



持有

7% ↑

目标价格: 人民币 6.20

原评级: 买入 原目标价格: 人民币 7.00

000721.CH

价格: 人民币 5.97

目标价格基础: 28倍 13年市盈率

板块评级: 增持

西安饮食

投资收益大幅下滑拖累公司业绩

西安饮食公布2012年中期业绩:上半年公司实现营业收入301,550,793.45元,同比下降2.14%;实现利润总额14,414,445.24元,同比下降65.59%;实现归属于母公司的净利润8,246,399.74元,同比下降72.52%;实现扣非后净利润759万元,同比增长1.34%;实现每股收益0.04元,业绩低于预期。主要原因为上年同期公司转让全资子公司西安老孙家饭庄获得投资净收益2,224.50万元。本期无此类收益导致净利润同比大幅下降。我们将目标价格下调至6.20元,评级下调至持有。

支撑评级的要点

- **餐饮主业收入同比小幅下滑,毛利率基本持平:**2012年上半年,公司餐饮主业实现营业收入2.07亿元,同比下滑3.65%。餐饮业务毛利率59.19%,同比上升0.03%。我们认为毛利率的提升主要得益于公司实行原材料统一采购和配送,有效降低了成本。
- **投资收益大幅下滑拖累业绩:**2011年上半年,公司完成全资子公司西安老孙家饭庄营业楼项目有限公司股权转让事宜,获得投资净收益2,224.50万元。本期无此类投资收益,导致净利润与上年同期相比大幅下降。我们预计全年投资收益同比也将大幅下滑,拖累公司业绩。

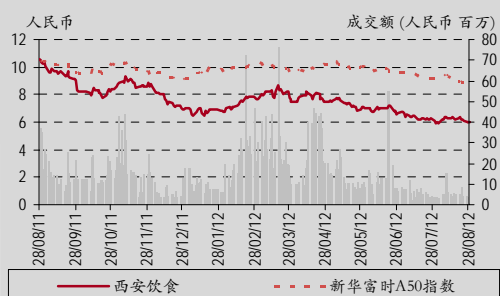
评级面临的主要风险

- 宏观经济下滑冲击餐饮业;原材料以及人工成本大幅上涨。

估值

- 由于餐饮行业整体景气度的下滑以及公司投资收益的下降,我们下调2012-2014年每股收益至0.15元、0.22元、0.28元,目标价由7.00元下调至6.20元,下调评级为**持有**。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(13)	(4)	(15)	(43)
相对新华富时A50指数	(9)	2	(1)	(26)

发行股数(百万)	200
流通股(%)	84
流通股市值(人民币 百万)	1,191
3个月日均交易额(人民币 百万)	15
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
西安旅游集团	26

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年8月28日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 食品及饮料

冯雪

(8610) 6622 9323

tracy.feng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120022

*旷实为本报告重要贡献者

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	592	672	744	865	967
变动(%)	5	13	11	16	12
净利润(人民币 百万)	34	35	29	44	55
全面摊薄每股收益(人民币)	0.172	0.174	0.148	0.220	0.275
变动(%)	(26.8)	0.8	(15.1)	49.0	24.8
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.22	0.24	0.29
调整幅度(%)	-	-	(32)	(8)	(5.2)
核心每股收益(人民币)	0.172	0.174	0.148	0.220	0.275
变动(%)	(26.8)	0.8	(15.1)	49.0	24.8
全面摊薄市盈率(倍)	34.6	34.4	40.4	27.1	21.7
核心市盈率(倍)	34.6	34.4	40.4	27.1	21.7
每股现金流量(人民币)	0.23	0.08	0.77	0.73	0.38
价格/每股现金流量(倍)	26.0	76.9	7.8	8.2	15.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.5	22.3	15.1	10.8	8.9
每股股息(人民币)	0.000	0.03	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

营业收入小幅下降、毛利率基本持平

报告期内，公司实现营业收入 301,550,793.45 元，与上年同期相比下降 2.14%；实现利润总额 14,414,445.24 元，与上年同期相比下降 65.59%；实现归属于母公司的净利润 8,246,399.74 元，与上年同期相比下降 72.52%。

