

金陵饭店 (601007.SH) 社会服务业

销售费用大幅上升抵消收入增长利好，业绩符合预期

公司研究简报

◆事件：公司发布 2011 年中报业绩

1-6 月实现营业收入 3.1 亿元，同比增长 30%，超出预期；实现归属于母公司所有者的净利润 2910 万元，同比增长 21%，实现 EPS0.10 元，业绩基本符合预期。

◆点评：销售费用大幅上升抵消收入增长利好

公司收入的超预期增长得益于酒店和贸易两大板块：(1) 酒店收入同比增长 35% 达到 1.6 亿元：一是商务活动增加下入住率的进一步上升和 CPI 上涨压力下为弥补成本上升提高平均房价两方面因素带动的客房收入增加 1700 万，同比增长 32%；二是，2010 年底才并表的酒店管理业务贡献收入 1500 万（管理酒店数量突破 100 家）；与此同时，100%毛利的客房和酒店管理收入比重的上升促使酒店业务毛利率提升 2.74 个百分点达到 84.35%。(2) 商品贸易业务则受益于物流系统信息化建设和加大地区经销代理权等因素，实现 25% 的收入增长达到 1.5 亿元，而且毛利率同比提升 3.74 个百分点。

不过，1-6 月销售费用比去年同期增加 3171 万元，同比增长 102% 抵消了收入增长的利好：(1) CPI 上涨下员工成本增加 1430 万达到 3543 万（同比增 68%），此外，能源、酒店用品等成本增加 400-500 万；(2) 为抵消新金陵饭店建设的影响和天泉湖子公司成立运作，宣传、租金和其他费用增加约 1260 万，同比增长 220%。

◆2013 年前公司业绩仍将倚重地产业务

预计下半年 30% 左右的收入增速仍可延续，但下半年销售费用规模应不会低于上半年，全年销售费用大幅上升已成定局，公司参股 30% 的玛斯兰德别墅三期在上半年未结算，但按照过去三年均在下半年结算的惯例，2011 年业绩不成问题。不过，总投资 16 亿元的新金陵饭店募集资金中期已基本使用完毕，下半年开始公司将逐步面临新增 4 亿元左右的贷款带来的财务费用预计每年约 3000 万，2012 年投入运营后一次性开业费用约 1500 万、固定资产折旧产生管理费用每年约 4000 万，考虑到酒店和办公楼至少 1-2 年培育期，我们预计新金陵饭店开业两年内将面临亏损。因此，我们预计 2013 年前公司业绩仍需严重依赖参股 30% 的玛斯兰德别墅四期和 100% 持股、8 月动工的天泉湖玫瑰园养生公寓项目的建设和结算进展。

◆维持盈利预测和“增持”投资评级：

考虑到国有企业对业绩平稳增长的追求，我们预计集团将会通过对玛斯兰德别墅结算进程的调节来保证公司业绩不会出现大幅的下降。预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.40 元、0.43 元和 0.45 元，其中，地产业务分别贡献 EPS0.18 元、0.22 元和 0.18 元。结合行业估值水平，我们分别给予地产业务、酒店商业零售 2011 年 10 倍和 40 倍的 PE 估值，得到的公司合理股价为 10.6 元，维持“增持”评级。

◆风险提示：

经济下滑或者意外灾害导致酒店入住率和房价大幅下降风险；持续地产调控下，地产业务建设进程低于预期、销售下降等风险；证券市场系统性风险。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	442	515	637	834	1,061
营业收入增长率	4.81%	16.36%	23.78%	30.95%	27.28%
净利润（百万元）	85	112	120	128	134
净利润增长率	31.60%	31.73%	6.59%	6.46%	4.71%
EPS（元）	0.28	0.37	0.40	0.43	0.45
ROE（归属母公司）	8.55%	10.12%	9.98%	9.79%	9.48%
P/E	32	24	23	21	20

增持（维持）

当前价/目标价：9.09/10.60 元

目标期限：12 个月

联系人

林玉红（执业证书编号：S0930511060002）
021-22169115
linyh@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)：3.00

