚宴”打造成全国酒店婚宴的领先品牌。在公司积极培育成长型业务的努力下，餐饮附加值不断提升，餐饮服务也向着高层次、精品化、生态化方向发展，并取得良好的经营业绩。2013 年受国家政策和市场经济影响，餐饮收入下滑 22.31%，随后两年逐步回升，到 2015 年实现营收 1.42 亿元，同比增长 9.22%，占营业总收入的 19.32%，毛利率增长到 64%。稳定的经营业绩巩固了餐饮业务作为酒店营收第二大支柱的地位。

图 7: 2011-2015 年公司餐饮业务营收、成本及毛利率



资料来源：wind，东兴证券研究所

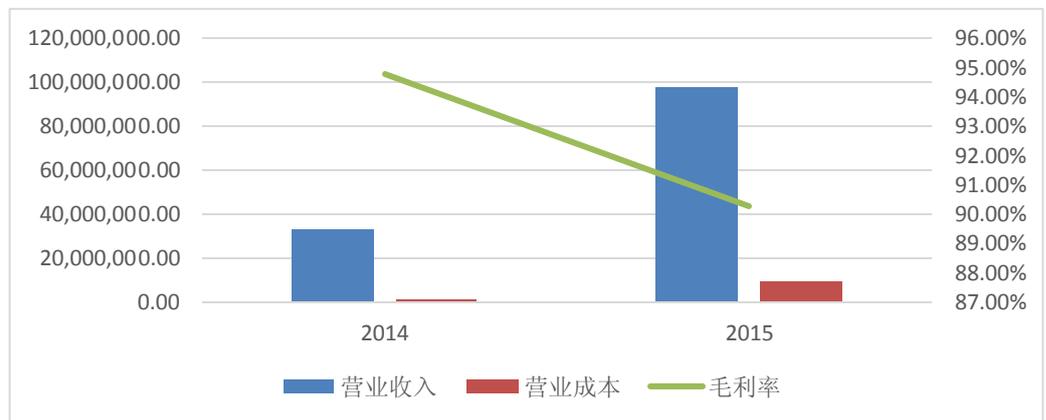
2.2 房屋租赁业务快速发展,“亚太楼+世贸楼”双引擎贡献巨大

在亚太楼（世贸楼今年4月份才开始并表）投入运营后，2015年房屋租赁收入达9748.21万元，同比增长192.06%，业务营收贡献度为13.25%，与2014年相比增加7.8个百分点。受投资性房地产折旧导致成本增加影响，毛利率稍有下降，但仍维持在90.25%的高水平。随着亚太楼出租率接近饱和，在折旧和长期费用成本较为固定的前提下，通过提高租金标准仍然可以为公司带来利润上的增长。

亚太楼高端办公商务体验带来高出租率。亚太商务楼由公司与新加坡欣光公司共同投资建设，聘请国际顶尖公司巴马丹拿和恰达思贝德梁担纲设计，建筑总面积逾17万平方米，其中6-38层为国际5A标准办公楼（面积达6.7万平方米）。该楼汇聚了尖端科技并营造出人性、智能、高效的国际商务体验，荣获中国建设工程质量最高荣誉——“鲁班奖”，并被政府命名为“特色楼宇”，建成后很快吸引微软、惠普、德勤、辉瑞、香港贸发局、雷格斯商务、华润置地等六十多家世界五百强、跨国公司和总部企业进驻，出租率高达93%，经营情况良好。

收购世贸楼带动办公楼租赁业务一体化运营。公司今年2月份受让世贸公司55%股权获得世贸楼控股地位，届时推动金陵饭店本部大楼、亚太商务楼和世贸楼一体化经营，可以实现优势互补，加强房屋租赁业务协同，提高公司商务楼宇整体经营实力。世贸楼被政府命名为“亿元楼宇”，2015年出租率高达91%，保证了较高的租赁业务收入。

图 8: 公司房屋租赁业务营收、成本及毛利率



资料来源: wind, 东兴证券研究所

2.3 推进高端酒店连锁经营,外延拓展打造行业领导品牌

2015年酒店管理营收6694.24万元，同比下降7.36%。得益于托管酒店专项成本减少，该板块业务毛利率同比增加了2.29个百分点，达到59.93%。

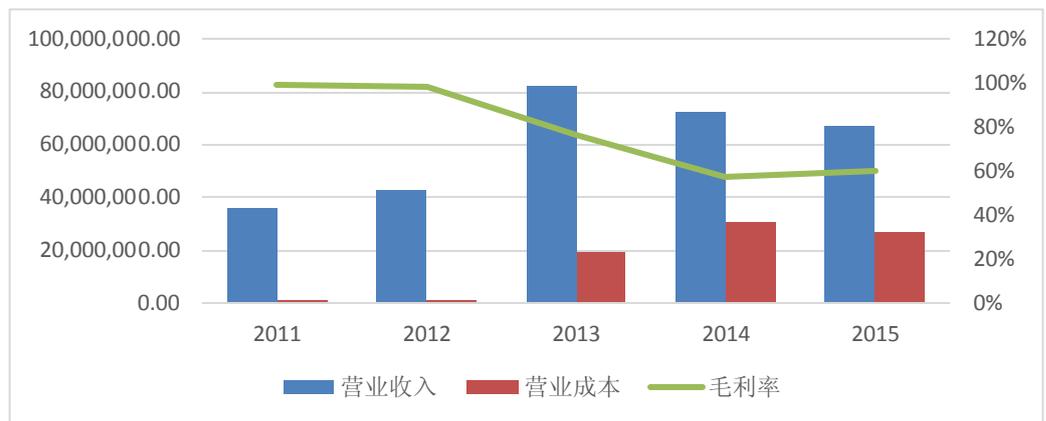
成立专门子公司,以全权委托管理方式运营酒店管理业务。公司子公司南京金陵酒店管理有限公司主要从事受托管理高星级酒店业务，通过派出总经理及销售、客房、餐饮等关键业务负责人在内的核心管理团队，以全权委托管理形式实现轻资产扩张。公司跟业主签署协议收取管理费，其中固定管理费占营收2-3%，奖励管理费占经营毛