2012 年上半年公司营业成本同比下降 1.59%，公司综合毛利率由去年同期的 58.68% 变化到当期的 58.45%，基本持平。

期间费用控制较好、投资收益大幅下降拖累业绩

报告期内，公司期间费用控制较好。其中，销售费用率从去年同期的 43.87% 小幅下降到本期的 43.24%；管理费用率从去年同期的 4.54% 上升到本期的 4.73%；财务费用率从去年同期的 1.2% 下降到当期的 0.87%。本期公司净利润下降明显，主要原因为上年同期公司完成全资子公司西安老孙家饭庄营业楼项目有限公司股权转让事宜，获得投资净收益 2224.50 万元。由于投资收益的大幅下降，公司净利率大幅降低，从去年同期的 9.74% 下降到本期的 2.73%。

图表 1. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年中报	2012 年中报	同比(%)
营业收入	308.15	301.55	(2.14)
营业成本	127.32	125.30	(1.59)
毛利润	180.83	176.25	(2.53)
营业税金及附加	15.93	15.41	(3.25)
管理费用	13.99	14.27	2.02
销售费用	135.20	130.40	(3.55)
经营利润	15.71	16.17	2.93
资产减值	0.14	0.00	(100.00)
财务费用	3.70	2.63	(28.97)
投资收益	29.66	0	(100.00)
营业外收入	0.75	0.92	22.29
营业外支出	0.39	0.04	(88.53)
税前利润	41.89	14.41	(65.59)
所得税	10.70	5.01	(53.20)
少数股东损益	1.18	1.16	(1.65)
归属于母公司的净利润	30.01	8.25	(72.52)
基本每股收益(元)	0.15	0.04	(72.47)
扣非后归属于母公司的净利润	7.49	7.59	1.34
毛利率 (%)	58.68	58.45	(0.23 个百分点)
净利率 (%)	9.74	2.73	(7.01 个百分点)

资料来源:公司公告, 中银国际研究

餐饮主业收入同比下滑 3.65%

2012 年上半年，公司餐饮主业实现营业收入 2.07 亿元，同比下滑 3.65%。餐饮业务毛利率 59.19%，同比上升 0.03%。公司作为地处西北的老字号餐饮品牌，在餐饮行业增速明显放缓的背景下，营业收入下滑幅度较小，彰显了较强的抗风险能力。另外，我们认为毛利率的提升主要得益于公司实行原材料统一采购和配送，有效地降低了成本，提高了效率。

投资收益大幅下降拖累业绩

2011 年上半年，公司完成全资子公司西安老孙家饭庄营业楼项目有限公司股权转让事宜，获得投资净收益 2,224.50 万元。本期无此类投资收益，导致净利润与上年同期相比大幅下降。我们预计全年投资收益同比也将大幅下滑，拖累公司业绩。

公司仍然处于转型期，短期业绩压力较大

公司作为老字号国企，硬件设施落后、设备陈旧老化，原有的经营网点大部分在老城区，需要不断投入大量资金进行改造升级。另外，因政府拆迁改造工程造成老字号网点的拆迁改造，以及因历史原因造成的直属公房问题随着网点的拆迁改造不断呈现，对公司经营造成极其不利的影响。从外部环境来看，宏观经济下滑，整个餐饮行业的增速大幅下滑，给处于转型期的公司经营带来更多的困难，短期业绩承受内外部双重压力。

