



扣非后主要门店净利润增长 86% 增持维持

投资要点:

- 轻装上阵, 主业进入复苏通道
- 2010 年充分计提费用, 保证 2011 年业绩增长
- 食品工业提供未来想象空间

报告摘要:

- 报告期内: 全公司实现营业总收入 592,15 万元, 同比增长 5.06%。**实现利润总额 4915 元, 同比减少 24.88%; 实现净利润 3440 元, 同比减少 26.82%; 每股收益 0.17 元, 同比减少 26.83%; 净资产收益率为 8.06%, 同比下降 4.11%。
- 扣非后 10 年主要餐饮门店净利润同比增长 86%。**从各子公司披露的数据来看, 旗下西安饭庄、大香港酒楼、常宁宫休闲山庄净利润分别同比增长 255%、244.11%、37.73%。由于 2009 年公司转让西京国际饭店获得投资收益 5264 万元, 而 2010 年投资收益仅为 30 万元, 扣非后 2010 年公司旗下主要门店净利润同比增长 86%。
- 充分计提费用, 保证 2011 年业绩增长。**公司 2010 年财务费用同比减少 66%, 由于其销售费用 2.65 亿, 同比增长 10%, 期间费用仍同比增长 2.99%。因此每股收益低于我们的预期, 我们认为先期费用的巨额投入将保证公司未来的业绩释放。
- 工业化食品继续大力推进。**工业化食品去年刚刚投产, 目前的产能完全能满足生产需要, 2011 年的目标仍为大力拓展其销售渠道, 将其发展成为公司的第二大支柱产业。
- 维持增持评级。**公司主要门店 86% 的同比增速让我们看到了其经营包袱减轻后发生的积极改变, 我们认为未来三年, 公司主业仍将朝着餐饮主业做大做强、工业化食品销售更上规模的方向前进。同时公司费用的逐渐常态化也将保证其业绩的稳步增长, 我们仍然维持增持的投资评级, 预计 2011-2012 年每股收益 0.37 元、0.54 元, 对应 PE34 倍、23 倍, 目标价 15 元。

主要经营指标	2008	2009	2010	2011E	2012E
主营业务收入/万元	54,441	56,365	59,215	70,655	86,297
同比增长率/%	8.40%	3.53%	5.06%	19.32%	22.14%
净利润/万元	1,376	4,700	3,440	7,315	10,714
同比增长率/%	241.68	-26.82%	112.66%	46.46%	241.68%
每股收益/元	0.07	0.24	0.17	0.37	0.54
PE	177.9	51.9	72.2	34.0	23.2

分析师

胡建军 S1180210010226

联系人

孙妍

电话: 010-88085720

Email: sunyan@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化
20100930	6522
20100630	6291
20100331	5867

数据来源: 港澳资讯

公司数据

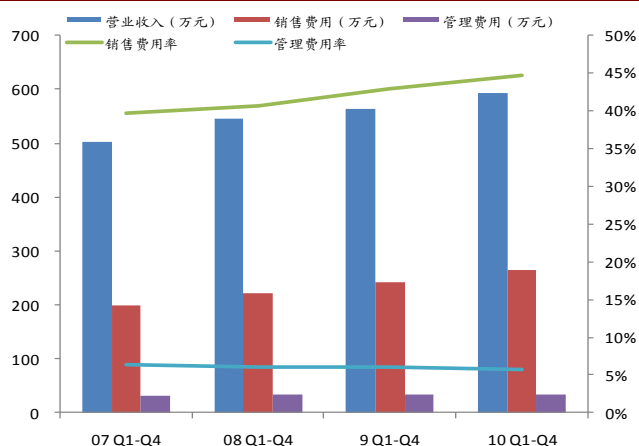
总股本(亿股)	2.00
总市值(亿元)	24.22
流通比例	83.5%
12个月最高/最低(元)	13.59/6.5

相关研究

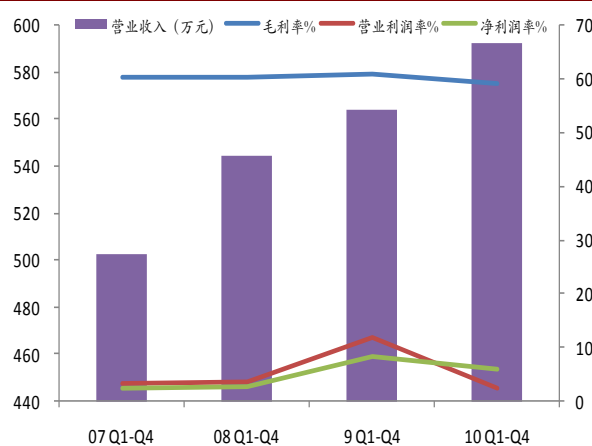
1《宏源证券*公司深度研究*西安饮食: 显著受益于世园会的西安餐饮龙头 *000721*旅游酒店行业*孙妍》, 2011.2

表 1: 公司旗下主要门店盈利情况/万元

分公司	控股比例	2006		2007		2008		2009		2010	
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%	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

