

## 金陵饭店 (601007.SH)

## 酒店餐饮行业

评级：买入 维持评级

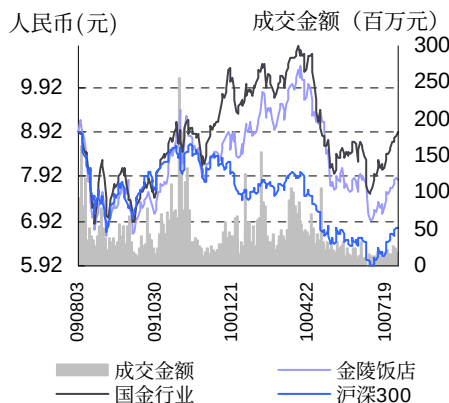
业绩点评

市价 (人民币) : 7.84 元  
目标 (人民币) : 9.50-10.80 元

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 300.00  
总市值(百万元) 2,352.00  
年内股价最高最低(元) 10.39/6.61  
沪深 300 指数 2868.85  
上证指数 2637.50



## 相关报告

1. 《费用压缩体现效率, 扩展项目蓄积后劲》, 2010.3.18
2. 《弱市彰显核心竞争力, 期待扩张提速》, 2010.2.3

毛峥嵘 分析师 SAC 执业编号: S1130208070237  
(8621)61038317  
maozhr@gjzq.com.cn

## 业绩低于预期, 下半年主业有望全面修复

## 公司基本情况 (人民币)

| 项 目         | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.216  | 0.285  | 0.263  | 0.291  | 0.328  |
| 每股净资产(元)    | 3.05   | 3.33   | 3.59   | 3.78   | 4.01   |
| 每股经营性现金流(元) | 0.19   | 0.22   | 0.41   | 0.50   | 0.49   |
| 市盈率(倍)      | 20.72  | 29.76  | 29.82  | 26.94  | 23.87  |
| 行业优化市盈率(倍)  | 21.02  | 49.18  | 49.18  | 49.18  | 49.18  |
| 净利润增长率(%)   | 10.82% | 31.60% | -7.63% | 10.72% | 12.85% |
| 净资产收益率(%)   | 7.10%  | 8.55%  | 7.32%  | 7.69%  | 8.19%  |
| 总股本(百万股)    | 300.00 | 300.00 | 300.00 | 300.00 | 300.00 |

来源：公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 金陵饭店 2010 年上半年实现营业收入 2.4 亿元, 同比增长 16.39%, 其中酒店业务收入 11694 万元, 同比增长 16.25%; 商品贸易收入 12056 万元, 同比增长 16.90%。实现每股收益 0.08 元, 低于我们的预期。

## 经营分析

- **房地产业务下滑**：上半年联营企业南京金陵置业实现房地产收入 15.78 万元。净利润也从去年的 1470.88 万元变为亏损 360 万元。按照 30% 的权益测算, 该项业务引起每股收益变动 0.018 元。
- **酒店业务表现低于预期**：客房收入增长略低于预期, 20.58%。餐饮收入增长 17.5%, 而成本增长 24.8%, 压缩了餐饮行业毛利率, 导致酒店业务营业利润率同期减少 1.26 个百分点。
- **下半年酒店和房地产业务的经营表现有望修复**：就目前江苏高星级酒店入住率持续上涨的趋势看, 上半年酒店 RevPar 实际上已有十分明显的恢复 (预计增幅有 8~10%), 下半年公司酒店业务的经营表现存在较大的提升空间。其次, 金陵置业所拥有的别墅品质较高, 公司也不存在资金压力, 上半年在面临较大调控压力的市场环境下, “保价” 的策略势必会影响销量水平, 进而影响了此部分资产的盈利贡献, 下半年在房地产调控效应开始显现、房产交易渐趋活跃的背景下, 金陵置业的利润贡献有望触底回升。
- **扩张项目稳步推进**：新金陵饭店的建设工作稳步推进, 已经投入募集资金的 63.8%, 上半年在完成同比例增资后, 预计下半年将再次进入大规模投入期。“金陵天泉湖旅游生态园” 项目也已经完成规划等基础准备工作, 即将开始工程招标, 复合型旅游目的地项目即将实质性启动。
- **资金压力将逐步显现**：上半年, 公司应收账款增长较快, 经营活动产生的现金流量净额同比下降 42.28%, 财务费用也开始 “由收转支”, 而随着新金陵和天泉湖项目下半年开始的大规模投入, 资金压力将逐步显现。