利（GOP）的 5-15%，平均费用约 7-8%。2015 年底，公司总资产 15351 万元，净资产 9821 万元。曾荣膺中国酒店星光奖--“中国最佳酒店管理集团”、中国最具影响力酒店品牌“艾里缇斯奖”。

国内在管星级酒店规模大的连锁品牌。目前受托经营管理连锁酒店 128 家，五星级酒店 116 家，四星级 12 家，客房总数近 4 万间。遍布北京、山西、河南、山东、江苏、安徽、上海、浙江、福建、海南、四川、陕西等十九个省市自治区，签约管理的五星级酒店总数保持全国第一，形成了以长三角为龙头的全国性扩张布局。

强化系统管控，注重全面提升。规范治理结构、强化目标预算管理，构建“完全体系化营运管理体系”，加大 e-JOP、“金采网”等网络平台建设，完善品牌管理、市场营销、联合采购、IT 技术等十大营运系统，与 OTA 渠道实施跨界合作，组织“金陵学堂”对中高层管理人员进行培训，未来开业率将会进一步提升。

图 9: 2011-2015 年公司酒店管理业务营收、成本及毛利率



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 10: 2015 年公司连锁酒店管理业务全国布局情况



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

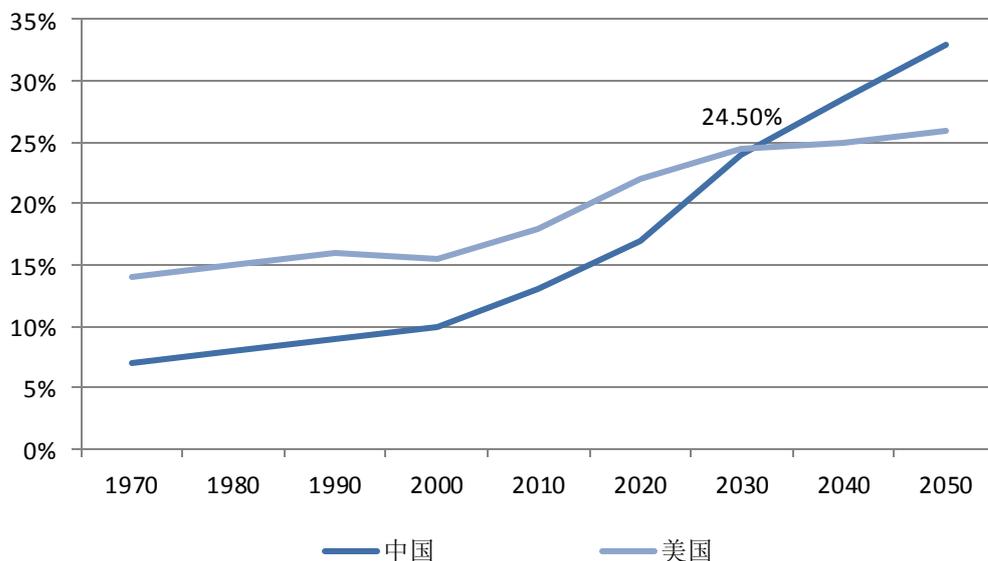
3. 天泉湖养老服务项目启动，未来业绩可期

3.1 人口老龄化问题凸显，养老商机潜力无限

3.1.1 未来 30 年老龄人口比重提升 30%，疗养休闲需求扩增

联合国预测，2035 年以后中国将面临比美国更为严峻的人口老龄化问题。人口学家最新研究进一步印证了该观点，预计到 2050 年中国 65 岁以上的老龄人口将达到 3.6 亿，占总人口比重将超过 1/4。虽然目前中国是全球第二大经济体，三十多年来经济持续高速增长，但劳动力增长预计在 2015-2025 年间达到峰值瓶颈，随后开始下滑，中国面临着 2025 年之后跌落人口悬崖的风险。

