

全聚德(002186.sz)

08 业绩平稳，新开直营店是 09 业绩提升的关键

李太勇 通信行业 首席研究员

电话: 020-8755888-689

E-Mail: ltv@gf.com.cn

张皓 酒店旅游/传媒 研究助理

电话: 010-68083328-1820

E-Mail: zh17@gf.com.cn

2008年公司业绩平稳增长

公司实现营业总收入11.12亿元，同比增长21.32%；实现归属于母公司所有者净利润7,563.13万元，同比增长17.62%；实现每股收益0.53元，基本符合我们的预期。

我们认为公司业绩增长的主要原因包括公司直接受益于奥运会在京召开、“前门店”8月7日起重张营业以及报告期内新开业全聚德青岛店、通州店、双井店、哈尔滨店及四川饭店王府井店五家直营企业。所得税税率的降低以及央行多次降低贷款利息(08年为公司节约财务费用约60万元)也是导致公司净利润较大幅度增长的主要原因之一。

2009年经营情况预测

我们预计公司2009年实现营业收入约12.66亿元，实现净利润约8859万元，每股收益0.63元；2010年实现营业收入约14.23亿元，实现净利润约9981万元，每股收益0.71元。按照3月28日收盘价格计算，公司市盈率在44倍左右。

考虑到全聚德极其强大的品牌价值、多处位于黄金地段的直营店自有物业以及自身良好的成长前景，我们给予“持有”的投资评级。

风险提示

除前门店新增营业面积外，北京三大店内生性增长空间有限，未来业绩增长主要依赖于新开直营店。北京以外新开全聚德直营店能否实现预期增长、全聚德以外其他餐饮品牌能否理顺扩张模式、受金融危机影响客源结构出现的变化以及禽流感的潜在威胁。

预测及评估

	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	916.62	1112.08	1265.51	1423.28	1652.80
EBITDA(百万元)	126.20	130.43	148.14	191.10	223.53
净利润(百万元)	64.32	75.67	88.59	99.81	112.11
净利润增长率	13.52%	15.44%	17.85%	12.67%	12.32%
每股收益(元)	0.59	0.53	0.63	0.71	0.79
市盈率	99.63	52.64	44.29	39.30	35.32
市净率	12.46	5.89	10.54	8.37	7.10
EV/EBITDA	49.50	38.05	30.04	26.42	22.56
每股红利(元)	0.36	0.44	0.38	0.42	0.48
股息率(%)	0.61	1.57	1.36	1.50	1.72

来源:中国全聚德(集团)股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

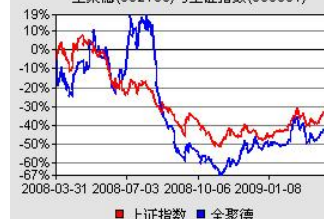
公司评级

持有

当前价格(元)	27.90
目标价格(元)	30.00
前次评级	持有

股价走势

全聚德(002186)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	16.35%	25.00%	-40.95%
上证综指	18.13%	38.92%	-31.69%

股票数据

总股本(万股)	14,156.00
流通 A 股 (万股)	5,413.00
主要股东:	
北京首都旅游集团有限责任公司	
主要股东持股比例	48.82%
流通 A 股比例	38.24%

财务比率

ROE	9.59%
ROA	5.83%
资产负债率	34.32%
每股净资产(元)	4.74

2007 年报数据

2008年公司业绩平稳增长，符合我们预期

公司实现营业总收入11.12亿元，同比增长21.32%；实现利润总额1.05亿元，同比增加3.51%；实现归属于母公司所有者净利润7,563.13万元，同比增长17.62%；实现每股收益0.53元，基本符合我们的预期。净资产收益率10.86%，比去年同期增长1.27%；每股经营活动产生的现金流量净额为0.84元，同比下降1.44%。

我们认为公司业绩增长的主要原因包括公司直接受益于奥运会在京召开、传统三大门店之一“前门店”于8月7日起重张营业以及报告期内新开全聚德青岛店、全聚德通州店、全聚德双井店、全聚德哈尔滨店、四川饭店王府井店五家直营企业。而所得税税率的大幅度降低以及央行多次降低贷款利息(08年为公司节约财务费用约60万元)也是导致公司净利润大幅度增长的主要原因之一。

表1: 主要财务数据比较			单位: 万元
项 目	本报告期	上年同期	本报告期比上年同期增减变动
营业总收入	111,207.62	91,661.63	21.32%
利润总额	10,492.42	9,692.19	3.51%
净利润(归属上市公司股东)	7,565.13	6,431.99	17.62%
全面摊薄每股收益	0.5344	0.5925	-9.81%
全面摊薄净资产收益率	10.86%	9.59%	1.27%
经营活动产生的现金流量净额	11,950.63	11,780.16	1.45%
每股经营活动产生的现金流量净额	0.84	0.83	1.44%
项 目	本报告期	上年同期	本报告期比上年度期末增减变动
总资产	108,996.45	110,370.34	-1.24%
所有者权益(股东权益)	69,672.88	67,069.52	3.88%
每股净资产	4.92元	4.74元	3.88%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

