

计提超额利润，实现高管股权激励

买入维持

投资要点:

- 📖 2012年起高管全面实现股权激励，为期5年，股份锁定期5年
- 📖 预计2012年主业净利润翻番，老字号品牌腾飞在即
- 📖 优质资产+有效的管理机制转变，业绩拐点显现

报告摘要:

- **公司发布激励基金实施方案，2012-2016年实现持续性的高管股权激励。**激励对象包括公司总部高级管理人员和其它管理人员、各分、子公司管理班子成员及技术骨干、管理骨干、服务骨干及其它业务骨干。
- **分段计提扣非后超额净利润形成奖励基金，1:1集合高管自有资金于年报审计后120个工作日在二级市场行权，股份锁定期限5年。**具体计提比例如下：在公司考核年度经审计的净利润较上年增长达到20%的前提下，以当年扣非后的净利润为基数，较上年增加额按照以下比例分段计提激励基金：扣非后净利润增长低于20%，不计提；扣非后净利润增长在20%—50%的部分，按照不超过20%的比例计提；扣非后净利润增长在50%—100%的部分，按照不超过30%的比例计提；扣非后净利润增长在100%以上的部分，按照不超过50%的比例计提。行权时间为年报审计后的120个工作日内，股份锁定期限5年。
- **预计2012年主业净利润翻番，原有门店增长与蜿蜒式扩张双轮驱动，维持买入评级。**新增利润将从如下几个方面来实现：1、公司原有网点实现40%增速（40%为西安市的行业增速），新增利润1000万；2、公司募投项目中的节能改造已提前用自有资金完成，明年将节约500万左右的燃料费用；3、三百工程小店今年实现利润100万，明年店面翻番、利润翻番，实现利润200万元；5、食品工业园今年实现盈亏平衡，明年实现净利润600万元。扣除新开店开办费用后，将实现新增利润2100万。未考虑增发后摊薄，预计2011-2013年EPS0.29元、0.40元、0.46元，对应PE30倍、22倍、19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	39	54	32	23	20

服务业研究组

分析师:

陈旭 (S1180511010002)

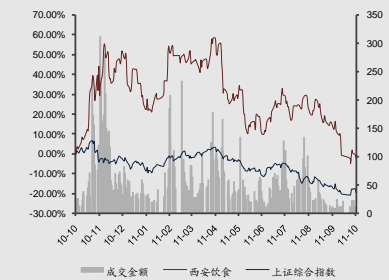
联系人:

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)	18.54
流通比例	83.5%
12个月最高/最低(元)	13.59/7.66
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

按照奖励基金实施方案中规定：在公司考核年度经审计的净利润较上年增长达到 20% 的前提下，以当年实现扣除非经常性损益后的净利润（以下简称“扣非后净利润”）为基数，较上年增加额按照以下比例计提激励基金：

- 1、扣非后净利润增长低于 20%，不计提；
- 2、扣非后净利润增长在 20%—50% 的部分，按照不超过 20% 的比例计提；
- 3、扣非后净利润增长在 50%—100% 的部分，按照不超过 30% 的比例计提；
- 4、扣非后净利润增长在 100% 以上的部分，按照不超过 50% 的比例计提。

经测算，假设 2011-2013 年主业净利润增速分别为 100%、100%、80%，假设以每股 10 元的价格行权，加上高管自己出的资金，行权股数分别为 24.11 万股、35.93 万股、51.32 万股，行权后，股份锁定期 5 年。

表 1：行权资金及购买股数

	2010A	2011E	2012E	2013E	合计
主业净利润/万元	648.00	1425.60	2851.20	5132.16	
奖励基金		200.88	299.38	427.68	
行权资金/万元		241.06	359.25	513.22	1113.52
行权股数/万股		24.11	35.93	51.32	111.35

资料来源：wind 资讯,宏源证券

同时，从我们的盈利预测中可以看出 2012 年新增的扣除投资收益的净利润为 2100 万，我们认为这部分新增利润将从如下几个方面来实现：1、公司原有网店实现 40% 增速（40% 为西安市的行业增速），新增利润 1000 万；2、公司募投项目中的节能改造以提前用自有资金完成，明年将节约 500 万左右的燃料费用，将直接转化为利润增量；3、新增的两个门店及西安饭庄拆迁后的替代店开办费用可控，产生费用 200 万元；4、三百工程小店今年实现利润 100 万，明年店面翻番、利润翻番，实现利润 200 万元；5、食品工业园今年实现盈亏平衡，明年实现净利润 600 万元。加总后，我们认为明年主业实现新增利润 2100 万，增速 64% 可实现。

