

酒店 III



刘璐丹

餐饮旅游行业研究员

021-3856 5944

金陵饭店（601007）

投资收益超预期，年报亮丽迎世博

推荐（维持）

2010 年 3 月 17 日

投资要点

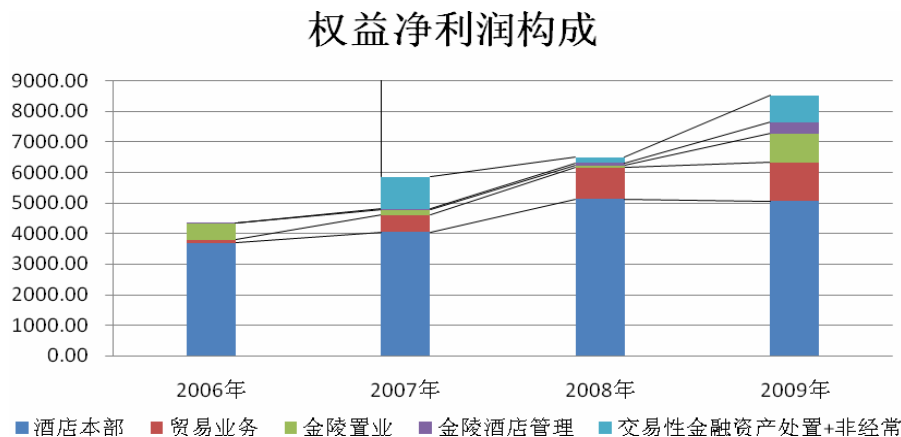
事件：

公司 2009 年实现收入 44218.13 万元，同比增长 4.81%；实现利润总额 11861.20 万元，同比增长 27.86%；实现归属于母公司所有者的净利润 8537.74 万元，同比增长 31.60%。09 年每股收益为 0.28 元。

点评：

- 业绩超市场预期。公司全年实现净利润 8538 万元，每股收益 0.28 元，超市场预期 40%、也超越我们此前 0.21 元的预期（超 33%）。
 - 利润额超预期的部分主要来自三个方面：
 - 1、金陵置业（持股 30%）的净利率大幅提升，令该部分投资收益较大幅度超预期；
 - 2、金陵酒店管理公司（持股 26.78%）业务量增长，净利率提升，贡献的投资收益超预期；
 - 3、公司本期非经常性损益为 880.78 万元，高于预期。超预期因素来自两部分---打新股收益 240 万元、核销应付账款产生的 380 万营业外收入。
- 我们对公司净利润结构进行拆分可以得到更直观的结论：母公司酒店主业利润基本保持稳定，贸易业务、对两个联营企业的投资收益、非经常性损益的增长共同构成了公司本期利润的增长来源。