## 盈利调整

- 鉴于上半年公司的业绩表现, 我们下调公司 2010-2012 年的每股收益分别为 0.263 元、0.291 元和 0.328 元。

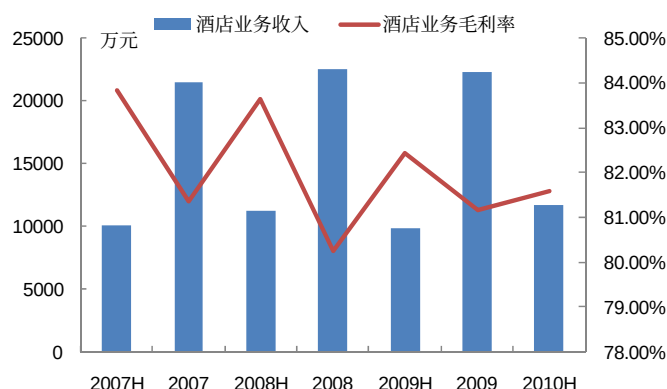
## 投资建议

- 目前公司股价对应的市盈率分别为 29.8、26.9 和 23.9 倍, 低于行业平均水平, 中报业绩低于预期可能导致的股价下跌可能带来新的投资机会。据此, 我们仍维持对公司 “买入” 的投资评级。

## 中报情况：业绩低于预期，房地产业务下滑严重

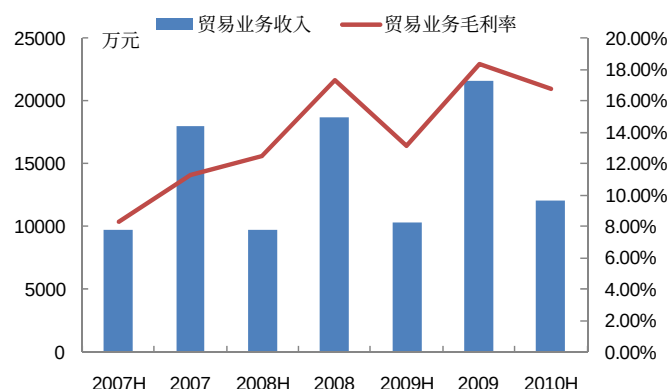
- 金陵饭店 2010 年上半年实现营业收入 23971 万元，比去年同期增长 16.39%，其中酒店业务收入 11694 万元，同比增长 16.25%，毛利率为 81.59%；商品贸易收入 12056 万元，同比增长 16.90%，毛利率为 16.76%。实现每股收益 0.08 元，增长 2.56%，低于我们在中报预览中的预期。

图表1：酒店业务收入及毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：商品贸易业务收入及毛利率



- 我们认为业绩低于预期的主要原因有：
- 房地产销售情况低于预期。去年同期联营企业南京金陵置业实现房地产收入 4450 万元，而今年仅入账 15.78 万元。净利润也从去年的 1470.88 万元变为亏损 360 万元。按照 30% 的权益测算，该项业务引起每股收益变动 0.018 元，占去年同期 EPS 的 23.47%。
- 公司财务费用由去年的-143.42 万元增加至 61.17 万元。主要为子公司江苏苏糖应收账款的质押借款。
- 酒店业务表现低于预期。去年金陵酒店客房入住率达到 72%，按照历史数据表现，金陵酒店的入住率一般会高于江苏地区五星级酒店平均水平 16-17 个百分点。根据江苏旅游局统计数据，今年上半年江苏地区五星级酒店平均入住率为 58.4%，我们预计上半年公司入住率应在 75% 左右。而今年酒店的平均房价也处在稳步回升的通道中，据此，我们测算酒店 RevPar 水平同比增幅应为 8~10%。按此估算，今年客房收入增速将超过 23%，实际收入增长略低于预期。更重要的是，上半年餐饮收入增长 17.5%，而成本增长 24.8%，压缩了餐饮行业毛利率，导致酒店业务营业利润率同期减少 1.26 个百分点。酒店业务的收入及利润均低于预期。

