

# 毛利率提升,期间费用率控制良好 **增持** 维持

## 投资要点:

- 📖 资产整合进行中,增强主业竞争力
- 📖 费用控制合适,占主营收入比重稳定
- 📖 食品工业增强创新,拓宽销售渠道

## 报告摘要:

- **西安世园会顺利召开, 全公司实现营业总收入 67,197.50 万元, 同比增长 13.48%。**实现利润总额 5,178.55 万元, 同比增长 5.37%; 实现净利润 3,576.21 万元, 同比增长 3.97%; 期末公司每股收益 0.18 元, 同比增长 3.94%; 净资产收益率为 8.28%, 同比增长 0.22%, 总资产 73,124.45 万元, 同比增长 1.02%。
- **餐饮服务和食品销售毛利率稳步提升。**报告期内公司餐饮服务毛利率为 59.28%, 比去年增长 2.06%; 食品销售毛利率为 46.95%, 比去年提升 3.90%。公司主营业务毛利率提升主要由于公司开始实施“合理配置资产, 集合力量发展主业”的策略, 逐渐增强公司主业的竞争力。
- **公司三费控制能力较好, 资金利用效率得到提升。**三项费用合计 34,042.56 万元, 较上年同期增加 3,481.46 万元, 上升幅度 11.39%。公司三项费用增长控制幅度较好, 与主营收入比例比较稳定, 其中财务费率 0.92%, 同比下降 0.27 个百分点, 管理费用率下降 0.3 个百分点。
- **扣除投资收益后一季度净利润同比增长 6.6%, 预计半年报净利润增速范围-3.4%至 25.3%。**公司 2012 年第一季度净利润相比上年同期减少 86.04%, 主要原因是 2011 年一季度接收老孙家转让款 2225 万, 扣除投资收益后净利润同比增长 6.6%。预计半年报公司主业净利润增长范围为-3.4%至 25.3%。
- **投资建议。**2011 年扩张老字号大中型店和直营店、联营店 13 个, 其中开设大中型特色店 3 个, 发展老字号直营店、联营店 10 个。我们维持增持的投资评级, 预计 2012-2014 年每股收益 0.21 元、0.26 元、0.29 元, 对应 PE37 倍、30 倍, 26 倍。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入/万元	59,215	67,197	76,318	89,696	105,749
同比增长率/%	5.06%	10.06%	17.11%	17.53%	17.90%
净利润/万元	3,660	3,812	4,198	5,178	5,894
同比增长率/%	-26.82%	3.97%	16.33%	23.38%	13.80%
每股收益/元	0.17	0.18	0.21	0.26	0.29
PE	45	43	37	30	26

## 分析师

陈旭 (S1180511080001)

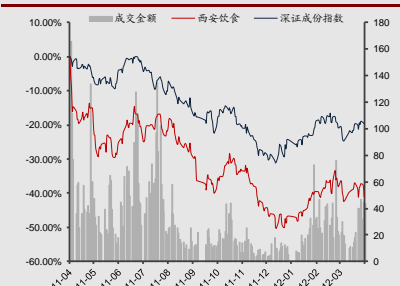
## 联系人

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 亿
总市值(亿元)	15.26
流通比例	83.75%
12 个月最高/最低(元)	13.4/6.22

## 相关研究

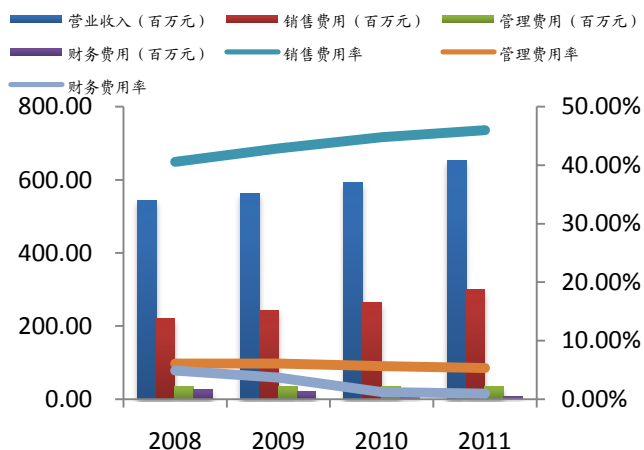
1《宏源证券\*公司深度研究\*西安饮食: 显著受益于世园会的西安餐饮龙头 \*000721\*旅游酒店行业\*孙妍》, 2011.2