盈利预测与估值

由于餐饮行业整体景气度的下滑以及公司投资收益下降，我们下调 2012-2014 年每股收益至 0.15 元、0.22 元、0.28 元，基于 2013 年 28 倍每股收益的估值，下调目标价至 6.20 元，下调评级为**持有**。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	592	672	744	865	967
销售成本	(243)	(277)	(306)	(352)	(383)
经营费用	(302)	(345)	(364)	(412)	(459)
息税折旧前利润	48	50	74	101	125
折旧及摊销	(27)	(25)	(39)	(45)	(52)
经营利润(息税前利润)	21	26	34	56	72
净利息收入/(费用)	(7)	(7)	(2)	(3)	(4)
其他收益/(损失)	35	32	11	11	11
税前利润	49	51	43	64	79
所得税	(13)	(14)	(11)	(17)	(21)
少数股东权益	(2)	(2)	(2)	(3)	(4)
净利润	34	35	29	44	55
核心净利润	34	35	29	44	55
每股收益(人民币)	0.172	0.174	0.148	0.220	0.275
核心每股收益(人民币)	0.172	0.174	0.148	0.220	0.275
每股股息(人民币)	0.000	0.03	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	5	13	11	16	12
息税前利润增长(%)	(45)	23	34	63	30
息税折旧前利润增长(%)	(29)	6	46	38	23
每股收益增长(%)	(27)	1	(15)	49	25
核心每股收益增长(%)	(27)	1	(15)	49	25

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	49	51	43	64	79
折旧与摊销	27	25	39	45	52
净利息费用	7	7	2	3	4
运营资本变动	(28)	(48)	81	52	(36)
税金	(13)	(14)	(11)	(17)	(21)
其他经营现金流	3	(6)	(1)	(2)	(3)
经营活动产生的现金流	46	15	153	145	76
购买固定资产净值	(31)	(114)	(140)	(120)	(100)
投资减少/增加	9	0	0	0	0
其他投资现金流	34	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	13	(114)	(140)	(120)	(100)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	(1)	(1)	0
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(64)	137	20	20	10
融资活动产生的现金流	(64)	137	19	19	10
现金变动	(5)	39	32	44	(14)
期初现金	95	90	129	161	206
公司自由现金流	59	(98)	13	25	(24)
权益自由现金流	21	(98)	12	24	(24)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	90	129	161	206	192
应收帐款	102	18	20	23	26
库存	35	36	41	50	51
其他流动资产	(78)	77	(28)	(33)	13
流动资产总计	149	260	195	246	282
固定资产	424	329	434	510	560
无形资产	44	39	34	31	28
其他长期资产	108	102	102	102	102
长期资产总计	575	471	570	644	690
总资产	724	731	765	890	972
应付帐款	136	67	133	186	152
短期债务	100	50	70	90	100
其他流动负债	44	142	59	65	113
流动负债总计	280	259	262	341	365
长期借款	3	3	2	1	1
其他长期负债	19	12	12	12	12
股本	200	200	200	200	200
储备	215	250	280	324	378
股东权益	414	450	479	523	578
少数股东权益	7	8	10	13	16
总负债及权益	724	731	765	890	972
每股帐面价值(人民币)	2.08	2.25	2.40	2.62	2.90
每股有形资产(人民币)	1.86	2.06	2.23	2.47	2.76
每股净负债/(现金)(人民币)	0.06	(0.38)	(0.45)	(0.57)	(0.45)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	8.0	7.5	9.9	11.7	12.9
息税前利润率(%)	3.5	3.8	4.6	6.5	7.5
税前利润率(%)	8.3	7.5	5.7	7.3	8.2
净利率(%)	5.8	5.2	4.0	5.1	5.7
流动性					
流动比率(倍)	0.5	1.0	0.7	0.7	0.8
利息覆盖率(倍)	2.7	3.3	11.2	12.8	14.2
净权益负债率(%)	3.1	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.4	0.9	0.6	0.6	0.6
估值					
市盈率(倍)	34.6	34.4	40.4	27.1	21.7
核心业务市盈率(倍)	34.6	34.4	40.4	27.1	21.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	25.7	25.5	30.0	20.1	16.1
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.9	2.6	2.5	2.3	2.1
价格/现金流(倍)	26.0	76.9	7.8	8.2	15.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.5	22.3	15.1	10.8	8.9
周转率					
存货周转天数	49.2	46.7	46.2	47.4	48.1
应收帐款周转天数	65.3	32.6	9.3	9.1	9.3
应付帐款周转天数	77.0	55.1	49.1	67.4	64.0
回报率					
股息支付率(%)	0.0	16.74	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	8.4	8.0	6.3	8.8	10.0
资产收益率(%)	2.1	2.6	3.4	5.0	5.7
已运用资本收益率(%)	4.0	5.1	6.6	9.6	11.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371