## 未来展望：主业增长恢复，投资项目顺利进行

- 酒店及房地产业的恢复。1. 虽然上半年的经营数据不尽如人意，但是就目前江苏高星级酒店入住率持续上涨的趋势看，下半年公司酒店业务的经营表现存在较大的提升空间。2. 公司旗下联营企业金陵置业所拥有的别墅品质较高，公司也不存在资金压力，上半年在面临较大调控压力的市场环境下，“保价”的策略势必会影响销量水平，进而影响了此部分资产的盈利贡献，下半年在房地产调控效应开始显现、房产交易渐趋活跃的背景下，金陵置业的利润贡献有望触底回升。
- 募投项目-金陵饭店扩建项目预计最快 2011 年底竣工封顶，2012 年下半年投入运营，目前已经投入募集资金的 63.8%。
- 天泉湖旅游生态园项目。公司与江苏盱眙县人民政府共同投资开发“金陵天泉湖旅游生态园”项目，该园区规划占地面积 48 平方公里，总投资超过 40 亿元，计划通过 3-5 年的开发建设，打造集观光旅游、休闲度假、生态农业、养生养老、高端创意产业于一体，以休闲产业为主导的复合产业发展区。目前已经完成项目的规划等基础准备工作，即将开始工程招标。

我们认为，该项目是对公司旅游业务的重要补充，推进公司在旅游产业链上的资源整合。我们将持续关注项目动态，

- 资金压力将逐步显现：上半年，公司应收账款增长较快，经营活动产生的现金流量净额同比下降 42.28%，财务费用也开始“由收转支”，而随着新金陵和天泉湖项目下半年开始的大规模投入，资金压力将逐步显现。

**图表3：报表预测**

**损益表（人民币百万元）**

|              | 2007  | 2008  | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入       | 409   | 422   | 442   | 522   | 586   | 662   |
| 增长率          |       | 3.1%  | 4.8%  | 18.2% | 12.1% | 13.1% |
| 主营业务成本       | -202  | -199  | -218  | -262  | -300  | -345  |
| % 销售收入       | 49.4% | 47.2% | 49.4% | 50.1% | 51.2% | 52.0% |
| 毛利           | 207   | 223   | 224   | 261   | 286   | 318   |
| % 销售收入       | 50.6% | 52.8% | 50.6% | 49.9% | 48.8% | 48.0% |
| 营业税金及附加      | -13   | -13   | -13   | -15   | -16   | -19   |
| % 销售收入       | 3.2%  | 3.2%  | 3.0%  | 2.9%  | 2.8%  | 2.9%  |
| 营业费用         | -52   | -57   | -59   | -66   | -72   | -81   |
| % 销售收入       | 12.7% | 13.5% | 13.2% | 12.5% | 12.3% | 12.3% |
| 管理费用         | -70   | -71   | -60   | -76   | -82   | -94   |
| % 销售收入       | 17.1% | 16.8% | 13.6% | 14.5% | 14.0% | 14.2% |
| 息税前利润 (EBIT) | 72    | 81    | 92    | 104   | 115   | 123   |
| % 销售收入       | 17.6% | 19.3% | 20.8% | 19.9% | 19.6% | 18.6% |
| 财务费用         | 2     | 7     | 6     | 0     | -1    | -1    |
| % 销售收入       | -0.4% | -1.7% | -1.3% | 0.1%  | 0.1%  | 0.2%  |
| 资产减值损失       | 0     | 0     | -1    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益     | 0     | 0     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益         | 12    | 3     | 16    | 9     | 12    | 21    |
| % 税前利润       | 14.0% | 3.4%  | 13.2% | 7.9%  | 9.4%  | 14.7% |
| 营业利润         | 86    | 92    | 114   | 113   | 126   | 143   |
| 营业利润率        | 21.0% | 21.7% | 25.8% | 21.6% | 21.5% | 21.6% |
| 营业外收支        | 3     | 1     | 5     | 0     | 0     | 0     |
| 税前利润         | 89    | 93    | 119   | 113   | 126   | 143   |
| 利润率          | 21.6% | 22.0% | 26.8% | 21.6% | 21.6% | 21.6% |
| 所得税          | -29   | -23   | -27   | -28   | -32   | -36   |
| 所得税率         | 32.2% | 25.2% | 22.4% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 净利润          | 60    | 69    | 92    | 85    | 95    | 107   |
| 少数股东损益       | 1     | 5     | 7     | 6     | 7     | 9     |
| 归属于母公司的净利润   | 59    | 65    | 85    | 79    | 87    | 99    |
| 净利率          | 14.3% | 15.4% | 19.3% | 15.1% | 14.9% | 14.9% |

