

金陵饭店 (601007)

公司研究/调研报告

酒店经营景气将持续，管理业务增长可期待

—金陵饭店 (601007) 调研报告

民生精品---调研报告/旅游行业

2012 年 01 月 18 日

一、事件概述

近日我们对金陵饭店 (601007) 进行了调研，就市场关心的酒店、地产业务受经济形势及调控的影响程度，公司酒店管理业务和天泉湖休闲度假区项目、金陵二期等进展情况与公司高管进行了交流。

二、分析与判断

➤ 酒店本部经营保持了高水平，且高景气呈现“刚性”特征

本部全年入住率77%，略低于去年78%的历史最高水平，但对高星级酒店而言，这是非常理想的状态。从房价来看，11年平均房价达到685，较去年660元的水平有所提高，基本能够覆盖成本上升带来的压力。与上海、北京五星级酒店60%左右的入住率相比，南京五星级酒店保持了较高的水平，而且呈现出很大的刚性，受经济周期的影响小于市场预期。

➤ 酒店管理公司顺利扩张，年内新签20家五星级酒店

年内公司酒店管理业务实现较快扩张，达到112家，新签酒店约20家，且全部为五星级酒店。其中5星级酒店达到85家左右，在国内酒店管理公司中排名第一。最近几年国内新建五星级酒店数量巨大，预计公司的酒店管理业务新签酒店数呈现加速增长的趋势。目前公司酒店管理业务整体成熟度较低，开业酒店占比50-60%，进入成熟期后，可望再造“半个金陵”。

➤ 涉地项目根据市场形势作出小幅调整，进展基本符合预期

金陵二期主体结构在春节前将封顶，预计明年国庆节前后，写字楼将投入使用，年底前酒店将开业；天泉湖项目中养老公寓方面开工一栋，其余计划中的四栋缓建；在成本方面，努力将售价控制在每平方米6500元左右，单价60万左右，以适应市场需求。公司参股的玛斯兰德项目进入四期的销售期，四期项目为了控制总价，不再进行精装修。

三、盈利预测与投资建议

受地产调控和新项目开业影响，预计未来两年 EPS 增速放缓，2011 年和 2012 年预计分别为 0.40 元和 0.44 元。公司基本面扎实，轻重资产扩张有序，休闲度假区建设、高端养老模式探索有可能开创出新的连锁经营模式，前景看好。

二级市场上公司股价大幅调整，2011 年预期市盈率 17 倍，动态 PB 为旅游全行业最低，低估明显，因此调高公司评级为“强烈推荐”评级，三个月目标价为 9 元。

四、风险提示：

外围经济严重恶化；地产调控持续加深带来地产市场大幅波动等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	442	515	690	900
增长率 (%)	4.8%	16.4%	18%	36.2%
归属母公司股东净利润 (百万元)	85	112	118	132
增长率 (%)	32.7%	32.0%	5.0%	9.8%
每股收益 (元)	0.29	0.38	0.40	0.44
PE	22	17	16	15
PB	1.50	1.29	1.25	1.07

资料来源：民生证券研究所

强烈推荐

调高评级

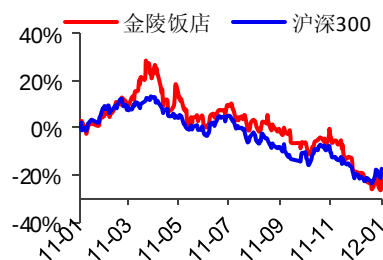
合理估值：

9 元

交易数据 (2012-01-16)

收盘价 (元)	6.42
近 12 个月最高/最低	11.43/6.32
总股本 (百万股)	300
流通股本 (百万股)	300
流通股比例%	100
总市值 (亿元)	19.4
流通市值 (亿元)	19.4

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师：李振飞

执业证书编号：S0100511010004

电话：(8610)8512 7650

Email: lizhenfei@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 17 层 100005