总市值(亿元)：27.27

一年最低/最高(元)：7.72/11.43

近 3 月换手率：35.03%

股价表现(一年)

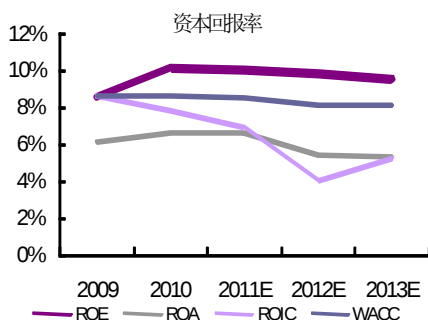
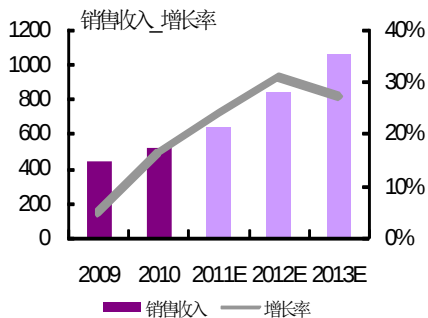
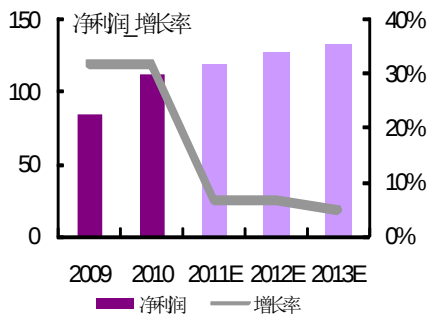
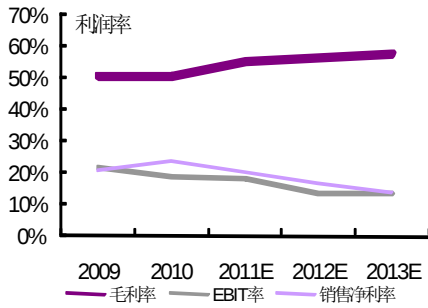


收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.94	0.58	13.63
绝对	0.00	-6.33	17.23

相关研报

年报超预期，主业大幅增长尚需时日
..... 2011-03-17
中报符合预期，大幅增长尚待时日
..... 2010-08-01



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	442	515	637	834	1,061
营业成本	218	254	284	364	448
折旧和摊销	17	9	34	63	85
营业税费	13	15	18	24	31
销售费用	59	71	104	150	202
管理费用	60	79	102	179	234
财务费用	-6	-2	-1	3	24
公允价值变动损益	1	3	3	3	3
投资收益	16	46	35	55	55
营业利润	114	146	157	167	177
利润总额	119	148	157	167	177
少数股东损益	7	9	9	10	10
归属母公司净利润	85.38	112.47	119.88	127.63	133.64

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,510	1,830	1,950	2,557	2,711
流动资产	701	875	564	448	562
货币资金	439	547	348	167	212
交易型金融资产	86	90	0	3	6
应收账款	26	40	33	43	55
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	3	8	5	5	6
存货	92	140	114	146	179
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	86	96	111	134	159
固定资产	238	226	706	1,388	1,511
无形资产	0	18	17	16	15
总负债	225	333	354	850	888
无息负债	225	313	304	361	427
有息负债	0	20	50	489	460
股东权益	1,285	1,497	1,596	1,707	1,823
股本	300	300	300	300	300
公积金	476	486	505	526	547
未分配利润	223	326	396	477	562
少数股东权益	286	385	394	404	414

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	65	62	175	199	253
净利润	85	112	120	128	134
折旧摊销	17	9	34	63	85
净营运资金增加	38	13	12	43	45
其他	-75	-72	9	-35	-10
投资活动产生现金流	-194	-46	-375	-791	-128
净资本支出	0	-18	450	765	100
长期投资变化	86	96	-15	-23	-25
其他资产变化	-281	-124	-810	-1,533	-203
融资活动现金流	73	91	1	410	-80
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-2	20	30	439	-29
无息负债变化	58	88	-9	57	66
净现金流	-56	107	-199	-181	46

