

2010-08-01

酒店、度假村与豪华游轮

金陵饭店 601007.SH

中报符合预期，大幅增长尚待时日

◆ 事件：公司公布中期报告

◆ 中报业绩符合预期，投资收益拖累净利润增速低于收入增速：

受 2010 年上半年经济回暖、2009 年同期基数较低和公司积极营销管理的共同刺激，2010 年中期公司实现营业收入 2.4 亿元，同比增长 16.39%，其中，金陵饭店实现收入 1.17 亿元，同比增长 16.25%，苏糖和金陵贸易公司的商品贸易业务实现收入 1.21 亿元，同比增长 16.90%，无论是酒店还是贸易业务的收入增长均符合我们此前预期。但是，受对联营和合营企业投资亏损 387 万拖累，2010 年中期公司归属于母公司所有者的净利润同比仅增长 3.18%，为 2413 万元，折合 EPS0.08 元，略低于我们此前的预期，我们推测主要是玛斯兰德别墅结算进度推迟所致。

◆ 增长引擎新金陵和天泉湖项目进展顺利，预计 2012 年方可贡献收入：

公司未来的主要增长引擎新金陵饭店和天泉湖旅游生态园项目目前进展顺利，其中，新金陵饭店预计 2011 年将如期竣工、2012 年投入使用，届时将新增超五星级酒店客房 380 余间（套）、写字楼 6.5 万平方米，商铺 1.1 万平米，预计客房 2013 年实现盈亏平衡，而写字楼和商铺则将在 2013 年后步入正常运营期，预计年租金收入 1.6 亿元、利润贡献 3000-4000 万。天泉湖项目总体规划目前已完成，公司拟在下半年开工建设紫霞岭酒店和玫瑰园养生公寓，预计养生公寓最快 2011 年可以进入销售期、2012 年可结算贡献收入和利润。

◆ 玛斯兰德三期 10-11 年迎来集中结算期，缓解公司财务费用上升压力：

玛斯兰德三期 160 套别墅销售已进入尾声，预计可实现销售收入 16 亿元，按照 22.5% 的净利润率计算，并扣除 897 万的长期股权投资差额，预计将为公司贡献投资收益 7200 万，预计 10-11 年将迎来集中结算期，分别贡献投资收益 3000 万。按照规划新金陵饭店总投资 16 亿元，其中 4 亿元依靠银行借款，按照目前的工程进度，借款需求最早将出现在 2010 年底；天泉湖项目预计总投资 10 亿元、分三期滚动开发，今年拟以自有资金投资 2 亿元。因此，公司未来的资金压力比较明显，而且这种资金压力将会直接体现为 2011 年和 2012 年财务费用的快速上升，玛斯兰德丰厚的投资收益将部分缓解公司财务费用上升压力。

◆ 盈利预测与投资评级：

我们维持公司盈利预测，即 10-12 年 EPS 分别为 0.32、0.33 和 0.38 元，对应当前 7.84 元股价的 PE 分别为 25 倍、24 倍及 21 倍，显著低于行业同期 38 倍、32 倍和 28 倍的平均估值水平，但公司 10-12 年的利润增长速度也低于行业平均水平，因此，我们暂时给予公司 2010 年动态 PE30 倍的估值（估值水平的提升尚待公司新项目业绩贡献的进一步明朗），对应目标价为 9.6 元，维持公司的“增持”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	422	442	486	517	706
营业收入增长率	3.09%	4.81%	9.92%	6.38%	36.59%
净利润（百万元）	65	85	95	100	113
净利润增长率	10.82%	31.60%	11.07%	5.46%	12.49%
EPS（元）	0.22	0.28	0.32	0.33	0.38
ROE	7.10%	8.55%	8.67%	8.52%	8.90%
P/E	36	28	25	24	21
P/B	3	2	2	2	2
FV/FRITDA	19	19	17	17	13

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

增持

当前价格	7.84 元
目标价格	9.60 元
目标期限	12 个月

分析师：

张力扬 (S0930209060206)