图 11: 中美两国老龄化人口比率预测



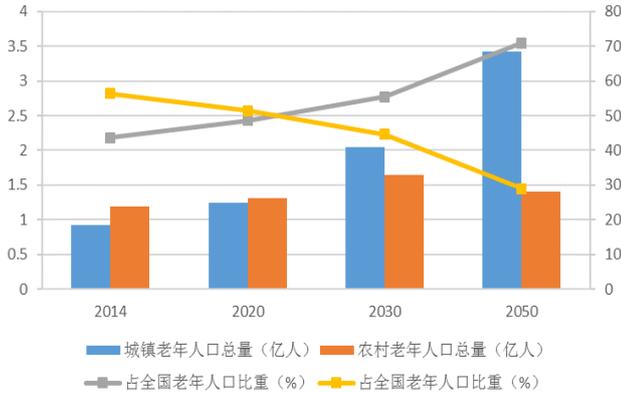
资料来源：联合国，东兴证券研究所

未来数十年，中国城镇化比率将从 50% 提高到 70%-80%。中国城镇化的主要推动力是从乡村迁移至城镇的年轻家庭，目前这一家庭群体的数量也在迅速减少，直接导致**城镇化问题与老龄化问题双重叠加**，所以我国在城镇化进程中必须同步解决好**人口老龄化问题**。在城乡二元经济结构下，我国农村地区的社会保障制度建设非常滞后，基本养老、合作医疗层次水平低，**未来农村老龄化问题将会更加凸显**。

2010 年农村与城镇 65 岁以上老年人口占比分别为 10.1% 与 6.7%。我们预计到 2050 年农村 65 岁以上老年人口占总人口比例将达到 46.4%，相当于城镇的 2.1 倍，其中农村空巢老年人占比达 26.1%，是城镇的 2.9 倍。

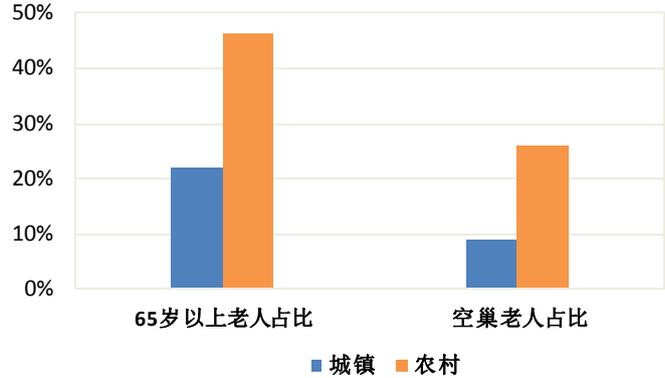
近年来国内老年人口慢性病问题比较突出，74.80% 的老龄人口患有慢性病。根据现有人口推算，国内至少患有一种慢性病的老年人口达 1.4 亿，8 年后这一数字将扩大至 3 亿。所以围绕老年人口健康医护展开的养老服务，是一个市场发展前景广阔的朝阳行业。目前中国养老服务市场开发程度低，尤其是**疗养休闲养老服务亟待开发**，潜在消费群体庞大，未来市场充满无限商机。

图 12: 城镇与农村老年人口增长趋势



资料来源：中国老年产业发展报告，东兴证券研究所

图 13: 预计 2050 年城镇与农村老年人口比例状况



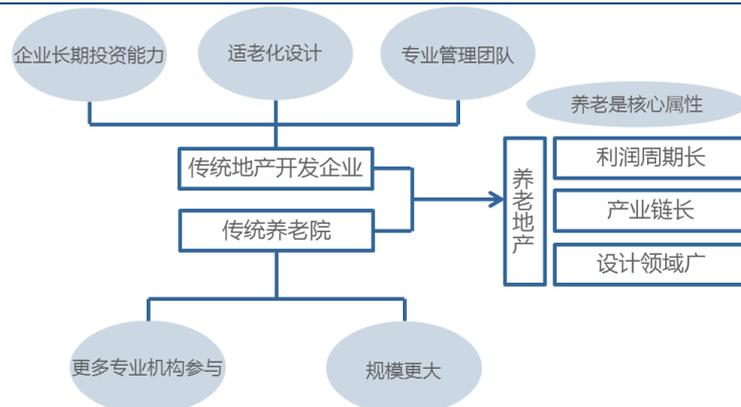
资料来源：全国老龄办，东兴证券研究所

3.1.2 养老地产蓝海大潮来袭，运营模式成熟催生丰厚回报

“养老地产”是最火爆、最有看点的养老商业项目之一。近几年，养老地产也成为房地产市场发展的一大热点。一方面由于国内人口老龄化程度不断加剧，导致养老地产需求急速上升；另一方面由于现存养老机构的配套设施普遍不完善，老年人口的经济及消费能力却不断上升，导致中高端养老地产供给不足；另外国家出台政策扫清了“地价高、补贴少、运营成本过高”等养老地产发展的障碍。在多重因素驱动下，养老地产将会迎来爆发式增长，预计未来 15 年其规模有望超过 10 万亿元，取代商业房地产成为中国最大的房地产开发项目。

2013 年是养老地产发展的转折年，大型投资项目纷纷上线，投资标的范围也不限于北上广深等一线城市，开始向二三线城市拓展。众多房地产商纷纷跟进养老地产业务，截止 2013 年年底超过 80 家房地产商进入该业务领域，其中不乏万科、远洋、绿城、保利、首创路业、复星等知名地产商。另外，泰康、新华、平安等知名保险企业也开始涉足养老地产板块；以金陵饭店为代表的酒店、旅游休闲公司也做出了开展养老地产项目的尝试。