图 1、2006-2010 年公司权益净利润构成

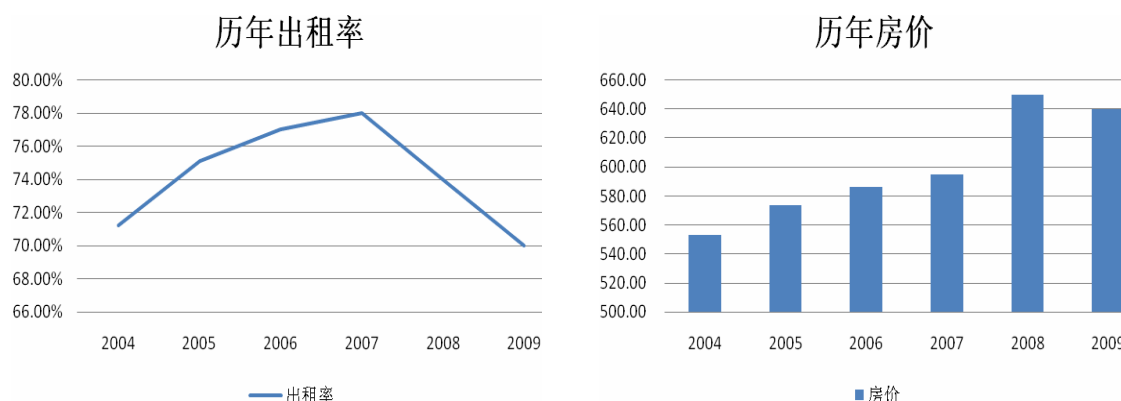


数据来源：兴业证券研发中心

- **本部酒店业务：**客房收入如期下滑，餐饮收入略有增长。推算母公司净利润贡献小幅下滑 1.2%，是金融危机中高星级酒店领域表现尚佳的个案。

本期酒店本部（母公司部分）的利润额同比小幅下滑，幅度仅为-1.3%左右。客房收入下滑 6.87%，幅度符合预期，我们推算平均房价较 08 年下滑 10 元/间.天，全年出租率约为 70%，下滑了 4 个点。

图 2、2006-2010 年公司权益净利润构成

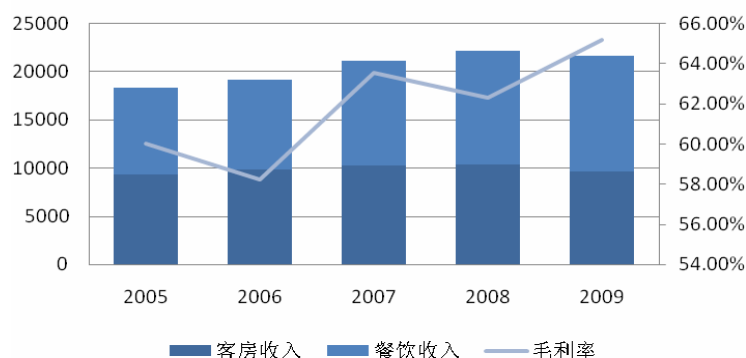


数据来源：兴业证券研发中心

在金融危机对高星级酒店行业造成重大负面影响、北京上海等一线城市五星级酒店 RevPAR 普遍下滑 30-40%的背景下，金陵饭店本部经营取得如此成绩更显难能可贵。除此，餐饮业务逆市实现 1.87%的收入增长，公司在较差的经济形势下严控成本，令餐饮业务的毛利率提升了 2.87 个百分点，有效弥补了客房收入下滑的部分。

图 3、酒店本部经营情况

酒店本部经营情况



数据来源：兴业证券研发中心

● 贸易业务稳步增长，金陵贸易与苏糖子公司利润均有提升。

贸易业务是公司主营收入的重要构成，近年利润贡献也显著增加。随 07 年以来的快速发展，在权益净利中的占比由 07 年上市之初的 9.5%提升到了 08/09 年的 15%左右。

09 年主要的两个贸易子公司---江苏金陵贸易、江苏苏糖糖酒公司依然保持了收入和利润额的稳定快速增长；而位于金陵饭店旁，以住店客人为主要消费群体的金陵精品商贸则受到酒店景气度下滑的影响，本期利润为-4 万元。

表 1、贸易业务利润贡献

控股贸易子公司（股权比例）/净利润	2006	2007	2008	2009
江苏金陵贸易公司（90%）	79.90	440.00	690.00	813.38
江苏苏糖糖酒食品（52.2%）	41.09	342.00	868.00	1069.07
江苏金陵精品商贸（90%）	8.74	0.59	3.00	(4.08)
贸易业务权益净利润合计	99.08	557.20	1031.49	1286.42

数据来源：兴业证券研发中心

两个主要的贸易子公司在经历了 08 年利润的快速增长后，09 年利润额增幅放缓，但仍分别保持了 18%、23%的利润增幅。随经济好转，贸易业务 2010 年的收入、利润增长有望提速。

● 投资收益超预期：金陵置业、金陵酒店管理公司利润率实现飞跃，带来投资收益的大幅增长。

公司投资收益主要来自两个参股公司：金陵置业与金陵酒店管理公司。两公司 2009 年利润率大幅增长，导致当期权益法核算的长期股权投资收益同比增加了 1167 万元，增幅高达 763%，也是历年最高。