图 1: 公司费用率


资料来源：宏源证券

图 2: 公司盈利能力分析


资料来源：宏源证券

财务报表及财务指标预测						2011年3月3日	股价: 12.45			
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	56,365	59,215	70,655	86,297	102,028	成长性				
减: 营业成本	22,065	24,280	27,414	33,052	39,791	营业收入增长率	5.1%	19.3%	22.1%	18.2%
营业税费	2,890	3,001	3,179	3,883	4,591	营业利润增长率	-79.8%	635.2%	45.8%	15.1%
销售费用	24,170	26,514	28,615	31,067	36,730	净利润增长率	-26.8%	112.7%	46.5%	15.3%
管理费用	3,437	3,340	3,603	3,452	4,081	EBITDA增长率	-60.3%	137.5%	41.0%	13.9%
财务费用	2,066	707	267	121	-61	EBIT增长率	-76.5%	396.8%	43.2%	13.7%
资产减值损失	250	42	663	122	90	NOPLAT增长率	-36.6%	72.8%	43.7%	13.9%
加: 公允价值变动	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-17.5%	6.9%	14.3%	12.5%
投资和汇兑收	5,264	30	3,100	-	-	净资产增长率	1.3%	17.4%	21.7%	20.6%
营业利润	6,752	1,362	10,012	14,600	16,805	利润率				
加: 营业外净收支	-209	3,553	-79	-64	-48	毛利率	59.0%	61.2%	61.7%	61.0%
利润总额	6,542	4,915	9,933	14,537	16,757	营业利润率	2.3%	14.2%	16.9%	16.5%
减: 所得税	1,723	1,254	2,583	3,779	4,357	净利率	5.8%	10.4%	12.4%	12.1%
净利润	4,700.1	3,439.7	7,315.1	10,713.9	12,349.5	EBITDA/营业收入	7.7%	15.3%	17.7%	17.1%
资产负债表	2008	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	3.5%	14.5%	17.1%	16.4%
货币资金	9,530	9,019	10,598	12,945	16,255	运营效率				
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	186	159	147	142
应收账款	2,799	1,460	3,886	4,746	5,612	流动营业资本周转天数	-62	-43	-21	-21
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	101	91	97	100
预付账款	2,742	984	2,826	3,452	4,081	应收账款周转天数	4	5	5	5
存货	3,070	3,471	3,533	4,315	5,101	存货周转天数	20	18	16	17
其他流动资产	-0	0	0	0	0	总资产周转天数	444	372	329	319
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	239	187	170	163
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率				
长期股权投资	1,760	1,542	1,535	1,535	1,535	ROE	8.7%	14.8%	17.9%	17.1%
投资性房地产	-	3,660	3,660	3,660	3,660	ROA	5.1%	10.0%	12.7%	12.9%
固定资产	30,908	30,433	32,175	38,148	42,548	ROIC	10.1%	21.3%	28.6%	28.5%
在建工程	15,519	11,925	1,413	1,726	2,041	费用率				
无形资产	4,341	4,557	8,479	8,630	10,203	销售费用率	44.8%	40.5%	36.0%	36.0%
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	73,442	84,494	96,372	财务费用率	1.2%	0.4%	0.1%	-0.1%
短期债务	12,590	9,990	6,658	3,668	-	三费/营业收入	51.6%	46.0%	40.1%	39.9%
应付账款	10,836	11,922	12,718	15,534	18,365	偿债能力				
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	41.8%	32.6%	28.7%	24.6%
其他流动负债	6,202	6,113	6,966	7,435	7,907	负债权益比	71.7%	48.4%	40.2%	32.6%
长期借款	310	318	318	318	318	流动比率	0.53	0.97	1.17	1.46
其他非流动负债	1,987	1,895	2,127	2,127	2,127	速动比率	0.41	0.81	0.97	1.22
负债总额	31,925	30,237	23,941	24,235	23,714	利息保障倍数	2.93	38.46	121.66	#####
少数股东权益	635	745	780	823	874	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	28,768	39,482	51,832	分红比率	87.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	41,595	42,151	49,501	60,258	72,659	股息收益率	12.0%	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	7,350	10,757	12,401	EPS(元)	0.17	0.37	0.54	0.62
加: 折旧和摊销	3,552	3,900	565	575	680	BVPS(元)	2.11	2.48	3.02	3.64
资产减值准备	250	42	663	122	90	PE(X)	72.2	34.0	23.2	20.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.9	5.0	4.1	3.4
财务费用	3,132	1,783	405	267	121	P/FCF	29.6	160.9	107.9	76.2
投资收益	-5,264	-30	-3,100	-	-	P/S	4.2	3.5	2.9	2.4
少数股东损益	119	221	35	43	51	EV/EBITDA	53.1	21.9	15.2	12.9
营运资金的变动	3,071	120	-2,449	1,017	865	CAGR(%)	44.3%	71.3%	30.7%	50.2%
经营活动产生现	8,077	4,561	3,332	12,635	14,026	PEG	1.6	0.5	0.8	0.4
投资活动产生现	14,504	1,263	-3,219	-6,246	-6,063	ROIC/WACC	0.9	2.0	2.6	2.6
融资活动产生现	-24,489	-6,335	-3,599	-3,111	-3,607	REP	7.3	3.2	2.0	1.8

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 jiahaozen@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。