

分析师: 刘俊 (8627) 68799532 liujun@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120002

联系人: 赵蓓 (8627) 68799581 zhaobei@cjsc.com.cn

规模稳步扩张带动利润同步增长

事件描述

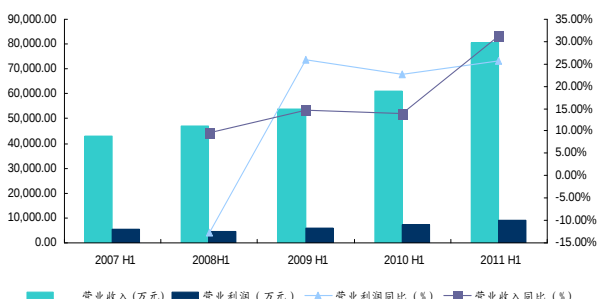
- 2011年8月22日全聚德发布半年报,上半年公司实现营业收入同比增长31.15%;实现利润总额同比增长25.27%;实现归属于上市公司股东的净利润同比增长24.74%;实现每股收益0.46元。我们认为餐饮业规模扩张和接待人数增加是上半年公司营业收入增加的主要原因。
- 公司未来看点:北京建设国际一流旅游城市,公司是一个必不可少的参与者,有望随着北京市旅游业的发展进一步扩大自己的规模;公司是控股股东旗下食品品牌的整合平台,集团旗下“东来顺”注入预期强烈。
- 不考虑资产注入,我们预计公司2011-2013年EPS分别为,0.81元、0.94元、1.12元,对应8月22日收盘价的PE分别为35倍、30倍、25倍,公司估值较为合理,我们维持公司“谨慎推荐”评级。

事件评论

上半年权益收益同比增长24.74%,实现每股收益0.46元

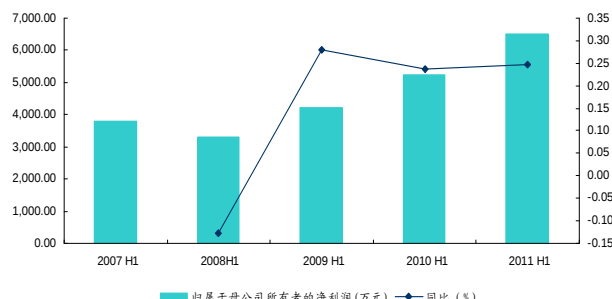
2011年上半年公司实现营业收入8.03亿元,较上年增加19,070.42万元,同比增长31.15%;实现利润总额9,107.01万元,较上年增加1,836.95万元,同比增长25.27%;实现归属于上市公司股东的净利润6,518.66万元,较上年增长1,292.86万元,同比增长24.74%;实现每股收益0.46元。

图 1: 2007-2011 上半年营业收入、营业利润及同比增速



资料来源:公司公告,长江证券研究部

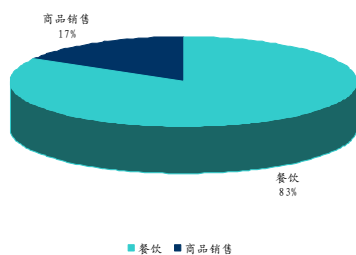
图 2: 2007-2011 上半年归属母公司净利润同比增速



资料来源:公司公告,长江证券研究部

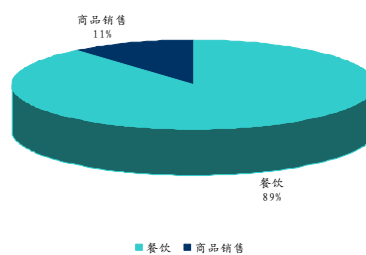
我们认为餐饮业规模扩张和接待人数增加是上半年公司营业收入增加的主要原因。上半年餐饮业实现营业收入64,640.97万元,同比大幅增加34.43%,其中去年12月份新开张的新疆和杭州店实现营业收入10,258.62万元,贡献了营业收入增加的大部分,而接待宾客347.15万人次,同比增长51.40%,是营业收入增长的另一个重要原因。

