

# 资产优质，长期看好

# 买入维持

## 投资要点:

- 2011年三季度单季营收同比增长27%，净利润同比增长33%
- 三季报业绩低于预期，调低全年业绩4分钱至0.29元
- 大型直营连锁与小型连锁协同发展，“三百工程”进展良好

## 报告摘要:

- 报告期内，公司实现每股收益0.18元。**公司三季度实现单季营业收入1.88亿，同比增长26.60%；实现净利润680万元，同比增长33.34%；扣除非经常性损益后公司实现净利润606万元，同比增长19.91%；
- 期间费用率增速低于营收增速，毛利率基本持平。**受通胀影响，餐饮采购价格的持续上涨从而拉动整体运营成本的提升，毛利率58.63%，同比略降1.11%；由于店面扩张带来人员增加和通胀影响，期间费用率同比增长24.04%，低于营收增长。
- “三百工程”正在进行，前景看好。**公司计划用1—3年时间开设300家以上的老字号小型连锁店，主要包括西安饭庄锅贴、陕西风味小吃连锁店等，以迅速扩张老字号网店和规模。小型规模连锁投入小，回报快，基本单店均可实现当月盈利，公司在报告期内的净利润增加主要是由于大力发展餐饮业及食品加工业导致公司餐饮主业收入上升。
- 非公开发行A股通过审核。**公司拟向特定对象非公开发行A股，发行数量不超过4200万股，最终发行价为8.89元/股。
- 内生增长与外延式扩张双轮驱动，维持买入评级。**公司资产结构调整后，餐饮主业突出，公司财务费用大幅下降。同时受益于园博会，公司存量门店2011年起进入盈利释放周期。协同大型规模连锁与中小型连锁外延式扩张双轮驱动，未考虑增发后摊薄，调低2011-2013年EPS0.29元、0.40元、0.46元，对应PE25倍、18倍、16倍，维持买入评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入/	56,365	59,215	66,700	74,665	83,692
同比增长率	3.53%	5.06%	12.64%	11.94%	12.09%
净利润/万元	4,700	3,440	5,827	7,903	9,218
同比增长率	241.68%	-26.82%	69.39%	35.64%	16.64%
每股收益/元	0.24	0.17	0.29	0.40	0.46
PE	34	48	28	20	18

## 服务业研究组

### 分析师:

陈旭 (S1180511010002)

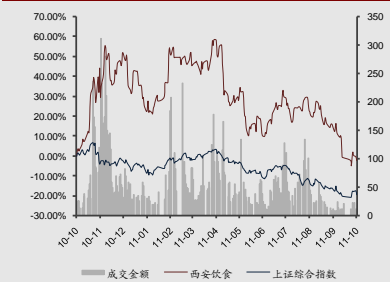
### 联系人:

孙妍

电话: 010-88085720

Email: sunyan@hysec.com

## 市场表现



## 公司数据

总股本(亿股)	2.00
总市值(亿元)	16.52
流通比例	83.5%
12个月最高/最低(元)	13.59/7.75
主要股东	西安旅游集团有限责任公司

数据来源: 港澳资讯

## 相关研究

- 1《宏源证券\*公司调研简报\*西安饮食:老字号品牌腾飞在即\*000721\*旅游酒店行业\*孙妍》, 2011.5
- 2《宏源证券\*公司年报简评\*西安饮食:扣非后主要门店净利润增长86%\*000721\*旅游酒店行业\*孙妍》, 2011.3
- 3《宏源证券\*公司深度研究\*西安饮食:显著受益于世园会的西安餐饮龙头\*000721\*旅游酒店行业\*孙妍》, 2011.2