021-22169167

zhangly@ebsecn.com

联系人：

林玉红

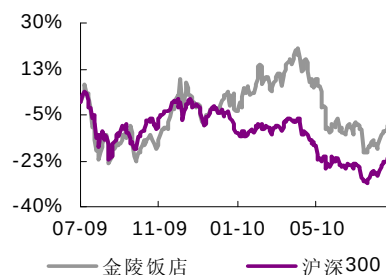
021-22169115

linyh@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	300
总市值(百万元)	2,352
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低(元)	10.48/6.52
近 3 月日均成交量(百万股)	2.48
主要股东	南京金陵饭店集团有限公司

股价表现(12 个月)



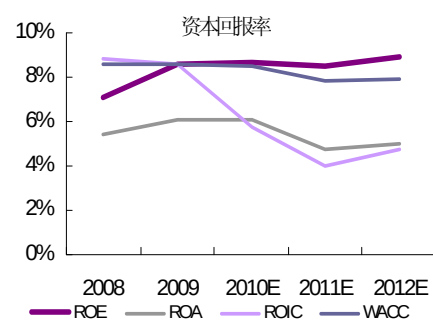
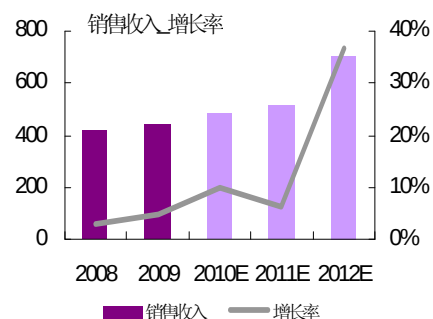
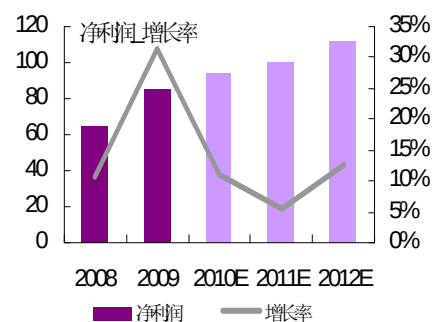
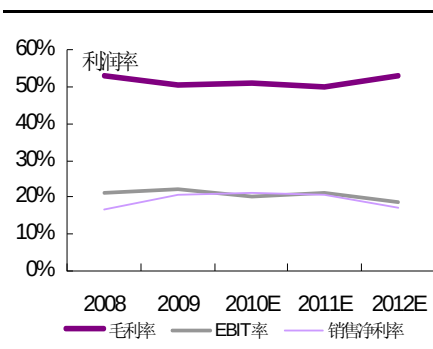
%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-1.21	-8.59	12.11
绝对收益	10.72	-15.06	-11.07

相关报告：

百年金陵品牌将再放光彩

..... 2010-04-26

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	422	442	486	517	706
营业成本	199	218	238	259	333
折旧和摊销	18	17	33	60	80
营业税费	13	13	15	16	21
销售费用	57	59	61	65	102
管理费用	71	60	66	69	113
财务费用	-7	-6	-1	4	27
公允价值变动损益	0	1	0	0	0
投资收益	3	16	33	35	55
营业利润	92	114	132	140	161
利润总额	93	119	132	140	161
少数股东损益	5	7	7	8	8
归属母公司净利润	64.88	85.38	94.83	100.01	112.50

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	1,287	1,510	1,671	2,266	2,405
流动资产	600	701	430	296	391
货币资金	496	439	251	103	141
交易型金融资产	0	86	0	0	0
应收帐款	17	26	25	27	37
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	3	3	3	3	3
存货	56	92	95	104	133
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	55	86	101	124	149
固定资产	257	238	686	1,347	1,456
无形资产	0	0	0	0	0
总负债	170	225	285	792	831
无息负债	168	225	235	247	298
有息负债	2	0	50	545	533
股东权益	1,117	1,285	1,387	1,474	1,573
股本	300	300	300	300	300
公积金	468	476	491	507	526
未分配利润	145	223	303	366	439
少数股东权益	203	286	293	300	309

