

“三百工程”蓄势待发

买入维持

投资要点:

- 2011年中期营收同比增长14%，净利润同比增长20%
- 受益于西安园博会，三季度有望业绩超预期
- 大型直营连锁与小型连锁协同发展，“三百工程”已经开锣

报告摘要:

- 报告期内，公司实现每股收益0.2元。报告期内公司实现营业收入3.08亿，同比增长14.36%；实现净利润3000万元，同比增长371.35%；扣除非经常性损益后公司实现净利润749万元，同比增长19.7%；
- 期间费用率增速低于营收增速，主业毛利率基本持平。餐饮主业毛利率55.81%，同比略降0.33%；期间费用率控制良好，同比增长11.13%，低于营收增长。
- “三百工程”正在进行时，老字号小型连锁店成绩喜人。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，德发长特色水饺连锁店，老孙家饭庄、同盛祥饭庄的牛羊肉泡馍连锁店等。上半年已发展老字号便利店、连锁店23家，小型规模连锁投入小，回报快，基本单店均可实现当月盈利，一百平米左右门店成熟经营后单月净利润约一万元，若开业100家门店，将增厚全年净利润1200万元。
- 走出潼关，异地复制打响杭州第一站。上半年杭州店实现营业收入106万元，杭州市饮食文化丰富，南方菜系广受亲睐，但西安饭庄进驻后，经营情况良好，当年即可实现盈亏平衡。
- 内生增长与外延式扩张双轮驱动，维持买入评级。公司目前拥有营业网点70家，其中小型规模连锁39家，资产结构调整后，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，预计2011-2013年EPS0.33元、0.44元、0.51元，对应PE33倍、25倍、22倍，维持买入评级。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入/	56,365	59,215	69,409	82,122	95,766
同比增长率	3.53%	5.06%	17.21%	18.32%	16.61%
净利润/万元	4,700	3,440	6,652	8,878	10,104
同比增长率	241.68%	-26.82%	93.39%	33.46%	13.81%
每股收益/元	0.24	0.17	0.33	0.44	0.51
PE	46	64.2	33.2	24.9	21.9

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)	22.09
流通比例	83.5%
12个月最高/最低(元)	13.59/6.5
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7月14日	股价: 11.07			
	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性				
营业收入	56,365	59,215	69,409	82,122	95,766	营业收入增长率	5.1%	17.2%	18.3%	16.6%
减: 营业成本	22,065	24,280	27,278	31,207	37,349	营业利润增长率	-79.8%	560.6%	32.9%	13.6%
营业税费	2,890	3,001	3,332	3,531	4,597	净利润增长率	-26.8%	93.4%	33.5%	13.8%
销售费用	24,170	26,514	29,499	32,028	36,391	EBITDA增长率	-60.3%	106.7%	31.0%	13.0%
管理费用	3,437	3,340	3,540	3,285	3,831	EBIT增长率	-76.5%	340.5%	31.4%	12.9%
财务费用	2,066	707	118	18	-64	NOPLAT增长率	-36.6%	55.1%	31.8%	13.1%
资产减值损失	250	42	-253	94	74	投资资本增长率	-17.5%	-3.9%	14.7%	10.6%
加: 公允价值变动	-	-	-	-	-	净资产增长率	1.3%	15.9%	18.3%	17.6%
投资和汇兑收	5,264	30	3,100	-	-					
营业利润	6,752	1,362	8,996	11,960	13,590	利润率				
加: 营业外净收支	-209	3,553	-81	-68	-54	毛利率	59.0%	60.7%	62.0%	61.0%
利润总额	6,542	4,915	8,916	11,892	13,535	营业利润率	2.3%	13.0%	14.6%	14.2%
减: 所得税	1,723	1,254	2,229	2,973	3,384	净利润率	5.8%	9.6%	10.8%	10.6%
净利润	4,700.1	3,439.7	6,652.0	8,878.0	10,103.7	EBITDA/营业收入	7.7%	13.6%	15.1%	14.6%
资产负债表	2008	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	3.5%	13.1%	14.6%	14.1%
货币资金	9,530	9,019	10,411	12,318	17,018	运营效率				
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	186	161	148	143
应收帐款	2,799	1,460	1,735	2,053	2,394	流动营业资本周转天数	-62	-57	-46	-47
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	101	82	80	85
预付帐款	2,742	984	1,041	1,232	1,436	应收帐款周转天数	4	5	5	5
存货	3,070	3,471	3,470	4,106	4,788	存货周转天数	20	18	17	17
其他流动资产	-0	0	-	0	-	总资产周转天数	444	371	331	324
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	239	181	161	155
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%	13.7%	15.4%	14.9%
投资性房地产	-	3,660	3,660	3,660	3,660	ROA	5.1%	9.5%	11.1%	11.0%
固定资产	30,908	30,433	31,564	36,184	39,786	ROIC	10.1%	19.1%	26.2%	25.8%
在建工程	15,519	11,925	6,941	8,212	9,577	费用率				
无形资产	4,341	4,557	4,859	5,749	6,704	销售费用率	44.8%	42.5%	39.0%	38.0%
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	70,561	80,394	92,243	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%	43.0%	41.9%
应付帐款	10,836	11,922	13,882	16,424	19,153	偿债能力				
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	41.8%	30.8%	28.2%	26.4%
其他流动负债	6,202	6,113	6,928	7,310	7,719	负债权益比	71.7%	44.5%	39.2%	35.8%
长期借款	310	318	318	318	318	流动比率	0.53	0.86	0.98	1.17
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	0.95
负债总额	31,925	30,237	21,724	22,637	24,335	利息保障倍数	2.93	77.38	674.10	#####
少数股东权益	635	745	779	821	868	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	28,105	36,983	47,087	分红比率	87.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	41,595	42,151	48,838	57,757	67,908	股息收益率	13.6%	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	6,687	8,919	10,152	EPS(元)	0.17	0.33	0.44	0.51
加: 折旧和摊销	3,552	3,900	324	383	447	BVPS(元)	2.11	2.45	2.89	3.40
资产减值准备	250	42	-253	94	74	PE(X)	64.2	33.2	24.9	21.9
公允价值变动损	-	-	-	-	-	PB(X)	5.2	4.5	3.8	3.3
财务费用	3,132	1,783	405	118	18	P/FCF	26.3	162.7	118.4	47.5
投资收益	-5,264	-30	-3,100	-	-	P/S	3.7	3.2	2.7	2.3
少数股东损益	119	221	35	41	48	EV/EBITDA	47.1	21.9	16.4	14.1
营运资金的变动	3,071	120	2,675	1,780	1,774	CAGR(%)	44.3%	66.0%	22.8%	40.5%
经营活动产生现	8,077	4,561	6,485	11,235	12,429	PEG	1.4	0.5	1.1	0.5
投资活动产生现	14,504	1,263	1,920	-5,604	-4,631	ROIC/WACC	0.9	1.6	2.2	2.2
融资活动产生现	-24,489	-6,335	-6,793	-2,028	-1,240	REP	7.0	3.7	2.3	2.1

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。