表 1: 公司旗下主要门店盈利情况/万元

分公司	控股比例	2006		2007		2008		2009		2010	
		收入	净利润	收入	净利润	收入	净利润	收入	净利润	收入	净利润
单位: 万元											
西安饭庄	100%	6457	1160	7074	1450	9453	1448	11503	1439	14,905	5,101
老孙家饭庄	100%	5406	491	6173	518	6507	562	6852	57	7,344	(338)
五一饭店	100%	2535	395	2778	373	2972	425	2629	152	2,425	(72)
西安烤鸭店	100%	2675	349	2740	360	2700	370	2912	378	2,980	68
德发长酒店	100%	3789	359	4250	366	4485	403	4784	389	5,547	384
东亚饭店	100%	1697	342	1977	341	2219	446	2111	290	937	92
同盛祥饭庄	100%	2190	224	2565	264	2994	307	3848	477	4,580	509
解放路饺子店	100%	462	(39)	76	0	112		168	0	49	(2)
大香港	75%	-	180	-	180	-	324	-	172		585
合计		25211	3522	27633	3852	31441	4284	34806	3354	38767	6327
鲜达饮品公司	100%		(657)	56	(97)	56	(83)	56	(373)	56	(52)
永宁宫大酒店	100%	924	69	1455	(135)	1329	(424)	1353	(370)	1,547	(283)
桃李村饭店	100%	394	54	262	73	309	65	183	(9)	136	(36)
西京国际饭店	100%	2415		3014	(247)	3166	(250)	1193	(76)		
清雅斋饭庄	100%	277	(129)	77	0	152	2	134	(10)	134	(13)
老孙家筹建处	100%		(1044)		(1157)		(841)				1
合计		28758	2657	32420	3266	36341	3271	37557	2344	40639	6155
公司总部			(654)	171	186	212	(711)	148	2559	37	(1,724)
合计		28758	2003	32591	3452	36553	2560	37705	4903	40676	4431
投资收益			9		251		7		5264		30
合计		28758	2012	32591	3703	36553	2567	37705	10167	40676	4461