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	4.81%	16.36%	23.78%	30.95%	27.28%
净利润增长率	31.60%	31.73%	6.59%	6.46%	4.71%
EBITDA 增长率	6.76%	-6.82%	46.62%	14.81%	30.10%
EBIT 增长率	10.08%	0.02%	24.25%	-5.03%	27.40%
估值指标					
PE	32	24	23	21	20
PB	3	2	2	2	2
EV/EBITDA	22	22	17	18	14
EV/EBIT	26	24	22	29	22
EV/NOPLAT	36	33	28	39	29
EV/Sales	5	4	4	4	3
EV/IC	3	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	50.60%	50.65%	55.33%	56.30%	57.78%
EBITDA 率	25.80%	20.66%	23.99%	21.03%	21.50%
EBIT 率	22.00%	18.91%	18.58%	13.47%	13.49%
税前净利润率	26.82%	28.70%	24.68%	20.07%	16.71%
税后净利润率 (归属母公	19.31%	21.86%	18.82%	15.30%	12.59%
ROA	6.10%	6.64%	6.61%	5.37%	5.30%
ROE (归属母公司) (摊	8.55%	10.12%	9.98%	9.79%	9.48%
经营性 ROIC	8.56%	7.76%	6.84%	3.99%	5.16%
偿债能力					
流动比率	3.43	3.02	2.16	0.80	0.94
速动比率	2.98	2.54	1.73	0.54	0.64
归属母公司权益/有息债务	-	55.57	24.03	2.66	3.06
有形资产/有息债务	-	90.58	38.65	5.20	5.85
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.28	0.37	0.40	0.43	0.45
每股红利	0.00	0.10	0.09	0.09	0.10
每股经营现金流	0.22	0.21	0.58	0.66	0.84
每股自由现金流(FCFF)	0.09	0.25	-1.09	-2.20	0.18
每股净资产	3.33	3.70	4.00	4.34	4.70
每股销售收入	1.47	1.72	2.12	2.78	3.54

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

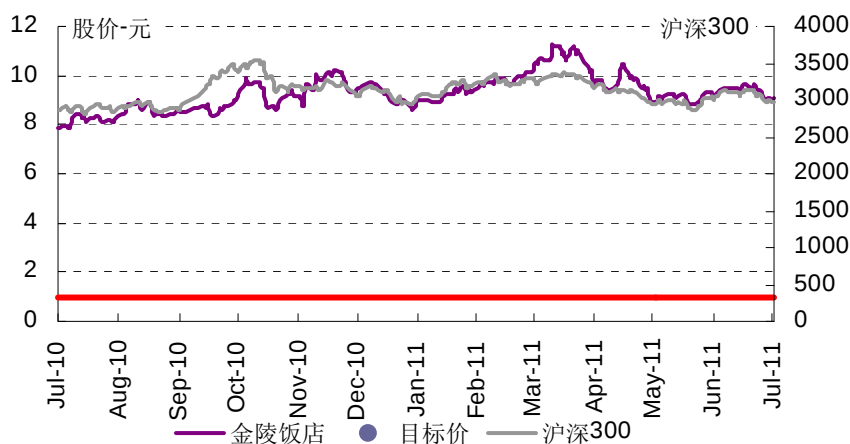
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

林玉红，上海交通大学经济学硕士、复旦大学经济学学士，2009年12月加盟光大证券研究所，主要负责旅游行业研究。

投资建议历史表现图

金陵饭店（601007）



日期	股价	目标价	评级
2008-04-25	12.77	13.50	增持
2010-04-26	9.93	11.20	增持
2010-08-02	7.84	9.60	增持
2010-10-11	7.84	9.60	增持
2011-03-16	9.62	10.60	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

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

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，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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。

光大证券股份有限公司研究所

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	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com