

苏平 86-755-82943252
 suping@cmschina.com.cn
 林周勇 86-755-82943201
 linzy@cmschina.com.cn

2009年3月20日

全聚德(002186.SZ)/26.80元

短期受到金融危机影响

可选消费·旅游

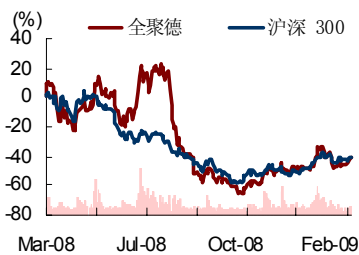
中性-A(维持)

基础数据

上证综指	2224
总股本(万股)	14156
已上市流通股(万股)	5413
总市值(亿元)	38
流通市值(亿元)	14
每股净资产(MRQ)	4.8
ROE(TTM)	10.2
资产负债率	34.5%
主要股东	北京首都旅游集团
主要股东持股比例	48.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	30	-44
相对表现	-9	7	-6



相关报告

- 1、《全聚德—07年业绩符合预期，维持中性评级》080403
- 2、《全聚德—业务增长良好，短期评级中性》071227
- 3、《发挥品牌优势，加速连锁扩张——全聚德IPO投资价值分析报告》071025

前期我们对公司进行了调研。金融危机对公司经营产生一定的影响，但1-2月收入同比仍有增长；09年扩张步伐将有所调整，新开店3-5家，通过收购的方式扩张短期内仍较难，港台开店时机也不成熟。公司品牌优势明显，长期价值突出，预计09-11年EPS0.55、0.64、0.75元，维持中性-A的评级。

- **08 EPS 0.50元。**公司披露业绩快报显示：08年收入10.9亿元，增长19%；营业利润1.03亿元，增长5.8%；归属母公司所有者的净利润7065万元，增长9.9%；基本每股收益0.50元。
- **餐饮受金融危机影响比较滞后。**(1)公司08年11月之前都不错，但12月份开始受到影响，增速下降；(2)总体看，品牌餐饮、低档餐饮受影响较小；(3)入境游客是公司传统店的重要客源，入境游下降对传统店有影响。
- **09年以来经营总体良好：**(1)1-2月，剔除前门店、青岛、哈尔滨、双榆树等新开店，收入好于去年同期；(2)总体上看，老店比新店好、全聚德店比其他店好、北京比外地好；(3)全年看，09年3大主力店预计将增长，但幅度不会太大。
- **09年计划新开店在3-5家店，收购门店难度较大。**(1)计划新开的店包括北二环、新街口(全资)，双榆树(70%)，郑州(全资)计划五一开业；(2)收购加盟店难度较大，存在补税的问题；收购其它品牌则面临管理体制的制约，难度也很大；(3)港台开店时机还不成熟，需要解决鸭源问题。
- **预计09-11年EPS0.55、0.64、0.75元，维持中性-A的评级。**公司品牌优势明显，长期价值非常突出，短期内受到机制的约束，外延式扩张的速度不会太快。09年受金融危机及新开店的影响，增长速度可能会放慢。预计09-11年EPS0.55、0.64、0.75元，维持中性-A的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	917	1091	1284	1473	1694
同比增长	15%	19%	18%	15%	15%
营业利润(百万元)	97	102	111	128	149
同比增长	9%	5%	9%	15%	17%
净利润(百万元)	64	71	78	91	106
同比增长	4%	10%	11%	16%	17%
每股收益(元)	0.45	0.50	0.55	0.64	0.75
PE	59.1	53.9	48.5	41.7	35.7
PB	5.7	5.3	5.0	4.7	4.3

资料来源：招商证券

1、08 年净利润增长 9.9%，EPS 0.50 元

公司已经发布 08 年业绩快报，收入 10.9 亿元，增长 19.03%；营业利润 1.03 亿元，增长 5.78%；归属母公司所有者的净利润 7065 万元，增长 9.85%；基本每股收益 0.50 元，同比下降 15.76%。

2、金融危机对餐饮业的影响相对滞后

餐饮受金融危机影响比较滞后。公司 08 年 11 月之前都不错，但 12 月份开始受到影响，增长速度下降。总的来看，老字号、品牌企业受影响小，没品牌影响大；低档影响小高档影响大。奥运之后，海外的高端旅游客源金融危机影响较大，入境人数下降对餐饮产生了影响。在公司的客户结构中，旅行社组团的海外客占 10%左右。入境游客的下降对公司传统店有影响。

3、09 年以来经营总体良好

(1) 1 月比去年要好；但由于春节的原因，2 月比去年淡些，可比门店比去年下降；总体上看，1-2 月收入好与去年同期（剔除前门店、青岛、哈尔滨、双榆树等新开店）；