图 14: 养老地产基本架构



资料来源：wind，东兴证券研究所

国家加强顶层设计规划，推动养老产业发展。鉴于养老服务的行业特殊性，国家政策扶持引导对养老产业健康发展至关重要。从近年来国家出台的一系列政策文件来看，国家养老服务发展目标明确，即建立以居家为基础、社区为依托、机构为补充的多层次养老服务体系，基本确立了“9073”的养老结构比例，其中居家养老占 90%、社区养老占 7%、机构养老占 3%。在国内养老产业发展中，社区养老是养老地产的核心区块，主要包含社区型养老、度假型养老社区、老年公寓。在政策驱动下，社区养老模式是未来我国养老服务发展的重要趋势之一，它与医疗、生活、文化的融合将带动养老产业繁荣发展。

表 2：近年来国家推动养老服务发展的政策文件

发布日期	政策文件	内容要点
2013-10	《关于加快发展养老服务业的若干意见》	到 2020 年全面建成以居家为基础、社区为依托、机构为支撑的养老服务体系。
2014-10	《关于推进城镇养老服务设施建设工作的通知》	加强居家和社区养老服务设施建设
2014-11	《关于推动养老服务产业发展的指导意见》	扩大养老服务产业规模，推动养老服务产业化发展
2015-11	《关于推进医疗卫生与养老服务相结合的指导意见》	建立健全医疗卫生机构与养老机构机制
2016-3	《国家“十三五”规划纲要》	建立以居家为基础、社区为依托、机构为补充的多层次养老服务体系
2016-6	《民政事业发展第十三个五年规划》	强化居家和社区养老服务功能，积极开展智慧养老服务和互助养老服务

资料来源：wind，东兴证券研究所

图 15：养老模式六大分类情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

在运营模式上，养老地产可以划分为**政府福利型**、**政府收益性**以及**企业盈利型**三类，其中前两种由政府主导开发，区别在于一种强调福利属性，另一种具备收益属性。在企业养老地产盈利性开发中，依据投资商、开发商、运营商三者之间关系的不同，其盈利模式也呈现出多样化的特点，如**投资商和运营商向开发商定制**、**开发商开发后出售**、**开发商持有部分物业进行出租**、**开发商持有的部分物业由运营团队管理**、**投资商或开发商与运营商形成战略合作**等。目前国内养老地产项目吸引着各路资本的疯狂涌入，其运营模式和盈利模式一旦成熟稳定，必将给参与的企业带来丰厚回报。

图 16: 养老地产三大运营模式



资料来源：wind，东兴证券研究所

表 3: 现有养老地产盈利模式

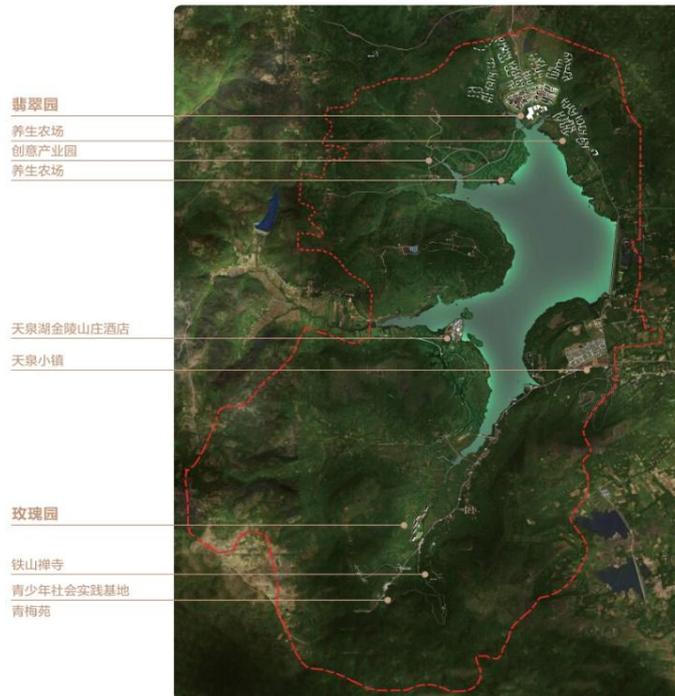
	模式	特点
1	投资商和运营商向开发商定制	风险小，盈利有保障
2	开发商开发后出售	一次性收益
3	开发商持有部分物业进行出租	租金收益长期稳定
4	开发商持有部分物业，请运营团队管理	获得运营管理的部分收益
5	投资商或开发商与运营商形成战略合作	双方发挥自己优势，获得收益

资料来源：wind，东兴证券研究所

3.2 打造大型高档养老社区，多元化服务培育公司盈利增长点

盱眙天泉湖度假区是集团与上市公司合作投资开发的新型养生养老项目，其中集团拥有**休闲度假、养生养老、创意产业、生态农业**等四大业务板块，上市公司规划有**沿湖会议度假酒店、玫瑰园养生公寓、原生态低密度别墅区**等三大区块。目前沿湖酒店的一期工程——天泉湖金陵山庄已经建成营业，后续二期计划建设酒店式公寓，并可能通过售后与业主利润分成形式扩充客房体系。玫瑰园养生公寓项目是养生养老地产的核心业务，它将与集团公司翡翠园养生公寓以及其他建设项目一起共同组成 150 万平方米的大型养老社区。

图 17: 天泉湖项目整体规划分布



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

在运营管理上，金陵饭店集团致力于将天泉湖项目打造成“休闲度假+养老服务”综合体，除了加强与美国诺宾逊合作之外，在养老服务上也投入了大量资源。目前集团公司以大型养老社区为载体，建立起包括养老地产开发与运营、医疗服务、基本养老服务、物业管理、产业运营的多功能服务体系，极大拓展了公司的盈利增长点。在运营方向上，养老社区将首先安排健康老年人入住；大型养老社区组建完成后，逐步安排有护理需求的老年人入住。