表 2、历年投资收益情况

联营企业（股权比例）		2005	2006	2007	2008	2009
金陵置业（30%）	收入	14537	23185	13977	16465	18298
	净利润	4105	5089	3680	3183	6089
	净利率	28.24%	21.95%	26.33%	19.33%	33.28%
	归属上市公司权益净利润	1231	1527	1104	955	1827
	股权投资差额摊销	538	981	938	889	897
金陵酒店管理（26.7%）	收入	---	---	---	5093	6486
	净利润	15	41	174	389	1457
	净利率	---	---	---	7.64%	22.47%
	归属上市公司投资收益	3	7	31	87	390
	投资收益合计	696	554	198	153	1320

数据来源：兴业证券研发中心

玛斯兰德项目 09 年销售良好，更重要的是，随着二期、三期的推出，该楼盘的结算利润率有显著提升，净利率由 08 年的 19% 提升到 09 年 33%，利润贡献也同比翻番。由于玛斯兰德是南京市区内的高端独栋庭院式别墅，稀缺性明显，价格也相对稳定，预计未来结算的部分利润率有望维持。此外，公司对金陵置业每年近 900 万的股权摊销将于 2011 年摊完，11 年以后该部分投资收益将立增约 900 万。

金陵酒店管理则受益于业务量增大，前期签约酒店也逐步开业营运，酒店管理公司收取基本托管费与奖励托管费，因此体量的增大快速体现到利润增长上。公司 09 年受托管理的酒店达到 81 家，同比增加了 13 家。

● **新股申购、核销应付款，两个非经常性因素带来 881 万利润，增厚每股收益 0.03 元。**

公司本期非经常性损益较高，主要来自两个部分---新股申购收益（计入投资收益）、应付账款的核销（计入营业外收入）。公司利用闲置资金申购新股，借力于 09 年活跃的资本市场获得 224 万元新股申购收益。另外，本期核销了 380 万无法支付的应付账款，计入“营业外收入”影响当期损益。

● **对新业务的规划：天泉湖旅游生态园争取第二季度开工建设；加快新金陵项目的建设进度。**

公司在“加大资本运作，构建战略发展新增长极”的表述中，着重提到两个项目：新金陵饭店和天泉湖旅游生态园的建设问题。我们认为，公司原有业务能够保持稳定持续的增长，但构建新的增长点，仍要依赖天泉湖旅游地产、新金陵综合高端商务酒店。

根据公司表述，天泉湖项目将争取在 2010 年第二季度开工建设，预计将在 2011 年高星级酒店和一期旅游地产项目完工后，开始对利润产生影响；新金陵应于 2011 年底完工，我们从开办费角度考虑，预计正式开业将在 2012 年。以预期的工程进度以及房地产的结算规则，预计这两个项目短期内不会对业绩产生重大影响。

● **调高 2010-2011 年盈利预测，2010 年公司仍有望录得较好增长。**我们认为，2010 年公司本部业绩回升，

贸易、投资收益仍有望保持较好增长，1、本部经营受益世博和宏观经济，预计出租率回升，利润状况将大幅度转好；2、贸易业务维持稳定增长；3、金陵置业与酒店管理公司利润率保持较高水平，酒店管理公司受益行业景气度回升与开业酒店增多，利润高速增长。调高 2010-2012 年盈利预测约 20%，预计每股收益分别为：0.31 元、0.34 元、0.40 元。

公司目前价格对应三年的动态 PE 分别为 30X/27X/23X，在行业中的估值偏低。我们认为公司今年将受益于上海世博会的辐射效应，本部经营向好。天泉湖旅游生态园项目进展将带来交易性的投资机会。维持“推荐”的投资评级。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%部 ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

盛英君

电话: 021-38565938

Email: shengyj@xyzq.com.cn

过 枫

电话: 021-38565966

Email: guofeng120@hotmail.com

姜 洋

电话: 021-38565910

Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

朱元戥

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告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, 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。