(2) 总体上看，老店比新店好、全聚德店比其他店好、北京比外地好；

(3) 全年看，奥运受益店增长压力大，受损店增长空间大——亚运村店去年受奥运会影响最明显，收入从达到 7000 万元，同比增长 35%，但今年很难再增长。

4、主要门店经营情况

09 年 3 大主力店预计将增长，但幅度不会太大。

和平门店：去年由于前门店改造，部分客流分流到和平门店，今年前门店开业，失去了这部分分流顾客，全年预计同比略下降。

前门店：和改造前比，收入没有减少，07、08 年经营不完整，09 年收入预计与 06 年差不多（06 年 1.5 亿）。前门店餐位 850 个，日营业额和王府井店差不多，在 30 多万接近 40 万。长期来看，随着前门大街的招商不断取得进展、商业环境日益成熟以及消费者对环境的逐步熟悉，前门店比王府井店潜力大。此外，前门店二期还会扩建，约 2000 平米——紧邻现有店，二楼连通，餐位 200 多个。

对北京各店 09 年经营情况的判断：除新开店外，同口径可比的 12、3 家店中，7、8 家增长，2、3 家持平，3、4 家下降。

长春店 1 月份营业额下降。1 月份，在外地店里面，长春店是唯一下降的店，导致业绩下滑的原因比较多：门口招牌不醒目，影响客源，另外就是卖的价格也低，烤鸭的价格是 98、168，以 98 的为主，而北京已经卖到 198 块。

5、新开门店及盈利情况

近年新开的店包括：06年开业的西翠路店，07年开业的学院路店，鸿坤店（公司持股49%），公司负责实际管理。08年初双井店，公司51%，对方49%。

新开店中有不少加盟店和联营店，主要是考虑利用社会资本，发挥双方优势，公司方面主要考虑利用外部资金、另外大部分合作方都是物业所有方，对前期选址等做得细。

目前新开店还是亏损的多。但情况也不完全一样，各地因为烤鸭价格不同、销售利润率也不同；另外，物业是自有还是租赁也会影响盈利水平。

新开的全聚德门店一般要有2、3个月到半年的筹建期，1-2年的培育期，第2、3年扭亏。从经营情况看，门店位置越靠市内越好。

07年前后开的店中，上海店、鸿坤店盈利。西翠减亏比较多，西翠路，如果没有金融危机今年肯定扭亏。

08年新开了3家店：5月份开了通州店、哈尔滨店，7月份开了青岛店。新开店总体比去年、前年好。08年新开的3家店，今年没有开办费（一般400万左右）了，亏损会减少。

6、今年开店计划

今年开店速度会适当控制，一方面是因为受金融危机影响，行业经营环境不乐观；另一方面，管理人员、行政总厨等核心人员不足，也制约了扩张速度。

今年计划新开店在3-5家店，其他只有局部装修调整。计划新开的店包括北二环、新街口（全资），双榆树（70%），郑州（全资）计划五一开业。望京店由于市场环境变化，进度受到影响。

7、关于收购扩张及在港台地区开店

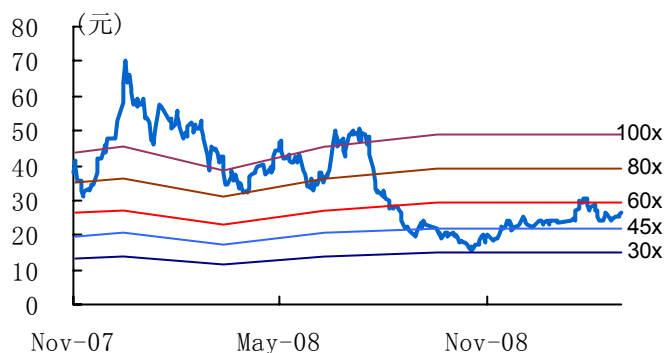
收购加盟店存在较大难度，主要是民营企业管理不规范，存在补税的问题；媒体报道的在港台开店的事情，鸭坯、甜面酱出关都有问题，因此要开店主要要解决鸭源，所需的其他材料也都要就地取材，各方面的条件都还差得很远。

至于收购其他的品牌，受到管理体制的制约，难度也很大。

8、预计09-11年EPS0.55、0.64、0.75元，维持中性-A的评级

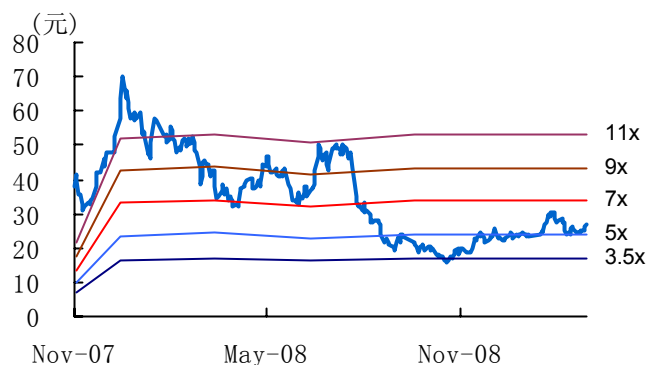
公司品牌优势突出，长期价值非常突出，短期内受到机制的约束，外延式扩张的速度不会太快。09年受金融危机及新开店的影响，增长速度可能会放慢。维持中性-A的投资评级，预计09-11年EPS0.55、0.64、0.75元。

图 1: 全聚德历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2: 全聚德历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