相关研究

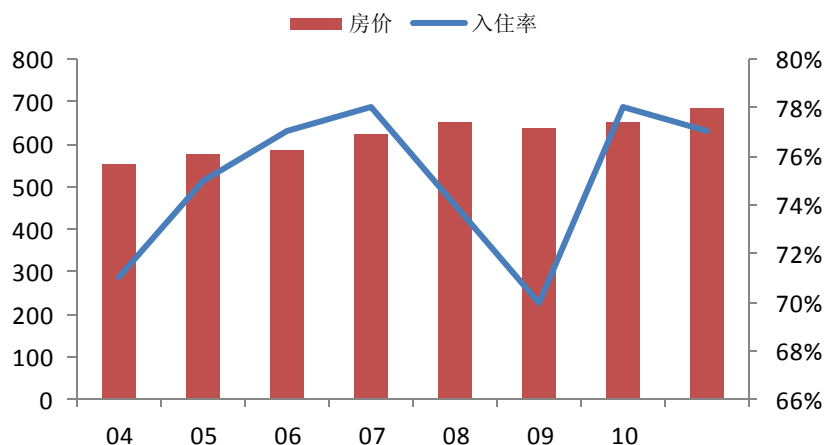
1. 《金陵饭店深度调研报告—品牌扩张渐入佳境，五大看点照亮未来》2010.10
2. 《金陵饭店点评报告—零溢价收购优质资产，公司扩张迈大步》2010.11.19
3. 《金陵饭店深度报告—轻重资产扩张齐头并进，多重看点照亮未来》2010.12.02

一、酒店本部经营良好，抵抗经济周期风险高于市场预期

1、公司本部经营良好，入住率保持较高水平，房价稳步提升

酒店本部全年入住率77%，略低于去年78%的历史最高水平，但对高星级酒店而言，这是非常理想的状态。从房价来看，11年平均房价达到685，较去年660元的水平有所提高，基本能够覆盖成本上升带来的压力。

图 1：公司本部入住率长期保持在高位

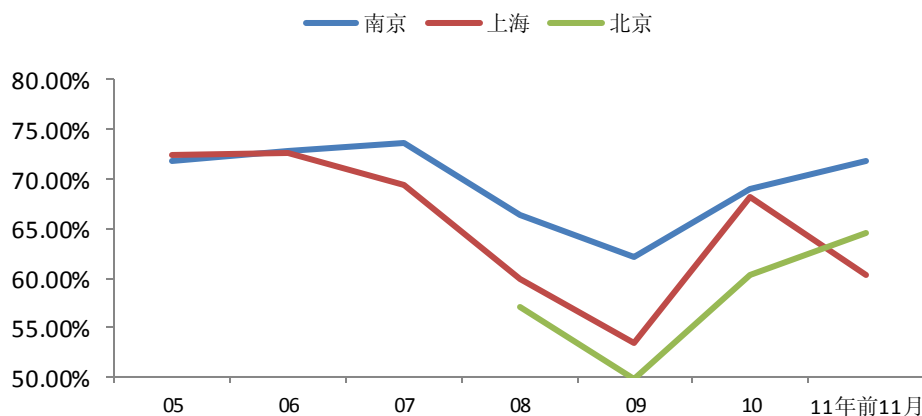


资料来源：wind，民生证券研究所

2、公司本部业务体现较强的抗经济风险能力

近年来本部的经营保持了较高的景气度，入住率长期保持在70%以上的高位，与上海、北京五星级酒店60%左右的入住率相比，南京五星级酒店保持了较高的水平，而且呈现出很大的刚性，受经济周期的影响小于市场预期。

图 2：与北京、上海相比，南京五星级酒店入住率更高且更加稳定



资料来源：wind，民生证券研究所

3、内在品质过硬，外部需求旺盛，公司酒店业务高景气将持续

公司整体的管理能力优势是公司经营的保证，公司五度蝉联全球服务业领域最高奖项——“五星钻石奖”，成为国内酒店品牌唯一。持续稳定的高品质服务为公司带来了持续稳定的高品质客源。

表 1: 公司整体管理能力突出

	奖项	备注
公司治理	连续三年被评为“上市公司金圆桌奖优秀董事会” 五度蝉联“五星钻石奖”	唯一上榜的旅游类上市公司 全球服务业领域最高奖项
服务质量	连续六年荣膺“中国十大最受欢迎商务酒店” 六度蝉联“中国最佳商务酒店” 首届“中国饭店金星奖”	中国饭店业最高荣誉
餐饮质量	连续八年荣膺“英国 SAGA 最佳美食奖”	
社会责任	连续四年蝉联“中国 TOP100 最佳雇主”	中国企业最高荣誉之一
发展潜力	荣膺“中国 100 家最具发展潜力品牌企业”	

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

外部需求旺盛为公司经营提供良好环境。从大环境来看, 与上海北京等一线城市相比较, 南京每千万游客量所拥有的五星级酒店数约为 2, 北京和上海分别为 3 和 4, 较低的竞争强度能够保证公司的客源。