**现金流量表（人民币百万元）**

|          | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 净利润      | 60   | 69   | 92   | 85    | 95    | 107   |
| 少数股东损益   | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 非现金支出    | 23   | 20   | 20   | 34    | 44    | 47    |
| 非经营收益    | -12  | -3   | -17  | -7    | -9    | -17   |
| 营运资金变动   | -4   | -29  | -31  | 10    | 22    | 9     |
| 经营活动现金净流 | 67   | 58   | 65   | 122   | 151   | 146   |
| 资本开支     | -253 | -90  | -94  | -373  | -179  | -180  |
| 投资       | 10   | -3   | -112 | -81   | -10   | -10   |
| 其他       | 13   | 10   | 11   | 9     | 12    | 21    |
| 投资活动现金净流 | -230 | -84  | -194 | -445  | -177  | -169  |
| 股权募资     | 556  | 81   | 78   | 0     | 0     | 0     |
| 债权募资     | 32   | -30  | -2   | 166   | -92   | 47    |
| 其他       | -22  | -32  | -3   | -4    | -3    | -35   |
| 筹资活动现金净流 | 566  | 20   | 73   | 163   | -95   | 12    |
| 现金净流量    | 403  | -5   | -56  | -159  | -120  | -10   |

来源：国金证券研究所

**资产负债表（人民币百万元）**

|          | 2007  | 2008  | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金     | 501   | 496   | 439   | 280   | 160   | 150   |
| 应收款项     | 21    | 19    | 29    | 29    | 30    | 34    |
| 存货       | 36    | 56    | 92    | 86    | 82    | 94    |
| 其他流动资产   | 11    | 29    | 140   | 146   | 154   | 164   |
| 流动资产     | 569   | 600   | 701   | 541   | 427   | 443   |
| % 总资产    | 48.1% | 46.6% | 46.4% | 30.2% | 23.5% | 22.4% |
| 长期投资     | 58    | 55    | 86    | 167   | 176   | 186   |
| 固定资产     | 556   | 631   | 723   | 1,024 | 1,168 | 1,309 |
| % 总资产    | 46.9% | 49.1% | 47.9% | 57.2% | 64.2% | 66.1% |
| 无形资产     | 0     | 0     | 0     | 55    | 46    | 39    |
| 非流动资产    | 615   | 687   | 810   | 1,248 | 1,393 | 1,536 |
| % 总资产    | 51.9% | 53.4% | 53.6% | 69.8% | 76.5% | 77.6% |
| 资产总计     | 1,184 | 1,287 | 1,510 | 1,789 | 1,820 | 1,979 |
| 短期借款     | 33    | 2     | 0     | 166   | 15    | 13    |
| 应付款项     | 122   | 142   | 172   | 175   | 198   | 225   |
| 其他流动负债   | 32    | 25    | 33    | 38    | 74    | 80    |
| 流动负债     | 187   | 170   | 204   | 379   | 286   | 319   |
| 长期贷款     | 0     | 0     | 0     | 0     | 60    | 120   |
| 其他长期负债   | 0     | 0     | 21    | 21    | 21    | 10    |
| 负债       | 187   | 170   | 225   | 400   | 367   | 449   |
| 普通股股东权益  | 878   | 914   | 999   | 1,078 | 1,135 | 1,204 |
| 少数股东权益   | 119   | 203   | 286   | 310   | 318   | 327   |
| 负债股东权益合计 | 1,184 | 1,287 | 1,510 | 1,789 | 1,820 | 1,979 |