1、《全聚德—07 年业绩符合预期，维持中性评级》080403

报告对 07 年业绩进行详尽的分析，并对 08 年及以后的发展做客观的展望。报告维持公司中性-A 的投资评级。

2、《全聚德—业务增长良好，短期评级中性》071227

通过调研，对市场关心的热点问题，如资产注入、奥运影响、菜系标准化及连锁经营、菜品提价等问题做了简要分析，同时指出：公司股价已包含了未来成长预期，并给予中性的投资评级。

3、《发挥品牌优势，加速连锁扩张——全聚德 IPO 投资价值分析报告》071025

报告系统的分析了餐饮企业扩张一般所经历的两个阶段，结合公司的发展模式和核心竞争力，对于公司“品牌+资本”的连锁扩张方式给予充分的肯定，并指出其潜在的风险因素。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	479	352	352	415	557
现金	407	206	120	149	250
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	17	40	47	55	63
其它应收款	15	11	118	135	155
存货	35	40	47	54	63
其他	6	55	19	22	25
非流动资产	625	757	823	836	783
长期股权投资	29	29	29	29	29
固定资产	418	598	678	703	661
无形资产	101	91	81	73	66
其他	77	40	35	31	27
资产总计	1104	1109	1175	1250	1339
流动负债	363	325	339	355	375
短期借款	200	200	200	200	200
应付账款	24	27	32	37	43
预收账款	7	7	9	10	12
其他	132	90	98	108	120
长期负债	16	14	14	14	14
长期借款	0	0	0	0	0
其他	16	14	14	14	14
负债合计	379	339	353	369	389
股本	142	142	142	142	142
资本公积金	375	375	375	375	375
留存收益	111	196	243	298	362
少数股东权益	54	58	62	67	72
母公司所有者权益	671	713	760	815	879
负债及权益合计	1104	1109	1175	1250	1339

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	118	58	108	178	186
净利润		71	78	91	106
折旧摊销		78	92	97	94
财务费用		12	11	10	10
投资收益		(8)	(8)	(8)	(8)
营运资金变动		(114)	(72)	(18)	(21)
其它		19	6	6	5
投资活动现金流	(73)	(227)	(160)	(110)	(40)
资本支出		(230)	(160)	(110)	(40)
其他投资		3	0	0	0
筹资活动现金流	305	(32)	(35)	(39)	(45)
借款变动		0	0	0	0
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		(28)	(31)	(36)	(43)
其他		(4)	(3)	(2)	(2)
现金净增加额	349	(201)	(86)	29	102

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	917	1091	1284	1473	1694
营业成本	417	499	588	676	788
营业税金及附加	39	47	55	63	73
营业费用	256	305	359	413	474
管理费用	100	134	167	192	208
财务费用	17	12	11	10	10
资产减值损失	(2)	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	8	8	8	8	8
营业利润	97	102	111	128	149
营业外收入	6	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	0	0
利润总额	102	101	110	128	149
所得税	34	27	27	32	37
净利润	68	74	82	96	112
少数股东损益	4	4	4	5	5
母公司所有者净利润	64	71	78	91	106
EPS (元)	0.45	0.50	0.55	0.64	0.75

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	15%	19%	18%	15%	15%
营业利润	9%	5%	9%	15%	17%
净利润	4%	10%	11%	16%	17%
获利能力					
毛利率	54.5%	54.3%	54.2%	54.1%	53.5%
净利率	7.0%	6.5%	6.1%	6.2%	6.3%
ROE	9.6%	9.9%	10.3%	11.2%	12.1%
ROIC	8%	9%	9%	10%	10%
偿债能力					
资产负债率	34.3%	30.5%	30.0%	29.5%	29.0%
净负债比率	18.1%	18.0%	17.0%	16.0%	14.9%
流动比率	1.3	1.1	1.0	1.2	1.5
速动比率	1.2	1.0	0.9	1.0	1.3
营运能力					
资产周转率	0.8	1.0	1.1	1.2	1.3
存货周转率	13.1	13.4	13.5	13.4	13.5
应收帐款周转率	44.1	38.2	29.2	28.9	28.9
应付帐款周转率	18.1	19.4	19.7	19.4	19.6
每股资料(元)					
每股收益	0.45	0.50	0.55	0.64	0.75
每股经营现金	0.83	0.41	0.77	1.26	1.32
每股净资产	4.74	5.04	5.37	5.76	6.21
每股股利	0.36	0.20	0.22	0.26	0.30
估值比率					
PE	59.1	53.9	48.5	41.7	35.7
PB	5.7	5.3	5.0	4.7	4.3
EV/EBITDA	20.4	17.6	15.8	14.4	13.4

分析师简介

苏平，武汉城市建设学院景园建筑专业学士、北京大学人文地理专业硕士。目前为招商证券社会服务业分析师，7 年证券从业经验。荣获英国《金融时报》与 starMine“2007 年度最佳分析师”亚洲区社会服务业第二名，07、08 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第二名，05、06 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第三名。率先发掘并持续推荐了华侨城等一批优质公司。

林周勇，硕士，07 年 3 月加入招商证券。07、08 年获《新财富》最佳分析师社会服务业第二名（小组）。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。