



社会服务业/社会服务

金陵饭店 (601007)

业绩超预期，未来看新金陵和天泉湖

——金陵饭店 2009 年报点评

	康凯	汪睿
	0755-23976023	021-38674657
	kangkai@gtjas.com	wangrui008182@gtjas.com
	S0880209030388	S0880110024644

本报告导读：

公司 2009 年业绩大幅超出预期，主要原因一是参控股公司，特别是房地产项目好于预期；二是管理费用较往年平均减少 1000 万元左右。

投资要点：

- **业绩超出预期。**2009 年营业收入 4.42 亿元，同比增长 4.8%；其中酒店业务收入 2.22 亿元，同比下降 2.4%；商品贸易收入 2.15 亿元，同比增长 15.73%；实现净利润 8538 万元，同比增长 31.6%，对应 EPS0.285 元，超出我们之前 0.21 元的预期。
- **超预期增长主要来源于两个方面：**一方面主要参控股公司业绩好于预期；其中 1) 参股公司金陵置业开发的高档别墅项目“玛斯兰德”进入利润释放期；2) 参股公司金陵酒店管理公司新增托管成员酒店 13 家；3) 经营商品贸易的控股子公司金陵贸易和苏糖糖酒的营业收入和盈利能力稳步增长。另一方面，公司管理费用较往年平均较少 1000 万元左右，主要是由于公司大修改造费用大幅减少。
- **未来几年利润增长点主要来源于：**1) “玛斯兰德”项目 10 年、11 年持续释放业绩。“玛斯兰德”三期最后一批独栋别墅已在 2 月售罄，下半年有可能推出四期独栋别墅。2) 新金陵饭店预计 13 年以后贡献盈利。预计 11 年竣工，12 年将为市场培育期，我们预计金陵饭店将依靠其品牌影响和优质管理而健康发展。3) 天泉湖项目值得期待。
- **公司 2010、2011 年业绩超预计的可能性较小，目前估值合理，维持谨慎增持评级。**我们认为，公司价值主要体现在中长期贡献业绩的新金陵饭店和天泉湖项目上，不适合简单的 PE 估值，预测公司 2010~2012 年 EPS 分别为 0.25、0.24 和 0.23 元，上调目标价至 10 元。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	422	442	460	472	640
(+/-)%	3%	5%	4%	3%	36%
经营利润 (EBIT)	81	92	87	86	84
(+/-)%	13%	13%	-5%	-2%	-2%
净利润	65	85	75	73	69
(+/-)%	11%	32%	-12%	-3%	-5%
每股净收益 (元)	0.22	0.28	0.25	0.24	0.23
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	19.3%	20.8%	19.0%	18.2%	13.1%
净资产收益率 (%)	7.1%	8.5%	7.0%	6.3%	5.7%
投入资本回报率 (%)	5.4%	5.6%	6.0%	6.0%	5.8%
EV/EBITDA	8.4	18.8	25.8	20.6	17.4
市盈率	20.7	29.8	37.2	38.4	40.3
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：谨慎增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：10.00

上次预测：7.00

当前价格：9.29

2010.03.19

交易数据

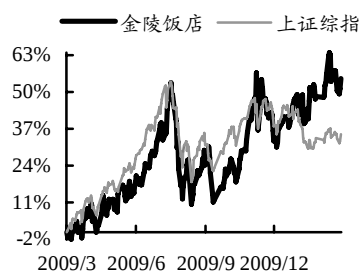
52 周内股价区间 (元)	5.80-10.23
总市值 (百万元)	2,787
总股本/流通 A 股 (百万股)	300/148
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	49%
日均成交量 (百万股)	4
日均成交值 (百万元)	39

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	999
每股净资产	3.33
市净率	2.8
净负债率	0%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.03	0.04
Q2	0.05	0.06
Q3	0.07	0.07
Q4	0.14	0.08
全年	0.28	0.25

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	4%	14%	59%
相对指数	3%	18%	22%

相关报告

- 《艰难的 08 年，不易的稳定增长》
2009.02.26
- 《成本控制良好，业绩符合预期》
2008.08.08
- 《“酒店实体+地产经营”战略迈出第一步》
2008.03.14
- 《上市首日涨幅 (215%) 过高，给与中性评级》
2007.04.09
- 《极具区域影响力的民族品牌酒店》
2007.03.19

模型更新时间: 2010.03.18

股票研究

社会服务

社会服务业

金陵饭店 (601007)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 10.00

上次预测: 7.00

当前价格: 9.29

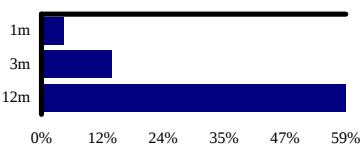
公司网址

www.jinlinghotel.com

公司简介

公司地处南京市,下辖南京新金陵饭店有限公司、江苏金陵贸易公司、江苏金陵精品商贸公司等子公司及食品研发、旅游商场等分公司。金陵饭店具有二十多年的历史,是“全国 50 家最佳星级酒店”,曾多次成功接待党和国家领导人及德国前总理科尔、美国前总统布什等,“金陵饭店”品牌享誉中外。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