表 4: 上市公司与集团的业务划分

上市公司		集团	
金陵山庄酒店	200 亩，共 89 间客房，200 间酒店式公寓	天泉湖社区基础设施	天泉小镇、天泉大桥、污水处理厂、水源厂
小龙山住宅区（原生态低密度住宅）	580 亩，计划 2017 年始建	生态农业	同时满足金陵饭店集团高质量食材的来源，并提供园区老人原生态农产品
玫瑰园养生公寓	489 亩，总规划 1586 套，一期 216 套去年已建成试销售	翡翠园养生公寓	共可供 13000 户高龄人士居住
		养老服务设施	医院、护理院、养老院
		健康护理机构	与诺宾逊管理公司合资成立中美金诺老年养怡公司

资料来源：wind，东兴证券研究所

图 18: 五大养老服务板块

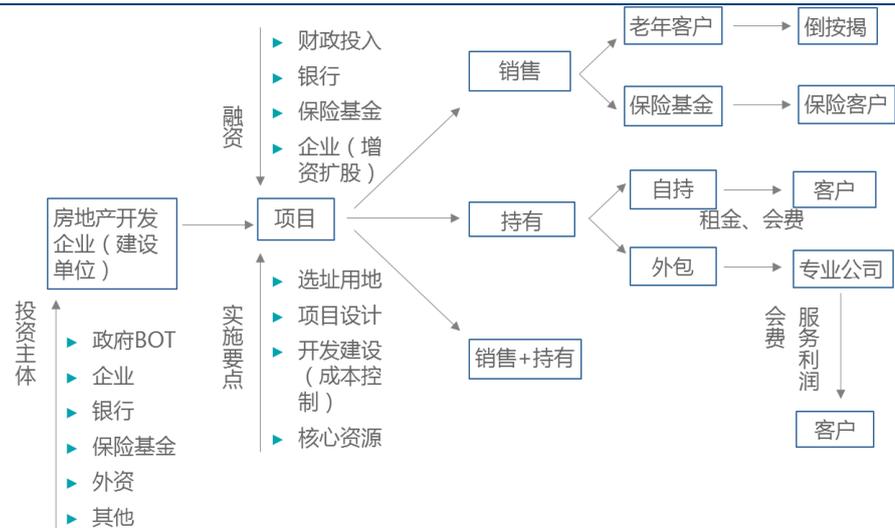


资料来源：wind，东兴证券研究所

3.3 采用“销售+持有”盈利模式，养老服务推行月费制

公司采用“销售+持有”盈利模式，天泉湖养老地产经营前景光明。目前养老地产项目一般有“销售”、“持有”和“销售+持有”三种盈利模式，其中大多数企业采用“持有”方式，把服务交给专业的社会机构经营，自己获得稳定租金收入。但从实际效果来看，国内经营较佳的养老地产项目，大都以“销售+持有”复合方式获取收益，如北京太阳城、上海亲和源老年公寓、杭州金色年华、长沙康乃馨老年示范城等。

图 19: 中国养老地产项目运作及盈利模式



资料来源：wind，东兴证券研究所

3.4 完善医疗配套设施，提供 24 小时健康服务

金陵集团公司承诺，社区医院将于今年年底完工，聘请科室副主任医师以上级别的人员主掌医院。未来还将扩建护理院、专科医院和三甲医院。全部医疗设施完工后，整个养老园区有能力提供 **24 小时诊疗服务、24 小时健康状况检测，以及 10 分钟到场紧急服务**。设有直升机停机坪，遇到紧急情况，可以直接将病患送往南京三甲医院救治。

金陵集团公司结合养老公寓住宿特点进行医疗器械安排，满足不同层次消费需求。根据中高龄顾客的身体状况，细分设计养生床位、护理床位等。其中，养生床位适合身体健康，但仍需提供一定生活服务的老人使用；护理床位安排年老体弱，需要提供一定护理和照料的老人使用。

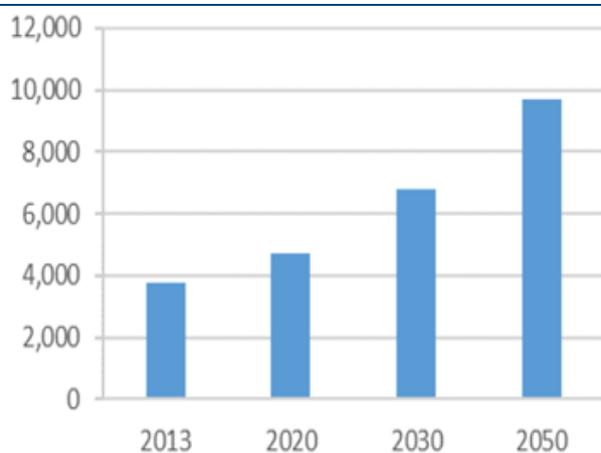
除此之外，金陵集团公司与大型医院合作，开创医养结合的养老社区模式。一般来讲，养老项目配套的医疗体系包含四个层次，即大型品牌三甲医院、中型二甲民营医院、远程医疗服务中心和小型社区医疗中心。天泉湖养老服务项目可以与区域内大型公立医院展开合作，共同打造出高端养老机构与三甲医院合作的典范。