表 1: 公司旗下主要门店盈利情况/万元

分公司	控股比例	2007		2008		2009		2010		2011	
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%	7074	1450	9453	1448	11503	1439	14,905	5,101	17541	1663
老孙家饭庄	100%	6173	518	6507	562	6852	57	7,344	-338	6644	-282
五一饭店	100%	2778	373	2972	425	2629	152	2,425	-72	249	-299
西安烤鸭店	100%	2740	360	2700	370	2912	378	2,980	68	2964	442
德发长酒店	100%	4250	366	4485	403	4784	389	5,547	384	7774	464
东亚饭店	100%	1977	341	2219	446	2111	290	937	92	21	-80
同盛祥饭庄	100%	2565	264	2994	307	3848	477	4,580	509	5737	783
解放路饺子店	100%	76	0	112		168	0	49	-2		
大香港	75%	-	180	-	324	-	172		585		685
合计		27633	3852	31441	4284	34806	3354	38767	6327	40930	3377
鲜达饮品公司	100%	56	-97	56	-83	56	-373	56	-52	56	-48
永宁宫大酒店	100%	1455	-135	1329	-424	1353	-370	1,547	-283	1,504	-280
桃李村饭店	100%	262	73	309	65	183	-9	136	-36	40.828	-25
西京国际饭店	100%	3014	-247	3166	-250	1193	-76				
清雅斋饭庄	100%	77	0	152	2	134	-10	134	-13	127.65	-16
老孙家筹建处	100%		-1157		-841				1		1
合计		32420	3266	36341	3271	37557	2344	40639	6155	42659	3009
公司总部		171	186	212	-711	148	2559	37	-1,724		1190
合计		32591	3452	36553	2560	37705	4903	40676	4431	42,659	4199
投资收益			251		7		5264		30		2242.5
合计		32591	3703	36553	2567	37705	10167	40676	4461	42,659	6442

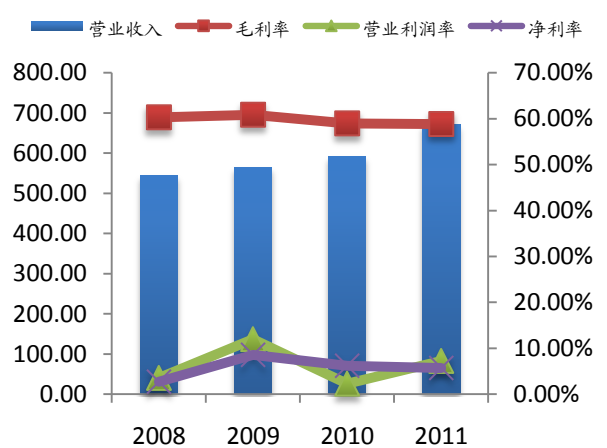
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 1: 公司费用率