5.80-10.23

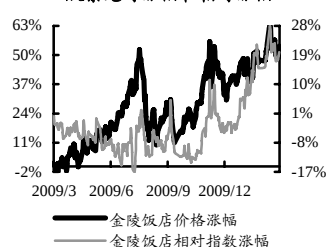
市值 (百万)

2,787

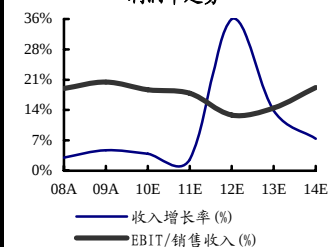
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业总收入	422	442	460	472	640	730	785
营业成本	199	218	230	240	294	335	360
税金及附加	13	13	14	15	19	22	24
销售费用	57	59	60	61	128	142	118
管理费用	71	60	69	71	115	123	130
EBIT	81	92	87	86	84	108	153
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	0	0
投资收益	3	16	13	13	4	4	4
财务费用	-7	-6	-4	-2	-4	-6	-8
营业利润	92	114	105	100	92	117	165
所得税	23	27	24	23	21	27	38
少数股东损益	5	7	9	8	5	6	8
净利润	65	85	75	73	69	88	122
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	496	526	186	255	311	412	538
其他流动资产	0	4	1	1	1	1	1
长期投资	55	86	86	86	86	86	86
固定资产合计	631	723	1,191	1,149	1,201	1,205	1,211
无形及其他资产	0	0	1	1	1	1	1
资产合计	1,287	1,510	1,623	1,657	1,804	1,937	2,088
流动负债	170	204	236	208	280	317	334
非流动负债	0	21	19	0	1	3	6
股东权益	914	999	1,074	1,146	1,216	1,303	1,426
投入资本(IC)	1,119	1,285	1,131	1,108	1,126	1,122	1,129
现金流量表							
NOPLAT	61	72	68	67	65	84	119
折旧与摊销	20	20	18	41	64	61	58
流动资金增量	-22	-30	12	1	32	9	0
资本支出	-90	-94	-484	4	-112	-62	-62
自由现金流	-31	-32	-386	112	49	92	115
经营现金流	58	65	101	107	163	156	181
投资现金流	-84	-194	-472	17	-108	-58	-58
融资现金流	20	73	32	-55	1	2	3
现金流净增加额	-5	-56	-339	69	56	100	127
财务指标							
成长性							
收入增长率	3.1%	4.8%	4.0%	2.6%	35.6%	14.1%	7.5%
EBIT 增长率	12.8%	13.4%	-5.2%	-1.7%	-2.3%	28.4%	42.1%
净利润增长率	10.8%	31.6%	-12.2%	-3.2%	-4.7%	26.9%	39.4%
利润率							
毛利率	52.8%	50.6%	50.1%	49.3%	54.1%	54.1%	54.1%
EBIT 率	19.3%	20.8%	19.0%	18.2%	13.1%	14.7%	19.5%
净利润率	15.4%	19.3%	16.3%	15.4%	10.8%	12.0%	15.6%
收益率							
净资产收益率(ROE)	7.1%	8.5%	7.0%	6.3%	5.7%	6.7%	8.6%
总资产收益率(ROA)	5.0%	5.7%	4.6%	4.4%	3.8%	4.5%	5.9%
投入资本回报率(ROIC)	5.4%	5.6%	6.0%	6.0%	5.8%	7.4%	10.5%
运营能力							
存货周转天数	85	124	124	124	124	124	124
应收账款周转天数	15	18	18	18	18	18	18
总资产周转天数	1113	1247	1288	1281	1029	969	971
净利润现金含量	0.90	0.76	1.34	1.48	2.35	1.78	1.48
资本支出/收入	-21%	-21%	-105%	1%	-17%	-8%	-8%
偿债能力							
资产负债率	13.2%	14.9%	15.7%	12.5%	15.6%	16.5%	16.3%
净负债率	-54.0%	-52.6%	-14.1%	-22.3%	-25.5%	-31.4%	-37.3%
估值比率							
PE	20.7	29.8	37.2	38.4	40.3	31.8	22.8
PB	1.5	2.5	2.6	2.4	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	8.4	18.8	25.8	20.6	17.4	14.6	11.1
P/S	3.2	5.7	6.1	5.9	4.4	3.8	3.6
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

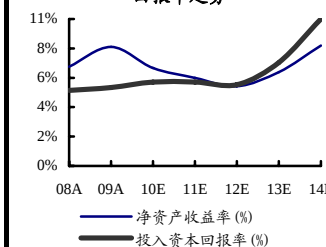
股票绝对涨幅和相对涨幅



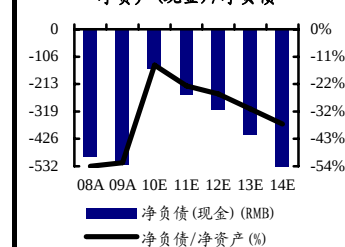
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