表 2: 行权资金计算步骤

2011年				奖励基金
20%-50%	777.60	972.00	194.40	38.88
50%-100%	972.00	1296.00	324.00	97.20
100*120%	1296.00	1425.60	129.60	64.80
合计				200.88
高管奖励基金 (占比全部基金的60%)				120.53
1:1加上自有资金以后的行权资金/万元				241.056
2012年				
20%-50%	1710.72	2138.40	427.68	85.54
50%-100%	2138.40	2851.20	712.80	213.84
合计				299.38
高管奖励基金 (占比全部基金的60%)				179.63
1:1加上自有资金以后的行权资金/万元				359.2512
2013年				
20%-50%	3421.44	4276.80	855.36	171.07
50%-100%	4276.80	5132.16	855.36	256.61
合计				427.68
高管奖励基金 (占比全部基金的60%)				256.61
1:1加上自有资金以后的行权资金/万元				513.216

资料来源: wind 资讯,宏源证券

表 3: 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	
单位: 万元		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
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11月9日	股价: 9.29			
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	56,365	59,215	66,700	74,665	83,692	成长性				
减: 营业成本	22,065	24,280	26,213	28,373	32,640	营业收入增长率	5.1%	12.6%	11.9%	12.1%
营业税费	2,890	3,001	3,202	3,211	4,017	营业利润增长率	-79.8%	479.9%	37.6%	14.3%
销售费用	24,170	26,514	28,348	31,359	33,477	净利润增长率	-26.8%	69.4%	38.2%	14.5%
管理费用	3,437	3,340	3,402	2,987	3,348	EBITDA增长率	-60.3%	82.4%	34.9%	13.5%
财务费用	2,066	707	120	23	-55	EBIT增长率	-76.5%	287.4%	35.8%	13.5%
资产减值损失	250	42	-280	50	53	NOPLAT增长率	-36.6%	36.2%	36.3%	13.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-17.5%	-5.1%	14.5%	10.2%
投资和汇兑收益	5,264	30	2,200	2,200	2,200	净资产增长率	1.3%	13.9%	16.9%	16.5%
营业利润	6,752	1,362	7,896	10,863	12,413	利润率				
加: 营业外净收支	-209	3,553	-83	-75	-66	毛利率	59.0%	60.7%	62.0%	61.0%
利润总额	6,542	4,915	7,813	10,787	12,346	营业利润率	2.3%	11.8%	14.5%	14.8%
减: 所得税	1,723	1,254	1,953	2,697	3,087	净利润率	5.8%	8.7%	10.8%	11.0%
净利润	4,700.1	3,439.7	5,826.5	8,053.1	9,217.9	EBITDA/营业收入	7.7%	12.5%	15.0%	15.2%
资产负债表	2008	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	3.5%	12.0%	14.6%	14.8%
货币资金	9,530	9,019	10,005	11,200	15,206	运营效率				
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	175
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率				
长期股权投资	1,760	1,542	1,543	1,543	1,543	ROE	8.7%	12.2%	14.4%	14.2%
投资性房地产	-	3,660	3,660	3,660	3,660	ROA	5.1%	8.6%	11.0%	11.2%
固定资产	30,908	30,433	30,237	32,676	35,282	ROIC	10.1%	16.8%	24.1%	23.9%
在建工程	15,519	11,925	6,670	7,466	8,369	费用率				
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%
资产总额	73,519	72,388	68,124	73,828	82,788	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	偿债能力				
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	41.8%	30.5%	27.2%	24.8%
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%	37.3%	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
负债总额	31,925	30,237	21,101	20,922	21,604	利息保障倍数	2.93	66.91	465.97	-223.20
少数股东权益	635	745	778	815	857	分红指标				
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	35,333	44,551	分红比率	87.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	41,595	42,151	48,011	56,101	65,361	股息收益率	16.1%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2008	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	4,700	3,440	5,860	8,090	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	2.81	3.28
资产减值准备	250	42	-280	50	53	PE(X)	53.9	31.8	23.0	20.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.4	3.9	3.3	2.8
财务费用	3,132	1,783	405	120	23	P/FCF	22.1	95.5	55.1	37.5
投资收益	-5,264	-30	-2,200	-2,200	-2,200	P/S	3.1	2.8	2.5	2.2
少数股东损益	119	221	33	37	42	EV/EBITDA	39.3	20.6	15.0	12.8
营运资金的变动	3,071	120	2,296	1,115	1,174	CAGR(%)	44.3%	58.8%	18.9%	36.3%
经营活动产生现金流量	8,077	4,561	6,140	7,464	8,663	PEG	1.2	0.5	1.2	0.6
投资活动产生现金流量	14,504	1,263	2,564	-847	-1,091	ROIC/WACC	0.9	1.5	2.1	2.1
融资活动产生现金流量	-24,489	-6,335	-6,795	-2,034	-1,249	REP	5.7	3.5	2.1	1.8

机构销售团队

华北区域	郭振举	牟晚凤	孙利群	
	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐	王俊伟	赵佳	奚曦
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	021-51782236 wangjunwei@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红	贾浩森	雷增明	罗云
	010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085989 leizengming@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁			
	010-88085991 zenglijie@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。