**比率分析**

|            | 2007    | 2008    | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E  |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 每股指标       |         |         |         |         |         |        |
| 每股收益       | 0.195   | 0.216   | 0.285   | 0.263   | 0.291   | 0.328  |
| 每股净资产      | 2.928   | 3.045   | 3.330   | 3.593   | 3.784   | 4.012  |
| 每股经营现金净流   | 0.222   | 0.194   | 0.217   | 0.408   | 0.505   | 0.488  |
| 每股股利       | 0.100   | 0.000   | 0.000   | 0.000   | 0.100   | 0.100  |
| 回报率        |         |         |         |         |         |        |
| 净资产收益率     | 6.67%   | 7.10%   | 8.55%   | 7.32%   | 7.69%   | 8.19%  |
| 总资产收益率     | 4.94%   | 5.04%   | 5.65%   | 4.41%   | 4.80%   | 4.98%  |
| 投入资本收益率    | 4.74%   | 5.43%   | 5.57%   | 5.03%   | 5.65%   | 5.55%  |
| 增长率        |         |         |         |         |         |        |
| 主营业务收入增长率  | 19.84%  | 3.09%   | 4.81%   | 18.15%  | 12.08%  | 13.10% |
| EBIT增长率    | 25.36%  | 12.76%  | 13.35%  | 13.10%  | 10.36%  | 6.98%  |
| 净利润增长率     | 32.90%  | 10.82%  | 31.60%  | -7.63%  | 10.72%  | 12.85% |
| 总资产增长率     | 122.70% | 8.69%   | 17.35%  | 18.44%  | 1.74%   | 8.74%  |
| 资产管理能力     |         |         |         |         |         |        |
| 应收账款周转天数   | 14.3    | 14.9    | 17.6    | 17.0    | 16.0    | 16.0   |
| 存货周转天数     | 51.4    | 84.8    | 124.3   | 120.0   | 100.0   | 100.0  |
| 应付账款周转天数   | 34.1    | 40.0    | 62.4    | 50.0    | 50.0    | 50.0   |
| 固定资产周转天数   | 242.0   | 221.9   | 196.4   | 298.6   | 312.9   | 310.0  |
| 偿债能力       |         |         |         |         |         |        |
| 净负债/股东权益   | -46.91% | -44.17% | -40.93% | -14.41% | -11.82% | -6.78% |
| EBIT利息保障倍数 | -42.8   | -11.6   | -15.5   | 208.4   | 153.4   | 105.7  |
| 资产负债率      | 15.78%  | 13.20%  | 14.93%  | 22.39%  | 20.16%  | 22.67% |

### 市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内  |
|----|-----|-----|-----|-----|------|
| 强买 | 0   | 0   | 0   | 0   | 2    |
| 买入 | 0   | 0   | 0   | 0   | 6    |
| 持有 | 0   | 0   | 0   | 0   | 1    |
| 减持 | 0   | 0   | 0   | 0   | 0    |
| 卖出 | 0   | 0   | 0   | 0   | 0    |
| 评分 | 0   | 0   | 0   | 0   | 1.89 |

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期           | 评级 | 市价   | 目标价         |
|--------------|----|------|-------------|
| 1 2008-08-08 | 买入 | 6.57 | 9.50~11.50  |
| 2 2008-10-27 | 买入 | 4.12 | N/A         |
| 3 2009-02-26 | 买入 | 5.35 | N/A         |
| 4 2009-04-15 | 买入 | 6.52 | N/A         |
| 5 2009-05-04 | 买入 | 6.41 | 7.13~9.84   |
| 6 2010-02-03 | 持有 | 8.81 | 8.70~9.50   |
| 7 2010-03-18 | 买入 | 9.31 | 10.80~11.50 |

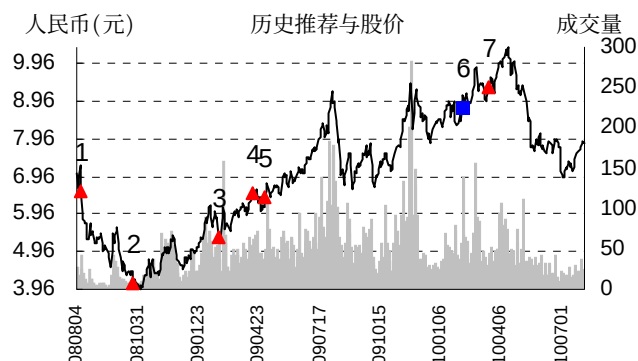
来源：国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

强买：预期未来6—12个月内上涨幅度在20%以上；  
买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在10%—20%；  
持有：预期未来6—12个月内变动幅度在-10%—10%；  
减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在10%—20%；  
卖出：预期未来6—12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 2805 室