

金陵饭店 (601007.SH) 酒店餐饮行业

评级：买入 维持评级

公司点评

毛峥嵘

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

收购管理公司，锦江模式股权激励路径渐显

事件

金陵饭店 11 月 16 日董事会会议审议通过《关于公司受让南京金陵酒店管理有限公司部分股东股权的议案》。金陵饭店拟分别受让酒店管理公司股东江苏天华工程项目管理咨询有限公司所持有的管理公司出资 164 万元(占管理公司注册资本 14.76%)、胡明先生所持有的管理公司出资 55.5 万元(占管理公司注册资本 5%)、李建伟女士所持有的管理公司出资 34.5 万元(占管理公司注册资本 3.1%)、其余 4 位自然人所持有的管理公司出资共 85 万元(占管理公司注册资本 7.65%) (受让前后酒店管理公司股权结构见图表 1)。以管理公司截止 2010 年 10 月 31 日经审计的每股净资产 3.44 元为基准，确认转让价格为每股 3.44 元，30.51%股权的转让总价为 1166.16 万元。交易完成后，公司对酒店管理公司持股比例将由 26.78%上升为 57.29%，对酒店管理公司实现绝对控股，纳入合并报表范围。

评论

增持酒店管理公司，提升酒店管理核心竞争力，符合我们此前对公司的判断：我们在之前的报告中曾强调酒店管理公司对上市公司的重要意义，上市公司亦存在进一步增持酒店管理公司股权的意愿。我们做此判断主要基于以下三点原因：首先，金陵饭店可以通过酒店管理公司的平台输出其优秀的品牌管理，在不增加大量资本开支的情况下，在更大的市场上塑造品牌影响力；其次，通过经营托管酒店，公司自身酒店集团化运营经验能够得到积累和提高，并有望对自有酒店的经营产生良好的连带效应；最后，随着托管酒店数量增加，自身的酒店预订平台利用率逐渐提高，规模效应显现，可以节省更多的销售、管理费用。

收购估值较低，显著增厚上市公司业绩：按照 09 年酒店管理公司净利润 1457.2 万元计算，本次收购的 PE 仅为 2.62 倍，远远低于二级市场旅游餐饮行业的平均估值水平，将显著增厚上市公司业绩。同时，较低的收购市盈率也表明高管对上市公司酒店主业经营发展的大力支持。

酒店管理公司处于快速成长期，将成为公司未来几年重要的盈利增长点：近两年，酒店管理公司签约酒店纷纷开业，经营步入正轨，营业收入增长迅速，盈利能力正在逐步释放。2009 年酒店管理公司实现净利润 1457.2 万元，净利润率为 22.47%(08 年同期仅为 7.64%)。从目前签约的高星级酒店情况看，开业酒店及筹备中的酒店数不断攀升，总数已经达到 71 家(其中五星级酒店 58 家，四星级酒店 13 家)。酒店布点上，依然以江苏地区为主要区域，并开始向周边省市辐射。版图扩张到 7 省 1 市，以江苏、安徽、上海、浙江地区为主，并涵盖了福建、山西、河南和陕西省份。经济型酒店依然维持 14 家门店，主要还是盘踞在南京市场。我们预计，未来三年酒店管理公司将处于快速成长期，高星级酒店托管品牌的成熟化及酒店版图的扩张将是主要推动力。我们预测未来三年酒店管理公司的净利润分别是 2586.7 万元、3017.9 万元和 3371.4 万元，为上市公司贡献每股收益为 0.028 元、0.058 元和 0.064 元，对成为公司主业重要的盈利增长点，并随着酒店集团化趋势的显现，将有效提升估值水平。