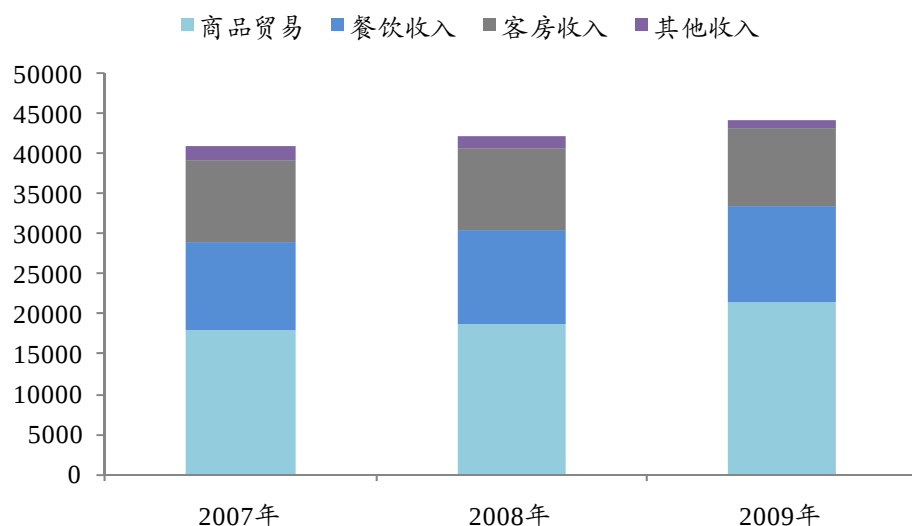
业绩超出预期。2009 年营业收入 4.42 亿元，同比增长 4.8%；其中酒店业务收入 2.22 亿元，同比下降 2.4%；商品贸易收入 2.15 亿元，同比增长 15.73%；实现净利润 8538 万元，同比增长 31.6%，对应 EPS0.285 元，超出我们之前 0.21 元的预期。

超预期增长主要来源于两个方面：一方面主要参控股公司业绩好于预期；其中 1) 参股公司金陵置业开发的高档别墅项目“玛斯兰德”进入利润释放期，同时受益于 09 年房地产市场的火爆，贡献权益利润 1827 万元，比去年增加 872 万元，占今年增量利润的 42.6%；2) 参股公司金陵酒店管理公司新增托管成员酒店 13 家，达 81 家，贡献权益利润 390 万元，比去年增加 286 万元，占今年增量利润 14%；3) 经营商品贸易的控股子公司金陵贸易和苏糖糖酒的营业收入和盈利能力稳步增长，利润较去年分别增长 18%和 23%。**另一方面，公司管理费用较往年平均较少 1000 万元左右，**主要是由于公司大修改造费用大幅减少。

未来几年利润增长点主要来源于：1) “玛斯兰德”项目 10 年、11 年持续释放业绩。“玛斯兰德”三期最后一批独栋别墅已在 2 月售罄，下半年有可能推出四期独栋别墅。2) **新金陵饭店预计 13 年以后贡献盈利。**预计 11 年竣工，12 年将为市场培育期，虽然南京未来 3 年将预计新增 5-6 家五星级酒店，但我们预计金陵饭店将依靠其品牌影响和优质管理而健康发展。另外其写字楼项目租能提供稳定现金流，售能提升业绩。3) **天泉湖项目值得期待。**公司 2009 年成立金陵旅游发展有限公司，全力开发“金陵天泉湖旅游生态园”，作为江苏省重点建设工程，天泉湖被打造成一个集五星级酒店、会议度假、生态旅游、养生养老为一体的高端生态休闲旅游集聚区。

公司 2010、2011 年业绩超预计的可能性较小，目前估值合理，维持谨慎增持评级。我们认为，公司价值主要体现在中长期贡献业绩的新金陵饭店和天泉湖项目上，不适合简单的 PE 估值，预测公司 2010~2012 年 EPS 分别为 0.25，0.24 和 0.23 元，上调目标价至 10 元。

图 1：公司主营业务稳步增长



数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

表 1: 玛斯兰德项目 2010 年销售业绩良好

时间	动态
2010/2/25	玛斯兰德暂无房可售, 预计今年下半年推出独栋别墅, 具体信息未定。
2010/2/5	玛斯兰德在售三期 520-550 平米独栋别墅, 目前仅剩几套, 总价 2000 万元每套左右。现看房需提前一天预约。
2009/12/29	在售三期 520-550 平米独栋别墅, 总价在 1000-2500 万元。
2009/12/22	在售 520 平米独栋别墅, 总价 1600 万元。三期最后十几套 520-550 平米独栋别墅预计明年 1 月推出。价格未定。

数据来源: 搜房网、国泰君安证券研究

表 2: 公司主要项目目前开展情况

项目名称	动态
新金陵饭店改造工程	截止 2009 年底, 改造新金陵饭店已投入 55607.44 万元, 其中募集资金累计投入 28360 万元。预计 2010 年度该项目将投入 25000 万元, 其中公司拟以募集资金投入 12750 万元。预计 2011 年竣工。
金陵天泉湖旅游生态园项目	2010 年度预计将投资“金陵天泉湖旅游生态园”项目及其他发展项目约 2 亿元, 资金来源为自有资金。目前已取得首期土地使用权。

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本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，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		