图 3: 2011 上半年营业收入构成



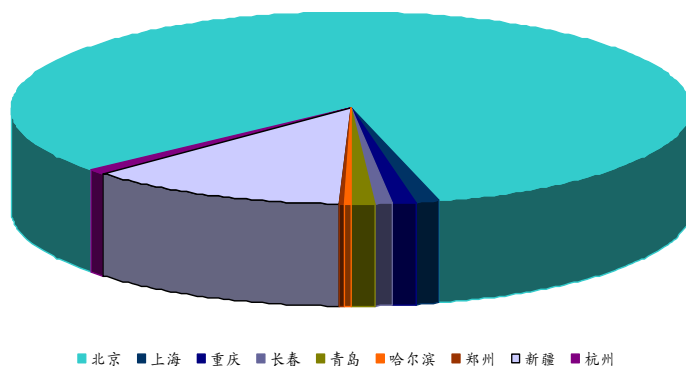
资料来源：公司公告,长江证券研究部

图 4: 2011 上半年营业利润构成



资料来源：公司公告,长江证券研究部

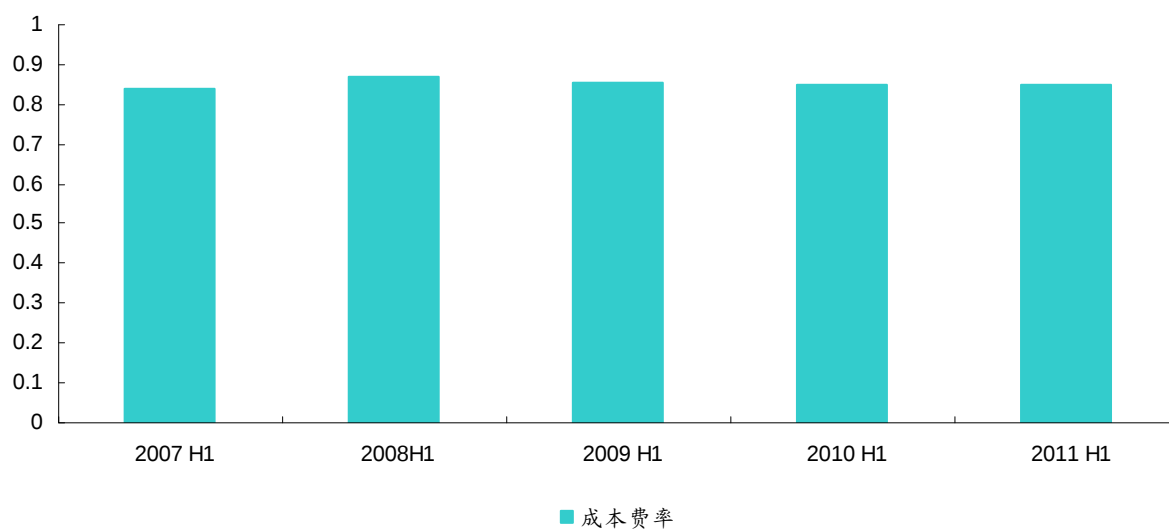
图 5: 2011 上半年分地区营业收入的构成



资料来源：公司公告，长江证券研究部

上半年公司主要原材料原料鸭、鸭饲料价格及员工工资大幅上涨，但公司成本费用控制良好，成本费率 84.96%，比去年同期仅略涨 0.23 个百分点。

图 6:2007H1-2011H1 公司成本费率



资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司看点：

老字号受益北京旅游业发展

“十二五”规划期间，北京提出建设国际一流的旅游城市，公司旗下聚集着北京最老的字号是一个必不可少的角色，公司有望借政策的支持不断扩张规模。截止到去年底，公司拥有“全聚德”品牌直营店 22 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 1 家，另外公司还拥有“全聚德”特许加盟店 58 家，“丰泽园”品牌特许加盟店 1 家。公司计划 2011 年新开 1 或 2 家直营店，3 家“三合一”模式的连锁店，4 家特许店；到 2013 年总开店达到 100 家。