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	58	65	140	168	224
净利润	65	85	95	100	113
折旧摊销	18	17	33	60	80
净营运资金增加	25	38	3	9	43
其他	-50	-75	10	0	-12
投资活动产生现金流	-84	-194	-379	-788	-125
净资本支出	0	0	450	765	100
长期投资变化	55	86	-15	-23	-25
其他资产变化	-138	-281	-814	-1,530	-200
融资活动现金流	20	73	51	471	-61
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-31	-2	50	495	-12
无息负债变化	14	58	9	12	52
净现金流	-5	-56	-188	-148	38

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	3.09%	4.81%	9.92%	6.38%	36.59%
净利润增长率	10.82%	31.60%	11.07%	5.46%	12.49%
EBITDA 增长率	14.51%	6.76%	21.78%	27.64%	27.29%
EBIT 增长率	20.43%	10.08%	8.30%	9.57%	23.13%
估值指标					
PE	36	28	25	24	21
PB	3	2	2	2	2
EV/EBITDA	19	19	17	17	13
EV/EBIT	24	22	23	27	22
EV/NOPLAT	34	31	33	38	31
EV/Sales	5	5	5	6	4
EV/IC	3	3	2	2	1
盈利能力 (%)					
毛利率	52.77%	50.60%	50.94%	49.87%	52.78%
EBITDA 率	25.33%	25.80%	27.09%	32.50%	30.29%
EBIT 率	20.95%	22.00%	20.35%	20.96%	18.90%
税前净利润率	21.99%	26.82%	27.24%	27.01%	22.84%
税后净利润率 (归属母公司)	15.38%	19.31%	19.51%	19.34%	15.93%
ROA	5.39%	6.10%	6.10%	4.75%	5.03%
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.10%	8.55%	8.67%	8.52%	8.90%
经营性 ROIC	8.82%	8.56%	5.78%	4.01%	4.75%
偿债能力					
流动比率	3.53	3.43	2.01	0.57	0.70
速动比率	320.16%	297.82%	156.53%	37.00%	45.95%
归属母公司权益/有息债务	415.30	-	21.88	2.15	2.37
有形资产/有息债务	584.79	-	33.43	4.16	4.51
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.22	0.28	0.32	0.33	0.38
每股红利	0.00	0.00	0.07	0.07	0.08
每股经营现金流	0.19	0.22	0.47	0.56	0.75
每股自由现金流(FCFF)	0.10	0.09	-1.15	-2.12	0.11
每股净资产	3.05	3.33	3.65	3.91	4.21
每股销售收入	1.41	1.47	1.62	1.72	2.35

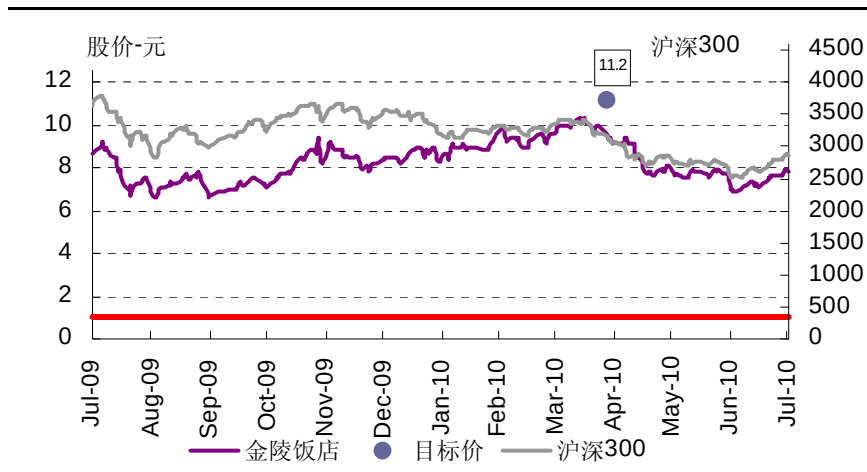
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

金陵饭店（601007）



日期	股价	目标	评级
2008-04-25	12.77	13.50	增持
2010-04-26	9.93	11.20	增持

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。