报告期内公司大幅度加快新开直营店的步伐

2008年, 公司新开全聚德双井店、全聚德通州店、全聚德哈尔滨店、北京王府井四川饭店、全聚德青岛店5家直营店以及海外特许店澳大利亚墨尔本1家。报告期内, 公司签订了合作合同2家, 分别是郑州项目以及北京双榆树项目; 签订合作意向2家, 分别是北京望京项目、贵阳项目。

而截止到2008年12月31日, 公司在北京、上海、重庆、长春等地拥有“全聚德”品牌直营店14家、“仿膳”品牌直营店1家、“丰泽园”品牌直营店2家, “四川饭店”品牌直营店2家。同时公司还拥有大陆地区“全聚德”特许加盟店54家和海外“全聚德”特许加盟店6家。

按餐饮市场的客观规律以及全聚德已开业门店的实际情况, 新开门店一般需要1-2年的市场培育期来提高店面的知名度、引导目标客户群体、培育稳定的客户群以及磨合企业内部管理。因此在开业第一年, 新开门店多为亏损, 根据年报披露通州店报告期内实现效益-303.77万元, 哈尔滨店项目收益-337.47万元, 青岛店实现收益-415.25万元。全聚德王府井店扩建项目已于5月10日开始营业, 由于该项目是在原有成熟门店基础上扩

建，因此扩建项目在报告期内实现效益152.37万元。

表2：利润表指标变动情况说明

项 目	本报告期（万元）	上年同期（万元）	变动原因
营业总收入	111,207.62	91,661.63	新开业北京青岛、通州、双井、哈尔滨、四川饭店王府井店五家直营企业，以及前门店重张开业
销售费用	31,472.39	25,601.01	销售增加
管理费用	13,348.75	9,987.78	新开餐饮门店五家，开办费用等相关费用增加；人工成本上升。
财务费用	1,578.28	1,739.77	通过募集资金补充流动资金议案从而降低财务费用支出；央行降低贷款利息
利润总额	10,561.60	10,203.70	前门店重张以及北京地区直营店盈利增长
所得税费用	2,678.07	3,373.16	所得税税率由33%调整为25%
净利润（归属上市公司股东）	7,561.13	6,431.98	前门店重张营业；去年同期有福利费一次性冲回的非经常性损益因素

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

有效克服原材料价格、人工成本上涨给企业经营带来压力

报告期内公司餐饮业务和商品销售业务的收入均有较大增长，餐饮业务毛利率达到63.95%，比去年同期增加0.26个百分点，商品销售业务毛利率24.68%，同比降低0.37个百分点。

而企业综合毛利率比2007年略有提高0.27个百分点，达到53.61，维持在一个较高水平。我们认为基于强大的品牌优势，公司的餐饮业务得以通过提价形式消化了原材料上涨带来的成本压力。

投资收益稳定增长

公司报告期投资收益同比增长了14.62%，达到872万元，主要原因是公司联营企业持股30.91%的聚德华天公司2008年经营业绩提升较快。

聚德华天在北京拥有众多知名餐饮门店，主要经营包括中式正餐、快餐、小吃、西餐等各种餐饮业务，报告期内净利润增长幅度16.23%，达到2650万元，为公司带来持续增长的投资收益。此外公司持股49%的全聚德华坤店运营进入稳定增长期，实现净利润106万元。

2008年度分红方案10股派送4.4元（含税）股利

报告期末公司可供全体股东分配的利润合计为1.27亿元。2008年度拟向全体股东每10股派送4.4元（含税）股利。

表3：历年分红情况表

年份	现金分红数额（含税）	分红年度净利润	单位：万元 比率（%）
2006	3905.72	6194.28	63.05
2007	3061.24	6431.99	47.59
2008	5096.16	7561.13	67.40

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

盈利预测及投资建议

2009年经营情况预测

2008年影响公司营业收入变化最大的前门店（2006年贡献收入1.5亿，净利润2729万元）已于8月7日重张营业。对于2009年的经营业绩，我们保守的给予恢复到2006年1.5亿元经营收入的预测，假设2010年二期完成新增350个餐位的基础上，实现收入2亿元营业收入，2011年实现2.2亿元。

由于公司定位于中高档的“正餐精品”，新建投资项目要为消费者提供优质软、硬件设施以及较高品质的就餐环境，因此公司开办费和一次性投入也较高。按会计准则规定，开办费用需按照发生时间计入当期损益，因此通常导致新开店第一年有较大额度亏损。我们假设每家新开门店的开办费用在200万。预计现有已开业门店2009-2011年餐饮收入同比增长达到10%，10%，15%，毛利率维持相对稳定。