我们认为随着南京经济发展和交通地位提升, 经济辐射能力的进一步增强; 会展经济发展带来新的市场需求, 未来南京高星级酒店市场的强势依旧。部分二三线城市高星级酒店市场同样会“刚”于市场预期。

二、酒店管理业务增长迅速, 未来再造半个金陵

年内公司酒店管理业务实现较快扩张, 达到 112 家, 新签酒店约 20 家, 且全部为五星级酒店。据估算, 签约 5 星级酒店达到 85 家左右, 在国内酒店管理公司中排名第一。

酒店管理业务统计更加“单纯”, 毛利和净利率水平将大幅提升。在之前的统计中, 14 家经济型酒店“金一村”统计在酒店管理业务之中, 营业收入占比比较大, 2010 年在 55% 以上, 对业务毛利率和净利率影响也比较大。2011 年开始酒店管理业务统计将不包括金一村业务。酒店管理业务轻资产的特点将会体现的比较明显, 毛利和净利率水平将会得到较大幅度的提高。

表 2: 近年来公司酒店管理业务呈现加速增长势头

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
管理酒店数	68	81	92	112	134	160
房间数 (万间)	1.6	2.1	2.7	3.3	3.9	4.4
营业收入 (万元)	5093	6486	7169.6	8460	10000	12000
yoy		27.35%	10.54%	18.00%	18.20%	20.00%
净利率	12.72%	22.40%	34.87%	35.00%	36.00%	38.00%
净利润	648	1453	2499.82	2961	3600	4560
公司权益净利润 (万元)	173.65	389	1432.1	1696	2062	2612

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

最近几年国内新建五星级酒店数量巨大, 预计公司的酒店管理业务新签酒店数呈现加速增长的趋势。目前公司酒店管理业务整体成熟度较低, 开业酒店占比 50-60%, 不少酒店仍处于建设期, 对公司贡献有限。待整体进入成熟期后, 可望再造“半个金陵”。

三、涉地项目作出相应调整, 减缓地产调控影响

国家对房地产的持续大力度调控, 对南京市场也形成了不小的影响, 公司的涉地业务也作出了相应的调整。其中金陵二期是商业地产项目, 所受影响最小, 各项进度均按照计划顺利进行。

天泉湖项目中养老公寓属于江苏省十二五旅游重点项目, 市场前景比较看好。目前公司积极探索与发达国家高端养老机构合作, 探索新的产业模式。受调控影响, 目前先开工一栋, 其余计划中的四栋缓建; 在成本方面, 努力将售价控制在每平米 6500 元左右,

单价60万左右，以适应市场需求。

公司参股的玛斯兰德项目进入四期的销售期，四期项目为了控制总价，不再进行精装修。在业绩方面，由于未来两年主要是结算第三期收入，调控对未来两年业绩影响不大。主要影响来自土地增值税的一次性征缴，税额在1亿左右，可能影响未来两年的投资收益。

四、价值低估较为明显，调高评级为“强烈推荐”

受地产调控和新项目开业影响，预计未来两年 EPS 增速放缓，2011 年和 2012 年预计分别为 0.40 元和 0.44 元。公司作为我国酒店管理业的旗帜，基本面扎实，轻重资产扩张有序，休闲度假区建设、高端养老模式探索都有可能开创出新的连锁经营模式，未来服务业大发展中公司前景非常看好。

表 3: 公司估值水平属于行业最低

	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB (MRQ)
	TTM	12E	13E	TTM	12E	13E	
行业均值 (整体法)	0.2870	0.4245	0.5226	35.93	28.60	22.43	3.24
行业中值	0.2494	0.4341	0.4675	34.71	29.80	23.27	2.96
中国国旅	0.6845	0.7887	1.1246	36.12	31.34	21.98	4.76
锦江股份	0.5083	0.5989	0.7280	33.25	28.22	23.22	2.50
宋城股份	0.5687	0.6227	0.8066	36.15	33.02	25.49	2.84
黄山旅游	0.6182	0.6310	0.7712	23.89	23.41	19.15	4.01
中青旅	0.6831	0.7392	0.9138	22.00	20.33	16.45	2.53
全聚德	0.8598	0.8216	0.9451	32.09	33.58	29.19	5.01
峨眉山 A	0.5919	0.5901	0.7239	27.49	27.57	22.48	4.39
湘鄂情	0.3791	0.5323	0.7359	39.93	28.44	20.57	2.51
丽江旅游	0.3290	0.6306	0.7838	55.45	28.92	23.27	3.43
桂林旅游	0.2472	0.3163	0.4018	30.86	24.12	18.99	1.91
ST 张家界	0.2494	0.2562	0.3257	34.24	33.33	26.22	10.42
首旅股份	0.5111	0.4931	0.6005	23.07	23.91	19.63	2.74
金陵饭店	0.3793	0.3751	0.4256	17.87	18.08	15.93	1.79
华天酒店	0.1360	0.2227	0.2361	31.04	18.95	17.87	2.07
东方宾馆	0.0661	0.0815	0.0926	94.13	76.24	67.09	2.81
新都酒店	0.0333	0.0000	0.0000	112.90	0.00	0.00	4.32
ST 东海 A	-0.0101	0.0000	0.0000	-324.48	0.00	0.00	14.64