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 2: 公司盈利能力分析



资料来源: 公司公告, 宏源证券

西安饮食财务报表及财务指标预测						2012年4月25日	股价: 7.65			
	2009	2011	2012E	2013E	2014E	财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
<b>利润表</b>						<b>成长性</b>				
营业收入	59,215	67,197	76,318	89,696	105,749	营业收入增长率	13.5%	13.6%	17.5%	17.9%
减: 营业成本	24,280	27,653	30,527	35,878	42,300	营业利润增长率	258.3%	16.2%	22.8%	13.5%
营业税费	3,001	3,539	3,969	4,664	5,499	净利润增长率	4.0%	16.3%	23.4%	13.8%
销售费用	26,514	29,965	33,580	39,466	46,530	EBITDA增长率	70.6%	-21.8%	23.5%	13.7%
管理费用	3,340	3,480	3,892	4,485	5,287	EBIT增长率	164.7%	4.7%	23.9%	13.5%
财务费用	707	598	62	142	159	NOPLAT增长率	1.0%	-3.7%	24.5%	13.8%
资产减值损失	42	42	617	97	71	投资资本增长率	-13.7%	9.3%	15.4%	10.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	8.5%	9.2%	10.4%	10.7%
投资和汇兑收益	30	2,959	2,000	2,000	2,000					
<b>营业利润</b>	<b>1,362</b>	<b>4,880</b>	<b>5,672</b>	<b>6,964</b>	<b>7,903</b>	<b>利润率</b>				
加: 营业外净收支	3,553	299	-74	-60	-44	毛利率	58.8%	60.0%	60.0%	60.0%
<b>利润总额</b>	<b>4,915</b>	<b>5,179</b>	<b>5,598</b>	<b>6,903</b>	<b>7,859</b>	营业利润率	7.3%	7.4%	7.8%	7.5%
减: 所得税	1,254	1,366	1,399	1,726	1,965	净利润率	5.3%	5.5%	5.7%	5.5%
<b>净利润</b>	<b>3,439.7</b>	<b>3,576.2</b>	<b>4,160.2</b>	<b>5,132.7</b>	<b>5,841.3</b>	EBITDA/营业收入	11.6%	8.0%	8.4%	8.1%
<b>资产负债表</b>	<b>2008</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	EBIT/营业收入	8.2%	7.5%	7.9%	7.6%
货币资金	9,019	12,904	11,448	13,454	15,862	<b>运营效率</b>				
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	154	134	130	124
应收帐款	1,460	1,802	1,908	2,242	2,644	流动营业资本周转天数	-53	-44	-47	-46
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	110	105	80	80
预付帐款	984	7,720	1,145	1,345	1,586	应收帐款周转天数	4	4	5	5
存货	3,471	3,601	3,816	4,485	5,287	存货周转天数	19	17	17	17
其他流动资产	0	-0	-0	-0	-0	总资产周转天数	390	341	307	295
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	177	151	145	139
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>				
长期股权投资	1,542	1,542	1,535	1,535	1,535	ROE	8.3%	8.4%	9.4%	9.7%
投资性房地产	3,660	3,526	3,526	3,526	3,526	ROA	5.2%	5.9%	6.3%	6.4%
固定资产	30,433	27,009	29,894	34,652	38,151	ROIC	12.4%	13.8%	15.8%	15.6%
在建工程	11,925	5,899	7,632	8,970	10,575	<b>费用率</b>				
无形资产	4,557	3,941	5,342	6,279	7,402	销售费用率	44.6%	44.0%	44.0%	44.0%
其他非流动资产	5,337	5,181	5,181	5,181	5,181	管理费用率	5.2%	5.1%	5.0%	5.0%
<b>资产总额</b>	<b>72,388</b>	<b>73,124</b>	<b>71,426</b>	<b>81,669</b>	<b>91,750</b>	财务费用率	0.9%	0.1%	0.2%	0.2%
短期债务	9,990	4,990	2,179	4,168	4,823	三费/营业收入	50.7%	49.2%	49.2%	49.2%
应付帐款	11,922	13,658	15,264	17,939	21,150	<b>偿债能力</b>				
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	37.4%	30.1%	32.5%	33.5%
其他流动负债	6,113	7,216	7,998	8,399	8,881	负债权益比	59.8%	43.0%	48.1%	50.4%
长期借款	318	326	326	326	326	流动比率	1.01	0.93	0.87	0.88
其他非流动负债	1,895	1,172	1,406	1,406	1,406	速动比率	0.87	0.73	0.69	0.69
<b>负债总额</b>	<b>30,237</b>	<b>27,371</b>	<b>21,475</b>	<b>26,540</b>	<b>30,727</b>	利息保障倍数	9.16	92.41	50.21	50.73
<b>少数股东权益</b>	<b>745</b>	<b>771</b>	<b>809</b>	<b>854</b>	<b>907</b>	<b>分红指标</b>				
股本	19,953	19,953	19,953	19,953	19,953	DPS(元)	-	-	-	-
留存收益	21,453	25,030	29,190	34,322	40,164	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>42,151</b>	<b>45,753</b>	<b>49,951</b>	<b>55,129</b>	<b>61,023</b>	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2008</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
净利润	3,440	3,812	4,198	5,178	5,894	EPS(元)	0.18	0.21	0.26	0.29
加: 折旧和摊销	3,900	3,706	356	419	493	BVPS(元)	2.29	2.50	2.76	3.06
资产减值准备	42	42	617	97	71	PE(X)	42.7	36.7	29.7	26.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.3	3.1	2.8	2.5
财务费用	1,783	405	436	62	142	P/FCF	44.5	-102.1	77.8	64.8
投资收益	-30	-2,959	-2,000	-2,000	-2,000	P/S	2.3	2.0	1.7	1.4
少数股东损益	221	236	38	45	53	EV/EBITDA	17.8	22.5	18.2	15.8
营运资金的变动	120	770	8,877	1,873	2,087	CAGR(%)	37.6%	-4.5%	12.3%	15.6%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>4,561</b>	<b>6,417</b>	<b>12,148</b>	<b>5,753</b>	<b>6,758</b>	PEG	1.1	-8.2	2.4	1.7
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>1,263</b>	<b>3,111</b>	<b>-2,896</b>	<b>-3,792</b>	<b>-2,694</b>	ROIC/WACC	1.1	1.2	1.4	1.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-6,335</b>	<b>-5,643</b>	<b>-2,873</b>	<b>1,847</b>	<b>496</b>	REP	4.2	3.4	2.6	2.4

**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。