我们预计2009-2011年商品销售业务收入增长率维持在20%，毛利率略有降低，保持在24%左右。

我们假设未来几年三项费用率保持稳定。

盈利预测及投资建议—预计2009年每股收益0.63元

表 5：盈利预测表（单位：百万元）

	2007	2008	2009 (E)	2010 (E)	2011 (E)
营业总收入	916.62	1112.08	1265.51	1423.28	1652.80
营业总成本	416.91	504.49	573.28	643.32	745.41
营业税金及附加	38.61	46.44	53.15	59.78	69.42
营业费用	256.01	314.72	354.34	398.52	462.79
管理费用	99.88	133.49	151.86	170.79	198.34
财务费用	17.4	15.78	18.98	22.77	33.06
资产减值损失	-1.51	0.95	1.00	2.00	2.00
其他经营收益	7.61	8.72	10.00	11.50	13.00
营业利润	96.92	104.93	122.90	137.60	154.79
营业外收支	5.11	3.92	1.00	2.00	2.00
利润总额	102.04	105.63	123.90	139.60	156.79
所得税	33.73	26.78	30.97	34.90	39.20
少数股东权益	3.99	3.18	4.34	4.89	5.49
净利润	64.32	75.67	88.59	99.81	112.11
总股本数量（百万股）	141.56	141.56	141.56	141.56	141.56
EPS（元）	0.45	0.53	0.63	0.71	0.79

数据来源：广发证券发展研究中心

我们预计公司2009年实现营业收入约12.66亿元，实现净利润约8859万元，每股收益0.63元；2010年实现营业收入约14.23亿元，实现净利润

约9981万元，每股收益0.71元。按照3月28日收盘价格计算，公司市盈率在44倍左右。考虑到全聚德极其强大的品牌价值、多处位于黄金地段的直营店自有物业以及自身良好的成长前景，我们继续给予“持有”的评级。

风险提示

新开业门店的成熟期偏长

除新增营业面积外，北京三大店内生性增长空间有限。未来业绩增长依赖于新开直营店的盈利能力，按餐饮市场的客观规律以及全聚德已开业门店的实际情况，新开门店一般需要1-2年的市场培育期来提高店面的知名度、引导目标客户群体、培育稳定的客户群以及磨合企业内部管理。同时一次性投入和开办费也使得新门店在开业1-2年时间内难以贡献太多利润。

全聚德品牌拓展的地域挑战

从全聚德品牌的市场拓展情况看，北方地区明显好过南方地区，内陆城市则好过沿海城市。而就2008年各门店经营情况分析，经营收入的增长主要由北京地区各门店贡献，增长稳定且有效抵挡住来自金融危机带来的冲击，全国其他地区各门店的经营情况并未出现实质性的进展。

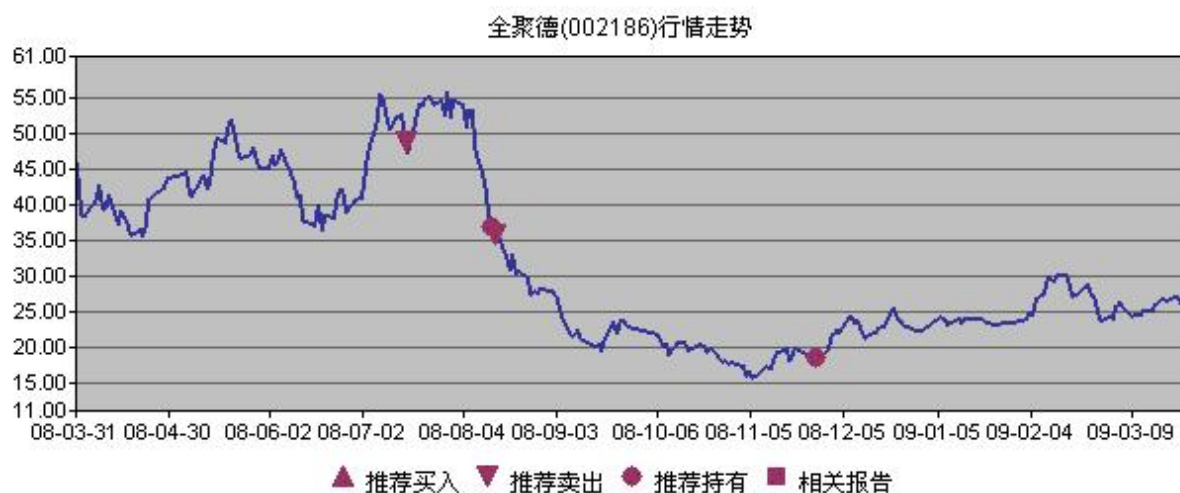
我们认为在菜肴口味与制作工艺方面，南方与北方、内陆与沿海有着明显差异，公司的以烤鸭为主打的标准菜肴能否被广大南方市场接受是直营门店成功的关键。

金融危机加深的风险

国外旅游人数、商务活动定单以及高档商务宴请的大幅度减少，使主要面向海外游客的北京高端餐饮企业的用餐人数急剧下降，对以中高档餐饮定位的餐饮企业影响加大。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。