图 20: 天泉湖养老园完善的医疗保健系统



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 21: 失能老人人数（万人）



资料来源：中国老年产业发展报告，东兴证券研究所

3.5 区位优势带来丰富客源，高端服务保证高额回报

天泉湖项目规划区紧邻国家 4A 级风景区铁山寺国家森林公园，该公园是江苏省保存最好、面积最大的野生动植物王国，山、林、泉、湖、石、洞佳景天成，享有“苏北九寨沟”的美誉，极具旅游、休闲、度假开发价值。该地交通畅达，路网辐射范围广，距南京和淮安仅 90 公里，沿沪宁高速经常州、无锡、苏州可达上海。丰富的旅游资源 and 便捷的交通为公司天泉湖项目带来庞大客源，保证了公司休闲养老业务的增长。

图 22: 金陵天泉湖区位状况



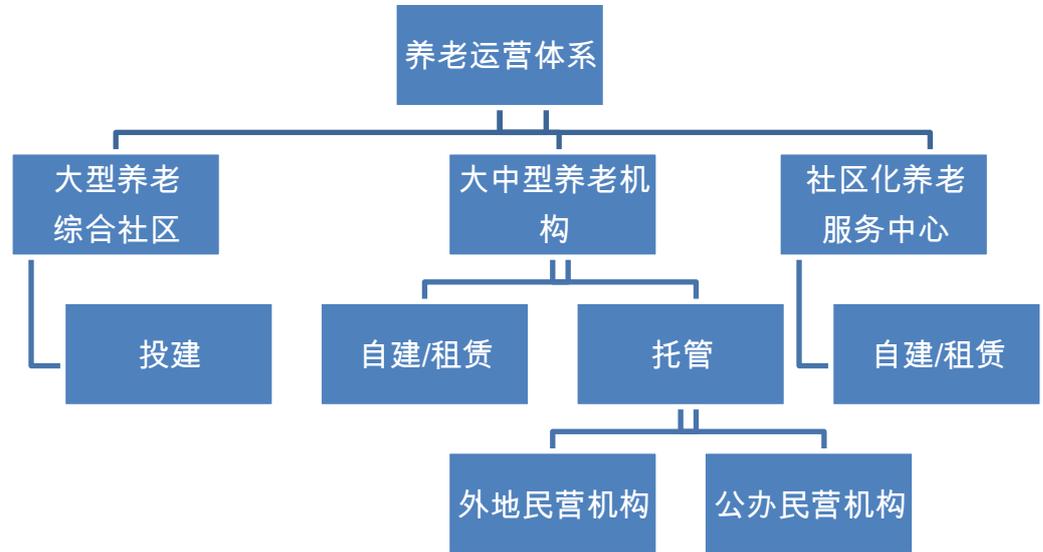
资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 23: 金陵天泉湖路网辐射范围



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

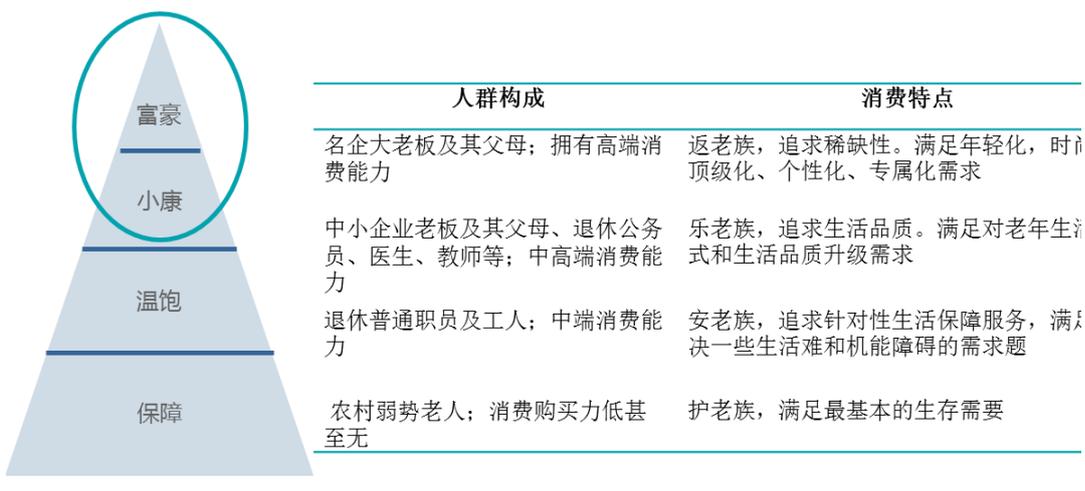
图 24: 养老运营体系



资料来源：wind，东兴证券研究所

作为大型高端养老综合社区,天泉湖项目总体规划由英国知名设计公司 Atkins 负责,建设管理上充分发挥公司传统酒店运营优势,保证了养老业务的软硬件服务水平。天泉湖养老服务定位于收入金字塔的富裕和小康阶层,包括企业中高层管理人员及家人、退休公务员、医生、教师等,这部分顾客群体拥有中高端消费能力,属于“返老族”与“乐老族”,追求年轻化、时尚化、专属化、顶级化、个性化的养生养老品质。高质量的生活品味、高端的服务需求为公司获取高额利润提供了源源不断的动力。