表 1: 全聚德的规模扩张步伐

时间	新开业、收购的门店	时间	新开业、收购的门店
2007 年 4 月	收购仿膳饭庄、丰泽园饭店和四川饭店	2009 年 1 月	全聚德双榆树店
2008 年	全聚德双井店	2009 年 5 月	全聚德郑州店
2008 年	全聚德通州店	2010 年 4 月	全聚德望京店
2008 年	北京王府井四川饭店	2010 年 12 月	四川饭店新街口店
2008 年	全聚德哈尔滨店	2010 年 12 月	全聚德马家堡店
2008 年	全聚德青岛店	2010 年 12 月	全聚德杭州店
2008 年	澳大利亚墨尔本特许店	2010 年 12 月	收购新疆全聚德 85% 下辖 3 家饭店

资料来源：公司公告，长江证券研究部

集团资产注入预期强烈

全聚德已逐渐发展成为一个餐饮品牌集团，早在公司重组初市场就传闻“东来顺”将一并归入公司旗下，但后来没有实现。随着控股股东的发展思路逐渐清晰，把公司定位为整合旗下餐饮企业的平台，那么“东来顺”注入公司是大概率事件。据公开资料显示，到 2007 年东来顺有 140 家加盟连锁店、7 个区域加盟商以及 1000 多个零售网点，其中直营约有 30 家，如果“东来顺”注入公司将极大的扩大公司营业规模。

盈利预测、估值及投资评级

不考虑资产注入，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为，0.81 元、0.94 元、1.12 元，对应 8 月 22 日收盘价 28.28 的 PE 分别为 35、30、25 倍，公司估值较为合理，我们维持公司“谨慎推荐”评级。

风险提示： 自然灾害政治事件等突发事件的冲击、原料和人工成本上涨、扩张期新店经营不稳。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1339	1543	1753	2010	货币资金	195	157	345	571
营业成本	571	662	751	850	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	768	881	1002	1160	应收账款	46	54	62	71
% 营业收入	57.3%	57.1%	57.2%	57.7%	存货	68	80	90	102
营业税金及附加	60	69	78	90	预付账款	7	8	9	10
% 营业收入	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	其他流动资产	3	3	4	4
销售费用	398	451	512	585	流动资产合计	318	309	523	765
% 营业收入	29.7%	29.2%	29.2%	29.1%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	175	199	228	265	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	13.1%	12.9%	13.0%	13.2%	长期股权投资	35	28	21	28
财务费用	5	4	-1	-2	投资性房地产	5	5	5	5
% 营业收入	0.4%	0.3%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	615	663	700	731
资产减值损失	1	1	1	1	无形资产	108	103	97	93
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	43	43	43	43
投资收益	10	0	0	0	递延所得税资产	7	0	0	0
营业利润	140	158	184	221	其他非流动资产	131	81	31	-19
% 营业收入	10.4%	10.3%	10.5%	11.0%	资产总计	1261	1231	1421	1645
营业外收支	5	5	5	5	短期贷款	200	0	0	0
利润总额	144	163	189	226	应付款项	59	68	77	87
% 营业收入	10.8%	10.6%	10.8%	11.2%	预收账款	22	25	28	32
所得税费用	37	41	47	57	应付职工薪酬	20	23	26	29
净利润	107	122	142	170	应交税费	22	25	29	34
归属于母公司所有者					其他流动负债	98	113	129	147
的净利润	100.3	114.4	132.6	158.5	流动负债合计	421	254	288	329
少数股东损益	7	8	9	11	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.71	0.81	0.94	1.12	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	15	29	43	57
经营活动现金流净额	186	275	296	333	负债合计	435	282	331	385
取得投资收益	7	0	0	0	归属于母公司	748	862	995	1153
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-121	0	0	0	少数股东权益	78	86	95	106
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	826	948	1090	1260
固定资产投资	-149	-109	-109	-109	负债及股东权益	1261	1231	1421	1645
其他	5	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-265	-109	-109	-109		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.708	0.808	0.937	1.120
股权融资	0	0	0	0	BVPS	5.28	6.09	7.03	8.15
银行贷款增加（减少）	90	-200	0	0	PE	39.92	34.99	30.19	25.26
筹资成本	79	-4	1	2	PEG	2.42	2.12	1.83	1.53
其他	-163	0	0	0	PB	5.35	4.64	4.02	3.47
筹资活动现金流净额	7	-204	1	2	EV/EBITDA	19.77	16.82	14.11	11.34
现金净流量	-72	-38	188	226	ROE	13.4%	13.3%	13.3%	13.7%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。