财务报表及财务指标预测						2011年10月18日	股价: 8.12			
	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
<b>利润表</b>						<b>成长性</b>				
营业收入	56,365	59,215	66,700	74,665	83,692	营业收入增长率	5.1%	12.6%	11.9%	12.1%
减: 营业成本	22,065	24,280	26,213	28,373	32,640	营业利润增长率	-79.8%	479.9%	35.0%	16.4%
营业税费	2,890	3,001	3,202	3,211	4,017	净利润增长率	-26.8%	69.4%	35.6%	16.6%
销售费用	24,170	26,514	28,348	31,359	33,477	EBITDA增长率	-60.3%	82.4%	32.5%	15.5%
管理费用	3,437	3,340	3,402	2,987	3,348	EBIT增长率	-76.5%	287.4%	33.3%	15.6%
财务费用	2,066	707	120	23	-55	NOPLAT增长率	-36.6%	36.2%	33.8%	15.8%
资产减值损失	250	42	-280	50	53	投资资本增长率	-17.5%	-5.1%	14.0%	10.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	1.3%	13.9%	16.5%	16.5%
投资和汇兑收益	5,264	30	2,200	2,000	2,200					
<b>营业利润</b>	<b>6,752</b>	<b>1,362</b>	<b>7,896</b>	<b>10,663</b>	<b>12,413</b>	<b>利润率</b>				
加: 营业外净收支	-209	3,553	-83	-75	-66	毛利率	59.0%	60.7%	62.0%	61.0%
<b>利润总额</b>	<b>6,542</b>	<b>4,915</b>	<b>7,813</b>	<b>10,587</b>	<b>12,346</b>	营业利润率	2.3%	11.8%	14.3%	14.8%
减: 所得税	1,723	1,254	1,953	2,647	3,087	净利润率	5.8%	8.7%	10.6%	11.0%
<b>净利润</b>	<b>4,700.1</b>	<b>3,439.7</b>	<b>5,826.5</b>	<b>7,903.1</b>	<b>9,217.9</b>	EBITDA/营业收入	7.7%	12.5%	14.8%	15.2%
<b>资产负债表</b>	<b>2008</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	EBIT/营业收入	3.5%	12.0%	14.3%	14.8%
货币资金	9,530	9,019	10,005	11,200	15,206	<b>运营效率</b>				
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	186	164	152	146
应收帐款	2,799	1,460	1,668	1,867	2,092	流动营业资本周转天数	-62	-58	-48	-47
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	101	83	82	87
预付帐款	2,742	984	1,001	1,120	1,255	应收帐款周转天数	4	5	5	5
存货	3,070	3,471	3,335	3,733	4,185	存货周转天数	20	18	17	17
其他流动资产	-0	0	0	-0	0	总资产周转天数	444	379	342	337
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	239	187	174	174
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>				
长期股权投资	1,760	1,542	1,543	1,543	1,543	ROE	8.7%	12.2%	14.2%	14.2%
投资性房地产	-	3,660	3,660	3,660	3,660	ROA	5.1%	8.6%	10.8%	11.2%
固定资产	30,908	30,433	30,237	32,676	35,282	ROIC	10.1%	16.8%	23.6%	24.0%
在建工程	15,519	11,925	6,670	7,466	8,369	<b>费用率</b>				
无形资产	4,341	4,557	4,669	5,227	5,858	销售费用率	44.8%	42.5%	42.0%	40.0%
其他非流动资产	2,850	5,337	5,337	5,337	5,337	管理费用率	5.6%	5.1%	4.0%	4.0%
<b>资产总额</b>	<b>73,519</b>	<b>72,388</b>	<b>68,124</b>	<b>73,828</b>	<b>82,788</b>	财务费用率	1.2%	0.2%	0.0%	-0.1%
短期债务	12,590	9,990	3,315	1,304	-	三费/营业收入	51.6%	47.8%	46.0%	43.9%
应付帐款	10,836	11,922	13,340	14,933	16,738	<b>偿债能力</b>				
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	41.8%	30.5%	27.2%	24.9%
其他流动负债	6,202	6,113	6,847	7,086	7,357	负债权益比	71.7%	44.0%	37.4%	33.1%
长期借款	310	318	318	318	318	流动比率	0.53	0.86	0.97	1.19
其他非流动负债	1,987	1,895	2,127	2,127	2,127	速动比率	0.41	0.68	0.77	0.97
<b>负债总额</b>	<b>31,925</b>	<b>30,237</b>	<b>21,101</b>	<b>20,922</b>	<b>21,604</b>	利息保障倍数	2.93	66.91	457.41	-223.20
<b>少数股东权益</b>	<b>635</b>	<b>745</b>	<b>778</b>	<b>815</b>	<b>857</b>	<b>分红指标</b>				
股本	19,953	19,953	19,953	19,953	19,953	DPS(元)	1.50	-	-	-
留存收益	21,006	21,453	27,280	35,183	44,401	分红比率	87.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>41,595</b>	<b>42,151</b>	<b>48,011</b>	<b>55,951</b>	<b>65,211</b>	股息收益率	18.5%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2008</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
净利润	4,700	3,440	5,860	7,940	9,260	EPS(元)	0.17	0.29	0.40	0.46
加: 折旧和摊销	3,552	3,900	311	348	391	BVPS(元)	2.11	2.41	2.80	3.27
资产减值准备	250	42	-280	50	53	PE(X)	47.1	27.8	20.5	17.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.8	3.4	2.9	2.5
财务费用	3,132	1,783	405	120	23	P/FCF	19.3	83.5	50.4	32.8
投资收益	-5,264	-30	-2,200	-2,000	-2,200	P/S	2.7	2.4	2.2	1.9
少数股东损益	119	221	33	37	42	EV/EBITDA	34.2	17.8	13.2	11.0
营运资金的变动	3,071	120	2,296	1,115	1,174	CAGR(%)	44.3%	58.8%	18.1%	36.3%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>8,077</b>	<b>4,561</b>	<b>6,140</b>	<b>7,514</b>	<b>8,663</b>	PEG	1.1	0.5	1.1	0.5
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>14,504</b>	<b>1,263</b>	<b>2,564</b>	<b>-1,047</b>	<b>-1,091</b>	ROIC/WACC	0.9	1.5	2.1	2.1
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-24,489</b>	<b>-6,335</b>	<b>-6,795</b>	<b>-2,034</b>	<b>-1,249</b>	REP	4.9	3.0	1.8	1.6

**机构销售团队**

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。