图 25: 天泉湖养老服务的目标顾客群



资料来源：wind，东兴证券研究所

4. 盈利预测及投资评级

金陵饭店自 2007 年上市以来，实现了从单体酒店向品牌连锁经营、跨区域旅游开发和养老产业布局的飞跃。在实体酒店运营和酒店连锁管理业务的基础上，推进可持续性发展，扩大写字楼租赁业务规模，积极完善贸易经营体系，并且优化调整产业结构，以天泉湖项目为载体打造全国一流生态旅游度假区和养生养老示范区。

精于酒店运营管理的优质民族品牌，主营业务稳步增长中。通过实体酒店运营+酒店连锁管理打造其酒店服务核心业务，一方面，金陵饭店本部新、老楼提供优质的入住体验，在硬件设施改造升级的同时，客户服务和餐饮创新等方面的软实力不断提升，客户对品牌形成了很高的忠诚度，入住率高且稳定，而今年天泉湖金陵山庄客房数量有望从 89 间增加到 300 间，将会给酒店收入带来新的增长点，再加上个人消费转型升级和客房定价尚存上浮空间，酒店未来收入将实现稳健增长；另一方面，推进高端酒店连锁经营，委托管理的 128 家酒店中目前开业率仅 60%~70%，未来开业率提升必然会拓展酒店收入来源。此外，大股东金陵饭店集团未来或与同属江苏省国资委的江苏国信集团的酒店业务板块及钟山宾馆集团进行整合，对公司未来扩张提供了有利机遇。

金陵饭店本部大楼+亚太商务楼+世贸楼一体化经营，为租赁营收贡献增量。汇聚了尖端科技的亚太商务楼自投入运营以来拥有高达 93% 的出租率，且承接的主要都是世界五百强企业及跨国公司，加上集团受让世贸公司 55% 股权取得出租率达 91% 的世贸楼的控股地位，公司商务楼宇间实现优势互补，经营实力得到增强。目前写字楼出租率接近饱和，但租金标准有望提高，租赁收入后续增长可观。

稳步推进天泉湖项目，拟打造高端老龄生活模式典范。中国养老市场仍然处于启蒙状态，金陵饭店作为酒店餐饮及旅游休闲行业中极少数尝试养老地产的企业之一，酒店强项可以将其与其他养老地产项目区隔开来，树立独特管理优势。生态园区内“沿湖会议度假酒店、玫瑰园养生公寓、原生态低密度别墅区”三大区块控制在合理的开发进度内。集团公司年底还将建成社区医院，形成以大型养老地产项目为载体，建立包括旅游开发、医疗服务、基本养老服务、物业管理等的服务体系，突出高端高享受的

大自然优质养生养老服务，再以“医疗养老”服务模式为重点环绕，覆盖中高端与顶端的老年群体养老需求，最终实现综合盈利。此外，今年3月份集团公司与江苏省财政厅共同设立“养老产业投资基金”，存续期8-10年，规模已达百亿元，重点投资老年人医疗护理、康复保健、文化教育、休闲娱乐、养老住宅区等，后续看点值得期待。

公司经营模式成熟，酒店服务核心业务竞争力强且经营风险较低，随着房屋租赁市场大幅增收和酒类贸易有望盈亏平衡，公司经营业绩有较高的提升空间。此外，公司通过“金陵天泉湖旅游生态园”为载体积极布局生态旅游和养老产业，未来综合盈利能力值得期待。对照养老产业及酒店板块概念个股估值水平，公司目前估值合理。

表 5：养老产业概念个股盈利及估值表

股票代码	股票名称	当前 股价	2015 EPS	2016 EPS	2017 EPS	2018 EPS	2015 PE	2016 PE	2017 PE	2018 PE
000150.SZ	宜华健康	30.75	0.12	2.23	0.63	0.77	266.7	13.8	49.11	39.94
000722.SZ	湖南发展	14.22	0.28	0.32	0.35	0.37	51.3	44.67	40.51	37.94
002381.SZ	双箭股份	12.28	0.3	0.34	0.38	0.43	40.35	35.8	32.04	28.31
600620.SH	天宸股份	11.15	0.11	0.11	0.14	0.16	102.8	100.6	78.63	71.16
	平均 PE						115.3	48.73	50.07	44.34

资料来源：wind，东兴证券研究所

表 6：酒店概念个股盈利及估值表

股票代码	股票名称	当前股价	2015 EPS	2016 EPS	2017 EPS	2018 EPS	2015 PE	2016 PE	2017 PE	2018 PE
000428.SZ	华天酒店	7.77	0.01	0.07	0.08	-	616.7	104.16	92.06	
000524.SZ	岭南控股	13.08	0.15	0.17	0.20	0.23	89.90	75.00	64.31	57.49
600258.SH	首旅酒店	19.36	0.43	0.44	0.56	0.69	44.74	44.21	34.69	28.11
600754.SH	锦江股份	33.50	0.79	0.89	1.06	1.21	42.27	37.71	31.52	27.78
	平均 PE						198.40	65.27	55.65	37.79