资料来源: wind, 民生证券研究所

二级市场上公司股价大幅调整，2011 年预期市盈率 17 倍，PB 为 1.79 倍，均为旅游全行业最低，低估明显，因此调高公司评级为“强烈推荐”评级，三个月目标价为 9 元。

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
一、营业总收入	442	515	690	900
减：营业成本	218	254	325	430
营业税金及附加	13	15	21	26
销售费用	59	71	108	137
管理费用	60	79	80	155
财务费用	(6)	(2)	(0)	2
资产减值损失	1	0	0	0
加：投资收益	16	46	10	40
二、营业利润	114	146	167	190
加：营业外收支净额	5	1	4	5
三、利润总额	119	148	171	195
减：所得税费用	27	26	42	52
四、净利润	92	122	129	143
归属于母公司的利润	85	112	118	132
五、基本每股收益 (元)	0.29	0.38	0.40	0.44
主要财务指标				
项目	2009A	2010A	2011E	2012E
EV/EBITDA	--	--	13.71	15.22
成长能力:				
营业收入同比	4.8%	16.4%	18.0%	36.2%
营业利润同比	24.6%	28.4%	25.2%	11.7%
净利润同比	32.7%	32.0%	24.6%	9.8%
营运能力:				
应收账款周转率	20.70	15.67	22.58	18.55
存货周转率	5.94	4.43	7.26	5.43
总资产周转率	0.32	0.31	0.41	0.45
盈利能力与收益质量:				
毛利率	50.6%	50.7%	53.9%	52.7%
净利率	19.3%	21.9%	19.0%	16.0%
总资产净利率 ROA	6.6%	7.3%	8.5%	7.7%
净资产收益率 ROE	7.7%	8.7%	9.7%	9.2%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	3.43	3.02	3.52	3.34
资产负债率	14.9%	18.2%	18.1%	19.8%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	15.5%	23.1%
每股指标 (元)				
每股收益	0.29	0.38	0.40	0.44
每股经营现金流量	0.22	0.21	0.37	0.26
每股净资产	4.28	4.99	5.14	5.99

资产负债表				
项目 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
货币资金	439	547	545	682
应收票据	0	0	0	0
应收账款	26	40	34	59
预付账款	50	49	58	91
其他应收款	3	8	5	10
存货	92	140	107	200
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	701	875	748	1,041
长期股权投资	86	96	126	126
固定资产	238	226	222	204
在建工程	485	614	695	794
无形资产	0	18	0	17
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	810	955	1,043	1,141
资产总计	1,510	1,830	1,791	2,231
短期借款	0	20	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	50	81	54	111
预收账款	59	63	80	111
其他应付款	62	87	65	74
应交税费	16	18	13	16
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	204	289	213	312
长期借款	0	0	50	100
其他非流动负债	21	21	61	21
非流动负债合计	21	21	111	121
负债合计	225	333	324	433
股本	300	300	300	300
资本公积	437	437	437	437
留存收益	262	374	500	652
少数股东权益	286	385	304	409
所有者权益合计	1,285	1,497	1,541	1,798
负债和股东权益合计	1,510	1,830	1,865	2,231
现金流量表				
项目 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动现金流量	65	62	112	79
投资活动现金流量	(194)	(46)	(104)	(45)
筹资活动现金流量	73	91	70	48
现金及等价物净增加	(56)	107	78	82

资料来源：民生证券研究所

分析师与联系人简介

李振飞，南开大学旅游管理硕士，有两年多大型咨询公司工作经验。08年加盟民生证券研究所，本人有较深的旅游行业教育背景，从事旅游行业及上市公司研究3年以上，对旅游行业有较深入的认识。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyang@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。