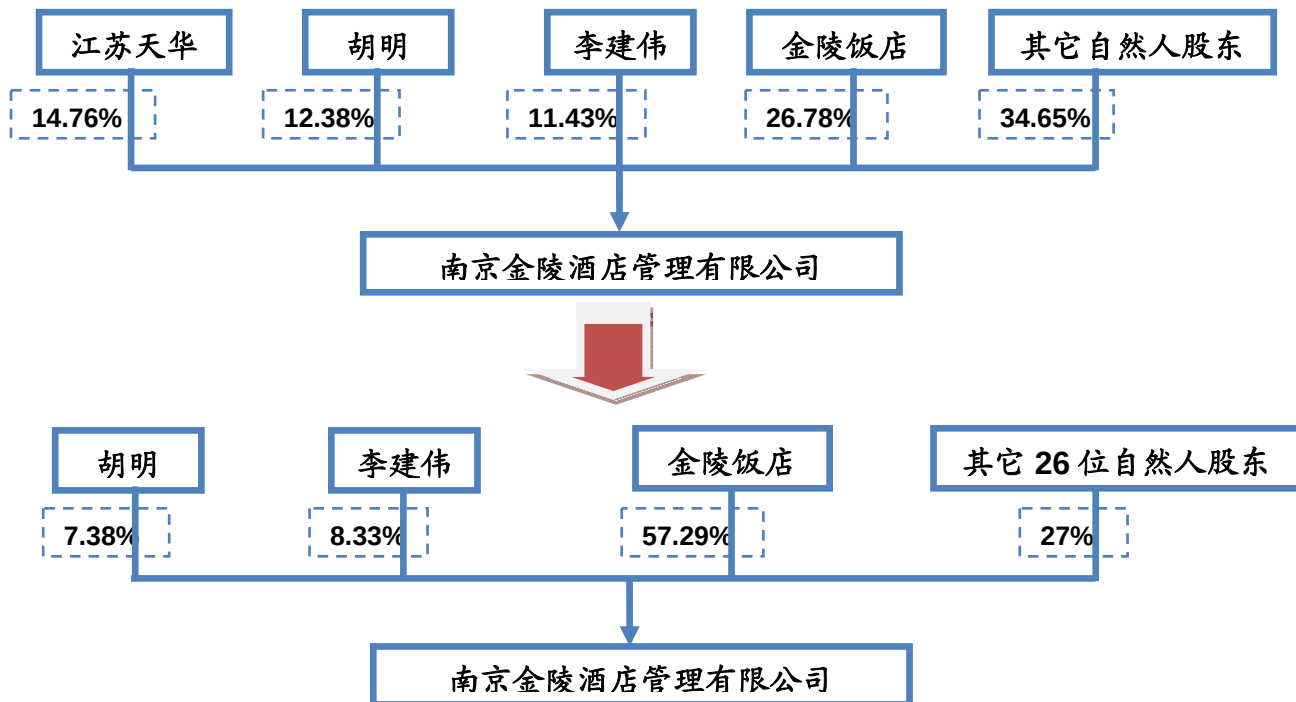
未来两三年内，公司增长有望提速：从短期的业绩增长点来看，新增持股权、纳入合并范围之正处在快速成长期的酒店管理公司所释放的业绩将成为公司近两年盈利增长的有力支撑；其次，金陵饭店二期的建设正在抓紧进行，预计 2011 年底竣工，届时，有望从 2012 年开始进一步提升公司的业绩表现；此外，天泉湖项目初始准备工作已基本就绪，即将开工建设，部分物业销售收入有可能在 2012 年实现。据此，我们认为，公司主业在未来 3~5 年内有望进入快速成长，业绩增速将逐步实现提速。

管理层持股控股子公司，锦江解决股权激励方案模式渐显：我们认为公司此次股权转让迈出了解决高管持有重点子公司股权问题的第一步，也打开了下一阶段关于股权运作、管理层激励的运作空间。股权转让后，上市公司高管依然持有控股子公司股权，不符合国资委《关于规范国有企业职工持股、投资的意见》中的相关规定。我们认为，上市公司进一步增持酒店管理公司股权的可能性依然存在，且“锦江模式”解决股权激励的方案可能被金陵饭店所复制。对此，我们将保持对相关动态的跟踪。

投资建议

据此，我们上调公司未来三年的盈利预测，预计 2010~2012 年每股收益分别为 0.309 元、0.361 元和 0.417 元。对应目前股价市盈率为 29.2 倍、25 倍和 21.6 倍，继续维持“买入”评级，上调 6~12 个月 11.95~12.65。

图表1：受让前后酒店管理公司股权图



来源：国金证券研究所

图表2：酒店管理公司签约酒店数

	2008	2009	2010年1-10月	2010E	2011E	2012E
成员酒店数（家）	68	81		90	110	135
收入（万元）	5,092.57	6,485.95	6,227.52	7,497.76	8,622.42	9,915.79
增长率		27.36%		16%	15%	15%
酒店管理净利润（万元）	389.09	1,457.20	2,069.84	2,474.26	2,586.73	2,974.74
增长率	124.07%	274.51%		69.8%	4.5%	15.0%
净利润率	7.64%	22.47%	33.24%	33.0%	30.0%	30.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：三张报表及摘要预测
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	409	422	442	547	612	687
增长率		3.1%	4.8%	23.8%	11.8%	12.4%
主营业务成本	-202	-199	-218	-229	-251	-285
% 销售收入	49.4%	47.2%	49.4%	41.9%	41.0%	41.4%
毛利	207	223	224	318	361	403
% 销售收入	50.6%	52.8%	50.6%	58.1%	59.0%	58.6%
营业税金及附加	-13	-13	-13	-19	-21	-23
% 销售收入	3.2%	3.2%	3.0%	3.5%	3.4%	3.4%
营业费用	-52	-57	-59	-109	-114	-126
% 销售收入	12.7%	13.5%	13.2%	20.0%	18.7%	18.3%
管理费用	-70	-71	-60	-63	-66	-73
% 销售收入	17.1%	16.8%	13.6%	11.5%	10.8%	10.6%
息税前利润（EBIT）	72	81	92	126	160	181
% 销售收入	17.6%	19.3%	20.8%	23.1%	26.1%	26.3%
财务费用	2	7	6	1	-1	-1
% 销售收入	-0.4%	-1.7%	-1.3%	-0.2%	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	7	5	10
% 税前利润	14.0%	3.4%	13.2%	5.5%	3.2%	5.3%
营业利润	86	92	114	135	164	190
营业利润率	21.0%	21.7%	25.8%	24.6%	26.8%	27.6%
营业外收支	3	1	5	-1	1	1
税前利润	89	93	119	134	165	191
利润率	21.6%	22.0%	26.8%	24.5%	27.0%	27.7%
所得税	-29	-23	-27	-34	-41	-48
所得税率	32.2%	25.2%	22.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	60	69	92	101	124	143
少数股东损益	1	5	7	8	16	18
归属于母公司的净利润	59	65	85	93	108	125
净利率	14.3%	15.4%	19.3%	16.9%	17.7%	18.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	60	69	92	101	124	143
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	23	20	20	19	24	26
非经营收益	-12	-3	-17	-4	0	-5
营运资金变动	-4	-29	-31	57	-10	-3
经营活动现金净流	67	58	65	173	137	162
资本开支	-253	-90	-94	-142	-145	-101
投资	10	-3	-112	8	-8	-4
其他	13	10	11	7	5	10
投资活动现金净流	-230	-84	-194	-127	-147	-95
股权募资	556	81	78	0	0	0
债权募资	32	-30	-2	68	-4	7
其他	-22	-32	-3	-4	-6	-37
筹资活动现金净流	566	20	73	64	-10	-29
现金净流量	403	-5	-56	111	-20	38