资料来源：wind，东兴证券研究所

我们预计公司 2016~2018 年每股收益为 0.21、0.26 和 0.31 元，对应市盈率分别为 62 倍、50 倍和 43 倍。参考行业平均估值以及公司经营情况，未来公司业务整合以及产业链扩张可期，对应目标价 14.7，首次覆盖给予“推荐”评级。

表 7：财务指标预测表

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万 元）	612.74	735.73	803.64	870.59	929.73
增长率（%）	14.59%	20.07%	9.23%	8.33%	6.79%
净利润（百万元）	32.08	37.00	56.94	68.57	82.40
增长率（%）	-57.17%	15.31%	53.90%	20.43%	20.17%

净资产收益率 (%)	2.93%	3.56%	4.52%	5.67%	6.80%
每股收益(元)	0.13	0.17	0.21	0.26	0.31
PE	97.89	78.31	62.00	50.37	42.56
PB	2.86	2.79	2.80	2.85	2.90

资料来源: wind, 东兴证券研究所

表 8: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	915	994	2007	1935	2234	营业收入	613	736	804	871	930
货币资金	387	474	1531	1450	1732	营业成本	295	284	281	297	311
应收账款	50	55	70	70	75	营业税金及附加	23	31	32	35	38
其他应收款	15	22	24	26	28	营业费用	133	156	189	193	207
预付款项	16	25	36	39	48	管理费用	143	224	192	225	248
存货	232	227	250	246	261	财务费用	4	32	7	6	8
其他流动资产	137	9	0	-14	-42	资产减值损失	0.02	1.36	15.00	15.00	10.45
非流动资产合计	2312	2246	1945	1906	1823	公允价值变动收益	3.75	4.75	2.91	3.80	3.82
长期股权投资	46	56	67	56	60	投资净收益	20.66	25.28	29.08	25.01	26.45
固定资产	1512.1	1377.2	861.7	394.1	-49.4	营业利润	39	39	120	129	137
无形资产	423	411	370	329	288	营业外收入	10.83	17.29	9.60	12.57	13.15
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.57	0.29	50.00	40.00	30.10
资产总计	3228	3240	3953	3841	4057	利润总额	49	56	80	101	120
流动负债合计	610	472	582	621	650	所得税	17	19	23	33	38
短期借款	22	15	0	0	0	净利润	32	37	57	69	82
应付账款	281	139	229	222	212	少数股东损益	-8	-13	-6	-9	-9
预收款项	103	113	167	200	237	归属母公司净利润	40	50	63	77	92
一年内到期的非流动负债	38	20	20	26	22	EBITDA	495	551	284	243	230
非流动负债合计	610	741	452	334	552	EPS (元)	0.13	0.17	0.21	0.26	0.31
长期借款	541	677	5	163	336	主要财务比率	329	364	434		516
应付债券	0	0	400	133	178		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
负债合计	1221	1213	1034	956	1201	成长能力					
少数股东权益	645	627	621	612	603	营业收入增长	14.59%	20.07%	9.23%	8.33%	6.79%
实收资本(或股本)	300	300	300	300	300	营业利润增长	-57.32%	-1.55%	212.70%	7.02%	6.54%
资本公积	437	437	437	437	437	归属于母公司净利润增长	26.19%	23.09%	26.19%	23.09%	18.33%
未分配利润	546	577	469	308	135	获利能力					
归属母公司股东权益合计	1362	1400	1391	1366	1347	毛利率(%)	51.88%	61.46%	65.06%	65.88%	66.57%

负债和所有者权益	3228	3240	3046	2934	3151	净利率 (%)	5.24%	5.03%	7.09%	7.88%	8.86%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润 (%)	1.23%	1.54%	1.59%	2.02%	
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	ROE (%)	2.93%	3.56%	4.52%	5.67%	6.80%
经营活动现金流	109	126	286	215	185	偿债能力					
净利润	32	37	57	69	82	资产负债率 (%)	38%	37%	34%	33%	
折旧摊销	452.11	480.46	0.00	108.63	84.63	流动比率				3.11	3.44
财务费用	4	32	7	6	8	速动比率				2.72	3.04
应付帐款的变化	0	0	-15	-1	-5	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	54	33	37	总资产周转率	0.20	0.23	0.26	0.29	0.31
投资活动现金流	-290	-107	246	-77	4	应收账款周转率	12	14	13	12	13
公允价值变动收益	4	5	3	4	4	应付账款周转率	2.37	3.50	4.36	3.86	4.28
长期股权投资减少	0	0	144	-68	-3	每股指标 (元)					
投资收益	21	25	29	25	26	每股收益 (最新摊薄)	0.13	0.17	0.21	0.26	0.31
筹资活动现金流	73	52	524	-220	94	每股净现金流 (最新摊薄)	-0.36	0.23	3.52	-0.27	0.94
应付债券增加	0	0	400	-267	44	每股净资产 (最新摊薄)	4.54	4.67	4.64	4.55	4.49
长期借款增加	0	0	226	158	173	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	97.89	78.31	62.00	50.37	42.56
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	2.86	2.79	2.80	2.85	2.90
现金净增加额	-109	70	1056	-81	283	EV/EBITDA	8.31	7.51	9.84	11.40	11.75

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，8 年食品饮料行业研究经验。

联系人简介

廖雯婷

美国马里兰大学会计学硕士，中山大学会计和法学双学位学士，2016 年 4 月加入东兴证券研究所，从事社会服务行业研究

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。