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	550	530	568
应收款项	21	19	29	52	55	57
存货	36	56	92	75	76	78
其他流动资产	11	29	140	134	136	140
流动资产	569	600	701	812	796	843
% 总资产	48.1%	46.6%	46.4%	46.8%	43.0%	42.6%
长期投资	58	55	86	78	85	89
固定资产	556	631	723	842	966	1,042
% 总资产	46.9%	49.1%	47.9%	48.5%	52.2%	52.7%
无形资产	0	0	0	2	1	1
非流动资产	615	687	810	924	1,055	1,134
% 总资产	51.9%	53.4%	53.6%	53.2%	57.0%	57.4%
资产总计	1,184	1,287	1,510	1,736	1,851	1,977
短期借款	33	2	0	39	36	59
应付款项	122	142	172	233	227	231
其他流动负债	32	25	33	28	59	60
流动负债	187	170	204	300	321	351
长期贷款	0	0	0	29	29	24
其他长期负债	0	0	21	21	21	10
负债	187	170	225	350	371	385
普通股股东权益	878	914	999	1,092	1,170	1,265
少数股东权益	119	203	286	312	328	346
负债股东权益合计	1,184	1,287	1,510	1,755	1,870	1,996

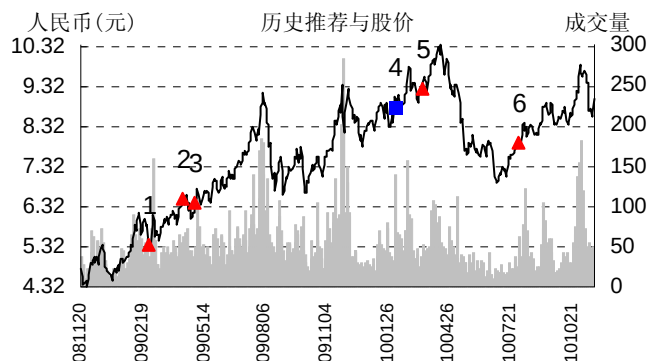
比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.195	0.216	0.285	0.309	0.361	0.417
每股净资产	2.928	3.045	3.330	3.639	3.900	4.216
每股经营现金净流	0.222	0.194	0.217	0.577	0.458	0.540
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%	8.49%	9.25%	9.88%
总资产收益率	4.94%	5.04%	5.65%	5.28%	5.79%	6.26%
投入资本收益率	4.74%	5.43%	5.57%	6.44%	7.67%	7.99%
增长率						
主营业务收入增长率	19.84%	3.09%	4.81%	23.80%	11.76%	12.37%
EBIT增长率	25.36%	12.76%	13.35%	37.30%	26.32%	13.00%
净利润增长率	32.90%	10.82%	31.60%	8.52%	16.81%	15.50%
总资产增长率	122.70%	8.69%	17.35%	14.95%	6.62%	6.82%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.3	14.9	17.6	32.0	30.0	28.0
存货周转天数	51.4	84.8	124.3	120.0	110.0	100.0
应付账款周转天数	34.1	40.0	62.4	85.0	75.0	70.0
固定资产周转天数	242.0	221.9	196.4	212.8	236.2	238.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-46.91%	-44.17%	-40.93%	-40.48%	-36.84%	-35.47%
EBIT利息保障倍数	-42.8	-11.6	-15.5	-127.4	175.9	173.8
资产负债率	15.78%	13.20%	14.93%	19.97%	19.87%	19.28%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2009-02-26	买入	5.35	N/A
2	2009-04-15	买入	6.52	N/A
3	2009-05-04	买入	6.41	7.13 ~ 9.84
4	2010-02-03	持有	8.81	8.70 ~ 9.50
5	2010-03-18	买入	9.31	10.80 ~ 11.50
6	2010-08-02	买入	7.92	9.50 ~ 10.80

来源：国金证券研究所


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	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室